



2022年投資展望

蓄勢待發 把握潛藏機遇

2021年12月

內容

簡介	4
2022年資產類別及配置觀點	6
• 已發展市場股票 • 北亞地區（日本除外）股票 • 南亞地區股票 • 固定收益及另類投資	
股票行業焦點	10
• 消費升級 - 中國仍處於「蜜月期」 • 亞洲科技業龍頭 - 數碼化和電動化 • 金融股 - 於中國金融資產實現資產多元化	
固定收益觀點	14
• 通脹預期將是主導因素 • 中國政策成為市場焦點 • 行業觀點	



簡介

回顧2021年，各個市場走勢分歧，極端情況時常出現。股票市場表現大相逕庭，已發展市場尤其是美國及歐洲大幅跑贏新興市場。新興市場之間的表現亦截然不同，各國表現存在巨大差異。市場亦在週期性價值及增長模式之間顯著波動及輪轉。

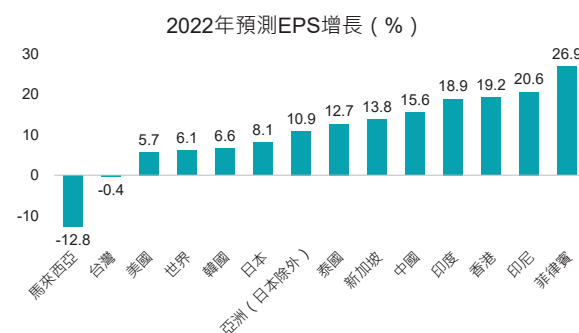
全球經濟從孳息率曲線偏陡的V型復甦階段，過渡至孳息率曲線趨平的週期中段擴張階段。雖然美國國債的長期孳息率徘徊在一定區間內，但投資者的焦點卻在平衡通脹率上升及實際孳息率下跌之間不斷切換。

我們預計股市將在2022年繼續波動，美國及歐洲似乎將持續受通脹問題困擾，但隨着經濟進入擴張週期後段，增長或會在第二季度開始放緩。我們預期隨著央行政策由容忍短暫通脹轉為壓抑通脹，各國央行將在上半年採取偏向鷹派的立場。雖然預料需求將從商品轉向服務，供應鏈瓶頸問題亦會開始紓緩，但通脹或會對工資增長、食品價格、能源成本，以及房屋價格帶來結構性影響。儘管如此，貨幣政策收緊可能被創紀錄的財政

刺激措施規模所抵銷，如美國在全球經濟增長放緩及通脹壓力增加之際推出的基建法案，因此我們將看好具備穩健現金流及議價能力的優質增長型公司。

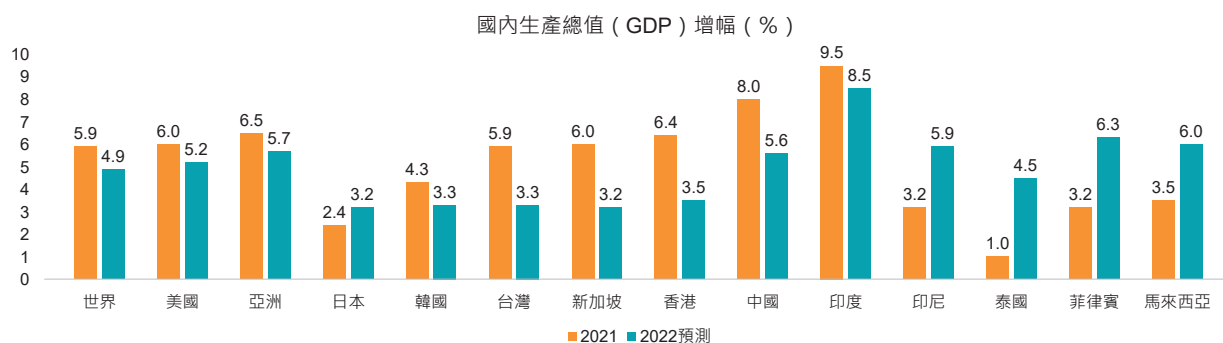
亞洲方面，雖然企業盈利增速逐步回復正常，因此我們預計2022年市場仍會有一定波動。在經濟增長放緩的情況下，亞洲（日本除外）區內的每股盈利（EPS）預計錄得10.9%增長（圖1）。同樣，預測2022年的國內生產總值（GDP）將低於2021年，但仍維持理想的增長水平（圖2）。

圖1：亞洲（日本除外）的盈利增長較其他地區吸引



資料來源：FactSet，富瑞，截至2021年12月

圖2

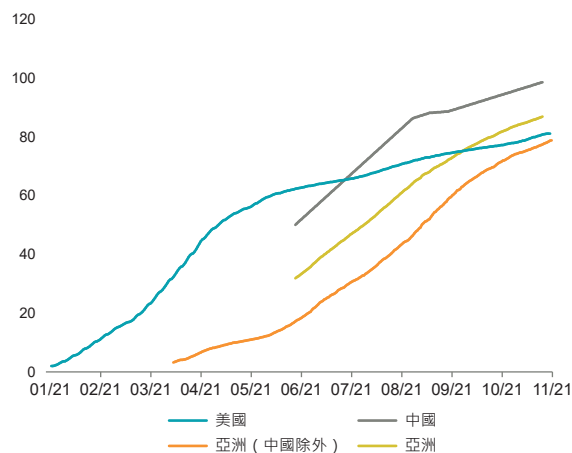


資料來源：國際貨幣基金組織預測值，世界經濟展望，截至2021年10月

亞洲其中一項利好因素是區內疫情不斷改善，包括東南亞及印度，兩者經濟曾因感染人數再度急升及實施間歇性嚴格封城措施而遭受重挫。隨著這些市場的疫苗接種率持續上升（圖3），當局將繼續放寬嚴格的防疫措施，重新開放邊境的機會相應增加。與2021年的情況相若，由於疫情風險仍然存在，我們將繼續關注區內情況。我們認為，新型變種病毒、疫苗接種率及其有效性、疫苗接種意願，以及邊境管制措施均是經濟從疫情中復甦的關鍵因素。

圖3：亞洲的疫苗接種率不斷上升

適合接種人口中已接種第一劑疫苗的比率 (%)



資料來源：Our World in Data, 司爾亞司數據信息，摩根士丹利研究



2022年資產類別及配置觀點

圖4：未來12個月的資產配置觀點

股票		債券		另類投資	
美國	➡	美國國庫	↓	房地產	➡
歐洲	↓	其他已發展市場政府債券	↓	黃金	➡
日本	↑	歐美投資等級	↓	基本金屬	↓
北亞（日本除外）	↑	亞洲投資等級	➡	石油	↑
南亞	➡	歐美高收益債券	↓	現金	➡
其他新興市場	↓	亞洲高收益債券	↑		
		新興市場債券	➡		

↑ 增加持倉 ➡ 維持不變 ↓ 降低持倉

資料來源：惠理基金，截至2021年12月

已發展市場股票

美國股票

我們預計聯儲局立場會轉趨鷹派，並在縮表結束後立即加息。通脹數據持續高企可能影響消費者及企業信心。企業盈利增長可能會較2021年大幅放緩，受高基數效應影響，盈利下跌週期可能於第二季度展開。鑑於上述因素，且由於估值仍然昂貴，我們預計市場或會在上半年出現調整。然而，隨著中期選

舉於2022年舉行，美國總統拜登將更專注於實現充分就業及推動經濟增長。我們預計整體流動性不會過度緊縮，美國市場將在下半年有較佳表現。

歐洲股票

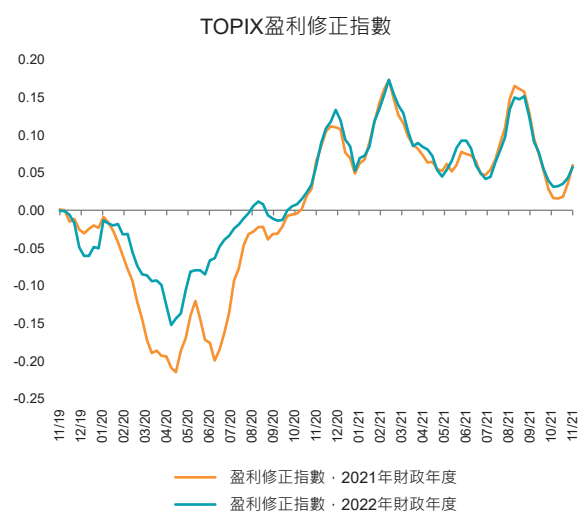
經歷2021年強勁經濟復甦後，假如沒有額外的刺激措施，我們預計增長將顯著放緩。隨着新的變種新冠病毒Omicron出現，如我們近月所見，歐洲各國的封城及邊境管制政策可能會截然不同，這情況將影響經濟復甦。因此，我們認為盈利增長會放緩，預料公司將下調盈利預測。另一方面，歐洲央行在收緊政策方面會較聯儲局更有耐性，但汽油價格高企將進一步推高通脹。

日本股票

日本在2021年的經濟復甦步伐明顯落後於其他已發展市場。然而，價值約4,900億美元的龐大經濟刺激方案在11月通過，有望推動經濟復甦，利好消費重拾增長及經濟活動重啟。不過，當地投資氣氛仍然疲弱，需要時間恢復。

企業盈利可能會繼續復甦，而我們認為日本將成為少數持續上調盈利預測的國家之一。連同正面的盈利修正（圖5），加上受強勁企業基本面的支持下，估值相當吸引，日本市場的投資機遇繼續多於其他亞太區國家。

圖5：日本企業的正面盈利修正



資料來源：I/B/E/S，Factset，高盛環球投資研究，截至2021年11月

北亞地區（日本除外）股票

中國

我們認為中國市場於明年將有更好的表現。自新冠疫情爆發以來，中國一直領先於經濟週期，而且與西方國家相比將繼續處於反週期。由於電力短缺及商品價格高企的問題開始緩和，市場對滯脹的憂慮已大致消除。此外，當局已開始推出針對性寬鬆政策，信貸供應逐漸增加。

我們預計中國經濟將在第二季度觸底，並會推出更多刺激經濟增長的政策。預計企業盈利亦會在高基數效應下於第一季度觸底，而公司將在第一季度的業績期後開始上調盈利預測。

雖然我們預期監管方面的不利因素將會持續，但我們認為其不會如2021年般驚動市場。我們亦留意到中美關係逐漸改善，但中國似乎將為實現能源及科技自主的目標而繼續投資。我們認為中國A股將直接受惠於中國經濟復甦，因為該市場中受惠於針對性措施的行業之比重偏高。此外，國內投資氣氛一般會較國外投資氣氛更早出現改善。至於中國離岸股市方面，其表現亦受吸引的估值支持（圖6）。

圖6：中國離岸股市估值變得較為吸引



資料來源：Factset，中金公司策略研究

香港

香港經濟逐步改善，但復甦步伐將取決於重新通關的時間。我們發現部分聚焦於本地市場的公司估值吸引，預期它們將受惠於香港逐漸通關。然而，我們預計，由於香港將繼續受外圍因素影響，包括新型變種病毒在全球蔓延及中美關係的後續影響，本港市場將會持續波動。

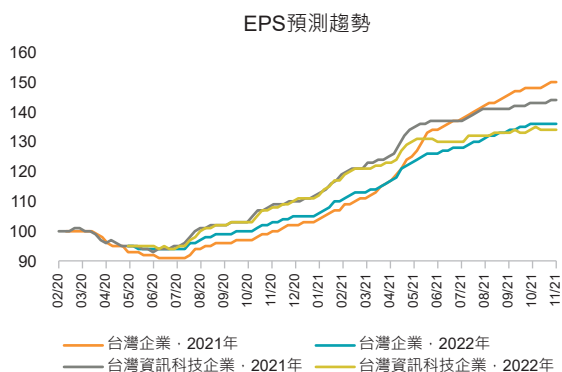
韓國

我們注意到一些可能增加韓國市場不確定性的事件，包括2022年3月的總統大選及韓國央行在加息週期的政策方向。韓國是首個調高利率的亞洲國家，自2021年8月起已兩度加息。我們預計，經過令人失望的2021年後，盈利增長會維持溫和。記憶體晶片週期的不確定性可能加劇負面情緒，而美元走強對於韓圓或不是一個好的先兆。在這些不確定因素轉趨明朗前，海外資本將需要時間才會再次流入韓國市場。

台灣

雖然出口及新訂單的增長將較2021年放緩，但由於供應鏈瓶頸至少會在2022年上半年持續，我們認為上游科技硬件行業將繼續具備強勁的定價能力，需求亦會持續增長。台灣企業的盈利水平仍然是亞洲區內最高，特別是科技業。由於高基數效應及早前所預測的需求將會見頂，2022年每股盈利增長預測為負增長，但企業業績指引維持樂觀，2022年的盈利預測亦有所上調（圖7）。這是由於市場繼續注意到強勁的需求至少將延續至第一季度，因而推遲需求見頂的預測時間。在目前的全球宏觀經濟環境下，台灣企業的估值亦算合理，優質企業將廣受投資者青睞。

圖7：台灣企業盈利增長保持上升趨勢



南亞地區股票

東盟

隨著東南亞經濟活動將逐步回復至疫情前水平，在重啟經濟下，我們預計東盟市場的表現會後來居上。東盟的通脹情況繼續滯後於西方市場，因此大部分央行將對加息保持耐性。然而，美元走強及全球流動性收緊並不利好東盟國家的貨幣走勢。在東盟各國之中，我們預計印尼及新加坡將有亮眼表現。

印尼

受惠於強勁的資源出口增長，如棕櫚油、橡膠及鎳。新成立的印尼電池公司（IBC）帶動當地採礦及能源業發展，特別是作為電動車電池的主要材料鎳，為當地經濟創造附加值。由於印尼擁有的鎳存量為全球最高，IBC將增加印尼的採礦產能，並提高全球市場份額。與此同時，互聯網及電商業的發展亦會推動消費者支出。

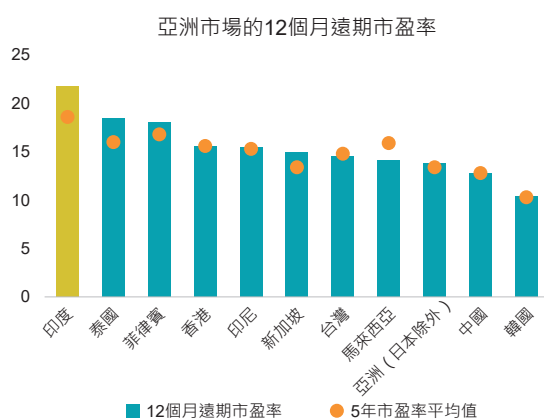
新加坡

同樣正在邁向數碼轉型，我們認為新加坡的經濟將在重啟後繼續增長。我們亦注意到新加坡銀行領域的投資機遇，當地銀行往往能從全球的加息環境中受惠。

印度

由於疫情有所改善及疫苗接種率上升，印度股市在2021年回升。印度全國各地的經濟活動復甦，公共開支及出口量雙雙增加。受基建方面的公共資本支出帶動，我們預計印度經濟將持續復甦，最終帶動私人資本支出增加，利好建築業。數碼化等長期增長引擎將令資訊科技及製藥業等主要行業獲益。雖然印度處於長期牛市，新經濟行業持續擴張，而且仍然處於盈利上升週期，但我們對該市場維持謹慎，因為印度股票的估值與亞洲其餘地區相比正處於極高水平（圖8）。

圖8：印度股票估值比亞洲其他地區股市相對昂貴



資料來源：彭博，截至2021年11月

其他新興市場股票

受疫苗接種率持續偏低及變種病毒Omicron蔓延的影響，東歐、中東與非洲及拉丁美洲面臨更高風險。此外，由於供應持續上升但需求正在減弱，除石油以外，預期週期性大宗商品的價格將會下跌，為這些國家帶來更少支持。除上述不利因素外，在美元走強及全球流動性收緊的環境下，我們預計這些地區的表現將備受挑戰。

固定收益及另類投資

已發展市場債券

我們預計，美國及歐洲將持續受通脹及經濟增長放緩而困擾。由於市場預期聯儲局及歐洲央行會採取更為鷹派的立場來壓制通脹，該等地區的孳息曲線或會上移。面對市場對於經濟增長的憂慮，「熊市趨平」的情況將會持續，導致較長期的實際收益率維持在負值。我們預計政府債券的回報將欠缺吸引。投資等級及高收益債券的信貸息差變得狹窄，但隨著經濟增長開始放緩及盈利預測開始下調，信貸息差或會擴闊。

亞洲投資等級債券

信貸息差仍然較美國的投資等級債券吸引。然而，孳息率曲線上移，加上聯儲局立場趨向鷹派，我們對此資產類別維持中性觀點，並對存續期持審慎取態。

亞洲高收益債券

2021年亞洲高收益債券走勢非常波動，主要受到市場對中國房地產業的憂慮所影響，此資產類別在2022年有望提供理想的投資機遇。中國高收益債券與其他亞洲高收益債券之間的信貸息差亦出現差距，特別是東南亞地區。由於我們預計中國經濟會在第二季度見底，繼而推出更多刺激措施，因此預料差距將會收窄。與亞洲其餘地區相比，中國高收益債券的估值處於歷史性的極低水平。

另類投資

隨着需求減弱及供應增加，石油以外的週期性商品價格預計將會下跌。另一方面，由於石油輸出國組織有強烈動機在產量緊張的情況下令油價維持高企，油價或會受到支持。此外，鑑於過去數年用於石油開採的資本支出偏低，或會導致供應難以強勁反彈。與此同時，黃金的表現可能因利率提高而受壓。不過，黃金仍然是對沖地緣政治不確定性的理想資產，通常能受惠於寬鬆的財政政策。

股票行業焦點

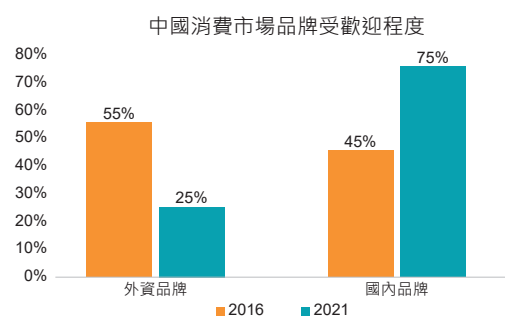
消費升級 - 中國仍處於「蜜月期」

由於中國透過提前實現國內消費的目標來支持經濟可更持續地發展，我們依然看好中國的消費升級趨勢。根據目前的政府目標，中國有望收窄鄉村及城市地區之間的收入差距，並在2035年前達成75%的城鎮化比率，相當於先進經濟體的水平。隨著超過5億的農村人口的收入持續上升，加上中央不斷推進城鎮化，人均收入及中產階級不斷擴張，並帶動國內消費升級。



我們將繼續尋找受惠於消費升級的公司，特別是那些有能力打造優質品牌的國內企業。建立優質國內品牌尤其重要，隨著中國Z世代（1997年至2010年代初期出生）更偏好國產品牌（圖9），在消費升級的大趨勢下，可更進一步加強內需企業的定價權。由於優質消費品牌的產品更加創新或質素較高，較能提高價格，並擴大利潤上行空間。這些優質品牌公司在白酒及體育用品行業中具有明顯優勢。

圖9：國際及中國國內品牌的受歡迎程度



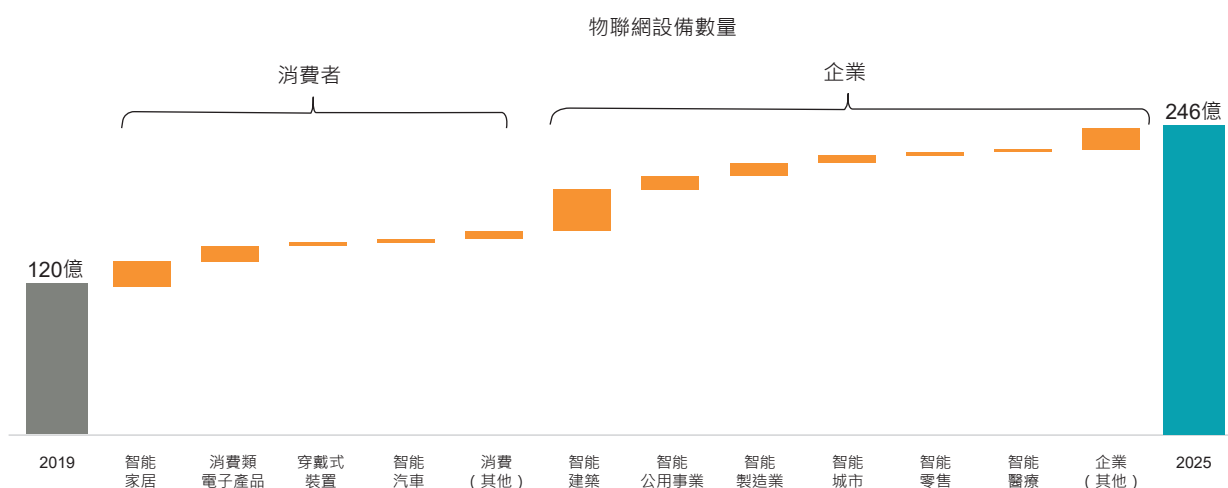
資料來源：百度，中金公司研究

亞洲科技業龍頭 - 數碼化及電動化

受惠於日常應用中實現數碼化及採用先進及輔助科技的需求所推動，科技業繼續提供長遠投資機遇。5G通訊網絡的推出帶動科技進一步發展，更同時推動雲基礎設施和物聯網（IoT）領域的快速發展。2025年，以5G為基礎的物聯網設備數量預計也將從120億增加一倍至約250億（圖10）。



圖10：2025年全球物聯網設備數量增加超過120億部



資料來源：全球移動通訊系統協會智庫，截至2020年3月

我們在此數碼化趨勢中觀察到一個結構性增長週期。例如，隨著公司在商業模式中投資和部署人工智能（AI），全球人工智能市場預計到2025年將達到1710億美元，年複合增長率達35%¹。同時，預計2028年物聯網設備市場規模將增至1萬8千5百億美元，年複合增長率達25.4%²。

亞洲有望從這個迅速增長的市場中受惠。一方面，亞洲是高速運算（HPC）的市場龍頭，高速運算是指進行大規模計算以解決複雜問題的能力。若同時結合人工智能、機器可作出更好及更明智的決定。與其他地區相比，2023年亞洲的高速運算銷售規模將會是全球銷售規模的兩倍³。

亞洲亦是領先晶圓代工公司及集成電路（IC）設計公司的所在地，這些公司主要生產、設計或供應物聯網設備和其他應用設施的主要零件。單單在2021年，亞洲佔全球半導體銷售額約70.1%，而2001年的相關數字為52.5%⁴。晶圓代工產能方面，亞洲在2019年及2020年分別佔全球晶圓代工產能的72%及89%，所有10納米以下的先進邏輯晶片產能均位於台灣地區及韓國（圖11）。由於競爭有限及先進邏輯晶片產能的需求急升，我們預計高端半導體的供應緊張情況會在中短期內持續，意味將繼續帶來價格上漲空間。

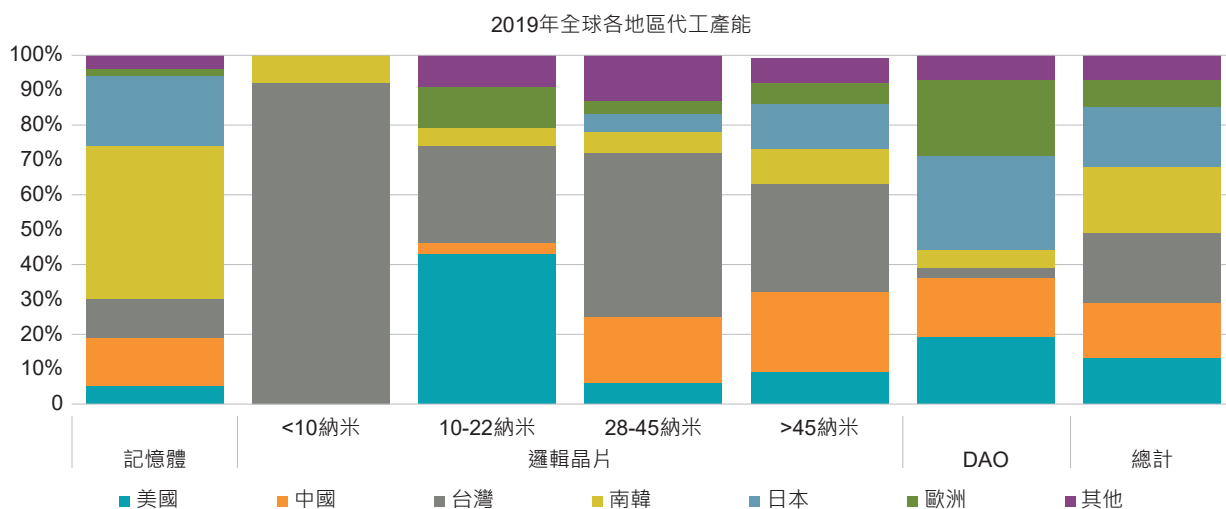
¹ 美國商業資訊，截至2021年8月

² 財富商業洞察，截至2021年9月

³ 台積電，Intel，惠理基金預測，截至2021年10月

⁴ 美銀環球研究，世界半導體貿易統計，截至2021年10月

圖11：亞洲在晶圓代工產能方面領先



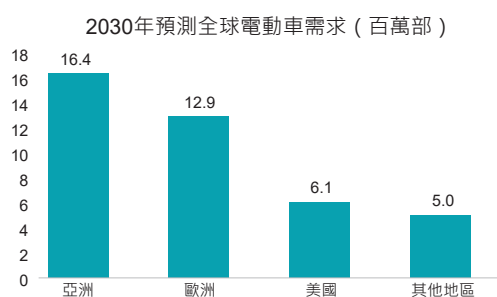
DAO - 分立器件 (Discretes) · 模擬及光電器件 (Analog and optoelectronics) 及感測器 (Sensors)

資料來源：SIA，公司數據，美銀環球研究，截至2021年11月

除數碼化以外，日常應用的電動化亦是大趨勢。

這對於電動車市場尤其如此，該板塊主要受全球不同經濟體的碳中和目標推動。縱觀全球，由於對氣候變化的意識增強，加上補貼和退稅政策，亞洲對電動車的需求預計在全球市場位居首位（圖12）。亞洲的電動車電池供應商亦有望受惠於此不斷增加的需求。僅在亞洲區內，亞洲約佔電動車電池市場逾80%⁵。

圖12：亞洲的電動車需求全球最高



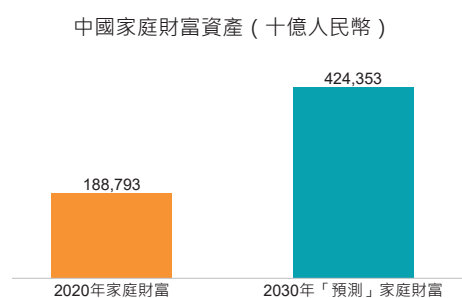
資料來源：摩根士丹利，截至2021年10月

隨著各行業有更多消費者及企業採用先進科技，我們認為一直推動數碼轉型的亞洲科技業龍頭擁有龐大增長空間。

金融股 - 中國金融資產配置日益多元化

我們繼續看好在中國提供財富管理服務的公司。由於財富管理領域正處於發展初期，當中蘊含龐大機遇。家庭金融資產預計在2030年將從2020年的188萬億人民幣上升至424萬億人民幣以上（圖13），而家庭金融資產持續增長將利好財富管理板塊。

圖13：中國家庭財富不斷增長，利好財富管理行業



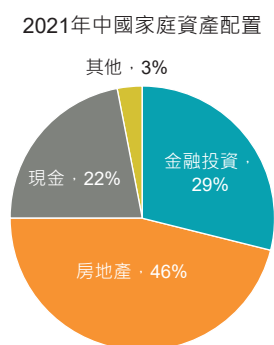
「預測」－ 摩根士丹利研究數據預測，截至2021年10月

資料來源：司爾亞司數據信息，萬得，中國央行，上海證券交易所，信託協會，中國銀行業協會，中國證券投資基金業協會，中國銀保監會，摩根士丹利研究

⁵ 美銀環球研究2021

由於大部份中國家庭資產集中於房地產，其次是現金（圖14），隨著投資者需要從房地產分散投資到金融資產，意味資產及財富管理行業的增長空間相當龐大。

圖14：中國家庭資產繼續由房地產主導，但預計會轉移至滲透率偏低的金融投資



資料來源：滙豐研究，惠理基金，截至2021年12月

舉例而言，最近的政策轉變促使越來越多投資者從投資氣氛欠佳的房地產行業分散至金融產品。鑑於政府設下社會繁榮目標，房地產市場的監管措施開始收緊，以確保民眾負擔得起住屋，並防止資源過度配置於房地產行業。

這些監管措施包括透過收緊發展商的融資渠道及住屋按揭貸款，以壓抑房地產價格。例如，「三道紅線」政策旨在控制發展商的債務規模。隨著大部分發展商降低槓桿比率，預期中國房地產開發商將採取較溫和的擴張計劃，因為一系列控制樓價升溫的措施壓縮了其利潤空間。其他措施包括要求國內銀行限制發展商未償還房地產貸款及總貸款之間的比例，以及為住屋按揭貸款的比例設立上限。政府亦為二次置業設下較高的按揭貸款利率，此舉將進一步打擊投機情況，預計上述所有措施將減低房地產市場的需求和供應。

此外，約70%的城市民眾已擁有首間住宅，而隨着政府打擊房地產的投機行為，可能導致家庭資產轉移至財富管理市場，利好投資產品的龐大需求增長，尤其是共同基金。

基於這些因素，預計約有170萬億人民幣的家庭資產，將於2030年前流入財富管理市場⁶，有望推動資產和財富管理行業的收入增加三倍以上。

在不同主要財富管理產品中，我們預計共同基金將成為主要獲益領域。在2021年經濟增長放緩的環境下，共同基金行業錄得33%的穩健增長。在未來幾年，我們看好財富管理行業將獲得大量的資金流入，從而產生更多的手續費收入，並將成為金融行業的主要盈利增長引擎。

⁶ CEIC，萬得，中國央行，上海證券交易所，信託協會，中國銀行業協會，中國證券投資基金業協會，中國銀保監會，摩根士丹利研究，截至2021年10月

固定收益觀點

通脹預期將是主導因素

隨著財政刺激措施和低基數效應逐漸減退，經濟增長在2021年下半年進一步回復正常。然而，由於供應鏈持續受限及能源價格高企，全球通脹依然是主導2022年市場走勢的主題。美國疫苗接種率上升所釋放的積壓需求與潛在工資增長或會加劇通脹憂慮。我們預計供應鏈問題可望在2022年解決，這將會紓緩部分通脹壓力。

然而，新出現的變種新冠病毒可能為經濟增長復甦增添不確定性。因此，市場很大機會維持對聯儲局循序漸進加息的預期。現時，美國十年期國債孳息率約為1.5%，預期在2021年底之前仍有窄幅上升空間，但我們認為其幅度將遠低於2021年3月時的極端走勢。儘管美國財政狀況收緊，但由於全球流動性充裕，加上負收益債券的規模龐大，達11.7萬億美元，投資者將持續尋求收益更高的資產。

中國政策成為市場焦點

中國的政策轉變是2021年下半年市場波動的主要因素。隨著政府將控制金融風險和槓桿列為首要任務，信貸增長將持續低迷。不過，我們預期信貸收縮快將見底，未來幾個季度將出現輕微反彈。經濟增長勢頭放緩及中國人民銀行希望維持流動性的目標，應會限制十年期中國國債孳息率（現時為2.9%）大幅上升的空間。此外，海外資金持續流入在岸債券市場和強勁的出口貿易，應能緩和人民幣的週期性風險，並有助穩定亞洲美元債券市場的表現。

人行近期的表態淡化了市場對通脹的憂慮，並利用其他貨幣措施來維持流動性穩定的做法，也降低了進一步下調存款準備金率（「降準」）的預期。特別是在房地產行業方面，隨著更多土地流拍和房地產銷售下降，人行在多個城市引導銀行恢復發放房地產按揭貸款，以確保該行業的健康發展。明年可能在全國範圍內推出的房產稅或會影響市場氣氛。總括而言，我們認為政府會維持緊縮立場，但也會進行微調，以避免恒大危機波及其他行業和引發任何系統性風險。

由於政策和特殊風險將很可能繼續存在，我們在2022年仍然會聚焦信貸質素。隨著新冠疫情威脅的減退，亞洲經濟復甦未受影響。由於持續上漲的美國國債孳息率仍然對亞洲投資等級債券構成壓力，尤其是在信貸息差偏窄的情況下，因此我們更偏好存續期較短的債券。中國高收益債券的息差較過去五年平均值高約4個標準差，反映定價已納入許多政策風險和行業整合因素。透過我們的主動管理及由下而上的投資方針，我們專注於尋找長期「存活者」、目前估值吸引且基本面穩健的債券。我們相信在新興市場中，這類債券的價值具吸引力。由於中國房地產行業正經歷整合和槓桿控制，這應有助鞏固其長遠信貸情況。

行業觀點

中國在岸債券

人行於今年7月初及12月降準，加劇了市場對中國經濟下滑的憂慮。此外，對房地產和地方政府融資工具的監管尚未放鬆。我們認為，人行在進一步降準時會出現障礙，貨幣政策可能只聚焦於邊際寬鬆。儘管如此，在經濟增長放緩的情況下，我們不能完全排除再次降準的可能性。

美國國債孳息率上升正影響中國債券市場的表現。然而，我們認為這影響市場氣氛多於實際資金流。儘管中美債券孳息率差距縮窄至145個基點（2021年初時曾超過200個基點），但流入中國債券市場的海外資金有望維持穩健。我們預計第四季度政府將發行更多債券，但會給市場消化。因此，僅憑這因素應可壓抑債券孳息率的上行壓力。

在岸企業信用債券發行量與去年同期相約，而由於2018年4月開始實施新資產管理規定，金融債券的發行量大幅減少。該規定要求所有理財產品的價值須依市場公允價值法而非攤銷成本法計算，繼而影響需求。此走勢應會持續到年底，在岸企業債券的孳息率曲線應可保持穩定。

亞洲投資等級債券

華融獲政府救助，中國投資等級債券息差在2021年第二季度收窄。一眾國有企業對華融注資500億人民幣和出售500億人民幣資產的計劃應能緩和一部分憂慮情緒。在中國以外，印尼的信貸規模加速擴張，為宏觀經濟發展提供支持，大宗商品價格上漲也帶來助力，收窄印尼的經常帳赤字規模。儘管聯儲局立場偏鷹，但這些因素為印尼盾提供支持。另一方面，印度的主權信用評級下調風險降低亦是另一大亮點。

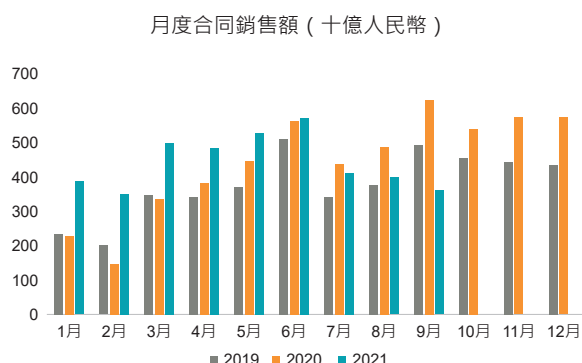
總括而言，美國國債孳息率上漲和中美貿易關係緊張仍是主要憂慮。提前再融資可能會增加債券發行量，但這應該會被市場充份消化。我們認為，在利率波動和新興市場資金外流的情況下，亞洲投資等級債券的信貸息差可能會開始擴闊。我們對此板塊維持較低的配置，並偏好存續期較短的債券。

中國房地產

「三道紅線」政策收緊發展商的融資渠道，同時集中賣地政策導致地價居高不下，令土地流拍增加。第四季度整體房地產銷售可能更趨疲弱，一線以外城市的樓價也可能持續低迷。這些因素均可能促使當局推行一些邊際寬鬆政策，但我們認為推出廣泛的寬鬆政策機會不大。儘管如此，我們認為從長線來看，人口規模持續擴大的城市，在剛性需求下將可支持房地產銷售增長。

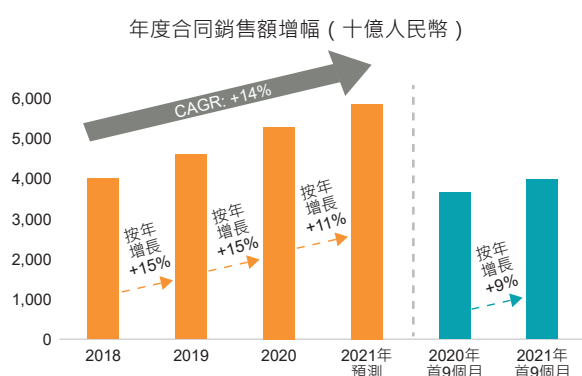
由於整體政策趨緊、較少樓盤推出，以及恒大危機削弱市場氣氛，在我們追蹤的28間中國發展商中，第三季度合同銷售額增長幅度按年下降約20%（圖15及16）。大部分發展商已實現全年銷售目標約70%，預計未來幾個季度會推出更多樓盤。我們相信，在房地產按揭小幅放鬆和具有充足的可供銷售貨源來支持銷售的條件下，本年度銷售目標有機會實現，這也是產生現金流的重要來源。

圖15：月度合同銷售額



資料來源：28間中國上市發展商的公司數據，截至2021年9月

圖16：2021年首9個月合同銷售額按年增長9%



資料來源：28間中國上市發展商的公司數據，截至2021年9月

除了恒大危機，花樣年10月初的違約事件也連帶損害市場氣氛。投資者擔憂出現更多違約事件，特別是小型發展商或依賴離岸債券市場融資的發展商。假如債券市場持續關閉，部分發展商可能會為再融資而選擇債務交換，或透過出售離岸資產來籌集資金。我們認為，現時此行業的價格已經反映了大部分下行風險和無政策放鬆的預期。

隨著信貸差異化持續，我們專注於尋找長期「存活者」、但目前估值吸引且基本面穩健的債券。我們亦偏好於年底前短期再融資需求較低的發展商。估計於我們投資領域所覆蓋的發展商於2022年第一季度的美元債券再融資需求為90億美元，人民幣債券融資需求為80億美元，再融資壓力仍重。

中期而言，我們更專注於挑選土地儲備質素較好、銷售執行能力強、現金回收率健康、資產負債表外負債較少的發展商。由於大部分發展商在最近幾個月減慢收購土地，我們減持了一些極為依賴離岸債券市場和土地儲備可支持開發年期較短的發展商。

澳門博彩債券

澳門博彩債券受中國高收益債券市場情緒疲弱、復甦速度未如預期，以及監管不確定性的影響。長線來看，儘管博彩特許權不續期的風險低，但政府的干預程度亦會對行業前景產生另一層影響。大部分博彩公司均保持足夠的流動性緩衝，應可避免債券價格和信用評級出現重大調整。我們並無博彩相關持倉，因債券短期回報可能有限，特別是博彩總收入未見明顯復甦，現時行業收入僅為新冠疫情前水平的30%。

大宗商品債券

2021年至今，金屬和採礦業高收益債券的總回報不俗。進入2022年，環球大宗商品需求將維持強勁。美國和歐洲的財政刺激方案以及中國於第四季度對基礎設施投資的推動應會刺激需求。這會提高大宗商品企業的EBITDA，並助其建立流動性緩衝。我們留意到，短期內出現巨大的供需失衡的機會較微，除非中國在基礎建設和房地產等的投資增長持續放緩，超出預期。我們會繼續投資於相關債券以分散風險。

主權高收益債券

由於巴基斯坦與國際貨幣基金組織仍在商討該國徵收稅項及提高電費的條件，對於其獲得國際貨幣基金組織提供的10億美元資金存在不確定性。投資者亦對斯里蘭卡外匯儲備的急劇縮減感到憂慮。近期有消息指，斯里蘭卡正與阿曼和卡塔爾展開磋商，希望分別從兩國獲得36億美元和10億美元的石油信貸額度。對斯里蘭卡而言，我們認為信貸狀況仍有變數，該國在未來18個月內管理短期債務的能力亦令人存疑。

關於惠理基金

惠理是亞洲領先的獨立資產管理公司，旨在提供國際級的投資服務及產品。自一九九三年成立以來，惠理於亞洲以及環球市場一直堅持奉行價值投資策略。惠理集團於二零零七年十一月成為首家於香港聯合交易所（股份代號：806 HK）主板上市的資產管理公司。惠理集團總部位於香港，在上海、深圳、吉隆坡、新加坡及倫敦均設有辦事處，在北京亦設立代表處。惠理的投資策略覆蓋股票、固定收益、多元資產、另類投資、房地產及量化投資，服務亞太區、歐洲以及美國等地的機構及個人投資者。更多有關集團資訊，請瀏覽網站 www.valuepartners-group.com。

本文提供之意見純屬惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）之觀點，會因市場及其他情況而改變。以上資料並不構成任何投資建議，亦不應視作投資決策之依據。所有資料是搜集自被認為是可靠的來源，但惠理不保證資料的準確性。本文包含之部分陳述可能被視為前瞻性陳述，此等陳述不保證任何將來表現，實際情況或發展可能與該等陳述有重大落差。

投資涉及風險，基金單位價格可升亦可跌，基金過往業績並不表示將來的回報。投資者應參閱有關基金之解釋備忘錄，以了解基金詳情及風險因素，投資者應特別注意投資新興市場涉及之風險。在決定認購基金之前，投資者應徵詢財務顧問之意見。如果選擇不徵詢財務顧問之意見，則應考慮該基金產品是否合適。

本文並未經證監會審閱。刊發人：惠理基金管理香港有限公司。

關注我們



香港總部：惠理集團有限公司

香港中環皇后大道中99號
中環中心43樓

電話：+852 2143 0688
傳真：(852) 2564 8487
電郵：investservices@vp.com.hk

新加坡辦事處： Value Partners Asset Management Singapore Pte. Ltd.

9 Raffles Place, #13-04,
Republic Plaza,
Singapore 048619

電話：+65 6718 0380
電郵：vpams@valuepartners.com.sg

馬來西亞辦事處： Value Partners Asset Management Malaysia Sdn Bhd

Level 28, Integra Tower The Intermark,
348 Jalan Tun Razak,
50400 Kuala Lumpur, Malaysia

電話：+60 3 2775 7688
電郵：vpmy-enquiry@valuepartners-group.com

上海辦事處： 惠理海外投資基金管理(上海)有限公司

中國上海市浦東新區花園石橋路33號
花旗集團大廈701室
郵編：200120

電話：+86 21 3818 6888
傳真：+86 21 6841 0030

惠理投資管理(上海)有限公司

中國上海市浦東新區花園石橋路33號
花旗集團大廈702室
郵編：200120

電話：+86 21 3818 6888
傳真：+86 21 6841 0030

倫敦辦事處： Value Partners (UK) Limited

16 Berkeley Street,
London W1J 8DZ,
United Kingdom

電話：+44 20 3907 3870
電郵：vpuk-sales@valuepartners-group.com