



# 惠理固定收益季度投资展望

## 报告摘要

### 美国：利率将维持在紧缩性水平

尽管货币政策在今年大部分时间大致维持紧缩，但美国第三季经济数据仍然意外地强劲，增加了软着陆的希望。联储局6月份暂停加息后，于7月份加息25个基点，市场价格反映了年底前再次加息的机会。由于需要更多时间确保通胀回落至目标水平，并考虑货币紧缩对经济的累积影响，预计联储局将维持鹰派立场。

我们认为，联储局将在2023年余下时间维持利率「长期高企」的说法 - 基本经济增长似乎仍然相当稳健，通胀仍与目标相距甚远。尽管能源价格高企已经引起联储局关注，但我们对以色列与哈马斯的战争触发的任何升势保持警惕，其或会增加整体通胀压力。

劳动力需求强劲且持久，继续为家庭收入及私人消费带来一定缓冲。然而，由于紧缩性利率对经济造成影响，我们仍然预期就业及通胀数据将放缓，并出现疲弱迹象。由于就业、消费及投资气氛或会转弱，经济增长可能出现下行压力。整体而言，进入2024年，美国经济增长放缓的可能性更大，我们认为减息仍然遥不可及。

### 中国：需要更多政策刺激经济

由于低基数效应，中国国内生产总值增长在第二季按年反弹至6.3%，随后中国经济在第三季触底反弹，但由于房地产销售低迷，加上零售销售和基建投资在高基数效应下放缓，经济增长放缓至按年上升4.9%。自8月以来，中国加快推出宽松政策，包括针对房地产行业需求的措施及下调银行存款准备金比率，以及加快发行特别地方政府债券。房地产方面，我们认为相关政策可作为全国性象征式指引，有助重振较大城市的市场气氛。尽管如此，我们认为该行业需要时间恢复，销售复苏若要持续，需要提高对收入增长及就业保障的预期。

经济增长较慢，将使宽松措施持续到2024年，包括扩大财政预算，这需要发行更多债务，为基建项目提供资金，并继续实施宽松货币政策。除了推动经济增长外，这些措施亦有望解决土地销售下滑及地方政府/地方政府融资平台融资环境紧张的问题，相关问题引起中国政府关注。12月的中央经济工作会议将就明年财政扩张规模提供一些线索。

我们认为，针对私人消费的政策刺激对于重新平衡增长前景更为可取及有效。另一方面，鉴于家庭及企业整体信心不足，减息及信贷扩张的成效似乎有限。我们认为大规模减息的机会不大，因为会造成资本外流、货币贬值及削弱银行财务健康等不良影响。因此，我们认为中国政府在解决财政扩张的成效、人口问题，以及中期实现更为可持续和优质增长方面仍然面对重重挑战。

### 亚洲：通胀挑战可控

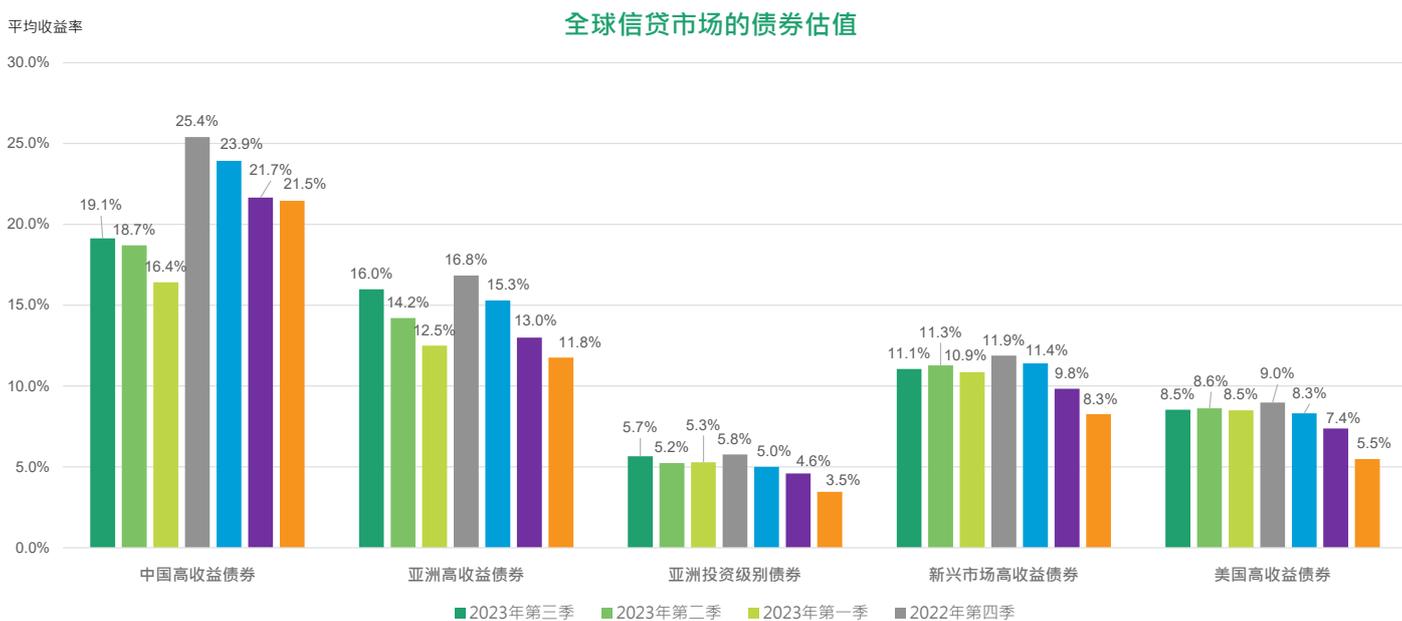
受惠于区内强劲内需，亚洲经济增长复苏在疫后持续改善。尽管环球及中国需求放缓对亚洲出口造成压力，但相关影响大致已经触底。此外，通胀挑战并不像西方严峻，且大致符合亚洲各国央行预期，以致在美国持续加息的环境下，这些国家仍可暂停加息。亚洲在岸债券收益率因此并未如美国般大幅上涨。整体而言，我们认为亚洲各国央行恢复加息的门槛很高，尤其是其通胀前景良好。尽管如此，美国利率长期高企的前景将推迟亚洲的减息周期。鉴于大部分亚洲市场均为进口国，地缘政治紧张局势及由此引发的油价飙升值得审慎留意，因为油价持续过高可能造成通胀压力，并导致各国恢复加息。货币走弱可能对亚洲美元债券发行人构成风险，但由于美国利率见顶，加上稳定本币的外汇干预措施，对该资产类别的影响应该可控。

### 信贷策略

亚洲及中国投资级别债券发行人的基本因素前景依然稳健，违约率风险较低，有助支持信贷息差。亚洲高收益债券的环境显著改变，较少成份债券来自中国房地产行业，我们认为这反映了信贷素质日趋稳健。信贷筛选及识别错价机会仍然至关重要；我们继续密切留意企业盈利及现金流复苏的速度和广度。债券回购亦更为普遍，减轻了债券发行人的再融资负担，并利好个别高收益细分市场的技术因素。鉴于信贷前景趋稳、行业板块更加多元化及预期违约率下降，我们认为亚洲高收益债券的潜在价值将在2024年提高(图1)。整体经济增长放缓下，可观的利差收益还可提供下行保障。

由于美国利率高企及中国经济复苏不稳，2024年可能充满挑战，因此我们偏好杠铃策略，以平衡风险回报。另一方面，亚洲投资级别债券的收益率为5%至6%，提供了不错的收益选择，存续期亦较美国同类债券更短。我们亦发现轮换至长期债券的机遇，以在联储局政策转向的路径更加清晰时降低再投资风险。亚洲高收益债券领域亦为拥有优质资产的发行人提供大量机会进入在岸资本市场，提高其再融资能力。我们的信贷筛选主题仍然是消费推动复苏或去杠杆趋势的受惠领域。我们密切关注中国市场基本因素改善的速度，并维持分散投资策略，分别投资印度、印尼、香港及澳门。

图1：相比其他地区，亚洲债券估值吸引，行业板块更加多元化，违约率趋稳



资料来源：摩根大通亚洲信贷指数，彭博指数；截至2023年9月  
 美国收益率飙升及避险情绪影响2023年第三季的总回报。摩根大通亚洲投资级信贷指数(「亚洲投资级指数」)及亚洲高收益信贷指数(「亚洲高收益指数」)在本季的收益率分别为-1.3%及-3.4%，而截至2023年首9个月的收益率分别为1.7%及-1.4%。

### 行业观点

#### 中国在岸

10年期中国国债收益率在2023年第三季出现V形走势(9月底为2.7%)，经济前景疲弱，自8月触及低位以来飙升20个基点。由于房地产及消费活动的动力无以为继，除非财政预算增加以推动债券供应上升，否则国债收益率进一步上升的风险可控。

鉴于采取减息政策会对资本外流、银行净息差及人民币贬值构成压力，中国人民银行可能对减息政策持审慎态度。经济逐步反弹亦应降低了减息的必要性。由于美元走强及美国长期利率上升，我们认为美国及中国政府债券之间的收益率将在2023年第四季维持较大差距(目前为220个基点)。

#### 亚洲投资级别债券

尽管美国利率大幅回落，但亚洲投资级别指数的信贷息差在2023年第三季并未出现太大变化，反映信贷基本因素大致稳健。亚洲投资级别债券应可提供防守性，并具有吸引的总收益率及利好的技术因素。然而，根据历史平均水平及相比美国同类资产，我们认为息差

进一步收窄的空间有限。尽管如此，信贷息差大幅扩阔并非我们的基本预期，因为美国信贷息差将避免衰退式抛售。美国国债收益率略为整固将成为2024年表现的关键动力。

中国经济增长放缓及不均，以及美国利率高企，将成为2024年亚洲信贷的焦点。亚洲投资级别债券应大致靠稳，其中，高评级的信贷最为稳健，因为其拥有强劲的资产负债表、市场地位以及融资渠道。亚洲投资级别债券及高评级信贷在指数中的权重亦有所增加，A / AA评级的信贷占摩根大通亚洲信贷综合指数约44%，其次是BBB评级信贷，占41%。此外，债券降级风险偏低及债券供应有限，应预示亚洲投资级别债券在2024年保持稳健。

#### 中国房地产

当局针对该行业推出的各种宽松措施尚未改变整体市场的信心及需求疲弱的情况。尽管8月份推出多轮针对较大城市复苏的措施，但9月份的房地产销售仅出现小幅反弹，显示需要采取更多宽松措施。我们预计销售增长将在2023至2024年触底反弹，因为市场忧虑就业保障及收入增长，这仍对住房需求构成主要障碍，而住房需求则需要时间恢复。此观点亦建基于我们的预期，即中国政府将在振兴

该行业及减慢城市化速度方面保持支持性及非激进的基调。

国企及民企发展商的两极趋势可能持续，前者受惠于支持较大城市及融资渠道的政策。鉴于资金紧张导致土地收购有限、新增供应减少及优先项目交付的房地产销售托管帐户受到限制，我们对民企销售转势持审慎态度。

整体而言，我们预期2023年全国房地产销售额将下跌10%，跌幅较2022年收窄(按年-28%)，并在2024年维持疲弱趋势(按年-5%至-10%)。由于收购土地受到限制、销售率低，以及增加资源完成项目，新开工项目可能出现类似跌幅。这些因素将拖累房地产投资的增长。另外，中国政府一直推动较大城市的旧城乡镇重建，以重振房地产投资。然而，房地产价格回升的规模、速度及资金来源可能与棚户区重建计划不同，棚户区重建计划主要由政策性银行贷款提供资金，带动行业发展向好。

### 澳门博彩业

博彩公司受惠于博彩业的总收入强劲复苏。整体市场的中场博彩毛收入(GGR)于2023年第三季已改善至达2019年约90%的水平。我们认为这种由中场业务带动的增长趋势将支持博彩公司的按年EBITDA增长及自由现金流创造较去年改善。2023年，该行业的EBITDA将达60至70亿美元，足以应付利息成本及30至40亿美元的资本支出。这将有损去杠杆，并促成更多上调评级行动。我们留意到中国经济增长前景疲弱，这可能影响中场博彩市场复苏，但博彩公司的信贷状况中期将保持稳定。

我们认为随着更多新酒店房间推出，以及劳动力问题得以改善，中场博彩需求存在一定上升空间。加上营运杠杆利润率稳定上升，应可带动EBITDA在2024年上升。该行业进一步表现良好，有望推动中场博彩需求达到2019年水平的110%至120%。然而，鉴于预期中国经济增长放缓，达到该水平可能存在挑战。

由于美国国债遭到抛售，9月份整体收益率及信贷息差有所扩大。

鉴于市场调整后债券估值不高、新增供应有限及基本趋势改善，我们认为该领域将继续在亚洲高收益债券中提供良好利差收益机会及分散投资优势。

### 印度企业

印度仍然是新兴市场的增长引擎之一，这得归功于强劲内需及大量政府资本支出刺激投资。尽管预计财政赤字将持续居高不下，但政府的外债水平有限，因此货币及资本外逃风险温和。这应可支持宏观状况稳定，而由于2024年第二季将举行大选，整体情况应不会有太大偏差。

尽管印度高收益企业债券的基本因素大致稳固，且在岸市场融资条件有利，但债券估值(涵盖可再生能源、大宗商品及公用事业)相比美国同类资产似乎较高。尽管如此，鉴于有利宏观环境及债券供应不足，该领域应可保持稳固。我们的看法维持不变，认为在美国经济硬着陆、油价持续高企的影响以及季风季节对通胀带来的连串上升风险将导致信贷息差可能扩大。此领域的任何整固将带来投资机会。我们预计印度储备银行将在2024财年余下时间(截至3月)维持利率不变。

### 印尼企业

受惠于大宗商品价格飙升及国内经济状况改善，印尼财政赤字迅速整固。另一方面，环球及中国经济增长放缓应会削弱该国的出口及大宗商品前景。尽管如此，印尼审慎的财政立场及通胀可控，有助支持稳健的宏观经济情况。长远而言，该国看重制造业的高价值链及电动车生态系统，有望吸引外资流入，长远带来其他增长动力。印尼央行对货币稳定的重视应可避免印尼盾波动。整体而言，我们预计2024年2月大选后，相关政策不会有重大变动。印尼高收益债券(涵盖房地产、矿业及工业)表现大致稳定，再融资风险可控，同时具有分散投资优势。我们密切关注中国需求疲弱会否影响大宗商品价格。

<sup>^</sup> 基金指获香港证监会认可的惠理基金。证监会的认可并不等同官方的推介。

除另外说明，本文所有数据均取自彭博。

本文提供之意见纯属惠理基金管理香港有限公司(「惠理」)之意见，会因市场及其他情况而改变。以上资料并不构成任何投资建议，亦不可视作倚赖之依据。所有资料是搜集自被认为是可靠的资料来源，但惠理不保证资料的准确性。本文包含之部分陈述可能被视为前瞻性陈述，此前瞻性陈述不保证任何将来表现，实际情况或发展可能与该等前瞻性陈述有重大落差。

投资涉及风险，基金单位价格可升亦可跌，基金过往业绩并不表示将来的回报。投资者应参阅有关基金之解释备忘录，以了解基金详情及风险因素，投资者应特别注意投资新兴市场涉及之风险。在决定认购基金之前，您或应征询财务顾问之意见。如果您选择不征询财务顾问之意见，则应考虑该基金产品对您是否适合。证监会认可不等同对该计划作出推介或认许，亦不是对该计划的商业利弊或表现作出保证，更不代表该计划适合所有投资者，或认许该计划适合任何个别投资者或任何类别的投资者。本文件并未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。刊发人：惠理基金管理香港有限公司。

香港总部：惠理集团有限公司  
香港中环皇后大道中99号中环中心43楼  
电话：+852 2880 9263  
传真：(852) 2564 8487  
电邮：vpl@vp.com.hk

新加坡办事处：  
Value Partners Asset Management Singapore Pte. Ltd.  
9 Raffles Place, #13-04, Republic Plaza, Singapore 048619  
电话：+65 6718 0380  
电邮：vpams@valuepartners.com.sg

马来西亚办事处：  
Value Partners Asset Management Malaysia Sdn Bhd  
Level 28, Integra Tower The Intermark, 348 Jalan Tun Razak,  
50400 Kuala Lumpur, Malaysia  
电话：+60 3 2775 7688  
电邮：vpmy-enquiry@valuepartners-group.com

上海办事处：  
惠理海外投资基金管理(上海)有限公司  
中国上海市浦东新区花园石桥路33号花旗集团大厦701室  
邮编：200120  
电话：+86 21 3818 6888  
传真：+86 21 6841 0030

惠理投资管理(上海)有限公司  
中国上海市浦东新区花园石桥路33号花旗集团大厦702室  
邮编：200120  
电话：+86 21 3818 6888  
传真：+86 21 6841 0030

伦敦办事处：  
Value Partners (UK) Limited  
City Tower, 40 Basinghall Street, London EC2V 5DE,  
United Kingdom  
电话：+44 20 3907 3870  
电邮：vpuk-sales@valuepartners-group.com



立即上惠理官网  
掌握最新基金资讯<sup>^</sup>  
和市场动态！

关注我们



惠理集团

[www.valuepartners-group.com](http://www.valuepartners-group.com)