



惠理固定收益季度投資展望

報告摘要

美國：利率將維持在緊縮性水平

儘管貨幣政策在今年大部分時間大致維持緊縮，但美國第三季經濟數據仍然意外地強勁，增加了軟著陸的希望。聯儲局6月份暫停加息後，於7月份加息25個基點，市場價格反映了年底前再次加息的機會。由於需要更多時間確保通脹回落至目標水平，並考慮貨幣緊縮對經濟的累積影響，預計聯儲局將維持鷹派立場。

我們認為，聯儲局將在2023年餘下時間維持利率「長期高企」的說法 - 基本經濟增長似乎仍然相當穩健，通脹仍與目標相距甚遠。儘管能源價格高企已經引起聯儲局關注，但我們對以色列與哈馬斯的戰爭觸發的任何升勢保持警惕，其或會增加整體通脹壓力。

勞動力需求強勁且持久，繼續為家庭收入及私人消費帶來一定緩衝。然而，由於緊縮性利率對經濟造成影響，我們仍然預期就業及通脹數據將放緩，並出現疲弱跡象。由於就業、消費及投資氣氛或會轉弱，經濟增長可能出現下行壓力。整體而言，進入2024年，美國經濟增長放緩的可能性更大，我們認為減息仍然遙不可及。

中國：需要更多政策刺激經濟

由於低基數效應，中國國內生產總值增長在第二季按年反彈至6.3%，隨後中國經濟在第三季觸底反彈，但由於房地產銷售低迷，加上零售銷售和基建投資在高基數效應下放緩，經濟增長放緩至按年上升4.9%。自8月以來，中國加快推出寬鬆政策，包括針對房地產行業需求的措施及下調銀行存款準備金比率，以及加快發行特別地方政府債券。房地產方面，我們認為相關政策可作為全國性象徵式指引，有助重振較大城市的市場氣氛。儘管如此，我們認為該行業需要時間恢復，銷售復甦若要持續，需要提高對收入增長及就業保障的預期。

經濟增長較慢，將使寬鬆措施持續到2024年，包括擴大財政預算，這需要發行更多債務，為基建項目提供資金，並繼續實施寬鬆貨幣政策。除了推動經濟增長外，這些措施亦有望解決土地銷售下滑及地方政府／地方政府融資平台融資環境緊張的問題，相關問題引起中國政府關注。12月的中央經濟工作會議將就明年財政擴張規模提供一些線索。

我們認為，針對私人消費的政策刺激對於重新平衡增長前景更為可取及有效。另一方面，鑑於家庭及企業整體信心不足，減息及信貸擴張的成效似乎有限。我們認為大規模減息的機會不大，因為會造成資本外流、貨幣貶值及削弱銀行財務健康等不良影響。因此，我們認為中國政府在解決財政擴張的成效、人口問題，以及中期實現更為可持續和優質增長方面仍然面對重重挑戰。

亞洲：通脹挑戰可控

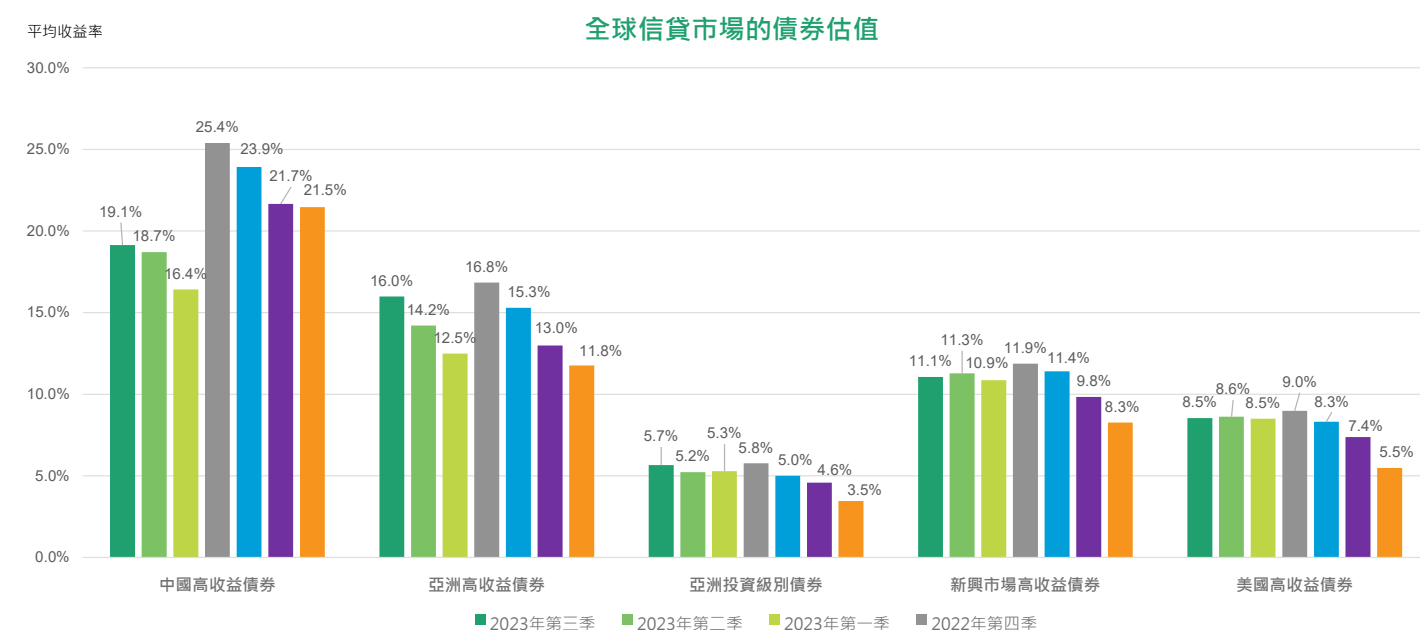
受惠於區內強勁內需，亞洲經濟增長復甦在疫後持續改善。儘管環球及中國需求放緩對亞洲出口造成壓力，但相關影響大致已經觸底。此外，通脹挑戰並不像西方嚴峻，且大致符合亞洲各國央行預期，以致在美國持續加息的環境下，這些國家仍可暫停加息。亞洲在岸債券收益率因此並未如美國般大幅上漲。整體而言，我們認為亞洲各國央行恢復加息的門檻很高，尤其是其通脹前景良好。儘管如此，美國利率長期高企的前景將推遲亞洲的減息周期。鑑於大部分亞洲市場均為進口國，地緣政治緊張局勢及由此引發的油價飆升值得審慎留意，因為油價持續過高可能造成通脹壓力，並導致各國恢復加息。貨幣走弱可能對亞洲美元債券發行人構成風險，但由於美國利率見頂，加上穩定本幣的外匯干預措施，對該資產類別的影響應該可控。

信貸策略

亞洲及中國投資級別債券發行人的基本因素前景依然穩健，違約率風險較低，有助支持信貸息差。亞洲高收益債券的環境顯著改變，較少成份債券來自中國房地產行業，我們認為這反映了信貸質素日趨穩健。信貸篩選及識別錯價機會仍然至關重要；我們繼續密切留意企業盈利及現金流復甦的速度和廣度。債券回購亦更為普遍，減輕了債券發行人的再融資負擔，並利好個別高收益細分市場的技術因素。鑑於信貸前景趨穩、行業板塊更加多元化及預期違約率下降，我們認為亞洲高收益債券的潛在價值將在2024年提高(圖1)。整體經濟增長放緩下，可觀的利差收益還可提供下行保障。

由於美國利率高企及中國經濟復甦不穩，2024年可能充滿挑戰，因此我們偏好槓鈴策略，以平衡風險回報。另一方面，亞洲投資級別債券的收益率為5%至6%，提供了不錯的收益選擇，存續期亦較美國同類債券更短。我們亦發現輪換至長期債券的機遇，以在聯儲局政策轉向的路徑更加清晰時降低再投資風險。亞洲高收益債券領域亦為擁有優質資產的發行人提供大量機會進入在岸資本市場，提高其再融資能力。我們的信貸篩選主題仍然是消費推動復甦或去槓桿趨勢的受惠領域。我們密切關注中國市場基本因素改善的速度，並維持分散投資策略，分別投資印度、印尼、香港及澳門。

圖1：相比其他地區，亞洲債券估值吸引，行業板塊更加多元化，違約率趨穩



資料來源：摩根大通亞洲信貸指數，彭博指數；截至2023年9月

美國收益率飆升及避險情緒影響2023年第三季的總回報。摩根大通亞洲投資級信貸指數(「亞洲投資級別指數」)及亞洲高收益信貸指數(「亞洲高收益指數」)在本季的收益率分別為-1.3%及-3.4%，而截至2023年首9個月的收益率分別為1.7%及-1.4%。

行業觀點

中國在岸

10年期中國國債收益率在2023年第三季出現V形走勢(9月底為2.7%)，經濟前景疲弱，自8月觸及低位以來飆升20個基點。由於房地產及消費活動的動力無以為繼，除非財政預算增加以推動債券供應上升，否則國債收益率進一步上升的風險可控。

鑑於採取減息政策會對資本外流、銀行淨息差及人民幣貶值構成壓力，中國人民銀行可能對減息政策持審慎態度。經濟逐步反彈亦應降低了減息的必要性。由於美元走強及美國長期利率上升，我們認為美國及中國政府債券之間的收益率將在2023年第四季維持較大差距(目前為220個基點)。

亞洲投資級別債券

儘管美國利率大幅回落，但亞洲投資級別指數的信貸息差在2023年第三季並未出現太大變化，反映信貸基本因素大致穩健。亞洲投資級別債券應可提供防守性，並具有吸引的總收益率及利好的技術因素。然而，根據歷史平均水平及相比美國同類資產，我們認為息差

進一步收窄的空間有限。儘管如此，信貸息差大幅擴闊並非我們的基本預期，因為美國信貸息差將避免衰退式拋售。美國國債收益率略為整固將成為2024年表現的關鍵動力。

中國經濟增長放緩及不均，以及美國利率高企，將成為2024年亞洲信貸的焦點。亞洲投資級別債券應大致靠穩，其中，高評級的信貸最為穩健，因為其擁有強勁的資產負債表、市場地位以及融資渠道。亞洲投資級別債券及高評級信貸在指數中的權重亦有所增加，A / AA評級的信貸佔摩根大通亞洲信貸綜合指數約44%，其次是BBB評級信貸，佔41%。此外，債券降級風險偏低及債券供應有限，應預示亞洲投資級別債券在2024年保持穩健。

中國房地產

當局針對該行業推出的各種寬鬆措施尚未改變整體市場的信心及需求疲弱的情況。儘管8月份推出多輪針對較大城市復甦的措施，但9月份的房地產銷售僅出現小幅反彈，顯示需要採取更多寬鬆措施。我們預計銷售增長將在2023至2024年觸底反彈，因為市場憂慮就業保障及收入增長，這仍對住房需求構成主要障礙，而住房需求則需要時間恢復。此觀點亦建基於我們的預期，即中國政府將在振興

該行業及減慢城市化速度方面保持支持性及非激進的基調。

國企及民企發展商的兩極趨勢可能持續，前者受惠於支持較大城市及融資渠道的政策。鑑於資金緊張導致土地收購有限、新增供應減少及優先項目交付的房地產銷售託管帳戶受到限制，我們對民企銷售轉勢持審慎態度。

整體而言，我們預期2023年全國房地產銷售額將下跌10%，跌幅較2022年收窄（按年-28%），並在2024年維持疲弱趨勢（按年-5%至-10%）。由於收購土地受到限制、銷售率低，以及增加資源完成項目，新開工項目可能出現類似跌幅。這些因素將拖累房地產投資的增長。另外，中國政府一直推動較大城市的舊城鄉鎮重建，以重振房地產投資。然而，房地產價格回升的規模、速度及資金來源可能與棚戶區重建計劃不同，棚戶區重建計劃主要由政策性銀行貸款提供資金，帶動行業發展向好。

澳門博彩業

博彩公司受惠於博彩業的總收入強勁復甦。整體市場的中場博彩毛收入（GGR）於2023年第三季已改善至達2019年約90%的水平。我們認為這種由中場業務帶動的增長趨勢將支持博彩公司的按年EBITDA增長及自由現金流創造較去年改善。2023年，該行業的EBITDA將達60至70億美元，足以應付利息成本及30至40億美元的資本支出。這將有利去槓桿，並促成更多上調評級行動。我們留意到中國經濟增長前景疲弱，這可能影響中場博彩市場復甦，但博彩公司的信貸狀況中期內將保持穩定。

我們認為隨著更多新酒店房間推出，以及勞動力問題得以改善，中場博彩需求存在一定上升空間。加上營運槓桿利潤率穩定上升，應可帶動EBITDA在2024年上升。該行業進一步表現良好，有望推動中場博彩需求達到2019年水平的110%至120%。然而，鑑於預期中國經濟增長放緩，達到該水平可能存在挑戰。

由於美國國債遭到拋售，9月份整體收益率及信貸息差有所擴大。

鑑於市場調整後債券估值不高、新增供應有限及基本趨勢改善，我們認為該領域將繼續在亞洲高收益債券中提供良好利差收益機會及分散投資優勢。

印度企業

印度仍然是新興市場的增長引擎之一，這得歸功於強勁內需及大量政府資本支出刺激投資。儘管預計財政赤字將持續居高不下，但政府的外債水平有限，因此貨幣及資本外逃風險溫和。這應可支持宏觀狀況穩定，而由於2024年第二季將舉行大選，整體情況應不會有太大偏差。

儘管印度高收益企業債券的基本因素大致穩固，且在岸市場融資條件有利，但債券估值（涵蓋可再生能源、大宗商品及公用事業）相比美國同類資產似乎較高。儘管如此，鑑於有利宏觀環境及債券供應不足，該領域應可保持穩固。我們的看法維持不變，認為在美國經濟硬著陸、油價持續高企的影響以及季風季節對通脹帶來的連串上升風險將導致信貸息差可能擴大。此領域的任何整固將帶來投資機會。我們預計印度儲備銀行將在2024財年餘下時間（截至3月）維持利率不變。

印尼企業

受惠於大宗商品價格飆升及國內經濟狀況改善，印尼財政赤字迅速整固。另一方面，環球及中國經濟增長放緩應會削弱該國的出口及大宗商品前景。儘管如此，印尼審慎的財政立場及通脹可控，有助支持穩健的宏觀經濟情況。長遠而言，該國看重製造業的高價值鏈及電動車生態系統，有望吸引外資流入，長遠帶來其他增長動力。印尼央行對貨幣穩定的重視應可避免印尼盾波動。整體而言，我們預計2024年2月大選後，相關政策不會有重大變動。印尼高收益債券（涵蓋房地產、礦業及工業）表現大致穩定，再融資風險可控，同時具有分散投資優勢。我們密切關注中國需求疲弱會否影響大宗商品價格。

[^] 基金指獲香港證監會認可的惠理基金。證監會的認可並不同官方的推介。

除另外說明，本文所有數據均取自彭博。

本文提供之意見純屬惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）之意見，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，亦不可視作倚賴之依據。所有資料是搜集自被認為是可靠的資料來源，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，此前瞻性陳述不保證任何將來表現，實際情況或發展可能與該等前瞻性陳述有重大落差。

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，以瞭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，您或應徵詢財務顧問之意見。如果您選擇不徵詢財務顧問之意見，則應考慮該基金產品對您是否適合。證監會認可不等如對該計劃作出推介或認許，亦不是對該計劃的商業利弊或表現作出保證，更不代表該計劃適合所有投資者，或認許該計劃適合任何個別投資者或任何類別的投資者。本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。刊發人：惠理基金管理香港有限公司。

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 2880 9263
傳真：(852) 2564 8487
電郵：vpl@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
City Tower, 40 Basinghall Street, London EC2V 5DE,
United Kingdom
電話：+44 20 3907 3870
電郵：vpuk-sales@valuepartners-group.com



立即上惠理官網
掌握最新基金資訊
和市場動態！

關注我們



惠理集團

www.valuepartners-group.com