

# 內地續施寬鬆政策 嚴選優質亞洲高收益債

投資理財 2024/03/11

讚好 0

中國房地產2024年銷售仍然呆滯，通縮趨勢加劇，盡管中國已加大寬鬆政策力度，可是大多數措施的規模不大而且零碎。我們認為內地貨幣政策的選擇有限，目前的重點仍然是採取寬鬆措施。

今年1月，中國推出專注房地產融資的新政策，包括將合資格項目列入「白名單」以獲取融資，以及投資性房地產營運貸款。前者突顯合資格獲得融資支持的項目，減低購房者對交付風險的憂慮；後者為個別發展商提供財務靈活性，以籌集用於償還集團層面債務的另類融資。

我們認為這些措施帶來些微正面影響。隨着就業保障及收入增長，房屋需求的主要障礙回升，銷售增長應可於未來數年觸底。預料日後加推的政策可能不會過於進取，但將於政策基調上提供支持。

受惠於支持較大城市及融資渠道的政策，國有企業的房地產銷售市場份額近年躍升至65%。鑑於房地產銷售的監管資金受到限制及土地儲備年期短，民營企業銷售轉勢仍面對挑戰。

## 內地聚焦高質量增長

在2023年，全國房地產銷售額下跌6%至10萬億元人民幣，跌幅較2022年收窄（按年-33%），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，新開工項目的跌幅比銷售會更大。我們認為政府在短期內仍然面臨財政擴張政策成效、人口結構問題及需求疲弱的挑戰。本月召開的中國全國人民代表大會應可就增長動力提供更多綫索，而聚焦高質量增長應該仍然是中國政府的首要政策。

## 中國今年仍可減息

其中考慮的一些關鍵假設，包括把財政赤字設定為3%至4%，而政府發債規模與去年相若；中國人民銀行（人行）向銀行提供更多用於基建和房地產業的抵押補充貸款，以及進一步寬鬆貨幣政策，例如調降存款準備金率和減息。

由於增長動力持續疲弱，房地產及消費活動的動力無以為繼，使中國政府債券整體收益率在去年按年回落約30個基點。由於政府暗示有更大空間採取寬鬆貨幣政策，我們認為在2024年第一季中國政府債券收益率上行的風險偏低。全國人大會議將會提供加大財政預算以提振經濟增長的指引，可能使2024年第二季的債券供應增加。

考慮到增長放緩及通縮壓力，內地今年仍有可能略為減息，但鑑於其對資本外流、銀行淨息差壓力及人民幣貶值壓力造成的間接影響，我們認為大幅減息的可能性不大。此外，預期經濟逐漸復甦亦應降低進一步減息的幅度。

## **提防美國通脹居高不下**

美元持續強勢及美國國債收益率高企，使資金流入受壓。當美國開始實現政策轉向時，兩國的收益率差距（目前為200個基點）可能進一步收窄。

美國通脹數據轉趨疲弱，加上聯儲局去年第四季發表措辭溫和的言論，支持市場預期今年實現政策轉向。

2022年和2023年的貨幣緊縮周期高峰可能已經過去，當時聯儲局分別加息425個基點及100個基點；其後在2023年9月份的議息會議，基於通脹趨勢放緩而暫停加息。

然而，今年1月的通脹數據出乎意料地上升，使通脹持續放緩的期待有點舉步維艱。整體而言，我們相信聯儲局將會確保通脹可持續地達到央行的2%目標，並在減息路徑上保持耐性。

通脹環境轉變，加上聯儲局對美國經濟狀況審慎樂觀，令市場對今年減息幅度的預期有所改變—由今年初預期年內減息7次，改為預料只減息3至5次。若通脹仍出乎意料地居高不下，6月份減息存在若干風險，這亦意味着美國國債收益率的波幅可能加劇。

## **亞高收益債違約率低**

在貿易、商業投資及消費上升帶動下，美國實質國內生產總值（GDP）在2023年第四季表現強勁，按年上升3.1%（2023年第三季按年上升2.9%）。

我們的基本預期是在過去兩年實施緊縮的貨幣政策後，經濟趨勢將轉趨疲弱。財政刺激措施減退、借貸成本上升，加上消費放緩，可能使經濟增長在2024年面臨若

干阻力。在美國經濟軟着陸的情境下，美國高收益債券及歐非中東高收益債券2024年的違約率為3%至4%，對比之下，亞洲高收益債券（不包括中國房地產）應表現更佳，違約率只有1%至2%，這受惠於區內可管理的再融資需要及利好的當地資本市場。

鑑於債券選擇有限，加上發行人提供可觀的利息收益，並有機會透過盈利增長及減低槓桿改善信貸狀況，我們相信市場較樂於承受續期風險。

我們的信貸挑選主題仍聚焦於物色該等受惠者，這將有助我們獲取若干超額回報。

## 澳門博彩業基本因素持續改善

我們觀察到，博彩營運商在去年第四季持續強勁復甦，整體市場的中場博彩毛收入（GGR）和息稅折舊及攤銷前利潤（EBITDA）持續改善，分別接近2019年水平的100%及120%。

遊客數量持續超出預期。由中場業務帶動的EBITDA在今年按年增長20%至30%，應可支持博彩營運商去槓桿，並促成更多信用評級的上調。

我們相信儘管中國的整體增長緩慢，但隨着更多新酒店房間推出及勞動力問題得以改善，中場博彩需求料將上升，應有助中場業務持續復甦。

澳門博彩業債券表現保持強韌，雖然債券估值趨於昂貴，但基本因素趨勢持續改善，加上債券供應有限，應可使這類債券繼續在亞洲高收益債券中提供良好的利息收益及分散投資優勢。

---

投資涉風險，每位投資者承受風險程度不一，務必要獨立思考。

撰文：葉浩華 惠理固定收益投資聯席投資總監

欄名：惠理觀點

最新專欄文章

[更多 >](#)

美國難減息 亞洲債券潛力佳

2023/11/20

