



惠理固定收益季度投資展望

報告摘要

美國：觀望政策轉向，需要更大耐性

美國通脹數據轉趨疲弱，加上聯儲局在2023年第四季發表措辭溫和的言論，支持市場預期2024年實現政策轉向。2022年和2023年的貨幣緊縮週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，2024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2024年減息幅度的預期有所改變 — 由2024年初預期年內減息七次，改為預料只減息三至五次。若通脹仍出乎意料地居高不下，6月份減息存在若干風險，這亦意味著美國國債收益率的波幅可能加劇。

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。

中國：為應對增長放緩，採取寬鬆立場

中國2023年第四季的GDP較2023年第三季放緩，但在低基數效應下，按年擴張5.2% (2023年第三季按年擴張4.9%)。以按年基礎計，基建固定資產投資、出口及零售銷售均加速。然而，房地產銷售仍然呆滯。通縮趨勢加劇，居民消費價格指數在2024年1月按年下跌0.8%。

中國已加大寬鬆政策力度，儘管大多數措施的規模不大而且零碎。我們認為貨幣政策的選擇有限，目前的重點仍然是採取寬鬆措施，預料不會大幅偏離。房地產業方面，在2024年1月推出的新政策專注房地產融資，包括把合資格項目列入「白名單」，以獲取融資以及投資性房地產營運貸款。我們認為這些措施帶來些微正面影響。我們相信房地產銷售對房地產業的復甦仍起著關鍵作用，而這必須提高市場對收入增長和就業保障的預期。雖然與過去數年比較，房地產業對經濟造成的拖累可能較小，但政府亦需要實施整體的通貨復脹政策，可能包括加推財政刺激措施。

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。下月召開的全國人民代表大會(全國人大)應可就增長動力提供更多線索，而聚焦高質量增長應該仍然是中國政府的首要政策。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。

亞洲：通脹持續放緩，為推進寬鬆政策提供支持

亞洲疫後增長復甦及穩定的宏觀環境，為亞洲債券發行人的信貸質素提供支持。市場廣泛假設美國政策轉向不會與經濟大幅放緩同時發生，這將限制大部分亞洲國家經濟增長的下行風險。貨幣政策過度緊縮並無導致亞洲銀行普遍面臨資產質素問題，區內銀行的不良貸款保持穩定。我們預料部分亞洲國家在2024年開始減息，因其2023年第四季的通脹趨勢轉趨溫和。借貸成本下降，應該會對為擴展計劃融資的信貸意欲帶來正面影響。加上內需穩健，應可支持增長趨勢。由於大部分亞洲國家均為淨大宗商品進口國，地緣政治緊張局勢可能導致油價大幅飆升，使亞洲面臨若干風險，但是我們認為風險可控。

信貸策略

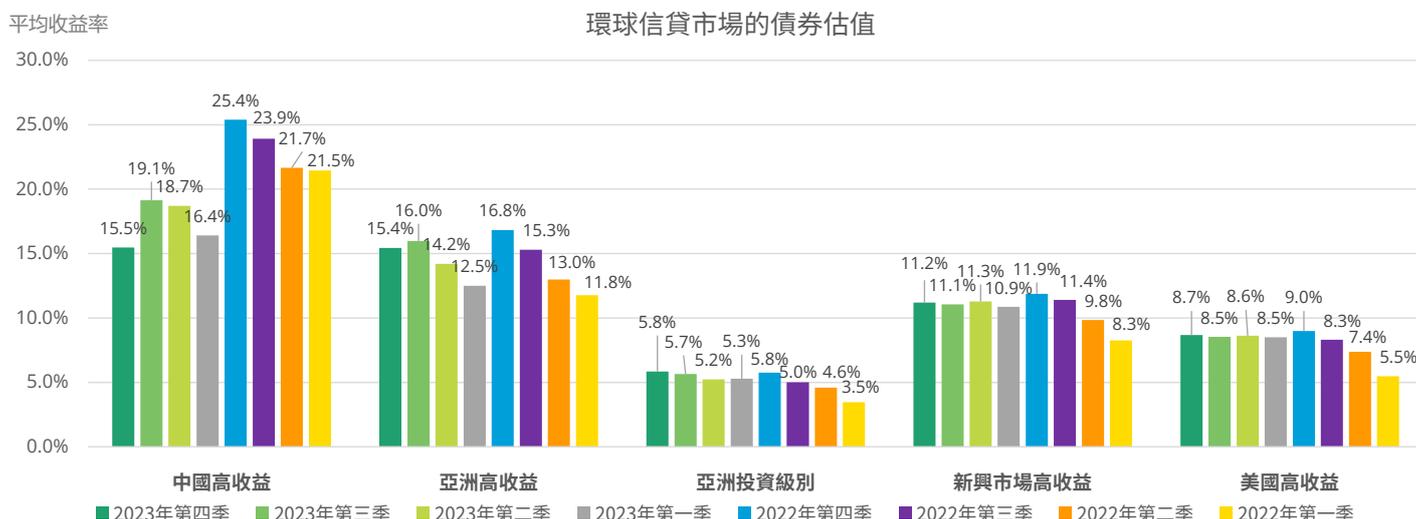
美國國債收益率下跌，促使亞洲信貸市場在2023年第四季因市場承險而揚升。在承險意欲帶動下，亞洲高收益債券2023年第四季的信貸息差較2023年第三季平均收窄60個基點(資料來源：摩根大通亞洲信貸指數)。息差收窄的趨勢普及，以年初至今的基礎計，亞洲高收益債券的息差亦收窄134個基點。亞洲投資級別債券的趨勢相若，年初至今息差收窄約30個基點。考慮到發債量有限，違約情況穩定，以及高收益領域的行業多元化改善，我們預期亞洲信貸息差繼續獲得良好支持。由於信貸息差已經變動，亞洲高收益領域可觀的利息收益將是回報的主要來源，而聯儲局政策轉向應可為亞洲投資級別債券提供上行空間。

我們仍然認為，在宏觀環境及信貸狀況普遍穩定的情況下，亞洲投資級別債券發行人的基本因素前景依然穩健。今年稍後時間減息的機率上升，加上通脹放緩的趨勢持續，應可為投資級別債券及存續期提供利好的環境。考慮到美國國債波幅可能上升，我們認為亞洲投資級別領域提供若干機會，由於存續期較美國同類債券短，這類債券仍然是一個可觀的收益選擇。

亞洲高收益債券方面，從2020年，中國的比重在結構上由54%下降至23%，使投資組合更均衡並分散投資於其他亞太地區。當中許多行業與中國房地產業並不直接相關，因而提供多元化優勢。例如，澳門的增長動力可觀，以及印度和印尼的宏觀環境穩健，應可為債券發行人的信貸質素提供支持。在這些地區，發行人回購債券的情況日趨普遍，應可減輕發行人的再融資負擔。

在美國經濟軟著陸的情境下，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患者，這將有助我們獲取若干超額回報。

圖1：亞洲信貸市場步入趨於穩定的信貸週期，主要成分出現結構性轉變



資料來源：摩根大通亞洲信貸指數、彭博指數；截至2023年12月
 2023年第四季的總回報獲美國國債收益率下跌及承險意欲支持。摩根大通亞洲信貸投資級別指數(「亞洲投資級別指數」)及高收益指數(「亞洲高收益指數」)本季的收益率分別為+5.6%及+6.3%，而2023年的收益率分別為+7.4%及+4.8%。

行業觀點

中國在岸

鑑於增長動力持續疲弱，10年期中國政府債券收益率在2023年第四季下跌，尤其在12月，收報2.6%。房地產及消費活動的動力無以為繼，使整體收益率在2023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，2024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。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。

亞洲投資級別債券

亞洲投資級別債券指數的信貸息差在2023年第四季窄幅上落，美國國債大幅上升是該類別債券回報達5.6%的主要動力。儘管息差偏窄，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。考慮到高於美國同類債券40至50個基點的合理息差收益，息差進一步收窄的空間相當有限。儘管如此，信貸息差大幅擴闊並非我們的基本預期，因為美國應可避免衰退式拋售。美國國債收益率略為整固將成為2024年表現的關鍵動力，我們的策略聚焦於中國國有企業及日本銀行或壽險公司等高評級債券提供的長存續期機會。

澳門博彩業

在2023年第四季，博彩營運商的強勁復甦趨勢持續，整體市場的中場博彩毛收入(GGR)和息稅折舊及攤銷前利潤(EBIDA)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EBIDA在2024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，但隨著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。

在2023年第四季，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。

印度企業

印度的經濟增長持續堅挺，GDP在12月份季度按年增長7.6%(2023年第二季按年增長7.8%)。考慮到大選前資本開支放緩，2024至2025財年(截至2025年3月)的按年增長可能減慢。通脹在2024年1月有所放緩，但仍需警惕通脹回到4%目標的可能性，並受食品價格波動影響。鑑於政府的外債水平可控，預期財政赤字高企應不會大幅增加貨幣及資本外逃風險。這應可支持宏觀前景穩定，由於2024年第二季即將舉行大選，整體情況應不會有太大偏差。油價飆升可能對宏觀狀況穩定構成風險，但鑑於環球增長放緩，這並非我們的基本預期。市場對印度儲備銀行於2024年6月開始減息的樂觀氣氛需要更多通脹放緩證據支持。

在2023年第四季，印度高收益債券與亞洲其他地區的高收益債券同步揚升。債券估值(涵蓋可再生能源、大宗商品及公用事業)相對美國同類債券偏高，而獲利好的在岸融資狀況支持，企業基本因素大致穩健。可再生能源業應可受惠於應收賬款問題改善，加上一家主要大宗商品企業成功完成債務管理，提振該領域的整體市場氣氛。該領域如有整固，將帶來投資機會。

印尼企業

印尼增長趨勢穩定，提振當地投資氣氛。實質國內生產總值在2023年第四季按年躍升5%(2023年第三季升4.9%)。大宗商品價格回落，投資者需繼續密切注視經常賬走勢。然而，受惠於當地收益率吸引，投資組合資金流入正面，令人鼓舞。此外，印尼審慎的財政立場、支持貨幣穩定的政策，加上通脹可控，有助支撐穩健的宏觀經濟環境。通脹穩步邁向印尼央行的目標，意味著央行有更大的靈活性放寬政策。

受惠於穩定的宏觀經濟環境，印尼高收益債券(涵蓋房地產、礦業及工業)在2023年第四季表現優秀。煤礦企業審慎管理現金流及負債水平，為良好的信貸指標提供支持。我們預料房地產銷售將於2024年放緩，這情況在大選年並不罕見，而獲取在岸銀行貸款應有助一些債券發行人妥善管理負債。

中國房地產

中國政府透過一系列政策措施，致力提振市場氣氛，但廣泛信心及需求疲弱，仍然是發展商銷售回升的主要障礙。近來推出的多項政策均專注支持房地產融資，包括「項目白名單」及投資性房地產運營貸款。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。投資性房地產貸款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。隨著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。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。

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



立即瀏覽惠理官方網站
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