

# 亞洲固定收益

## 每月回顧及展望

截至 2015 年 12 月

- 首域亞洲優質債券基金投資於亞洲成立、在當地設立總部或經營主要業務的機構所發行的債務證券。
- 本基金投資於新興市場股票涉及的風險，可能高於投資於已發展市場的風險，包括價格急劇波動、流動性風險及貨幣風險。本基金或會投資於未達投資級別及未經評級債務證券。此將使本基金因發行人信用價值變動，而承受較高的流動性風險、違約風險及價格波動。本基金投資於定息證券可能使本基金受利率波動影響。投資者有可能損失所有的投資。
- 就每月派息股份類別而言，有關該股份類別的任何費用及開支或會自資本扣除，從而增加可分派收入。有時股息可能自資本扣除，等同於退回投資者原本投資的一部分或從該原本投資中獲得的任何資本收益，可能導致每股資產淨值即時減少。
- 閣下不應單憑本文件作出投資決定。除非推介本基金的中介機構認為該投資適合您，並已詳細解釋它如何符合您的投資目標，否則閣下不應作出相關投資決定。

### 摘要：

- 亞洲信貸市場在 2015 年 12 月初保持審慎，因投資者觀望美國聯儲局在接近十年以來的首度加息。
- 聯儲局主席耶倫宣佈加息 25 個基點，市場對此反應不大。議息會議的會後聲明強調美國經濟轉佳，表示今年的勞工市場狀況顯著改善。
- 在環球貨幣政策環境仍然利好下，投資者將繼續尋求收益，促使我們對信貸持倉維持輕微偏高比重。
- 儘管短期增長前景不明朗，但中國、印度和新加坡的改革屬長遠利好因素。

### 市場評論

亞洲信貸市場在 2015 年 12 月初保持審慎，因投資者觀望美國聯儲局在接近十年以來的首度加息。月內，鑑於原油價格持續創新低，油氣及其他商品債券受壓，特別是高收益範疇。在 12 月 17 日，一如投資者廣泛預期，聯儲局主席耶倫宣佈加息 25 個基點，市場對此反應不大。亞洲債券其後進入冬眠狀態，原因是步入年底，流動資金逐漸乾涸。摩根大通亞洲信貸指數息差擴闊 5 個基點，在月底收報 238 個基點，而十年期美國國庫券孳息上升 6 個基點至 2.27%。以息差回報計算，巴基斯坦和南韓表現最佳，儘管回報溫和，而印度和

斯里蘭卡則顯著疲弱。年內，摩根大通亞洲信貸指數上升 2.8%，摩根大通亞洲信貸投資級別指數上升 2.16%，而摩根大通亞洲信貸高收益指數則升 5.20%。

美國聯儲局聯邦公開市場委員會最終一致投票通過啟動貨幣政策正常化程序，宣佈加息 25 個基點，把聯邦基金利率的目標區間由 0%-0.25%調高至 0.25%-0.5%。議息會議的會後聲明強調美國經濟轉佳，表示今年的勞工市場狀況顯著改善。此外，聯儲局指出經濟活動以溫和的步伐擴張，家庭和企業投資穩步上升，房屋市場進一步改善，而淨出口仍然疲軟。聯儲局的會後聲明亦重申政策前景取決於數據，並表明聯邦基金利率實際走勢視乎即將公佈的數據所反映的經濟前景而定。

在 12 月 11 日，中國外匯交易中心發佈中國外匯交易中心人民幣匯率指數。與此同時，中國人民銀行（人行）於其網頁發表一篇有關該指數的文章，表示設立該指數的目的是指導市場參與者，把其焦點由人民幣兌美元的雙邊匯率轉移至以一籃子貨幣為基礎的有效匯率。此舉旨在促使人民幣匯率在合理和均衡的水平保持穩定。

月內的新債供應為 97 億美元，主要來自印尼主權機構（35 億美元）及中國內地銀行。全年計算，發行總額為 1,740 億美元，按年下跌 14%。中國發行商佔發行總額 55%，高於 2014 年的 52%，足以證明這個全球

第二大經濟體的主導性日增。按債券類別劃分，只有主權債券錄得按年 15% 的升幅。銀行業債券下跌 7%，投資級別企業債券下跌 21%，而高收益債券則大幅收縮 25%。

### 表現

以美元計，首域亞洲優質債券基金於 12 月份跌 0.5%<sup>1</sup>。

### 基金持倉

在環球貨幣政策環境仍然利好下，投資者將繼續尋求收益，促使我們對信貸持倉維持輕微偏高比重。中國在岸投資者的需求仍然殷切，為市場提供強勁的技術性支持，特別是中國的發債商。我們認為除非通脹突然急升，否則美國聯儲局將會在 2016 年循序漸進加息。在短期債券方面，我們維持美國的短存續期部署。我們的本幣債券配置維持溫和，佔投資組合約 5%。

國家或地區方面，我們維持對中國和香港的偏高比重，並以菲律賓短倉局部抵銷有關配置。我們仍對中國海外發展、中國石化、中信泰富及阿里巴巴等優質中國企業持偏高比重，但對油氣業持偏低比重，例如中國海洋石油、中國石油及中國石化，原因是該行業的信貸供應充裕。我們亦看好香港的企業，因該等企業駕馭下行週期的往績彪炳。

### 投資展望

踏入 2016 年，全球增長放緩，以及美國聯儲局和其他主要央行的政策分歧繼續主導市場氣氛。企業信貸的基本因素在過去數季轉趨疲弱，使原本黯淡的前景更添陰霾。然而，除了若干油氣和商品業的高收益債券外，企業信貸走弱的趨勢並未達到令人憂慮的水平。利好消息方面，在聯儲局首次加息後，市場已掃除大量不明朗因素，可讓投資者聚焦於企業基本因素。技術性因素仍然利好亞洲信貸；而貨幣方面，若美元走勢轉弱甚至逆轉，亞洲貨幣可望在 2016 年下半年造好。就目前來說，2016 年的最大市場風險是油價進一步下跌，觸發企業連番違約，或美國通脹高於市場預期，導致較長期的美國國庫券遭無序拋售。

一如我們預期，美國經濟穩步擴張，促使聯儲局在 2015 年 12 月作出近十年以來的首次加息。獲消費開支顯著擴張支持，儘管企業投資仍普遍低迷，我們預期這股正面但溫和的增長動力將會持續。在全球增長放緩的環境下，美國經濟至今表現優秀，但我們預料其增長率仍維持在 2%-2.5% 的水平，若全球經濟惡化，則面對下行風險。在美元強勢下，石油及商品價格處於極低水平，導致美國的通脹預期持續偏低。我們預期該趨勢至少延續至 2016 年第一季度，因此美國將會以極緩慢的步伐循序漸進地加息。

在過去一年，歐元區的表現頗為優秀，主要由於勞工市場改善及消費開支上升，因為油價下跌可讓家庭節省開支，從而增加消費。此外，歐元區亦受惠於歐洲央行的大規模量化寬鬆計劃，以及歐洲委員會取態溫和，減低緊縮政策的壓力。儘管歐洲在 2015 年錄得接近 1.5% 的增長率，但我們對當地經濟並未過於振奮，原因是區內的企業投資仍非常疲弱，而且利好經濟增長的寬鬆財政狀況或未能持續。即使歐元區維持約 1.5% 的增長率，但並不足以收窄其產量差距。在這樣的環境下，預料通脹將會在一段長時期維持低水平，而貨幣政策在 2016 年的大部份時間仍保持寬鬆。與歐元區的情況相若，鑑於通脹仍顯著低於日本央行的 2% 目標水平，預料日本的貨幣狀況保持寬鬆。然而，除非遭受嚴重的外圍衝擊，否則我們預期日本央行不會進一步增加已屬龐大的買債規模。事實上，日本 2016 年的增長前景開始轉趨樂觀，原因是廣泛的工資增長刺激家庭開支，帶動消費轉強，從而支持經濟增長，而預料日本將連續第三年錄得工資增長。此外，財政政策亦為家庭提供支持，因為政府近日公佈為 1,250 萬個低收入家庭提供津貼，以作為 3.5 萬億日圓財政預算的一部份。

中國經濟持續由投資主導轉型至消費主導的模式，難免導致增長受壓，加上貿易數據下跌，若政府希望達到最少 6.5% 的增長目標，必須實施進取的貨幣和財政政策。我們預期在 2016 年，當局最少調降利率和銀行法定存款準備金率兩次，合共減息 400 個基點。此外，預料人民幣將逐步走弱，儘管當局有意促使人民幣與其他主要貨幣的走勢趨於一致，而非藉人民幣貶值刺激出

<sup>1</sup>基金年度表現：0.9% (2015 年)；6.8% (2014 年)；-3.0% (2013 年)；9.1% (2012 年)；2.5% (2011 年)。

□。財政政策可能繼續為經濟增長提供支持。然而，與過去一年所見的情況相若，當局可能轉而實施定向性財政政策。此外，政策規模亦遠低於 2008 年金融危機時的水平，因為中國仍受困於多個行業產能過剩的問題。

我們曾於 2015 年強調我們的憂慮：若中國經濟持續放緩，亞洲經濟體可能陷入增長持久低迷的局面。這情況已實現，並可能持續。此外，西方國家經濟復甦，特別是歐美兩地，並無如過往般帶動亞洲出口上升，原因是隨著生產成本下降，許多已發展經濟體開始生產過去由外地進口的商品。中國轉型至傾向消費主導的經濟模式，亦意味著由其他亞洲經濟體進口的需求將持續疲弱。若經濟增長繼續低於預期，大部份亞洲央行仍有調降政策利率的空間。然而，鑑於聯儲局已啟動加息週期，預料亞洲央行將更趨審慎，因為若其行動與美國貨幣政策分歧，可能觸發資金外流，對穩定當地經濟非常不利。在該情況下，印尼、馬來西亞和斯里蘭卡等國家可能首當其衝。投資者在 2016 年必須注視當局將會推出的改革，特別是以提高生產力為目標的措施。雖然前景欠明朗，但我們認為目前狀況不會演變成金融危機。亞洲本幣債市經過十年的發展，已減少市場對美元融資的依賴。現時的亞洲外匯機制較靈活，有別於 1990 年代，當時許多貨幣與美元以不同形式掛鈎。除外匯儲備較充裕外，目前不少央行實施多邊及雙邊貨幣掉期協議，在市況受壓時作為有效的流動性措施。

雖然亞洲的前景面對挑戰，但仍具若干亮點。儘管短期增長前景不明朗，但中國、印度和新加坡的改革屬長遠利好因素。信貸估值看來並不昂貴，特別是在技術性因素非常強勁的環境下，包括中國在岸投資者的需求，以及市場對優質亞洲債券的需求殷切。經歷一年多的大幅拋售，現時亞洲貨幣似乎已顯著超賣，使其估值並未反映基本因素。亞洲的長遠增長前景維持不變，若投資者能抱持長線觀點，並駕馭目前的市場波幅，本幣債券的回報（特別是印尼和印度等高收益市場）可能優於已發展市場債券。

### 免責聲明

投資涉及風險。過往表現並非日後表現的指引。詳情請參閱有關基金銷售文件，包括風險因素。本文件資料來自首域投資（「首域」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首域並無就有關資料的中肯、準確或完整作出明確或隱含的聲明或保證。首域、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。本文件並不構成投資建議，亦不應採用作為任何投資決策的基礎，以及當作為建議任何投資。未得首域事先同意，不得修改及/或複製本文件所載全部或部份資料。

本文對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

此文件乃由首域投資（香港）有限公司編製，並未經香港證監會審閱。首域投資是首域投資(香港)有限公司的商業名稱。