

# 亞洲固定收益

## 每月回顧及展望

截至2016年3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：

- 油價反彈、人民幣回穩及預期美國聯儲局的加息次數減少，帶動亞洲信貸強勢揚升。
- 穆迪把中國的Aa3政府債券評級展望由穩定調降至負面，並於翌日調降38家中國國有企業的發展。
- 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。
- 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。

## 市場評論

油價反彈、人民幣回穩及預期美國聯儲局的加息次數減少，帶動亞洲信貸強勢揚升，提供甚為受市場歡迎的喘息空間，因信貸息差自年初以來普遍受壓。摩根大通亞洲信貸指數的息差收窄33個基點至287個基點，足以抵銷美國國庫券的孳息升幅有餘。這促使摩根大通亞洲信貸指數上升1.92%，連續三個月錄得正回報，而年初至今的回報為3.55%，升幅令人矚目。月內，投資級別和高收益債券的總回報分別處於1.58%及3.29%的正水平。國家方面，3月份的息差回報均為正數，蒙古、印尼和巴基斯坦表現領先。

在3月2日，穆迪把中國的Aa3政府債券評級展望由穩定調降至負面，並於翌日調降38家中國國有企業的發展。穆迪表示調降評級的三個主要原因包括：政府債務及或然負債上升，反映財政狀況轉弱；資金外流導致外匯儲備持續下跌；以及當局執行改革以改善經濟失衡的能力不明朗。中國政府在全國人民代表大會（全國人大）上，把增長目標由2015年的7%降低至2016年的6.5%-7%，反映當局致力在經濟持續轉型期間支持經濟增長。預計財政赤字將會由2015年佔國內生產總值2.3%的目標增加至2016年的3%，即使實際數字高於3.5%。

在月中，鑑於通脹預期下跌，歐洲央行在多方面進一步放寬貨幣政策，包括調低存款利率10個基點至-0.40%。資產購買計劃的每

月買債金額將會由現時的600億歐元增加至800億歐元。此外，歐洲央行亦決定在其新增的企業債券購買計劃的合資格定期購買資產清單中，加入由在歐元區成立的非銀行企業所發行的歐元投資級別債券。

在一週後，一如市場廣泛預期，美國聯儲局宣佈維持聯邦基金目標利率於0.25%-0.5%不變。聯儲局仍然認為美國經濟將會以溫和的步伐擴張，但強調全球經濟和金融市場發展可能帶來風險。更重要的是，用以預期聯邦基金利率走勢的點陣圖現時反映2016年只會加息兩次，少於早前預期的加息四次。

繼聯儲局維持利率不變後，印尼央行連續三個月減息，分別調降存款利率和隔夜存款利率25個基點至6.75%及4.75%。印尼央行在其貨幣政策聲明表示，環球金融市場的不明朗因素減退，市場預期美國加息次數減少，以及歐洲和日本實施負利率政策，是促使當局採取上述行動的原因。其前瞻性指引表明，印尼央行在進一步放寬政策時將更為審慎。

上月發行的美元定息債券總值為110億美元，但年初至今的供應下跌32%，反映市場環境在季內大部份時間均利淡。中國發行商佔每月供應的22%，其次是印尼，佔23%，韓國佔15%及香港佔9%。

## 表現

以美元計，首域亞洲優質債券在3月上升1.69%。<sup>1</sup>

## 投資組合定位

在印尼債券急升使其表現優於區內債券後，我們把印尼持倉由偏高比重下調至中性。此外，我們亦縮短十年期美國債券的短存續期部署，原因是我們認為全球增長轉趨疲弱，加上歐洲和日本實施負利率政策，可能限制美國利率投資進一步拋售。我們的本幣債券配置仍然溫和，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、中化集團、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

<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)。

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及油價面對下行壓力。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與其他主要央行的政策分歧，將繼續主導市場氣氛。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，除若干油氣和商品業高收益債券外，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，市場已消除大量不明朗因素，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；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。儘管企業投資仍普遍低迷，但受惠於消費開支顯著擴張，我們預期這股正面而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。我們預料該趨勢最少延續至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，當局將最少減息兩次，並調降銀行法定存款準備金率最多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口。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。除了外匯儲備較充裕，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）有限公司的商业名稱。