

首域亞洲優質債券基金

每月回顧及展望

2018年11月



- 本基金主要投資於亞洲政府或半政府機構發行人以及在亞洲成立、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
- 基金的投資可能集中於單一/少數國家或特定地區所以較分散投資組合更為波動及承受較大虧損
- 投資於新興市場可能較發達市場涉及更多風險包括流通性風險、貨幣風險、管制、政治及經濟不確定因素、出現大幅波動的可能性、結算風險、託管風險
- 投資於政府債務證券將會導致基金面對政治、社會及經濟風險
- 投資債務或定息證券可能會使本基金承受信貸、利率、貨幣、信用評級可靠程度風險及導致基金的價值受到負面影響。投資級別證券可能需承擔評級被下調的風險使基金價值或會受到不利影響。未達投資級別證券及未經評級債務證券的投資更為波動及涉及因發行機構信用價值變動造成的違約及價格波動的風險較高
- 基金可運用金融衍生工具作對沖用途及有效率投資組合管理可涉及額外流通性、估值、交易對手及場外交易風險
- 對於某些股票類別，基金或酌情決定從總收入中派付股息並於資本中扣除全部或部分費用及開支以增加可分派收入及實際上從資本中分派。這等同於退回或提取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
- 投資者有可能損失部分或所有投資。閣下不應單憑本文件作出投資決定，請讀銷售文件包括風險因素了解詳情

市場回顧

在11月份，亞洲信貸息差繼續擴闊，以中國高收益房地產和印尼高收益企業債券的拋售最為嚴重，導致上月的利淡市場氣氛延續。然而，隨著油價下挫，加上聯儲局主席鮑威爾表示目前聯邦基金利率僅低於中性區間，市場詮釋為當局立場溫和，帶動美國國庫券顯著造好，足以蓋過上述疲弱表現。

摩根大通亞洲信貸指數息差在月底擴闊12個基點至+285個基點，十年期美國國庫券孳息則跌16個基點至月底的2.99%，總正回報為0.45%。年初至今虧損因而收窄至略高於-2%。雖然投資級別信貸和高收益信貸的息差回報均為負數，但從息差和總回報來看，投資級別信貸表現較高收益信貸為佳。按地區劃分，大部份市場錄得負息差回報，其中巴基斯坦、蒙古和斯里蘭卡等前線市場錄得最大虧損。

美國2018年中期選舉在月初舉行，並產生分治國會的局面，民主黨掌控眾議院，共和黨則鞏固其參議院多數黨地位。在現時投資情緒脆弱的情況下，選舉結果大致符合預期，讓市場人士鬆一口氣。另外，聯邦公開市場委員會的11月份會議未有引起太大關注，因為當局維持政策利率不變，對聲明僅作出輕微修訂，表示注意到資本開支自年初的急速步伐放緩，而消費則維

持強勁。市場其後聚焦於在11月30日至12月1日舉行的20國集團峰會，美國總統特朗普和中國國家主席習近平將在會議期間商討中美貿易糾紛。

多家亞洲央行在月內舉行會議，但結果不一：南韓、印尼和菲律賓央行宣佈加息，繼續推進貨幣政策正常化；馬來西亞和泰國央行則因增長前景更欠明朗而維持政策利率不變。除菲律賓外，有明確跡象顯示上述亞洲經濟體的增長有所放緩，但仍然處於不俗的水平以上。區內通脹大致保持溫和，意味央行在未來數個月加息的壓力緩和。

縱使投資氣氛審慎，但新債市場依然蓬勃。繼PT Perusahaan Listrik Negara 和PT Pertamina近期發債後，PT Indonesia Asahan Aluminium發行價值40億美元的多批次債券，延續印尼發行商的強勢。鑑於投資者需求殷切，上述四個不同年期的批次債券最終定價較初始價格指引平均高50個基點。雖然各國央行積極收緊政策，但債券在第二市場表現良好。回顧11月份，債券總供應為221億美元，高於10月的158億美元。儘管如此，年初至今供應仍較去年同期少29%。

表現回顧

首域亞洲優質債券基金扣除費用後在11月報升0.31%。

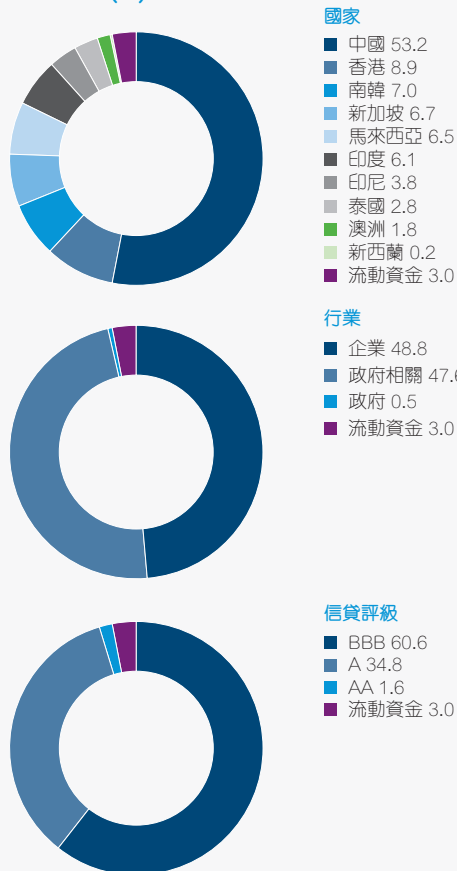
基金錄得正回報，主要源於美國國庫券在信貸息差月內受壓的情況下仍顯著造好。相對於指標，基金作出較長的美債存續期配置為表現增值，因為聯儲局主席鮑威爾表示目前政策利率略低於中性區間，推動市場排除當局在2019年進一步加息的可能性。然而，證券選擇繼續削弱表現，因為基金的偏高比重持倉月內表現進一步偏軟。

年初至今，第一季的美國利率短存續期持倉，以及基金於上半年大部份時間持有的印尼和菲律賓短倉均為表現增值。於第三季，美國國庫券孳息上升，使基金的長存續期持倉削弱回報，抵銷了大部份利好表現。基金對個別發行商持偏高比重亦導致下半年表現遜於大市。

	累積表現 - 以美元計算 (%) ¹					
	3個月	年初至今	1年	3年	5年	自成立日
第一類 (美元 - 累積)	-1.2	-2.5	-2.4	5.9	14.3	61.4
指標	-0.5	-1.3	-1.2	8.5	20.5	106.8

	年度表現 - 以美元計算 (%) ¹				
	2017	2016	2015	2014	2013
第一類 (美元 - 累積)	5.6	3.4	0.9	6.8	-3.0
指標	5.5	4.5	2.2	9.0	-2.6

資產分配 (%)¹



十大發行商 (%)¹

發行商名稱	%
United Overseas Bank Ltd	4.5
China Vanke Co Ltd	4.5
Hyundai Motor Co	4.3
Nan Fung International Holdings Ltd	3.8
China Huarong	3.7
China Overseas Land & Investment Ltd	3.3
Sinochem Hong Kong (Group) Co Ltd	3.2
Ping An Insurance Group Co of China Ltd	3.1
Industrial and Commercial Bank of China Ltd	2.9
Pertamina Persero PT	2.9

投資組合定位

月內，基金的策略未有改變。我們對投資級別和高收益債券維持偏高比重，因為息差在過去數月擴闊後，估值顯得更加吸引。我們亦對美國利率存續期配置保持適度長倉，因為貿易戰持續，以及隨著步入2019年，預期財政刺激措施的成效將會減退，我們認為目前的通脹升勢及隨之而來的債券孳息上升不能持續。地區方面，我們繼續對優質新加坡銀行及香港企業維持偏高比重，但對菲律賓主權債券持偏低比重，因為這類債券的估值偏高。我們亦對印尼的配置持偏低比重，因為預期投資者最多只會對新興市場保持觀望態度。基金對中國的投資級別房地產持偏高比重，並持有科技業短倉，對銀行和地方政府融資平台則持偏低比重。在不良貸款增加的情況下，基金對印度銀行維持偏低比重。

投資展望

隨著步入這動盪一年的最後階段，市場仍籠罩不少陰霾。投資者在整個第三季均憂慮中美貿易戰和聯儲局加息步伐加快，這些憂慮看來將會持續。市場亦開始更密切注視英國脫歐和意大利債務危機的進展。這些事件可能導致波幅加劇，但我們較關注油價問題，因為油價上漲對通脹預期產生直接影響，從而左右債券價格。

美國於8月6日重新對伊朗實施經濟制裁以來，伊朗石油出口量急跌，油價升至四年來最高水平。委內瑞拉經濟危機持續，導致石油產量下跌，進一步推高油價。雖然石油輸出國組織成員國正增加產油量以緩和情況，但如果需求持續強勁或上升，以致供不應求，油價或會輕易升至100美元的水平。根據往績，油價急升無疑將對金融市場和新興市場經濟造成嚴重壓力。事實上，我們認為現時美國國庫券孳息趨升也歸因於油價上漲，而非只是美國聯儲局於2019年加快加息步伐。可幸的是，相對於需求主導的油價上漲，上述的供應緊張情況普遍只屬短暫。

美國經濟在過去數季一直強勁增長，主要由於企業稅下調和投資稅項優惠產生作用，但預期兩者將隨著步入2019年而消退。如果民主黨在11月中期選舉取得眾議院的控制權，國會將難再商議和通過進一步財政計劃。利率正常化導致融資成本上升，開始拖慢經濟增長，因此我們認為聯儲局於2019年上半年後難以繼續加息。除非關稅或經濟制裁觸發通脹，否則不會影響我們對美國利率的樂觀展望。如貿易戰進一步升溫，導致進口價格飆升，市場將被迫重新評估目前的溫和通脹預期。

美國以外的因素則不大樂觀。印度的原油需求超過80%依賴進口，油價上升已開始令這些大量進口石油的國家受壓。美國

¹資料來源：理柏及首域投資，資產淨值對資產淨值計算(美元總回報)，截至2018年11月30日。基金自成立日：2003年7月14日。首域亞洲優質債券基金第一類(美元 - 累積)乃基金之非派息類別股份。指標為摩根大通亞洲信貸投資級別。

加息已令印度、印尼和菲律賓等出現經常賬赤字國家的貨幣受壓，情況與2013年縮減量寬恐慌期間相似，但這些國家當時的赤字接近4%至5%，而現時仍遠低於3%。我們預期亞洲多家央行仍會在本土貨幣波幅擴大時作出干預，但直至目前或不足以遏止跌勢，尤其是當外資佔本土資產的比例偏高，正如印尼的情況一樣。雖然這並非我們預期的基本情況，但美國聯儲局更積極加息將不利新興市場經濟，對亞洲市場也不例外。基於以上觀點，我們仍對亞洲貨幣持審慎立場，至少直到有跡象顯示聯儲局的利率正常化步伐放緩。

經濟前景未明對亞洲信貸市場有何啟示？隨著美國聯儲局繼續進行利率正常化，環球融資環境將如過去數季般持續收緊。此外，中美貿易戰持續將拖慢環球經濟增長，削弱投資者信心。目前難以預測貿易戰的發展或聯儲局會否更積極加息，但聚焦於亞洲企業的基本因素令人稍感樂觀，當中不少將能抵禦金融風暴。綜觀投資級別債券領域，息、稅、折舊及攤銷前利潤（EBITDA）和淨收入利潤率等主要指標於過去三年有所改善。債務比率亦下跌，流動資金維持充足，平均現金水平相當於總債務超過30%。高收益債券方面，上述指標亦在倒退多年後自2017年起開始改善。因此，除非貿易戰全面爆發，以及亞洲貨幣嚴重失控貶值，否則我們預期亞洲區經濟仍有相當增長，而且遠勝其他地區，有望為正在改善的信貸走勢帶來強勁支持，繼而轉化為調高評級的動力。

我們於第二季展望預期信貸環境向好，結果不出所料。摩根大通亞洲信貸投資級別指數於第三季末的息差相對本年度高位低約10個基點。雖然息差仍較金融危機後的平均值低約30個基點，但隨著近期國庫券孳息上升，綜合孳息現時正處於危機後高位，應有助提升長線投資者和壽險公司對亞洲債券的需求。亞洲投資級別債券提供的孳息亦較美國同類債券最多高50個基點，進一步提升其吸引力。亞洲高收益債券經歷超賣後，息差於第三季亦收窄約50個基點，雖然相對美國高收益債券的息差升幅增加，令其更接近歷史平均值，但我們仍會注意融資環境收緊時無處不在的特殊風險。此外，油價上漲可能帶來新一輪市況波動。儘管市場預期在10月份中國黃金週後債券供應將會上升，但我們認為在目前經濟前景未明的環境下，債券發行規模和定價將有利投資者。因此，我們認為年內債券總供應將低於去年水平，為市場帶來均衡的技術因素環境。

未來前景陰霾未散，投資者必須小心謹慎。注視質素和基本因素仍然是克服風浪的良方。我們計劃趁市場繼續拋售時增持美國國庫券，並精心挑選，持有信貸基本因素強勁的多元化投資組合。由於我們預期未來市場將更波動，因此迴避本土貨幣債券。

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。文資料來自首域投資（「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。

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。

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。

澳洲聯邦銀行（「銀行」）及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。本銀行及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對本行或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。