



# 惠理固定收益年中投資展望

## 報告摘要

### 美國：通脹放緩為減息鋪路，但最後關鍵階段仍將顛簸崎嶇

踏入2024年以來，通脹和就業市場的數據意外升溫，為美國國債收益率升勢提供支持基礎，其中10年期美國國債收益率在4月底曾攀升至今年高位的4.7%，隨後在4.4%水平附近靠穩。市場對聯儲局將在今年落實政策轉向的預期維持不變，但其時間表逐漸推遲至2024年第4季。鑑於美國經濟增長及勞工市場持續表現強韌，因此實現通脹放緩的最後關鍵階段仍可能顛簸崎嶇。現時市場定價反映2024年減息39個基點，而4月底則為28個基點。

歸根究底，我們認為聯儲局的取態建基於通脹可持續地達到2%目標，但多項阻力陸續浮現，可能預示當局將採取循序漸進的減息路徑，而非積極進取的步伐。舉例而言，美國的財政狀況及地緣政局緊張引起的能源通脹均是持續演進的挑戰。

進一步加息或會為風險資產帶來負面影響。我們相信，在美國大選之前，出現這個情境的機會偏低，加上通脹走勢放緩、實質利率處於2.1%的水平，意味當局恢復緊縮貨幣政策的門檻偏高。考慮到通脹走勢放緩，我們預料2024年下半年將減息一次或兩次。

美國2024年首季國內生產總值表現好壞參半，當地經濟擴張步伐按季減慢，但通脹數據高於市場普遍估計。我們的基本預期維持不變，即在過去兩年實施緊縮的貨幣政策後，美國經濟將出現軟著陸。隨著消費放緩，2024年下半年經濟增長或會溫和減慢。

### 中國：推動去庫存的措施以重振內房，但需保持耐性方可見成效

5月公佈的房地產業紓困措施略為提振市場氣氛。主要措施包括人民銀行(人行)調低付款比例要求及提供財政援助，以支持地方政府收購未售出但已建成的項目，涉及資金規模高達5,000億元人民幣(主要透過人行3,000億元人民幣再貸款額度提供融資)。

我們承認財政支持的規模可能無法完全和立即解決庫存問題，但該方案強調了監管在努力和加快去庫存周期以遏制系統性風險的緊迫性。鑑於當局轉為著重於去庫存，我們相信政策正朝著正確的方向邁進，原因是除了「保交樓」措施之外，我們認為去庫存也是較有效的途徑同時穩定樓價和家庭信心。

然而，考慮到激勵措施相關的不確定性及地方政府和銀行落實政策的速度，上述措施料將經過一段漫長過程才可收效。我們認為，房地產業對經濟的負面影響可能小於過去數年，但政府亦需要實施整體的通貨再膨脹政策，並可能需要加推財政刺激措施。

受低基數效應影響，中國2024年第一季實質國內生產總值按年擴張5.3%。假設房地產業符合回穩的基線預測，我們預期未來數季的按年增長將維持相若趨勢。出口和用以升級供應鏈的製造業資本開支仍將是增長的主要動力。

### 亞洲：印度大選結果令人意外，對信貸的影響應屬可控

亞洲的出口表現持續回暖，與環球科技供應鏈息息相關的市場最為受惠，例如韓國和台灣地區。整體穩定的宏觀環境為亞洲債券發行人的信貸質素提供支持。市場普遍假設美國政策重心轉向不會與經濟硬著陸同時發生，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未導致亞洲銀行業出現廣泛資產質素問題，區內銀行的不良貸款保持穩定。儘管如此，亞洲多國應將步入小幅減息週期，但大部分國家仍會視乎聯儲局的利率決策而定。融資成本逐漸形成下跌的趨勢，應可對信貸需求帶來正面影響，使企業更願意透過信貸為擴張計劃融資。這項因素連同內需穩健，可望支持區內增長趨勢。

與此同時，印度大選結果令人意外，現任執政印度人民黨(Bharatiya Janta Party)喪失議會多數黨地位。雖然這預示聯合政府將面對更大的改革挑戰，但我們認為大選結果不會徹底使印度政策延續性和增長步伐偏離軌道。因此，我們預期大選結果對印度債券發行人的影響有限。

### 信貸策略

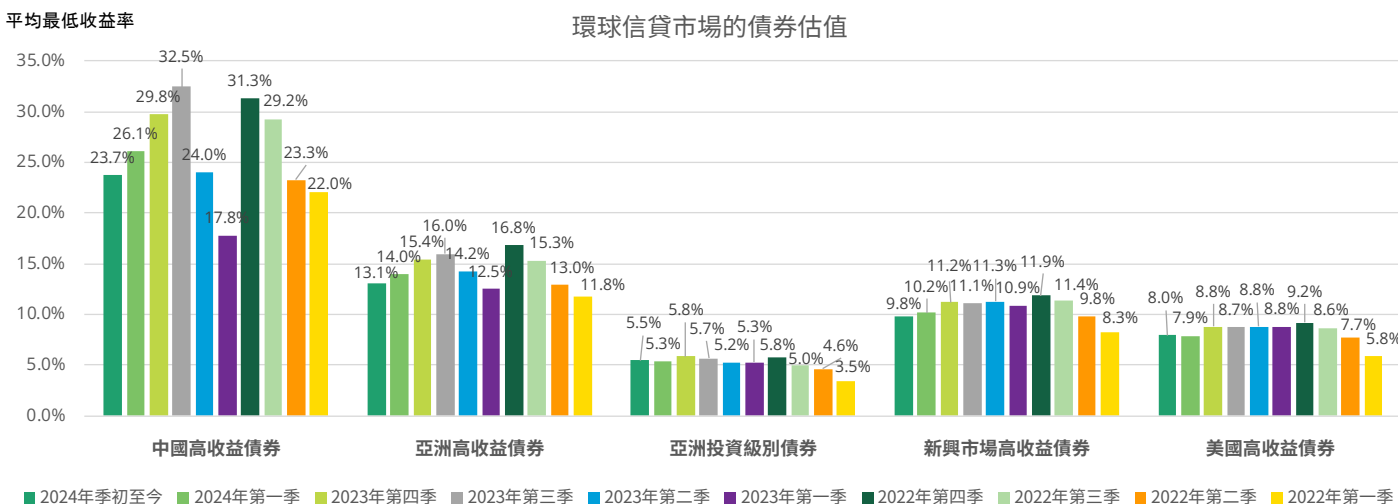
宏觀環境強韌，加上市場整體看好亞洲信貸，為今年信貸息差收窄的趨勢提供支持。在市場情緒偏好風險帶動下，亞洲高收益債券信貸息差在2024年第一季收窄180個基點(資料來源：摩根大通亞洲信貸指數)。亞洲投資級別債券的趨勢相若，息差在同期收窄28個基點。2024年第二季至今，亞洲高收益債券市場延續息差收窄的趨勢(2024年3月底以來收窄95個基點)，亞洲投資級別債券市場的息差則維持窄幅上落。考慮到發行量有限，違約趨勢穩定，以及中國以外的範疇更趨多元化，我們預期亞洲信貸息差繼續獲得良好支持。隨著信貸息差變動，亞洲高收益領域可觀的息差收益將帶動回報，而聯儲局政策重心轉向將為亞洲投資級別債券提供適度上行空間。

儘管息差處於偏窄水平，但今年或將減息，而且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。亞洲投資級別債券方面，總收益率吸引，加上淨發行量處於負值，可望為技術因素帶來支持。

考慮到息差收益較投資級別債券和美國高收益債券可觀，我們繼續看好亞洲高收益信貸。雖然中國房地產業低迷的影響可能已告一段落，但存活下來的民企發展商基本面復甦需時。至於其他市場，印度和印尼的增長動力應可利好在岸融資狀況，為離岸債券發行人提供替代再融資途徑。要約並回購債券的發行人亦有助減少再融資負擔和降低違約的可能性。2024年第一季的總回報(+6.8%)來源多元化，由房地產和金屬與礦業及前沿市場主權債券所帶動。

在美國經濟軟著陸的預測情境下，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，亞洲高收益債券應表現遠優於兩者，違約率只有1%至2%，原因是這類債券再融資需求可控，以及當地資本市場提供支持。鑑於債券選擇有限，我們聚焦於提供可觀票息收益及有空間透過盈利增長及降低槓桿改善信貸狀況的發行人。我們的信貸挑選主題繼續以受惠上述狀況的發行人為主，這有助我們捕捉超額回報。

圖1：在市場取態樂觀及強勁的技術因素下，亞洲信貸息差收窄



資料來源：摩根大通亞洲信貸指數、彭博指數；截至2024年6月。

2024年第一季的總回報獲承險意欲支持。摩根大通亞洲信貸投資級別債券指數(「亞洲投資級別債券指數」)及高收益債券指數(「亞洲高收益債券指數」)本季分別上升0.6%及6.8%，而2023年第四季分別高收5.6%及6.3%，2023年分別錄得7.4%及4.8%的升幅。

### 行業觀點

#### 中國在岸債券

10年期中國政府債券收益率(現報2.3%)在2024年第一季顯著下跌，其後在4月至5月維持窄幅上落，反映貨幣政策進一步趨向寬鬆，以及市場對國內經濟增長或通貨再膨脹的預期偏低。基於通縮憂慮及房地產業或地方政府融資平臺的去槓桿趨勢持續不斷，我們仍然預期中國政府債券收益率在未來數季上行的風險偏低。中國境內利率水平可望走低。此外，市場定價似乎尚未反映提高財政預算以刺激增長所帶來的潛在供應衝擊影響。目前為止，中國政府債券發行量已觸及全年額度的25%，而2022年至2023年的平均值為15%。

考慮到增長放緩及通縮壓力，2024年減息的可能性仍然偏高，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負面影響，因此我們認為當局不太可能大幅減息。此外，預期經濟逐漸復甦亦應降低進一步減息的幅度。美元走強及美國國債收益率高企，同樣使資金流入中國面臨阻力。當美國開始實現政策轉向時，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

美國國債收益率攀升抵銷信貸收窄的影響，亞洲投資級別債券指數信貸息差因而在2024年第一季窄幅上落。我們仍然認為息差處於偏窄水平。儘管如此，這類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。我們認為，亞洲投資級別債券的息差收益較美國同類債券高出30至40個基點(我們相信屬合理水平)，因此前者息差縮窄的空間不多。然而，信貸息差大幅擴闊並非我們的基本預期，因為美國債市可望避免出現衰退式拋售。展望2024年下半年，若美國國債收益率出現整固走勢，應可成為回報的主要動力。我們的投資策略聚焦於中等年期債券，以把握高評級範疇的機遇。

## 澳門博彩業

澳門博彩業延續強勁勢頭，2024年首季的收入優於市場普遍預期。受惠於遊客人數轉佳，整體市場2024年第一季的中場業務博彩總收益按季增長6%，表現較歷史水平強勁。我們仍然預期大眾市場帶動的息稅折舊及攤銷前利潤可在2024年錄得按年增長20%至25%，這應可支持博彩營運商去槓桿。

中國政府在4月底宣佈若干放寬措施，可望帶來溫和利好作用。這些措施包括新增10個「個人遊」計劃適用城市、延長港澳商務簽證逗留期限、推出旅行團多次往返橫琴澳門簽證等。增設「個人遊」計劃適用城市可望擴大澳門的潛在市場，而且在新建酒店客房數量增加和勞工問題改善的支持下，預期大眾市場博彩業務的需求上升。

雖然澳門博彩業債券估值趨於昂貴，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為亞洲高收益債券投資者提供可觀的息差收益及發揮分散投資優勢。年初至今，這類債券表現保持強韌。

## 印度企業債券

印度經濟增長維持強勁，在2024年3月止季度按年增長7.8%，而此前三季的平均按年增長率為8.3%。考慮到資本開支在大選年放緩，2025財年的增長可能減慢至7%（截至2025年3月）。通脹延續降溫趨勢，但在實現4%的目標前，仍需保持警惕。當局在2025年開始減息的可能性增加。儘管大選結果令人意外，但仍可支持廣泛政策延續性，包括優先處理基建資本開支及逐步整頓財政。

年初至今，印度高收益債券的表現與亞洲其他地區的高收益債券一致。我們認為債券估值（涵蓋可再生能源、大宗商品及公用事業）大致合理。受惠於在岸融資狀況提供支持，企業基本因素普遍穩健。上述領域如出現整合，將帶來若干投資機遇。

## 印尼企業債券

在2024年首季，受惠於政府開支和消費市道抵銷淨出口及投資增長轉弱的負面影響，印尼實質國內生產總值保持相若擴張步伐，按年增長5.1%。預期未來數季可維持這趨勢。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環境。通脹處於2.8%的平穩水平，而且趨於實現印尼央行的目

標，意味著央行有更大的靈活性放寬政策。印尼央行在4月意外上調政策利率，主要目的在於吸引資本流入和穩定印尼盾。

受惠於穩定的宏觀經濟環境及銀行持續向企業提供支持，加上其稀有性，印尼高收益債券（涵蓋房地產、礦業及工業）表現領先。我們繼續看好這類債券。當地企業善用獲取銀行貸款的融資渠道，為回購／要約債券取得融資，這有助避免出現違約或債務重組。我們預料房地產銷售將於2024年溫和放緩，這情況在大選年並不罕見。儘管大宗商品（熱煤）價格回落，但當地礦業公司的信貸狀況並未顯著轉弱，原因是其營運成本狀況偏低，而且財務政策嚴守紀律。

## 中國房地產

我們相信最新一輪政策措施的方向正確，也向市場發出強烈訊號，表明決策當局已注意到潛在系統性風險。我們維持審慎的立場，預期由於銷售復甦仍屬箇中關鍵，有關政策措施未必可對個別房地產發展商的基本因素狀況立竿見影。儘管如此，行業應可在2024年至2025年逐步改善銷售負增長的趨勢，而且最有可能由一二線城市帶動。

展望後市，我們關注以下數方面：1) 任何潛在加大力度支持再貸款的措施；2) 再貸款融資額度相應產生的信貸需求，這是源於銀行難以物色商業上可行的項目，而且可能面對租金收益率偏低或不良貸款形成的情況，因此銀行的放貸誘因不多；及 3) 相關銷售復甦的步伐。

一二線地區推出扶持政策，加上可取得融資，刺激國有企業於物業銷售的市場份額在2024年5月躍升至67%（2022年為52%，2023年為65%）。我們相信，基於當局優先推進「保交樓」措施而對物業銷售資金監管賬戶採取限制性監管，加上土地儲備年期短，民營企業仍難以扭轉物業銷售的基本面。擁有可動用和未抵押投資物業資產的發展商或可受惠於獲得用以償還債務的替代資金。

鑑於政府推出扶持政策措施和推動去庫存以穩定物業價格預期，中國房地產業高收益債券表現優於亞洲其他高收益債券。我們相信目前債券估值已消化大部分政策舉措的影響，因此對渡過困境的企業轉持中性立場。

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，您或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

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

惠理投資管理(上海)有限公司  
中國上海市浦東新區花園石橋路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

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石橋路33號花旗集團大廈701A室  
郵編：200120  
電話：+86 21 3818 6888  
傳真：+86 21 6841 0030



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](http://www.valuepartners-group.com)