



惠理固定收益投資展望

報告摘要

美國：放寬貨幣政策的步伐提前

美國聯儲局在9月減息50個基點，幅度超出預期，令市場感到意外，反映局方有信心維持長期通脹目標於2%，以及逐漸降溫的就業市場並無響起警號。聯儲局的指引顯示，2024年底前將進一步減息兩次，每次25個基點，並於2025年再減息四次，每次25個基點。美國期貨市場價格反映，到2025年底，聯邦基金利率將低於聯儲局預期的3.4%。儘管減息50個基點，但除非就業市場轉弱，否則聯儲局似乎不大可能以進取的步伐減息，點陣圖反映的長期聯邦基金利率中位數預測大致不變，約為2.9%。

未來數月，市場焦點將轉向美國大選及財政政策走勢，市場波幅可能加劇。特朗普當選可能促使市場預期政府將採取激進的關稅行動，並出現通脹環境。此外，若共和黨大獲全勝，或會增加財赤惡化的可能性。這兩種情況都可能意味當局重拾較緩慢的減息路徑。

2024年第一季國內生產總值增長喜憂參半，其後在消費開支帶動下，第二季按季增長3.0%，按年增長3.1%，表現均超出市場預期。我們在本預測基礎的假設不變，即過去一年大幅收緊貨幣政策導致了消費放緩。考慮到2023年下半年高基數效應的影響，因此這情況亦意味2024年下半年經濟增長減慢。

中國：預期將加推刺激經濟措施，帶動投資氣氛高漲

近期，中國推出新一輪政策「組合拳」，以刺激房地產及股票市場。有關措施包括下調存款準備金率(降準)和政策利率、進一步放寬樓市政策，以及為股市提供流動性支持。中國政府在聲明中承諾致力遏止房地產市場下行，並穩定樓市，反映當局意識到解決庫存問題及重振消費信心的迫切性。然而，其對經濟增長的影響及再通脹的路徑將取決於政策執行的速度。

據媒體報導，中國政府可能在未來數週發行總值約2至3萬億元人民幣的超長期特別主權債券，以進一步刺激經濟增長、緩減地方政府壓力和帶動消費。我們認為，這些措施覆蓋範疇較廣泛，未必可即時緩解消費疲弱和住房庫存問題。住房去庫存週期也是一個漫長的過程，需要地方政府與銀行之間互相協調和高效合作，亦需要大規模的財政支持，使高庫存情況回復常態。至今，去庫存進展較預期緩慢。

鑑於樓市持續下行及消費疲軟，中國實質國內生產總值在2024年第二季按季擴張0.7%，按年擴張4.7%，表現均低於市場預期。我們認為這些因素將繼續窒礙2024年下半年經濟增長。此外，若美國大幅增加中國進口關稅，亦將拖累中國增長步伐。

亞洲：增長保持強韌，對關稅雜訊取態審慎

雖然出口維持溫和擴張，但在2024年第二季，大部分亞洲經濟體的國內生產總值增長保持強韌。值得注意的是，受惠投資增加和淨出口上升，印尼國內生產總值增長穩定，按年上升5.1%；由於國會選舉導致政府開支放緩，印度的經濟增長逐漸回復常態，由上一季的按年7.8%回落至6.7%。我們預期上述市場在今年餘下時間將展現穩健增長。

我們認為宏觀經濟環境穩定，應可繼續為亞洲債券發行人的信貸質素提供支持。若美國經濟按我們的假設實現軟著陸，應不會使亞洲增長偏離軌道。隨著美國步入更廣泛的寬鬆週期，加上當地通脹溫和，亞洲國家可望享有更大的減息空間(例如印尼、印度)。融資成本下降的趨勢應可為信貸意欲帶來正面影響，使企業更願意透過信貸為擴張計劃融資。此外，企業應可受惠於低成本的國內融資供應，有助減低再融資風險。

亞洲(中國除外)國家的經濟增長與出口密切相關，而且對美國的貿易依賴持續上升。儘管科技業在全球擔當的角色日益重要，但我們對貿易相關風險較高的國家保持審慎，包括韓國和台灣。我們相對較看好印尼及印度，因其經濟增長強韌，而且受貿易風險的影響較少。

信貸策略

信貸息差在2024年上半年收窄，並於2024年第三季轉為大致走平。宏觀經濟環境穩健，加上市場對亞洲信貸普遍感到樂觀，為今年息差收窄的趨勢提供支持。在2024年上半年，亞洲高收益債券的信貸息差收窄250個基點(資料來源：摩根大通亞洲信貸指數)，市場展現承險意欲。亞洲投資級別債券的趨勢相若，同期息差收窄20個基點。

鑑於總收益率可觀，加上考慮到聯儲局的減息週期，我們仍然看好亞洲投資級別債券。儘管美國國債收益率近日出現調整，但從指數來看，亞洲投資級別債券收益率處於4.9%，依然較歷史水平偏高。此外，這類債券隱含信貸風險偏低，既可為投資組合提供收益，亦可分散風險，仍然是不錯的選擇。在美息見頂後，投資級別債券通常錄得強勁回報，有助緩和下行風險，而且在危機或市場高度波動期間，一般能發揮保本作用。

鑑於目前的美國國債收益率反映未來將減息多次，因此延長投資級別債券存續期的時機至為重要。特朗普當選或共和黨大獲全勝或會增加財赤的可能性，並改變減息預期。考慮到美國傾向提前減息步伐，加上美國大選尚未明朗，我們偏向繼續持有中等存續期債券。10年期美國國債收益率仍然在3.6%至3.9%的區間徘徊。

另一方面，鑑於信貸息差目前處於150個基點的水平，較歷史平均低20個基點，我們預期信貸息差將窄幅上落。在企業財政狀況和現金流強勁的支持下，加上良好的融資渠道，亞洲投資級別債券的信貸狀況穩健。這類債券也處於優勢，有望駕馭任何經濟動盪。包括日本及澳洲等國家的亞太區投資級別債券市場範疇擴大，提供分散投資於更多國家的優勢，而且信貸狀況通常較穩定。我們看好亞洲金融機構、日本壽險公司及印尼準主權發行人。

貨幣政策的影響由利淡轉為利好，為風險資產提供支持。亞洲高收益企業將受惠於融資成本下降，而且更易於選擇在岸和離岸再融資工具，應可增強其信貸狀況。因此，由於信貸息差目前處於790個基點的水平(摩根大通亞洲信貸高收益債券指數水平)，相對於650個基點的長期平均值而言，我們認為亞洲高收益債券存在收窄空間。展望2025年，隨著信貸前景趨於穩定、行業多元化程度改善及違約率料將下降，我們認為亞洲高收益債券展現良好價值。利差具吸引力，加上息差收窄，應可使總回報維持在可觀水平(摩根大通亞洲信貸高收益債券指數年初至今回報為15%)。我們的信貸篩選主題仍然是有能力透過盈利增長及去槓桿改善信貸狀況的發行人。我們看好香港、印尼及印度個別發行人，並對澳門博彩業持中性觀點。

圖1：隨著美國邁向明確的減息週期，亞洲投資級別債券收益率顯得吸引



資料來源：摩根大通亞洲信貸投資級別債券指數，最低收益率

圖2：當前減息週期應可降低亞洲高收益債券發行人的融資成本，並提供息差收窄的空間



資料來源：摩根大通亞洲信貸高收益債券指數，最低收益率差距

行業觀點

中國

最新一輪政策措施較預期進取。中國人民銀行(人行)公布的貨幣措施「組合拳」優於市場預期。有關措施包括降準50個基點、下調政策利率20個基點、降低存量房貸利率50個基點，以及把二套房房貸最低首付比例由25%降至15%。此外，人行推出兩項新政策工具，以刺激資本市場：為非銀行金融機構創設5,000億元人民幣互換便利，以及創設3,000億元人民幣再貸款計劃，以支持A股市場。我們認為這些強而有力的貨幣措施應有助於短期內提振市場氣氛。然而，更迫切需要的是推出大規模的財政寬鬆措施，以應對廣泛信心及需求疲弱問題。關鍵仍在於政策執行。房地產銷售回升及房價穩定，對扭轉房地產走勢仍然重要，而且需提高對收入增長和就業保障的預期。

整體來說，寬鬆的刺刺激措施未必可直接扭轉經濟形勢，但結合強而有力的貨幣和財政政策，或有助避免經濟增長進一步下行。鑑於增長放緩和通縮壓力，2024年減息的可能性仍然偏高。隨著美國聯儲局政策轉向，我們相信人行可能進一步寬鬆貨幣政策，但鑑於日漸需要加推中期財政刺激措施，10年期中國國債收益率可能趨升。整體低息環境應有利中國投資級別企業，因其可獲得成本較低的在岸融資，但由於美元債券供應有限，其離岸信貸息差偏窄。

日本及澳洲

澳洲擁有非常健全的體制和政策框架，有助緩減潛在的經濟及財政穩定性風險。主要銀行的普通股權一級資本比率較監管法規要求的10.25%高出200至300個基點，留有充足的緩衝以抵禦任何壓力。

日本方面，當地銀行的資產質素穩健，而且資本穩定，加上日本央行實施貨幣政策正常化，應可進一步提高銀行的盈利能力。超大型銀行的美國商業房地產投資配置有限，而且備有充裕緩衝空間應對監管法規的最低要求。總吸收虧損能力債券到期導致的離岸再融資需要、資產負債錯配(部分超大型銀行的盈利以外幣計值)，以及執行《巴塞爾協定III》的資本要求，應增加對美元債券融資的需要。對保險公司來說，2025年4月開始實施的經濟價值償付能力充足率(ESR)規例引致的資本需要，以及離岸併購，亦帶動美元債券的需求。

日本及澳洲投資級別債券有助擴大亞洲債券的投資範疇。分散投資優勢，加上基本面穩健，為技術面提供支持。我們選擇性增持該範疇債券。

澳門

儘管季節性因素轉弱，澳門博彩公司在2024年第二季維持良好的盈利表現。2024年第二季和2024年上半的整體博彩總收入為560億澳門元及1,140億澳門元，分別相當於2019年水平的77%及76%。雖然受季節性因素及打擊非法貨幣兌換活動影響，2024年第二季的博彩總收入增長按季放緩，但由於旅客人次和旅遊業活動復甦，加上打擊非法貨幣兌換的影響應屬有限，我們預期市場將於2024年下半年反彈。在營運商層面，隨著資本支出回穩，大部分公司已錄得正面的自由現金流，應有利進一步去槓桿。

我們認為澳門博彩業債券的估值昂貴。考慮到行業側重於美資營運商，該行業可能對經濟硬著陸情境較為敏感，但這並非我們的基本預測假設。儘管如此，基本面趨勢改善及債券供應有限，使該行業提供良好的利差收益和有助分散亞洲高收益債券投資風險。

印度

經濟增長強勁，加上宏觀環境穩定，帶動印度踏入「黃金經濟環境」(goldilocks)階段。廣泛政策具延續性，加上油價走低，均利好經濟發展。近期越來越多非銀行金融機構參與美元債券市場，以分散融資渠道。雖然其整體融資成本略為上升，但信貸需求強勁，將為該領域的盈利能力及貸款增長提供支持。非銀行金融機構將繼續在滿足印度信貸需求方面發揮重要作用。受惠經濟狀況和資本強勁，預期較大型非銀行金融機構的信貸狀況仍然穩健，並獲資產質素改善支持。

我們對印度高收益債券大致持中性觀點，因其估值合理，而且債券供應可能增加。上述領域如出現整合，將帶來若干投資機遇。

印尼

在9月中，印尼央行下調政策利率25個基點至6%，令市場感到意外。減息決定源於通脹前景放緩、經濟增長動力需要提振，以及外資流入帶動當地貨幣走強。印尼的消費增長維持正面勢頭。當地持續推動貸款增長，預期2024年全年增長率達到10%至12%。我們認為，這情況為美元債券發行人創造有利的環境，原因是這類發行人可受惠於較低的在岸融資成本，並可選擇其他融資渠道進行再融資。若聯儲局採取更進取的減息步伐，印尼央行可能會加快減息幅度。

基於在岸銀行支持強勁、利差收益向好，而且具有稀缺價值，我們繼續看好印尼高收益債券。

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。

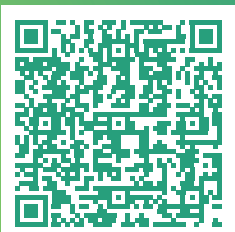
香港總部：惠理集團有限公司
香港中環皇后大道中99號中環中心43樓
電話：+852 2880 9263
傳真：(852) 2564 8487
電郵：vpl@vp.com.hk

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