



陳珮珊
定息產品高級投資組合經理



孟原
定息產品投資組合經理

在本期「2024 年前景展望」中，定息產品高級投資組合經理陳珮珊及定息產品投資組合經理孟原就 2024 年可能影響中國債券市場的關鍵宏觀經濟主題，提出一些基本觀點，並解釋主動型中國固定收益策略為何將可繼續為全球投資者創造價值。

積極推行貨幣及財政寬鬆政策， 應對債務通縮¹ 壓力

中國債券市場：2023 年回顧

在 2023 年，環球固定收益市場的表現再度大幅波動。投資者在年初對市場前景相對樂觀，並看好中國內地資產。這個觀點是基於中國內地經濟重啟及復甦的主題。儘管市場早期持樂觀態度，但中國固定收益市場其後於年內仍面臨一系列不利因素：

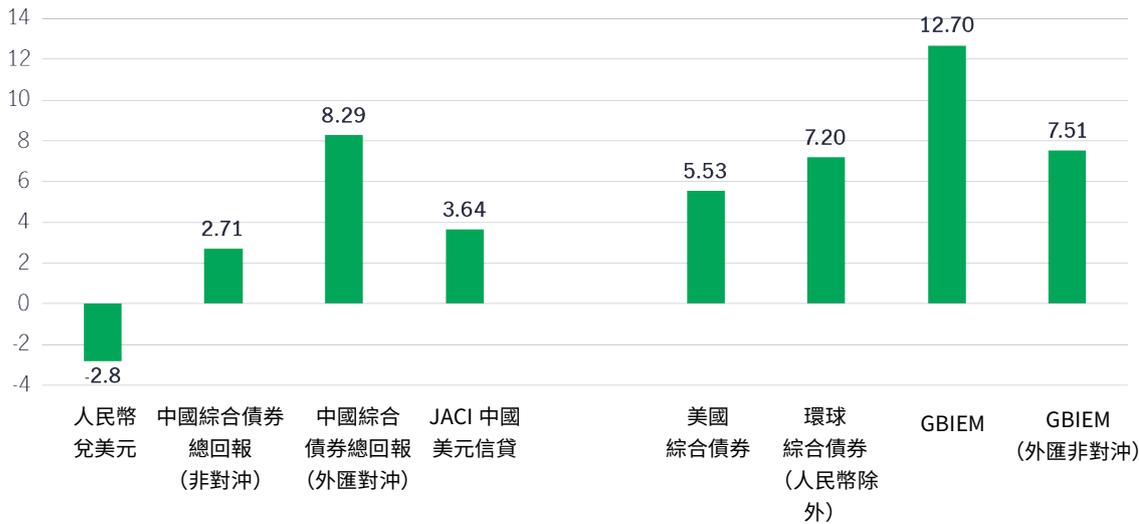
1. 中國內地市場於年初大幅反彈，但第二季的復甦動力減退，房地產行業進一步疲軟、就業環境低迷削弱消費，以及通縮加劇均拖累經濟。即使環球債券在夏季期間出現拋售，中國內地利率仍維持穩定，但在全球情緒轉弱的情況下，中國信貸亦遭到拋售，人民幣兌美元貶值。

2. 儘管美國區域性銀行在 2023 年初爆發危機，但美國經濟增長／通脹在年中重新加速，促使聯儲局加息 100 點子至 5.5%。進入第三季，環球債券遭拋售的情況惡化，10 年期美國國庫券孳息率出現「熊式走峭」，由 4 月份的 3.3% 低位上升 170 點子，最終在 10 月份突破 5% 的關口。在 2023 年最後兩個月，隨著通脹降溫，加上聯儲局暫停進一步加息，政策轉向鴿派，令市場跌勢急劇逆轉。
3. 地緣政治緊張局勢升溫：在 2023 年，俄烏衝突進入第二年，以色列與加沙亦爆發戰爭，全球政治局勢進一步緊張。另一方面，中美兩國元首在 11 月的亞太經合組織峰會期間會晤後，似乎有助穩定中美之間的地緣政治競爭局面。

¹債務通縮是經濟學家 Irving Fisher 的一套經濟理論。債務通縮的本質是，當物價和工資隨著價格水平下降，而債務和利息付款的名義規模不變，則借款人的還款能力便越來越受壓，繼而引發貸款違約激增，最終拖累銀行資不抵債。市場普遍認為債務通縮的危險之處，在於可能會引發螺

旋式通縮，因為銀行及其他債權人須就違約債務進行減值，導致經濟循環中的貨幣及信貸總額減少，進一步刺激價格增長，令債務通縮陷入惡性循環。Investopedia。

圖 1：2023 年市場回顧（回報以美元計）



資料來源：宏利投資管理、彭博資訊，截至 2023 年 12 月 31 日。投資者不可直接投資於指數。過往表現並非未來業績的保證。中國綜合債券總回報（非對沖）是指彭博環球綜合中國債券總回報指數（非對沖）；中國綜合債券總回報（外匯對沖）是指彭博環球綜合中國債券總回報指數（對沖）；JACI 中國美元信貸是指摩根大通中國債券總回報指數；美國綜合債券是指彭博美國綜合債券總回報價值指數（非對沖）；環球綜合債券（人民幣除外）是指彭博環球綜合債券（人民幣除外）指數；GBIEM 是指摩根大通新興市場政府債券指數；GBIEM（外匯非對沖）是指摩根大通新興市場政府債券指數（非對沖）。

在中國人民銀行（人行）的貨幣寬鬆政策，以及低通脹甚至通縮帶動實質孳息率上升的推動下，中國國債在 2023 年全年表現穩定。在 2023 曆年，彭博綜合中國債券總回報指數以美元計報升 2.71%。

相關市場走勢：

- 在 2023 曆年，彭博環球綜合中國債券總回報指數以美元計報升 2.71%，以當地貨幣計則報升 4.79%。
- 年內，人民幣兌美元匯率貶值約 2.8%至 7.1 的水平。就外匯對沖基礎而言，由於中國在岸利率低於美國利率，計入對沖回美元後的升幅，中國債券的整體回報升至 8.29%。
- 10 年期中國國債孳息率由 2023 年初的 2.84%，下跌 28 點子至 2.56%。
- 摩根大通亞洲（JACI）中國信貸指數以美元計全年報升 3.64%。繼 2023 年初大幅反彈

後，信貸息差在年中擴闊。經濟數據惡化，其後在聯儲局暫停加息推動下強勁反彈，最終重返正數區域。

- 美國國庫券孳息率繼 10 月底觸及 5%後回落，年底收報 3.88%。10 年期中國國債與 10 年期美國國庫券之間的息差，由年初的 -1.03%擴大至 12 月底的 -1.32%。

2024 年宏觀主題：進一步放寬政策以應對通縮及房地產困境

在 2024 年，我們將持續監察關鍵宏觀主題，以及其對投資組合策略的影響。

1. 通縮與利率：政府或須再度放寬政策

在 2023 年 12 月舉行的年度中央經濟工作會議上，中央政府對 2024 年的經濟規劃進行調整。雖然會議並無公佈任何令人驚喜的重大政策措施，但總結認為經

濟活動已觸底，在 2024 年將繼續堅守保持大局穩定、促進高質素增長的原則。宏觀政策亦將維持 2023 年下半年的寬鬆立場。

鑑於中國內地經濟復甦動力減弱、房地產行業陷入困境，加上地方政府財政及家庭債務通縮壓力的跡象不斷顯現，我們認為有充份理由支持當局採取更積極的貨幣及財政刺激措施。財政部早前已宣布在 2023 年第四季發行 1 萬億元人民幣特別國債，為促進經濟增長預先提供財政支持，我們預計當局將為一些有融資需求的房地產開發商龍頭及地方政府融資平台提供額外融資，並放寬監管規定，以免問題蔓延至整體金融市場。

儘管面對聯儲局積極加息的壓力，以及隨之而來人民幣兌美元匯率亦受到影響，人行在 2023 年 6 月仍將一年期中期借貸便利利率下調 10 點子，並於 8 月進一步下調 15 點子。減息行動印證人行有意透過放寬貨幣政策，以應對負面的經濟發展。展望未來，我們預期 2024 年初仍有空間加推積極寬鬆貨幣政策，估計人行將會下調政策利率（例如逆回購利率和一年期中期借貸便利利率）50 點子。

隨著通脹逐步接近 2% 的目標水平，預期聯儲局在 2024 年下半年可能會開始減息並結束量化緊縮政策。目前，市場價格已反映在 2024 年下半年將減息 5 至 6 次（每次 25 點子）。在此環境下，人行明顯有更大自由度，可加大力度推行貨幣寬鬆政策，以緩解房地產市場低迷並應對正在形成的通縮壓力。在進一步放寬貨幣政策方面，聯儲局及人行各自的政策走向可能會再度掛鈎或趨同，對於所有資產類別而言，

這將會是未來的一個重要主題，同時將直接影響中國債券孳息率相對於美國債券孳息率的吸引力，並推動人民幣走勢。

2. 房地產行業的後盾

自 2022 年第四季以來，一系列需求面的房貸及房地產寬鬆政策出台，加上「三支箭」政策，為民營房地產開發商龍頭提供融資支持，但房地產市場低迷的情況仍持續加劇。房地產銷售較疫情前的水平下跌約 40%，而隨著系統性金融風險上升，對經濟增長及就業市場造成的負面溢出效應有所增加。房地產行業的萎縮亦透過財富渠道及土地市場，加劇家庭、地方政府融資平台及企業的債務通縮壓力。當局高度重視這些風險，並達成內部共識，致力減少各種蔓延及尾端風險。當局正就「房企融資白名單」及「銀行量化融資目標」進行討論，可說是令人鼓舞的跡象。

在當前環境下，我們仍然保持審慎，聚焦於個別銷售領先的全國性民營房企開發商，以及可望受惠於政府擁有權及政府明確支持的國營房企開發商。隨著房地產行業在這些國營企業及民營企業倖存者推動下持續進行整合，相信這些開發商將會繼續成為主要受益者。

我們基本觀點的風險

雖然上述宏觀主題構成我們看好 2024 年的基本觀點，但亦需密切監察以下潛在事件，因其可能使我們的基本觀點面臨風險。

- 1. 政策不足** — 貨幣和財政政策，以及房地產業政策過於被動，不足以應對債務通縮壓力。
- 2. 金融風險擴散** — 政策未能遏制系統性風險，使其擴散至地方政府融資平台、低線城市的國有企業和銀行。
- 3. 地緣政治事件** — 2024 年 1 月台灣大選後的事態發展及 2024 年 11 月 5 日的美國總統大選。上述市場事件可能加劇地區緊張局勢，並進一步損害中美兩國關係。
- 4. 美國通脹再度升溫** — 在這情境下，聯儲局可能被迫恢復加息，將不利全球固定收益投資。

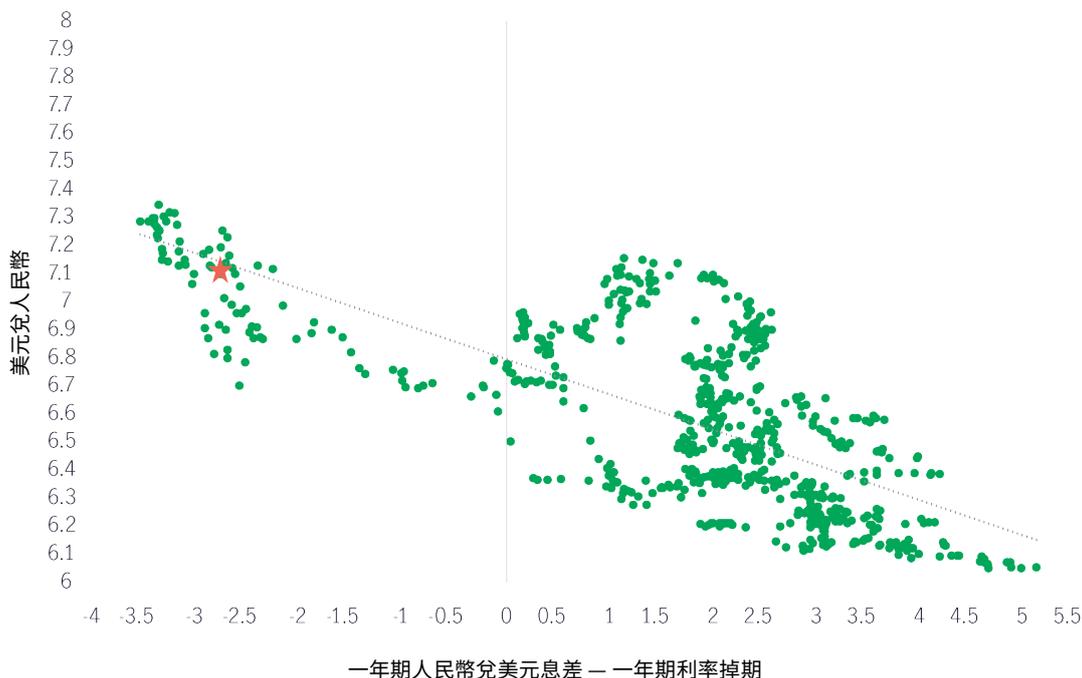
中國債券的 2024 年前景利好：存續期、貨幣和信貸

總括而言，我們對 2024 年的中國債券市場前景保持樂觀。

隨著人行可能加大寬鬆措施的力度，包括下調回購利率 50 點子，我們預測，以人民幣計，中國在岸債券可望為投資者提供中至高水平的單位數字回報。與此同時，內地政府的財政政策立場很可能會轉為適度擴張。

對人民幣持中性至略為看好的觀點：預期聯儲局將於 2024 年減息 75 至 150 點子，而中國內地更積極刺激經濟，應可為人民幣資產提供有利的市場環境。全球投資者對人民幣資產的偏低配置似乎過度極端，2023 年第四季已見債券資金恢復流入。預期在 2024 年初，人民幣兌美元將在約 7.15 的水平靠穩，其後在 2024 年下半年，隨著中國內地加大刺激政策力

圖 2：人民幣對比一年期中美息差



資料來源：宏利投資管理、彭博資訊，截至 2023 年 12 月 31 日。星號代表當前及 12 月底的數據點。

度，以及聯儲局展開寬鬆周期，導致美元指數見頂，人民幣兌美元將略為升值。

對於以美元為基礎的投資者來說，在 2024 年對人民幣債券作出戰術性配置，可望締造亮麗表現。在外匯對沖基礎上作出人民幣債券配置，應可增加 200 點子利差，從而獲得較高的單位數字回報。另一方面，較具戰術性的外匯非對沖人民幣配置有望受惠於人民幣溫和升值的可能性。

對全球／新興市場固定收益投資組合而言，中國國債仍然是一項具吸引力的投資。中國內地的經濟和政策周期與美國及其他三國集團（美國、日本和歐元區）經濟體背道而馳，而且通常不同步。多年來，中國國債孳息率對美國／全球利率的敏感度偏低，或通常呈負相關性。國債及人民幣外匯的流動性充裕，使中國在岸債券可靈活擴容，是全球投資者進行主動配置的理想之選。

中國去年再度經歷房地產銷售下滑、價格下跌及民營開發商連番違約，政府因而達成政策共識 — 要實現經濟穩健復甦及建立良性關係，必須維持房地產業穩定。中共中央政治局會議強調房市復甦的三大支柱，包括城中村改造、保障性住房及「平急兩用」公共基礎設施建設。中國內地或可借鑑三國集團決策官員過去數十年的量化寬鬆策略，憑藉其擁有的資源（包括主權／央行資產負債表）及工具（貨幣及財政政策），支持房地產市場和避免金融壓力產生連鎖效應。人行貸款便利措施（例如抵押補充貸款及地方政府專項債券發行）的規模已擴大至數以萬億美元計。在岸信貸方面，在房地產業波動後，非房地產板塊及

地方政府融資平台幾乎未受影響。與此同時，投資者仍然青睞優質國有企業。

投資組合配置

從配置角度來看，我們相信投資者能受惠於以下各項：

- 逐漸延長存續期配置。我們認為孳息曲線的中段可帶來價值，而且相對美國／亞洲本地利率吸引，可直接延長人民幣債券的存續期。
- 人民幣保持穩定，但具戰術性上行空間：我們通常在對沖基礎上或以戰術疊加策略管理人民幣配置。我們將會視乎貨幣和財政政策的發展，以及人行與聯儲局貨幣政策之間的分歧程度，來調整人民幣中性配置或長倉。
- 信貸方面，我們認為中國內地優質投資級別企業的估值具吸引力，特別是一些信貸狀況持續改善的科技及遊戲業後起之秀。

總結

經歷 2023 年全球利率、外匯和信貸極端波動後，我們認為，在預期政策適度寬鬆的支持下，中國債券市場應可繼續提供溫和的總回報，但波幅較低；而中國內地與其他主要經濟體的宏觀政策周期背道而馳，應可繼續使中國債市成為分散投資的吸引選項。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。