



在過去兩年，中國房地產業持續下挫及內地厲行抗疫  
清零政策，拖累亞洲高收益債券反覆下跌。然而，正  
如亞洲（日本除外）定息產品首席投資總監 Murray

Collis、亞洲定息產品高級投資組合經理黃栢仁和亞洲定息產品投資組合經理林啟基在本投資通訊所  
指出，雖然亞洲高收益債券曾面對困境，但自去年 11 月以來已見回升並於 2023 年繼續保持正面的  
動力。此外，現時亞洲高收益債券為投資者提供吸引的風險回報機會，而且受惠區內經濟強韌及該  
資產類別的獨有特點，可望應對市場波動。

## 亞洲高收益債券：在波動市況下 加強復元力

在過去兩年，亞洲高收益債券逆風而行，甚至可以說是「雪上加霜」。

源自中國內房的陰霾自 2021 年 8 月開始籠罩該資產類別。當時，中國政府（非正式）推出「三條紅線」政策，透過降低房地產發展商的槓桿水平，從根本上調整房地產業在中國經濟中所擔當的角色。營商環境突然轉變，加上厲行抗疫封鎖措施，使房地產發展商的現金流受壓，並削弱消費意欲。內房業失去政府的有力支持，導致連番違約、信貸評級下調、債券交換，甚至信貸評級被撤銷。

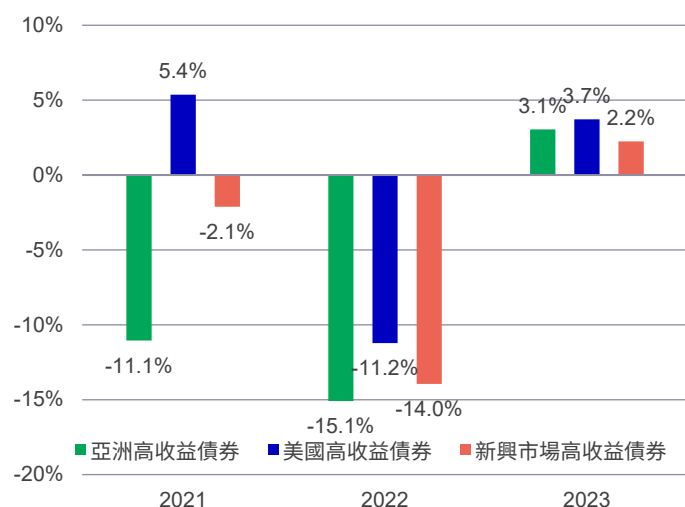
在 2022 年，亞洲高收益債券不但面對地區內特殊性質風險，亦面臨環球宏觀風險，因為美國聯儲局實施

進取的貨幣緊縮政策，以遏止通脹飆升。聯邦基金利率區間由 2022 年 3 月初的 0%至 0.25%，上升至 2022 年 12 月的 4.25%至 4.50%。由於大部份已發展及新興市場央行跟隨聯儲局加息，環球固定收益資產錄得自 1900 年以來最遜色的年度表現。

因此，在 2021 年至 2022 年期間，亞洲高收益債券表現遜於環球同類債券（見圖 1）。然而，隨著中國宣布重啟經濟，並推出多項利好房地產業的政策，該資產類別在 2022 年 11 月大幅回升。

儘管近日市況波動，毫無疑問地，在具挑戰性的環境下，亞洲高收益債券的 2023 年前景仍大致向好。這源於區內經濟堅韌，並受惠該資產類別的獨有特點。

圖 1：環球高收益債券表現（2021 年至 2023 年，年初至今）<sup>1</sup>



## 亞洲已準備好在 2023 年應對挑戰

在我們的 [2023 年亞洲固定收益展望](#) 中，我們假設：即使環球宏觀市況仍未見顯著改善，但固定收益資產面對的前所未見阻力大多可能已經消退。事實上，市場價格已反映大部份遏抑通脹所需的貨幣緊縮政策，而且有關聯儲局政策未來走向的相對不確定性減少，換言之，即利率長期偏高。

與此同時，我們相信有兩個原因使亞洲相對其他地區具備較佳條件，可駕馭當前複雜的宏觀環境。

最重要的是，中國決定取消抗疫清零政策並重啟經濟的進程較預期迅速。國際貨幣基金組織在 1 月底把中國 2023 年的國內生產總值增長預測調高至 5.2%，在顯著的正面影響帶動下，鄰近國家應可受惠。例如，在 2023 年 1 月，泰國入境旅客人次按年上升接近 16

倍，而在當前的泰國旅遊高峰期，中國旅客人數較前一個月上升約 80%。

其次是，中國重啟經濟的動力與目前區內市場經濟強勁及通脹前景轉佳互相配合。國際貨幣基金組織預測，2023 年亞太區的增長率為 4.7%，與 2022 年比較屬於明顯放緩，也是在環球經濟放緩下增長最迅速的地區。

此外，亞洲的整體通脹壓力可說是較低，而且區內市場情況不一，導致貨幣政策與已發展市場（日本除外）出現分歧。鑑於中國較遲重啟經濟，故採取逆周期利率政策，這從人民銀行近日調低存款準備金率可見一斑。印尼、馬來西亞及南韓等其他市場已暫停收緊貨幣政策，印度亦考慮跟隨，原因是區內市場的價格動力有別於已發展經濟體，通脹已有所緩和。

## 亞洲高收益債券的優勢

除了受惠潛在的經濟利好因素，亞洲高收益債券具備優於環球同類債券的多項主要優勢。

- 存續期較短及到期孳息率較高

與環球同類債券比較，亞洲高收益債券的存續期向來較短，意味著債券價格對利率走勢較不敏感。

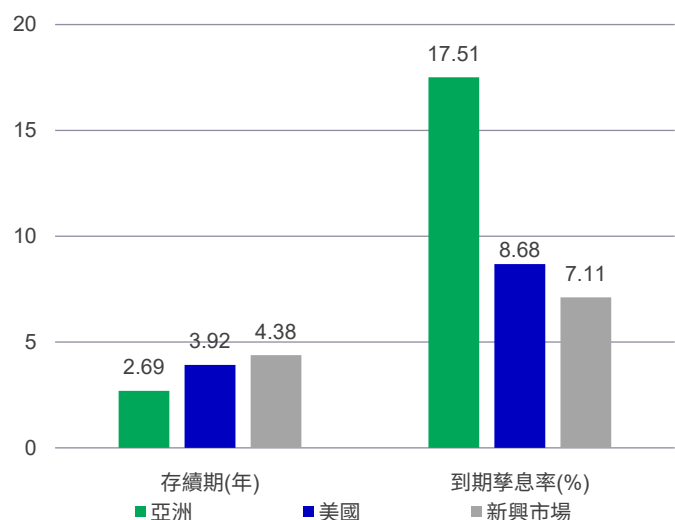
現時，與美國（3.92 年）和新興市場（4.38 年）高收益債券比較，亞洲高收益債券的存續期較短（2.69 年）。此外，由於自 2011 年以來，亞洲的平均債券

<sup>1</sup>資料來源：彭博資訊，截至 2023 年 3 月 31 日。亞洲高收益債券—摩根大通亞洲信貸非投資級別總回報指數；新興市場債券— 洲際交易所美銀

所有年期新興市場企業債券附加指數（EMJB）；美國高收益債券— 洲際交易所美銀美國高收益債券指數（H0A0）。

孳息率最高<sup>2</sup>，因此亞洲高收益債券可望為投資者提供較高的息差收益（見圖 2）。

圖 2：環球高收益債券指數的存續期及到期孳息率<sup>3</sup>



這些特點使亞洲高收益債券的整體吸引力更佳，因此環顧過去 17 個曆年（2006 年至 2022 年），其中 10 個曆年表現皆領先區內投資級別債券<sup>4</sup>。在現時美息波動的市況下，亞洲高收益債券別具優勢，因為信貸息差變動，對該資產類別的影響更甚於利率，換言

之，亞洲高收益債券與 10 年期美國國庫債券的相關性相對較低<sup>5</sup>。

## • 違約風險減退

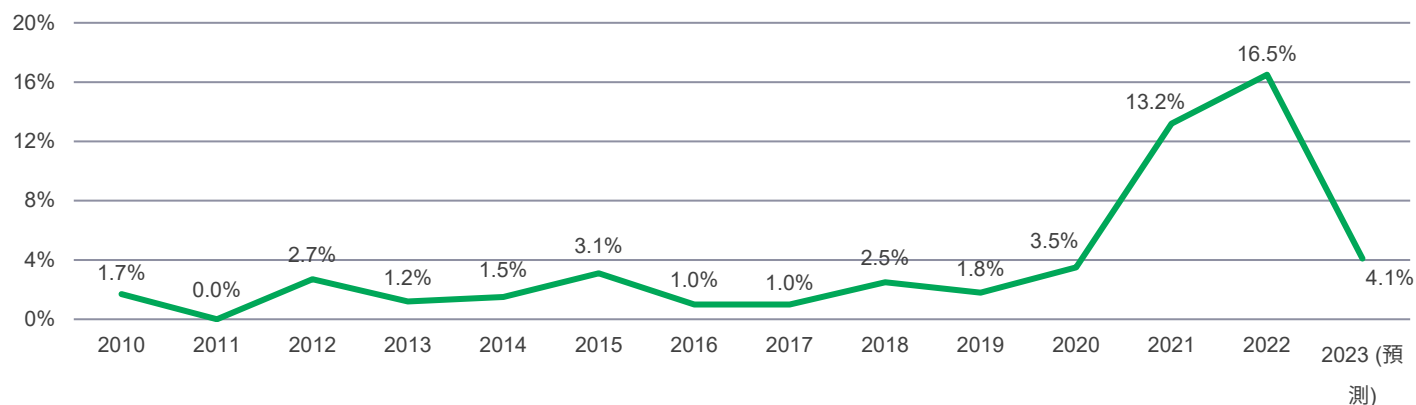
在動盪的 2022 年，亞洲高收益信貸錄得十多年來最高的違約率（16.5%），然而，預測 2023 年的違約率將大幅下降至 4.1%（見圖 3）<sup>6</sup>，主要由於區內市場的整體經濟穩健，以及中國房地產業獲政策支持並有所改善（下一節詳述）。

與此同時，在增長放緩和利率上升的環境下，預期歐美兩地的高收益債券違約率將會上升，並趨向歷史平均水平。

## • 投資範疇多元化，集中度較低

此外，亞洲高收益債券的投資範疇日漸多元化，而且集中度較低，這個情況在主要信貸指數剔除部份中國內房企業後尤其明顯。

圖 3：亞洲高收益債券的違約風險下降<sup>6</sup>



<sup>2</sup> 亞洲高收益債券：摩根大通亞洲信貸非投資級別總回報指數 (JACINGTR)；美國高收益債券：洲際交易所美銀指數 (H0A0)；新興市場高收益債券：洲際交易所美銀所有年期新興市場企業債券附加指數 (EMJB)。

<sup>3</sup> 資料來源：彭博資訊，截至 2023 年 3 月 22 日。

<sup>4</sup> 資料來源：彭博資訊。

<sup>5</sup> 資料來源：彭博資訊。

<sup>6</sup> 資料來源：摩根大通，截至 2023 年 2 月 2 日。

事實上，雖然在 2020 年 12 月，中國房地產業約佔摩根大通亞洲信貸（JACI）非投資級別債券指數約 39%，但由於違約和指數剔除，有關比重在 2023 年 2 月已大幅減少至約 16%<sup>7</sup>。這為投資者帶來新機遇，有助他們於集中度較低的範疇進行投資。

區內市場不同的經濟模型帶來不斷轉變的發債環境及日漸多元化的借款人，使新興市場債券別樹一幟。亞洲主要由較依賴製造業和出口的經濟體組成，在東北亞尤其如此。然而，亞洲亦擁有天然資源豐富和本土消費強勁（印尼），以及專注服務出口（印度）的市場，而印度亦正迅速擴大其製造能力。

## 2023 年前景展望：中國信貸及印度可再生能源

展望 2023 年餘下時間，我們看好個別中國信貸（包括房地產）及印度可再生能源。

**中國房地產：**中國政府推出新一輪支持措施，加上市場對內地重啟經濟感到樂觀，帶動房地產業在 2022 年底至 2023 年初強勁反彈。

該行業近期錄得顯著升幅，我們繼續看好若干信貸，但會比過往更嚴謹挑選。房地產業會否進一步上升應取決於市場氣氛的改善以及政府持續定向政策支持。

- **市場氣氛改善的理據：**初步跡象顯示，房屋銷售及價格開始反彈，這兩個因素依然是改善消費信心及提升受壓發展商現金流的關鍵動力。

2 月份全國百強房地產發展商每月銷售按年增長 14.9%，此前已連跌 19 個月，3 月份進一步按年升 29.2%。此外全國新屋價格 2 月份按月上升 0.3%，為 18 個月以來首次錄得升幅。

雖然現在斷言市況已經逆轉仍為時尚早，但投資者應樂見市場氣氛改善。

- **在債權人重組過程中政府加大政策支持力度**

此前，房地產業欠缺政府及時及有效的政策支持，是削弱投資氣氛的關鍵因素。

2022 年 11 月政府推出覆蓋全面的「金融 16 條」，旨在提高內房業的流動性，並確保未完成的房地產項目能夠竣工，令市場動力出現變化。在近期舉行的全國人民代表大會上，前總理李克強表示，促進房地產業穩定發展為 2023 年的主要目標，進一步在上述的基礎發展。

此外，房地產離岸信貸違約的重組進展緩慢，但步伐正逐步加快。這是值得投資者關注的一個重要里程碑，因為不少投資者均希望透過評估企業如何對待及補償債權人，作為進一步投資房地產業的指標。在 2021 年底的離岸債券違約事件中，其中一家最大型的房地產開發商已在今年 3 月底公布市場期待已久的重組計劃。另一大型房地產發展商亦宣

<sup>7</sup>資料來源：摩根大通，截至 2023 年 2 月 28 日。

布，已與 30% 的離岸債券持有人就債務重組達成初步協議。

**中國信貸：**我們仍然看好工業及非必需消費品（如博彩）等行業，這些行業應可受惠於經濟增長加快。我們亦認為，人大近期公布的措施，可望為國內信貸提供支持，例如透過縮減國務院編制提高經濟效益，以及組建新的中央科技委員會。

**印度可再生能源：**除了中國市場，我們仍看好印度可再生能源業。這個行業的信貸投資範疇不斷擴張，並提供分散投資的優勢，因為印度的增長周期與其他地區的相關性較低，而且政府對可再生能源持續提供支持，從最新發布的印度財政預算所述可見一斑。

## 信貸選擇仍至關重要

雖然本文詳述亞洲高收益債券的潛在地區利好因素及優勢，但在目前的波動市況下，嚴謹的信貸研究和挑選仍至關重要。

宏利投資管理的獨有資源可提供嚴謹的「由下而上」信貸評估。在亞洲，有關優勢尤為明顯，因為我們具備獨特的實地研究網絡，而且秉承保險業務傳統，從而為我們建立全方位的內部信貸研究：與其他依賴第三方評級的公司相比，這個競爭優勢至為關鍵。

- **獨一無二的實地亞洲研究網絡：**我們在亞洲（日本除外）擁有資源豐富的信貸分析師團隊，包括超過 70 位分布在 10 個市場的駐當地固定收益專才。我們亦與 Mahindra Asset Management Company 在印度成立策略性合資公司。這個獨特的實地研究網絡，為我們

在掌握資訊及融匯地區固定收益投資理念方面帶來優勢。

- **全方位的內部信貸研究：**整體而言，我們的投資範疇包括亞洲硬貨幣及本幣債券。我們亦進行全方位研究：100% 的摩根大通亞洲信貸指數成份公司都經過審核，並主動研究涵蓋 95% 的摩根大通亞洲信貸指數（代表硬貨幣信貸領域）。此外，我們的本土固定收益專家，會篩選本幣債券投資機遇。作為一家主要扎根地區的固定收益資產管理公司（例如在印尼），我們可在同業研究不足的市場中，尋找獨特的投資理念。
- **秉承保險業務傳統，著重風險管理：**我們認為，我們的風險管理文化，非常適合急速增長的亞洲固定收益市場。作為廣泛亞洲債券市場的長線投資者和資產擁有人，我們著重風險意識，並藉此投資於亞洲高收益債券市場，以把握此資產類別在不同市場周期中提供的獨特投資機遇。

## 總結：

亞洲高收益債券過往兩年表現遜色，但現時為投資者提供吸引的風險回報機會。除受惠於亞洲地區強勁的經濟外，此資產類別的獨有特點（如存續期較短）亦使其與同類資產相比，能夠在利率長時間偏高的環境下表現出色。宏利投資管理擁有獨特資源，可助投資者應對目前的波動市況，並把握亞洲高收益債券的機遇。



## 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。

2832763