



陳珮珊
亞洲定息產品高級組合經理



孟原
亞洲定息產品組合經理

近日，固定收益市場明顯出現極端波幅，環球固定收益資產錄得雙位數字虧損。然而，即使面對阻力，中國債券仍保持強韌，年初至今表現領先。亞洲定息產品高級投資組合經理陳珮珊和亞洲定息產品投資組合經理孟原解釋中國債券的基本因素維持良好、並可望在未來繼續提供支持的原因。他們亦強調未來潛在的政策轉向，或可有助利好該資產類別。

中國債券具分散風險的韌性

踏入 2022 年最後一季，投資者應仔細審視中國債市，並回顧其年初至今的表現。此外，我們亦闡述一直以來如何就中國債券投資組合進行配置，並剖析將於年底密切注視的一些重要市場主題。

以極端波動來形容 2022 年的市場走勢，並無誇大其詞。歐洲出現自第二次世界大戰以來的首次重大軍事衝突，而且雙位數字通脹席捲歐元區及其他主要經濟體。有鑑於此，在美國聯儲局（年初至今持續收緊貨幣政策，包括加息 300 點子）的影響下，環球央行爭相收緊貨幣政策，致力控制通脹風險。然而，此舉加劇市場動盪，並增加環球經濟衰退的風險。面對如此極端的市場衝擊，環球固定收益資產類別錄得前所未見的雙位數字跌幅，實在不足為奇。

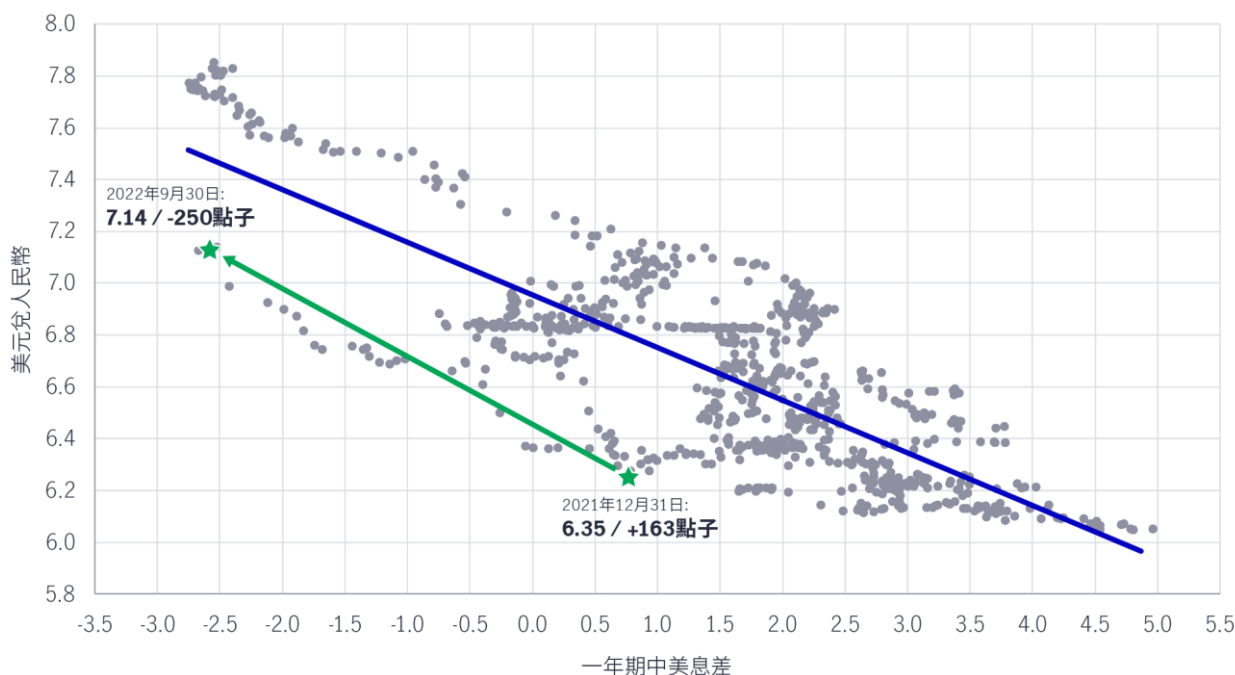
中國方面，與 Omicron 變種病毒相關的封城措施擾亂經濟復甦，亦加深內地於第二季面對的宏觀經濟壓力。為緩減衝擊，中國人民銀行（人行）在第一季及第三季分別減息 10 點子。此外，儘管當局推出房地

產扶持措施，包括放寬房貸，以及政府向私人發展商提供財政支持，但中國房地產的跌勢加劇。與此同時，在岸人民幣在第三季進一步下跌 6%，美元兌人民幣升穿 7.00 重要關口，其後人行入市干預，以助穩定匯價，使美元兌人民幣從 7.25 以上水平回落。鑑於人行與聯儲局的貨幣政策分歧擴大 — 前者減息而後者加息，導致人民幣與美元的息差由一年前的 +200 點子以上，跌至約 -250 點子。這促使資金流出中國股債市場。

面對宏觀阻力，中國債券以其韌性和流動性獲勝

在 9 月份的最後數周，英鎊匯率和英國國債孳息率劇烈波動，環球利率及貨幣市場備受衝擊，金融市場因而受壓並發出警告訊號，令投資者對後市極為看淡。面對極端的市場波幅及宏觀阻力，我們認為中國債券市場的韌性和高流動性使其表現優秀，領先新興市場／亞洲債市，以及核心美國／歐盟政府債券。年初至 9 月 30 日，中國在岸政府債券的回報為 -7.2%，環球

圖 1：人民幣與美元息差收窄，導致人民幣匯價走弱



資料來源：宏利投資管理、彭博資訊，截至 2022 年 10 月 3 日。藍色線代表趨勢線。綠色線代表息差在 2021 年 12 月至 2022 年 9 月期間的年初至今變化。灰色點代表美元兌人民幣和中美息差的歷史關係，以 2006 年 11 月至 2022 年 10 月期間的每周數據繪製而成。

綜合債券則為-19.9%。以外匯對沖計算，人行兩次減息，合共下調利率 20 點子，支持中國債券（彭博中國國債總回報指數（美元對沖））錄得+2.3%的正回報。

綜觀眾多投資組合，中國在岸債券（彭博中國國債總回報指數（美元對沖））是唯一錄得正回報的資產類別，同時在嚴峻的市場壓力下，亦提供有效的流動性緩衝。經波幅調整後，中國債券亦表現領先，因其與固定收益市場其他範疇的相關性偏低。這與其他債市的雙位數字跌幅大相逕庭，例如美國國債跌 13%，美國綜合債券亦跌 14.6%，新興市場債券（EMBI）（美元）跌 24%，歐元區債券跌 27.8%，日本債券跌 22.9%。

憑藉利好的基本因素，中國政府債券表現獨樹一幟

我們經常提出，偏重中國政府債券市場或利好環球投資者，尤其在市場波動期間。經歷 2022 年的環球市場動盪後，值得再次重申以下利好中國債券的基本因素：

1. 通脹偏低而且溫和：通脹是固定收益投資者的最大威脅，但中國在 2020/21 年因應新冠疫情實施的刺激經濟政策較溫和，加上面對歐洲衝突觸發的能源衝擊表現較強韌，有助支持這項宏觀穩定因素。
2. 人行的寬鬆周期：有別於七國集團央行加快加息／量化緊縮步伐，人行逐步減息，並擴大資產負債表規模。
3. 人民幣相對穩定：中國的經常帳盈餘龐大、出口具競爭力，加上歐洲衝突導致貿易價格比率

受到衝擊及供應鏈中斷的情況較少，支持人民幣匯價相對穩定。

4. 與美國／環球利率的相關性偏低：中國債券孳息率主要建基於由當地投資者主導的本土市場，因此與美國及環球利率的相關性仍然偏低。

雖然個別債券的估值顯得吸引，但中國美元高收益債券仍反覆波動

儘管中國在岸政府債券及優質投資級別債券的表現相對穩定，但信貸風險較高的中國美元高收益債券（摩根大通亞洲信貸指數 — 中國高收益總回報指數）在 2022 年初至今大幅下挫 37%。經歷過去 30 年來最嚴峻的中國房地產跌市後，除了少數最保守的發展商外，大部份私人房地產發展商均著手重組架構，並可

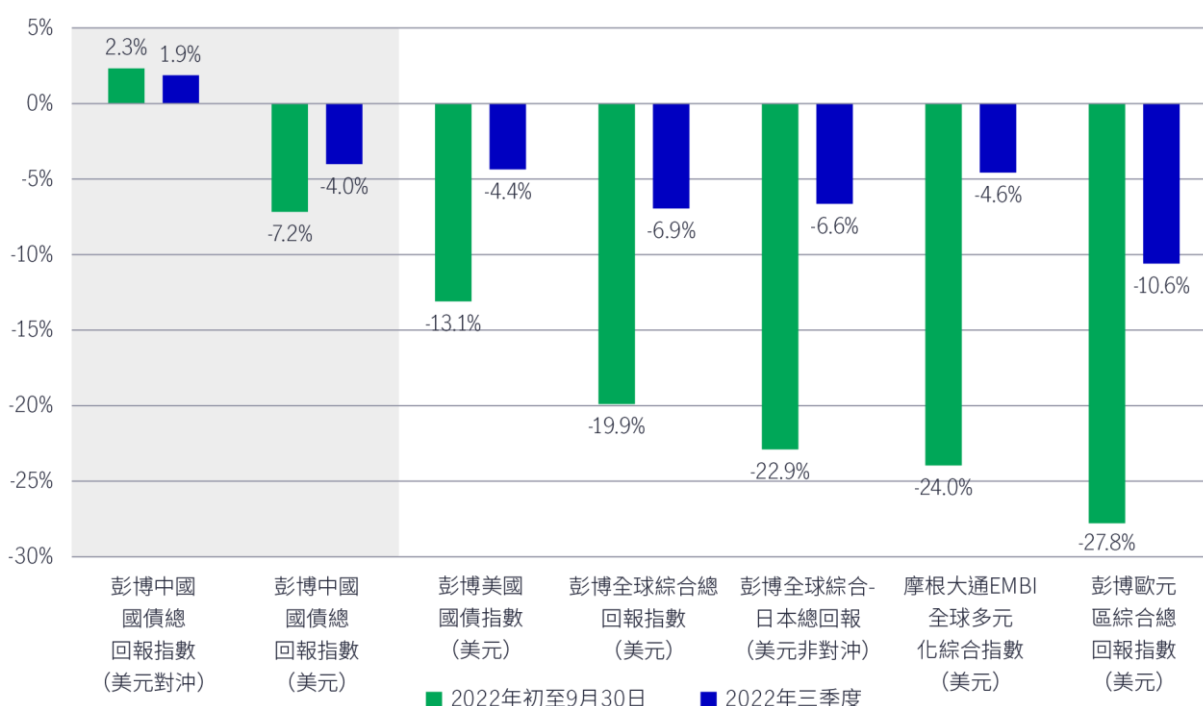
能出現違約情況。

雖然現時與中國房地產高收益債券全面復甦尚有一段距離，但鑑於市場出現史無前例的拋售，個別債券的估值顯得吸引。

密切注視潛在政策轉向

就中國債券策略而言，我們在 2022 年的大部份時間均偏向防守性，減低信貸風險，並嚴選高收益信貸持倉。我們增持政府證券，例如中國國債及美國國債，以加強投資組合的流動性緩衝。此外，我們在大多數情況下對中國存續期持結構性偏重配置，這有助投資組合受惠於中國的低息環境；而就部份美元投資組合來說，我們對沖人民幣外匯及大部份美元利率風險。這些調整有助減低投資組合的整體波幅，並緩衝跌幅。

圖 2：中國政府債券今年表現領先美國及環球固定收益資產



資料來源：彭博資訊、摩根大通指數，截至 2022 年 9 月 30 日。

展望後市，我們密切注視重要的政策轉向，這些政策轉向可望帶動中國債券市場揚升，包括：

1. 「經濟重啟」 — 預期中國於 2023 年分段退出新冠病毒「清零」政策，可望促使中國經濟穩步復甦。
2. 「全速推進政策支持」 — 加大應對經濟下行和中國房地產跌市的政策支持力度，有助顯著改善與中國相關的風險資產前景。
3. 「聯儲局轉持溫和立場」 — 美國通脹動力回軟及聯儲局的緊縮周期可能轉向，有望提振環球市場信心。
4. 環球市況波動及擴散效應 — 歐洲、英國和日本為應對滯脹衝擊，以及外匯、利率和信貸市場錯位的任何政策都可望為市場提供支持。

此外，我們密切注視即將發生的市場事件，包括 10 月 16 日召開的中國共產黨第二十次全國代表大會、11 月 15 日舉行的 20 國集團峰會，以及 12 月 14 日舉行的聯邦公開市場委員會 2022 年最後一次會議，從中解讀宏觀經濟走向。

由於今年經歷史無前例的市場拋售後，估值已見改善，投資者可望受益於我們轉持輕微看好的立場，包括：1) 有選擇性地增持獲得政府明顯和隱性支持的中國高收益信貸；2) 憧憬強而有力的刺激經濟政策，因而縮短中國利率存續期；3) 維持稍微偏低人民幣外匯及美國利率的配置（就相關投資組合而言）。

總結

雖然環球市場在 2022 明顯出現大幅波動及混亂，但中國債券在這樣的市況下作為分散風險的工具，事實證明其表現強韌並具有吸引力。我們相信中國債券的基本因素維持利好，而且日後可能繼續為該資產類別提供支持。潛在的政策轉向，加上即將發生的市場事件，亦可望成為具吸引力的刺激因素，支持中國債券繼續表現領先。

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。

2468719