



張麗萍  
環球新興市場定息產品投資研究部主管



郭張德美  
大中華區定息產品投資研究部主管

2 月 24 日，俄羅斯軍方向烏克蘭部份地區發動軍事進攻。隨後，西方多國向俄羅斯實施了一系列制裁以作回應<sup>1</sup>。在本期投資通訊，環球新興市場定息產品研究主管張麗萍及大中華區定息產品投資研究部主管郭張德美，闡述這事件對中國信貸市場的影響，指出投資級別信貸目前所受的影響有限，而本土因素很大程度上導致高收益信貸前景面臨挑戰。

## 不明朗因素升溫，本土因素繼續 主宰中國信貸前景

儘管俄烏軍事衝突對環球市場構成衝擊，但目前對中國信貸的影響依然有限。

戰爭等地緣政治事件充滿變數，為各經濟體和市場帶來廣泛且驟變的影響。戰事持續及對俄羅斯實施制裁的最直接影響，是引起市場對環球能源、穀物和金屬供應短缺的憂慮。俄羅斯出產的肥料短缺，或會導致農產品供應長期減少，甚至觸發糧食危機。商品和食品價格高企且持續上漲，可能將環球經濟進一步推向滯脹，同時削弱經濟從疫情中復甦的進度。

中國作為聯合國安全理事會投票成員，加上與俄羅斯的外交關係較密切，難免會受到事態發展所影響。鑑於俄羅斯是能源和稀土金屬的主要生產國和出口國，商品市場的波幅加劇和價格上升可能直接影響中國企業。此外，地緣政治事件對資本市場造成干擾，可能

窒礙離岸融資。然而，中國等主權國家的國際收支平衡較強勁，而且經常帳盈餘和外匯儲備穩健，或許特別能夠抵禦這些潛在風險。

### 值得關注的投資級別信貸行業

整體而言，根據目前情況和制裁措施，我們認為不會對中國信貸市場構成負面影響，但這觀點可能有變。投資者應關注投資級別信貸範疇的兩個重要行業：金融業和能源業。

**金融業：**中國金融業受俄羅斯經濟，或可能面對資本化和流動性轉弱的歐洲金融交易對手的直接影響有限。雖然將俄羅斯的銀行從環球銀行金融電信協會（SWIFT）金融通訊服務網絡剔除的決定不會直接影響中國，但內地金融機構可能在嚴格遵從現行制裁的前提下，嘗試與俄羅斯機構開發替代系統。

**能源業：**中國與俄羅斯的能源關係更廣泛，包括近期簽署為期 30 年的天然氣輸送協議。部份中國國有企業在俄羅斯液化天然氣項目亦擁有少數股權<sup>2</sup>。然

<sup>1</sup> 包括對俄羅斯央行和其他俄羅斯銀行實施的一系列制裁，以及限制使用環球支付系統和出口高科技設備到當地。

<sup>2</sup> 彭博資訊，2022 年 3 月 12 日。

而，中國並非過度依賴俄羅斯的能源進口，而且擁有多元化的能源基礎和豐厚的本土煤炭儲備。

由於能源目前不在更廣泛的制裁範圍之內（儘管美國已禁止從俄羅斯進口石油），我們認為中國能源公司所面對的風險有限。此外，集資活動應不會受到負面影響，因為部份大型而且知名的國有企業已被美國列入制裁名單。

## 中國高收益信貸市場的最新評估

房地產業繼續為高收益信貸領域的前景帶來挑戰。2021年12月，部份大型知名發展商曾發生違約，從今年1月份數宗財困事件和2月份最新合同銷售數據看來，上述事件加劇市場面臨的企業財務困境，已導致投資情緒轉弱和流動資金減少。

這亦為實力較強且質素較高的「BB」至「B」級發展商帶來負面影響。投資者此前認為這些發展商的風險較低。這個困境已蔓延至較強勁的在岸信貸市場，導致市場更為波動。我們相信，將有更多知名企業違約。

有關事態發展大致符合我們的最初預測，房地產業將逐步復甦。這行業將需要數年時間去槓桿並轉型至規模合適，但財政上較穩定和商業上更可行的行業。

## 本土因素推動中國高收益信貸前景

與此同時，自撰寫上一篇關於政府政策的文章以來，我們察見一些正面發展，但或許需要更強大的支持。自2021年12月起，中國人民銀行採取更寬鬆的貨幣政策立場，將一年期貸款市場報價利率由4.65%調低

5點子至4.60%，並降低住房抵押貸款參考利率。本土市場方面，接近90個城市的住房抵押貸款利率已調低，為下行市況提供緩衝，數個城市亦放寬首付規則，以提振置業者的信心。

展望後市，我們認為投資者應注視以下三個短至中期的催化劑因素：

- **合同銷售和消費者信心走勢。** 這個指標代表發展商的銷售數字，可粗略反映消費信心和行業健康狀況。即使我們尚未看到數據逆轉，但這可能是一項領先指標，應會在情況改善時加以反映。
- **政府持續推行扶持政策：** 雖然中央和地方政府已開始提供支持，但我們相信未來數月將會加推定向後續措施，以改善流動性和鼓勵消費者購買房地產。
- **重組現有違約／財困企業的債務：** 雖然數家房地產發展商已經或即將出現技術性違約，但目前仍難以預測債權人最終願意削減多少債務。儘管我們預料重組債務的討論可能歷時超過一年，但如果債權人承受的削債水平較目前預期為低，可望成為投資情緒轉佳的指標。當債務得到重組和不明朗因素消退後，相信將有更多市場參與者入市購買資產。

## 在波動市況下嚴選信貸的重要性

鑒於近期地緣政治事件發展的速度和引發的波幅，我們相信嚴謹地進行研究和盡職審查對挑選信貸至關重要。當前環境的多項風險都是源自一些不能透過粗略分析而發現的經濟聯繫。事實上，我們進行「由下而

上」的信貸分析，仔細審視公司的基本因素，包括客戶集中度和現金流來源，並會就潛在的懲罰行動進行

## 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。

550787