

在本 2022 年前景展望中，定息產品高級組合經理陳珮珊和定息產品組合經理孟原剖析為何他們認為中國固定收益能繼續受惠於多股主要動力。

## 政策由適度緊縮轉為寬鬆：中國 債券市場持續提供機遇

雖然利率上升令環球固定收益市場普遍面對嚴峻環境，但臨近 2021 年底，我們於年初對中國在岸債市所持的樂觀看法已成為事實。展望未來，我們認為中國債券應會繼續受惠於多股主要動力：市場對政府再度放寬政策的訴求、人民幣持續走強，以及中國債券為環球投資者帶來的分散投資優勢。

中國債券（根據彭博環球綜合中國債券總回報指數）表現優於其他主要債券類別，2021 年初至 11 月 30 日以美元計錄得 6.99% 的升幅。（見圖 1）。

相關市場走勢：

- 彭博環球綜合中國債券總回報指數以本幣計升 4.2%（年初至 11 月 30 日）
- 在岸人民幣兌美元匯價於同期升值約 2.6% 至 6.36 的水平
- 自 2021 年初至 11 月底，10 年期中國政府債券孳息率下跌 28 基點至 2.86%

- 隨著美國國庫債券孳息率上升，10 年期中國政府債券相對美國國庫券的溢價（或正息差）亦收窄 81 基點至 1.42%

### 中國債券的溢價能夠吸引追求收益的投資者

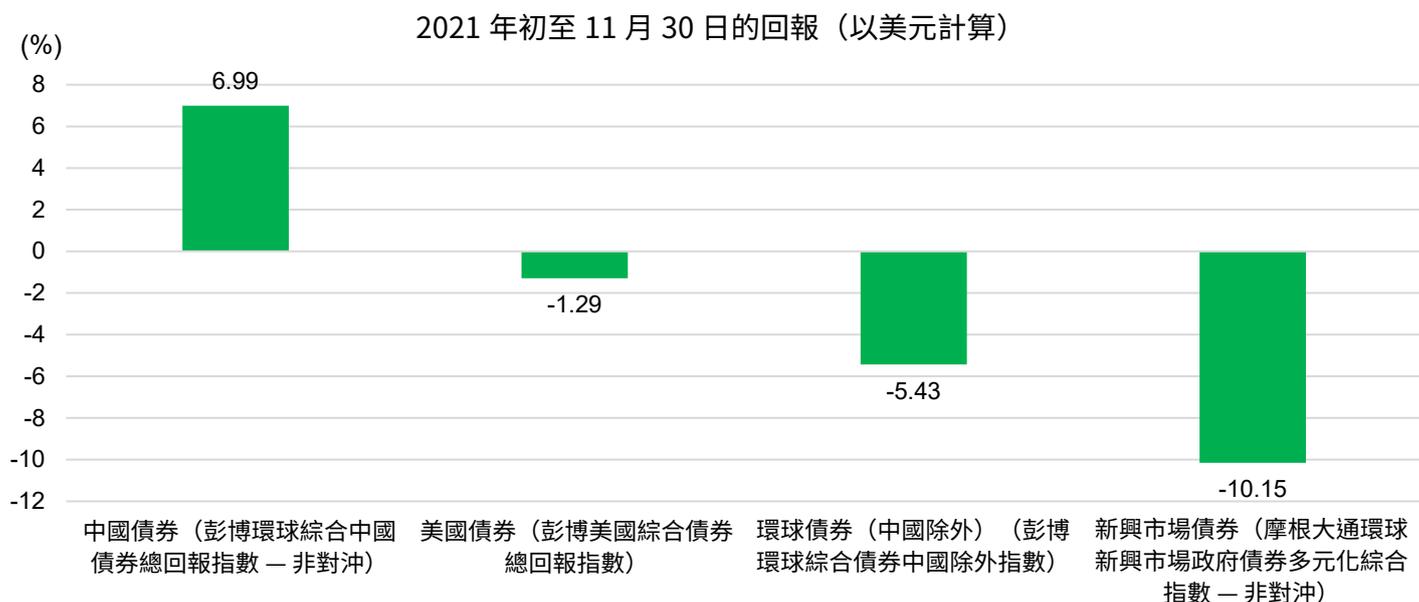
中國債券在 2021 年的絕對和相對表現強勁，是由於中國政府維持偏緊的貨幣和財政措施，有助中國政府債券較其他環球政府債券保持吸引的孳息率水平。自疫情於 2020 年上半年爆發以來，中國人民銀行（人行）僅把七天逆回購利率下調 30 基點至 2.2%。有別於環球多地央行，人行並無實施量化寬鬆政策，因此仍有能力或政策空間，可在較後階段放寬貨幣政策。因此，鑑於七國集團（G7）的政策利率處於負數或零水平，債券實質孳息率更處於深度負數區間，中國政府債券脫穎而出，提供較七國集團主權債券高 150 至 200 基點的正息差。

### 貨幣和財政政策持續變化

就財政政策而言，綜觀 20 國集團，中國是唯一在 2021 年顯著收緊政策的主要經濟體<sup>1</sup>。年內，中國的政府開支及稅收變動跌至相當於國內生產總值的 -2.5%。首三季政府債券（中國政府債券、地方政

<sup>1</sup> 宏利投資管理，截至 2021 年 12 月。

圖 1：2021 年主要債市回報



資料來源：彭博資訊，數據截至 2021 年 11 月 30 日。過往表現並非未來業績的保證。投資者不可直接投資於指數。

府融資、政策性銀行）淨發債金額減少 2.8 萬億元人民幣，而且預期總發債金額較 2020 年減少約 2.4 萬億元人民幣<sup>2</sup>。內地政府適度收緊財政政策，令內需和物價受到約束，而債券供應減少，則有助長債孳息曲線趨於平坦。

貨幣表現方面，人民幣兌美元匯價升值 2.6%，兌中國外匯交易中心貨幣籃子匯價（量度人民幣兌一個貿易加權外匯籃子的價值）更升 8.3%。中國工業供應鏈表現強韌，有助緩減滯脹的不利因素，使經濟受惠，帶動內地錄得超過 6,500 億美元的貿易順差紀錄新高，為人民幣走強提供支持。

整體而言，鑑於上述因素，加上中國債券和人民幣的風險溢價適中，我們認為兩者仍具有吸引力。

## 2022 年宏觀主題：政策放寬、疫情發展的影響及美國利率正常化

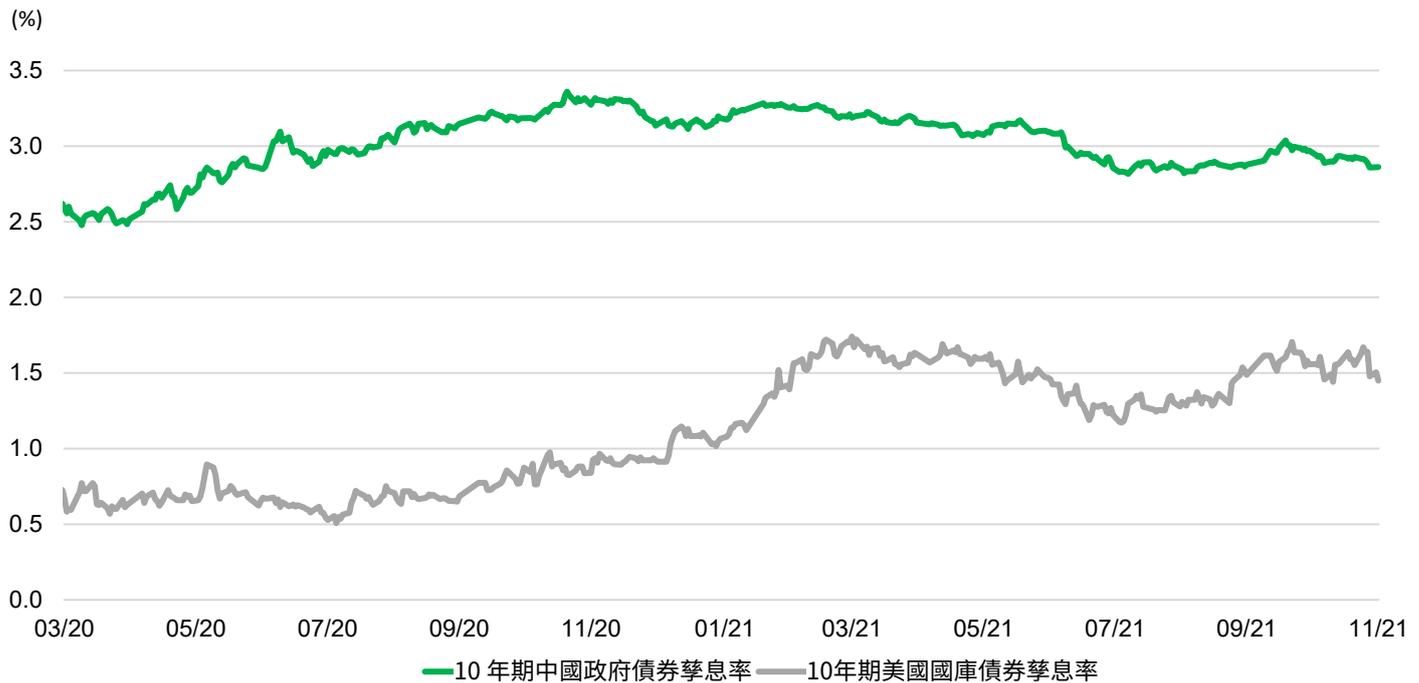
展望 2022 年，我們將密切關注以下三大主要宏觀主題及相關影響。

### 1. 中國內需轉弱：市場對政府再度放寬政策的訴求

中國政府在 12 月 10 日召開年度中央經濟工作會議，政策官員在會上協定 2022 年的經濟規劃，包括國內生產總值增長和通脹目標、貨幣政策和財政預算目標。我們相信，在 2022 年下半年召開二十大黨代表大會前，內地政府的最重要目標，是維持穩定增長和穩定金融市場的利好宏觀環境。黨代表大會每五年召開一次，負責正式批准由中國共產黨最高領導層組成的中央委員會的成員。

<sup>2</sup> WIND、宏利投資管理，截至 2021 年 12 月。

圖 2：中國政府債券表現出色，並提供正息差



資料來源：彭博資訊，數據截至 2021 年 11 月 30 日。過往表現並非未來業績的保證。投資者不可直接投資於指數。

鑑於 2021 年下半年的經濟數據轉弱，我們認為中國有充分理由適度放寬貨幣和財政政策，而額外的信貸和監管寬鬆措施有望提供緩衝，抵禦中國房地產業衰退對廣泛經濟造成的影響。

國務院總理李克強在近期發表的演說表示，鑑於越來越多跡象顯示實質經濟面臨下行風險，因此將會降低存款準備金率以支持經濟，其後於 12 月 6 日，人行一如市場普遍預期全面下調存款準備金率 50 基點。據人行表示，此舉將會釋放 1.2 萬億元人民幣的長期金額。我們認為降準是人行為應對負面經濟發展而放寬政策的一個明確跡象，預期在 2022 年初仍會有貨幣寬鬆政策出台。

2. 疫情發展：Omicron 變種病毒和疫情帶來供應衝擊，導致滯脹出現

雖然疫情已持續接近兩年，但仍無明確跡象顯示即將結束。最近，Omicron 變種病毒的出現，加上其對環球經濟增長影響的不明朗因素，為風險資產市場帶來震盪。中國的經濟數據依然乏善可陳，而更嚴重的疫情可能進一步帶來供應衝擊，導致滯脹出現，這將對投資者的風險胃納產生重要影響，並可能在短期內推動他們對中國債券作出投資。

3. 利率正常化：聯儲局撤銷疫情刺激措施、縮減量寬，以及展開加息週期

聯儲局積極表示有意加快縮減量寬的步伐，以撤銷疫情刺激措施，目前市場價格亦反映當局在 2022 年下半年加息兩次，每次 25 基點。顯然，這對所有資產類別而言是一個重要主題，將直接影響中國債券相對美國債券的孳息率吸引力，以及決定人民幣兌美元的相對價值。

### 我們對 2022 年的展望：存續期、貨幣和信貸

概括而言，我們對 2022 年中國債券的基本展望預測如下：

- 我們認為隨著人行採取適度寬鬆措施，包括把回購利率下調 10 至 20 基點，預計中國在岸債券將為投資者帶來低至中單位數的回報。與此同時，內地的財政政策立場很可能會轉為適度擴張。
- 鑑於環球宏觀政策周期的差異越來越大，我們預期中國在岸債券將與其他固定收益市場維持低相關性，並繼續為環球固定收益投資組合提供潛在的分散投資優勢。
- 中國維持高水平的貿易順差，而流入在岸債券的外國投資者資金仍然強勁，因此人民幣走強的情況有望持續至 2022 年初。此外，人民幣走強應有助為人行創造放寬貨幣政策的空間，即使聯儲局正準備逐步把利率正常化。
- 考慮到房地產業對推動中國國內生產總值增長發揮主要作用，我們相信內地政府在持續改革房地產業的同時，將審慎避免觸發宏觀經濟硬著陸。我們認為內地政府擁有足夠工具，例如減少向中小企業徵稅、人行實施借貸便利，以及地方政府發行專項債券，以刺激房地產業的發展，並確保非房地產領域不受影響。就在岸信貸而言，房地產業出現的波動影響幾乎並無蔓延至非房地產業，而投資者對優質國有企業的支持保持不變。

從配置角度來看，我們相信投資者能受惠於以下因素：

- 直接及相對美國利率延長中期和長期債券的存續期存在價值。
- 強勁的國際收支平衡資金流有望為人民幣帶來支持，因此我們預期在短期內，人民幣兌美元匯價將相對維持穩定。就可以主動管理人民幣風險的投資組合而言，投資者應根據疫情相關發展，以及人行與聯儲局的貨幣政策差異程度，對人民幣風險作出調整。
- 信貸方面，在 2021 年 9 月和 10 月房地產業波動導致市場出現拋售後，我們認為一些優質房地產信貸的估值吸引。

總括而言，中國政府可能適度放寬政策、內地的宏觀政策周期有別於其他主要經濟體，以及內地貿易順差龐大和投資者資金持續流入支持人民幣持續走強，均有望令中國債券在 2022 年保持吸引力。

## 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。

546782