



黃栢仁 (Jimond Wong)  
定息產品  
高級組合經理



簡柏翹 (Neal Capecci)  
定息產品  
高級組合經理

亞洲固定收益市場在 2021 年面對重重挑戰。地區經濟逐步擺脫新冠肺炎疫情而復甦，部份市場的監管變化和非系統性風險導致投資級別與高收益信貸表現分歧。展望 2022 年前景，兩位定息產品高級組合經理黃栢仁和簡柏翹剖析亞洲固定收益勢將於來年回升的原因，並介紹主動型經理在亞洲固定收益市場找到的重大投資機遇。一如既往，要在瞬息萬變的市場發掘合適的投資選擇，審慎信貸研究及嚴格信貸挑選必不可缺。

## 亞洲固定收益：捕捉投資機遇

對亞洲固定收益市場來說，2021 年是不平凡的一年。兩項宏觀經濟因素對亞洲固定收益的表現發揮重要影響：

- 新冠肺炎疫情一度令近乎所有經濟體陷入衰退，而亞洲地區經濟已逐步從疫情中復甦。不過，經濟復甦的進度並不平均。由於北亞的疫情防控措施較好且疫苗接種率相對較高，該地區的經濟復甦步伐普遍較快。另一方面，印度和東南亞的疫情反覆，因當地醫療基礎設施相對落後、疫苗接種率較低。
- 美國聯儲局和全球其他主要央行維持於 2020 年疫情爆發時實施的寬鬆貨幣政策，在年內為金融市場提供充裕的流動性。不過，隨著消費物價上漲，通脹憂慮有所加劇。聯儲局在 12 月議息會議後宣布加快縮減購債規模，聯邦公開市場委員

會大部份成員預測當局在 2022 年將至少加息三次。

面對上述宏觀環境，亞洲信貸的 2021 年表現出現顯著分歧。摩根大通亞洲信貸指數 (JACI) 下跌約 2.3%，但這個數據未能反映投資級別與高收益信貸表現之間的明顯差異：摩根大通亞洲投資級別信貸指數大致持平（年初至今），但摩根大通亞洲高收益信貸指數則在同期下跌約 11%<sup>1</sup>。

有數個原因可以解釋以上分歧。自 2021 年 7 月以來，中國政府宣布一系列措施，改變對經濟和社會舉足輕重的行業之監管面貌，包括互聯網和教育服務（課後培訓）業。

更重要的是，此前頒布的房地產業法規（例如 2020 年 8 月實施的「三條紅線」政策）限制為槓桿過高的公司提供債務相關資金。中國第二大房地產發展商中國恒大正是其中一例。在 2021 年 9 月，恒大大次未

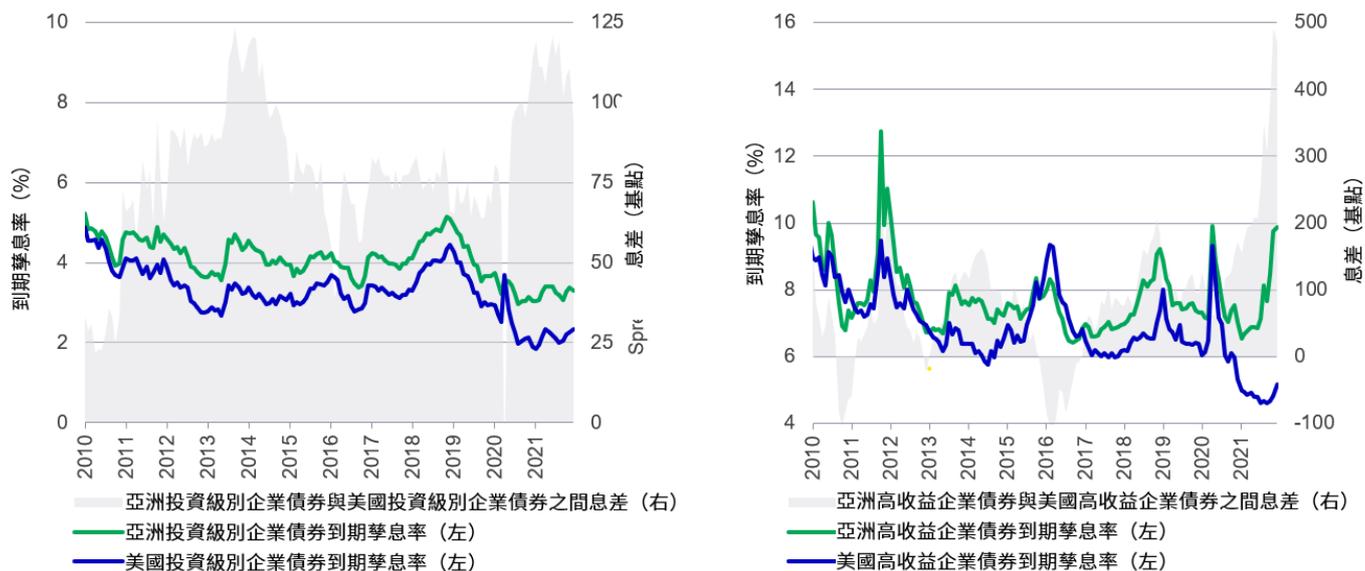
<sup>1</sup> 彭博資訊，數據截至 2021 年 12 月 15 日。一般亞洲信貸以摩根大通亞洲信貸指數（彭博代碼：JACICOTR）代表；投資級別信貸以摩根大通

亞洲投資級別企業債券指數（JACIIGTR）代表；高收益信貸以摩根大通亞洲非投資級別企業債券指數（JACINGTR）代表。

能兌付其在岸債券和投資產品的利息<sup>2</sup>，影響迅速蔓延至業內其他公司，打擊投資者信心，引致離岸中國房地產債券遭到拋售，嚴重拖累美元高收益債券市場

<sup>3</sup>。最終，恒大和另外數家發展商在第四季被列入「限制性違約」<sup>4</sup>。這些事件造成的價格錯配，為亞

圖 1：亞洲信貸息差溢價（相對美國信貸）處於短期高位



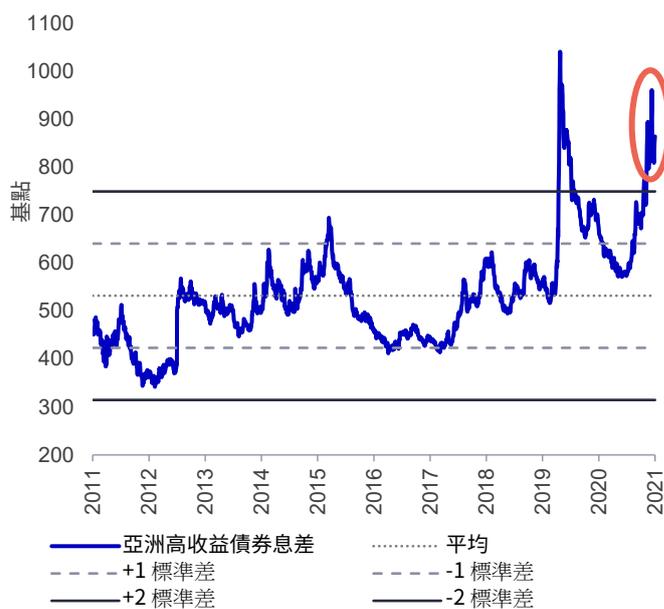
資料來源：彭博資訊、美銀美林及摩根大通指數。截至 2021 年 11 月 30 日。使用的指數：摩根大通亞洲投資級別企業債券指數（JACICTR 指數）、摩根大通亞洲非投資級別企業債券指數（JACINCTR 指數）、美銀美林美國投資級別企業債券指數（C0A0 Index 指數）及美銀美林美國高收益債券指數（H0A0 指數）。

圖 2：亞洲高收益債券息差尤其吸引

亞洲投資級別債券息差



亞洲高收益債券息差



<sup>2</sup>資料來源：路透社，2021 年 9 月 30 日。

<sup>3</sup>彭博資訊，截至 2021 年 9 月 21 日。

<sup>4</sup>彭博資訊，截至 2021 年 12 月 16 日。

洲固定收益投資者帶來重大機會。事實上，如圖 1 所示，現時投資級別和高收益亞洲信貸（相對美國信貸）的信貸息差溢價大致處於十年高位。我們認為高收益信貸估值尤其吸引（見圖 2），債券息差遠高於歷史平均水平，在來年提供重大機遇。

### 2022 年：捕捉投資機遇

邁向 2022 年，我們認為信貸最有可能為亞洲固定收益投資者提供最具吸引力的機會。然而，我們亦看好利率和貨幣的精選機遇。

### 信貸：估值吸引但需嚴選信貸

整體來說，從歷史角度而言我們認為亞洲信貸市場的全球流動性將在 2022 年保持相對寬鬆。相信在 2022 年期間，亞洲信貸領域將提供吸引的投資機遇，因為部份信貸價格過度反映下行風險。事實上，2021 年出現的價格錯位，特別是中國房地產業，並無反映優質房地產發展商的相關基本面因素。

儘管如此，現時各個市場正進行整固，復甦進度不平均，而且較弱的市場範疇面對挑戰，要在這個瞬息萬變的市場中發掘具有價值的信貸，審慎信貸研究及嚴格信貸挑選必不可缺。我們看好多個亞洲高收益信貸範疇，這些信貸不僅提供具競爭力的孳息率，而且擁有估值吸引和分散投資的特性：

- **中國：房地產**

該板塊曾於 2021 年遭大幅拋售，因負面新聞不斷、市場憂慮高收益債券發行人的違約個案增加、未來經濟角色未明以及更廣泛的蔓延風險。不過，市場波動亦為早前偏低中國房地產的投資者（包括我們）提供機會，因為我們認為市場價格過度反映違約率。我們認為，市場弱勢很可能為基本面強勁的發行人帶來價值機會，因此對主動型投資者來說，這是駕馭周期的理想時機和環境。這些發行人在上述環境下未有受到太大影響，有助進一步實現回報潛力。現時，許多優質公司的估值均具吸引力，並提供入市良機。

展望 2022 年，面對持續的挑戰，中國房地產業可能會進行更大規模的整合，因為實力較強的公司（國有和較大型私營公司）恢復元氣，並可能趁機向實力較弱或規模較小的公司收購房產項目。另外，由於較強勁的公司持有具價值的抵押品（項目），並受益於政府政策，因此這些公司亦可望受惠。

事實上，我們察見當局開始放寬政策，例如放鬆抵押貸款審批的要求，以及放寬內房發展商的在岸債券發行。中國人民銀行將銀行存款準備金率（RRR）調低 50 基點<sup>5</sup>，以審慎穩定資金渠道。

有見及此，我們現時偏重中國房地產業。然而，鑑於市況充滿變數，我們採取非常審慎的態度，挑選能夠駕馭這個周期的贏家。整體來說，經過

<sup>5</sup> 彭博資訊，2021 年 12 月 6 日。

多年的過度投資後，中國房地產業不大可能回到過去的龐大規模，而且能夠保持過去數個周期強勁年度銷售增長和可觀利潤率的機會也不大。不過，我們認為本輪改革（例如共同富裕）加強內房的長期可持續性，尤其是在房地產發展商已開始去槓桿、以及系統風險逐漸降低的情況之下。

### ● 印度：可再生能源

除中國和房地產業外，我們看好在亞洲保持強韌的其他策略機遇，尤其是印度。雖然部份印度信貸的孳息率可能相對較低，但普遍較為穩定，而且與廣泛資產類別波幅的相關性較低，因此可用作管理風險和最大化價值的資產配置工具。此外，在 10 月份，評級機構穆迪將當地展望從「負面」調高至「穩定」，其主權評級被降至非投資級別的風險亦被降低。

我們對可再生能源業保持樂觀，隨著政府近日宣布到 2070 年實現淨零排放的承諾<sup>6</sup>，我們認為該行業的重要性有望提升。提供可再生能源方案的公司應受惠於政府加強支持，以及可再生能源產品和服務的市場擴張。這些信貸亦有助增強投資組合的抗逆力，並提高環境、社會及管治（ESG）特性。

### ● 亞洲：銀行資本

另外，我們亦看好亞洲銀行資本債券。與歐洲和美國等發展較成熟的市場比較，亞洲的銀行資本

債券發行仍相對較新，因為以往銀行尋求其他融資渠道。隨著資本需求增加，中國、印度和泰國的優質國有和準國有銀行已發行債券，我們認為這些債券為投資者提供吸引價值。大部份發行人均是受惠於某類隱性政府支持的大型銀行。事實上，考慮到銀行對亞洲整體經濟格局的重要性，政府和監管機構或更有可能介入。資深投資者一般會在銀行資本結構下移，以物色風險回報水平可觀的債券。與已發展市場的同類產品比較，許多債券的估值更具吸引力。

展望 2022 年，我們預期亞洲銀行資本債券的發行人將會增加，而投資者將在區內精選這類債券以納入投資組合。

### 利率：環球及地區貨幣政策正常化步伐各異

亞洲區內央行應開始或繼續推進貨幣政策正常化，但速度及程度可能因各地經濟復甦及通脹步伐而出現顯著差異，近期出現的 Omicron 變種病毒亦成為未知之數。

事實上，亞洲各國央行的貨幣政策立場有所不同：韓國央行已將利率調高 50 基點至 1.00%；印度儲備銀行於 9 月停止買債，並可能於 2022 年加息；印尼央行則已承諾延續其「分擔財政負擔」協議至明年。根據我們目前的利率觀點，我們大致看好短存續期債券，以降低利率風險。以地區而言，我們看淡新加坡

<sup>6</sup> 彭博資訊，2021 年 11 月 1 日。

和泰國政府債券，以及與美國國庫債券相關性較高的南韓長期政府債券。

此外，我們看好以下兩個市場的較長存續期債券於 2022 年及其後的表現：

- **中國：**中國雖然率先從新冠肺炎疫情中復甦，但增長動力於 2021 年持續減弱。由於監管改革持續，加上房地產業的負面影響及疫情的剩餘風險，這股趨勢或會持續至 2022 年。

與此同時，隨著政府收緊財政政策，政府債券名義孳息率於 2021 年保持吸引（截至 2021 年 11 月 30 日為 2.86%），而中國政府的開支及稅收等變動估計跌至相當於國內生產總值的-2.5%。貨幣政策亦維持嚴格及審慎，中國人民銀行基本上並無注入大量流動資金，亦無進行量化寬鬆。繼 12 月初下調存款準備金率 50 基點後，我們預計 2022 年貨幣政策將進一步放寬。事實上，房地產業轉型及其他監管變化亦理應令中國的財政立場適度放寬，而加推信貸和監管寬鬆措施則可提供緩衝。

在已發展市場利率趨升的情況下，放寬政策應利好中國的政府債券，並為債券投資者提供吸引的逆周期分散投資優勢。請參閱 2022 年中國債券展望以獲取更多見解。

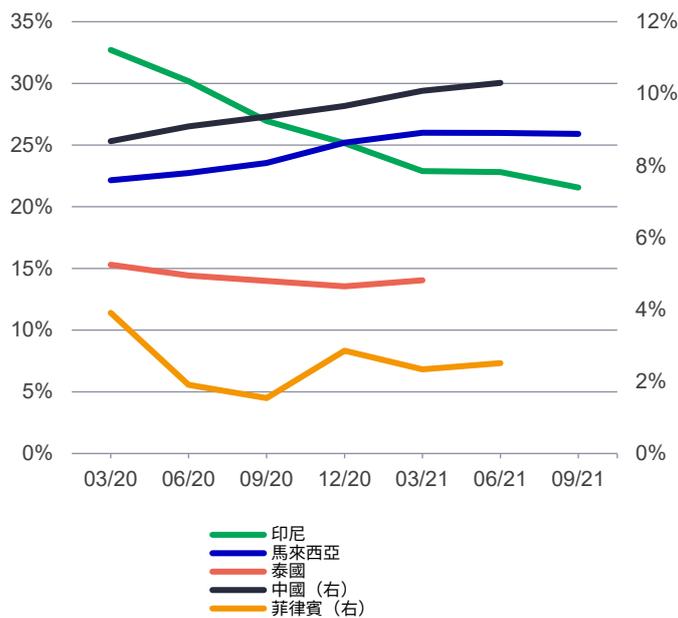
- **印尼：**印尼可說是最受疫情重創的亞洲地區之一，在 22 年來首次出現經濟衰退。印尼政府以大規模財政刺激措施及進口禁令應對經濟衰退，並與印尼央行達成「分擔財政負擔」安排。協議授權央行透過拍賣直接購買政府債券以彌補財政赤字，當局近期宣布有關安排延長至 2022 年。

印尼採取強而有力的應對政策，將利率市場由外資主導變為較受本土資金影響，藉此為債券投資者創造獨特機遇。過往，印尼經常帳長期出現赤字，主要源於外國投資者大舉購買政府債券。若當地債券市場出現拋售或環球避險情緒高漲，印尼盾亦會貶值，形成負面反饋循環。

鑑於落實新政策，加上資源商品價格急升，印尼在第三季錄得 12 年來最可觀的季度經常帳盈餘（佔國內生產總值的 1.5%）。此外，印尼央行購買政府債券的舉措顯著降低外資持有量比例，由 2020 年 9 月約 27% 降至 2021 年 9 月約 21%（見圖 3），央行持有的印尼盾債券有史以來首次超越外資，令本幣債券的波幅明顯收窄並穩定印尼盾匯價。

基於上述市況發展，我們在戰術上看好 2022 年的印尼市場，並相信當地市場的中長期前景亮麗。

圖 3：亞洲債券的外資持有比例



資料來源：亞洲開發銀行，截至 2021 年 9 月。

最後，我們對印度持較中性觀點。一方面，環球政府債券指數最早可能於 2022 年第一季納入印度政府債券，將為市場帶來正面的需求因素。另一方面，印度於 2021 年下半年的經濟增長優於預期，可能推動印度儲備銀行較預期更快落實利率正常化，對較短年期債券構成阻力。

因此，我們看淡短期政府債券孳息率，但看好 5 年及 10 年期政府債券，源於其名義孳息率相對吸引，而且擁有息差收益潛力。

### 貨幣：經濟重啟及技術性因素配置

在 2021 年，美元回升，除人民幣及新台幣外，大部份亞洲貨幣兌美元均走弱<sup>7</sup>。儘管 2022 年區內貨幣走勢可能出現變化，我們仍看好以下兩種貨幣：

- **泰銖**：泰國經濟受疫情重創，疫前旅遊業約佔國內生產總值及總就業人數的 20%。更重要的是，來自外國遊客的收益帶動泰國對外收支狀況強勁，經常帳長期錄得盈餘。由於封關及出行限制，當地 2021 年經常帳轉盈為虧（佔 9 月份國內生產總值的 3.6%），導致泰銖成為 2021 年表現最遜色的亞洲貨幣<sup>8</sup>。

儘管近期發現的 Omicron 變種病毒帶來重大不確定性，但我們相信泰銖有望於 2022 年收復部份失地。事實上，泰國於 2021 年 11 月向外國遊客重新開放，而且當地疫苗接種率上升，約 62% 人口已完成接種疫苗，出行限制亦逐步取消，基本因素持續改善。

- **韓圓**：南韓出口創下新高，帶動其經濟表現優於區內大部份國家。然而，南韓於新興市場股票指數的代表性意味著，韓圓往往於股票指數表現遜色及投資者拋售期間走弱，2021 年曾出現這個情況，因此我們保持警惕。

隨著南韓經濟持續展現強勢，我們預計韓圓有望於新一年進一步揚升。

### 總結

儘管亞洲固定收益在 2021 年面對重重挑戰，但我們認為這類資產有望於 2022 年取得更出色表現。

事實上，年內出現的價格錯位為投資者提供難得的投資機遇，以把握投資級別及高收益信貸相對美國信貸的息差溢價處於近期高位的優勢，以及非系統性信貸

<sup>7</sup>資料來源：彭博資訊。年初至今回報，截至 2021 年 12 月 15 日。

<sup>8</sup>資料來源：彭博資訊，截至 12 月 15 日。

機遇。然而，隨著波動加劇，加上可能存在更多未知因素，審慎信貸研究及嚴格信貸挑選對於投資者把握整體亞洲固定收益的優勢而言，仍然是必不可少。

### 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。

547280