

亞洲固定收益

每月回顧及展望

截至 2016 年 1 月

- 首域亞洲優質債券基金投資於亞洲成立、在當地設立總部或經營主要業務的機構所發行的債務證券。
- 本基金投資於新興市場股票涉及的風險，可能高於投資於已發展市場的風險，包括價格急劇波動、流動性風險及貨幣風險。本基金或會投資於未達投資級別及未經評級債務證券。此將使本基金因發行人信用價值變動，而承受較高的流動性風險、違約風險及價格波動。本基金投資於定息證券可能使本基金受利率波動影響。投資者有可能損失所有的投資。
- 就每月派息股份類別而言，有關該股份類別的任何費用及開支或會自資本扣除，從而增加可分派收入。有時股息可能自資本扣除，等同於退回投資者原本投資的一部分或從該原本投資中獲得的任何資本收益，可能導致每投資資產淨值即時減少。
- 閣下不應單憑本文件作出投資決定。除非推介本基金的中介機構認為該投資適合您，並已詳細解釋它如何符合您的投資目標，否則閣下不應作出相關投資決定。

摘要：

- 油價持續下挫、投資者憂慮中國經濟增長及內地官員未能安撫 A 股市場的恐慌情緒，均是導致風險資產在年初表現波動的因素。
- 投資級別債券的總回報處於正水平，表現優於錄得負回報的高收益債券。
- 美國聯儲局維持聯邦基金目標利率於 2015 年 12 月中的 0.25%-0.5% 區間不變，與市場的普遍預期相符。
- 雖然亞洲的前景面對挑戰，但仍具若干亮點。儘管短期增長前景不明朗，但中國、印度和新加坡的改革屬長遠利好因素。
- 亞洲的長遠增長前景維持不變，若投資者能抱持長線觀點，並駕馭目前的市場波幅，本幣債券的回報（特別是印尼和印度等高收益市場）可能優於已發展市場債券。

市場評論

油價持續下挫、投資者憂慮中國經濟增長及內地官員未能安撫 A 股市場的恐慌情緒，均是導致風險資產在年初表現波動的因素。主要資產類別展現高度的正相關性，儘管亞洲信貸的表現較為穩健，但亦未能倖免。

摩根大通亞洲信貸指數息差顯著擴闊 27 個基點，在月底收報 311 個基點。國家方面，所有市場的息差均擴闊，並以前緣市場例如蒙古、澳門和巴基斯坦遭受最重大的拋售。儘管如此，美國國庫券強勢上升，帶動指數錄得 1.03% 的正總回報，主要受惠於避險資金流入，推低十年期美國國庫券孳息 35 個基點至月底的 1.92%。月內，投資級別債券的總回報處於正水平，表現優於錄得負回報的高收益債券。

在本年首個交易日，財新中國採購經理人指數表現遜於預期，報 48.2，低於市場預測的 48.9，促使中國 A 股大幅下挫。上證綜合指數低收 6.9%，觸發去年 12 月實施的熔断機制而導致停市。數天後，市場在開市後僅 30 分鐘便出現另一次重大拋售，再度觸發熔断機制。投資信心跌至低位之際，中國證券監督管理委員會（中國證監會）決定暫停該項市場保護機制，使投資者進一步質疑當局穩定市場及調整經濟結構的能力。月內的市場氣氛持續緊張，油價創 12 年新低，令市場進一步憂慮多家油氣相關公司的盈利能力。

美國聯儲局維持聯邦基金目標利率於 2015 年 12 月中的 0.25%-0.5% 區間不變，與市場的普遍預期相符。根據當局就有關決策的聲明指出，即使經濟增長在去年底減慢，但勞工市場的狀況進一步轉佳。此外，家庭開支和商業固定投資在過去數月適度提高，房屋領域也更見

改善。淨出口持續疲軟，庫存投資則減慢。另一方面，聯儲局表示通脹仍然低於當局的 2% 長期目標水平，部份由於能源價格及非能源進口價格下跌。整體而言，市場認為最新的聲明立場溫和，並繼續反映當局將於 2016 年內加息。

正當我們探討環球貨幣環境會否延續過往的寬鬆狀況時，日本央行宣佈實施負利率政策，出乎市場意料。當局將推行「三級」利率制度，除「基本結餘」和「宏觀額外結餘」這兩種儲備外，當局將就銀行存放於央行的所有儲備結餘給予 -0.1% 的利率。日本央行推行斬新及設有負利率的量化和質化貨幣寬鬆政策，旨在於最短時間內實現 2% 的穩定物價目標。雖然市場對當局的最新措施反應利好，但不少人士仍質疑當地最終能否達成 2% 通脹目標。

新債發行額在 1 月大幅減少至 109 億美元，按年下跌 46%，主要來自金融業，佔發行總額的 63%。中國發行商如 2015 年般再次主導發債活動，佔發行總額近 50%，而緊隨其後的韓國約佔 30%。

表現

以美元計，首域亞洲優質債券基金於 1 月份升 0.7%¹。

基金持倉

我們在月內減少對中國的風險投資，但仍然採取略為偏長的息差存續期配置。印尼主權債券息差擴闊至吸引的水平，促使我們增持有關證券。月內，我們亦選擇性買入個別呈現超賣的印度企業債券，包括 Bharti 和 ONGC。在短期債券方面，我們維持美國的短存續期部署。我們的本幣債券配置仍然溫和，佔投資組合約 5%。

國家或地區方面，我們維持對中國和香港的偏高比重，並以菲律賓短倉局部抵銷有關配置。我們仍對中國海外發展、中國石化、中信泰富及阿里巴巴等優質中國企業持偏高比重，但對油氣業持偏低比重，例如中國海洋石油、中國石油及中國石化，原因是該行業的信貸供應充裕及油價面對下行壓力。我們亦看好香港的企業，因該等企業駕馭下行週期的往績彪炳。

投資展望

踏入 2016 年，全球增長放緩以及美國聯儲局與其他主要央行的政策分歧，將繼續主導市場氣氛。企業信貸的基本因素在過去數季轉趨疲弱，使原本黯淡的前景更添陰霾。然而，除若干油氣和商品業高收益債券外，企業信貸走弱的趨勢並未達到令人憂慮的水平。利好消息方面，在聯儲局首次加息後，市場已消除大量不明朗因素，可讓投資者聚焦於企業基本因素。技術性因素仍然利好亞洲信貸；貨幣方面，若美元走勢轉弱甚至逆轉，亞洲貨幣可望在 2016 年下半年造好。就目前來說，2016 年的最大市場風險是油價進一步下跌，觸發企業連番違約，或美國通脹高於市場預期，導致較長期的美國國庫券遭無序拋售。

一如我們預期，美國經濟穩步擴張，促使聯儲局在 2015 年 12 月作出近十年以來的首次加息。儘管企業投資仍普遍低迷，但受惠於消費開支顯著擴張，我們預期這股正面而溫和的增長動力將會持續。在全球增長放緩的環境下，美國經濟至今表現優秀，但我們預料其增長率仍維持在 2%-2.5% 的水平，若全球經濟惡化，則面對下行風險。在美元強勢下，石油及商品價格處於極低水平，導致美國的通脹預期持續偏低。我們預料該趨勢最少延續至 2016 年第一季度，因此美國將會以極緩慢的步伐循序漸進地加息。

在過去一年，歐元區的表現頗為優秀，主要由於勞工市場改善及消費開支上升，因為油價下跌可讓家庭節省開支，從而增加消費。此外，歐元區亦受惠於歐洲央行的大規模量化寬鬆計劃，以及歐洲委員會取態溫和，減低緊縮政策的壓力。儘管歐洲在 2015 年錄得接近 1.5% 的增長率，但我們對當地經濟並未過於振奮，原因是區內的企業投資仍非常疲弱，而且利好經濟增長的寬鬆財政狀況或未能持續。即使歐元區維持約 1.5% 的增長率，但並不足以收窄其產量差距。在這樣的環境下，預料通脹將會在一段長時期維持低水平，而貨幣政策在 2016 年的大部份時間仍保持寬鬆。與歐元區的情況相若，鑑於通脹仍顯著低於日本央行的 2% 目標水平，預料日本的貨幣狀況保持寬鬆。然而，除非遭受嚴重的外圍衝擊，否則我們預期日本央行不會進一步增加已屬龐大的買債規模。事實上，日本 2016 年的增長

¹基金年度表現：0.9% (2015 年)；6.8% (2014 年)；-3.0% (2013 年)；9.1% (2012 年)；2.5% (2011 年)。

前景開始轉趨樂觀，原因是廣泛的工資增長刺激家庭開支，帶動消費轉強，從而支持經濟增長，而預料日本將連續第三年錄得工資增長。此外，財政政策亦為家庭提供支持，因為政府近日公佈為 1,250 萬個低收入家庭提供津貼，以作為 3.5 萬億日圓財政預算的一部份。

中國經濟持續由投資主導轉型至消費主導的模式，難免導致增長受壓，加上貿易數據下跌，若政府希望達到最少 6.5% 的增長目標，必須實施進取的貨幣和財政政策。我們預期在 2016 年，當局將最少減息兩次，並調降銀行法定存款準備金率最多 400 個基點。此外，預料人民幣將逐步走弱，儘管當局有意促使人民幣與其他主要貨幣的走勢趨於一致，而非藉人民幣貶值刺激出口。財政政策可能繼續為經濟增長提供支持。然而，與過去一年所見的情況相若，當局可能轉而實施定向性財政政策。此外，政策規模亦遠低於 2008 年金融危機時的水平，因為中國仍受困於多個行業產能過剩的問題。

我們曾於 2015 年強調我們的憂慮：若中國經濟持續放緩，亞洲經濟體可能陷入增長持久低迷的局面。這情況已實現，並可能持續。此外，西方國家經濟復甦，特別是歐美兩地，並無如過往般帶動亞洲出口上升，原因是隨著生產成本下降，許多已發展經濟體開始生產過去由外地進口的商品。中國轉型至傾向消費主導的經濟模式，亦意味著由其他亞洲經濟體進口的需求將持續疲弱。若經濟增長繼續低於預期，大部份亞洲央行仍有調降政策利率的空間。然而，鑑於聯儲局已啟動加息週期，預料亞洲央行將更趨審慎，因為若其行動與美國貨幣政策分歧，可能觸發資金外流，對穩定當地經濟非常不利。在該情況下，印尼、馬來西亞和斯里蘭卡等國家可能首當其衝。投資者在 2016 年必

須注視當局將會推出的改革，特別是以提高生產力為目標的措施。雖然前景欠明朗，但我們認為目前狀況不會演變成金融危機。亞洲本幣債市經過十年的發展，已減少市場對美元融資的依賴。現時的亞洲外匯機制較靈活，有別於 1990 年代，當時許多貨幣與美元以不同形式掛鈎。除了外匯儲備較充裕，目前不少央行實施多邊及雙邊貨幣掉期協議，在市況受壓時作為有效的流動性措施。

雖然亞洲的前景面對挑戰，但仍具若干亮點。儘管短期增長前景不明朗，但中國、印度和新加坡的改革屬長遠利好因素。信貸估值看來並不昂貴，特別是在技術性因素非常強勁的環境下，包括中國在岸投資者的需求，以及市場對優質亞洲債券的需求殷切。經歷一年多的大幅拋售，現時亞洲貨幣似乎已顯著超賣，使其估值並未反映基本因素。亞洲的長遠增長前景維持不變，若投資者能抱持長線觀點，並駕馭目前的市場波幅，本幣債券的回報（特別是印尼和印度等高收益市場）可能優於已發展市場債券。

免責聲明

投資涉及風險。過往表現並非日後表現的指引。詳情請參閱有關基金銷售文件，包括風險因素。本文件資料來自首域投資（「首域」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首域並無就有關資料的中肯、準確或完整作出明確或隱含的聲明或保證。首域、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。本文件並不構成投資建議，亦不應採用作為任何投資決策的基礎，以及當作為建議任何投資。未得首域事先同意，不得修改及/或複製本文件所載全部或部份資料。

本文對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

此文件乃由首域投資（香港）有限公司編製，並未經香港證監會審閱。首域投資是首域投資(香港)有限公司的商業名稱。