

首域亞洲優質債券基金

每月回顧及展望
2018年12月



- 本基金主要投資於亞洲政府或半政府機構發行人以及在亞洲成立、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
- 基金的投資可能集中於單一/少數國家或特定地區所以較分散投資組合更為波動及承受較大虧損
- 投資於新興市場可能較發達市場涉及更多風險包括流通性風險、貨幣風險/管制、政治及經濟不確定因素、出現大幅波動的可能性、結算風險、託管風險
- 投資於政府債務證券將會導致基金面對政治、社會及經濟風險
- 投資債務或定息證券可能會使本基金承受信貸、利率、貨幣、信用評級可靠程度風險及導致基金的價值受到負面影響。投資級別證券可能需承擔評級被下調的風險使基金價值或會受到不利影響。未達投資級別證券及未經評級債務證券的投資更為波動及涉及因發行機構信用價值變動造成的違約及價格波動的風險較高
- 基金可運用金融衍生工具作對沖用途及有效率投資組合管理可涉及額外流通性、估值、交易對手及場外交易風險
- 對於某些股票類別，基金或酌情決定從總收入中派付股息並於資本中扣除全部或部分費用及開支以增加可分派收入及實際上從資本中分派。這等同於退回或提取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股資產淨值即時減少
- 投資者有可能損失部分或所有投資。閣下不應單憑本文件作出投資決定，請讀銷售文件包括風險因素了解詳情

市場回顧

亞洲信貸息差（尤其是投資級別信貸）仍面對困境，源於過去數月籠罩市場的陰霾看來不會於短期內消散。美國信貸在過去兩個月表現遜色，亦使亞洲信貸嚴重受壓。然而，隨著市場反映2019年的加息情況，美國國庫券顯著造好，足以抵銷息差擴闊造成的損失，帶動摩根大通亞洲信貸指數月內錄得1.34%的正回報，使年初至今的虧損降至僅0.77%，相比年內顯著重新定價的所有其他資產類別，亞洲信貸表現優秀。摩根大通亞洲信貸指數息差在年底擴闊5個基點至291個基點，而十年期美國國庫券孳息升30個基點，年底收報2.68%。按地區劃分，除中國和蒙古保持非常堅挺外，大部份市場錄得負息差回報，斯里蘭卡則自嚴重超賣水平回升。

在我們認為中美貿易問題可望局部解決之際，中國電訊設備巨擘華為的首席財務官孟晚舟（46歲）在前往墨西哥途中過境溫哥華時被捕，引起市場不安。她被美國指控協助華為利用全球銀行系統作掩飾，違反美國對伊朗實施的禁售制裁。此事態發展導致本已緊張的中美關係雪上加霜，事件看來不會於短期內平息。這消息更促使亞洲信貸息差擴闊，以中國科技企業的情況最為明顯。

印度內閣批准當地政府以1,400億印度盧比向Power Finance Corporation Ltd (POWFIN) 出售政府所持的REC Ltd股權，而非市場原先預料由REC收購POWFIN。評級機構標準普爾目前對POWFIN持負面展望，加上尚未計及上述收購可能需要透過

借貸進行，在資本大幅減損的情況下，一旦交易完成，POWFIN可能會被調低評級。因此在消息公佈後，POWFIN的債券遭嚴重拋售，原本交易價低於面值的REC債券則報升，因為市場揣測若政府股權低於50%，將觸發控制權易手。然而，這項交易存在許多不明朗因素，包括融資方式；政府會否以避免觸發控制權易手的方式進行交易；以及一旦POWFIN合併後的總資本充足比率跌穿15%的下限，印度儲備銀行會否反對交易。另外，帕特爾 (Urjit Patel) 辭任印度儲備銀行行長，令政治局勢更添陰霾。市場普遍認為其辭任與印度財政部和印度儲備銀行的關係日益緊張有關。

一如市場廣泛預期，美國聯儲局在今年第四次上調政策利率25個基點，但更重要的是當局現已調低2019年的利率和經濟增長預測。儘管聯儲局主席 (Powell) 及其團隊認為美國的經濟活動增長強勁，但仍警告環球經濟回軟帶來威脅。聯儲局議息聲明的用詞亦轉趨溫和，由「聯邦公開市場委員會預期需要進一步漸進加息」改為「聯邦公開市場委員會估計或需略為進一步漸進加息」。聯儲局官員估計長遠中性利率中位數由先前的3%降至2.75%，為溫和立場帶來進一步支持。

債券供應在12月逐步縮減至僅123億美元。鑑於中國急於使用離岸債券額度，故債券發行繼續由中國主導。其他主要發債包括印尼發行的30億美元主權債。過去一年的發債總額為1,920億美元，按年減少29%。

表現回顧

首域亞洲優質債券基金扣除費用後在12月報升1.24%。

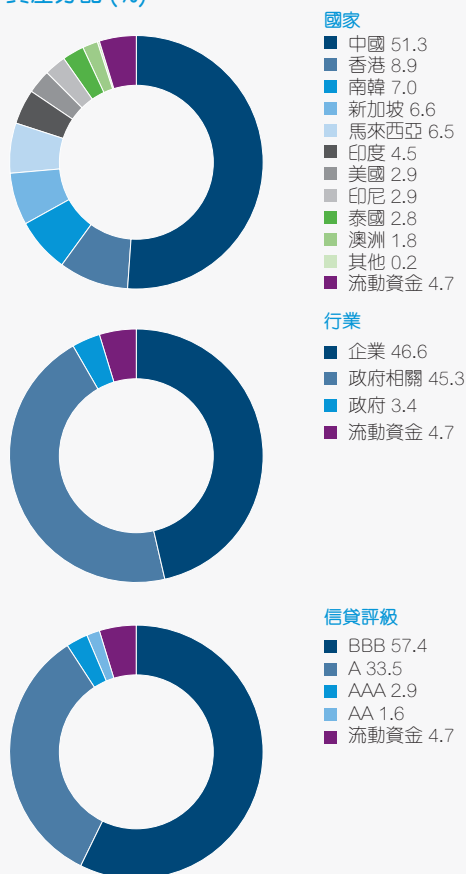
儘管信貸息差月內受壓，但市場持續反映加息情況，帶動美國國庫券顯著造好，成為基金錄得正回報的主因。相對而言，基金表現與指標相若。

以全年計，第一季的美國利率短存續期持倉，以及基金於上半年大部份時間持有的印尼和菲律賓短倉均為表現增值。於第三季，美國國庫券孳息上升，使基金的長存續期持倉削弱回報，抵銷了大部份利好表現。綜觀第四季，隨著市場反映2019年的進一步加息情況，美國國庫券於年底前兩個月展現強勢，帶動基金的長存續期持倉顯著回升。然而，鑑於息差不斷擴闊，基金對信貸持偏高比重繼續削弱回報。此外，基金年內持有平均3%至4%的本土貨幣債券配置，但鑑於美元在2018年表現強勁，這類債券利淡基金價值。

	累積表現 - 以美元計算 (%) ¹					
	3個月	年初至今	1年	3年	5年	自成立日
第一類 (美元 - 累積)	0.7	-1.3	-1.3	7.7	16.1	63.4
指標	1.2	0.0	0.0	10.2	22.7	109.5

	年度表現 - 以美元計算 (%) ¹				
	2018	2017	2016	2015	2014
第一類 (美元 - 累積)	-1.3	5.6	3.4	0.9	6.8
指標	0.0	5.5	4.5	2.2	9.0

資產分配 (%)¹



十大發行商 (%)¹

發行商名稱	%
United Overseas Bank Ltd	4.4
Hyundai Motor Co	4.3
China Vanke Co Ltd	3.9
Nan Fung International Holdings Ltd	3.9
China Huarong	3.7
China Overseas Land & Investment Ltd	3.3
Sinochem Hong Kong (Group) Co Ltd	3.2
Ping An Insurance Group Co of China Ltd	3.1
United States Treasury	2.9
Pertamina Persero PT	2.9

投資組合定位

月內，基金的策略未有改變。我們對投資級別和高收益債券維持偏高比重，源於息差在過去數月擴闊後，估值顯得更加吸引。我們亦對美國利率存續期配置保持適度長倉，因為隨著貿易戰持續和財政刺激措施的成效減退，經濟在過去數月有較明顯放緩的跡象。地區方面，我們繼續對優質新加坡銀行及香港企業維持偏高比重，但對菲律賓主權債券持偏低比重，因為這類債券的估值偏高。我們亦對印尼持偏低比重，因為預期投資者最多只會對新興市場保持觀望態度。基金對中國的投資級別房地產持偏高比重，但持有科技業短倉，對銀行和地方政府融資平台則持偏低比重。印度方面，Power Finance及REC的合併籠罩陰霾，加上收購交易完成後可能面臨評級下調，因此我們主要減持兩家公司的配置。在不良貸款增加的情況下，基金對印度銀行維持偏低比重。

投資展望

步入2019年，利淡市場氣氛的憂慮仍揮之不去，甚至升溫。投資者普遍認為隨著財政刺激措施的成效消退，美國經濟增長將會放緩。市場亦普遍推斷孳息曲線倒掛之後，往往出現經濟衰退。除此之外，不少市場人士相信美國經濟經過近十年擴張後，增長放緩的概率已顯著增加。鑑於歐洲和日本的增長步伐在過去數月顯著減慢，而中美貿易戰持續，已令全球其他地區開始受壓，因此目前的經濟環境確實難言樂觀。

美國經濟在2018年大部份時間領先環球增長，尤其是下半年。因此，市場將格外注視美國經濟在2019年的表現，以及其對聯儲局加息走勢的後續影響，因為這將對2019年首季的資產價格造成重大影響。不少經濟師甚至聯儲局均預測來年經濟增長將會放緩。主要的理據包括財政刺激措施減退，美國已達致全民就業和早前加息造成的滯後影響。近期的貿易數據亦反映由於中國徵收關稅，美國出口至中國的商品已大幅減少，進一步拖累經濟增長。雖然上述理據難以反駁，加上我們確實認為美國經濟最終將會放緩，但相信市場反映經濟衰退和排除進一步加息的可能性略為過早且過於悲觀。原因是我們認為雖然目前處於長達十年的經濟擴張週期後段，但不一定意味增長會突然止步。在2018年第四次加息後，儘管聯儲局相信美國經濟仍然強勁，但當局對環球經濟前景更趨審慎，立場因而變得溫和。目前預期假如經濟保持動力，即2019年僅將加息兩次，分別在3月和6月。我們預期經濟只會在下半年開始顯著放緩，因此贊同聯儲局的決定，認為現時計劃加息兩次屬合宜之舉。此外，美國國庫券孳息曲線可望在首季末之前，完全趨平至2.8%左右的水平。

¹資料來源：理柏及首域投資，資產淨值對資產淨值計算(美元總回報)，截至2018年12月31日。基金自成立日：2003年7月14日。首域亞洲優質債券基金第一類(美元-累積)乃基金之非派息類別股份。指標為摩根大通亞洲信貸投資級別。

我們認為現時兩年至五年期的短債存在價值。投資者的注意力集中在貿易戰會否導致經濟增長顯著放緩，但我們重申市場現時仍未就主要風險作好準備，即關稅措施引發的通脹。如果在目前貿易戰休戰90日結束時，中美兩國仍未能達成和解，便可能導致環球供應鏈中斷，繼而推高進口貨品價格。這情況將迫使市場重新評估目前處於甚為溫和水平的通脹預期。

市場仍然注視中美貿易戰的發展，樂見兩國貿易緊張關係暫緩，但我們認為世界首兩大經濟體的摩擦將持續不斷，因為美國將致力阻止或至少減慢中國擴大其對全球的影響力。換言之，市場仍將加劇波動，因為資產價格會持續受有關的政治雜音影響。貿易戰對任何國家均百害而無一利。儘管如此，近月中國的出口數據似乎反映內地應對貿易戰方面優於美國。這主要歸因於中國靈活應變，例如把出口市場分散到美國以外的地區；實施出口退稅政策支持出口商；使人民幣兌美元匯率持續貶值，從而利好出口。預期中國將在經濟放緩的情況下繼續推動改革，並維持2018年的政策，持續刺激市場流動性。隨著經濟增長放緩和貿易戰帶來挑戰，中國政府料將提高預算赤字佔國內生產總值的比率，由2018年佔2.6%增至2019年佔3.0%，為特定領域提供政策支持，而非不少市場人士期望的廣泛刺激措施。此外，我們預期中國人民銀行（人行）將在明年進一步降低存款準備金率200個基點，以保持貨幣政策偏向寬鬆。總括而言，雖然目前挑戰重重，但我們仍看好中國有充足的措施調整空間，並支持經濟錄得6%以上的增長。

環顧中國以外的市場，亞洲（日本除外）的其他地區經濟增速較往年放緩，但仍有望錄得5%以上的可觀增長。經濟體（包括新加坡、南韓和台灣）越開放和越專注貿易，便越受目前環境所影響，特別是在中美貿易緊張關係升溫的情況下。因此相關經濟體的增長率應會低於預期。菲律賓在2018年全年表現突出，增長數據出色，其強勁動力可望延續至2019年，因為當地政府不斷加推基建項目。即使菲律賓通脹看似已經見頂，但在經濟過熱的情況下，當地經濟強勢增長，仍會換來通脹的代價。除了菲律賓外，亞洲區的通脹仍然非常溫和。在2018年，亞洲多國央

行以不同的理據上調政策利率。菲律賓央行加息以打擊通脹，印尼和印度央行加息以遏止貨幣弱勢，而泰國和南韓央行以加息作為貨幣政策正常化的一部份。泰國和南韓可能仍會加息一至兩次，但相信亞洲的加息週期大致已經過去。預期各大央行將在下一次加息舉措上較為被動，而非未雨綢繆。事實上，假如經濟增長顯著放緩，即使部份央行減息，我們也不會感到意外。投資者應關注的主要事件包括印尼和印度在4月前舉行的選舉，其結果可能令市場略為波動。

在2018年，專注於信貸基本因素和相對價值機會，是締造出色表現的關鍵，因為不同行業和發行商之間的息差開始出現分歧。由於目前處於經濟週期後段，我們預期上述情況在新一年將更形重要。綜觀投資級別債券領域，我們繼續樂見息、稅、折舊及攤銷前利潤（EBITDA）和淨收入利潤率等主要指標於過去三年有所改善。債務比率亦下跌，流動資金維持充足，平均現金水平相當於總債務超過30%。高收益債券方面，上述指標亦在倒退多年後自2017年起開始改善。儘管韓國和台灣經濟放緩，特別是科技和電訊業，但亞洲企業盈利整體上有望在2019年強勁增長。撰文之際，摩根大通亞洲信貸投資級別指數成份債券息差超過200個基點，較近期窄幅擴闊約50個基點。雖然市場仍須加以審慎應對宏觀經濟陰霾，但考慮到信貸基本因素強勁，我們認為目前息差水平合理。中國方面，投資級別房地產信貸的價值上揚，息差增至200個基點以上。騰訊和阿里巴巴等科技企業仍然易受中美關係的新聞焦點影響，但其債券已跌至吸引的水平。鑑於印度政局尚未明朗，我們對當地企業債券轉趨審慎。印尼主權及半主權債券的表現將相當大程度取決於新興市場資產類別會否從2018年的呆滯表現回升。亞洲投資級別債券目前面對的最大風險是美國投資級別債券持續疲弱，經過2018年大部份時間表現靠穩後，美國投資級別債券近月的弱勢更為顯著。儘管基本因素轉強，但美國投資級別債券進一步走弱，勢必對亞洲信貸造成影響。然而，息差進一步擴闊應可為投資者帶來以吸引價格增持優質債券的機會。因此，投資者宜保持耐心，在風險資產可能反覆波動的一年伺機而行。

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。文資料來自首域投資（「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。

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。

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。

澳洲聯邦銀行（「銀行」）及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。本銀行及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對本行或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。