

首域亞洲優質債券基金

每月回顧及展望
2019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份類別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

中美貿易談判取得突破，為風險資產的投資氣氛帶來支持，令亞洲信貸月內的需求保持強勁，促使亞洲信貸息差跟隨環球信貸收窄。息差收窄抵銷美國國庫券孳息的升幅，而美國國庫券孳息上升利淡亞洲信貸表現。摩根大通亞洲信貸指數月內升 0.34%，令 2019 全年升幅超逾 11%。高收益債券相對投資級別債券的息差仍然吸引，促使投資意欲偏向高收益債券。就全年總回報而言，高收益債券表現優於投資級別債券，回報分別為 12.76% 和 10.98%。

正如全球各地的其他主要固定收益市場，投資者關注中美政府官員之間的貿易對話。經過多月來的針鋒相對，雙方顯然已於 12 月達成共識。貿易衝突在 2019 年持續升級，導致出口需求減退，對中國以至亞洲其他國家的工業生產造成嚴重負面影響。因此，雙方最終達成協議，為市場提供迫切需要的喘息機會，投資者現時可以憧憬中國出口反彈，繼而惠及區內其他出口主導國家。

月內，天津物產集團提出債券交換和標購要約，是 20 年來首次有中國國企美元債券違約。此外，北大方正集團未能支付票息，但債券持有人已同意延期支付。儘管中國在岸及離岸債券的違約率與 2018 年相比仍然穩定，但近期事件反映中國國有企業的信貸風險增加，而政府的隱含支持下降。

今年的發債額創紀錄新高，定息債券發行總額達 2,790 億美元，按年增長 45%。就債券類別而言，投資級別企業債券的發行量上升 56%，而高收益債券則升 45%。主權債券發行量與去年相比維持不變。

表現回顧

首域亞洲優質債券基金扣除費用後在 12 月報升 0.33%。

基金錄得回報，主要源於信貸息差收窄和收取票息，足以蓋過美國國庫券孳息上升的影響。

相對而言，基金的利率短存續期配置及證券選擇得宜，推動基金表現略優於指數。

年初至今，我們對信貸的偏高比重及證券選擇在 1 月至 4 月期間為表現增值；自年初以來對美國利率持偏長的存續期配置，亦為超額回報帶來正面貢獻。在 5 月至 8 月期間，基金表現尤其出色，十年期美國國庫券孳息在期內下跌約 100 基點。

我們對印尼和菲律賓息差存續期作出較短配置，在年內大部份時間利淡基金價值。基金自 9 月起對美國存續期中性配置，因為我們相信利率可能於窄幅整固。我們在 11 月轉持短存續期配置，相信隨著年終流動性縮減，中美貿易戰緩和可能對孳息造成上行壓力。信貸方面，我們保持審慎，但參與認購個別新債。

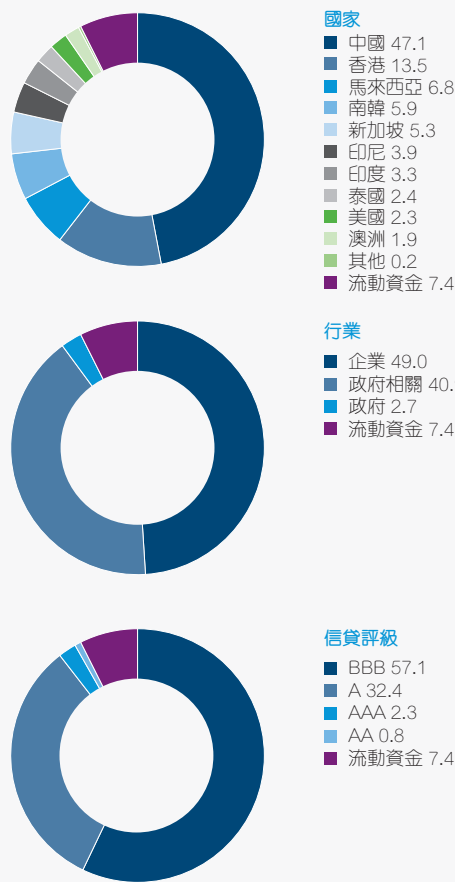
投資組合定位

接近年底，為了穩守年內強勁升幅，我們維持審慎的信貸配置。基金維持於 11 月新增的美國利率短存續期配置，因為我們相信中美貿易局勢緩和有望帶動孳息上揚，而年終市場流動性縮減可能推動有關升勢。我們的國家/地區配置維持不變，對中國和香港持偏高比重。基金對中國的投資級別房地產、四大銀行的租賃公司和資產管理公司持偏高比重，但對核心國有企

	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)	0.6	10.9	10.9	15.6	20.6	81.2
指標*	0.8	11.0	11.0	17.0	24.9	132.5

	年度表現 - 以美元計算 (%) ¹				
	2019	2018	2017	2016	2015
第一類(美元 - 累積)	10.9	-1.3	5.6	3.4	0.9
指標*	11.0	0.0	5.5	4.5	2.2

資產分配 (%)¹



十大發行商 (%)¹

發行商名稱	%
China Huarong	4.3
Genting Berhad	3.7
Bank of Communications Co Ltd	3.6
Sinochem Hong Kong (Group) Co Ltd	3.4
Hyundai Motor Co	3.3
United Overseas Bank Ltd	3.2
Industrial and Commercial Bank of China Ltd	3.2
Nan Fung International Holdings Ltd	3.1
China National Offshore Oil Corp	2.8
Pertamina Persero PT	2.6

業、銀行和地方政府融資平台持偏低比重。鑑於紫光集團和北大方正集團面臨困境，預期地方政府融資平台的信貸質素分歧將會加劇。由於菲律賓和印尼的估值偏高，基金繼續對兩者持偏低比重。我們不看好印度銀行與企業，因為其估值並未反映基本因素在近日持續轉弱的狀況。

2020 年第一季投資展望

與去年同期相比，撰寫 2020 年投資展望容易得多，因為在 2019 年大部份時間打擊市場氣氛的多項因素和不確定性已經逆轉甚至消散。回顧一年前，聯儲局仍然處於加息週期，令債券投資者感到不安。其後，聯儲局三度下調政策利率，即使到了去年中，還有不少人認為此舉難以置信。毫無終結跡象的中美貿易戰或許終於開始緩和，兩大經濟體看來準備簽署首階段協議，並可能在 2020 年中左右開展第二階段貿易談判。甚至英國脫歐問題亦似乎經過數年的延遲和磋商後取得突破，英國或會於 2020 年 1 月 31 日有序脫歐。踏入新一年，最近公佈的環球經濟數據反映經濟增長略為靠穩；在這個因素進一步推動下，近期宏觀事件發展所帶來的樂觀氣氛有望延續。

綜觀 2019 年，美國經濟增長持續放緩，但情況並非如市場憂慮般負面。儘管消費升幅相當理想，但當地經濟增長放緩，主要源於固定資本投資及出口轉弱。第三季國內生產總值增長預估值由 1.9% 向上修訂至 2.1%，反映近期情況有所改善，令人感到鼓舞。此外，美國的耐用品訂單量高於預期，失業率則維持歷史低位。儘管失業率目前處於 50 年來的最低水平，但就業職位質素持續欠佳，成為當地通脹乏力的原因之一。這輪經濟數據表現不俗，應可讓美國總統特朗普在 2020 年大選前達成多項政績目標。展望未來數月，他或會再度表示希望美元貶值和減息。美國大選的形勢發展將成為市場未來數月的主要動力之一。

在去年的投資展望中，我們質疑已發展經濟體的貨幣政策是否奏效，並認為財政刺激措施可能是未來十年更有效的政策工具。其後，日本宣佈推出總值 1,625 億美元的大規模財政刺激措施，旨在支持即將舉行的奧運會過後的經濟增長。隨著印尼總統佐科 (Jokowi) 連任，該國亦可能增加基建開支。佐科已宣佈計劃將印尼首都由雅加達遷往東加里曼丹省 (East Kalimantan)。儘管亞洲央行尚有減息空間以支持經濟增長，但預期區內各國將會適度加推定向財政刺激措施。

隨著不少企業持續減債和改善財政狀況，亞洲信貸的基本因素近年大致穩定。雖然中國工業債券和印尼高收益債券一直受壓，但其性質較為特殊。故此，亞洲 2020 年的違約率可能保持在 2% 至 2.5% 的良好區間。有足夠證據顯示中國過去兩年違約率上升。儘管踏入新一年，中國的違約率將持續高企，但令人安慰的是中國在岸及離岸債券的 2019 年違約率並非顯著高於 2018 年。債券投資者應留意在違約方面，中國發行商 (包括國有企業及地方政府融資平台) 的信貸質素分歧將會加劇。近期天津物產集團違約及北大方正集團面臨困境，正好提醒投資者中國國有企業的信貸風險增加，政府的隱含支持下降，而有關趨勢可能持續。

市場在 2019 年表現強勁的關鍵理由之一，是中國在岸債券投資者在上一個幾乎絕跡市場後回歸。他們的持續參與將顯著推動市場的技術因素。除此之外，繼去年發債額創紀錄新高後，

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 2019 年 12 月 31 日。分配的百分比均被調整至一個小數位，百分比相加的總和可能不等於 100%。基金成立日：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。

預期 2020 年的總供應量將會回落，為市價提供進一步支持。亞洲投資者大幅增加新債配置，亦是利好信貸市場的趨勢。

經過去年息差顯著收窄後，摩根大通亞洲信貸投資級別指數息差收窄 40 基點，高收益債券息差收窄 100 基點，估值目前約在五年平均的水平徘徊。我們相信於撰文之際，摩根大通亞洲信貸投資級別指數的息差約 180 基點，大概反映其基本因素轉強，以及作為資產類別的強韌性質。隨著美國國庫券孳息下跌 100 基點，綜合孳息對投資者的吸引力下降。因此，我們建議在增加風險配置之前保持防守性，靜待市場回落的時機。

總括而言，目前宏觀經濟環境轉趨穩定，有利於信貸等風險資產。亞洲信貸的基本因素保持良好，供求技術因素亦帶來高度支持。然而，繼去年取得超卓表現，投資級別和高收益信貸均錄得雙位數升幅後，投資者須加倍審慎，致力避免墮入投資陷阱。另一項值得注意的是，儘管 2019 年宏觀經濟前景黯淡，但股票和債券市場均錄得可觀回報。2020 年會否再次出現相同情況？在現階段，我們不排除這個可能性。

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。

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。首域投資標誌乃為澳洲聯邦銀行或其聯營公司之商標，並由首域投資於授權下使用。

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。

首域投資（香港）有限公司是投資管理業務 First Sentier Investors 的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。First Sentier Investors（包括不同司法管轄區內的多間公司）在澳洲營運並以首域投資在其他地方營運。

MUFG 及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 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 MUFG 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。