

每月回顧及展望 | 2020年11月

市場回顧

疫苗報喜，環球股票市場表現強勢，為全球企業債券提供助力。在亞洲及其他地區，信貸息差大幅收窄。

月內，多款藥物聲稱對新冠肺炎的有效率達到90%以上，使得投資者認為社交距離限制有望於2021年解除，並對未來數月經濟狀況開始回復正常抱有更大憧憬，進而支持企業盈利前景，提振投資者對風險資產的信心。現在就看監管機構是批准還是拒絕療法，藥廠便可擴大生產及開始分銷。

美國大選是月初的關注焦點所在。特朗普拒絕承認落敗，分散了市場對拜登新班子可能改變政策的注意力，但在未來數月，該議題或會日漸受到投資者關注。早前有意見認為，如拜登勝出總統大選，美國國庫券孳息將會急升。但到頭來，較長年期的國庫券孳息輕微下跌，而較短年期的則維持不變。美國最新刺激方案的規模很可能不及最初預期，意味着國庫券發行量未必如部分人預計般增長迅速。這似乎阻止了孳息的大幅上升，並為信貸市場的整體回報提供支持。在國庫券孳息下跌及息差收窄下，月內摩根大通亞洲信貸投資級別指數報升0.95%。

即將離任的美國總統特朗普於月中頒布一項指令，削弱了投資者對個別中國發行人的信心。特朗普將多間被指與中國軍方有聯繫的中國企業加入黑名單，從2021年底起，這些企業將無法再向美國投資者銷售證券。從中國化工的息差擴大80個基點可見，一些美國及歐洲投資者沽出了受影響企業，但就算有進一步的拋售，我們也認為中國投資者能輕鬆吸納有關股票。事實上，估值大幅下滑能為我們的投資組合帶來投資機會。

表現回顧

首源亞洲優質債券基金扣除費用後在11月報升1.05%，升幅主要歸因於新冠肺炎疫苗開發取得進展，息差收窄。基金年初至今的回報率為5.5%。

相對而言，基金11月份的表現跑贏指數，主因是我們對石油、渡假及地產相關的企業持偏高比重，而在疫苗報喜後，這類股票都出現了強勁反彈。

- 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。

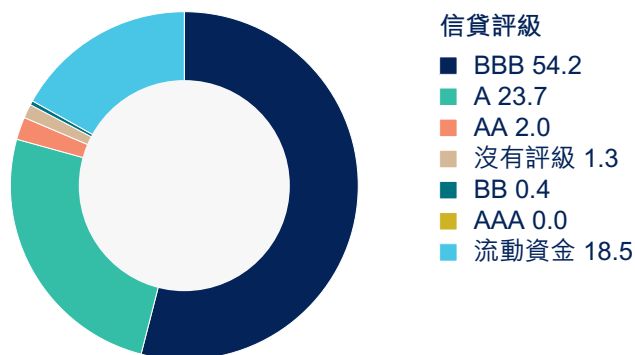
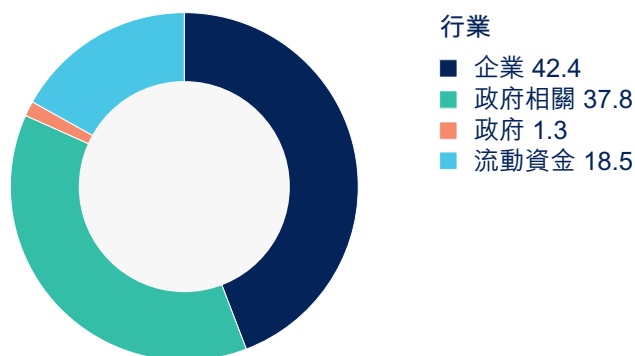
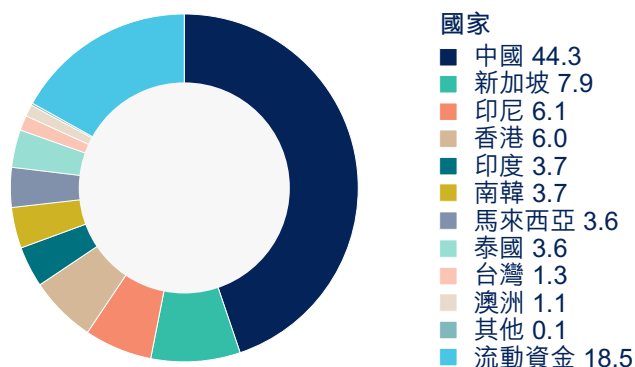
累積表現 - 以美元計算 (%)¹

	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	5.5	5.9	15.6	25.4	91.2
指標*	0.9	6.6	6.8	18.4	30.0	147.8

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



十大持股 (%)¹

股票名稱	%
People's Republic of China (Government)	4.4
China National Chemical Corp	3.7
China Huarong	2.9
Pertamina Persero PT	2.8
China Overseas Land & Investment Ltd	2.6
DBS Group Holdings Ltd	2.6
Country Garden Holdings Co Ltd	2.5
Bank of Communications Co Ltd	2.4
United Overseas Bank Ltd	2.1
ENN Group International Investment Limited	2.1

基金部署

考慮到保本問題，本基金繼續對信貸持偏低比重。但我們趁着特朗普頒布行政命令後的拋售潮，增持了中國化工。

我們在美國大選前已經對本基金的所有人民幣及新加坡元配置進行對沖，並應該會等到貨幣回調後才取消這些對沖。儘管我們預期美國大幅增加財政支出，將會導致美元出現長期的結構性疲弱，但我們認為近期亞洲貨幣升值過於凌厲。

我們對美國國庫券市場維持短存續期配置，並仍然相信新冠肺炎疫苗、財政刺激方案及預期中的經濟復甦最終會使孳息曲線變得陡峭。月內國庫券孳息走低，此配置對表現拖累不大。

2020年第四季投資展望

繼上一期季度通訊後，我們仍受新冠肺炎疫情影響，封鎖措施放寬與新增個案急升的情況交替出現。然而，信貸市場保持強勁，因為政策官員承諾將現金利率維持於低水平，有助增加其他較高收益投資的吸引力。事實上，美國聯儲局官員已在9月份宣佈不會在2023年前加息。當局亦承諾繼續支持經濟、降低失業率及推高通脹，甚至容許通脹超出2%目標。

在2012年，歐洲央行行長德拉吉曾表示，在歐元區面對主權危機期間，他會「不惜一切」捍衛歐元，當時市場視之為大膽和果斷的做法。不過，聯儲局自疫情爆發以來所採取的行動並不能相提並論。2009年全球金融危機及2012年歐元區危機均屬系統性事件，需要各國央行迅速行動。然而，疫情大流行是衛生健康危機，不能以零利率或量寬措施解決。最終，如果疫情持續令民眾無法重返工作崗位，並妨礙其正常生活，即使央行採取寬鬆貨幣政策，亦未能對實體經濟帶來太大助益。

我們重申之前提出的警告：長遠來說，央行這些不顧後果的行為實際上可能弊多於利。局方的行動無可避免將進一步加劇過去十年形成的資產價格泡沫；當泡沫爆破，或會產生災難性影響。從數據方面來看，預料到了2020年底，美國聯儲局的資產負債表將達致10萬億美元。在2008年至2009年金融危機前，這個數字遠低於2萬億美元。單以今年計，環球量寬計劃將耗資約6萬億美元，相當於2009年至2018年期間累計總額超過一半。

首源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，該基金表現乃根據美元總回報 (非派息) 計算。

此基金乃首源投資環球傘子基金有限公司 (愛爾蘭註冊) 之子基金。

*指標為摩根大通亞洲信貸投資級別。

¹ 資料來源：理柏及首源投資，資產淨值對資產淨值計算 (美元總回報)，截至2020年11月30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。

部份亞洲央行亦加入這個行列，印尼和菲律賓相繼推出量寬措施。印尼央行已開始在第一和第二市場買債，以限制利率水平。不過，接近 200 億美元的注資行動未能刺激信貸大幅增長。事實上，買債已造成負面影響，外國投資者憂慮印尼央行的量寬措施會導致印尼盾貶值，因此撤出當地政府債券市場。過往，每逢印尼央行增加貨幣供應，印尼盾便會顯著走弱。印尼政府亦承諾推行更多財政政策，意味美元主權債券的供應幾乎肯定上升。當地缺乏醫療設施的情況更令人擔憂，公佈的新冠肺炎確診宗數很可低於實際數字。當地民眾仍未能輕易獲得病毒檢測包，即使有所供應，許多人亦可能無法負擔。隨著不明朗因素升溫，我們對印尼主權債券的息差前景轉趨審慎。

在未來數週，市場可能需要應對美國總統競選活動引發的波動，這次選舉將於 11 月 3 日舉行。在未來數天以至數週，有關共和黨特朗普或民主黨拜登當選的揣測將會加劇，投資者亦會對潛在的市場影響議論紛紛。近年來，全球在政治和社會方面日漸變得兩極化，投資者應注意選民的意向難以預測；特朗普在 2016 年當選總統及英國脫歐實非偶然。面對疫情大流行，許多選民可能選擇以郵寄方式投票，這或會推遲選舉結果，並引發選舉舞弊的指控。因此出現選舉爭議的風險確實存在。有部份人揣測兩名候選人都可能對選舉結果提出質疑，但市場目前似乎低估了這個風險。總括來說，如果局勢惡化，可能會釀成廣泛社會動盪及民眾抗議。因此，無論這次大選誰勝誰負，市場在今年最後一季都可能顯著波動。

較利好的消息方面，目前全球研究人員開發的新冠肺炎疫苗超過 160 種，至少有 26 種正處於臨床測試階段。其中 12 種疫苗已進入第二階段測試，另外六種更已進入最後第三階段的大規模藥效和安全測試。從數據方面來看，乙型肝炎藥物需要數十年才能達到

的發展里程碑，新冠肺炎研究人員只花了九個月時間便取得相關進展。有效疫苗面世的時間可能比許多人預期更早。

亞洲信貸市場從 3 月份的低位大幅「V 形」反彈，某程度上反映美國大幅減息及推行量寬和財政刺激方案。在年初至今，摩根大通亞洲投資級別信貸指數的回報現時遠高於 5%，若計及疫情在 2 月和 3 月引發的跌市幅度，這個回報可說是非常優秀。雖然目前息差仍遠高於全球金融危機後的平均值，但鑑於國庫券孳息下跌，「綜合孳息(all-in yields)」目前已接近歷史低位。現時，許多優質信貸的孳息只有不足 1%。

聯儲局買入美國投資級別企業債券，普遍為亞洲信貸帶來支持，但孳息偏低及美元價格高企，或會對市場造成重大心理障礙，限制其持續突破高位。另外，投資者不應低估在新冠肺炎疫情持續或惡化下，全球財政刺激措施無法達致預期成效的風險。亞洲「降級天使」(投資級別發行商的評級被下調至高收益類別)的市場價值普遍估計約為 160 億美元，佔該投資範疇約 3%，情況在現階段不算嚴重，但數字可能會進一步上升。我們預計印度主權信貸評級不會被下調，但若這情況出現，可能會導致額外約 400 億美元的信貸出現降級，繼而對區內其他市場產生漣漪效應。印度是遭受最大衝擊的國家之一，新冠肺炎疫情對當地公共醫療體系造成沉重壓力。

新債方面，債券發行活動依然暢旺，目前大部份債券均獲多倍超額認購。因此，債券最終價格較最初指引大幅收窄，意味許多債券在第二市場的表現並非特別優秀，這個情況在臨近季末尤其明顯。

在這環境下，我們在第四季保持審慎。保障利潤及持有優質和具流動性的債券，應有助我們在這不平凡的一年駕馭年底可能出現的波動。

資料來源: 公司資訊, 首源投資, 數據截至 2020 年 11 月 30 日。

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。本文件資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首源並無就資料的中肯、準確或完整作出明確或隱含的聲明或保證。首源、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。未得首源事先同意，不得修改及/或複製本文件所載全部或部份資料。

此文件乃由首源投資（香港）有限公司編製，並未經香港證監會審閱。首源投資 是首源投資（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。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。

首源投資（香港）有限公司是首源投資投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（「MUFG」）擁有。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。

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。