

# 首源亞洲優質債券基金

## 每月回顧及展望

每月回顧及展望 | 2021年4月

### 市場回顧

亞洲投資級別信貸息差於4月份持續擴闊，儘管美國國庫券孳息率下跌已抵銷了大部分影響。月內，摩根大通亞洲信貸投資級別指數報跌0.19%。

中國國有資產管理機構華融國際的債券遭大舉拋售，打擊區內的信貸投資氣氛。月初，華融宣佈核數師需要更多時間核實帳目，並會延遲刊發業績，此後公司債券表現開始轉弱。於該項初步公佈後，華融據稱計劃改革部分未能獲利的非核心業務，以降低債務重組的需要。由於華融的未償還債務規模非常龐大，此引發投資者憂慮其再融資的能力。目前，華融的已發行債券約達220億美元，相當於亞洲信貸指數市值的約1.5%。

月中，華融的債券價格急跌至介乎50美元至60美元（原本面值為100美元）。其後，中國銀保監會發聲明，確認華融流動性充裕，並正配合核數師，以盡快完成年報審核工作，帶動華融的債券價格反彈至約80美元。另一好消息是，華融已向投資者償付到期的新加坡元計價債券，而政府亦考慮動用央行的資金支持華融。話雖如此，目前情況仍在變化，投資者依然在等待華融公佈先前延遲刊發的業績，而且公司會否進行潛在的債務重組還是未知之數。

另一方面，印度的新冠肺炎個案急升，影響當地市場的風險偏好，並導致息差擴大。截至月底，當地新冠肺炎感染人數已升至每周逾37萬人，反映較高傳染性的變種病毒正迅速擴散。計及新確診病例，疫情爆發以來印度的新冠肺炎個案總數逼近2,000萬宗，確診人數為全球第二多，僅次於美國。新一輪疫情爆發導致投資者憂慮該國的增長趨勢預測，投資機構亦可能會重新審視該國的投資級別信貸評級。

儘管亞洲信貸市場整體表現乏力，新發行債券普遍受到投資者熱烈歡迎。各間科技界投資級別企業發行的新債較受投資者關注。例如，中國網上媒體巨頭騰訊便發行多批債券，集資超過40億美元。是次新發行的債券定價低於現有債券，於發行流程結束後，債券在二級市場交投暢旺。同時，台灣晶片製造商台積電亦集資35億美元。至於馬來西亞方面，當地市場也有不少值得留意的新發行債券。例如，國有石油及天然氣企業Petronas便籌集了30億美元的新資金。該公司新發行的債券於二級市場的表現相對較差，其定價處於指引範圍的上限，整體集資規模高於原訂的20億美元。另外，由於該批債券在馬來西亞政府發行13億美元主權債券後的翌日推出市場，發行時機欠佳亦令債券表現落後。

### 表現回顧

首源亞洲優質債券基金扣除費用後在4月報跌0.58%。

回報下跌主要源於中國國有資產管理機構華融陷入困境，拖累多間中國國企，並令信貸息差擴闊，而美國國庫券孳息率下跌並不足以抵銷息差擴闊的影響。

相對而言，4月份的基金表現跑輸指數，主要是由於我們的短存續期配置表現失利，我們對華融維持的適度偏高比重亦削弱了基金回報。

- 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。

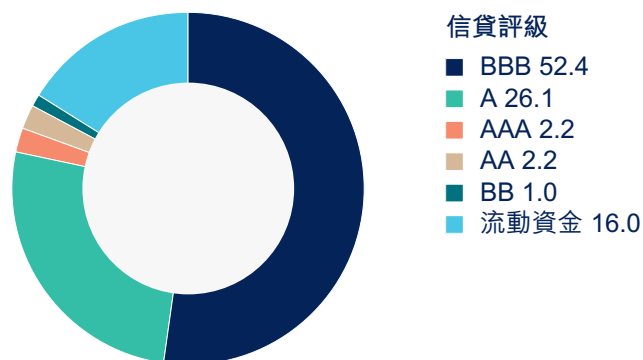
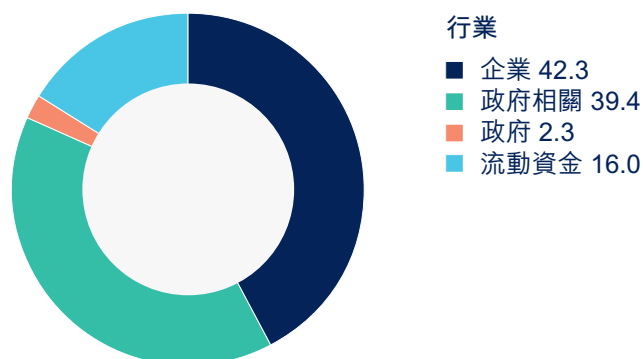
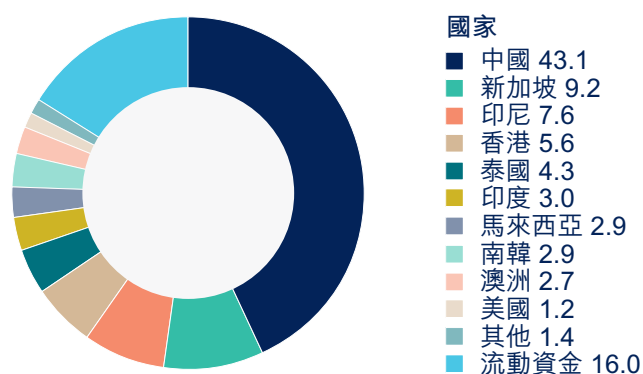
累積表現 - 以美元計算 (%)<sup>1</sup>

|               | 3 個月 | 年初至今 | 1 年 | 3 年  | 5 年  | 自成立日  |
|---------------|------|------|-----|------|------|-------|
| 第一類 (美元 - 累積) | -1.7 | -1.6 | 5.4 | 16.5 | 19.9 | 88.8  |
| 指標 *          | -1.8 | -1.9 | 4.7 | 18.8 | 23.1 | 143.8 |

年度表現 - 以美元計算 (%)<sup>1</sup>

|               | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 | 2016 |
|---------------|------|------|------|------|------|
| 第一類 (美元 - 累積) | 5.9  | 10.9 | -1.3 | 5.6  | 3.4  |
| 指標 *          | 6.9  | 11.0 | 0.0  | 5.5  | 4.5  |

資產分配 (%)<sup>1</sup>



十大持股 (%)<sup>1</sup>

| 股票名稱                                    | %   |
|---|-----|
| People's Republic of China (Government) | 4.9 |
| Pertamina Persero PT                    | 4.2 |
| China National Offshore Oil Corp        | 3.1 |
| China National Chemical Corp Ltd        | 2.9 |
| Country Garden Holdings Co Ltd          | 2.7 |
| DBS Group Holdings Ltd                  | 2.1 |
| China Overseas Land & Investment Ltd    | 2.1 |
| Temasek Holdings (private) Ltd          | 2.1 |
| Bank of Communications Co Ltd           | 1.9 |
| PTT PCL                                 | 1.9 |

基金部署

基金參與了澳洲最大天然氣生產商 Santos 的 10 億美元十年期票據發行。該公司的流動性向來不俗，信貸評級為 BBB- 級，而且前景穩定。是次發行透過 S 規例及 144A 市場開放予美國投資者，投資者反應熱烈，最終錄得逾六倍超額認購。有關票據的定價較美國國庫券高出 210 個基點，我們認為債券估值合理，並可增添投資組合的多元化優勢。除此以外，基金亦參與了印尼國有銀行 Bank Mandiri 的新一輪五年期可持續票據發行。票據的最終定價較美國國庫券高出 135 個基點，亦高於菲律賓的其他銀行。

月內，基金的相對表現受到其持有的華融國際債券所拖累。短期來看，投資者可能仍對華融的潛在資產出售計劃及再融資短期負債的能力抱有疑慮。再者，在目前的息差水平下，新融資將會產生高昂成本。不過，我們仍然相信華融於金融行業體系中扮演著重要角色，而且中國政府將會繼續提供必要的支持，因此我們對目前的配置抱持信心。

最後，基金對美國國庫券維持短存續期配置。我們認為，新冠肺炎疫苗接種的進度將會帶動經濟增長及通脹預期上升，進而對美國國庫券孳息率構成上行壓力。

2021 年第二季投資展望

隨著新冠肺炎疫苗加快推出，年初市場對環球經濟復甦的樂觀情緒將延續。雖然世界各地的接種情況各異，但整體進展理想。截至 3 月底，已有接近 1 億美國成年人接種了最少一劑疫苗，超過 5,300 萬人（佔成年人口逾 20%）已經完成接種。按照目前速度，美國所有成年人將於 7 月前接種疫苗。與此同時，中國亦有效控制疫情，並承諾向超過 45 個國家供應 5 億劑中國疫苗。反觀歐洲方面，生產及分配問題令接種速度相對緩慢。考慮到經濟活動水平與企業盈利能力之間的關係，整體而言，我們預期投資者將繼續關注全球疫苗推出步伐。

儘管病毒出現受控跡象及疫苗推出的進展良好，美國總統拜登仍再次推出大規模的財政刺激措施支持國內經濟。從數據來看，拜登批出的 1.9 萬億美元方案佔國內生產總值的約 9%。該項方案包括向家庭直接發放 4,000 億美元，相信將對非必需消費及通脹

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。

<sup>1</sup> 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 2021 年 4 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。

產生即時影響。新一輪超過 2 萬億美元的基建投資計劃將持續帶來額外的通脹壓力，風險資產理應受惠。儘管上述刺激方案利好美國經濟，但投資者需要注意方案對市場構成的潛在影響。

當局公佈大規模刺激措施，加上可能加推政策，意味未來數月美國國庫券供應量或將繼續急增，進而對孳息率構成進一步上行壓力。另外，即使聯儲局官員向投資者保證通脹加劇只屬短暫，並承諾官方利率將最少維持至 2024 年，但由於財政刺激措施達到空前規模，加上貨幣政策極度寬鬆，往後數月的通脹很可能會突然飆升。我們認為聯儲局的基準情景假設合理，但相信通脹有忽然上升的風險，更可能會飆升至全球金融危機後的高峰，並一段長時間內維持於高企。由於過去十年的消費物價指數極低，我們亦留意到投資者可能對通脹風險過分樂觀。假如通脹繼續上升，金融市場或將波動，並且重演 2013 年「縮減恐慌」時期，聯儲局縮減量寬規模引發投資者恐慌的情景。

隨著近半的亞洲企業公佈 2020 年業績，盈利趨勢已相當明顯。去年的企業收入及盈利大降，而且債務及槓桿比率惡化。現階段的信貸基本面的惡化情況不算嚴重，特別就投資級別資產而言。至今為止，盈利倒退最顯著的企業為中國的高收益房地產商，例如禹洲集團。該公司於連續兩次發出盈警後，在 3 月底報告錄得人民幣 1.66 億元的虧損。好消息是，該部分市場的盈利水平或

許已見底。話雖如此，投資者仍需保持審慎，尤其是考慮到亞洲投資級別債券的息差約為 180 個基點（低於 5 年平均值），而且綜合孳息率仍偏低。

亞洲信貸市場的供需形勢仍然良好，新發債的企業普遍獲收益型投資者熱烈追捧，故此近年較常出現小型及短期的週期性拋售。事實上，息差顯著擴大將有助我們的投資組合增加風險資產，特別是當息差擴大與美國國庫券孳息率靠穩同時出現。我們繼續留意新發行債券時間表，以發掘定價合理的投資機會。我們的專責信貸分析師會審視新債券的定價及結構，務求找出可進一步分散投資組合的投資選擇。

未來數年，當局很可能會增加美國國庫券的供應量，以為額外的財政刺激措施提供資金，因此我們沒理由改變對美元結構性前景的悲觀態度。不過，假如美國國庫券孳息率繼續上升，而且市場於 2024 年前開始反映官方利率上升的影響，則投資者可能將去年大量買入的美元短倉進一步平倉，令美元於未來數月轉強。有鑑於此，我們對本地貨幣債券相關的存續期風險保持審慎，尤其是印尼及印度債券等高啤打投資。同時，我們對美元的長遠抗跌能力抱有疑慮，故此市場爆發任何拋售潮均會為我們帶來新增這些證券持倉的吸引機會。

資料來源：公司資訊，首源投資，數據截至 2021 年 4 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的資料，首源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。