

每月回顧及展望 | 2021年6月

### 市場回顧

月內，投資級別息差跟隨全球大勢收窄。本地市場方面，美國總統拜登簽署法令，以修改美國對 59 間中國企業的投資禁令，有關消息刺激市場情緒向好。該項變化可望推動國有企業債券的息差進一步收窄，並且改善了中國化工、中國建築集團、中國中化及中國長江三峽等發行商的投資氣氛。

另外，我們亦留意到近期市場將「通貨再膨脹」交易平倉。現時投資者認為美國承受的通脹加劇壓力只屬曇花一現，而非持久現象。因此，美國國庫券孳息率繼續下跌，信貸息差亦見收窄，摩根大通亞洲信貸投資級別指數報升 0.95%。

本月值得留意的新債券包括印度尼西亞共和國分三批發行的 30 億美元債券。鑑於市場對該項新發行主權債券存在可觀需求，發行商的最終定價高於最初指引。今月新發行的債券還包括營多（印尼最大即食麵生產商）分兩批發行的 17.5 億美元債券，以及深圳高速公路（於香港及上海雙重上市的收費公路營運商）的 3 億美元五年期無抵押債券。當中，深高速的債券錄得超額認購 20 倍以上，反映區內對優質企業債券的殷切需求。

### 表現回顧

首源亞洲優質債券基金扣除費用後在 6 月報升 0.59%。

基金表現理想，主要是由於美國國庫券孳息率急跌，信貸市場表現受支持所致。

相對而言，6 月份的基金表現跑輸指數，原因是我們的短存續期配置繼續表現失利。另外，美元兌大部分亞洲貨幣升值，亦損害了本地貨幣債券的投資表現。

- 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。

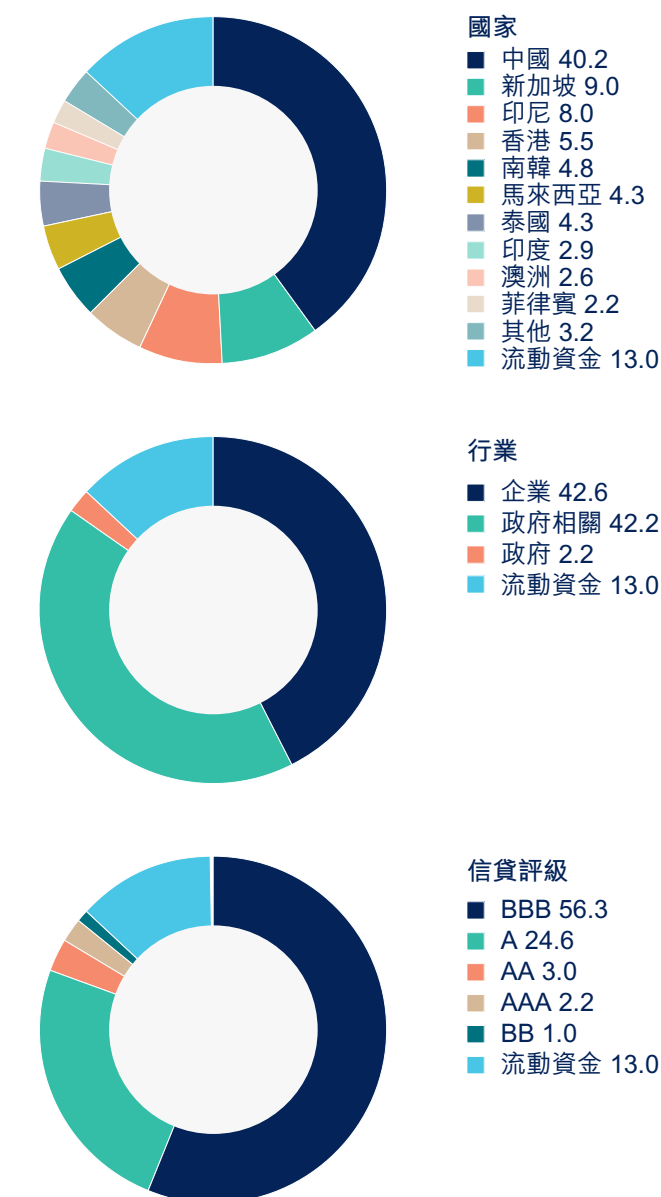
累積表現 - 以美元計算 (%)<sup>1</sup>

	3 個月	年初至今	1 年	3 年	5 年	自成立日
第一類 (美元 - 累積)	0.1	-0.9	2.6	17.6	18.6	90.2
指標 *	1.1	-0.5	2.7	20.2	22.3	147.1

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)	4.8
Pertamina Persero PT	4.1
China National Offshore Oil Corp	3.1
China National Chemical Corp Ltd	3.0
Country Garden Holdings Co Ltd	2.6
Philippines (Republic of)	2.2
Indonesia (Republic of)	2.2
DBS Group Holdings Ltd	2.1
China Overseas Land & Investment Ltd	2.1
Temasek Holdings (private) Ltd	2.0

基金部署

華融風波未見平息，相信會影響資產管理行業的整體投資氣氛，故此基金大幅減持中國信達。此項決定應會有助控制息差擴大對該部分市場表現的影響。

我們希望將基金的投資進一步分散至多個國家及地區，從而減低個別行業或地區表現疲弱的影響。在 6 月份，我們繼續進行相關工作，基金亦參與了多項新發行活動。月內，投資組合新建的倉盤包括南韓的 LG 化工 (LG Chem) 及未來資產證券 (Mirae Asset Securities)、印尼的伊斯蘭債券、菲律賓的主權債券、馬來西亞的興業銀行 (RHB Bank) 及沙地阿拉伯的沙地阿美 (Aramco)。

我們維持於美國國庫券市場的現有短存續期配置。在本年度較早時，此項策略曾為投資組合作出不少貢獻，可惜過去三個月，美國政府債券的孳息率下跌，拖累了我們的投資表現。好消息是，聯儲局的政策制定者已經開始修訂美國利率指引，意味著借貸成本可能較先前預期更快上升。有見及此，我們認為國庫券孳息率不太可能重回 2020 年的低位。在本年度餘下時間，估計孳息率應會較目前水平輕微增加。

2021 年第三季投資展望

整體而言，在踏入下半年之際，我們對亞洲信貸市場的前景保持審慎，並將任何明顯的拋售潮視為潛在的入市良機。在新冠肺炎爆發一年多後，各國尚未擺脫疫情。即使全球接種比例不斷上升 (特別是於發達國家)，短期內我們還是要與病毒共存，加上病毒出現傳染性更高的變種，經濟復甦或會較預期緩慢。另外，縱然至今為止的中國企業債務問題大多屬於個別事件，市場的憂慮情緒仍會持續打擊投資氣氛，其中以華融及恒大集團的情況最為令人關注。

在經濟復甦預測的各種不明朗因素下，聯儲局出乎意料地採取更強硬的態度。換言之，假如通脹持續加劇，而且經濟復甦符合預期，美國可能會於 2023 年底前加息。聯儲局的最新指引與以往形成強烈對比，當時的說法是相關政策將會最少維持至 2023 年底。我們相信，於本年度下半年，上述政策變化將會徹底改變信貸及貨幣市場，特別是如果通脹繼續上升，政策制定者將難免要面對加快步伐的壓力。

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 6 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。

自疫情爆發以來的一年多，聯儲局均傾向採取高度寬鬆政策。此項決定有利市場氣氛，只是我們一直質疑政策制定者是否有能力預測一年，甚至兩年後的經濟狀況。另外，有別於以往的任何經濟低迷，這次疫情引發的衰退令人難以捉摸，復甦情況亦是未知之數。於封城期間，需求迅速積壓，未來數月的經濟活動水平有望急升，進而加劇通脹。儘管聯儲局的官員堅持通脹上升只屬短期，無人能夠保證他們的評估不會出錯。我們認為，聯儲局改變立場、採取更強硬措施，並宣佈可能於 2023 年底前兩度加息，背後原因是經濟活動水平回升會產生螺旋式通脹風險。與此同時，美國政府亦正討論縮減大規模購買債券的計劃。本年稍後，當局可能會減慢購買債券的步伐，不過對債券和信貸市場的影響或許不及加息。我們慶幸聯儲局檢討量化寬鬆計劃的規模，可是依然憂慮有關措施來得太少太遲。正如之前提到，最近十年大量印鈔已經造成了巨大的資產泡沫。

亞洲經濟在 2020 年顯著萎縮後，今年可望強勢反彈。疫苗接種率上升，將會進一步支持區內復甦速度。中國、新加坡及南韓的接種率目標定為 75%，並將其視為抗疫成功的先決條件。現時，三國正致力於未來三個月為大部分人口完成接種。台灣及泰國則估計於下年中達成指標，而人口較多的印尼及菲律賓將可能需要額外兩年時間才能追上進度。當前的疫苗接種進度理想，實際接種率甚至可能超過預期。問題是，多個國家持續受到傳染性更高的「delta」變種病毒所侵襲。近期台灣及越南的疫情正好提醒了我們，無論過往的抗疫工作做得多好，也不能消除新一波爆發的風險。以新加坡為例，由於當地出現第二波疫情，就算疫苗接種計劃進展不俗，近日該國還是實施了一年多以來最嚴格的限制措施。

中國是首個受到疫情衝擊及最先復甦的經濟體，有人曾指北京政府將會開始收緊貨幣政策及流動性。然而，國內消費滯後及增長率不均的情況持續，有關憂慮已經消失。除此以外，房地產行業不斷下調槓桿水平，相信中國的央行將於本年度的餘下時間維持寬鬆政策。相比之下，南韓的經濟增長率繼續大幅反彈，整體通脹率更領先韓國銀行訂立的 2% 目標，使該國成為明確表示可能改變政策立場的唯一亞洲國家。話雖如此，即使南韓於本年度後期加息，我們也預期有關措施屬於政策正常化的一部分，而非緊縮周期的開始。

北大集團及華夏幸福拖欠巨額債務，引起市場關注。在違約事件發生後，近月投資者加倍留意華融及恒大集團的表現。市場質疑這兩間大型發行商是否「大得不能倒」，使兩間企業的息差顯著擴大，投資者亦對國有企業獲得的隱性政府支持失去信心。

華融是中國最大的銀行壞賬收購商，對當地的金融體系仍具重要的系統性作用。該公司亦擁有大量可供出售的非核心資產，足以應付短期的流動資金需要。有見及此，我們相信華融的違約概率不高，只是公司可能會重組部分負債較多的非核心資產。

至於恒大集團方面，中國政府推出「三條紅線」政策，要求房地產發展商降低槓桿水平，令市場日益憂慮該公司的基本面因素。恒大集團尋求在 2023 年中前將債務減少一半至人民幣 3,500 億元，從而在 2021 年中、2021 年底及 2022 年底前分別達成淨債務對權益、現金覆蓋及資產負債比率的「紅線」目標。我們樂見恒大積極制定計劃，以求配合新政策，可惜該公司債台高築，估計過程中將會遇上重重障礙。幸好，按照目前的息差水平分析，市場早就消化了不少利淡因素。

中國政府銳意推行改革，個別企業將會像華融及恒大集團一樣承受壓力。在改革期間，當局不再推出全面紓困措施，但政府仍有不少方法能夠提供間接支持，藉此減少華融和恒大重組所產生的系統性影響。簡單來說，中國政府將無法承擔金融和房地產行業同時受壓的後果。

於 2021 年上半年，亞洲信貸市場表現平淡。事實上，美國國庫券孳息率上升，更使投資級別債券錄得負回報。通脹預期加劇、金融刺激措施增加，加上聯儲局可能較先前預期更早加息，均可能帶動國庫券孳息率繼續上揚。於上半年，信貸息差大致維持不變。考慮到投資者預期企業盈利改善，有關結果似乎合理。現時，投資級別息差低於五年平均值，進一步收窄的空間不大。然而，美國國庫券孳息率持續攀升，可能會為追求「綜合」收益的長線投資者帶來入市良機。

最後，我們認為美元或會貶值，特別是美國總統拜登承諾推出更多金融刺激措施，將會導致美元疲弱。不過，如果聯儲局採取較強硬的立場，並且宣佈有機會加息及縮減債券購買規模，則可能帶動美元升值及相關亞洲貨幣短期貶值。

資料來源：公司資訊，首源投資，數據截至 2021 年 6 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）有限公司的商业名稱。

本文對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視為建議買賣有關證券。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。