

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11月

市場回顧

於11月，美國國庫券孳息率下跌，足以抵銷信貸息差擴大的影響，導致摩根大通亞洲信貸投資級別指數報升0.51%。

亞洲信貸息差波動反覆，反映中國高收益房地產行業的表現持續令人擔心。雖然各項消息未有直接影響投資級別的發行商，不過卻損害了投資氣氛，造成市場波動。本月較早前，亞洲信貸息差最初顯著擴大，其後形勢逆轉，並收窄至2019年以來的最低位。於月底，投資者憂慮Omicron新型病毒株的影響，使得市場情緒再次趨向避險。最終，亞洲投資級別信貸息差擴大8個基點至181個基點。

幸好，陷入困境的中國國有資產管理公司華融國際獲得中國銀保監會批准，可以在本地市場發行債券。該公司亦簽署協議，以籌集人民幣420億元（約70億美元）的新股本。有關消息支持了華融債券及整體金融業的表現。

月內，多項其他事件妨礙市場進一步增長。當中最重要的，便是發現新變種病毒的消息削弱了投資者的風險胃納。目前，我們對Omicron病毒株所知不多，可是部分投資者認為，各國可能會就此加強旅遊限制，並推出更多切合本地情況的社交距離規定。新變種病毒首次於南非發現，多個國家已經禁止來自南非的航班入境，試圖阻止病毒傳播。鑑於現有疫苗的效用成疑，加上Omicron的傳播能力及致病能力仍是未知之數，市場於月底籠罩著恐慌情緒。

在個別企業方面，騰訊控股及阿里巴巴集團等大型企業公佈的財務業績缺乏驚喜。與此同時，中國政府繼續推出針對電訊、傳媒及科技行業的各項措施。舉例來說，監管機構不單勒令騰訊停止推出新應用程式，更要求共乘汽車應用程式營運商滴滴從美國證券交易所除牌。

於11月，市場出現不少新發行活動，但預期在聖誕及其後的農曆新年假期影響下，12月及2022年初的企業發行步伐將會放緩。本月完成的重大發行活動包括中國送貨服務及物流公司順豐控股集資12億美元，以及中國中化分多批發行雙幣債券。這間中國國有綜合企業集團發行的3年期及5年期債券以美元及歐元計值，集資額分別為8億美元及5億歐元。

在中國市場以外，新加坡金融業巨企星展集團亦集資10億美元，而日本半導體製造商瑞薩電子（Renesas）也發行了3年期及5年期票據，總集資額達到13.5億美元。

表現回顧

首源亞洲優質債券基金扣除費用後在11月報跌1.00%。

基金表現失利主要是由於月內信貸息差擴大，加上我們採取對利率存續期投資持偏低比重的策略，導致國庫券的回報未能抵銷息差變化的負面影響。

相對而言，基金跑輸指數的主因是我們對世茂集團及碧桂園持偏高比重。在高收益債券遭大幅拋售之際，該兩間中國物業發展商的息差擴大。另一方面，HRINTH債券交出漂亮的成績表，有助抵銷其他投資表現不濟的影響。

- 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。基金可涉及人民幣貨幣及匯兌風險。
- 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。

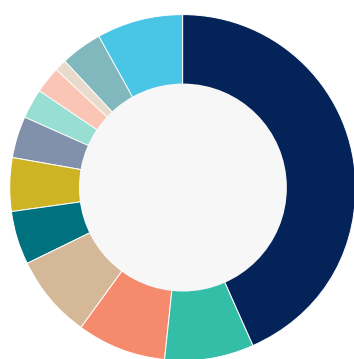
累積表現 - 以美元計算 (%)¹

	3 個月	年初至今	1 年	3 年	5 年	自成立日
第一類 (美元 - 累積)	-2.0	-1.4	-1.0	17.2	20.3	89.2
指標 *	-0.7	0.1	0.3	20.2	24.7	148.6

年度表現 - 以美元計算 (%)¹

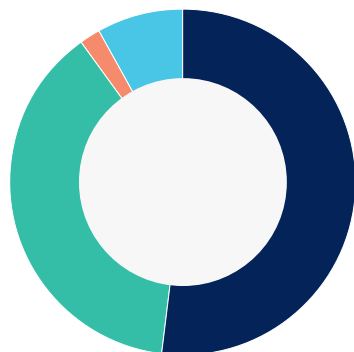
	2020	2019	2018	2017	2016
第一類 (美元 - 累積)	5.9	10.9	-1.3	5.6	3.4
指標 *	6.9	11.0	0.0	5.5	4.5

資產分配 (%)¹



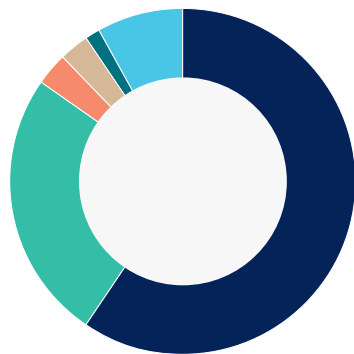
國家

中國	43.5
南韓	8.3
新加坡	8.3
印尼	7.8
香港	5.2
馬來西亞	4.9
泰國	4.0
印度	2.8
澳洲	2.5
美國	1.1
其他	3.8
流動資金	7.9



行業

企業	52.0
政府相關	38.0
政府	2.1
流動資金	7.9



信貸評級

BBB	59.5
A	25.2
AAA	3.2
AA	2.8
BB	1.3
流動資金	7.9

十大持股 (%)¹

股票名稱	%
People's Republic of China (Government)	4.8
China National Offshore Oil Corp	3.0
Indonesia (Republic of)	2.8
Shimao Group Holdings Limited	2.6
China National Chemical Corp Ltd	2.4
China Huarong	2.3
Korea Investment Holdings Co., Ltd.	2.3
China Mengniu Dairy Company Limited	2.0
China Overseas Land & Investment Ltd	2.0
Temasek Holdings (private) Ltd	2.0

基金部署

有關 Omicron 病毒的消息令市場的風險 / 回報平衡不斷變化，驅使我們減少投資組合的整體信貸風險承擔。我們減持了中國的息差存續期投資，而且將資金轉移至較優質的房地產商。投資組合沽出世茂集團及碧桂園等交叉評級的發行商，並將銷售股份的所得款項重新投資於較高質素的物業發展商，包括萬科集團及龍湖集團。

此外，我們把握華融股價上升的機會減持股份，不過我們仍然對該公司維持偏高比重。我們亦沽出了在 2020 年買入的新奧能源，從而賺取利潤。我們依然看好該公司的信貸基本面，但其計劃改變股權結構，為我們帶來意外的不明朗因素。在出售上述股份後，投資組合將部分現金用於參與中國中化及瑞薩電子的新發行活動。

最後，我們對美國國庫券市場維持短存續期配置。於 11 月，國庫券孳息率輕微下跌。然而，到了 2022 年上半年，當局將會嘗試對抗通脹肆虐，預期投資者會將焦點重新放在當局是否加息上，因此國庫券孳息率有望上升。在 11 月底，聯儲局主席曾經指出，美國的通脹可能會較原先預期持續更長時間。

2021 年第四季投資展望

隨著我們踏入動盪一年的最後一季，不明朗因素仍然存在，但市場亦有多項利好消息加持。由於先前飽受疫情困擾的國家逐漸建立群體免疫，當地的每日確診個案數字銳減。全球接種率顯著上升，我們預期將有更多國家能夠最快於 2022 年上半年將接種率提高至 75% 的關鍵水平。

從經濟角度來說，美國及中國公佈的最新數據顯示，新冠肺炎 Delta 變種病毒擴散削弱了全球的增長動力。幸好，在疫情肆虐接近兩年後，各國更投入地推動經濟重啟。當中，亞洲的疫苗接種進度格外理想，預期區內多個國家將可在本年底前達成 75% 人口接種的重要目標。即使是受疫情打擊最深的印度及印尼等國，也有望於 2022 年 3 月底前達成 75% 的接種率門檻，遠遠領先之前的預測。此外，與早前發現的病毒相比，Delta 變種病毒的傳染性較高，好在病毒變種後的病徵一般較輕微。基於接種率上升、社區建立自然免疫力，而且病毒於變種後變弱，我們相信這次的全球疫情將於未來六至九個月成為地方性疾病。

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 2021 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。

疫情持續緩和，以美國聯儲局及英倫銀行為首的主要央行或會結束極度寬鬆的貨幣政策。美國聯儲局幾乎肯定會在 11 月開始縮減買債計劃規模。假如經濟增長及就業市場持續改善，該局更可能會在 2022 年調高政策利率。話雖如此，除非長期通脹預測急升，否則寬鬆的貨幣狀況應會持續，導致聯儲局所指的「暫時性」通脹延長。我們需要考慮的問題包括：美國的政策制定者會允許當前通脹高企的情況維持多久呢？撇除供應鏈受阻的因素，企業成本基礎的結構性轉變會否引致通脹持續上升呢？消費需求積壓會否進一步推高物價？自 2009 年的全球金融危機後，各國未曾出現嚴重通脹，因此市場或會低估了長期通脹上升的影響。

英倫銀行已經採取了進一步措施，當局可能會在英國的買債計劃結束前上調利率。我們認為該行的決定實屬必要，說到底，同時維持極低政策利率及繼續實施進取的量化寬鬆措施，將會損害未來央行應對危機的能力。我們一直質疑貨幣政策是否能夠有效處理疫情產生的問題。我們亦相信，政府多年來不斷發鈔，將會在日後帶來更大的麻煩，甚至遠遠超過新冠肺炎疫情造成的衝擊。

於 9 月份季度，中國華融資產管理的事態發展使我們感到安心。與此相反，恒大集團卻似乎未獲政府提供相同的支持，故此我們憂慮恒大事件可能波及及其他房地產發展商，並擔心他們的集資能力，特別是他們在離岸市場能否籌集足夠的資金。目前，不少 B 級發展商發行的債券孳息率達到高雙位數，較高的估值反映了發行商集資困難。要是恒大事件持續發酵，將會為多間投資級別的中國房地產商（例如世茂集團及碧桂園等）帶來壓力，但現時我

們仍然對這兩間發行商的信貸情況感到放心。中國的房地產行業佔國內生產總值增長最少 20%，我們相信政府將不會坐視行業陷入流動性短缺的局面，令房地產商承受風險。有見及此，我們估計當局將會針對性地放寬信貸供應，以便發展商再融資即將到期的債務，從而繼續完成建設工程。好消息是，中國政府於 2020 年推出的「三道紅線」政策早就發揮作用，協助房地產商改善債務狀況，有利於市場的長遠穩定發展。縱使當局維持去槓桿化政策，在其他發展商出現財困跡象時，政府仍有靈活調整政策的空間。

於 9 月份季度，亞洲信貸市場表現平淡，本曆年至今的總回報繼續為負數。憑藉更強韌及穩健的信貸狀況，今年投資級別發行商的表現領先較高收益的發行商。隨著華融事件得到解決，估計投資級別息差將繼續獲得支持。不過，美國聯儲局增加借款成本的速度及 / 或幅度超過市場預期，將會構成主要風險。屆時，投資級別信貸的整體收益率將會貼近歷史低位，並可能打擊投資氣氛。

最後，美國聯儲局可能縮減買債規模，並於 2022 年上調利率，估計美元表現將會較亞洲貨幣強勢。然而，如果美國的預期貨幣政策收緊幅度減少，或者亞洲的央行開始收緊貨幣政策，將會有利亞洲貨幣的前景。另外，假若亞洲經濟體能夠迅速控制疫情，亦會明顯有助未來數月的亞洲貨幣表現。

資料來源：公司資訊，首源投資，數據截至 2021 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。