

每月回顧及展望 | 2022 年 2 月

市場回顧

2 月，俄羅斯入侵烏克蘭打擊全球風險胃納，亞洲信貸持續疲軟。市場息差普遍擴大，摩根大通亞洲信貸投資級別指數報跌 1.70%。投資者一般傾向買入他們認為穩定的較高質素發行商，金融企業表現領先。

與此同時，美國國庫券孳息率上升壓力增加亦構成不利因素。與一年前相比，美國的消費物價上漲 7.5%，驅使當局收緊貨幣政策立場。截至月底，投資者預期美國將於本年度加息多達六次。貨幣市場定價顯示，聯邦基金利率會在 3 月開始上調。聯儲局似乎最有可能在一開始時加息 0.25%，不過部分人仍然憧憬當局會更進取地將利率上調 0.50%。上述因素繼續對國庫券孳息率帶來上升壓力。

市場氣氛受到利率前景及地緣政治緊張加劇所主導，但部分本地因素亦為市場增添動盪。以中國的房地產行業為例，雖然當局增加支援措施，包括下調按揭利率及安排銀行出售債券以籌集貸款資金等，可是多項負面消息（例如正榮地產就債務交換徵求同意，以避免正式違約）卻抵銷了利好措施的作用。

香港的新冠肺炎感染個案不斷上升，令政府收緊防疫措施，本地發行商大多表現欠佳。當局正計劃在 3 月展開全民檢測，並將病毒測試結果呈陽性的人士送入政府的隔離設施。面對有關威脅，外出的市民大減，短期可能損害經濟活動及本地生產總值增長。投資者猜測利率會否上升，同樣令菲律賓及印尼的息差擴大。

另外，中國監管機構頒佈新指引，要求外賣平台下調向餐廳收取的費用，並在遭受疫情衝擊最嚴重的地區向餐廳提供優惠收費。在新規定下，美團成為受害者，其息差顯著擴大。至於好消息方面，惠譽將中國華融資產管理的評級上調一級至 BBB+，並指該公司於 12 月完成資本重組後，可望獲得有力支持。

市場波動增加，發行商需要以吸引的新債溢價刺激需求，導致一級市場相對淡靜。個別企業延後發行新債，並等待市況穩定後才進入市場。由於預期利率急升，投資者傾向買入短期債券，並追捧新債溢價較高的長期債券。目前，市場供應還是以中國及南韓的投資級別債券為主。於 2 月，發行新債的知名企業包括中國最大的綜合企業集團之一中信股份。該公司發行了多批債券，集資額達到 10 億美元。國銀租賃及經營鋁材業務的中國鋁業亦發行了大量債券，集資額分別為 9.5 億美元及 6 億美元，兩項債券均錄得合理需求。在韓國市場中，起亞汽車、韓國產業銀行及國民銀行也成功籌集新資金。

表現回顧

首源亞洲優質債券基金扣除費用後在 2 月報跌 2.29%。

基金錄得負回報，主要原因是息差疲弱及美國國庫券孳息率上升所致。

相對而言，基金於本月跑輸指數，主因是我們對世茂集團持偏高比重。幸好，我們對印尼及美國利率持偏低比重，有助抵銷世茂集團表現落後的部分影響。

- 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。

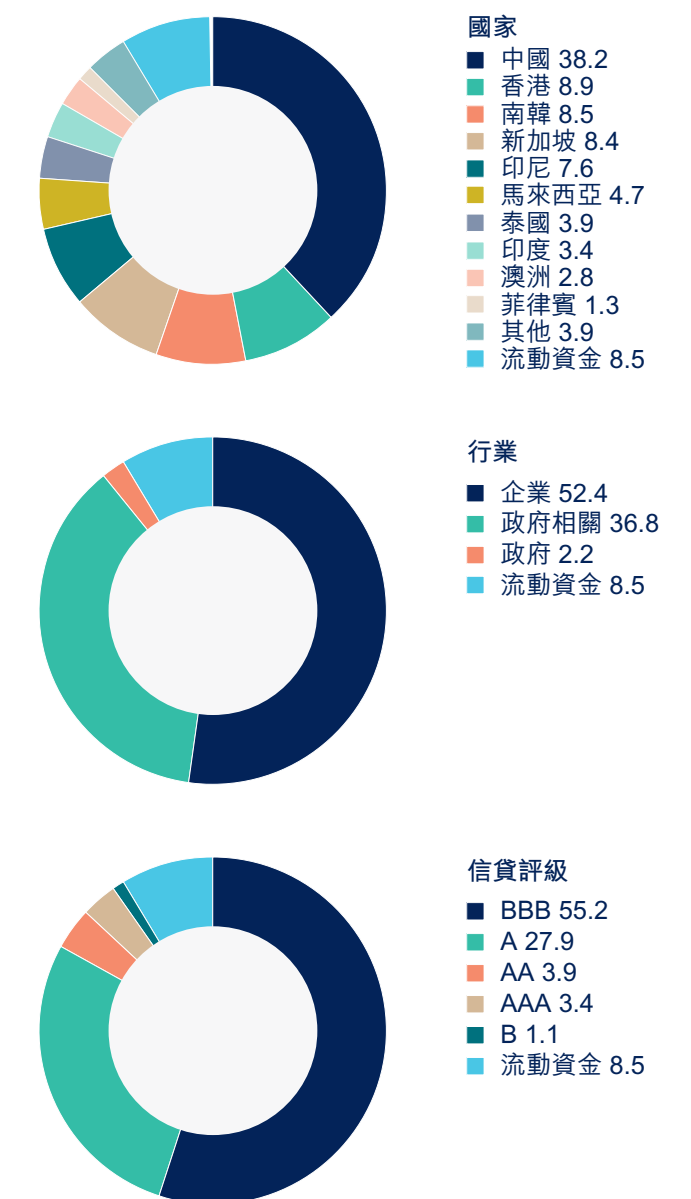
累積表現 - 以美元計算 (%)¹

	3 個月	年初至今	1 年	3 年	5 年	自成立日
第一類 (美元 - 累積)	-4.7	-4.3	-5.5	7.5	12.7	80.3
指標 *	-3.6	-3.6	-2.4	11.8	18.1	139.6

年度表現 - 以美元計算 (%)¹

	2021	2020	2019	2018	2017
第一類 (美元 - 累積)	-1.8	5.9	10.9	-1.3	5.6
指標 *	0.0	6.9	11.0	0.0	5.5

資產分配 (%)¹



十大持股 (%)¹

股票名稱	%
People's Republic of China (Government)	4.9
China National Offshore Oil Corp	3.0
Indonesia (Republic of)	2.7
PCCW LTD	2.6
Korea Investment Holdings Co., Ltd.	2.4
China Mengniu Dairy Company Limited	2.1
China Overseas Land & Investment Ltd	2.0
Temasek Holdings (private) Ltd	2.0
Bank of Communications Co Ltd	1.8
DBS Group Holdings Ltd	1.7

基金部署

透過出售啤打系數較高的企業，投資組合將信貸風險減低。我們沽出昊華化工、小米、中信股份及中國華融，並賣出了基金於東方資產管理的投資。

除此以外，基金還維持短存續期投資的偏高比重。儘管地緣政治緊張升溫，我們認為通脹壓力仍然令人憂慮，並將觸發聯儲局加息，以更激進的方針應對情況，相信這會刺激國庫券孳息率上升。

2022 年第一季投資展望

Omicron 變種病毒持續引起關注，並且成為焦點所在。話雖如此，踏入 2022 年，歐洲央行將會跟隨美國聯儲局恢復正常的貨幣政策，相信此項變化會構成主要的市場推動力。畢竟，聯儲局主席鮑威爾 (Jerome Powell) 已經轉投鷹派，並放棄通脹持續高企只屬「暫時」現象的說法。我們並不預期聯儲局會大幅加息，但假如新一年的通脹維持於高水平，他們也許便要坦白承認自己後知後覺了。美國股市估值過高，同時信貸息差緊縮，當中尤以美國投資級別債券最為明顯。有鑑於此，在極端寬鬆的貨幣環境步入尾聲之際，我們對高風險資產維持審慎態度。中國政府的房地產及科技行業政策將會影響亞洲信貸市場的投資氣氛，我們亦會密切留意有關發展。

美國通脹率一直徘徊在這 30 年來未見的水平。多個月來，美國聯儲局堅持高通脹現象只屬短期，他們相信供應鏈中斷是物價上升的主因，並且預期經濟活動恢復正常將可紓緩供應鏈瓶頸壓力。問題是，無論現在還是未來，薪酬增長及國內的龐大需求均會持續推動物價上漲。當局忽視這兩項因素的影響，實在令人難以理解。目前，實質利率深陷於負值區域。在無計可施下，美國聯儲局只好在 2022 年加息，才能維持公信力。預期聯儲局將會在未來一年加息三至四次，聯邦基金利率將會升至約 1%。考慮到以往加息週期的終端利率約為 2.25% 至 2.5%，這次的加息步伐相對溫和。有趣的是，即使通脹高企及加息預期上升，十年期國庫券的孳息率仍然低於 1.5%。我們相信，最近數週的 Omicron 變種病毒疫情或許是孳息率維持於低水平的原因。另外，在孳息率曲線日益扁平的環境下，市場不止注意到當前通脹

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。

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 2022 年 2 月 28 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。

高企，更顧及加息後增長放緩的影響，這亦可解釋國庫券孳息率較低的現象。過去數十年，美國經濟從未試過陷入停滯性通貨膨脹。就算這並非我們用作預測的基準情況，我們也不能完全排除有關可能性。

韓國銀行已經開始上調政策利率，而新加坡金融管理局亦收緊了政策立場。不過，與發達國家相比，亞洲地區的國內需求未有出現顯著復甦，該區的通脹情況依舊溫和，故此央行並不急於採取行動。印度及印尼等國曾經受到聯儲局收緊政策及縮減買債規模所影響，如今兩國的狀況均大有改善。印度已從嚴峻的疫情危機中浴火重生，並有望維持投資級別評級。印尼則是主要的煤炭及棕櫚原油出口國，商品價格上升有助其改善國際收支平衡基本面，使其明顯受惠。至於新興市場債券方面，在聯儲局的加息週期中，這個資產類別將繼續表現反覆，或會令印尼及菲律賓的主權及準主權債券息差大上大落。可是，印尼及菲律賓均是啤打系數較低的新興市場債券國家，所以我們會把握該類資產持續疲弱所帶來的入市機會。

在聯儲局的加息週期中，美元往往持續強勢，以致亞洲貨幣偏軟。如果在歐元區通脹加劇至數十年來未見的水平時，歐洲央行開始收緊貨幣政策，上述趨勢也許會迅速逆轉。再者，若然市場預期增長放緩，看好美元的投資者將會進一步減少。此外，亞洲央行加息亦有助減輕亞洲貨幣的貶值壓力。於 2021 年，亞元指數增長超過 3%。假設聯儲局未有積極加息，美元將會逐漸升值。

縱然 2021 年出現多項挑戰，包括華融風暴、中國政府打壓科技企業，以及房地產商持續爆發流動性危機等，此刻亞洲信貸（不包括房地產）的估值水平依然接近歷史高位。面對美國聯儲局即將加息，我們的緩衝空間不多，因此我們需要下調 2022 年的總回報預期。

我們估計，中國政府不會改變政策，未來將會繼續針對科技行業收緊監管及減少房地產商的槓桿水平。雖然如此，我們仍會密切留意當局是否採取較寬鬆的立場或措施以支持增長，原因是有關決定可能會改變籠罩市場多月的投資氣氛。我們認為中國房地產

市場正面臨流動性危機，而不是償債能力危機，當中的關鍵在於中國能夠忍受多久的陣痛。畢竟，房地產行業佔國內生產總值的最少 20%，並會對鋼鐵及水泥等其他行業構成間接影響。重點是，物業市場崩潰將會造成大量職位流失及社會動盪，絕對不容忽視。現在，房地產行業的違約率接近 40%，並且反映於估值之中，可見投資界受到恐慌情緒主導，忽視了基本面因素。然而，2022 年第一季將有大量債券到期，往後數月房地產行業會繼續承受壓力。

儘管中國市場的表現繼續令人擔憂，但亞洲信貸市場卻帶來驚喜。在飽受疫情連月摧殘後，印度經濟強勢反彈，令穆迪將該國的主權展望評級從負面上調至穩定，消除了一眾印度投資級別信貸下調至高收益評級的風險。同樣地，印尼亦從疫情中顯著復甦。作為主要商品出口商，商品價格上升對該國有利。印尼的國際收支平衡情況好轉、通脹溫和，加上本地貨幣政府債券的外國投資者持股比例跌至歷史新低，意味著該國將較以往更能抵禦聯儲局日後加息的影響。

2022 年的亞洲信貸總供應量應與 2021 年大致持平，供應情況相當利好亞洲信貸表現。事實上，個別企業預期聯儲局加息，並早就把握了當前的低息時機，故此於未來一年到期的部分債券已獲預先融資。印度及印尼企業應會受惠於境內融資持續增加，並會減少依賴美元發行活動。同一時間，不少債券的收益率達到高雙位數，中國高收益投資幾乎絕跡。整體上，需求將繼續超越供應，要是中國市場氣氛改變成利好因素，差距將會更加明顯。

總括而言，預料 Omicron 或之後的任何病毒變種均不會妨礙 2022 年上半年的經濟復甦。在經歷近兩年的抗疫工作後，不少國家依然堅持與病毒共存。於疫情期間，聯儲局及歐洲央行的貨幣政策成為主要的市場推動力，並將於 2022 年繼續實施。中國的政策亦會對亞洲信貸表現構成重大影響。考慮到上述因素，我們在新一年會採取審慎態度，同時耐心等待機遇來臨。

資料來源：公司資訊，首源投資，數據截至 2022 年 2 月 28 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。