

每月回顧及展望 | 2022 年 3 月

市場回顧

3 月，亞洲信貸表現未有起色，回報再跌 1.91%，使得本年至今的累計跌幅達到 5.39%。本月表現失利，主要是美國國庫債券孳息率上升所致。月內，十年期國庫債券孳息率增加超過 50 個基點至 2.34%，本年度首季升幅達到 83 個基點。各國對全球最大產油國的俄羅斯實施制裁，刺激油價上漲，加劇投資者對美國通脹升溫的憂慮。此外，美國於 3 月將官方現金利率上調 0.25 個百分點後，聯儲局官員發表強硬言論，觸發了國庫債券的進一步拋售潮。在避險情緒主導市場下，息差持續波動。於 3 月的首兩個星期，拋售現象尤其嚴重。幸好，邁向 3 月底，投資氣氛顯著改善，以整月計，息差收窄 11 個基點。

投資級別債券市場瀰漫避險情緒，原使息差擴大，可是之後息差迅速反彈，更於月底收窄。中國投資級別債券的多項負面新聞拖累個別發行商的表現。中國新冠肺炎病例增加及推出嚴格防疫措施，重燃了市場對增長的憂慮。以海底撈為例，在推出新一輪封城措施的消息傳出後，該公司的債券價格下滑。由於市場預期海底撈的 EBITDA 減少、疫情帶來短期衝擊，以及需求下降削弱對明顯復甦的憧憬，惠譽將海底撈的評級下調至 BBB- / 展望穩定。

中國科技企業接連被除牌的消息，損害行業的投資氣氛。舉例來說，美國證券交易委員會已經將百度及其附屬公司列入預定除牌名單。同時，美團亦面臨評級下調的風險。雖然該公司的部分新措施仍然產生虧損，其公佈的季度盈利卻勝過預期。美團的評級會否下跌將取決於這些新措施能否止損，但標普指出，該公司的收入增長、利潤率改善及虧損少於預期，均有助減低評級下調的風險。

投資級別主權債券表現欠佳，主要是受到美國國庫債券走勢所影響。新興市場信貸的整體投資氣氛傾向避險，息差最初擴大，再於月底回升及收窄。在 3 月，新興市場的強勢貨幣債券錄得大量資金流走，波動持續亦導致供應減少。商品及食品價格上升產生通脹風險，可能使得新興經濟體的貨幣及財政重整政策更加複雜。雖然亞洲投資級別市場的通脹風險大致受控，投資者日益擔心印度的整體通脹水平超越央行目標。另外，在淨商品出口國的印尼及馬來西亞，對外頭寸應會有利經濟發展。

表現回顧

首源亞洲優質債券基金扣除費用後在 3 月報跌 1.93%。

基金錄得負回報，主要源於美國國庫債券孳息率下跌所致。

相對而言，基金的表現與指數相若。儘管我們持有的部分信貸持倉，例如碧桂園的投資價值下滑，我們的整體信貸投資組合仍具防守力，而且我們對美國利率持偏低比重，故此可以抵銷有關影響。

- 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。

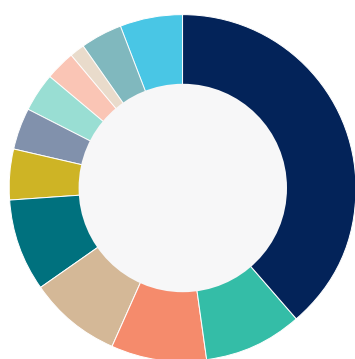
累積表現 - 以美元計算 (%)¹

	3 個月	年初至今	1 年	3 年	5 年	自成立日
第一類 (美元 - 累積)	-6.2	-6.2	-6.9	3.4	10.1	76.9
指標 *	-5.4	-5.4	-3.8	7.7	15.6	135.0

年度表現 - 以美元計算 (%)¹

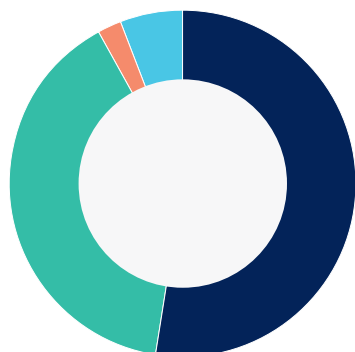
	2021	2020	2019	2018	2017
第一類 (美元 - 累積)	-1.8	5.9	10.9	-1.3	5.6
指標 *	0.0	6.9	11.0	0.0	5.5

資產分配 (%)¹



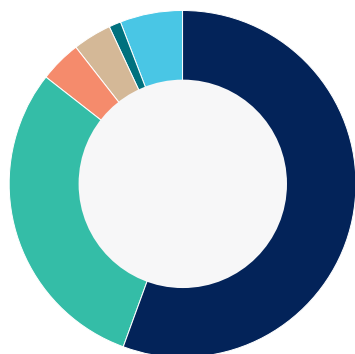
國家

中國	38.7
香港	9.3
新加坡	8.8
印尼	8.6
南韓	8.5
馬來西亞	4.7
印度	3.9
泰國	3.7
澳洲	2.7
菲律賓	1.4
其他	3.9
流動資金	5.7



行業

企業	52.5
政府相關	39.5
政府	2.3
流動資金	5.7



信貸評級

BBB	55.8
A	30.0
AA	3.9
AAA	3.5
CCC	1.1
流動資金	5.7

十大持股 (%)¹

股票名稱	%
People's Republic of China (Government)	5.0
Indonesia (Republic of)	2.9
China National Offshore Oil Corp	2.9
PCCW LTD	2.6
China Overseas Land & Investment Ltd	2.5
Pertamina Persero PT	2.5
Korea Investment Holdings Co., Ltd.	2.4
China Mengniu Dairy Company Limited	2.1
Temasek Holdings (private) Ltd	2.0
United Overseas Bank Ltd	1.9

基金部署

聯儲局加息，令美國利率投資的收益急升，我們將該類持倉的偏低比重調整為中性比重。美國國庫債券價格上升，加上息差擴大，從收益率的角度來看，信貸投資的估值變得具吸引力，因此我們對其持偏高比重。我們增持了中國科技企業阿里巴巴及騰訊、中國國有企業中海油及中石化，以及印尼及印度企業印尼國家石油公司（Pertamina）及印度進出口銀行（Exim Bank India）。在 3 月底息差反彈之際，我們沽出表現疲弱的投資級別房地產企業，包括碧桂園等，從而進一步減低風險。新冠肺炎病例增加及中國實施嚴格的防疫措施，對海底撈構成風險，我們亦減持了在該間公司的持倉。

2022 年第二季投資展望

基於通脹嚴重及持續，美國國庫債券市場大幅重新定價也是意料中事。季內，美國的整體消費物價指數高企，地緣政治緊張局勢升級，再次為供應鏈帶來衝擊。具體來說，俄烏戰爭刺激石油、商品及食品價格上漲，導致未來通脹預期增加。

不少市場參與者均將眼下的美國利率前景與 1994 年的加息週期相提並論。然而，值得注意的是，當時的通脹水平低於目前，而且聯儲局的反應亦較現時迅速。再者，自 1970 年代後，美國經濟便再無出現滯脹現象，換言之，經歷過類似情況的投資者只屬少數。除此以外，疫情持續及俄烏衝突亦為我們分析及應對市場環境增添複雜因素。

東歐地區爆發軍事衝突已經踏入第二個月，假如戰火不止，可能會對亞洲市場構成重大影響。這次戰爭干擾石油及商品供應，令物價大幅上漲，估計將為國際收支平衡帶來壓力。除了馬來西亞外，大部分亞洲經濟體均是淨商品進口國，印度及菲律賓將首當其衝。印尼會面對能源進口價格上升的問題，不過棕櫚油、煤炭及基本金屬等其他商品出口增加，應會抵銷部分影響。印度盧比及印尼盾偏軟，如果情況持續，央行或須大幅加息，以出手干預市場。在較開放的亞洲經濟體中，南韓、新加坡及台灣均於去年第三季開始恢復正常的貨幣政策，並將延續有關措施。預期印尼及馬來西亞將於第二季加息，而菲律賓及泰國則會於年內稍後時

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 3 月 31 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。

間跟隨。我們估計，亞洲各國會逐步推動政策正常化，但毫無疑問，當局較以往更有可能比預期快採取行動。

至於美國方面，拜登政府銳意減少預算赤字，以解決特朗普執政多年期間超支的問題。換句話說，在全球積極應對疫情及俄烏衝突的不明朗因素時，美國將會收緊貨幣及財政政策，導致經濟滯脹的機會增加。正如國庫債券的孳息率曲線所示，3月份的孳息率曲線曾經短暫倒掛，兩年期票據的孳息率一度高於同類的十年期證券。同時，歐洲市場亦承受著類似的通脹壓力，意味著歐洲央行需要展開加息週期。另一方面，日本的通脹率仍然低於央行的2%目標。最近日本政府債券的孳息率上升，可能暗示日本銀行最終也會採取行動，放棄延續多年的極度寬鬆貨幣政策，為金融市場敲響警鐘。

好消息是，在剛結束的全國人大會議上，中國政府確定將國內生產總值增長目標定於5.5%。考慮到房地產市場佔國內生產總值最少20%，而該行業正持續萎縮，我們認為上述目標樂觀。中國極有可能按照清零防疫政策實施大規模封城，未來數月的政府政策應會有利增長。當局可能會推出針對性的財政刺激措施，以支持經濟發展，貨幣政策可望維持寬鬆。在渡過了長達數月的房地產低潮期後，當局的政策立場轉趨溫和，為我們帶來信心。地方政府可能放寬政策，往後數月房地產企業的整体融資環境應會改善。佳兆業集團及恒大集團於下半年進行債務重組，其他發展商的前景將會變得明朗，有助陷於困境的房地產行業改善投資氣氛。

中國國內生產總值增長放緩，打擊信貸市場的投資情緒。我們亦留意到，房地產、教育及科技行業的監管措施增加。在美上市的中國科技股可能被除牌，以及投資者擔心中國出兵台灣可能觸發的美國制裁措施，同樣損害投資者信心。上述多項憂慮並非空穴來風，但由此產生的息差擴大似乎是市場反應過度。有見及此，我們認為個別企業具備投資價值，尤其是科技企業及部分國有企業。

於本季底，亞洲投資級別息差報升192個基點，與五年平均值相若。鑑於全球環境欠明朗，現時估值處於合理水平。不過，在近日美國國庫債券孳息率上升後，亞洲投資級別信貸的「整體」收益率高於4%，反映其潛在回報可觀，特別有利長線投資者。

中國高收益房地產行業的表現乏善可陳，拖累亞洲高收益債券的估值維持於低位。我們持續留意行業轉趨穩定的跡象，包括發展商重回新債發行市場，或恒大集團及佳兆業集團推出債務重組計劃。預料中國高收益房地產行業反彈，將會帶動整體亞洲投資級別市場造好。

美國及歐洲即將展開加息週期，我們對亞洲貨幣維持審慎態度。估計聯儲局快將推出量化緊縮措施，美元會繼續較亞洲貨幣強勢。另外，市場未有充分反映亞洲各國央行更積極加息的情況，因此來季的亞洲利率投資具有潛在上升空間。

資料來源：公司資訊，首源投資，數據截至2022年3月31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。