

首源亞洲優質債券基金

每月回顧及展望

每月回顧及展望 | 2022 年 5 月

市場回顧

回顧 5 月，高風險資產全面下跌後，美國國庫債券報捷，抵銷信貸息差擴大的影響，亞洲投資級別信貸上升 0.49%，亞洲投資級別息差亦增加 8 個基點至 201 個基點。中國宏觀環境疲弱，而且當局實施清零政策，加上新興市場債券錄得大量資金流出，導致亞洲信貸息差高企。我們認為，相對於整體信貸市場，亞洲信貸依然具備不俗的投資價值，不過我們將繼續審慎挑選信貸投資對象，從而應對市場波動。

本月，中證監要求市場為內房發債提供合理的融資支持，顯示中國的政策方向正面。此外，人民銀行將五年期貸款市場報價利率下調 15 個基點至 4.45%，置業融資成本有所降低。該項放寬政策有利於房地產行業的整體氣氛，特別是市場對優質發行商的投資意欲。錦上添花的是，龍湖集團及碧桂園均宣佈有意發行人民幣 5 億元（7,480 萬美元）的信用保證在岸債券。

另一方面，中國的資產管理行業卻迎來好壞參半的消息。長城資產管理押後宣佈 2021 年的財務業績，觸發資產管理企業的短暫拋售潮，情況就像 2021 年的中國華融一樣。有關消息令長城資產管理的債券息差擴大，但之後公司確認其運作正常，更表示會於 2022 年 6 月 30 日前公佈財務業績。至於同樣獲得政府支持的資產管理企業中國信達，由於該公司盈利能力轉差、資本充足率下降及持有的大量物業風險上升，其美元債券評級遭到穆迪下調至 Baa1。與此相反，中國華融宣佈計劃發行最高達人民幣 200 億元（30 億美元）的額外一級資本，而且將於 6 月中舉行臨時股東大會。假如計劃順利進行，該公司的資本充足率將會更貼近同業水平。不同年期的債券全線造好。我們仍然認為，資產管理企業於中國的經濟中扮演重要角色，並將繼續獲得政府支持。有鑑於此，我們維持對中國華融的偏高比重。

在主權債券方面，新興市場強勢貨幣債券出現大量資金外流，而且市場氣氛欠佳，使得息差擴大。雖然上半月市場爆發全面拋售潮，亞洲投資級別主權債券的基本面維持理想。隨著利率靠穩，印尼政府發行兩批 32.5 億美元的伊斯蘭債券，打破集資記錄。有關債券定價吸引，獲得三倍超額認購。我們對印尼及菲律賓發行的投資級別主權債券保持溫和正面態度，同時避免投資於前緣市場。

避險情緒及利率波動損害發行商意欲，亞洲一級發債市場的總發行量依然偏低。本月的發行活動以投資級別發債機構為主，該類機構的新債溢價較高，成功吸引需求，值得留意的例子包括印尼的兩批 32.5 億美元伊斯蘭債券、招商局港口的 5 億美元債券、泰國進出口銀行（Exim Bank of Thailand）的 3.5 億美元債券及新奧能源的 5.5 億美元債券。

表現回顧

首源亞洲優質債券基金扣除費用後在 5 月報跌 0.25%，落後指標 0.48%。

基金錄得負回報，主因是信貸息差疲弱。我們於中國房地產行業的投資表現未如理想。

- 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。

	我們的理據	我們的部署	投資成績
美國利率	市場充分反映未來加息的影響，增長放緩將令美國利率投資窄幅上落。	投資組合將比重低於指標的存續期投資平倉，並維持對美國利率投資的中性比重配置。	中性的存續期配置對投資表現的影響微乎其微。
亞洲投資級別	亞洲投資級別企業的基本面維持穩健。最近信貸息差擴大，估值日益吸引。	投資環境充斥不明朗因素，我們保持審慎態度，集中買入具備強勁基本面及充足資金應對未來市場波動的企業。在一級市場中，我們挑選及增持了多間企業，而且特別考慮到新債溢價產生的估值吸引力。	基金買入的優質印尼準主權債券，例如印尼國家石油公司（Pertamina）及PLN的債券均有助投資表現。信貸息差擴大，基金對信貸息差的偏高比重拖累投資回報。

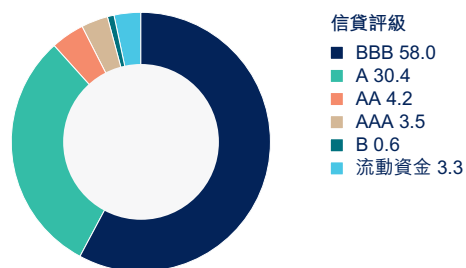
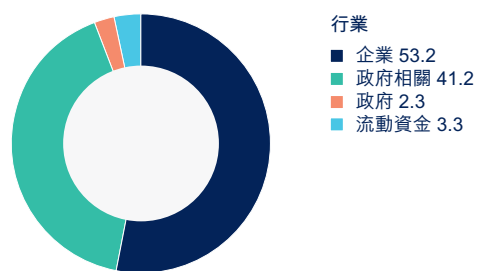
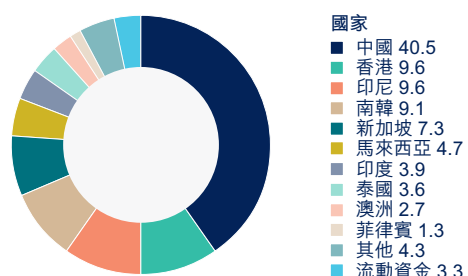
累積表現 - 以美元計算 (%)¹

	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	-8.8	-9.1	-1.2	5.7	71.8
指標 *	-4.1	-7.5	-6.2	3.6	11.6	129.7

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)	5.1
Indonesia (Republic of)	3.5
China National Offshore Oil Corp	2.8
China Overseas Land & Investment Ltd	2.8
PCCW LTD	2.6
Korea Investment Holdings Co., Ltd.	2.5
Pertamina Persero PT	2.3
Perusahaan Listrik Negara	2.2
China Mengniu Dairy Company Limited	2.2
Alibaba Group Holding Ltd	1.9

基金部署

在收益率經歷長期上升後，我們沽出先前持有的美國利率短倉。眼見中國房地產企業的估值吸引力增加，投資組合買入了多間優質的防守型企業，例如萬科、碧桂園、華潤置地及中國海外發展等，並預期這些公司擁有克服未來市場動盪的所需資金。我們亦增持了屬於科技行業的阿里巴巴。另外，透過買入 PLN 的長期債券及印尼新發行的伊斯蘭債券，我們將偏低比重的印尼債券持倉平倉。

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

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 5 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。

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。正如美國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

地產行業低潮期後，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體融資環境應會改善。佳兆業集團及恒大集團料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5月31日。

免責聲明

投資涉及風險，過去表現並不反映未來表現。請參閱有關基金的發售文件以了解詳情（包括風險因素）。本文件所載資料來自首源投資（「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。於法律允許的範圍內，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上述資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。本文件不構成投資意見，且不應作為任何投資決定的依據，或被視為任何投資的建議。未經首源投資預先同意，不得編輯及/或複製本文件的全部或部分資料。

本文件由首源投資（香港）有限公司發表，並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。首源投資為首源投資（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首源投資投資組合的部份持倉，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。於法律允許的範圍內，MUFG及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或資料概不負責。MUFG及其任何附屬公司均不保證本文件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。