

每月回顧及展望 | 2022 年 6 月

### 市場回顧

6 月，息差擴大及美國國庫債券孳息率上升，拖累亞洲信貸市場下跌 2.28%，使得本年度曆年至今的虧損達到 10.7%。發達國家通脹升溫，加上潛在經濟衰退引起恐慌，進一步觸發市場的避險情緒。與此同時，中國的清零政策持續為亞洲經濟前景帶來陰影，導致亞洲投資級別息差增加 3 個基點至 206 個基點。因此，我們將繼續嚴格挑選信貸投資，以應對市場動盪。

在亞洲投資級別債券方面，中國科技行業傳出多項利好消息，包括中國國家新聞出版署公佈本年度第二批遊戲版號，批准發行共 60 款新遊戲。監管機構亦推出計劃，允許約一年前下架的滴滴出行重返 Apple 的中國應用程式商店。雖然中國政府否認螞蟻集團重新展開首次公開發售的傳聞，但其採取的更溫和立場為科技公司的息差提供支持。儘管如此，有關措施卻無法帶動企業債券回升。過去數月，隨著息差吸引力增加，我們逐步增持中國的科技公司，而且密切留意該類企業的表現。以資產管理公司為例，中國華融宣佈出售旗下的銀行附屬公司，有利信貸投資表現，並在其後獲得標準普爾看好。此外，華融還行使贖回權，以贖回在岸債券，故此我們維持對該公司的偏高比重。

月內，投資級別主權債券維持穩健的基本面，評級機構上調了多個國家的展望。舉例來說，考慮到強勁的外圍環境及經濟復甦，標準普爾將馬來西亞的主權評級定為 A-，並將展望從負面提高至穩定。惠譽亦對印度授出 BBB- 評級，再將展望從負面上調至穩定。我們對投資級別主權債券維持溫和正面態度，並且避免投資於前緣市場。

避險情緒及利率波動損害一級市場的投資氣氛，亞洲一級債券發行量依然偏低。本月的發行活動以投資級別的發債機構為主，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中國中鐵、韓國農協銀行（Nonghyup Bank）、教保生命保險（Kyobo Life Insurance）及韓華能源（Hanwha Energy）。

### 基金部署

月內，基金配置大致維持不變。投資組合買入了碧桂園，我們估計該公司能夠應付中國房地產市場的巨變。我們亦對美國國庫債券持偏高比重，以作為衰退憂慮成真時的避險工具。

### 表現回顧

首源亞洲優質債券基金扣除費用後在 6 月報跌 1.86%，落後指標 0.32%。

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及印尼信貸市場的投資未能取得理想成績。

- 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	假如市場的衰退憂慮成真，美國長期債券可望收復失地。	於月底，我們對美國長期債券持偏高比重。	美國長期債券的偏高比重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，不過信貸市場的劇烈波動可能會延續一段時間。	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。基金的信貸風險下降，並沽出了菲律賓及印尼的主權債券。	與指標相比，基金的印尼及菲律賓主權債券比重較低，對博彩企業（例如金沙中國有限公司）也持偏低比重，對回報有利。遺憾的是，基金持有的印尼準主權債券拖累了投資表現。

## 2022 年第三季投資展望

在 2022 年上半年，通脹創下新高，市場擔心聯儲局迅速收緊金融政策及歐洲央行跟隨有關措施，主要資產類別表現欠佳。不少投資者更猜測，若然日本通脹持續升溫，日本銀行最終或要放棄控制摺息率曲線的政策。我們的數據顯示，美國及歐洲的通脹率約為 8%，達到 40 年來最高位。截至目前，聯儲局已經在別無選擇下合共加息 150 個基點，而且更有機會在之後兩次會議上各自加息 75 個基點。有見及此，市場開始考慮終端政策利率在 2023 年中前達到約 3.5% 的影響。在歐洲市場方面，現時普遍預期歐洲央行會在 7 月首次加息，幅度將為 25 個基點。其後，該行應會在 9 月加息 50 個基點，再於之後的每次會議上將息率調高 25 個基點，直至 2023 年 3 月為止。在一連串的密集加息後，利率升幅將合共達到 175 個基點。於可見將來，各地區的終端政策利率仍會遠低於通脹率。然而，市場早就在極短時間內充分反映了加息因素。換言之，要是第三季通脹轉趨溫和，美國及歐洲的長期債券也許會出現反彈，並抵銷加息預期上升的影響。

對西方各國來說，通脹是一項棘手的問題。聯儲局曾經堅信通脹只屬暫時現象，如今卻要背負抑制通脹的艱難任務，以維持自身的公信力。另外，該局亦要致力確保美國經濟軟著陸。聯儲局面對的最大挑戰，在於其無法控制造成通脹的各項因素。首先，在俄烏兩國停火前，商品及食品價格均會處於高位。其次，在疫情後，儘管全球供應鏈復甦有助推動一切恢復正常，但這個過程並非一蹴而就。

投資者日益擔心美國陷入衰退，有多項跡象顯示經濟放緩會提早出現。汽油及食品價格上漲造成通脹高企，消費者信心難免受挫。同時，成本壓力增加以致企業轉趨謹慎，也會削弱營商信心。加息衝擊物業市場，加上最近股市下跌，亦對個人消費者的資產及消費模式產生影響。

自年初以來，投資者努力應對聯儲局加息、俄烏戰爭及中國實施政策引發經濟放緩的影響，信貸市場普遍抱持審慎態度。在年中，美國投資級別債券錄得大量資金外流，息差擴大約 60 個基點，當前美國衰退的機率達到 40%。相比之下，亞洲投資級別債券表現較佳，同期息差只擴大 25 個基點，主要原因是科技行業帶來利好因素。如果投資市場反映更多美國或全球衰退的影響，企業的信貸息差普遍會繼續擴大。話雖如此，按照整體摺息

率計算，亞洲投資級別債券的吸引力極高。中國經濟復甦，而且當局進一步放寬政策及減輕對科技行業的監管打壓，料會為該資產類別提供額外支持。我們亦相信，大部分亞洲投資級別發行機構能夠維持穩定的基本面。

在爆發拋售潮後數月，不少中國房地產發展商的成交量暴跌，多間傳統資產管理機構亦選擇沽出持股或保持觀望，可是有關該類發展商的消息依然是焦點所在。基於成交量下跌，就算是一般不會嚴重影響債券價格的消息，也會觸發市場明顯波動。未來數月，多間中國發展商的債券將會到期，行業動盪或會加劇，不過我們相信最壞的情況已成過去。自 2021 年底起，當局實施了更有利的政策，並可能在日後繼續增加放寬措施。問題是，中國的清零政策將持續帶來下行風險，妨礙行業復甦。有鑑於此，即使政策放寬，銀行向房地產商貸款時仍會維持保守態度。只要中國不解除封城狀態，物業預售數字便不太有機會顯著回升。幸好，我們預期下半年疫情好轉，將為預售數據提供支持。恒大集團及佳兆業集團的債務重組計劃漸趨明朗，同樣會進一步改善投資氣氛。

在聯儲局積極加息及量化縮表下，自 2021 年 6 月起美元明顯增強。未來數月，美元走勢將與歐洲央行的貨幣政策息息相關。在 2022 年上半年，聯儲局穩步推行貨幣政策正常化，反觀歐洲央行則面對重重障礙及風險。增長乏力、消費需求疲弱、俄烏戰爭持續帶來不明朗因素，而且歐洲外圍國家應對加息的能力引起憂慮，意味著歐洲央行應該不會如市場預期般積極加息。歐洲央行能否實現貨幣政策正常化，不單要視乎經濟數據，更要取決於該行能否順利解決歐盟政局變化、能源價格引發通脹、供給衝擊及戰爭帶來的複雜問題。假使情況變差，歐洲各國也許就要推出更多財政支持措施。

亞洲經濟體的通脹水平普遍高於各自央行的目標，但遠遠不及美國和歐盟。在通脹溫和、疫情後經濟重啟及消費者需求復甦的各項因素交織下，亞洲地區的貨幣政策相對寬鬆。由於缺乏獨特的驅動因素，短時間內亞洲貨幣將會延續現時的弱勢。我們將留意聯儲局會否暫停加息及中國經濟是否復甦，以決定是否重拾對亞洲貨幣的信心。在利率投資方面，物價持續上漲，大部分央行料會進一步加息控制通脹，惟中國將會是例外。正因如此，我們會待估值達到更吸引的水平時，才增持本地貨幣債券。

資料來源：公司資訊，首源投資，數據截至 2022 年 6 月 30 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。