

每月回顧及展望 | 2022 年 11 月

市場回顧

今年的市況幾乎是一面倒向下，好消息是息差大幅收窄及美國國庫債券上揚，推動亞洲信貸市場於十一月反彈 5.47%。十月的消費物價指數落後預期，市場認為近日鮑威爾的言論偏向溫和，標示著加息步伐放緩，不過短時間內終端利率仍有可能上升。中國放寬清零政策亦有助亞洲信貸市場表現，亞洲投資級別債券的息差減少 37 個基點至 201 個基點。鑑於衰退風險尚未消散，儘管十一月的投資氣氛樂觀，我們於管理信貸投資時繼續傾向防守。

對於亞洲投資級別債券來說，雖然本地宏觀數據（例如出口數字、信貸增長、服務業採購經理指數及通脹）依然疲弱，但在中國政府宣佈廣泛放寬清零政策後，市場氣氛有所好轉。隨著出行限制及封城措施逐步解除，中國房地產債券價格回升 10 至 30 點。高評級發行商的違約風險相信已大幅降低，當中包括萬科企業及龍湖集團等。至於其他亞洲消息方面，在馬來西亞的大選中，並無任何單一政黨取得大多數議席，故此該國將出現首個由多個黨派主要成員組成的聯合政府。馬來西亞國債表現堅挺，同時馬來西亞令吉造好，原因是在經歷三十年的等待後，長期擔任反對派領袖的安華（Anwar Ibrahim）宣誓就任首相，市場憧憬當地政局趨向穩定及政策實施成效提高。

本月，主權債券息差走勢大幅逆轉。縱然新興市場債券普遍繼續錄得資金流出，強勢貨幣債券開始獲得青睞，吸引資金重新流入。印尼、菲律賓及馬來西亞的主權債券止跌回升，表現向好的還有多項準主權債券，例如印尼國家石油公司（Pertamina）、印尼國家電力公司（PLN）及馬來西亞國家石油公司（Petronas）。中國放寬清零政策，利好前緣市場債券的投資氣氛，特別是蒙古的債券。於十一月，前緣市場的十年期指標債券上升 10 個基點。由於整體市場氣氛樂觀，斯里蘭卡及巴基斯坦債券同樣報捷。然而，經濟基本面欠佳及再融資需求高企，以致該類主權債券的價格徘徊於低位。印尼國家電力公司（Perusahaan Listrik Negara）及 Indonesia Asahan Aluminum 等印尼準主權債券的息差維持理想，但投資級別主權債券的估值日益上升，我們暫時會對前緣經濟體維持審慎態度。

國庫債券及信貸息差強勢反彈，可惜亞洲一級市場的總發行量繼續處於低位。

基金部署

在市場回溫下，投資組合增加信貸存續期配置，並買入估值維持吸引力的發行商。基金投資於營多（Indofood）、印尼國家電力公司（PLN）及華融，並且獲利沽出了部分騰訊債券。

表現回顧

首源亞洲優質債券基金扣除費用後在十一月報升 4.99%，領先指標 1.13%。

基金錄得正回報，主要是信貸息差收窄所致，而我們投資的中國房地產商帶來了最大的貢獻。

- 本基金主要投資於亞洲政府或半政府機構發行人及/或在亞洲成立、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	即使犧牲經濟增長，聯儲局還是會積極加息，美國利率仍有繼續上升的空間。	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。	戰術性配置的比重與指標大致相若，對投資組合的表現造成輕微正面影響。
亞洲投資級別	亞洲投資級別企業的基本面維持穩健，可是信貸市場的劇烈波動可能會延續一段時間。	我們繼續對信貸投資抱持審慎態度，不過在信貸市場急劇逆轉後，我們挑選出相信尚具價值的個別企業，再增持信貸存續期投資。	基金持有的中國房地產債券表現出色，惟與指標相比，我們的印尼及菲律賓主權債券比重較低，因此抵銷部分正面影響。

2023 年第一季投資展望

今年，亞洲信貸市場表現受到三大主題所推動，包括在通脹創紀錄高位時美國聯儲局收緊貨幣措施、投資者對中國市場，特別是清零政策的負面情緒，以及全球衰退憂慮。縱然上述因素料將繼續左右 2023 年的市場氣氛，其對市場表現的影響應會減少。亞洲信貸市場將迎來全球金融危機後的首次雙位數下跌。話雖如此，該市場的負回報只有低雙位數，勝過跌幅接近 20% 的全球債券及下挫 20% 的新興市場債券。亞洲投資級別債券的整體收益率接近 6%，高於歷史平均值的 4%，對長線投資者來說尤其具吸引力。儘管在嚴重衰退期間，信貸息差仍有機會擴大，但美國國庫債券孳息率處於歷史高位，有助發揮充分緩衝作用，對抗信貸息差擴大的風險。考慮到債務比率穩定及現金結餘水平維持健康，我們相信亞洲投資級別企業的基本面穩健，有利該資產類別在低迷時期保持強韌。

短期來看，只要失業率維持於低位，美國聯儲局便會繼續將政策利率上調到 5.00% 至 5.25%。物價有機會繼續上升，只是由於基數較高，增長幅度或會放緩。鑑於通脹可能已經見頂，市場對聯邦基金終端利率的預測應不會繼續上升。美國的樓市數據欠佳、科技企業裁員及半導體行業發展停滯，足證當地經濟增長放緩；長期利率反映更多不明朗因素，這或解釋了為何最近美國的收益率曲線顯著倒掛。然而，目前有關減息的任何討論都是言之尚早。

在中共舉行第二十次全國代表大會後，國家主席習近平得以鞏固權力。我們留意到，中國的政策有利市場發展，顯示該國加快處理經濟增長乏力的問題，並專注於基建投資。自本年初起，當局開始逐步推出政策措施，以拯救陷入困境的國內房地產行業；到

了 2022 年十一月，政府的政策及經濟支持更是大幅增加。我們期望，中國將會穩定地並逐步加大幅度放寬清零政策。房地產行業的一手銷售低迷，下行風險猶在。在過去一段漫長的日子，中國房地產行業經歷了由政策引發的流動性危機。我們相信行業已經渡過最黑暗的時期之前，一手市場的銷售復甦繼續是部分私人發展商長遠存亡的關鍵。除非有充分證據證明一手市場銷售反彈，否則房地產企業債券應會繼續波動，政策帶來的樂觀情緒及脆弱的基本面因素將會不斷左右價格走勢。

根據我們的預測，日本銀行將維持孳息率曲線控制計劃，最少直至 2023 年四月黑田東彥離任前。近日日本重新開放入境，可望刺激增長數據短暫反彈。不過，當地的成本上升推高通脹，而且薪酬增長偏低及消費疲弱持續帶來挑戰。假如日圓匯率再次下挫，我們不排除當局會調整當前的孳息率曲線控制計劃；但由於日本銀行擁有龐大的儲備，因此亦可能會採取干預外匯市場的操作。換言之，中期而言，日本銀行料會將日本政府債券的孳息率維持於穩定水平。

於 2022 年美元走勢強勁，可是現在卻開始出現回落跡象。歐洲央行收緊政策措施的進度落後，我們傾向認為歐元及其他亞洲貨幣兌美元的匯價有望上升。相比起發達市場，個別亞洲市場的通脹相對溫和，而且利率較低。隨著中國經濟重啟，亞洲地區的經濟活動增加，當地貨幣將會迎來上升空間。

投資者仍然擔心經濟衰退前景。在歐洲部分經濟體及英國，食品及能源供應鏈或會面對進一步衝擊。尤其是在 2022 年的大部分時間，實際可支配收入持續下跌，勢必對經濟造成影響。此外，在俄烏未見停火及中美貿易緊張持續醞釀下，地緣政治憂慮繼續為全球帶來嚴重衰退威脅，並且支持美元上揚。於 2023 年，上述問題的影響將會加劇。

資料來源：公司資訊，首源投資，數據截至 2022 年 11 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。