

每月回顧及展望 | 2023 年 3 月

### 市場回顧

亞洲信貸市場三月報升 0.90%。隨著歐美銀行業動盪發酵，亞洲投資級別信貸息差擴大。同時，遠洋集團延期支付票息，再次刺激市場波動，以致亞洲高收益債券回吐年初至今的絕大部分增長。月內，亞洲投資級別債券息差擴大 27 個基點至 195 個基點，亞洲高收益債券息差上升 124 個基點至 870 個基點。縱然美國聯儲局進一步加息 25 個基點，但在銀行業危機下，十年期美國國庫債券孳息率亦告急跌，市場對經濟前景感到悲觀。利率飆升的影響足以蓋過息差擴大，支持亞洲信貸市場造好。

矽谷銀行月初倒閉引發全球避險情緒，加上瑞信的額外一級資本證券減值，拖累亞洲信貸市場表現。亞洲發行人的額外一級資本證券出現不同程度的拋售，不過相比起其他市場，亞洲信貸的息差擴大幅度相對輕微，原因是亞洲地區的主要銀行擁有強勁的技術基本面及穩健的內在信貸狀況。我們審慎警惕突發的負面因素，惟按照目前為止的分析，美國三間地區銀行倒閉及瑞信被逼賣盤予瑞銀，將對亞洲造成較少影響。在以往的危機中，亞洲銀行獲得政府提供預防性流動資金支持的機率高於歐美銀行，因此我們預期亞洲的額外一級資本證券較全球其他地區更加堅挺。亞洲主要銀行就矽谷銀行直接承擔的風險極微，而且持有至到期投資的未變現虧損有限，同樣有利他們應付衝擊歐美同業的市場動盪。另外，中國經濟重啟的概念繼續利好其他亞洲投資級別債券的市場氣氛。

至於亞洲高收益債券方面，在矽谷銀行及瑞信爆發危機後，市場瀰漫避險情緒，中國房地產企業債券息差擴大。指標性企業遠洋集團宣佈延期支付永續債券票息，金額達到 2,060 萬美元，導致市場出現恐慌性拋售。多間私營企業的債券價格下跌 8-10 個基點，當中包括碧桂園。其後，考慮到市場的激烈負面反應，遠洋集團決定支付票息。投資氣氛於月底改善，以碧桂園為首的高收益房地產債券價格回升。然而，由於遠洋集團核數師就發展商的審計報告意見為「保留意見」，並質疑公司持續經營的能力，因此其債券價格繼續受壓。

在避險情緒影響下，亞洲主權債券息差上升。投資級別主權債券及準主權債券的息差變動與美國國庫債券大致相稱，對債券價格造成溫和影響。同時，市場上的高收益主權債券繼續承受下行壓力。以斯里蘭卡債券為例，即使國際貨幣基金組織為該國安排重組計劃，令債券持有人的前景更加明朗，有關債券仍然面對不利因素。

整體發行量於 2023 年三月有所減少。發達市場起伏跌宕，金融行業的債券發行量回落。話雖如此，投資級別市場依然出現不少優質選擇。舉例來說，韓國石油公社（Korea National Oil Corporation）、浦項鋼鐵（POSCO）、韓國進出口銀行（Export-Import Bank of Korea）及住友商事株式會社（Sumitomo Corporation）均獲得投資者青睞。

### 基金部署

基金預測未來一季的市場動盪不定，並繼續投資於有條件克服潛在低迷的優質債券。我們已買入價格吸引的印尼準主權債券，包括印尼國家石油公司（Pertamina）及營多（Indofood）的債券。鑑於中國科技行業的監管壓力減少，我們亦買入阿里巴巴及騰訊等中國科技公司的長期債券。

在一手市場中，基金參與了住友商事株式會社（Sumitomo Corporation）的發行活動，並於本月較後時間，趁息差收窄的機會沽貨套現。

- 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分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

## 表現回顧

首源亞洲優質債券基金扣除費用後在三月報升 0.97%，落後指標 0.54%。

相對而言，基金跑輸指標，原因是我們持偏高比重的中國房地產債券及印尼準主權債券回吐近日的部分升幅。不過，本月的歐美銀行業危機引發市場避險情緒，美國國庫債券大幅增長，抵銷了部分負面超額回報。

	我們的理據	我們的部署	投資成績
美國利率	聯儲局的加息週期日益接近尾聲，加息步伐有望放緩。然而，物價將維持於高位，減息的可能性不大。	投資組合對美國利率投資的配置從中性轉為偏高比重。	相比起指標，基金的美國利率投資比重偏高，適逢月內美國利率顯著上升，有利投資組合表現。
亞洲投資級別	亞洲投資級別企業維持穩健的基本面，但過去數月該類債券急升，導致我們維持審慎態度。	在一手及二手市場中，投資組合對發行溢價吸引及仍有價值的優質債券作出戰術性投資。	基於息差擴大，基金持有的中國房地產企業債券及印尼準主權債券表現欠佳。相比起指標，投資組合對印尼及菲律賓主權債券持偏低比重，抵銷了部分落後表現。

## 2023 年第二季投資展望

年初，美國通脹放緩，聯儲局的加息步伐轉趨溫和，高風險資產備受追捧。中國全面放寬清零政策後，市場情緒進一步升溫，以致信貸市場估值不再反映任何全球衰退的風險。儘管全球增長的不明朗因素未除，亞洲信貸的整體收益率偏高，吸引我們繼續看好該類資產。

近期美國經濟強韌，勞工市場維持緊張，職位增長帶來驚喜。企業盈利繼續處於理想水平，但我們對前景更趨審慎。我們認為，整體數據領先預期（特別是勞工市場數據）可能掩蓋了美國經濟的疲弱問題。有關情況或於 2022 年第四季已經出現，當時美國主要的科技企業展開裁員潮，明顯反映前景未如理想。近月，美國的進口量明顯大幅放緩，同時我們發現亞洲出口量銳減。現時利率偏高，不少美國人陷於按揭利率高企的困境，樓市開始承受壓力。隨著消費物價暴升，實際可支配收入難免下降。就算未來通脹放緩，消費也會受到嚴重影響。我們估計，只要失業率維持於低位及經濟不斷增長，美國聯儲局便會繼續於每次會議上將政策利率增加 25 個基點。我們亦相信，聯儲局難以在不造成衰退的情況下持續加息。換言之，衰退已經迫在眉睫，唯一的問題只是衰退的發生時間及深入程度。

面對俄烏戰爭及其他多項挑戰，歐元區經濟與美國一樣維持穩定。不過，通脹繼續構成嚴重問題，加上目前歐元區承受的影響較美國嚴重，意味著歐洲央行可能會維持強硬立場，並追上美國聯儲局的政策緊縮步伐。話雖如此，歐元區因應俄烏戰爭持續而作出調整後，能源庫存維持於高水平，故能更充分地應對能源衝擊，令我們感到放心。假如戰局加劇，上述情況應有助消除對通脹數據進一步急升的憂慮。

資料來源：公司資訊，首源投資，數據截至 2023 年 3 月 31 日。

另一方面，日本於去年十月重開邊境，可惜未能有效刺激經濟活動強勁復甦。事實上，日本的增長動力更出現放緩跡象。受到全球需求轉差，特別是歐美需求疲弱所影響，日本的出口量有所減少。此外，我們亦不太相信中國重啟能提供日本所需的支持。縱然日本於過去三十年陷入螺旋式通縮，現時的高通脹環境對該國來說卻不是好消息，原因是這次通脹是由物價，而非需求所推動。日圓疲軟使問題雪上加霜，對消費構成影響。近日，日本銀行表示不會因供應問題而改變貨幣政策，惟我們不會完全排除收益率曲線控制進一步擴大的可能性。我們相信日本銀行會繼續改善日圓過分疲弱的問題，並在必要時逐步改變貨幣政策。

於 2022 年底，市場憧憬美國聯儲局放慢加息，加上中國重啟帶動正面氣氛，亞洲信貸市場延續強勁升勢，投資級別債券估值領先歷史平均值。然而，我們仍然看好亞洲投資級別債券的信貸基本面，並且估計信貸評級不會出現重大變動。債券供應亦應維持疲軟，有利債券需求及供應技術因素。如果聯儲局繼續上調最終利率，亞洲投資級別債券的整體收益率將高達約 6%，吸引力不容忽視。換句話說，儘管全球經濟前景審慎，我們依然看好亞洲投資級別債券。在中國房地產債券帶動下，近期亞洲高收益債券表現出色，預期之後的增長將會放緩。我們相信房地產債券的低潮已經過去，但未來的預售數字必須大幅上升，才足以推動債券價格繼續增長。先前數月，亞洲貨幣升勢凌厲，之後市場開始反映聯儲局的最終基金利率上升，支持美元收復失地，導致亞洲貨幣回落。預期有關趨勢將持續較長時間，亞洲貨幣進一步貶值將為投資者提供更吸引的入市機會。相比起發達市場，亞洲的通脹數據相對溫和，因此我們估計大部分亞洲央行將暫停加息。

### 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。本資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準確的資料，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。在法律允許的範圍內，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本資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。本資料並不構成投資建議，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 / 或複製本資料所載全部或部份資料。

此資料乃由首源投資（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。

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。

在法律允許的範圍內，MUFG 及其附屬公司對本資料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資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料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。