

問答篇

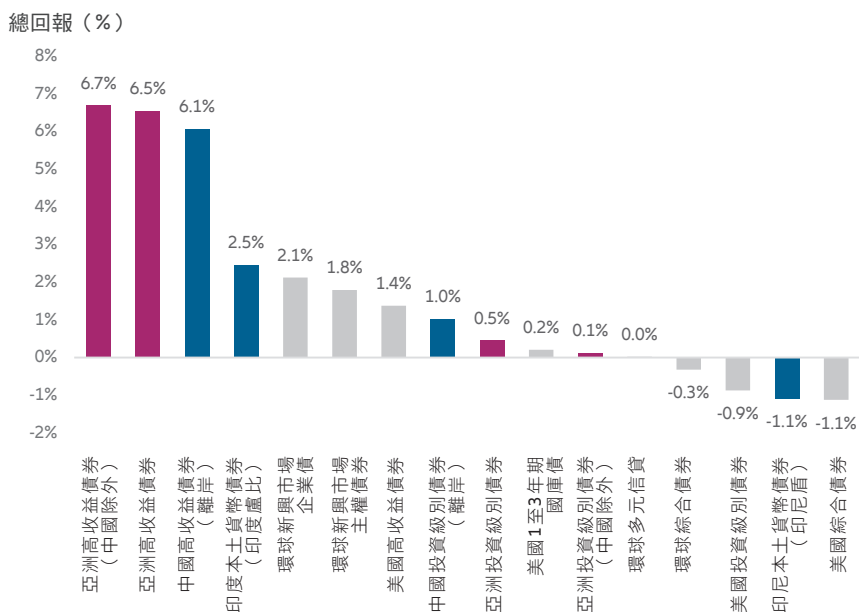
亞洲固定收益市場展望

1. 亞洲固定收益資產年初至今的表現十分理想，您提到了亞洲經濟的宏觀條件利好，能詳細說明一下嗎？

我們對亞洲本年度以及未來數年的宏觀前景持樂觀態度（圖1）。

今年，電子產品補庫存和人工智能芯片需求日益增長的趨勢將支持亞洲科技週期溫和復蘇。這意味著今年以

圖1: 年初至今，亞洲固定收益市場的表現優於其他固定收益市場



資料來源：彭博、洲際交易所美銀及摩根大通指數；安聯投資，截至2024年3月25日。除非另有訂明，否則指數回報以美元計算。亞洲投資級別債券／高收益債券（中國除外）的估計來自2023曆年的回報，公式如下：

$$\left(\text{亞洲債券參考指數 [摩根大通亞洲信貸指數]} \text{回報} - \text{中國參考指數回報} \times \text{中國在參考指數的權重} \right) / \text{不包括中國的參考指數權重}$$

要點

- 亞洲固定收益自年初以來在其他固定收益市場上表現出色。
- 展望未來，我們相信亞洲已進入一個多年的良性循環，因為更強大的經濟基本面、親改革的政府、優越的基礎設施生態系統、有利的人口結構和相對政治穩定將使該地區能夠抓住新的增長機會並吸引大量資本流入。反過來，這將導致較低的外匯波動性和當地債券和信用債券的顯著重新定價。
- 我們喜歡亞洲信用債券，因為它正處於良好的信用週期，並且違約週期即將結束。對於想要穩定獲得收益的投資者來說，亞洲信用債券可能會繼續提供穩定和有競爭力的收益。我們對亞洲高收益市場也持樂觀態度，因為違約週期即將結束，投資者有機會獲得有吸引力的收益。



曾錚 Jenny Zeng
亞太區固定收益首席
投資總監

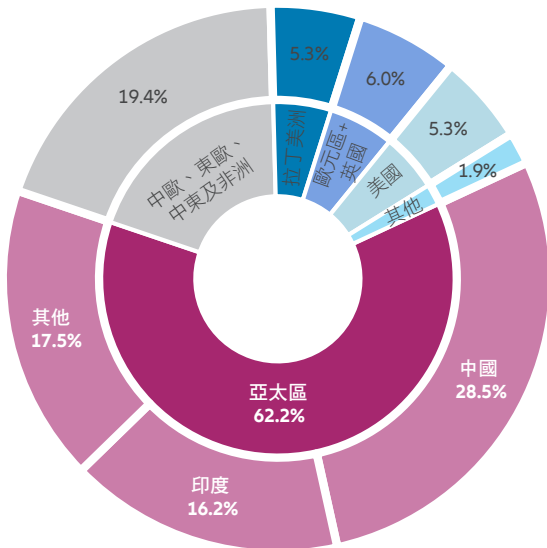
電子產品出口為主的亞洲國家有望迎來一波週期性的經濟增長。中長期看，除中國以外的亞洲國家，特別是東盟國家，將持續獲益於供應鏈的多元化，從而加速形成固定資本，為經濟持續增長帶來動力。除此之外，亞洲國家內部需求的增長也將繼續支持相對於全球其他國家和地區更高的經濟增長率。根據國際貨幣基金組織的預測，估計亞洲今年將貢獻約62%的全球增長(圖2)。

關於通貨膨脹，許多發達國家目前面臨著核心通脹居高不下下的挑戰，而亞洲大部分國家並沒有這個問題。亞洲的通脹趨勢可控，核心通脹勢頭會繼續放緩。因此，良好的經濟增長勢頭和溫和的通脹走勢為亞洲固定收益資產提供了穩健的宏觀背景，其表現有望超越其他固定收益市場。

放眼長線，我們與世界銀行的觀點不謀而合 - 也就是亞洲經濟體在未來10年期間的生產力和潛在增長率將會在全球名列前茅，並達到高峰。在過去的20年，亞

圖2:亞洲國家今年將貢獻全球增長的約62%

國際貨幣基金組織2024年國內生產總值增長預測



資料來源：國際貨幣基金組織、安聯投資，截至2023年9月30日。

洲國家的主權評級獲得顯著提升。比如說，印尼，菲律賓，印度成功的從非投資等級升級成為了投資級，而我們認為這個趨勢將在未來十年繼續下去。(圖3)。

因此，我們預期亞洲區將開啟一個良性循環。這最終帶來外匯波動率的降低，信貸利差的收緊，亞洲與其他債券市場相關率的降低，從而推高亞洲固定資產大類的定價。

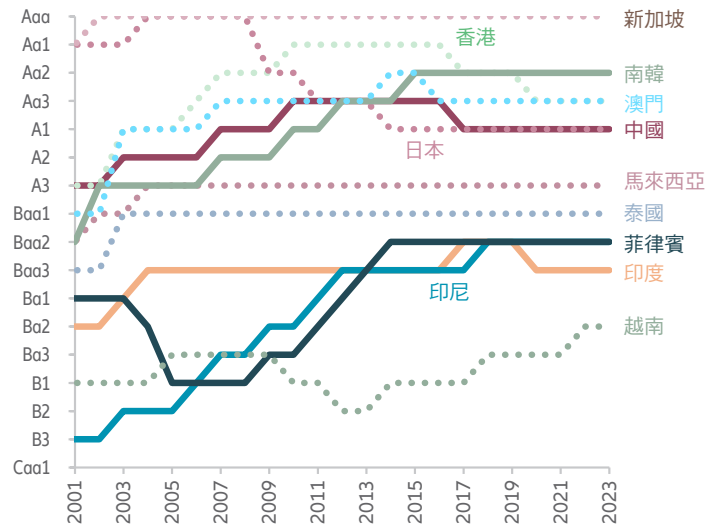
因此，我們相信亞債市場不僅可在今年會有優越的表現，它也能為投資者長期帶來理想以及多元化的潛在投資回報。

2. 根據年初至今的強勁表現，您對亞洲定息收益市場/亞洲信用貸市場目前的估值有何看法？

在疫情期間，全球通脹加速。一些新興市場國家，比如

圖3:亞洲主權債券的評級趨勢正面

過去20多年主權信貸評級趨勢



資料來源：彭博、安聯投資，截至2023年12月31日。

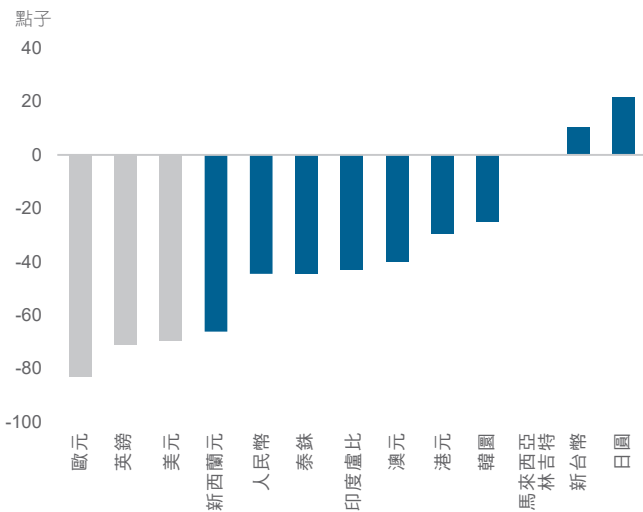
拉丁美洲，和歐美等發達國家的中央銀行不得不在短期內快速大幅升息。而相比之下，亞洲國家的中央銀行並沒有採取同樣激進的升息週期，反而是通過多樣的政策，包括外匯儲備干預，資本流動性措施，供應面政策以及準財政補貼等多元化的政策工具，來降低通脹的衝擊。

整體而言，亞洲的總通脹率以及通脹意外上升的情況始終低於其他地區。除了少數幾個國家，亞洲大部分國家在今年之前便已達到各自的通脹目標。再加上亞洲今年更具有韌性的經濟增長，亞洲的中央銀行今年的降息幅度也不會像其他國家和地區那麼大（圖4）。

也就是說，今年亞洲債券相對於發達國家債券，由於

圖4:亞洲各國央行將進行的寬鬆政策程度較其他發達市場為低

引伸政策利率的市場定價（截至2024年12月）



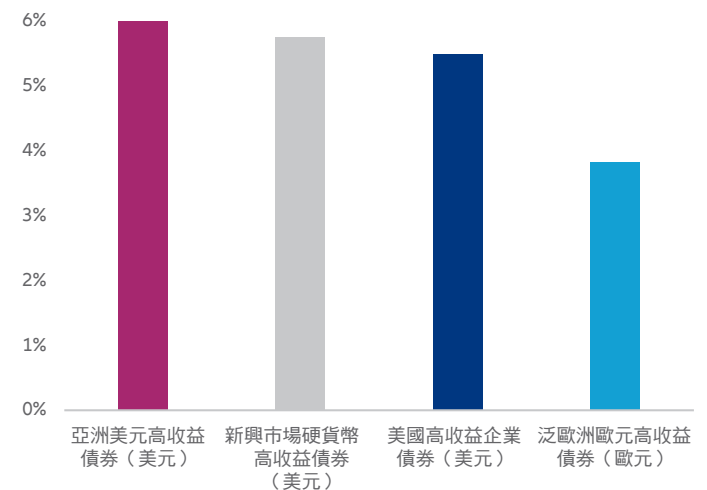
資料來源：彭博、安聯投資，截至2024年2月29日。

利差的減少，亞洲債券的收益率會更有吸引力，從而可能會吸引資本流入亞洲本幣債券市場。所以，我們認為亞洲債券市場的表現有可能會持續領先其他債券市場。當然，這個前提是美國聯儲局在7月會開始降息。

至於說亞洲的信用債，年初至今的表現確實遠優於其他信用債市場，不過總體總收益率水平仍然非常有吸引力（圖5）。例如，截至2月底，摩根大通亞洲信貸指數¹（JACI）的收益率為6.4%，而代表美國投資級別債券的摩根大通美國流動性指數¹（JULI）是5.5%。歐洲投資級別債券¹的收益率則為3.8%。所以，亞洲信用債收益率相對高，波動率相對低，且有強勁技術支撐，這也是為什麼我們相信亞洲債券可能會繼續為投資者帶來穩定的收益。

圖5:亞洲信用債市場的收益率相對於其他地區更具吸引力

各個高收益債券市場的最低收益率



資料來源：彭博、摩根大通指數、安聯投資，截至2024年2月29日。亞洲美元債券指的是摩根大通亞洲信貸綜合指數。新興市場企業債券指的是摩根大通新興市場企業債券指數。新興市場主權債券指的是摩根大通新興市場企業總體債券指數。美國投資級企業債券指的是摩根大通投資級債券指數。歐洲投資級企業債券指的是彭博歐元綜合指數。回報以美元計算，歐洲投資級企業債券則以歐元計算。

3. 您對亞洲信用債的基本面有何看法？

亞洲的信用債市場有別於其他信用債市場的一個關鍵因素是信用週期 (圖6)。

亞債市場裡的多數行業 (例如澳門博彩業, 中國製造和科技業, 印度基建業等) 目前都處在信用週期的修復與復甦階段。因為在這兩個階段裡, 大多數的債券發行者往往重塑了最佳的業務規模和結構, 利潤率開始呈上升狀態, 而槓桿率有下降的趨勢。所以這兩個階段是投資信用債的最理想階段。

即使是處於信貸擴張週期的行業 (例如印度公用事業), 我們也並不用太擔心無序資本開支和槓桿率上升過快的風險, 因為大部分在擴張週期的這些公司, 經過我們的分析, 大都擁有非常穩健的資本結構和資產負債表, 而且也有強勁的股東支持。

有少數行業, (例如中國和香港房地產) 仍處於下行週期。但充裕的流動性支持, 再加上政策面變得更加

友好, 我們認為能助於降低這些行業在下行週期的違約風險。

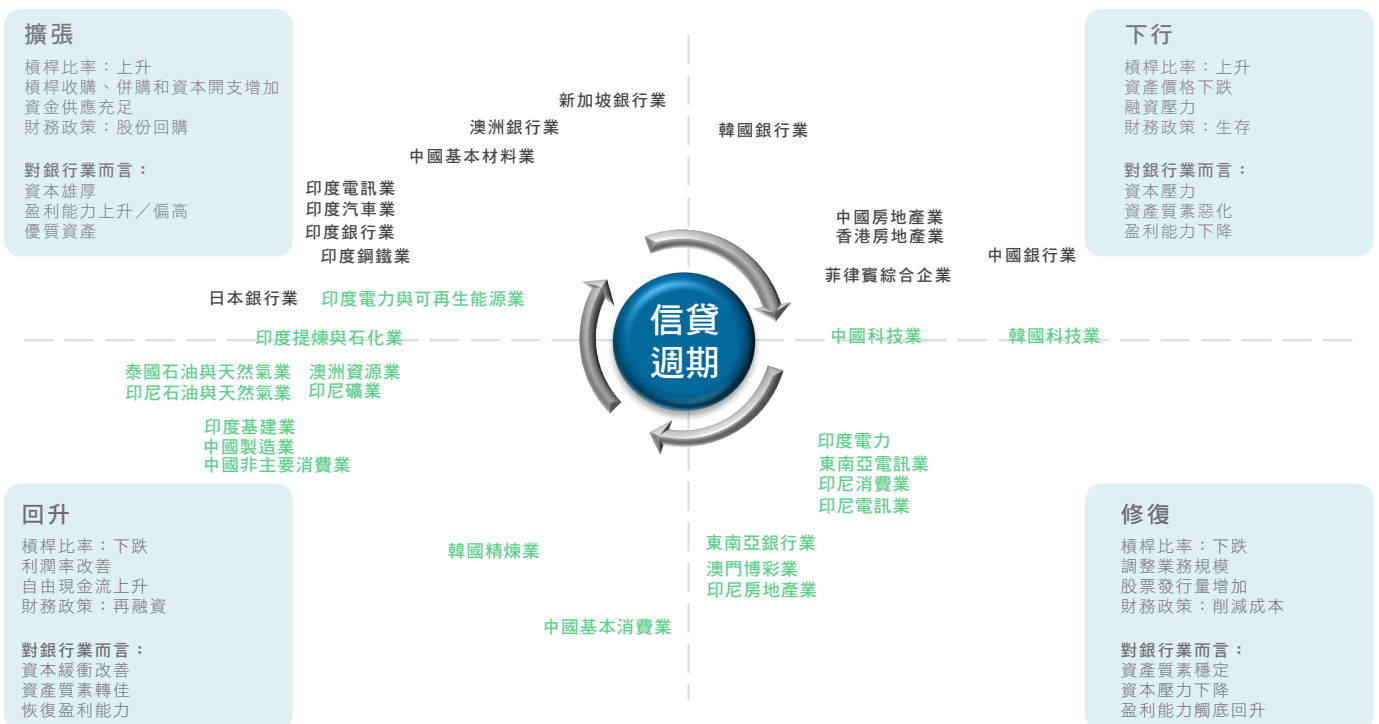
這對信用債投資十分重要, 因為處於信貸週期的狀態意味著信貸評級下調的風險小, 違約風險亦有限。因此, 亞債的投資者可以實現較高的收益率。

4. 我們來說一下一個最重要的問題之一——中國。您對中國的宏觀增長前景有何看法？這對中國固定收益市場有何影響？

雖然市場仍然看淡中國, 但作為固定收益投資者, 我們有不同的看法。

自去年中國經濟在疫情後重開以來, 我們認為, 中國領導人已明確下定決心擺脫過度依賴借貸和將過剩儲蓄用於非生產性投資來初進增長率的經濟發展模式, 從而邁向高質量經濟發展模式。這將會成為指導中國現在與未來政策制定的基礎。

圖6:大部份亞洲信貸行業均處於最佳狀態

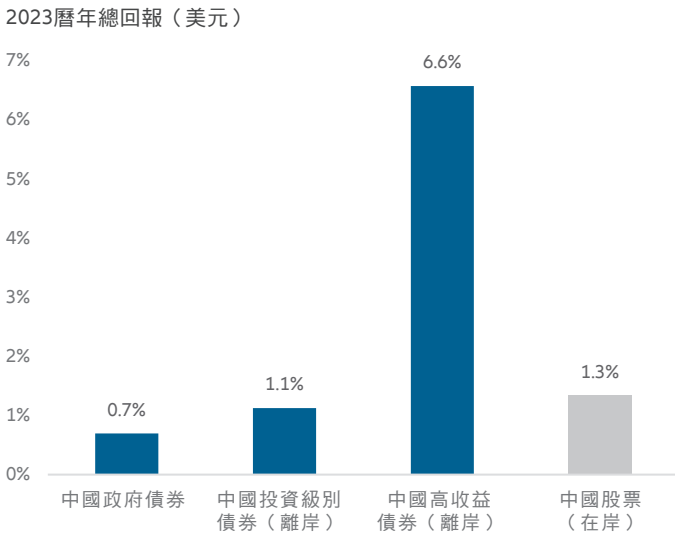


資料來源: 安聯投資, 截至2024年2月7日。

令人欣慰的是，中國有足夠的政策工具為經濟增長保底，並為轉型爭取時間。但同時，多方面達至「優質」的雄心，再加上結構性挑戰，以及長期目標與短期問題之間看似不可調和的悖論，會限制傳統經濟的有效性。

若將眼光放遠，對於追求多元化投資組合和投資回報的投資者來說，固定收益資產實際上也正是在疲軟的宏觀環境裡最優質的投資類別。在中國固定收益資產中，我們認為中國國債仍處於結構性牛市中期。另外，由於強勁的基本面與技術因素，中國投資級別債券也有可能持續提供穩定且具競爭力的風險調整後收益。同時，我們也認為，隨著違約率下降，中國高收益債也能給予投資者額外回報的機會（圖7）。

圖7:年初至今，中國固定收益市場的表現具有競爭力



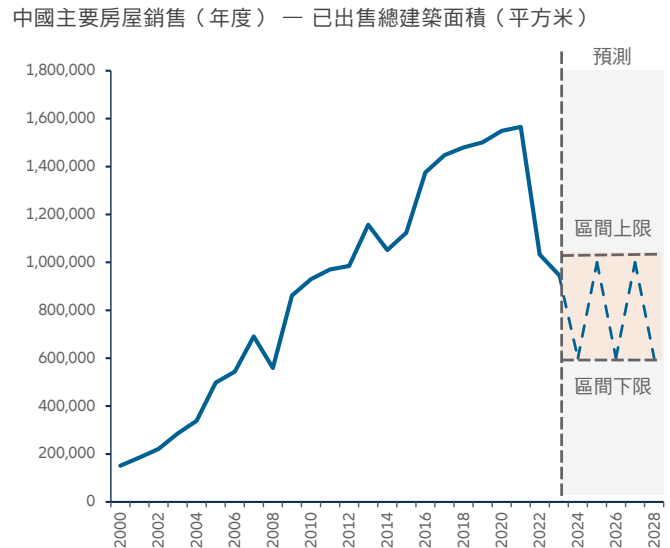
資料來源：彭博、安聯投資，截至2024年3月31日。中國政府債券指的是以美元計算的彭博中國國庫債券指數。中國投資級企業債券指的是摩根大通亞洲信貸中國投資級別總回報指數。中國高收益債券指的是摩根大通亞洲信貸中國高收益別總回報指數。中國股票指的是上海深圳CSI 300指數。

5. 中國的房地產行業現況如何？預期會出現更多違約嗎？

房地產危機並非中國獨有，但中國當前的房地產危機有其獨特之處。中國的房地產危機的原因主要是因為它的預售模式：購房者在預售階段就必須將全款交付給房地產開發商，並非隨著建設進度分階段交付款項，這就意味著風險在簽訂購房合約時便全部轉移至購房者。而過去兩年，中國國內許多大型開發商接連發生債務違約，觸發了購房者對開發商整體能否準時交付預售房的信心危機。因此，除非開發商自身信用問題能得到有效解決，進而促使購房者信心恢復，否則單方面針對需求的房地產寬鬆政策（如取消當地購房資格限制、降低首付比例或房貸利率等）效果將十分有限。

與此同時，中國的房地產銷售在2021年達到歷史高峰後，需求端也步入了下調，進一步惡化了開發商的流動性，加劇了市場整體的預售危機。我們判斷，中國一手房銷售市場在未來數季或繼續下行調整，才能達到未來3-5年的新的銷售平衡水平（圖8）。

圖8:中國房地產市場需進行結構性調整



資料來源：瑞銀、安聯投資，截至2023年12月31日。

這解釋了為甚麼中國政府向開發商（特別是私營開發商）提供流動性支持對於重振一手房銷售將起到關鍵作用。在2023年7月的政治局會議後，我們注意到政策開始實質性轉向、並承諾為開發商完成及交付未完工項目提供流動性支持。我們認為這些措施將有助緩解開發商當前的流動性問題，並為他們爭取時間清理過剩庫存，從而重新平衡市場供需，度過行業下行週期。

總體而言，我們相信，目前能夠仍準時兌付債務的私營開發商已經度過了這次信貸下行週期最艱苦的時刻。隨著中國房地產銷售逐步從低谷築底回穩，這些私營開發商在營運、品牌、市場份額和財務健康方面將變得更加健全。

然而，這樣的開發商畢竟是少數。因此，自下而上的信貸研究和遵守紀律的投資流程將成為投資者甄別此類開發商，並牢牢掌握住這些投資機會的關鍵。

6. 如何把握亞洲固定收益的各種投資機會呢？

總括來說，我們看好整個亞洲債券市場，原因之前有提到，因為信用週期現正好在最理想的階段，加上違約週期即將結束。所以，亞洲債券市場會為投資者帶來穩定且具競爭力的收益。

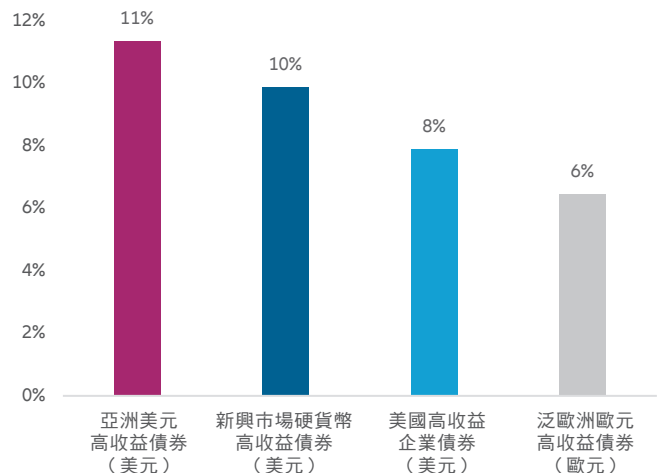
具體而言，我們對亞洲高收益債券市場持正面看法。今年年初到現在表現非常的搶眼，但是亞洲高收益債是一個收益率維持在雙位數的高收益債券市場（圖9）。我們認為，隨著違約週期即將結束，而收益率持續高

企，投資者是時候可以考慮買入。我們相信投資策略可以是，在投資組合裡，以處在修復和復甦週期的企業債券和金融機構債券作為核心持倉，以達利息收入最大化以及違約風險最小化。與此同時，我們利用中國高收益債券市場的錯位來尋找額外回報機會，以提高總體的潛在回報率。

當然，只有透過嚴謹的自下而上信貸研究和高度自律的投資流程才能捕捉這些額外回報機會。當前市場和行業產生劇烈變化，使得基於「小道消息」和「市場傳聞」而衍生的信貸研究已經過時。同時，鑒於高收益債券市場的流動性並不寬裕，基金經理更必須具備「持有到期」的準備、定力和遠見才能確實把握這些投資機會。

圖9:亞洲高收益債券仍是收益最高的定息收益市場之一

各個高收益債券市場的最低收益率



資料來源：彭博、安聯投資，截至2024年2月29日。

與我們保持聯繫

hk.allianzgi.com

+852 2238 8000

搜尋

 安聯投資



讚好我們專頁 [安聯投資 - 香港](#)



聯繫LinkedIn帳戶 [Allianz Global Investors](#)



訂閱YouTube頻道 [安聯投資](#)



關注微信公眾號 [安聯投資香港](#)

¹ 數據來源：摩根大通。JACI指摩根大通亞洲信貸綜合指數，歐元投資級別債券由摩根大通全球信貸指數（投資級別部分）代表，以歐元計算，截至2024年2月29日。

² 數據來源：摩根大通，摩根大通亞洲信貸非投資級別指數到期收益率，截至2024年2月29日。

以上資料只作說明之用，不應視為提供或邀請或招攬買賣該等證券。過往表現，或任何預期、推測或預測並非未來表現的指引。投資策略和過程並不保證在所有市場情況下均有效，投資者應根據個人風險判斷評估自己的能力作長期投資，特別是在市場轉淡的期間。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供建議、邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。

投資涉及風險，尤其是投資於新興及發展中市場所附帶之風險。過往表現並非未來表現的指引。投資者在投資之前應細閱銷售文件，瞭解基金詳情包括風險因素。本文件及網站並未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。發行人為安聯環球投資亞太有限公司。

投資者投資於固定收益投資工具（如適用）可能須承受各種風險，包括但不局限於信用、利率、流通性及受限靈活性的風險。此風險受經濟環境和市場條件改變，因而會對投資價值構成不利影響。當票面利率上升時期，固定收益投資工具（如淡倉）的價值一般預期下降。當利率下降時期，價值也一般預期上升。流動性風險可能要推遲或阻止提款或贖回投資。

安聯環球投資亞太有限公司（香港金鐘道88號太古廣場二座32樓）是基金香港代表並受香港證券及期貨事務監察委員會（香港鯉魚涌華蘭路18號港島東中心54樓）監管。