

亞洲定息收益 2024年下半年展望

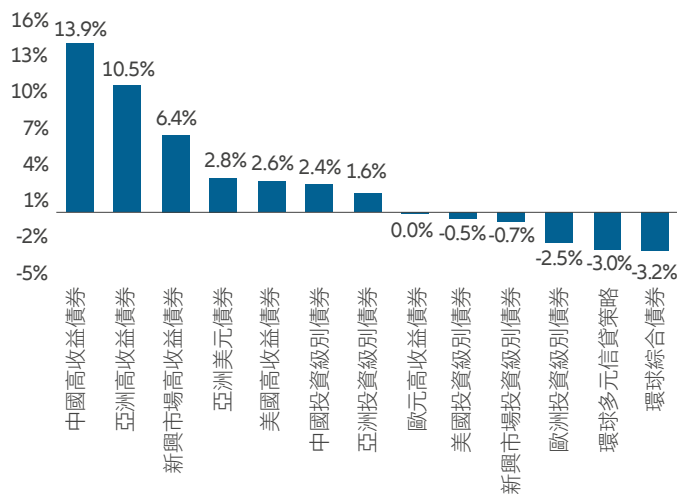
繼續聚焦：亞洲定息收益 三大主題

我們認為，亞洲定息收益可能是2024年下半年最適合賺取息差的市場之一，這有賴當地政治及宏觀經濟形勢穩定、信貸週期改善以及強大技術因素支持下的良好總收益率。

亞洲定息收益於年初至今的表現不錯，2024年首六個月的表現大幅領先環球同類市場。亞洲信貸的總回報率為

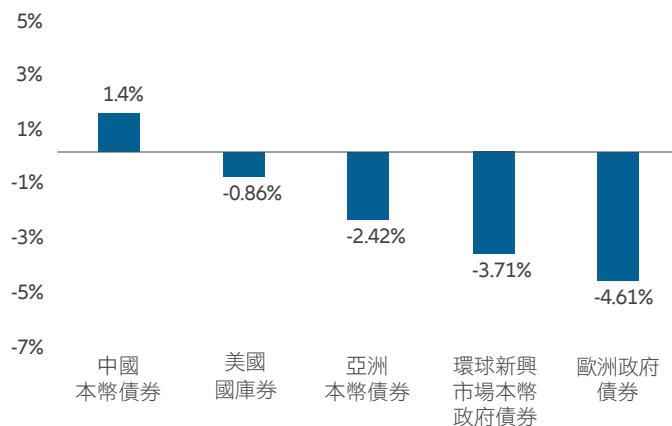
2.8%，而投資級別債券的回報率為1.6%（見圖表1）。與此同時，亞洲高收益債券大幅跑贏其他高收益債券市場，回報率為10.5%，原因是市場價格反映違約風險降低。雖然外匯拖低所有非美元市場的總回報，但本幣債券的回報率為-2.4%（未對沖）- 較高於其他主要本幣債券市場（見圖表2）¹。

圖表1：環球信貸市場的表現（年初至今）



資料來源：彭博。數據截至2024年6月28日。

圖表2：環球本幣市場的表現（年初至今）



資料來源：彭博。數據截至2024年6月28日。



曾錚
亞太區定息收益
首席投資總監



Ze Yi Ang
亞太區定息收益
投資組合經理



Umar Manzoor
亞太區企業研究
主管

1. 資料來源：彭博，2024年6月28日。

中國定息收益表現強勁可能最令投資者感到意外。2024年上半年，中國投資級別債券的總回報率為2.4%，中國高收益債券上升13.9%，而中國政府債券以美元計的回報率為1.4%。

為何有此良好表現？我們認為，由於經濟基本因素轉強、政府支持改革、基礎設施生態理想及人口結構有利，亞洲已進入為期多年的良性循環。

這些因素加上區內的政治相對穩定，有助亞洲把握新的增長機遇及吸引大量資金流入。隨著時間過去，我們認為這會帶動外匯波動性降低，當地債券及信貸的價格亦會大幅調整。

至於區內的短期前景，我們已確定2024年餘下時間值得注視的三大主題。我們認為，這些主題有助亞洲定息收益繼續取得穩健表現。

主題1：區內政治形勢穩定，政策具有連續性

受政治風險影響，其他地區的波動性加劇。相比之下，亞洲多國上半年舉行選舉，但過程只有輕微起伏。

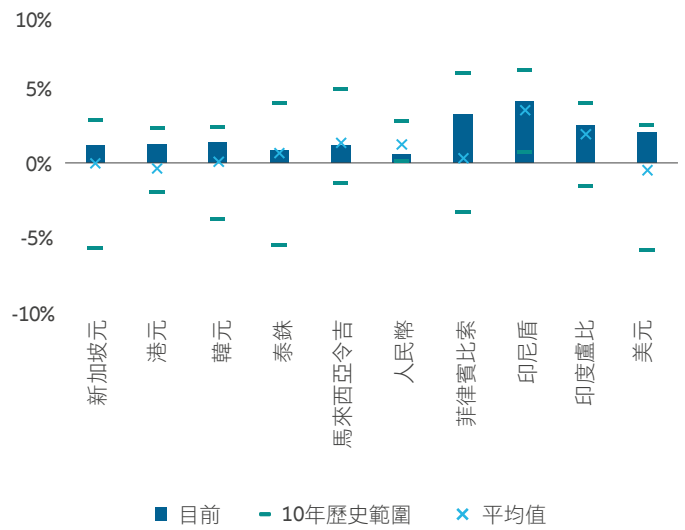
- **印度：**雖然印度總理莫迪領導的印度人民黨未能贏得大多數議席，令市場感到失望，但印度的經濟前景未有實質改變。印度仍然處於經濟穩健增長、通脹回落及財政穩健的黃金時期，這歸功於多項結構性增長因素，包括人口結構、基建投資及政府推動製造業發展。莫迪第三屆任期發表的2025年全年預算繼續著重財政整頓，為長期改革制定路線圖，同時在短期內平衡經濟優先任務。我們認為，印度政府降低債務比率的計劃將獲得評級機構的正面評價。
- **印尼：**候任總統普拉伯沃表示有意增加財政支出及提高該國債務比率，力求實現8%的增長率。隨著他著手建立強大的議會聯盟，立法放寬財政規則（尤其是財政赤字不超過國內生產總值（GDP）3%的上限）的可能性在中期內有所增加，這是值得關注的重要風險。備受推崇的財政部長英卓華（Sri Mulyani）計劃於10月份離任，加劇了上述擔憂。Sri Mulyani一直是該國財政紀律的可靠守護者。然而，外匯儲備前景改善及發債目標保守，料將在短期內為印尼政府債券提供支持。
- **中國：**根據7月18日發表的公報，中國剛剛召開的三中全會（中國當局的重要政治會議）並未帶來驚喜。官方重申2035年之前全面建成「高水平社會主義市場經濟體制」的長期目標。公報採用務實基調，其中「改革」及「發展」二詞分別被提及53次和44次。三中全會預計將聚焦長期結構性改革及策略，但會上談及今年5%的GDP增長目標以及房地產及地方政府債務問題，顯示最高領導人意識到解決這些問題的迫切性。
- 我們亦等待年底的中央經濟工作會議及明年的全國人大會議頒佈立法來推進改革議程。月底的中央政治局會議與週期性政策的相關性更大。
- 整體而言，我們預期4月的中央政治局會議後的政策調整具連續性，旨在守住經濟增長基線。由於結構性失衡及房地產行業持續構成拖累，中國經濟增速將繼續低於潛在水平，但我們預期當局將於下半年推出漸進式的順週期政策。整體而言，我們認為經歷年初以來的強勁上漲後，中國政府債券的收益率正進入整固階段，但我們認為收益率的後續升幅有限。

· **泰國**：亞洲政治前景良好，但泰國可能是例外，當地的政局持續動盪，並為財政政策的實施及整體政策的制定帶來重大不確定性。在此之前，泰國在疫情時期的擴張性財政支出導致債務水平大幅增加，而與區內其他國家相比，其GDP仍然缺乏增長動力。在此環境下，對財政及貨幣政策的持續限制不利泰國資產，這些資產暫時或會波動及表現欠佳。長遠而言，市場將期待槓桿走勢最終回穩的跡象，這是離岸債務評級的關鍵支柱。

由於聯儲局並不急於調低利率，所以我們認為息差是2024年下半年亞洲利率債及外匯策略的主題。我們看好通脹壓力受控的高收益債券市場，例如印度及印尼政府債券，尤其青睞5年期債券，原因是兩者的收益率曲線趨平。至於亞洲外匯息差，我們看好印度盧比兌離岸人民幣的長倉。兩國央行均致力限制外匯波幅，從而進一步提高風險回報水平。人民央行逐步將人民幣貶值，對息差交易注入進一步上行空間。

亞洲市場亦不乏個別機會（見圖表3）。我們看好3年期韓國國債，因為我們認為通脹溫和及當局有更大壓力放寬政策以刺激國內需求，減息的概率被市場低估。韓國國債有可能於9月份的檢討中納入富時羅素世界政府債券指數（WGBI），這是進一步的技術支持因素，畢竟WGBI基金先前幾乎並無持有韓國國債。

圖表3：亞洲本幣政府債券實質利率



資料來源：彭博。數據截至2024年6月28日。

我們亦青睞持有印尼盾兌菲律賓比索的長倉，理由是兩國央行的外匯管理方法相反。印尼央行致力維持印尼盾的穩定性，而菲律賓央行則較少干預。菲律賓央行表示，其政策立場變得較為鴿派，有較大可能於8月份減息，並指出外匯貶值對通脹的影響有限。儘管印尼盾遭到拋售，為投資者提供較佳的吸納價格，但我們仍警惕印尼的政策連續性風險。

續下頁。

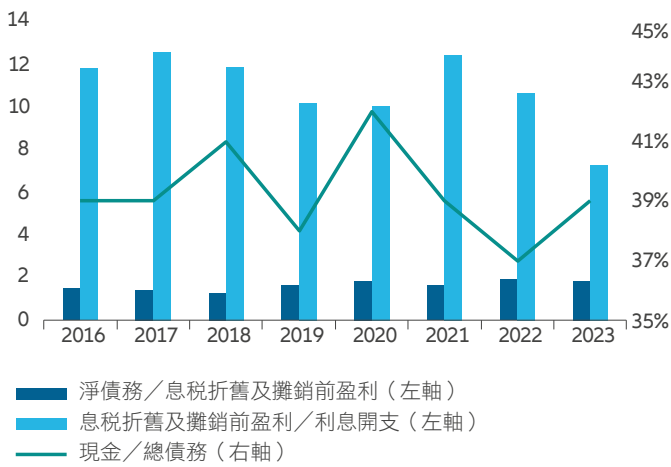
主題 2: 信貸週期改善，違約率持續下降

亞洲企業及金融機構呈報的盈利證實我們的觀點，即亞洲信貸處於信貸週期的黃金階段。大多數企業的基本因素穩健，槓桿率穩定及流動性良好便是證明（見圖表4及5）。

評級下調主要屬於我們的信貸研究認定處於下行週期的

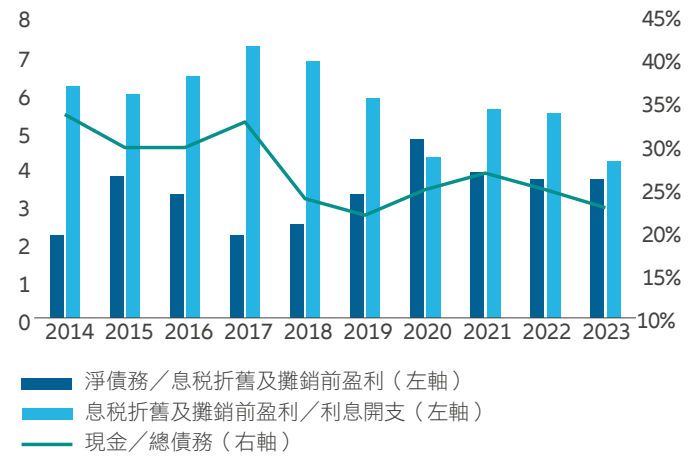
行業，例如中國非銀行金融及中國房地產。重要的是，亞洲高收益債券的違約率於2024年上半年大幅降至**9.1%**，跌穿2021年以來一直是雙位數的水平（見圖表6）。² 我們預期評級走勢將維持穩定，違約率將恢復中等個位數範圍的正常幅度。

圖表4：投資級別企業債券的信貸基本因素



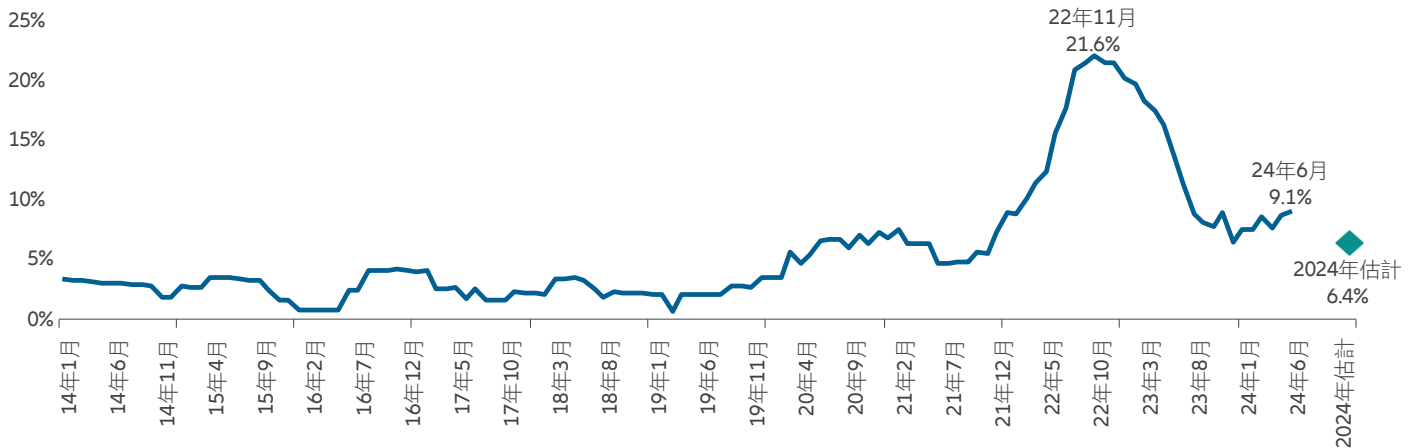
資料來源：摩根大通。數據截至2024年6月28日。

圖表5：高收益企業債券的信貸基本因素



資料來源：摩根大通。數據截至2024年6月28日。

圖表6：亞洲高收益債券的違約率*



資料來源：美國銀行。數據截至2024年6月30日。*違約率數據反映過去12個月的違約率，根據亞洲高收益債券的違約次數計算。

2. 資料來源：美國銀行，2024年6月30日。違約率數據反映過去102個月的違約率，根據亞洲高收益債券的違約次數計算。

主題 3: 鑒於估值明顯收窄，奉行風險紀律的息差將會是表現的主要動力

上半年的升勢基礎大致廣泛。至於我們看好的板塊，例如澳門博彩、印度基礎設施、中國科技及東南亞額外一級資本債券（AT1），其目前估值相比六個月前已大幅收窄，因而息差於短期內進一步收窄的空間有限。

儘管如此，按總收益率計算，我們認為，相較歷史水平，摩根大通亞洲信貸指數（JACI）中國高收益債券指數目前6%的收益率仍有吸引力。故此息差成為最易發揮的策略，尤其是鑒於亞洲的基本因素穩定、技術因素利好及歷史波幅較低。

此外，我們認為，即使亞洲高收益債券於上半年表現大幅領先，但相比其他市場的高收益債券仍然吸引（見圖表7及8）。

根據摩根大通的資料，截至2024年上半年，JACI BB級企業債券的收益率相較美國BB級企業債券仍高出約100點子，而JACI B級企業債券的收益率

則較美國B級企業債券高出約350點子。隨著違約率繼續趨於正常化，風險溢價很可能亦會恢復正常，不過需時可能超過六個月。

我們認為，最佳息差機會來自處於信貸週期有利位置的板塊及公司，包括印度基礎設施、中國公用事業、澳門博彩及若干銀行資本證券，其信貸走勢保持穩定至正面，違約率較低下及總收益率合理。

雖然下半年我們主要實施息差策略，但亞洲信貸市場繼續有市場錯置及超額回報機會，尤其是在高收益債券領域。我們亦發現，經歷上半年強勢上漲後，隨著承險意欲上升，市場或多或少掉以輕心，需要嚴守風險管理紀律。

然而，概括來看，未來幾個月我們有理由看好亞洲定息收益。

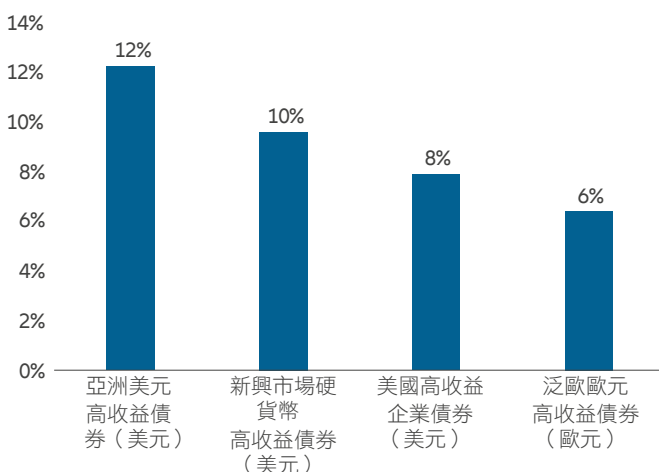
圖表7：亞洲美元債券最低收益率

10年期JACI綜合指數歷史最低收益率



資料來源：摩根大通。數據截至2024年6月28日。

圖表8：各種高收益債券的最低收益率



資料來源：摩根大通。數據截至2024年6月28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](#)

除非另有說明，否則本文件內的所有數據均截至上月底。

請注意，本報告可能基於人手數據上傳及計算。所用的方法及數據來源可能有別於正式基金文件。本報告充分利用我們的知識、努力及所得數據編製，並假設在刊發時正確可靠。本報告內容未經外部核實。請參閱強制性定期報表／報告，該等報表／報告僅具約束力。

本文件提及的所有證券僅供說明用途，並不構成購買或出售任何特定證券的建議或招攬。該等證券於本文件披露時或任何其他後續日期未必包含在投資組合中。

本文件所載之陳述，可能包括基於管理層的當前觀點及假設的對未來預期的陳述及其他前瞻性陳述，涉及已知和未知的風險和不確定性，可能導致實際結果、表現或事件與此等陳述中明示或暗示的結果、表現或事件出現重大差異。我們並無義務更新任何前瞻性陳述。

最低收益率指投資者按當前價格買入的話，直至到期時理論上可以從債券獲得的最低收益率（不包括發行人違約的情況）。最差收益率通過作出最壞情況下的假設，計算發行人作出最壞情況撥備（包括提前還款、贖回或償債基金）時獲得的回報（不包括違約的情況）。假設債券持有至到期，且利息收入按相同條件進行再投資。最差收益率是投資組合的一項特徵，尤其是並不反映基金實際收益。向基金收取的開支並未計算在內。因此，最差收益率並非預測債券基金未來的回報。

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或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。

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。

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。

2024年7月