

亞洲債券投資： 債券收益率見頂 帶來獨特機會

Danny Tan，固定收益部門主管



亞洲債券收益率見頂及區內謹慎有度的加息措施，以及亞洲優質企業信貸基本面保持穩健，均為投資者帶來具吸引力的亞洲債券市場入市機會。隨著中國增長風險消退，資金可能回流至亞洲債券，進一步支撐價格。

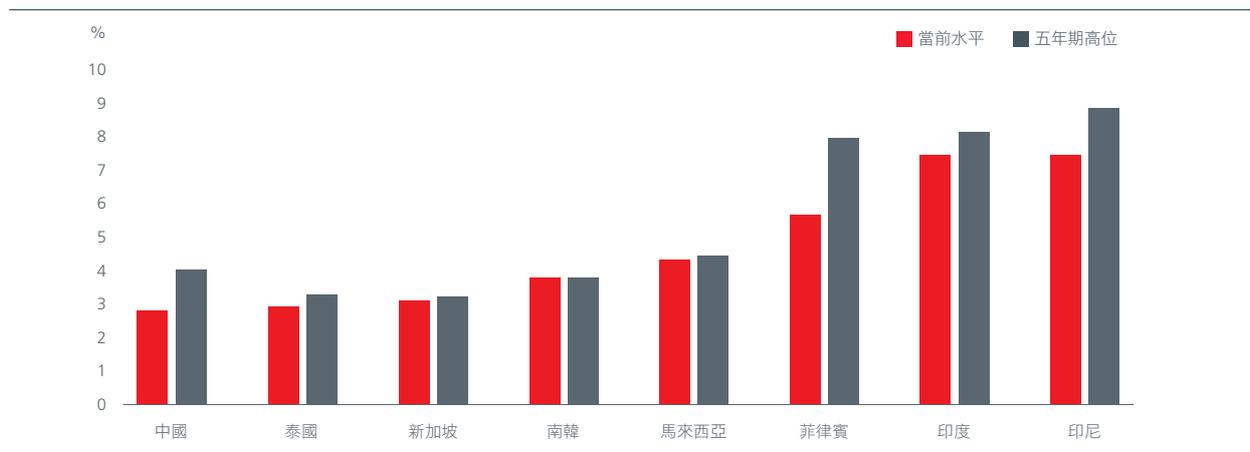
全球通脹上升及加息導致全球債券價格於2022年迅速重新調整。6月，聯儲局進行了自1994年以來最大的一次加息。截至本文發稿時，美國十年期國債收益率已從一年前的僅1.5%升至3%，為十年來最高水平¹。雖然亞洲債券受美國

收益率上升所影響，但中國2022年上半年增長放緩，進一步打擊投資者對亞洲及新興市場資產的投資情緒。

我們注意到，目前大多數本幣十年期債券收益率接近五年來的高位，其中許多已超過此前2018年聯儲局加息週期時的高位（圖1）。我們認為，如今亞洲債券收益率上升，為投資者帶來具吸引力的債券投資入市機會。

同時，多數亞洲收益率曲線相較於歷史平均水平的陡峭程度表明，投資者在其投資組合中增加長期債券是可行的。

圖 1. 亞洲本幣政府債券收益率



資料來源：瀚亞投資、彭博。於2022年6月20日。

¹2022年6月28日。彭博。

倘若市場風險情緒穩定下來並得以改善，我們預計收益率上升及更具吸引力的信貸息差或會提升亞洲債券回報。

中國經濟最艱難的時期已經過去

中國經濟需要回復穩定，投資者的情緒，特別是對亞洲資產的情緒才會改善。就此而言，中國政策制定者已宣佈以減稅形式加大財政支持。基礎設施投資亦將成為一項重要的增長動力。中國國有政策性銀行被要求為基礎設施項目設立人民幣8,000億元(1,200億美元)的信貸額度。在貨幣寬鬆方面，中國人民銀行已削減存款準備金率、貸款優惠及按揭利率。進一步的寬鬆政策可能包括注入流動性、有針對性的信貸支援以及進一步減息。

房地產行業佔中國GDP的20-25%，該行業的穩定對中國經濟至關重要。儘管5月的簽約物業銷售額繼續錄得同比大幅下跌，但優質發展商的同比跌幅較小。隨著封鎖措施逐步放寬與消費者信心恢復，銷售額有望回升。中國人民銀行亦一直鼓勵中國優質房地產發展商收購財困發展商的房地產項目。這有助於降低行業違約率。我們預期下半年房地產行業會頒布更積極的寬鬆及支援措施，其中可能包括地方政府放寬預售資金限制，以及進一步放寬一線城市的按揭貸款與購房限制。

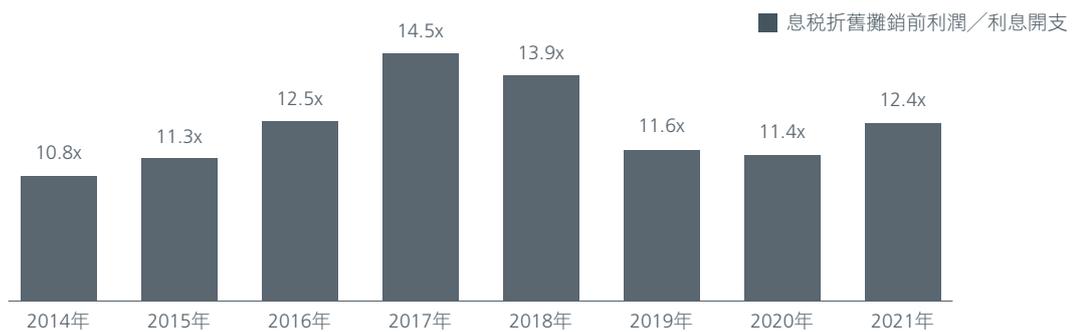
因此，可能在2022年第二季度中國經濟最艱難時期已經過去，但是逆週期措施還需要時間才能在實體經濟中體現出來。與此同時，2022年下半年，中國人民幣應會更加穩定。正如扶持性經濟政策，中國當局亦可能希望出台穩定的貨幣政策。這應進而有助於穩定亞洲區的貨幣。

高評級企業的信貸基本面依然穩健

甚至在美國聯儲局開始加息前，貿易額增速就已放緩。隨著全球放寬新冠疫情限制措施，消費很可能持續從商品轉向服務消費。在此背景下，相較更加依賴貿易的亞洲經濟體而言，國內人口數目眾多的亞洲經濟體料將有更佳表現。東盟經濟體應將持續受益於經濟延遲重啟：這對於經濟高度依賴於旅遊業的泰國而言，應尤為有利。2022年，馬來西亞及印尼等依賴商品出口的經濟體亦應會實現GDP強勁增長。

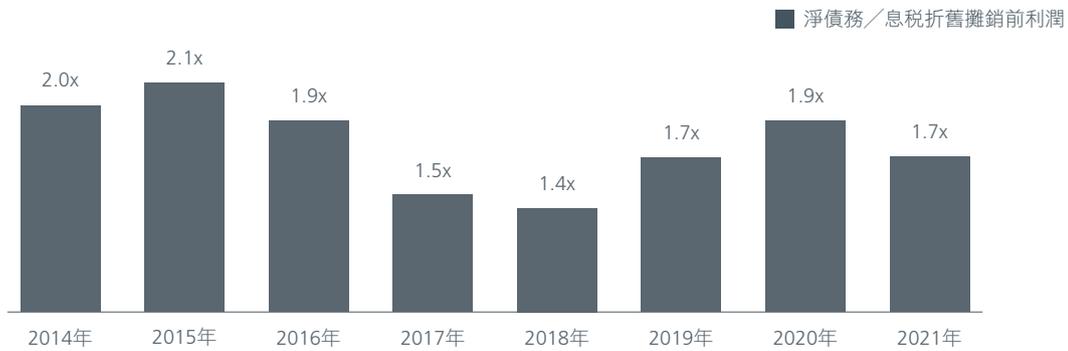
我們注意到，企業基本面(尤其是亞洲優質公司的基本面)依然穩健。實際上，對於亞洲投資級企業而言，槓桿率及利息覆蓋率已基本恢復至新冠疫情之前的水平。由於借款成本降低，利息覆蓋率得以改善(請參閱圖2)。淨債務/息稅折舊攤銷前利潤亦已下降，表明亞洲企業償清債務所需時間減少(請參閱圖3)。

圖2. 利息覆蓋率得以改善



資料來源：Bloomberg Finance L.P.、摩根大通。2022年4月。

圖3. 亞洲高評級企業正加速償還債務



資料來源：Bloomberg Finance L.P.、摩根大通。2022年4月。

鑒於企業資產負債表依然穩健，加之年初至今亞洲債券市場拋售後息差擴闊，亞洲投資級信貸的風險回報狀況正在不斷改善。

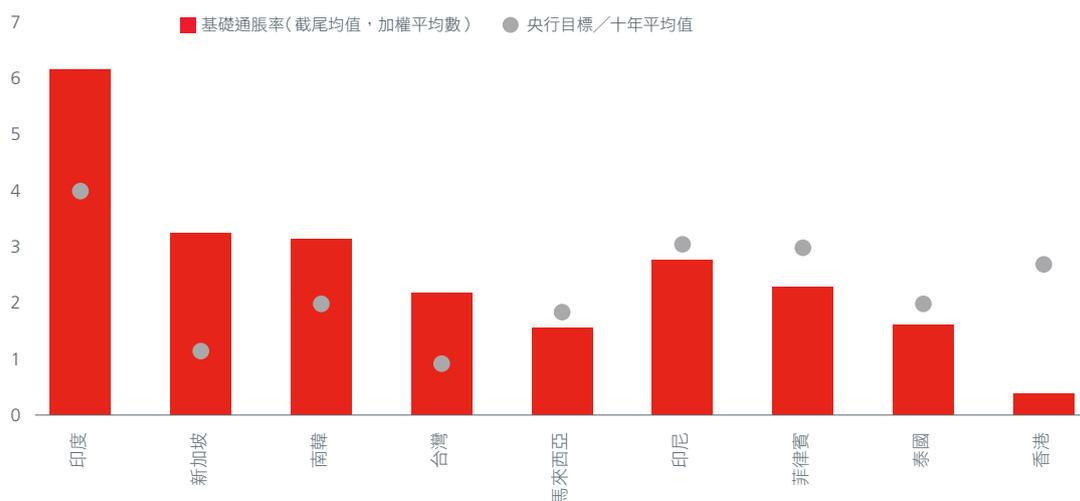
亞洲加息很可能更謹慎有度

供應鏈中斷、能源價格飆升及經濟重啟壓力令商品價格上漲，推高了亞洲通脹率。新加坡、南韓及台灣通脹率高於

央行目標，這些收入較高的大部分經濟體均已控制新冠疫情，令經濟活動恢復或超過潛在水平(圖4)。因此，該等經濟體的央行亦在該地區率先收緊貨幣政策。

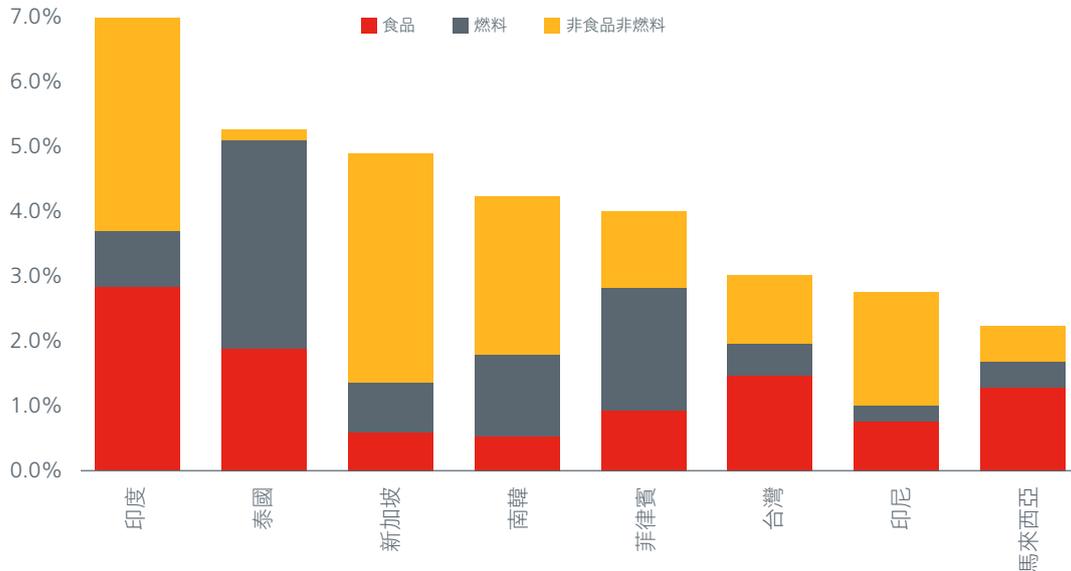
印度、印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國此前一直致力控制新冠病毒Delta變異株疫情，但目前隨著免疫水平提升及社交距離限制措施放寬，政策制定者正重新關注通脹。雖然亞洲加息步伐加快，但是亞洲央行的加息立場很可能不如聯

圖4. 通脹率與央行目標的比較



資料來源：司爾亞司數據信息有限公司及Nomura Global Economics。2022年5月。

圖 5. 對整體通脹率的貢獻(過去 3 個月的平均值)



資料來源：德意志銀行、司爾亞司數據信息有限公司、2022年5月。

儲局那般進取。該地區通脹籃子中食品權重較燃料權重大3至4倍(請參閱圖5)。由於食品價格上漲乃由於供應鏈中斷所致，利率升高不太可能有效降低價格。因此，亞洲各國央行可能出台補助等非貨幣性措施，應對供應造成的食品通脹。儘管如此，食品價格上漲及其對通脹的影響，應受到持續監察。

與此同時，隨著美國增長勢頭放緩，美國的通脹壓力可能見頂。儘管2023年美國經濟衰退並非我們目前的基本預測，但我們注意到，由於關鍵經濟數據低於普遍預期，花旗美國經濟驚奇指數於5月下調。市場最終可能會降低對聯儲局未來加息幅度的預期。

由於經濟重啟，消費從商品轉向服務消費，供應鏈中斷帶來的美國通脹壓力亦可能有所舒緩。需求放緩以及美國頁岩油產量增加，帶動能源價格下降。最後，隨著汽車產量

的增加，美國通脹的關鍵驅動因素之一——二手車價格，有所降低。通脹壓力見頂將限制美國債券收益率，進而限制亞洲債券收益率。

債券投資者面臨的獨特機會

亞洲債券收益率見頂及區內謹慎有度的加息措施，以及亞洲優質企業信貸基本面保持穩健，為投資者提供了更具吸引力的回報及多元化投資的潛力。隨著中國增長風險消退，資金可能回流至亞洲債券，進一步支撐價格。亞洲宏觀、通脹及貨幣前景的差異，亦為積極投資者提供了以久期管理、信貸選擇及貨幣押注方法提高回報的機會。

本文乃我們八篇系列文章的最後一篇，該系列文章探討了投資者可以採取的不同投資策略，以利用亞洲不斷湧現的機會。

免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞香港」)刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國 Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞香港和 Prudential plc. 與一家主要在美國營運的 Prudential Financial, Inc., 和在英國成立的 M&G plc 的附屬公司 Prudential Assurance Company, 沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站(www.eastspring.com.hk)由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。



保誠集團成員 