



亞洲以至環球其他固定收益在 2022 年面對史無前例的挑戰，令整個債券市場重新調整。能源價格上漲刺激通脹急升，加上環球利率上升，以及地緣政治風險加劇，均導致環球

宏觀經濟陷入困境。此外，中國房地產業備受衝擊，困擾有增無減，令亞洲地區的非系統性信貸風險急增。踏入 2023 年，我們無可避免仍會繼續面對重重挑戰，但正如彭德信、Murray Collis 和泛亞洲固定收益團隊提到，較高收益環境和息差溢價吸引，為亞洲固定收益的總回報帶來更多風險回報機遇。隨著利率和外匯走勢可能更趨明確，信貸有望受政府加大政策力度、經濟表現強韌和暢旺，以及亞洲信貸市場持續演變所推動。

亞洲固定收益：風暴後重現反彈

經歷 2020 年和 2021 年的波動市況後，投資者在 2022 年初較能預測市場環境，並持審慎樂觀態度。然而 2 月份爆發俄烏衝突，令環球市場備受打擊，增添底層通脹尤其是來自商品的壓力，令投資者的憧憬迅速落空。

油價飆升和美國每月通脹超過 8%，達到 1980 年代初以來未見的水平，促使聯儲局開始收緊貨幣政策，成為二戰時期後收緊幅度最大的行動之一。聯邦基金利率區間由 3 月初的 0% 至 0.25%，急升至 12 月的 4.25% 至 4.50%，國庫債券利率則由 2022 年初的 1.51% 飆升至 11 月超過 4.20%。

除日本外，其他主要央行和新興市場央行均迅速採取相同行動，穩步加息。中國採取更具逆周期性的路徑，應對執行清零防疫限制和房地產業惡化帶來的雙重挑戰，其情況與其他主要央行有所不同。

2022 年：環球固定收益市場面對多方挑戰

目前獨特的宏觀經濟環境，對固定收益投資者尤其帶來挑戰。回顧 2022 年，彭博環球綜合債券指數下跌 16.25%，摩根大通新興市場指數則跌約 17.70%¹。雖然亞洲固定收益市場的存續期相對環球固定收益市場較短，但中國經濟持續下滑，在去年大部份時間對亞洲固定收益市場產生負面影響，直至內地政府大幅放寬清零防疫政策，並在 11 月和 12 月為房地產業提

¹ 彭博資訊，截至 2022 年 12 月 30 日。所用指數：彭博環球綜合債券指數 (LEGATRUU) 及摩根大通新興市場指數 (JPEIDIVR)。

圖 1：亞洲本幣債券、美元信貸及貨幣的市場表現回顧

10 年期本幣債券	第三季末 孳息率%	2022 年 變動(基點)	投資級別	高收益	貨幣 (兌美元)	2022 年 現貨回報(%)
菲律賓	6.97%	235.5	-10.01%	-15.09%	新加坡元	SGD 0.71%
澳洲	4.05%	238.0			港元	HKD -0.06%
紐西蘭	4.47%	208.4			泰銖	THB -3.47%
香港	3.63%	212.8			馬來西亞林吉特	MYR -5.40%
南韓	3.74%	148.0			韓圓	KRW -6.05%
新加坡	3.09%	142.1			人民幣	CNH -7.86%
印度	7.33%	87.4			印尼盾	IDR -8.45%
泰國	2.64%	74.3			菲律賓披索	PHP -8.50%
印尼	6.94%	55.8			新台幣	TWD -9.88%
台灣	1.28%	55.8			印度盧比	INR -10.15%
馬來西亞	4.07%	50.4				
中國 (在岸)	2.84%	6.0				

資料來源：彭博資訊。摩根大通亞洲信貸指數。指數表現數據以美元顯示，截至 2022 年 12 月 30 日。有關完整表現，請參閱第 10 頁。過往表現並非日後業績的指標。亞洲投資級別企業債券指數 = 摩根大通亞洲信貸投資級別企業債券指數；該指數追蹤亞洲投資級別美元債券市場的總回報表現，以美元報告。亞洲非投資級別企業債券指數 = 摩根大通亞洲信貸非投資級別企業債券指數；該指數追蹤亞洲非投資級別美元債券市場的總回報表現，以美元報告。

供有力的刺激措施（有關亞洲市場的年度表現，請見圖 1），情況才得以好轉。

亞洲投資級別信貸表現相對強韌，息差在 2022 年僅擴闊 25 基點，主要因為區內經濟暢旺，而且信貸領域存在大量國有企業²。總回報減少約 10%³，主要受累於美國國庫債券孳息率走勢。另一方面，亞洲高收益市場在年內大幅下跌約 15.10%，主要因為信貸息差擴闊，以及中國房地產業的前景存在不明朗因素⁴。

2023 年：風險相對回報的機會變得更具吸引力

踏入 2023 年，環球宏觀環境應至少較 2022 年容易預測，而且可能較為包容。在經歷 2022 年如風暴般的種種挑戰後，亞洲固定收益未必出現「雨後彩虹」般

的景象，但我們至少認為，這個資產類別面對的阻力將會減少，甚至有望在 2023 年迎來利好因素。整體而言，上述情況提供較有利的回報（相對於風險）機會，並帶來經過一年全面重設後的回升潛力。

我們的基本情況預測反映，聯儲局應不會如 12 月議息會議般大幅加息（75 基點），並隨著通脹放緩壓力逐步增加，最終將暫緩加息。然而，通脹壓力居高不下，因此我們認為當局轉向減息的可能性不高。

亞洲有望成為目前宏觀環境靠穩的主要受害者，因為區內的經濟增長保持強韌；不過，區內各地將以不同步伐實現增長。中國放寬清零防疫政策和通關的步伐較預期迅速，最終有望成為 2023 年經濟增長的主要動力，但這個過程可能會面對挑戰。預計亞洲（中國

² 摩根大通投資級別企業債券混合指數 (JACIICBS)，截至 2022 年 12 月 30 日。

³ 摩根大通亞洲投資級別企業債券指數 (JACIIGTR)，截至 2022 年 12 月 30 日。

⁴ 摩根大通亞洲非投資級別企業債券指數 (JACINGTR)，截至 2022 年 12 月 30 日。

除外) 經濟體亦將因與中國的貿易和旅遊往來增加，受惠於上述正面的滿溢效應，但程度視乎有關經濟體與中國建立的經濟關係而定。整體來說，在信貸息差收窄下，這個趨勢應有助提升投資級別債券的持續表現，並為高收益債券帶來回升潛力。

在以下部份，我們將會透過三個範疇分析 2023 年亞洲固定收益前景：信貸、利率和貨幣。

前言：中國房地產業

經過艱難的 2022 年後，我們認為亞洲信貸將在新年成為固定收益回報的主要來源。

中國政府在 2020 年 8 月採取新的（非官方）監管立場（「三條紅線」）後，房地產業的信貸表現落後。有關政策旨在減少部份房地產發展商的借貸，並降低該行業佔國內生產總值的高水平（根據部份估計，該行業過去一直佔國內生產總值的 20%至 30%）。

然而，這些政策促成負面反饋循環：行業廣泛減債令現有項目暫時停工，並擱置新開發項目。因此，消費者未能確定房地產市場的前景，並採取觀望態度；隨著新房地產項目銷售停滯，房價再跌，發展商的現金流因而進一步減少。

政府採取清零防疫政策令房價跌勢加劇，因為零星的全面封城措施窒礙一級和二級交易，購房者的需求亦驟降。

因此，中國房地產業在年內充滿挑戰：多家房地產發展商遭調降評級和出現違約；部份發展商進行債券互換；而且上游供應行業面臨破產。在欠缺重大刺激政策的情況下，不少房地產信貸在年內大部份時間處於受壓水平。

我們認為政府在 [11 月底公布的最新政策](#) 已為市場提供有效支持，並提高投資信心。中國房地產業應會在未來兩至三年持續復甦；完成整固後，發行人擁有可持續的債務水平，並以較高經濟效益營運，最終有望令該行業更穩健發展。

或許更重要的是，我們在過去兩年還見證亞洲信貸這個領域出現重大變化。雖然在 2020 年 12 月，中國房地產業約佔摩根大通亞洲信貸非投資級別債券指數的 39%，但由於違約和指數剔除，有關比重已大幅減少至約 13%⁵。這個情況令亞洲信貸的集中度降低，而且較多元化，為主動型基金經理帶來新的投資機會。

信貸：集中度較低而且較多元化

根據這些新機遇，我們憑著專有研究得出結論，在新一年除了中國房地產業外，還看好數個行業：澳門賭場、中國工業及印度可再生能源。

- 我們看好**中國房地產業**的個別領域，並認為 11 月是政策措施的轉捩點。市場稱這些措施為「三支箭」⁶，視作房地產危機爆發以來，最全面和具協調作用的應對措施。我們將繼續密切注視一級市

⁵ 資料來源：摩根大通，截至 2022 年 12 月 30 日。

⁶ 有關措施旨在透過銀行信貸、債券發行和股票發行改善投資情緒，因而被稱為三支箭。

場的销售交易，因為這將會是行業可持續復甦的關鍵。

- 中國房地產業的負面投資情緒，加上經濟增長放緩的憂慮，對**中國工業**構成衝擊。然而，這行業與國有企業關係密切，加上獲得政府支持，因此可從中受惠。從目前估值來看，內地重啟經濟和擴散效應可望略為改善經濟增長，應足以提升表現和收窄息差。
- **澳門賭場**在過去兩年陷入困境，因為政府厲行防疫限制，令旅客量減少及收入下降。因此，其估值相對於歷史平均顯得吸引。這行業將受惠於 2023 年初的通關措施。隨著內地旅客的電子簽證系統在 11 月初重新啟動，我們認為旅遊業和商業的基本因素可望從目前的谷底反彈。
- **印度可再生能源**業因投資增加而迅速擴張。印度頒布進取的全國目標，在 2022 年底前實現 175 千兆瓦的可再生能源容量，並在 2030 年之前提高至 450 千兆瓦，作為在 2070 年之前實現「淨零」的廣泛推動計劃之一。投資水平因而增加，在 2021 年至 2022 年達到破紀錄的 145 億美元，按年上升 125%。這些高收益信貸與單一個別地區或商品的經濟活動沒有關連，故可為投資組合發揮分散投資作用。

利率：增加亞洲經濟體的貨幣政策空間

由於聯儲局更明確表達其貨幣政策意向，新一年的利率走勢應會較 2022 年更清晰。

貨幣政策出現重大分歧的亞洲市場可望受惠於這股趨勢。事實上，菲律賓和印度自去年 5 月以來分別加息 350 基點和 225 基點，但泰國等地自去年 8 月以來僅加息 75 基點。隨著環球貨幣環境限制放鬆，可望給予亞洲國家更多貨幣政策空間，以推動經濟增長和應對不同程度的通脹，毋須跟隨聯儲局加息。

在 2023 年，我們對兩個市場感到特別樂觀：印度和印尼。

印度在 2022 年面對挑戰。雖然政府推行刺激措施和低基數效應帶動經濟增長自 2021 年強勢反彈，但通脹升溫促使印度儲備銀行積極加息。據此，10 年期政府債券孳息率由 1 月的 6.4% 升至 11 月的 7.3%，是 2017 年以來最顯著的按年升幅。此外，摩根大通在 11 月延後將印度納入其新興市場主權債券指數（列入「正面」觀察類別），導致海外投資者沽售持倉和流入資金減少。

展望未來，我們認為印度儲備銀行已大致控制通脹壓力，當局應可暫緩加息，並專注在 2023 年推動經濟增長。隨著當局為海外債券投資者推行進一步稅務改革，印度主權債券可望於今年被納入環球指數，有助提升投資意欲。

圖 2 印尼本幣債券的外資持有量下跌

債券持有人	31/08/2022		29/07/2022		30/12/2021		按月變動 (萬億印尼盾)	年初至今變動 (萬億印尼盾)
	款額	持有量%	款額	持有量%	款額	持有量%		
印尼央行	1290.15	25.88	1260.05	25.77	1220.73	26.09	30.10	69.42
商業銀行	1239.60	24.87	1220.16	24.95	1171.85	25.04	19.44	67.75
保險／退休金	811.80	16.29	797.93	16.32	655.24	14.00	13.87	156.56
互惠基金	156.59	3.14	153.71	3.14	157.93	3.38	2.88	(1.35)
海外持有人	759.51	15.24	751.24	15.36	891.34	19.05	8.27	(131.83)
其他	727.22	14.59	706.43	14.45	581.88	12.44	20.79	145.33
總計	4984.87	100.00	4889.52	100.00	4678.98	100.00	95.35	305.89

資料來源：宏利投資管理，截至 2022 年 8 月 31 日。

印尼市場在 2022 年反覆波動，但表現依然強韌。印尼央行與財政部繼續推行購買政府債券的「分擔財政負擔」計劃，有助於年內抑制利率升幅。正如先前展望所提到，本幣債券的外資持有量在過去兩年穩步下跌，由 2019 年底近 40% 跌至 2022 年 8 月底約 15%⁷。

長遠而言，這促使更多元化的本土持份者持有政府債券，尤其是本地商業銀行和退休基金（見圖 2）。更重要的是，持有量變化抑制了海外債券持有人因早前環球市況趨於波動、而出售持倉的負面動態，包括推高當地債券孳息率，並導致印尼盾貶值。

與此同時，印尼受惠於環球商品需求穩健，全年經常賬均錄得盈餘（在第三季佔國內生產總值 1.3%）。因此，印尼盾在市況持續波動時的歷史表現較佳。

展望 2023 年，我們認為印尼的政策靈活性應會更高。鑑於央行目前的策略是提早加息，並於新一年提供定向能源津貼，預料通脹壓力將會緩和。另外，由於印尼錄得經常賬盈餘，加上美元強勢減弱，印尼盾應面對更利好的宏觀環境並持續靠穩。

貨幣：美元強勢減弱

在加息及美國國庫債券孳息率飆升的環境下，美元於 2022 年表現出色。量度美元相對主要貨幣強度的美匯指數在 2022 年高收約 8.2%，而代表亞洲貨幣強度的摩根大通亞元指數則跌 6.4%⁸。

踏入 2023 年，隨著市場完全反映聯儲局的加息舉措，我們認為美元廣泛走強的時期已經過去。此外，中國重啟經濟的步伐較預期迅速，所帶來的滿溢效應可望

⁷ 資料來源：國際貨幣基金組織、印尼央行。

⁸ 資料來源：彭博資訊，截至 2022 年 12 月 30 日。美匯指數及摩根大通亞元指數，

惠及其他亞洲經濟體和貨幣。在新一年，我們看好以下與美元走勢關聯度高的貨幣：

- **韓圓**在 2022 年非常波動，兌美元貶值至 2008 年環球金融危機以來前所未見的水平。雖然其弱勢部份源於美元強勁，但亦包含結構性因素：當地臨近年底錄得連串大規模貿易赤字。韓國央行的貨幣政策較其他亞洲央行更進取，令投資者重新聚焦於利率差異，韓圓可望在 2023 年迎頭趕上。中國重啟經濟的步伐較預期迅速，而且進口需求增加，或可成為關鍵的催化因素。
- **泰銖**在年內加劇波動，因為當地的入境旅客數目波動，而且能源價格上漲。隨著新冠感染個案上升，佔當地國內生產總值約 18% 的旅遊業在上半年表現落後。能源價格飆升導致經常賬赤字惡化（預料在 2022 年佔國內生產總值 3.6%），令泰銖兌美元匯率跌至 16 年低位。隨著當地的 2022 年入境旅客數目達到 1,000 萬人次，加上能源價格穩步回落，相信泰銖可在 2023 年締造出色表現。

總結

經過 2022 年史無前例的挑戰後，我們認為亞洲固定收益具備優勢，可由受制於利淡因素變成受惠於利好因素。在中國刺激政策和加快重啟經濟支持下，這個資產類別自去年 11 月起開始反彈，應可成為新一年的關鍵催化因素。

整體來說，我們在此資產類別的若干領域看到吸引的回報（相對於風險）機遇。就總回報及收益型投資者而言，亞洲企業債券孳息率上升帶來相對吸引的入市點。展望後市，我們認為「由下而上」的信貸挑選將成為進一步締造回報的主要動力。在美元走弱及地區增長潛力強韌的環境下，亞洲貨幣勢將取得更佳表現。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。

2707595