



陳珮珊
亞洲定息產品
高級投資組合經理



孟原
亞洲定息產品組合經理

回顧 2022 年，固定收益的組合經理也許會同意其投資流程遭遇 30 年來從未見過的極端考驗。然而，即使面對史無前例的投資環境，我們的風險管理和投資組合建構流程，仍能發揮作用，特別是在市場急挫期間。亞洲定息產品部高級投資組合經理陳

珮珊，以及亞洲定息產品部投資組合經理孟原，將會在本文剖析中國利好的政策環境和具吸引力的長遠基本因素，如何有助推動在岸及離岸的固定收益市場在未來 12 個月內締造正回報。

中國固定收益：在新一年迎來經濟重啟及政策轉向

在反覆波動的市況下，在岸中國債券憑藉流動性緩衝、[與全球其他固定收益市場相關性較低](#)，以及實質孳息率處於正數水平，在 2022 年表現優於環球市場大部份債券。事實上，「放寬」是中國 2022 年寬鬆貨幣政策的主調（見附錄）。然而，影響離岸中國債券市場的動態因素則有所不同：房地產業的問題揮之不去，導致高收益債券出現大幅調整。

市場表現的關鍵重點¹

- 10年期中國政府債券孳息率由2.78%按年微升至2.87%。鑑於在岸市場流動性充裕，孳息率在2.95%至2.62%的區間徘徊。

- 在聯儲局立場強硬及投資者普遍避險的環境下，人民幣兌美元匯率全年跌7.86%。在第四季，人民幣渡過外資流出的高峰期，帶動人民幣兌美元匯率由季初的7.12回升至6.90。
- 美元計劃的企業信貸年內下跌10.45%（摩根大通中國總回報指數），主要因為美國國庫債券孳息率上升和信貸息差擴闊，然而，票息收益維持正數局部抵銷了負面影響。個別發展商在到期前償債或再融資的能力成疑，繼續使中國房地產業債券受壓。

臨近 2022 年第四季，[政府大舉轉向放寬防疫限制和房地產政策](#)，有助恢復市場氣氛。我們認為，這些措施可望於未來 12 至 18 個月內協助相關行業尋底。下一節我們將闡述對中國在岸和離岸債券展望。

¹ 彭博資訊，數據截至 2022 年 12 月 28 日。在 2022 年 10 月 31 日，美元兌人民幣匯率升至 7.3050，其後在 2022 年 12 月 28 日貶值至 6.9501。

中國實現期待已久的經濟重啟 — 在 2023 年轉守為攻

踏入 2023 年，我們的投資配置較去年的防守性部署更為樂觀。事實上，[當中國宣布防疫及房地產兩方面的政策出現重大轉向](#)，我們隨即在 2022 年第四季作出更進取的部署：

- 1) 中國恢復通關及放寬防疫政策
- 2) 採取強而有力的政策，全速推進經濟增長
- 3) 全面扶持房地產業，協助行業持續復甦
- 4) 美國聯儲局將在 2023 年逐漸減慢甚至暫停加息步伐

由於市場尚未完全反映正面因素和基本因素改善的潛力，我們預料在 2022 年第四季及踏入新一年之際，較進取的部署將繼續受惠於這些有利的宏觀和政策元素。此外，市場尚未完全反映部份亞洲經濟體率先重啟經濟的正面因素。

繼於 2022 年 11 月宣布優化疫情清零措施（「20 條措施」）後，中國在 12 月底宣布，由 2023 年 1 月 8 日起取消入境旅客須於到埠後在酒店隔離及進行核酸檢測的規定。政府在 12 月 27 日進一步宣布，將重新向到訪香港的內地居民發出旅遊及商業簽證，並會重開海陸口岸。

我們認為中國的防疫政策逆轉，是為與病毒共存作出鋪路，並為 2023 年上半年恢復出入境旅遊奠下基礎。

至於復常將會逐步、抑或驟然發生，仍取決於感染個案有否急增，以及對供應鏈的潛在影響。在撰寫本文時，中國國內生產總值實際增長率在 2022 年預計為 3.0%，2023 年及 2024 年分別為 4.8%和 5.0%²。

利率、貨幣和信貸展望

目前，市場預期中國經濟增長將會轉佳，有機會導致通脹壓力以致於在岸市場的利率略為回升，預料在岸債券孳息率曲線將趨於陡斜。與此同時，人民幣可能在外匯市場走強。因此，偏低在岸人民幣債券投資組合存續期，有助抵銷加息的影響。

外匯市場方面，人民幣可望受惠於本土經濟復甦、更重大的刺激政策，以及美元價值可能見頂等因素。鑑於人民幣和美元之間的利率差距應會收窄，利率上升或可吸引投資組合的資金流入在岸市場，為人民幣帶來支持。因此，我們相信人民幣的前景將會更為樂觀，投資者可受惠於減少以美元對沖人民幣。

綜觀在岸中國債券市場各個領域，我們對企業信貸和銀行資本債券相對審慎，因為其估值顯得不吸引。我們對政策性銀行債券和中國政府債券的觀點較為中性。與此同時，我們致力從中國經濟重啟主題找尋回報機會，有機會增持離岸中國美元高收益債券，因為後者估值具吸引力。從行業角度來看，我們將選擇性增持較優質的房地產發展商，尤其是受惠於國家加強支持力度的國有發展商。此外，我們亦增持了穩佔優勢，可受惠於國內經濟復甦的互聯網和科技企業。

²以彭博資訊普遍預測為基礎。

作為一個團隊，我們時刻致力進行投資組合部署，以反映環境、社會及管治（ESG）因素。目前，可持續投資機遇仍主要集中於離岸美元市場。儘管如此，當在岸綠色債券市場進一步發展和擴充，將會帶來一系列投資機會。

加推房地產定向扶持措施或陸續有來

繼政府於 2022 年 11 月頒布融資扶持政策（「第二支箭」）後，我們預期房地產業將在新一年迎來更多扶持措施。重要的是，中國人民銀行（人行）及中國銀行保險監督管理委員會（銀保監會）在 1 月初公布一項果斷的新措施，內容為在樓價下跌時，建立首套住房貸款利率政策動態調整機制。這項措施應會令首次置業人士所負擔的按揭利率大幅下降，並為房地產業帶來支持。另一方面，有市場消息指中國正考慮為個別發展商放寬厲行的「三條紅線」房地產規則。一旦落實，這將代表政策出現重大轉向，有助提升投資者對行業信心。

事實上，行業復甦將取決於發展商重獲現金流的速度，但隨著經濟重啟，家庭收入可能上升，繼而帶動房地產交易活動增加。不過，投資者需要注意其中一個利淡因素 — 歐美經濟放緩，或會對中國出口製造業產生擴散效應而影響就業。整體而言，內地經濟可望於 2023 下半年頗為顯著復甦（U 形反彈），但力度可能不及 2020 年的後疫情復甦（V 形反彈）。

採取務實的財政刺激措施

政府和政策官員將會注視上述因素，並可能視乎經濟重啟的表現，才考慮加推財政刺激措施。官方基準利率應保持穩定，預料會到 2023 年底時才會出現變化，而聯儲局或於同一時間到達其終端利率水平。事實上，人行和聯儲局之間的最大利率政策分歧或已出現。因此，隨著中國重啟經濟，加上聯儲局處於緊縮周期後段，貨幣貶值壓力可能已經見頂。正如我們早前所述，[中國債券具分散風險的韌性](#)，因為中國債券與環球固定收益市場其他領域的相關性不高，而且有一定水平的利率息差（以對沖基礎計算）及在岸流動性充裕。

風險及流動性管理的重要性

回顧 2022 年充滿挑戰的市況，我們希望強調的其中一個關鍵點是當市況反覆波動，投資組合需要透過現金或其他等值資產（例如短期國庫債券），以維持高流動性的投資組合。我們的投資團隊具備長年期的往績，於中國在岸債市累積深厚的經驗，協助團隊駕馭過去的嚴峻市況。我們認為，投資者採取較高流動性的組合策略，往往能進行有系統的管理，游刃於波動的市場周期。與此同時，投資組合充分多元化，亦有助進一步減低市場下行的影響。

總括而言，流動性、分散投資、毅力和耐心依然至關重要。

最後，我們預期在岸人民幣債券投資者可獲得低至中單位數回報，並在此重申，中國債券這項資產類別對環球投資者的吸引力。

附錄：中國於 2022 年採取寬鬆貨幣政策

第一季：人行調低政策利率10基點，包括在1月17日將七天回購利率由2.2% 調低至 2.1%，以及將一年中期借貸便利利率由2.95% 減至2.85%。其後，一年期銀行貸款市場報價利率降低10基點至3.70%，五年期貸款市場報價利率則被調低5基點至4.6%。

第二季：中國在4月降低存款準備金率0.25%，銀行體系的平均存款準備金率由8.4%跌至8.1%。人行亦把五年期貸款市場報價利率調低15基點至4.45%，以

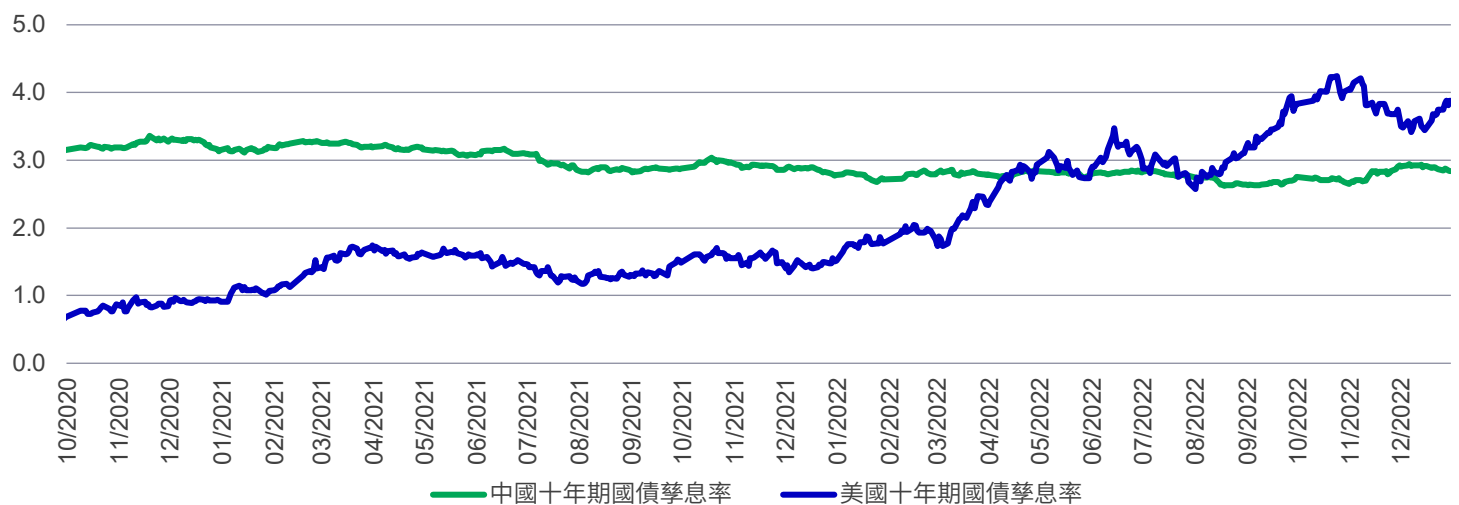
刺激按揭活動，一年期貸款市場報價利率則維持在3.70%。

第三季：人行在8月分別調低政策利率（一年期中期借貸便利和七日逆回購利率）10基點至2.75%。其後，當局不對稱地調低貸款市場報價利率，將一年期貸款市場報價利率調低5基點至3.65%，五年期貸款市場報價利率則調低15基點至4.3%，以支持房地產市場。

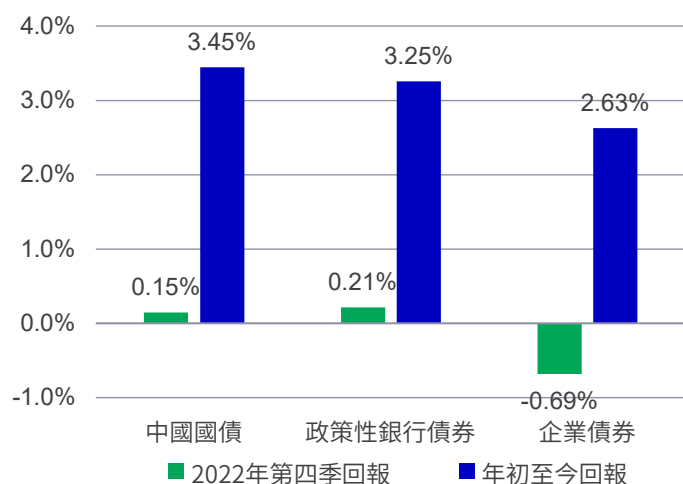
第四季：人行在11月25日宣布全面降準。

2022 年市場回顧

中國在岸市場利率 (厘)



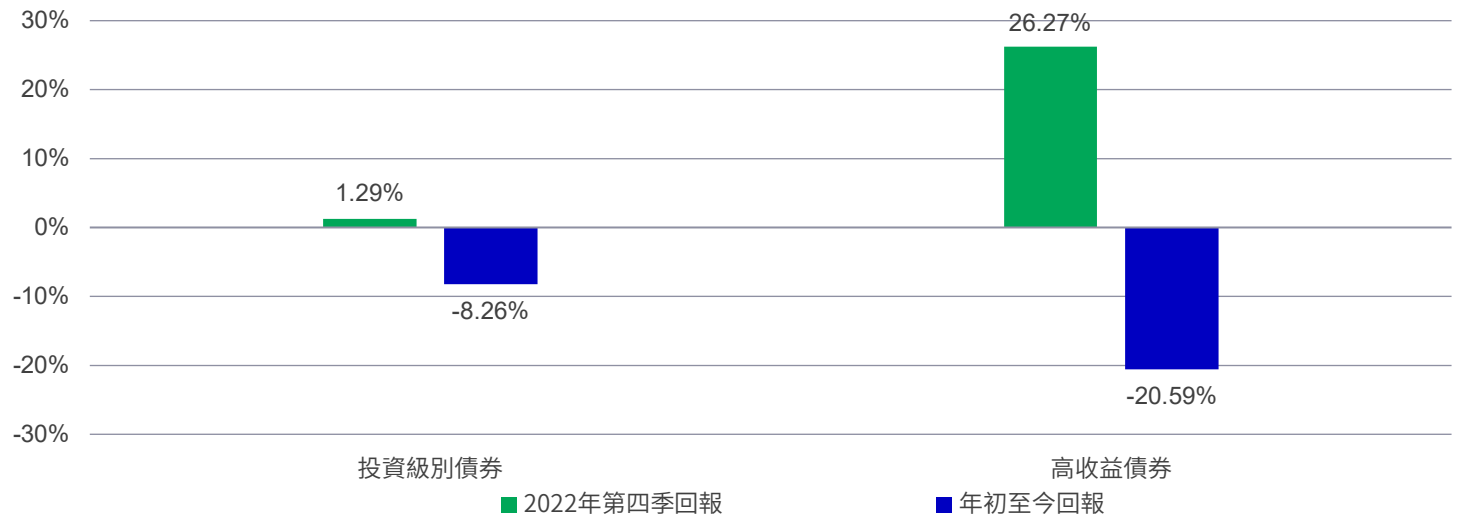
企業信貸



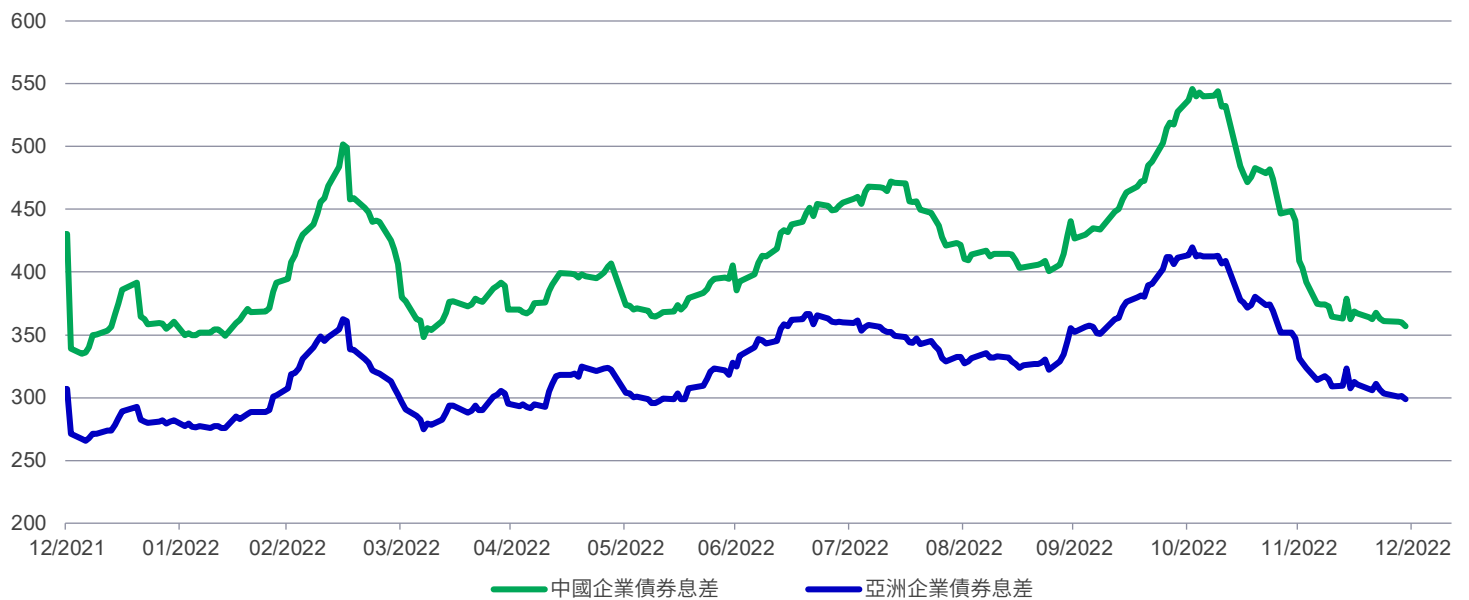
人民幣

人民幣兌	2022 年第四季	2022 年年初至今
美元	3.15	-7.86
歐元	-5.55	-2.14
瑞士法郎	-3.38	-6.69
日圓	-6.56	4.98

美元計價的企業信貸回報 (%)



美元計價的企業信貸息差 (點子)



資料來源：彭博，宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 30 日。投資者不可能直接投資於指數。過去表現並不代表未來業績。

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。

2669438