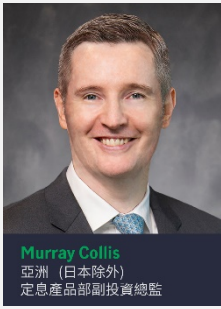




彭德信 (Endre Pedersen)
亞洲 (日本除外)
定息產品部首席投資總監



Murray Collis
亞洲 (日本除外)
定息產品部副投資總監

在 2021 年投資展望，彭德信 (Endre Pedersen，定息產品部投資總監，亞洲除日本) 及 Murray Collis (定息產品部副投資總監，亞洲除日本) 所領導的亞洲定息產品團隊，剖析為何預期在環球有利環境及持續的政策支持下，亞洲固定收益將繼續表現向好。

亞洲固定收益：整體展望樂觀，

聚焦可持續投資

面對充滿挑戰的 2020 年，亞洲固定收益市場表現強韌^{1,2}。隨著新型冠狀病毒疫情在 2020 年第一季急速擴散至全球，多國繼而實施抗疫封鎖措施，為各地市場及經濟體帶來震盪。亞洲市場亦未能倖免：即使北亞經濟體的控疫措施成效較佳，不少地區（例如內地和台灣）全年經濟有望錄得正增長，但市場預期區內國內生產總值已受重創，程度甚至超越 1997 年亞洲金融危機。不過，區內多國相繼推出大規模貨幣和財政刺激措施，經濟和金融市場逐步在年內復原。

展望 2021 年，我們預期在環球有利環境及持續的政策支持下，亞洲固定收益將繼續表現向好。鑑於亞洲固定收益的基本因素優於同類資產，我們認為，憑藉亞洲穩健的信貸狀況，加上多年來可持續投資機遇蓬勃發展，有望發揮較佳的上升潛力。

2020 年：經濟急劇逆轉下表現強韌

儘管過去一年荊棘滿途，但亞洲固定收益的基本因素保持不變。這類資產表現仍然穩中向好，為投資者帶來正回報。回顧 2020 年第一季表現，隨著疫情拖低環球金融市場表現，摩根大通亞洲信貸指數 (JACI) 回調約 8% 至 9% (觸底)，但跌幅較美國信貸市場小¹。其後，環球各地政府推出更多貨幣和財政刺激措施，亞洲信貸市場顯著而穩步反彈，到了 2020 年底時，低位至高位更累積回升約 12%。事實上，美國聯儲局先後大幅減息和推出救市措施，為亞洲各國央行提供緩衝，以便跟隨美國的行動 (見圖 1²)。此外，隨著環球資金急於避險的趨勢減退，美元匯價轉弱，因此大部份亞洲貨幣回穩並走強³。

¹ 彭博資訊，截至 2020 年 3 月 23 日。摩根大通亞洲信貸指數 (JACI) 回調 8.79%，但同期洲際交易所美銀美國企業債券指數則回調 15.14%。截至 2020 年 12 月 23 日，JACI 由低位回升 12.32%。

² 中央銀行網站，截至 2020 年 11 月 20 日。中國的參考年利率為一年期中期借貸利率 (市場參與者參考此年率水平以判斷人民銀行的貨幣政策走向)。

³ 摩根大通亞元指數升 3.7%，截至 2020 年 12 月 17 日。

圖 1：亞洲和已發展市場政策利率變動

經濟體	利率變動 (%)												政策利率 20/11/ 2020 (%)	政策利率 年初至今變動 (基點)
	政策利率 31/12/ 2019 (%)	01/ 2020	02/ 2020	03/ 2020	04/ 2020	05/ 2020	06/ 2020	07/ 2020	08/ 2020	09/ 2020	10/ 2020	11/ 2020		
美國	1.75			↓ 1.50									0.25	↓ 150
歐元區	(0.50)												(0.50)	
日本	(0.10)												(0.10)	
中國	3.25		↓ 0.10		↓ 0.20								2.95	↓ 30
印度	5.15			↓ 0.75		↓ 0.4							4.00	↓ 115
印尼	5.00		↓ 0.25	↓ 0.25			↓ 0.25	↓ 0.25				↓ 0.25	3.75	↓ 125
南韓	1.25			↓ 0.50		↓ 0.25							0.50	↓ 75
馬來西亞	3.00	↓ 0.25		↓ 0.25		↓ 0.50		↓ 0.25					1.75	↓ 125
菲律賓	4.00		↓ 0.25	↓ 0.50	↓ 0.50		↓ 0.50					↓ 0.25	2.00	↓ 200
泰國	1.25		↓ 0.25	↓ 0.25		↓ 0.25							0.50	↓ 75
越南	6.00			↓ 1.00		↓ 0.50					↓ 0.50		4.00	↓ 200

疫情對不同市場和行業類別的信貸市場衝擊亦各異，信貸質素的差距越來越大。儘管如此，亞洲仍享有較佳優勢，原因在於摩根大通亞洲信貸指數結構獨特，投資級別企業佔多數，而且多家國有企業和準主權實體，受惠於多元化的融資渠道，包括地方銀行和債券市場。

至於高收益債券範疇，雖然違約率確實有所上升，但影響並不如當初市場憂慮般顯著⁴。舉例來說，亞洲高收益債券全年違約率預測向下修訂，由 7 月的 4% 下調至 10 月的 3%⁵。此外，區內至今只有約 1.4% 投資級別信貸被降至非投資級別 — 僅略高於 10 年平均水平的 1.2%⁴。

2021 年前景 – 主權和準主權債券被降至非投資級別的風險有限

2021 年宏觀格局漸入佳境，應可利好亞洲固定收益市場。考慮到亞洲固定收益信貸基本因素強韌，加上政府續推寬鬆貨幣政策，美元亦面對下行壓力，我們看好廣泛亞洲固定收益。正如上文所述，隨著環球央行大幅度減息，並推出前所未有的擴大資產負債表計劃，已發展市場負孳息率政府債券日益增加（圖 2⁶）。若出現「尾端風險事件」，即美國國庫債券孳息率在 2021 年跌至負數（例如：疫苗分發延誤或步入通縮環境），債券和收益投資者或會大幅進行資產調配，以尋找「正」收益。鑑於亞洲債券的基本因素穩健，上述情境將令亞洲固定收益債券更為別樹一幟。

⁴ 雖然高收益債券的違約金額創紀錄達到 88 億美元，但由於發債活動暢旺，違約率一直控制於僅 2.4% 的水平。處於受壓水平的高收益債券（按 1 美元票面值計，其價格低於 70 美仙）百分比由 3 月的 14% 回落至 10 月的 2%。摩根大通，2020 年 10 月。

⁵ 摩根大通，截至 2020 年 10 月。

⁶ 彭博資訊，宏利投資管理，截至 2020 年 11 月 30 日。

圖 2：從全球角度看亞洲債券 (政府債券孳息，%)

	1 年期	2 年期	3 年期	5 年期	7 年期	10 年期	15 年期	20 年期	30 年期
德國	-0.70	-0.75	-0.78	-0.75	-0.69	-0.57	-0.38	-0.36	-0.17
瑞士	-0.86	-0.81	-0.81	-0.76	-0.68	-0.55	-0.40	-0.32	-0.33
荷蘭	-0.70	-0.73	-0.74	-0.70	-0.63	-0.49	-0.41	-0.24	-0.10
丹麥	-0.58	-0.64	-0.66	-0.61	-0.54	-0.46	-0.35	-0.24	-0.05
法國	-0.64	-0.69	-0.70	-0.66	-0.55	-0.33	-0.16	0.09	0.36
愛爾蘭	-0.67	-0.68	-0.66	-0.60	-0.48	-0.27	-0.05	0.02	0.33
瑞典	-0.15	-0.39	-0.37	-0.34	-0.20	-0.01	0.15	0.31	
日本	-0.13	-0.13	-0.14	-0.10	-0.09	0.03	0.22	0.40	0.65
葡萄牙	-0.58	-0.69	-0.59	-0.45	-0.25	0.03	0.40	0.42	0.75
西班牙	-0.59	-0.59	-0.57	-0.38	-0.23	0.08	0.39	0.65	0.89
英國	-0.03	-0.03	-0.03	0.01	0.11	0.30	0.53	0.81	0.85
意大利	-0.47	-0.40	-0.25	0.04	0.26	0.63	0.99	1.22	1.48
美國	0.11	0.15	0.19	0.36	0.61	0.84	1.10	1.36	1.57
新加坡	0.22	0.26	0.33	0.49	0.64	0.87	1.11	1.17	1.13
澳洲	0.01	0.09	0.11	0.30	0.53	0.90	1.24	1.66	1.89
泰國	0.49	0.52	0.59	0.76	1.24	1.31	1.62	1.80	2.05
南韓	0.62	0.96	0.99	1.38	1.42	1.50	1.62	1.74	1.73
馬來西亞	1.65	1.79	1.93	2.16	2.59	2.76	3.48	3.73	4.14
菲律賓	1.68	1.93	2.07	2.72	2.79	2.84	3.37	3.90	
中國	2.85	2.94	3.04	3.07	3.27	3.26	3.56	3.85	3.89
印度	3.32	3.91	4.36	5.08	5.63	5.91	6.21	6.34	6.61
印尼	2.63	4.06	4.56	5.04	6.03	6.16	6.65	6.90	7.16

整體而言，我們預期違約情況在 2021 年上半年維持受控並具特殊性質，其後隨著疫苗在全球推出，違約率下半年轉佳。亞洲美元債券市場亦已具備條件應對再融資情況，有助改善投資者承險意欲。儘管如此，鑑於預期不同國家和行業的復甦步伐不一，因此信貸挑選仍然是投資亞洲債市的關鍵。

中國經濟復甦應可繼續表現亮麗：中國實質國內生產總值增長有望由 2020 年的 2% 加快至 2021 年的 8.2%（按年），其後在 2022 年回復至趨勢增長區間（5% 至 6%）⁷。鑑於市場看好疫苗面世，將有助環球重拾增長動力、促進中國廣泛經濟復甦，中國或會撤

銷部份於 2020 年為抗疫而實施的積極擴張性信貸和財政政策。隨著中國人民銀行（人行）持續暗示反對「大水漫灌」式刺激經濟，政策利率有望維持相對穩定。人行很可能將延續定向貨幣政策措施，包括加推定向降準及公開市場操作，以管理市場流動性。

由於中國債券名義孳息率偏高，實質孳息率處於正數水平，而且提供分散投資機遇，因此中國債券在現行市場周期，表現優於其他環球債券市場。面對目前的宏觀環境和信貸下行周期，我們相信關鍵在於透過審慎挑選信貸，把握最吸引收益機遇。鑑於 10 年期中中國政府債券孳息率現時重回至 3.3% 水平附近，我們

⁷ 彭博資訊普遍預測，截至 2020 年 12 月。

認為這為投資者帶來入市良機，而且目前孳息率較美國國庫債券高約 2.4%，差距相當可觀⁸。從孳息率曲線角度來看，5 年至 7 年期債券孳息率的相對價值吸引力，尤其高於長債。我們相信人民幣將大致持續徘徊於現水平。儘管人民幣兌美元匯價在 2020 年已升值 6%，但仍有望在 2021 年上半年內，進一步升值至 6.40 的目標水平。美元弱勢是人民幣升值的主要動力，而且美國經濟復甦步伐可能減慢，或會進一步加劇美元貶值。此外，我們繼續聚焦於從營運和融資角度較少依賴美國的具系統重要性國有企業。以本土市場為重心的行業亦是關注重點，例如公用事業、房地產、電訊和媒體業。中美關係很可能持續緊張，所衍生的尾端風險將揮之不去，尤其是考慮到近期美國國會通過法例，美國上市的中資公司有機會被除牌。此外，中國監管機構日益有序容忍部份債券持有人承受損失，箇中包括戰略重要性較低的國有企業債券。

印尼受疫情打擊的程度，可說是區內市場中最大，並且自亞洲金融危機以來，首度錄得按年負增長和技術性衰退。有見及此，印尼政府和印尼央行推出前所未有的刺激措施，包括採取債務貨幣化措施。這些特殊政策措施有助提振經濟增長，維持信貸市場投資信心。至於主權債券，現時的信貸評級（BBB 級；穆迪和惠譽的前景評級：穩定）提供充裕緩衝空間，抵禦被降級至低於投資級別的壓力。主要的準主權企業和大型銀行的信貸標準穩健，流動性充足，因此具備充分條件維持投資級別評級。雖然印尼盾在 2020 年表現波動，而且印尼倚賴外債，但由於當地經濟前景

轉強，印尼盾仍有望在 2021 年表現靠穩。市場較多部署於擁有足夠流動性及穩健企業管治往績的優質高收益企業。

印度市場內，企業被降至非投資級別的風險，仍是我們的重點關注，因為當地銀行不良貸款比率，料將在未來 12 至 18 個月升至雙位數⁹。然而，當地防控措施成效改善（例如：現有感染病例自 9 月中以來下降 69%¹⁰，情況與世界其他地區普遍上升相反），加上金融業指標穩健，令有關風險得以緩減，或可為 2021 年宏觀經濟復甦帶來支持。財政政策方面，印度增發債券以支持經濟，現時債務佔國內生產總值比率迫近 90%，但由於印度外債佔國內生產總值僅約 20%¹¹，在新興市場經濟體中屬於較低水平，因此我們對此不太感到憂慮。總括而言，市場很有可能較多部署於印度具有全國龍頭地位的國有企業，以及獲得母公司強大支持的可再生能源公司。

承接審慎信貸挑選的主題討論，我們亦探討正在興起的重大投資機遇 — 環境、社會及管治（ESG）投資。

新興投資機遇：亞洲可持續發展債券

雖然亞洲對 ESG 的重視可說是落後於歐洲等其他地區，但近期的趨勢反映亞洲於 ESG 領域的動力增強，投資者亦對 ESG 感到樂觀。隨著中國承諾到了

⁸ 彭博資訊，截至 2020 年 12 月 16 日。

⁹ 就印度銀行業而言，預測不良貸款比率和信貸成本已向下修訂，收回欠款率亦由數月前的 50% 至 60% 急增至 10 月的 90%。

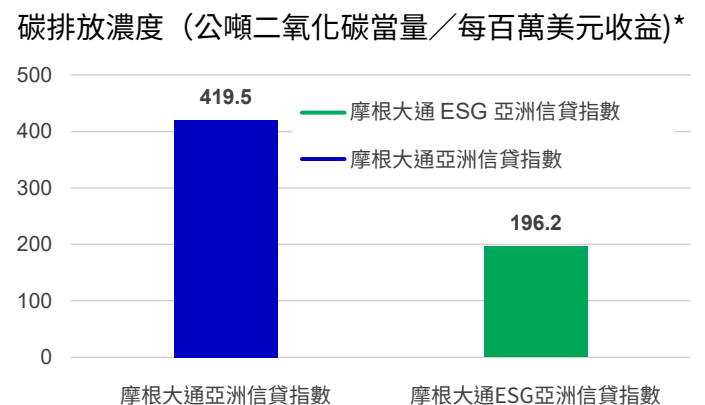
¹⁰ 約翰普甘斯大學系統科學及工程中心 (CSSE)。

¹¹ CEIC，截至 2020 年 3 月年度數據。

2060 年時達致碳中和¹²，加上其他國家有望跟隨，我們預期綠色債券發行量將顯著增加。與 2019 年首九個月比較，環球綠色債券於 2020 年上升 12%，環球趨勢有助綠色及可持續債券進一步增長¹³。

除了這股趨勢之外，亞洲綠色債券能夠締造真正的全方位回報，而非單從財務指標角度帶來回報，亦推動我們看好這領域的投資機遇。現時投資者可從多方面判斷投資是否跑贏基準，包括 ESG 因素，例如碳排放濃度（E）、能否提供人口老化支援（S）或較穩健的管治架構（G），而非僅以回報差距比較表現優劣。假如可持續投資組合表現與基準相若，但涉及的碳排放量顯著較低，則可支持氣候相關的目標。即使是從嚴格的財務回報角度來看，研究和證據均顯示可持續投資無損投資回報（見圖 3¹⁴）。舉例來說，在 2012 年 12 月至 2020 年 11 月期間，摩根大通 ESG 亞洲信貸指數累積風險調整後回報，與摩根大通亞洲信貸指數（上圖）相若，但從碳排放濃度來看，摩根大通亞洲信貸指數成份公司每銷售 100 萬美元貨值，便排放近 420 噸二氧化碳；相反，摩根大通 ESG 亞洲信貸指數成份公司每銷售 100 萬美元貨值，僅排放 196 噸二氧化碳。

圖 3：ESG 對比較大的亞洲債券指數和投資組合



上述表現令我們更有信心，未來可持續投資可提高回報，加上 ESG 方面的表現，可與重視可持續發展的投資者產生共鳴。更重要的是，監管法規有望修訂，投資者對可持續發展投資方案的需求日增，亦可能改變相對表現的動力。我們也預期，發展成熟的較長期

¹² 「聯合國氣候部門主管：亞洲主要國家承諾促進環球氣候行動」海峽時報，2020 年 11 月 4 日。

¹³ 「綠色債券有望超逾一萬億美元，錄得另一豐收年。」PV 雜誌，2020 年 10 月 6 日。

¹⁴ 彭博資訊，截至 2020 年 11 月 30 日。數據總值以美元計算。過往表現不代表未來業績。投資涉及風險。摩根大通 ESG 亞洲信貸指數（JESG JACI）追蹤亞洲固定收益資產類別的亞洲（日本除外）美元計價債務

工具總回報表現，包括主權、準主權和企業實體發行的浮息、永續和後償債券。指數採用環境、社會及管治（ESG）評分和篩選方法，從而對綠色債券或 ESG 準則排名較高的發行人持偏高比重，對排名較低的發行人持偏低比重或予以剔除。* 碳排放濃度數據取自 Trucost ESG Analysis。碳排放濃度是指範圍 1 及範圍 2 中每百萬美元收益產生的公噸二氧化碳等量。

機構投資者將持有標籤為綠色及可持續的債券。上述轉變或可建立更穩定的投資者基礎，有助減輕這類資產的跌幅，並提供較佳的風險調整後回報。

環顧亞洲具體的 ESG 投資機遇，投資者應留意能受惠於環境或社會趨勢，例如可紓緩氣候轉變或人口結構改變的潔淨科技企業。除了環境和社會因素之外，我們亦強調管治因素的重要性。從管治的角度來看，投資者應重視擁有較獨立和多元化董事會的公司，並否定持有曾出現管理失當或業務模式不透明的公司。

總括而言，我們相信亞洲固定收益投資組合不僅應考慮 ESG 風險，亦需主動把握豐富的 ESG 投資機遇。2020 年固然對亞洲 ESG 的發展十分重要，但隨著投資者和企業在這領域開拓創新，我們認為 2021 年前景將更可期。

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。

528482