

首域亞洲優質債券基金

每月回顧及展望

2018年10月



- 本基金主要投資於亞洲政府或半政府機構發行人以及在亞洲成立、在當地設立總部或經營主要業務的機構所發行的債務證券
- 基金的投資可能集中於單一/少數國家或特定地區所以較分散投資組合更為波動及承受較大虧損
- 投資於新興市場可能較發達市場涉及更多風險包括流通性風險、貨幣風險/管制、政治及經濟不確定因素、出現大幅波動的可能性、結算風險、託管風險
- 投資於政府債務證券將會導致基金面對政治、社會及經濟風險
- 投資債務或定息證券可能會使本基金承受信貸、利率、貨幣、信用評級可靠程度風險及導致基金的價值受到負面影響。投資級別證券可能需承擔評級被下調的風險使基金價值或會受到不利影響。未達投資級別證券及未經評級債務證券的投資更為波動及涉及因發行機構信用價值變動造成的違約及價格波動的風險較高
- 基金可運用金融衍生工具作對沖用途及有效率投資組合管理可涉及額外流通性、估值、交易對手及場外交易風險
- 對於某些股票類別，基金或酌情決定從總收入中派付股息並於資本中扣除全部或部分類別費用及開支以增加可分派收入及實際上從資本中分派。這等同於退回或提取投資者原本投資的一部分或從該原本投資中獲得的任何資本收益可能導致每股資產淨值即時減少
- 投資者有可能損失部分或所有投資。閣下不應單憑本文件作出投資決定，請讀銷售文件包括風險因素了解詳情

市場回顧

環球股市大幅調整，導致亞洲信貸市場整個10月份的投資氣氛偏淡。跌市主要源於中美貿易戰升級，而投資者亦開始消化其對實質經濟的影響。雖然投資級別信貸息差在月內大部份時間受壓，但高收益信貸的拋售情況更為嚴重。中國在岸信貸違約率持續上升而且並無消退跡象，加上內地物業發展商的再融資需求龐大，是高收益市場顯著轉弱的關鍵成因。摩根大通亞洲信貸指數息差月底擴闊21個基點至+274個基點，十年期美國國庫券孳息則升8個基點至3.14%，總負回報為-1.12%。投資級別信貸跌0.73%，表現優於跌2.50%的高收益信貸。按地區劃分，大部份市場錄得負息差回報，惟香港和韓國輕微報升。斯里蘭卡政局更加不穩，成為跌幅最大的市場，其次是印尼，因為廣泛新興市場的投資氣氛仍然非常脆弱。

貿易戰的負面結果開始浮現，包括採購經理指數近期表現不振，促使中國人民銀行（人行）宣佈針對大部份銀行定向降準，由10月15日起生效。此舉將為銀行提供約4,500億元人民幣的資金，向人行支付未償還的中期借貸便利，同時為銀行體系注入7,500億元人民幣的資金。定向降準反映只要中美貿易關係持續緊張，人行將繼續推行寬鬆政策。

另一方面，新加坡金融管理局（新加坡金管局）稍為調高新加坡元名義有效匯率政策區間的斜度，但維持其寬度和中間點不變。收緊政策的決定主要源於本土通脹前景升溫。隨著製造業產量趨於平穩，新加坡金管局預料經濟增長踏入2019年將持續放緩。值得注意的是，雖然貿易關係緊張被視為增長的主要下行風險，但目前未有確鑿證據顯示其對新加坡或台灣和韓國等其他出口型市場的經濟增長構成重大影響。

中國的黃金週假期，加上市場氣氛向淡，導致美元債券的發行量由9月份的172億美元跌至159億美元。年初至今的供應量仍然大幅低於去年同期27%。值得注意的，是最終價與初始價指引的平均收窄幅度只有10個基點，遠低於平常的25至30個基點。月內焦點是人行發行多個批次債券。雖然市況波動，加上貿易關係更趨緊張，但該批五年、十年和30年期債券合共獲超額認購4.4倍。亞洲投資者傾向買入短債，分別認購77% 五年期債券和67%十年期債券。Pertamina在月內最後一天發行價值7.5億美元的30年期債券，令市場感到意外。該公司早前取消發行較短期的債券，在發行前一週亦暗示不會發行任何債券。

表現回顧

首域亞洲優質債券基金扣除費用後在10月報跌0.86%。

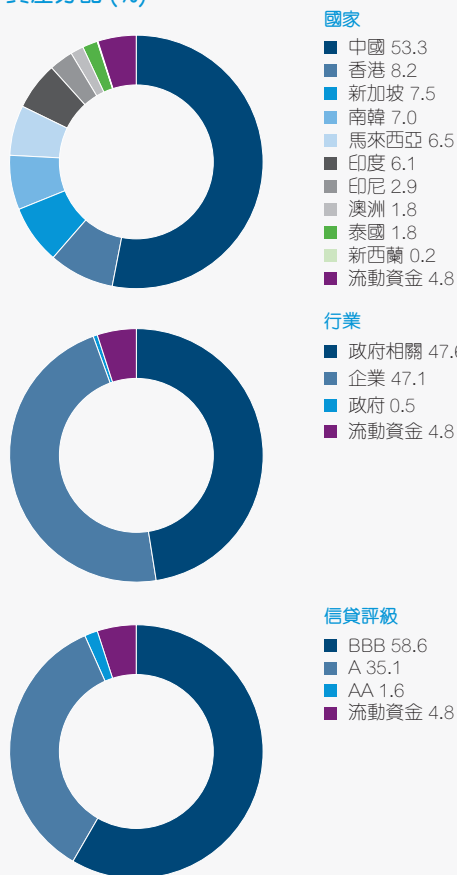
基金錄得負回報，主要因為美國國庫券孳息上升和信貸息差擴闊所致。相對於指標，基金作出較長的美債存續期配置利淡表現，因為美國經濟數據和通脹預期繼續高於市場預測。如9月份一樣，鑑於基金對多項表現再度遜於大市的信貸持偏高比重，因此證券選擇繼續削弱回報。

年初至今，第一季的美國利率短存續期持倉，以及基金於上半年大部份時間持有的印尼和菲律賓短倉均為表現增值。於第三季，美國國庫券孳息上升，使基金的長存續期持倉削弱回報，抵銷了大部份的利好表現。基金對個別發行商持偏高比重亦導致表現遜於大市。

	累積表現 - 以美元計算 (%) ¹					
	3個月	年初至今	1年	3年	5年	自成立日
第一類 (美元 - 累積)	-1.0	-2.8	-2.8	5.5	13.1	60.9
指標	-0.4	-1.9	-1.9	7.8	19.2	105.6

	年度表現 - 以美元計算 (%) ¹				
	2017	2016	2015	2014	2013
第一類 (美元 - 累積)	5.6	3.4	0.9	6.8	-3.0
指標	5.5	4.5	2.2	9.0	-2.6

資產分配 (%)¹



十大發行商 (%)¹

發行商名稱	%
China Vanke Co Ltd	4.5
United Overseas Bank Ltd	4.5
Hyundai Motor Co	4.3
China Huarong	3.7
China Overseas Land & Investment Ltd	3.3
Sinochem Hong Kong (Group) Co Ltd	3.2
Nan Fung International Holdings Ltd	3.2
Ping An Insurance Group Co of China Ltd	3.1
Industrial and Commercial Bank of China Ltd	3.0
Pertamina Persero PT	2.9

投資組合定位

月內，基金對投資級別債券維持適度偏高比重。我們亦對美國利率存續期配置保持適度長倉，因為貿易戰持續，以及隨著步入2019年，預期財政刺激措施的成效將會減退，我們認為目前的通脹升勢及隨之而來的債券孳息上升不能持續。地區方面，我們繼續對優質新加坡銀行及香港企業維持偏高比重，但對菲律賓主權債券持偏低比重，因為這類債券的估值偏高。我們亦對印尼的配置持偏低比重，因為預期投資者最多只會對新興市場保持觀望態度。基金對中國的投資級別房地產持偏高比重，並持有科技業短倉，對銀行和地方政府融資平台則持偏低比重。在不良貸款增加的情況下，基金對印度銀行維持偏低比重。

投資展望

隨著步入這動盪一年的最後階段，市場仍籠罩不少陰霾。投資者在整個第三季均憂慮中美貿易戰和聯儲局加息步伐加快，這些憂慮看來將會持續。市場亦開始更密切注視英國脫歐和意大利債務危機的進展。這些事件可能導致更多波動，但我們較關注油價問題，因為油價上漲對通脹預期產生直接影響，從而影響債券價格。

美國於8月6日重新對伊朗實施經濟制裁以來，伊朗石油出口量急跌，油價升至四年來最高水平。委內瑞拉經濟危機持續，導致石油產量下跌，進一步推高油價。雖然石油輸出國組織成員國正增加油量，以緩和情況，但如果需求持續強勁或上升，以致供不應求，油價或會輕易升至100美元的水平。根據往績，油價急升無疑將對金融市場和新興市場經濟造成嚴重壓力。事實上，我們認為現時美國國庫券孳息趨升也歸因於油價上漲，而非只是美國聯儲局於2019年加快加息步伐。可惜的是，相對於需求主導的油價上漲，上述的供應緊張情況普遍只屬短暫。

美國經濟在過去數季一直強勁增長，主要由於企業稅下調和投資稅項優惠產生作用，但預期兩者將隨著步入2019年而消退。如果民主黨在11月中期選舉取得眾議院的控制權，議會將難再商議和通過進一步財政計劃。利率正常化導致融資成本上升，開始拖慢經濟增長，因此我們認為聯儲局於2019年上半年後難以繼續加息。除非關稅或經濟制裁觸發通脹，否則不會影響我們對美國利率的樂觀展望。如貿易戰進一步升溫，導致進口價格飆升，市場將被迫重新評估目前的溫和通脹預期。

美國以外的因素則不大樂觀。印度的原油需求超過80%依賴進口，油價上升已開始令這些大量進口石油的國家受壓。美國加息已令印度、印尼和菲律賓等出現經常賬赤字國家的貨幣受壓，情況與2013年縮減量寬恐慌期間相似，但這些國家當時的

¹資料來源：理柏及首域投資，資產淨值對資產淨值計算(美元總回報)，截至2018年10月31日。基金自成立日：2003年7月14日。首域亞洲優質債券基金第一類(美元-累積)乃基金之非派息類別股份。指標為摩根大通亞洲信貸投資級別。

赤字接近4%至5%，而現時仍遠低於3%。我們預期亞洲多家央行仍會在本土貨幣波幅擴大時加息，但直至目前或不足以遏止跌勢，尤其是當外資佔本土資產的比例偏高，正如印尼的情況一樣。雖然這並非我們預期的基本情況，但美國聯儲局更積極加息將不利新興市場經濟，對亞洲市場也不例外。基於以上觀點，我們仍對亞洲貨幣持審慎立場，至少直至有跡象顯示聯儲局的利率正常化步伐放緩。

經濟前景未明對亞洲信貸市場有何啟示？隨著美國聯儲局繼續進行利率正常化，環球融資環境將如過去數季般持續收緊。此外，中美貿易戰持續將拖慢環球經濟增長，削弱投資者信心。目前難以預測貿易戰的發展或聯儲局會否更積極加息，但聚焦於亞洲企業的基本因素令人稍感樂觀，當中不少將能抵禦金融風暴。綜觀投資級別債券領域，息、稅、折舊及攤銷前利潤（EBITDA）和淨收入利潤率等主要指標於過去三年有所改善。債務比率亦下跌，流動資金維持充足，平均現金水平相當於總債務超過30%。高收益債券方面，上述指標亦在倒退多年後自2017年起開始改善。因此，除非貿易戰全面爆發，以及亞洲貨幣嚴重失控貶值，否則我們預期亞洲區經濟仍有相當增長，而且遠勝其他地區，有望為正在改善的信貸走勢帶來強勁支持，繼而轉化為調高評級的動力。

我們於第二季展望預期信貸環境向好，結果不出所料。摩根大通亞洲信貸投資級別指數於第三季末的息差相對本年度高位低約10個基點。雖然息差仍較金融危機後的平均值低約30個基點，但隨著近期國庫券孳息上升，綜合孳息現時正處於危機後高位，應有助提升長線投資者和壽險公司對亞洲債券的需求。亞洲投資級別債券提供的孳息亦較美國同類債券最多高50個基點，進一步提升其吸引力。亞洲高收益債券經歷超賣後，息差於第三季亦收窄約50個基點，雖然相對美國高收益債券的息差升幅增加，令其更接近歷史平均值，但我們仍會注意融資環境收緊時無處不在的特殊風險。油價上漲亦可能帶來新一輪市場波動。儘管市場預期在10月份中國黃金週後債券供應將會上升，但我們認為在目前經濟前景未明的環境下，債券發行規模和定價將有利投資者。因此，我們認為年內債券總供應將低於去年水平，為市場帶來均衡的技術因素環境。

未來前景陰霾未散，投資者必須小心謹慎。注視質素和基本因素仍然是克服風浪的良方。我們計劃趁市場繼續拋售時增持美國國庫券，並精心挑選，持有信貸基本因素強勁的多元化投資組合。由於我們預期未來市場將更波動，因此迴避本土貨幣債券。

免責聲明

投資涉及風險。過往表現並非日後表現的指引。詳情請參閱有關基金銷售文件，包括風險因素。文資料來自首域投資（「首域」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首域並無就有關資料的中肯、準確或完整作出明確或隱含的聲明或保證。首域、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。本文件並不構成投資建議，亦不應採用作為任何投資決策的基礎，以及當作建議任何投資。未得首域事先同意，不得修改及或複製本文件所載全部或部份資料。

此文件乃由首域投資（香港）有限公司編製，並未經香港證監會審閱。首域投資是首域投資(香港)有限公司的商業名稱。

本文對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。

澳洲聯邦銀行（「銀行」）及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。本銀行及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對本行或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。