



## 亞洲高收益債券 的未來走勢

Leong Wai Mei，固定收益投資組合經理

隨著投資者重新評估對於中國房地產行業及亞洲高收益債券市場的風險預期，我們認為眼光獨到的投資者迎來了投資機遇。雖然我們短期內將繼續審慎挑選債券，但我們發現中國房地產行業去槓桿的動力高於以往任何時間，為改善長遠基本因素鋪平道路。

最近數週及數月，房地產發展商恒大的利息及票息支付能力出現不確定性，影響蔓延至整個亞洲債券市場，尤其是亞洲高收益債券市場。

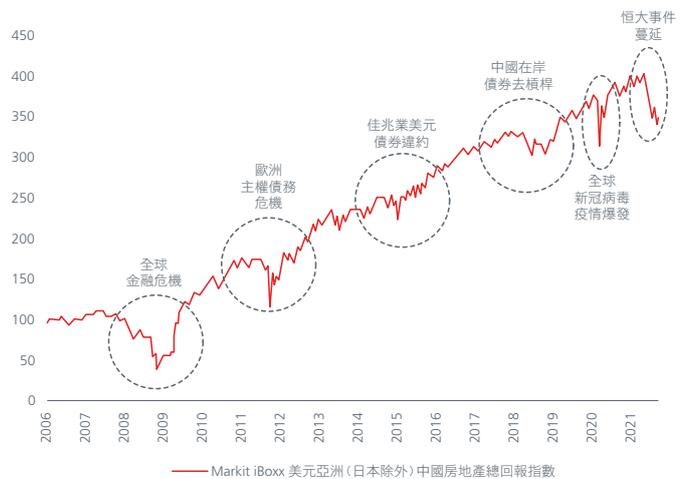
情況並不教人意外，因為中國佔亞洲高收益債券市場的50%，當中，中國房地產行業佔顯著份額。短期而言，恒大事件的發展可能拖累房地產行業的投資情緒。

亞洲高收益債券市場波幅向來偏高，然而，長線而言，該市場一直能為投資者帶來正回報。見圖1。話雖如此，恒大事件為投資者帶來較長遠的影響及教訓

### 重新評估風險預期

投資者可能會重新評估對於中國高收益房地產債券板塊的風險預期。這或會使債券收益率上升及息差擴闊。流動性狀況較差的B級發行人及公司將越來越難以獲取資金，因為中國政府相當可能維持控制房地產行業槓桿的政策措施。

圖 1. 在波動市況下錄得長線正回報



資料來源：Markit、滙豐

最近數月，中國當局對首次置業買家的按揭批核及借貸利率施加影響，壓抑城市的租金增長步伐，並降低發展商為土地支付的溢價。2021年上半年，更嚴格的按揭政策減慢了房地產公司收回現金的速度，而房價限制及土地成本上升則導致稅息折舊及攤銷前利潤（EBITDA）及利潤率呈下行趨勢。與此同時，雖然部分公司在於今年6月前符合政府「三道紅線」政策方面取得進展，但投資者需要確保債務比率的改善不會增加商業承兌匯票及犧牲少數權益。

重新評估中國房地產行業的風險預期將使投資者及公司逐漸變得更有紀律。投資者將需要提高洞察力，而許多房地產發展商採用的進取型「高增長高槓桿」業務模式或會逐漸成為過去。後者符合中國政府的目標——降低房地產行業的槓桿，提高房屋的可負擔程度，並將資源導向先進製造業、科技及可再生能源等具策略重要性的行業。

### 健康的房地產行業為人樂見

雖然中國房地產行業過往一直受政策驅動的多輪波幅影響，但其至今仍是中國經濟的重要推動因素，2020年佔中國固定資產投資的27.3%，亦是多個地方政府的關鍵收入來源。因此，中國政府希望房地產行業健康發展，而不想看到多宗有可能觸發廣泛系統性風險的大型違約個案。

中國房地產發展商在2021年上半年錄得正收入增長，今年首八個月的合約銷售表現亦相當理想。令人鼓舞的是，**房地產庫存**（連結至每月圖表文章）水平亦遠更合理。多間房地產發展商在今年上半年已減慢收購土地儲備，有助在流動性收緊的情況下保留現金。雖

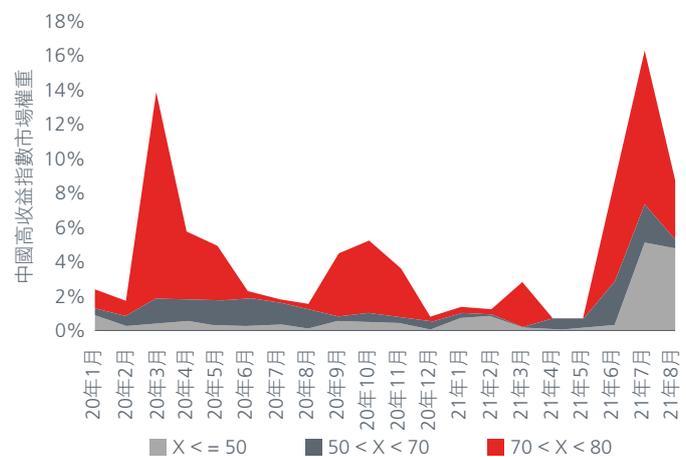
然債務對EBITDA比率在今年上半年因利潤率降低而輕微惡化，但淨債務股本比率及債務資本比率大致穩定，略低於2020年底的水平。

長遠而言，中國不斷壯大的中產階級、城市化及巨型都市的發展將持續利好房地產行業收入。中國的去槓桿行動最終亦會使市場紀律逐漸加強，並改善整個行業的信貸基本因素。

### 為眼光獨到的投資者而設的機遇

儘管投資者或預期亞洲高收益債券市場違約率將在未來上升，但我們認為眼光獨到的投資者迎來了投資機遇。在中國高收益債券市場中，面值1美元而價格低於50美分的債券之百分比在近月急增。見圖2。

圖2. 投資者已將違約率較高的因素計算在內



資料來源：彭博、摩根士丹利研究部

雖然我們短期內部署投資組合時將繼續審慎挑選債券，但我們發現中國房地產公司去槓桿的動力高於以往任何時間。隨著行業的基本因素逐漸改善，進

行信貸研究兼具耐性及積極的投資者將從所承擔的風險中獲得充足回報。

---

## 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](http://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。



英國保誠集團成員 