



宏觀憂慮影響債券投資者

Low Guan Yi

固定收益投資總監，瀚亞投資（新加坡）

在我們就亞洲固定收益進行的**全球投資者調查**中，受訪者指出經濟基本因素是最影響其固定收益投資組合的主要因素，尤其是通脹升溫、疫情後的國內生產總值增長，以及收緊寬鬆政策。這些因素推動投資者重新評估債券持倉，亞洲債券有望從中受惠。

為應對以上宏觀憂慮，受訪者表示一直有意分散債券持倉、減低整體固定收益持倉，甚至擴闊固定收益投資組合以包括新市場及債券類別。有趣的是，調查發現，由於已發展市場債券的收益潛力有限，全球投資者偏好亞洲債券。

亞洲的長期增長基本因素仍然吸引，全球投資者似乎越來越有意投資於亞洲的增長。相比評級相若的已發展市場債券，亞洲政府及企業債券提供相對吸引的回報。我們會探討這些宏觀憂慮及在目前波動的環境下其可能對亞洲固定收益市場造成的影響。

低通脹時期終結？

近四分之三的調查受訪者擔心通脹情況。這並不教人意外，因為北美及歐洲的最新數據顯示，消費物價通脹已達到十多年以來未見的水平。主要經濟體的通脹上升，與此同時，經濟增長從疫情的影響反彈，能源成本上升，全球供應鏈亦出現瓶頸。

儘管大部分已發展市場的主要央行似乎不急於加息，並繼續指出近期的價格飆升僅由於基數效應而「短暫」出現，但其他央行已經開始收緊政策。挪威央行是首間加息的已發展市場央行。紐西蘭銀行亦在七年來首次加息。投資者正在觀望美國聯儲局會否被迫提早開始加息，即使充分就業的目標尚未達成。

亞洲方面，由於多輪封鎖措施壓抑國內需求，區內通脹仍然溫和。見圖 1。雖然能源價格近期飆

升同樣刺激市場對亞洲的通脹憂慮，但鑑於價格剛性、電力定價協議的性質及時滯等因素，亞洲經濟體對於能源價格上升的通脹敏感度向來較低。食品價格通脹走勢溫和，加上大部分亞洲國家的產出缺口處於負值，導致亞洲大部分央行繼續維持現狀一段時間，以支持亞洲剛起步的經濟復甦。

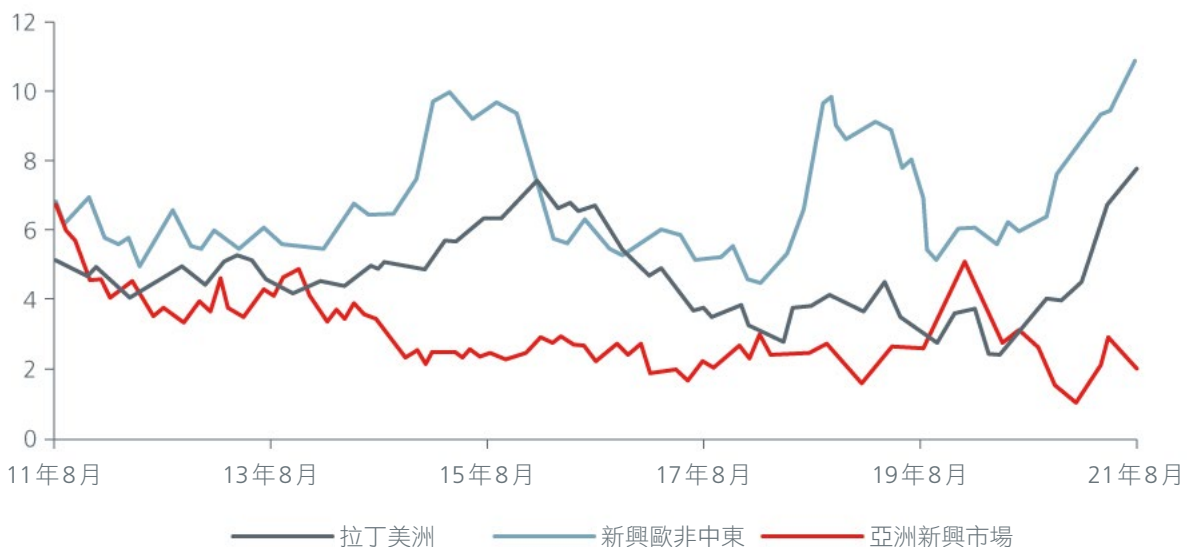
唯一例外的是韓國銀行，由於房地產價格上升及經濟增長動力強勁，該行成為首間在此政策週期中加息的亞洲央行。亞洲央行過去已證明有能力將目光放在商品價格通脹以外，並視之為增長的稅項，而不認為其對通脹預期產生長遠影響。因此，在此政策框架下，我們預計亞洲債券市場會較全球債券市場更為穩健。

全球經濟復甦步伐仍然不一

超過六成調查受訪者將疫後增長列為下一個最大憂慮。雖然世界銀行預測2021年全球經濟增長將達5.6%，幅度為80年以來最高，但2020年新冠病毒疫情引發經濟收縮後的反彈似乎已經見頂。新出口訂單指數等前瞻性指標顯示經濟出現放緩跡象。另一個影響調查受訪者的議題是經濟增長步伐不一。已發展市場的國內生產總值似乎有望追上疫前走勢，預計美國及歐洲分別會在2022年及2025年重上軌道。相反，新興市場可能無法趕上，而新興市場增長高於疫前預測的幅度遠較溫和，可能是由於疫情造成深遠打擊。

圖1：亞洲過往通脹一直低於其他地區

消費價格指數(按年百分比)



資料來源：Haver Analytics、巴克萊研究。

面對連番出現的新冠病毒疫情，疫苗接種率停滯不前驅使許多亞洲國家重新實施社交限制，此舉令國內消費受壓，並減慢了工廠生產進度及增長步伐。中國近日亦公佈其經濟活動較預期疲弱。儘管如此，值得關注的是如果中國經濟增長進一步放緩，中國人民銀行仍有大量空間放寬貨幣政策以及提供財政刺激措施，這一點使中國有別於其他主要經濟體。這被視為中國的主要政策優勢。

與此同時，由於疫苗接種率上升，加上經濟重啟及每日新增感染個案相對較低，亞洲另一大國印度正展現出強勁的復甦動力。疫情爆發情況更為嚴重的其他亞洲國家前景較不樂觀。話雖如此，預計亞洲將在2022年及2023年錄得全球最快的經濟增長（見圖2）。

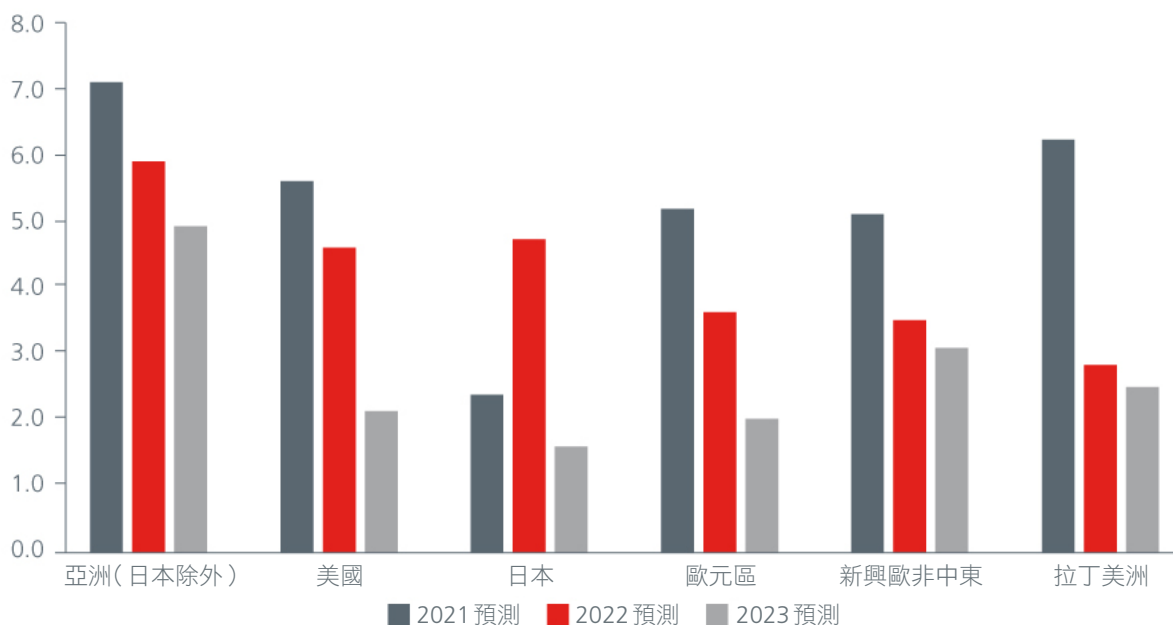
沒有恐慌的縮表

接下來，我們將探討縮表的問題，這是調查受訪者參照2013年債券縮表恐慌後列為第三大的憂慮。當時，美國聯儲局傳達收緊量化寬鬆計劃的信號，對各大市場造成衝擊，因為該計劃只開始了數月。僅當美國聯儲局其後在縮表信號及利率政策信號之間作出明確劃分後，動盪的債券市場才得以平息。

我們認為今次引發恐慌的可能性似乎較低。一方面，市場充分明白美國聯儲局的意向，而且聯儲局明確表示今年年底會開始縮表程序。此外，固定收益市場自2013年以來亦已顯著增長，聯儲局縮減資產購買規模或不會造成重大影響。投資者亦似乎開始接受縮表事在必行的觀點。這導致今次流入新

圖2：亞洲仍將是全球增長最快的地區

實質國內生產總值增長（按年百分比）



資料來源：野村，2021年9月及Citi Velocity，2021年9月。

興市場的投資組合資金減少，從而限制債券市場因縮表引發波動而受到的影響。

事實上，我們認為提早加息的風險較縮表更為負面。目前而言，我們預計美國聯儲局會在2022年底加息，即縮表結束後六個月。

對亞洲債券的影響

在撰寫本文時，債券市場已面臨由通脹數據引發的波動，中國資本市場亦有重大的監管變化。話雖如此，從全球的角度來看，亞洲仍然是高速增長地區，從傳統銀行貸款轉向資本市場融資的趨勢仍然繼續。

鑑於亞洲通脹前景樂觀，我們不太擔心亞洲的加息情況，並認為政策可能尚有一段時間才回復正常。亞洲區內的利率前景及債務狀況不一，為投資者提供亞洲當地貨幣政府債券的戰術性買賣機會。企業發行人亦可從亞洲普遍寬鬆的宏觀經濟環境中受惠。

可以肯定的是，由於中國房地產業持續面臨違約風險，亞洲高收益信貸市場受挫，投資者必須審慎挑選信貸，以把握此市場的超額回報。相反，亞洲高評級發行人的債券需求仍然穩健。我們相信，目前的全球經濟增長預測及短暫通脹會繼續利好風險資產，亞洲信貸可能會繼續受惠於尋求回報的全球趨勢。

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)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 