|  |
| --- |
| FSI Logo.jpg **仅供专业投资者及机构投资者使用** |
| 首域投资 — 亚洲固定收益 |
| 亚洲固定收益 |
| **2018年11月** |
|  |

**目录**

**亚洲市场前景** [1](#_Toc449108516)

[**为何投资于亚洲固定收益** 4](#_Toc449108518)

**亚洲市场前景**

根据我们的分析，亚洲市场前景和债券市场需求仍然向好。区内增长前景依然乐观，通胀受控，而且亚洲各大央行的息率高于发达市场，因此一旦经济增长下跌，尚有可用弹药。利淡因素方面，人口结构压力持续增加，因此有需要发展可持续的退休金制度。考虑到亚洲美元信贷市场的规模增长非常强劲，展望未来，我们相信亚洲投资级别信贷的需求动力应维持强韧。

**亚洲经济增长展望**

在过去数十年来，亚洲经济增长稳定蓬勃，提高了亚洲区在环球国内生产总值的重要性。亚洲区占环球国内生产总值份额由2000年的31%增至2018年的45%，接近环球国内生产总值的一半。这形势利好亚洲，而其他地区的趋势恰好相反。中美贸易关系紧张或会为环球经济增长带来冲击，尤其是亚洲，但仍可预计亚洲将成为全球增长最迅速的地区。

根据彭博的调查，估计亚洲2018年的经济增长率为6.1%，但将于2019年回落至5.8%。

2020
預測

2019
預測

2018
預測

亞洲（日本除外）

拉丁美洲

歐盟

美國

中國

**环球实质国内生产总值增长**

资料来源：彭博资讯，截至2018年10月31日。

除了预估经济增长外，预测人均国内生产总值大幅上升，支持亚洲中产阶层人口显著扩大。

**亚洲人口结构展望及对退休金需求的潜在影响**

**预测人均国内生产总值（美元）**

中国（左）

马来西亚（左）

菲律宾（右）

台湾（左）

印度（右）

越南（右）

香港（左）

新加坡（左）

泰国（右）

资料来源：下图 — ICI Global及美国人口普查局「全球化及长期互惠基金的环球增长」（Globalisation and the Global Growth of LT Mutual Funds），截至2014年3月。

每100名就业人士的退休者人数

2005年退休人士

2050年退休人士

100名成年

就業人士

**印度**

**印尼**

**中國**

**南韓**

**日本**

* 大部份亚洲经济体的退休制度都未就人口迅速老化作好准备
* 欧洲和北美洲早于100年前已出现婴儿减少和预期寿命延长的人口结构变化
* 亚洲方面，这种转变正在一个世代中发生。根据经济合作及发展组织（经合组织）的资料显示，亚洲人口老化问题将于2010年至2030年期间触顶
* 与经合组织的平均数相比，退休金供款者的百分比偏低
* 亚洲各国政府都关注退休金改革议题，并往往向新加坡和香港的模式借镜
* 现时广泛认同本土退休金制度有利于本地债市需求的稳定性

**亚洲退休金行业发展前景**

香港和新加坡的退休金制度在区内发展最为成熟。亚洲各国以香港和新加坡作为全新退休金制度潜在发展的蓝本。区内的退休金趋势迅速发展，有望带来庞大机遇。

1. 香港强制性公积金计划（强积金）— 目前总额约800亿美元— 香港精算学会的2015年报告预测到2035年，强积金规模将增至介乎3,350亿美元至4,130亿美元（增长超过300%）
2. 新加坡中央强积金 — 目前总额为1,950亿美元 — 过去15年平均增长8%。根据精算假设，预测到2035年，中央强积金规模将增至介乎9,000亿美元至1.1万亿美元（增长超过300%）！

区内其他主要经济体的退休金制度发展较为落后。按理说上述经济体的增长及发展步伐可以甚至应该加快。亚洲开发银行在2015年一份刊物中预测随后15年，亚洲将有5亿名成人首次开展退休金储蓄计划。这应为亚洲固定收益的需求带来支持。此外，上述情况将进一步加强全中国的正数家庭储蓄率，不少发达国家都缺乏这项元素。

**亚洲监管改革／整合金融市场**

对亚洲金融市场来说，目前的挑战在于整合金融市场，即区内主要监管机构协作，并在可行情况下实施与区内其他监管机构一致的政策。然而，对于监管改革和整合金融市场，监管机构尚有作出更多贡献。值得注意的是，负责监管价值超过140万亿美元市场的全球领先资本市场监管机构 — 国际证券事务监察委员会组织（国际证监会组织）最近宣布在马来西亚推出史上首个亚太区枢纽。有关枢纽将在按协作基础开发资本市场上担当重要角色，这将有助资本市场进一步发展。预期该枢纽亦能提升区内的监管能力。

**中国在岸债券市场**

近期直接影响亚洲债市的发展是中国在岸债券市场持续开放。虽然投资设有每日上限，但长远目标是支持资金双向流动，尤其是中国在岸市场与香港之间。初步发展旨在吸引国际投资者参与庞大的中国在岸市场（位列全球第三）。借着扩阔投资者基础，应能改善中国在岸债券市场的质素，最终遏制资金持续外流。下一步将会是增加双向资金流，此举应利好亚洲债券市场。

**观点摘要**

亚洲仍是经济增长较佳及通胀受控的地区。人口结构持续恶化，需要各国政府仿效新加坡和香港等经济体处理退休金和储蓄问题，不过还有很多方面需要进一步行动。展望未来数年，退休金增长应能支持亚洲美元投资级别债券。我们相信，国际证监会组织公布于亚洲设立首个枢纽，是推动亚洲各国金融市场更趋整合的重要一步。此外，经过多月来息差扩阔后，亚洲信贷估值已更具吸引力，尤其对退休基金和保险公司等寻求综合孳息的投资者来说。

从上述因素可见，亚洲信贷的需求正在增加。因此我们建议尚未配置于亚洲美元投资级别债券的投资者考虑日后以其作为核心持仓。

**为何投资于亚洲固定收益**

我们认为目前是亚洲固定收益（尤其是美元信贷）应被视为策略性配置而非战术性配置的关键时期。亚洲固定收益市场渐趋成熟，并持续缔造媲美其他资产类别的风险调整回报。投资者对这类资产的需求不断增长，但全球市场对其配置仍然偏低。先前投资于亚洲固定收益的长期忧虑有所减退。过往，投资者主要关注亚洲固定收益的以下因素：

• 缺乏分散投资

• 信贷质素偏低

• 市场波幅过高

• 投资回报不足

我们认为亚洲固定收益市场近年的增长和发展将继续进一步缓和上述忧虑。

**缺乏分散投资**

亚洲固定收益市场自2008年起显著增长。以市场广泛采纳的亚洲固定收益指标－ 摩根大通亚洲信贷指数的增长为例，自2008年以来，摩根大通亚洲信贷指数的市值增长已达四倍（下图1），而当中的发行商数目几乎增至三倍。指标的发行商数目，加上亚洲固定收益发行商（合资格纳入指标）来自17个不同国家，有助建构一个前所未有的多元化投资组合。目前，中国发行商占亚洲固定收益市场的最大比重，其次为印尼、南韩、香港和印度。

**图1：摩根大通亚洲信贷指数**

1. **投资范畴扩大**

 

**美元（十億）**

市值（右）

12/2008 12/2011 12/2014 12/2017 10/2018

債券（左）

發行商（左）

**主要数据：**

**•** 指数规模（右）已由2010年的2,570亿美元增至2018年10月的8,710亿美元。

• 指数内合资格发行商数目（左）已由2010年的208家增至10月的537家。

资料来源：首域投资及摩根大通。数据截至2018年10月31日。

**信贷质素偏低**

整体来说，亚洲美元信贷的发债增长由投资级别企业债券主导。于2015年，市场约80%新债发行活动来自投资级别企业债券（图2）。

**图2：摩根大通亚洲信贷指数**

**以投资级别债券为主的多元化评级**



12/2008 12/2011 12/2014 12/2017 10/2018

投資級別

非投資級別

资料来源：首域投资及摩根大通。数据截至2018年10月31日。

**市场波幅过高**

亚洲固定收益的历史波幅高于其他投资级别市场。随着有关市场录得增长，促使投资范畴的深度和多元化程度扩阔，亚洲市场波幅开始下降。然而，我们的研究发现一项或可缓减波幅的额外因素。图3比较亚洲投资级别债券和美国投资级别债券的12个月年度化滚存波幅，并与亚洲投资级别债券的总市值（右）重置。自2009年（即金融危机后），亚洲投资级别债券表现较美国投资级别债券波动。然而，值得注意的是，自2014年底至今，亚洲固定收益债券的波幅与美国投资级别债券大致相同。

**图3：总回报的年度化波幅**



美国投资级别债券波幅

10/07 10/08 10/09 10/10 10/11 10/12 10/13 10/14 10/15 10/16 10/17 10/18

亚洲投资级别债券波幅

摩根大通亚洲信贷指数总市值（右）

**美元（十億）**

资料来源：首域投资、摩根大通及彭博巴克莱。数据截至2018年10月31日。

毕马威（KPMG）近期进行一项聚焦于亚洲固定收益资产市场的研究。于过去五年，亚洲区内的固定收益资产百分比持续增长，高于美国或欧洲的增长（图4）。我们认为这是波幅下降的利好因素，因为亚洲投资者对比外国投资者更加留意亚洲发行商的发债活动。

**图4：新债投资者分布（按地区划分）**



欧洲

美国

亚洲

资料来源：首域投资及美银美林。数据截至2018年10月31日。

一如所述，我们归因于市场增长和亚洲投资者的参与度较高。

**投资回报不足**

亚洲固定收益的按年回报持续平稳。自摩根大通亚洲投资级别信贷指数成立以来（图5），已每年持续录得正回报，但2008年（与大部份资产类别一致）和2013年（源于缩减量宽恐慌）除外。此外，投资者普遍误以为在美国加息的环境下，亚洲固定收益将表现失色。摩根大通亚洲信贷指数于2005年9月成立，正值美国联储局上个加息周期的中段，而这个周期持续至2006年中。虽然上个加息周期幅度颇为进取，但亚洲固定收益仍然缔造正回报。在2018年，亚洲信贷市场年初至今的回报呈负数，是缩减量宽恐慌以来的首次。尽管在2015年至2017年，亚洲信贷回报在联储局加息周期下明显表现强韧，但联储局于2018年加息的同时，投资者亦面对中美贸易紧张局势升级、土耳其事件带来负面影响及亚洲货币汇率下跌，因此市场普遍避险，对回报造成影响。

**图5：摩根大通亚洲投资级别信贷指数**

**年度总回报**



年初至今

资料来源：首域投资、摩根大通及Bond Radar。数据截至2018年10月31日。

在市场波动期间（即风险调整回报或夏普比率），我们比较亚洲固定收益与主要资产类别（图6）。相对于其他资产类别，亚洲投资级别债券的夏普比率在2009年（全球金融危机后）至2018年10月期间仍然向好。

展望未来数年，我们认为或有更多投资者对亚洲固定收益作出配置。随着环球央行「挤出」固定收益投资者，亚洲固定收益将日益重要。我们认为亚洲固定收益是一项具吸引力的资产类别，因为其回报高于美国投资级别和欧洲投资级别债券，但年度化波幅与美国投资级别债券相若。

**图6：各资产类别自全球金融危机后至2018年期间的风险调整回报**

亚洲美元高收益债券

美国投资级别债券

洲投資級別債券

**波幅**

欧洲高收益债券

环球股票

五年期美国国库券洲投資級別債券

**亚洲美元投资级别债券洲投資級別債券**

欧洲投资级别债券

新兴市场美元主权债券

新兴市场美元企业债券

美国高收益债券

***亚洲投资级别债券的风险回报水平***

亚洲（日本除外）股票

新兴市场股票

美国股票

**回报**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **五年期美国国库券** | **亚洲美元投资级别债券**  | **亚洲美元高收益债券** | **美国投资级别债券** | **美国高收益债券** | **欧洲投资级别债券** | **欧洲高收益债券** | **新兴市场美元主权债券** | **新兴市场美元企业债券** | **环球股票** | **美国股票** | **新兴市场股票** | **亚洲（日本除外）股票** |
| 年度回报 | 2.2% | 4.5% | 7.2% | 3.0% | 7.3% | 4.5% | 8.9% | 6.0% | 5.7% | 8.4% | 12.9% | 2.4% | 4.9% |
| 年度波幅 | 2.8% | 3.6% | 6.4% | 2.8% | 5.8% | 3.4% | 7.0% | 6.3% | 4.8% | 13.1% | 12.0% | 17.3% | 16.5% |
|  |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |   |
| 夏普比率 | 0.6  | 1.1  | 1.0  | 0.9  | 1.2  | 1.2  | 1.2  | 0.9  | 1.1  | 0.6  | 1.0  | 0.1  | 0.3  |

资料来源：彭博资讯、首域投资、摩根大通、巴克莱及MSCI，截至全球金融危机后（2009年）至2018年10月31日止期间。

**亚洲信贷市场2018年第四季展望**

随着美国联储局继续进行利率正常化，环球融资环境将如过去数季般持续收紧。此外，中美贸易战持续将拖慢环球经济增长，削弱投资者信心。目前难以预测贸易战的发展或联储局会否更积极加息，但聚焦于亚洲企业的基本因素令人稍感乐观，当中不少将能抵御金融风暴。综观投资级别债券领域，息、税、折旧及摊销前利润（EBITDA）和净收入利润率等主要指标于过去三年有所改善。债务比率亦下跌，流动资金维持充足，平均现金水平相当于总债务超过30%。高收益债券方面，上述指标亦在倒退多年后自2017年起开始改善。因此，除非贸易战全面爆发，以及亚洲货币严重失控贬值，否则我们预期亚洲区经济仍有相当增长，而且远胜其他地区，有望为正在改善的信贷走势带来强劲支持，继而转化为调高评级的动力。

我们于第二季展望预期信贷环境向好，结果不出所料。摩根大通亚洲信贷投资级别指数于第三季末的息差相对本年度高位低约10个基点。虽然息差仍较金融危机后的平均值低约30个基点，但随着近期国库券孳息上升，综合孳息现时正处于危机后高位，应有助提升长线投资者和寿险公司对亚洲债券的需求。亚洲投资级别债券提供的孳息亦较美国同类债券最多高50个基点，进一步提升其吸引力。亚洲高收益债券经历超卖后，息差于第三季亦收窄约50个基点，虽然相对美国高收益债券的息差升幅增加，令其更接近历史平均值，但我们仍会注意融资环境收紧时无处不在的特殊风险。油价上涨亦可能带来新一轮市况波动。尽管市场预期在10月份中国黄金周后债券供应将会上升，但我们认为在目前经济前景未明的环境下，债券发行规模和定价将有利投资者。因此，我们认为年内债券总供应将低于去年水平，为市场带来均衡的技术因素环境。

未来前景阴霾未散，投资者必须小心谨慎。注视质素和基本因素仍然是克服风浪的良方。我们计划趁市场继续抛售时增持美国国库券，并精心挑选，持有信贷基本因素强劲的多元化投资组合。由于我们预期未来市场将更波动，因此回避本地货币债券。

**亚洲投资级别信贷息差**

平均五年息差

亚洲投资级别信贷息差

10/13 04/14 10/14 04/15 10/15 04/16 10/16 04/17 10/17 04/18 10/18

 *五年平均息差*

*190个基点*

基点

资料来源：摩根大通、彭博资讯，截至2018年10月31日。

私人和保密。 仅供2018年APIC中國地區養老基金與社會保障系統峰會使用。本文件是根据您的要求准备。

本文件所载资料取自首域投资（「首域投资」）认为于发行时可靠准确的来源，惟并无就资料所表达或暗示的公平性、准确性、完整性或正确性作出声明或保证。首域投资或其任何联营公司或任何董事、高级职员或雇员毋须就本文件任何用途直接或间接产生的任何损失承担任何责任。本文件仅向专业／机构投资者（相关司法权区所界定者）派发而不会向公众派发。本文件所载资料仅供说明用途，并不构成投资意见及／或推荐意见，亦不应作为任何投资决定之依据。本文件所载部分基金未获认可于若干司法权区向公众提呈发售／销售。投资价值及所产生的收入可升可跌，阁下或未能取回投资本金。过往表现并不表示将来表现。有关风险因素及其他详情，请参阅发售文件。未经首域投资事先同意，本文件／资料不可全部或部分转载。本文件仅可根据相关司法权区适用法律使用及／或收取。

概不得于中国（就该等目的而言，不包括香港或澳门特别行政区或台湾）向公众人士或根据中国法律或法规以任何方式视为公众人士的投资者作出邀请，或提呈或出售私人投资。本简报所载有关基金的资料并未向中国证券监督管理委员会或其他相关中国政府机构呈交或获得认可。私人投资仅可向能够识别及承受风险，并于作出投资决定前将咨询其顾问和考虑所有相关因素的经验丰富及专业的中国投资者或居于中国的投资者（统称「中国投资者」）提呈或发售。私人投资仅可向获准买卖外国实体私人证券及以外汇计值的证券的中国投资者提呈或发售。有意中国投资者有责任于作出投资前向相关中国政府机关（包括但不限于国家发展和改革委员会、商务部及国家外汇管理局）取得全部相关批文及完成所有相关登记或其他手续。

本简报及任何随附文件仅供接获首域投资直接发出文件的拟定收件人使用，而该等文件未经首域投资事先同意，不可就任何目的以任何形式全部或部分转载、分派或刊发。接受及保存本简报及任何随附文件的收件人确认及同意将本简报及有关随附文件的内容保密。

澳洲联邦银行（“银行”）及其附属公司对本文件包含的任何声明或信息概不负责。本银行及其任何附属公司均不保证本文中提及的任何投资或公司的业绩或履行偿还资本。本文中提及的任何投资并不是对本行或其附属公司的存款或其他负债，而投资存在投资风险，包括收入和资本损失。