

首域亞洲優質債券基金

每月回顧及展望
2018年9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

月內，市場出現多項變化，環球央行紛紛加息，中美貿易戰緊張關係升溫，以及投資級別和高收益債券的信貸息差實際上收窄。然而，鑑於經濟動力仍然強勁，市場反映聯儲局將進一步加息，導致國庫券孳息上升，拖累總回報錄得負數。摩根大通亞洲信貸指數息差月底收窄8個基點，收報253個基點，但美國國庫券孳息升幅較高，十年期國庫券孳息升20個基點至3.06%，抵銷息差收窄的幅度有餘。因此，摩根大通亞洲信貸指數在月內錄得-0.12%的負回報，導致年初至今的虧損再度擴大至-1.41%。雖然所有息差均收窄，但投資級別和高收益債券的總回報各異，分別是-0.33%和0.59%。按國家劃分，所有息差回報均為正數，巴基斯坦和斯里蘭卡錄得最顯著升幅。

土耳其市場經歷多月來的動盪，包括美國實施制裁、通脹急升及貨幣迅速貶值，當地央行最終把主要的一週回購利率上調625個基點至24%，遠高於市場預期，而更重要的是，雖然總統埃爾多安 (Erdogan) 反對傳統貨幣政策，但仍無阻央行採取行動。市場當局保持決策獨立感到欣喜，帶動土耳其里拉在月內升7%。里拉走強，加上人民幣匯價回穩，緩和了新興市場匯市引起的部份憂慮，令市場普遍對風險資產回復信心。月內，亞洲多國央行亦舉行議息會議。鑑於通脹升溫和經濟過熱，菲律賓

央行把隔夜逆回購政策利率調高50個基點至4.50%。即使印尼並無通脹問題，但當地央行把七天逆回購政策利率上調25個基點至5.75%，以穩定印尼盾匯價。此外，泰國央行和馬來西亞國家銀行亦舉行議息會議，但選擇維持政策利率不變。

中美貿易戰在月內持續升溫。儘管美國於9月12日表示有意恢復貿易談判，但僅五日後隨即宣佈向首批價值2,000億美元的華貨徵稅，並於9月24日生效。中國在翌日採取報復行動後，特朗普威脅擴大徵稅範圍至2,670億美元的貨品。雖然貿易戰持續，但美國經濟仍然向好。製造業保持強勁，而失業率繼續下跌，8月份新增職位超過200,000個。在這背景下，美國聯儲局一如市場普遍預期把政策利率上調25個基點，若美國經濟維持目前的增長勢頭，當局應會按現時的步伐繼續加息。

在9月份，美元債券供應量合共達172億美元，高於8月份的141億美元。儘管供應增加，但年初至今的供應仍較去年同期低28%。部份主要發債項目包括中石化發行24億美元的五年、七年、十年及三十年期債券，以及南韓發行10億美元的十年期和三十年期債券。投資者對兩項發債反應踴躍。

表現回顧

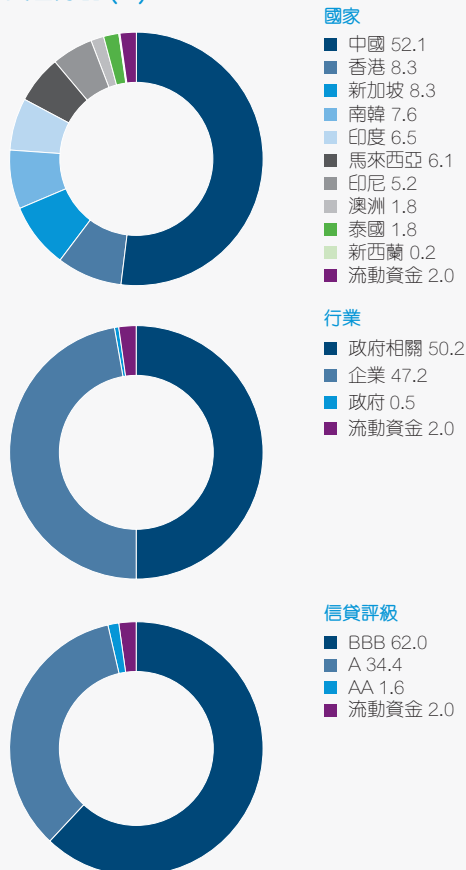
首域亞洲優質債券基金扣除費用後在9月報跌0.61%。儘管信貸息差收窄，但基金仍錄得負回報，主要因為美國國庫券孳息上升所致。相對於指標，基金作出較長的美債存續期配置利淡表現，因為美國經濟數據和通脹預期繼續高於市場預測。鑑於基金對多項表現遜於大市的信貸持偏高比重，因此證券選擇亦削弱回報。

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)	0.4	-2.0	-1.5	8.0	15.7	62.3
指標	0.8	-1.2	-0.9	10.0	22.6	107.1

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	%
United Overseas Bank Ltd	4.6
Hyundai Motor Co	4.3
China National Chemical Corp	4.2
China Huarong	3.5
China Overseas Land & Investment Ltd	3.3
China Vanke Co Ltd	3.3
Sinochem Hong Kong (Group) Co Ltd	3.2
Nan Fung International Holdings Ltd	3.2
Pertamina Persero PT	3.1
Ping An Insurance Group Co of China Ltd	3.1

投資組合定位

月內，基金對投資級別及高收益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9月30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，亞洲市場也例外。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感樂觀，當中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，以及當作為建議任何投資。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。