

# 全球利率續低企 高收益債券吸引

# 投資強勁復甦行業 吼能源與博彩

投資人語

市場憧憬疫苗出現環球經濟可望於今年復甦，但央行「放水」政策短期內不會改變。低息、息差收窄環境持續，投資者該如何配置投資資產？信安環球投資基金經理Darrin Smith認為可捕捉經濟復甦及強勁現金流兩個主題，行業包括博彩、能源、建築材料、金屬、電訊、食品和飲料及包裝。同時高收益債券亦看俏，當中最好B級債券，同時選擇性增持CCC級債券提升回報。

大公報記者 邵淑芬

**問：為支持經濟，全球央行在2020年聯手擴大資產負債表規模。面對債務增加和央行政策已經接近極限，對市場和經濟有何基本預測？**

全球央行聯手行動令信貸市場大致得以正常運作：美國聯儲局採取提供信貸額度的措施（特別是二級市場企業信貸計劃（SMCCF））、日本央行設立特別貸款計劃協助企業融資，以及歐洲央行放寬貸款要求等均有助企業在疫情初期發行債券。對於高收益債券而言，最重要的就是SMCCF，這是高收益市場歷來遇過最有力的貨幣工具！由於公司能夠獲得融資，企業並無一如市場預期般出現大規模違約。

隨著貨幣政策對市場和經濟的作用減退，財政政策成為焦點。在確定危機已經遠離之前，當局必須繼續推行靈活及刺激性的財政政策。以美國為例，國會同意加強對個人的援助，以填補從展開疫苗接種計劃直至全球大部分人口已經接種疫苗期間的空白。因此，基本預測是，積壓的需求將主導經濟和市場前景，從宏觀水平推動全球國內生產總值顯著增長，亦會在微觀水平刺激企業業績好轉，企業盈利將在今年強勁反彈，而利率則緩慢上升。

**問：2020年美國國庫券市場反覆波動，收益率在年初急跌至歷史低位後，於下半年逐步回升。2021年的收益率將有何變化？這對高收益市場有何影響？**

預計收益率將在2021年逐步上升，於年底時升到1.75%至2%左右。由於央行維持寬鬆的貨幣政策令短期利率維持穩定，預計孳息曲線將趨於陡峭。高收益市場具備兩個可以緩減加息影響的重要特性：較短的存續期和息差緩衝。回顧過往，高收益資產通常在息率上升的周期展現穩健的韌力。與其他多數固定收益資產類別比較，高收益債券更能抵銷大部分預期中的更高利率。

**問：根據標準普爾全球評級的數據，**

在歐美企業的影響下，2020年環球企業違約率急升91%，創下11年高位，但仍低於2009年的水平。預期2021年的違約情況將會如何？特別是高收益市場。

是的，不少公司在2020年出現違約，其中大部分是從能源業或受疫情影響的行業，例如零售商。不過，在貨幣政策支持下，加上現時的大型財政紓困方案和疫苗陸續發揮效用，違約率已大幅下降，並遠低於最高水平，相信違約率已經見頂。

2021年的槓桿率、利息覆蓋率、營運溢利率及自由現金流均會顯著轉強。這些指標有所改善，加上資本市場容許大量再融資活動，將有助違約率持續回落。穆迪預測未來12個月的違約率為4.66%，而我們預期2021年的違約率只有3%。

**問：預期信貸市場將受到哪些因素影響？息差前景將會如何？**

所有固定收益資產的收益率都顯然偏低，包括高收益債券在內；但投資者應該緊記，息差仍高於疫情之前的水平。展望未來12個月，收益將成為高收益資產類別的主要總回報來源，而資本增值的貢獻將顯著減少。預期息差將在2021年底降至大約300至325個基點。雖然息差不會顯著收窄，但依然繼續收緊。請緊記，現時全球多個市場的利率都在0%或以下，因此即使收益率低於4.5%，投資者仍將對高收益債券有所需求。

利好信貸市場（特別是高收益市場）的主要因素包括：1）違約率下跌；2）信貸指標可望觸底並將顯著改善；以及3）全球推行和落實疫苗接種計劃。

**問：在這個環境下，基金將如何配置？**

儘管今年剛開始，市場仍面對很多不確定因素，利率及息差均處於歷史低位，但高收益債券2021年的回報將領先其他的固定收益資產。在建構投資組合方面，尋找收益不會過度進取，但將審慎



布蘭特期油走勢



紐約期油走勢



美10年期國債息

挑選能在疫情逐漸放緩期間帶來額外升幅的證券。因此，信安傾向轉投於具輕微收益率優勢的部署。債券質量方面，目前最看好B級債券，但也會選擇性增持CCC級債券。現時，最看好的行業包括博彩、能源、建築材料和金屬。這些行業較受疫情影響，而由於它們的結構並無改變，因此應能在後疫情時期強勁回升。同時看好在各個時期都擁有強勁現金流的行業，例如電訊、食品和飲料及包裝。美國和歐洲市場擁有類似的投資價值，並計劃略為增加亞洲區配置。

**問：投資者應提防哪些下行風險？基金將**

如何保障投資者免受風險的影響？新冠肺炎疫情現時帶來最迫切的威脅（下行風險）並不在於病毒變種，而是在於無法趕上變化的速度。要解決問題，全球必須迅速接種疫苗，因為多款疫苗似乎對變種病毒大致有效。只要能夠在未來兩至三個月派發足夠的疫苗及持續接種，預計重症、住院和死亡人數將會顯著減少。信安團隊正密切關注這項風險，因為它有機會為市場帶來負面影響，但是暫時仍視之為低概率事件。信安的基金通常投資於流動性略高的發行人，因此即使變種或疫苗分發帶來迫切威脅時，亦能有效降低投資組合的風險。

信安環球投資基金經理Darrin Smith認為，可捕捉復甦概念及強勁現金流兩個投資主題。

(美元)

# 財管表現佳 渣打料今年收入向好

【大公報訊】在2020年，香港區為渣打集團（02888）旗下的最大單一市場，去年錄得基本基準（underlying basis）稅前盈利12.72億（美元，下同，折算約99.2億港元），按年下跌25%，主要源於息口顯著下跌及環球疫情拖累，導致經營收入下跌7%。展望2021年，渣打香港區行政總裁禩儀表示，香港經濟增長如能達到該行的預測水平（介乎3%至4%），即使息差仍有收窄壓力，銀行收入有望錄得正增長。

本港經濟去年收縮6.1%，與渣打香港的收入跌幅相若。禩儀表示，假如香港的新冠疫苗接種工作順利，下半年經濟增長亦一如預期優於上半年，冀該行的收入能有正增長。她續說，銀行業務在今年1月和2月份開局良好，客戶活動量亦見增加，氣氛有所改善。

環球央行去年為挽救經濟而大幅「劈息」，以致息口低企，本港市場亦不例外。禩儀指銀行今年仍要面對息差收窄壓力，而客戶尋求較高收益率（yield enhancement）的主題亦不變，銀行來自財富管理業務的收入有望取得更佳表現。在2020年，渣打香港的財富管理業務表現理想，其中投資收入上升30%，經數碼渠道帶來的收入倍升。受疫情影響，渣打香港客戶去年經分行櫃



枱處理的交易下跌25%，經數碼渠道處理的交易則相應增加。禩儀表示，該行的分行數目近年一直維持在70間左右，她形容數量「合適」，惟需要不斷優化分行網絡。此外，香港區的職員人手亦保持在6000人附近。「在家工作」（WFH）模式逐漸受落，渣打集團（02888）去年11月亦宣布將引入新安排，容許員工選擇靈活的工作安排，香港區是率先參與首階段計劃的市場之一。禩儀表

## 渣打香港區2020年財務摘要 (按基本基準計算)

項目	金額 (億美元)	按年變化
經營收入	34.85	-7%
經營支出	19.59	+1%
除稅及撥備前經營利潤	15.26	-16%
貸款減值	1.99	+79%
稅前盈利	12.72	-25%

禩儀表示，若香港經濟表現符合預期，銀行收入有望恢復正增長。大公報記者 凱楊攝

示，將於今年4月至6月期間試行三個月，目前正在籌備中。在落實過程中，她說將「確保客戶服務不受影響」。

政府在新一份《財政預算案》中提出多項新措施幫助經濟，例如協助失業人士申請貸款，以及派發電子消費券等，都需要本港銀行參與。禩儀指出，部分措施例如失業貸款正在磋商細節，假如政府需要銀行參與，該行會持開放態度。

# 宏觀政策目標 穩就業控通脹

田灣點經 李靈修

2021年是「十四五」開局之年，考慮到疫情影響持續、全球復甦不均衡，中美關係待理清等一系列因素，中國所處的境內外環境依然複雜嚴峻。也正因此，我們可從今年全國兩會的定調中，一窺未來數年的政策發力方向，明晰時下經濟發展面臨的挑戰與機遇。

去年政府工作報告中的最大亮點，無疑是沒有設立經濟增長目標。但外界根據預算赤字率及新增就業人數等指標倒推，判斷出中國經濟實際增速將落在2%至4%的區間內。而事實上，2020年中國GDP增速錄得2.3%，顯示在疫情衝擊下經濟增長依然符合預期。

那麼，今年兩會是否還會延續「不設目標」的「傳統」呢？在1月份舉辦的「中國財富管理50人論壇（CWM50）」上，前人行首席經濟學家馬駿發言稱：「從今年開始應該永久性取消GDP增長目標，而把穩定就業和控制通貨膨脹作為宏觀政策最主要的目標。」該言論不僅在業內引發轟動，甚至造成當日股市出現大幅波動。

要知道這已經不是馬駿首次提出取消GDP作為經濟目標了。早在去年3月31日，他就表明「中國2020年不再設定GDP增長目標」，結果也正如其所預計。加之馬駿頭頂「人行智囊」的光環，「永久性取消」似乎是板上釘釘了。

在筆者看來，2021年設立明確的GDP目標屬實沒有必要，因為去年的增速「深坑」會扭曲指標的參考價值，從而產生讀數「陷阱」。據IMF（國際貨幣基金組織）發布的新一期《世界經濟展望》預測，2021年中國GDP增速將達8.1%；而內地也有分析師預計增速會在9%以上。但超高增速預期來源於去年的低基數，並不能很好反映出經濟發展的實際情況。若今年政府給出8%以上的目標，又會為2022年大幅下調經濟增速埋下伏筆，造成社會及市場不必要的恐慌。

參考去年的做法，本屆全國兩會大概率不會設置具體目標，而是通過其他隱性指標給出增速區間，相信中樞值在8%左右。但對於「永久性取消GDP增長目標」的猜測，筆者又認為不太現實。目前中國經濟體制仍有行政計劃的特色，需要一個年度增長目標來協調各方面資源。雖然政府考核「唯GDP論」已被詬病多時，但如果取消GDP目標，眼下沒有哪一項數據具備同等的指導性作用，如新增就業統計就存在一定滯後性。（兩會前瞻之一）

# 中海油對除牌感遺憾 ADR可換港股

【大公報訊】中海油（00883）昨發通告指，紐約證交所監管部門已決定對該公司的美國存託股份（ADR）啟動下市程序，根據紐約證交所上市公司手冊第802.01D條的規定已不再適合上市。紐約證交所將於2021年3月9日美國東部時間上午四時暫停相關股份買賣。中

海油對紐交所的決定表示遺憾，並指有可能會影響該公司證券的交易價格及數量，公司將繼續密切跟蹤事件的相關進展。

截至2021年2月26日，這些以美國存託股份形式持有的普通股佔中海油總發行股本約0.5%，其日均成交量則佔中海油於聯交所、

紐交所及多倫多交易所上市證券的總日均交易量約14.5%。由於相關美國存託股份的存託人為摩根大通，持有人可將股份交還給摩根大通，以換取中海油的普通股，每股美國存託股份註銷後可換取100股在聯交所上市的普通股。