

中國債券市場前景亮麗

提高境外投資者參與度的時機已成熟



劉鑫(Eric Liu) · CFA、FRM
基金經理、董事

劉先生為貝萊德亞洲固定收益及信貸團隊高級基金經理，專注於在岸人民幣及離岸中國信貸市場的中國信貸策略



黃錦正(Corwin Huang)
產品策略師、董事

黃先生為貝萊德亞洲信貸首席產品策略師，專注於投資級別信貸、高收益信貸及私募信貸策略

市場簡述

全球各地利率跌至趨近零水平，令目前疫情期間環球投資前景蒙上陰霾。投資者日益渴求收益，部分原因是退休人口穩步增加，但收益率高於2%的債券卻越來越少，而當中40%此類債券來自中國市場，因此有必要深入分析這市場蘊藏的機遇與風險。

中國是全球第二大經濟體，其債券及股票市場規模亦位居全球第二，但許多國際投資者的投資組合仍未納入中國資產，或只是透過新興市場配置策略選持極少量中國資產，這主要是由於環球投資者投資在岸中國資產受限制，且相較成熟市場，其發展尚未完善，然而目前在岸市場發展迅速，且具備以下值得留意的特點。

投資渠道擴大 – 隨著中國市場的改革深入，逐漸向境外投資者開放，並獲納入環球指數，投資障礙正在減少。

收益可觀 – 以目前收益率計，大部分成熟市場政府債券無法有效防禦投資組合風險，但中國債券有助填補此缺口。

有效分散風險 – 中國債券市場除收益率高於其他主要債券市場外，與環球固定收益的相關性亦較低。

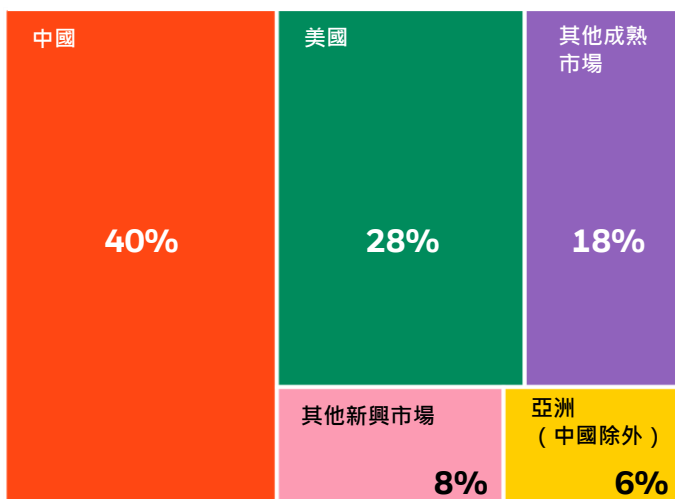
基本因素利好 – 寬鬆貨幣政策及中國債券發行人差異日趨顯著，可為主動型策略締造篩選債券的機遇。

相對估值吸引 – 離岸美元與在岸人民幣信貸表現分歧日益擴大，同時在兩個市場作出妥善配置，可捕捉超額回報機遇。

亮點

- 在環球投資者渴求收益的環境下，中國債券不僅可提供理想收益，且具分散風險優勢。
- 環球指數納入中國債券帶動海外資金流入中國市場，但大部分機遇仍待發掘。
- 雖然因基數較低導致違約率上升，但能源等表現疲弱的行業比重偏低，令其風險低於其他主要市場。
- 地緣政治緊張局勢升溫可能成為長期風險；中國債券在2018年及2020年避險情緒升溫時有效發揮了防禦投資組合風險的作用。

按市場劃分收益率高於2%的環球債券



資料來源：貝萊德、Wind，2020年5月。根據彭博巴克萊環球多元債券指數及所有合資格中國在岸債券（包括年期超過一年且未償還金額高於人民幣10億元的利率及信貸債券）計算。

任何觀點，預測僅代表特定時間之市場環境評估，並不代表對未來事件的預測或對未來結果的保證。讀者不應依賴此信息作為研究或投資建議。

問

環球指數納入中國債券，是否意味著向境外投資者全面開放中國債券市場的各種機遇？

中國是全球第二大債券及信貸市場，僅次於美國。環球指數納入中國債券加速資金流入中國市場，但仍有大部分具理想機遇的投資領域尚未涵蓋在內。

答

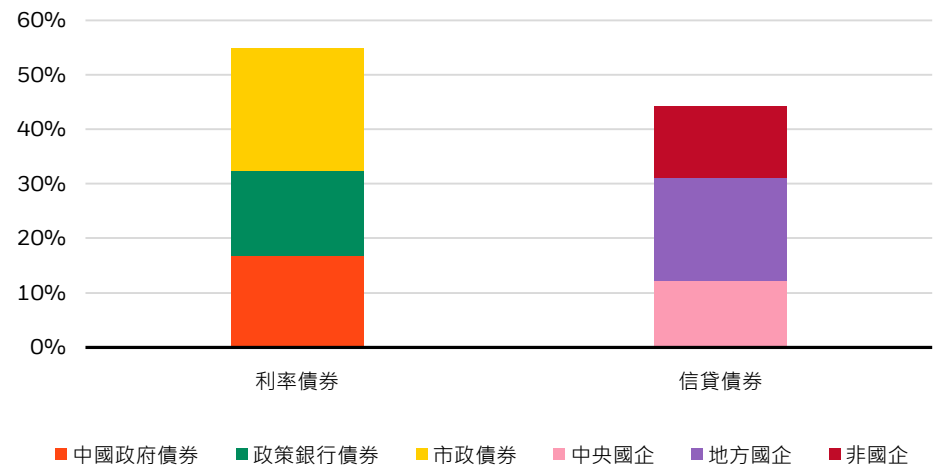
環球指數納入中國債券，令環球投資者可較便捷地投資中國債券市場，在指數中更公平地反映全球第二大債券市場應佔比重。中國債券市場未贖回債券總規模達14萬億美元，僅次於美國債券市場的45萬億美元。中國債券在2019年12月佔彭博巴克萊環球多元債券指數約3%，該指數是環球固定收益表現的最廣泛計量指標。預計到2020年年底，比重有望增至6%¹，但在中國市場可投資領域中佔相當大比重的信貸尚未納入指數範圍。這點對投資者來說非常重要，因信貸賺取超額回報的潛力最高，但當然絕非易事。

兩類債券圖表顯示國有企業佔在岸信貸市場比重甚高。國有企業在多方面對中央或地方政府具重要意義，但重要性高低並無明確界定。實際重要程度及各信貸資產的基本因素會影響發行人的信譽。中國內地主要採納當地信貸評級機構的評級，所使用的方法與國際同業有別，導致信貸分析更趨複雜。

假如不進行深入的實地研究，難以拆解這個謎題，只有將信貸亦納入考量範圍，投資者才能充分捕捉中國在岸債券市場的機遇。

兩類債券

中國在岸債券市場的組成 (2020年5月)



資料來源：Wind，2020年5月。政策銀行債券是由中央政府擁有、用以發揮政策職能的債券；地方政府債券由各省份發行。

1. 資料來源：WIND、美國證券業及金融市場協會(SIFMA)，2019年12月。

任何觀點，預測僅代表特定時間之市場環境評估，並不代表對未來事件的預測或對未來結果的保證。讀者不應依賴此信息作為研究或投資建議。

問

其他主要債券市場投資者如何利用投資中國債券分散風險？

根據在岸及離岸市場的特性，中國債券可防禦投資組合風險，提供具吸引力的收益以及兩種分散風險的方式。

答

在目前疫情下，中國債券市場有助滿足投資者收益需求，並可提供兩種途徑分散風險：中國與其他主要債券市場的相關性較低，以及在岸人民幣及離岸中國美元信貸市場。過往數據詳見下表及下圖。

中國與其他主要債券市場的相關性較低：

- 其他地區的投資者（不論其居住地市場情況）均可能受惠。
- 部分原因是境外投資者在中國債券市場的投資比重較低。

表現分歧

中國債券市場與其他主要債券市場的相關性（2020年5月）

	中國	美國	英國	日本	德國
中國	1				
美國	0.14	1			
英國	0.12	0.71	1		
日本	0.18	0.55	0.51	1	
德國	0.17	0.65	0.66	0.58	1

資料來源：貝萊德，2020年5月。所示相關性反映全球五大債券市場5年期政府債券的3年每週相關性。

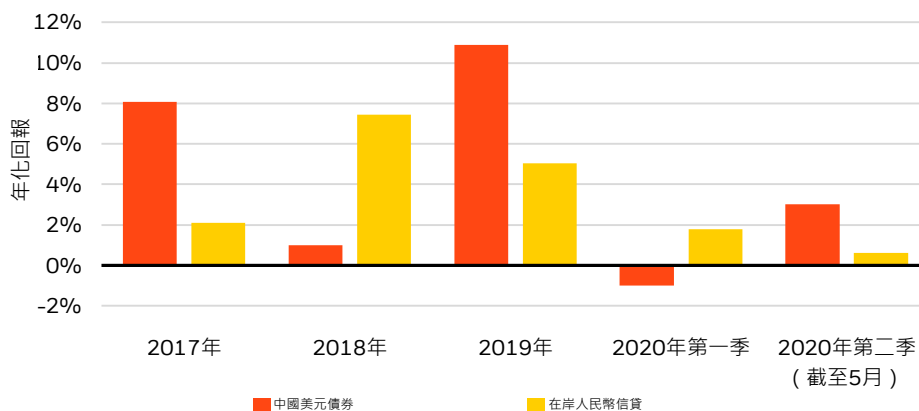
在岸人民幣與離岸中國美元信貸的相關性較低：

同一發行人在不同市場發行債券的收益率可能有別，基金經理可利用收益率差異賺取超額回報，但須承擔相若信貸風險。

- 無風險利率因市場而異。在岸信貸以人民幣計價，受中國貨幣環境及其他在岸市場因素影響。
- 大部份離岸信貸以美元計價，受全球風險因素影響。

套利機遇

中國債券市場年化回報（2017年至2020年第二季）



資料來源：貝萊德，2020年5月。中國美元債券以摩根大通亞洲信貸指數（中國離岸人民幣對沖）代表；在岸債券以中國信貸債券指數代表。指數表現數字僅供參考之用。投資者無法直接投資於指數。

過往表現並非目前或未來業績的可靠指標。

任何觀點，預測僅代表特定時間之市場環境評估，並不代表對未來事件的預測或對未來結果的保證。讀者不應依賴此信息作為研究或投資建議。

驅動低相關性回報的因素

2017年	中國內地去槓桿化，導致在岸市場表現落後
2018年	在中美貿易緊張局勢下，貨幣政策寬鬆帶動在岸市場表現領先
2019年	環球信貸上升，在2018年拋售潮後估值具吸引力，推動離岸市場表現領先
2020年第一季	在環球信貸遭拋售的情況下，中國在岸市場展現強韌的抗跌力

問

違約風險如何？如何在構建投資組合時考慮這方面因素？

我們深入了解發行人的信譽，成為主動型追求收益方針的基礎。我們認為在岸債券違約風險並非系統性風險。

答

在新冠肺炎疫情的巨大壓力下，在岸人民幣市場是唯一未出現流動性緊絀的大型債券市場，有助其提高全球信譽度，我們認為中國出現系統性信貸危機的風險極低，目前的違約預測反映信貸擴張步伐放緩，有望支持經濟在減債前提下更穩定發展。

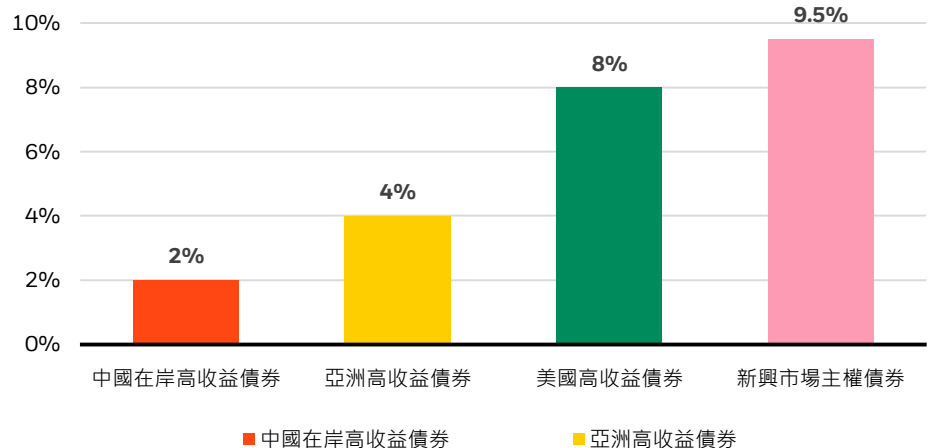
在2018年初以去槓桿措施清理中國質素最差信貸後，2019年違約率下降至1%以下²。今年疫情引發各方面不利影響，意味著違約率可能上升，但我們認為出現系統性風險事件的機會不大。強而有力的應對政策有助紓緩疫情造成的衝擊，例如注入龐大流動性及推出定向刺激措施，可有效保障具重要戰略意義的領域，且石油及燃氣等受全球經濟放緩影響較大的行業在中國信貸所佔比重遠低得多。財務狀況仍然正常圖表顯示中國在岸債券的預測違約率低於其他資產類別。

2019年年底的情況（當時在岸高收益債券違約率低於2%，美國債券市場違約率則為2.5%）可能重現並加劇²。有別於以私營企業為主的美國信貸市場，中國在岸信貸市場以政府相關信貸為主，這也是在岸市場預期違約率較低的部分原因。其他有利因素是能源、零售及酒店等週期性行業所佔比重較低。

作為主動型基金經理，我們認為信貸表現分歧可帶來提高回報的機遇，並可利用對發行人的深入信貸分析權衡風險回報水平。我們致力深入了解個別企業的基本因素，並普遍看好對國家具有重要戰略及社會意義的企業。評估企業的重要性及不同城市的基本因素是我們日常工作必不可少的環節。

財務狀況仍然正常

不同資產類別的預測違約率（2020年4月）



圖表顯示數字均為2020年預測違約率，截至4月。摩根大通預測新興市場主權債券於2021年年底的違約率可能高達19%。資料來源：數據及預測來自摩根大通，但中國在岸高收益債券違約率根據貝萊德計算結果得出。

2. 資料來源：WIND、摩根大通，2020年5月。

任何觀點，預測僅代表特定時間之市場環境評估，並不代表對未來事件的預測或對未來結果的保證。讀者不應依賴此信息作為研究或投資建議。

展望：中國債券在目前疫情期間的前景

相關主題	疫情前及疫情衝擊期間	目前疫情期間 ³
收益需求	<ul style="list-style-type: none"> 環球各地收益來源匱乏但需求高企，中國債券在收益率及穩定性方面更勝一籌 中國信貸市場機遇廣泛，且與環球信貸相關性較低，為投資者提供拓闊收益來源的機會 	<ul style="list-style-type: none"> 人口老化意味著投資者對收益的渴求將持續 全球大部份地區的利率接近零水平，因此收益率差異成為重要考慮因素 在收益率高於2%的環球債券中，40%為中國債券³
市場結構	<ul style="list-style-type: none"> 事實上，在岸人民幣市場是唯一在2020年第一季並未出現流動性緊縮的大型債券市場，為環球投資組合有效分散風險 在2018年中美貿易關係未進入緊張狀態前，透過去槓桿週期清除信貸體系中的低質素信貸 雖然相關基本因素風險相同，但在岸 / 離岸市場的相關性為零 	<ul style="list-style-type: none"> 經受得起疫情考驗的信貸質素較高、市場流動性充裕及財困行業所佔比重較低，令違約風險有限 因疫情而導致違約風險最高的能源、商品及酒店等領域，在中國高收益債券市場所佔比重較低 預防性政策舉措有助促進V型復甦，凸顯中國作為全球增長引擎的潛力，並有望提升全球信譽度
風險	<ul style="list-style-type: none"> 宏觀及社會政策有效紓緩疫情帶來的嚴重不利影響 去槓桿週期引發一輪違約潮，但支持小型企業的刺激措施有助減低違約債券數目 	<ul style="list-style-type: none"> 地緣政治局勢對全球化造成衝擊，現有體系逐步瓦解，且美國大選年政策風險偏高 中美競爭日趨激烈造成多方面壁壘及跨境投資限制
機遇	<ul style="list-style-type: none"> 環球政府債券收益率紛紛尋底的情況並未在中國出現，V型經濟復甦可防止這情形出現 中國政府債券是實際收益率最高的債券之一，且納入環球指數屬利好因素 	<ul style="list-style-type: none"> 中國債券獲納入指數及市場不斷開放，將令境外投資者在中國市場的投資比重增加，目前外資持倉佔在岸市場總規模約3%⁴ 與環球債券相關性較低，有助分散風險，且人民幣 / 中國美元信貸相關性較低，可提供賺取超額回報的機遇

從表現分歧衍生的投資主題

策略性與非策略性信貸	具潛力與無潛力的信貸	當地與國際信貸評級
<p>在岸信貸市場以政府相關信貸為主，但國有企業對國家的重要程度各異。須進行嚴謹的研究方能發掘當中細微差別。</p>	<p>我們認為在岸債券市場收益可觀的廣泛資產具投資價值，但鑑於這市場非常複雜，我們認為透過資產配置及證券篩選，可捕捉賺取超額回報的龐大潛力。</p>	<p>環球主要評級機構於中國在岸市場的地位有所提高，但影響力仍落後於當地評級機構（提供的評級大多無法進行比較）。在岸AAA級別與離岸投資級別相若。</p>

我們如何把握上述主題帶來的機遇

<p>我們派駐當地的團隊致力評估1) 各信貸自身的基本因素，2) 與信貸相關的國家實體的質素，及3) 該國家實體的質素。要求：評估當地政治經濟體系與市場的相互影響。</p>	<p>發行人的基本因素風險同時適用於在岸 / 離岸市場，但技術因素可能導致同一信貸出現價格差異。我們專注於這方面，因應技術因素轉變，透過資產配置在不同發行人之間發掘套利機遇。</p>	<p>我們的新加坡及上海團隊利用相同的嚴謹信貸研究，按相似標準比較在岸 / 離岸信貸。我們的內部評級以主要評級機構設定的標準為基準，涵蓋我們投資的所有在岸信貸。</p>
--	---	--

3. 資料來源：WIND、貝萊德，2020年5月。

4. 資料來源：WIND，2020年5月。

我們邀請貝萊德債券基金的高級基金經理闡述中國債券在其策略中所發揮的作用。以下為回答摘要。

Rick Rieder — 貝萊德環球定息收益投資總監、多元資產策略團隊環球配置投資投資部門主管

「我們的旗艦多元行業投資組合致力拓闊超額回報來源，並優化投資組合構建過程，善用不同類別資產之間的有利相關性走勢，為投資者提供更穩定的超額回報來源，致力在不同市況下均取得出色表現。

中國主權債券的實際利率吸引且具備分散投資組合風險的潛力。此外，隨著中國市場不斷增長及發展，與其他新興市場相比，其在交易及其他特點方面正逐漸與成熟債券市場看齊。」

Michael Fredericks — 貝萊德多元資產策略團隊收益投資主管及收益主導投資解決方案首席基金經理

「我們的環球多元資產收益投資組合致力透過在股票、債券及非傳統收益來源中發掘龐大機遇，取得收益與風險的最佳平衡。中國債券市場可提供廣泛的收益機遇，加上具備為環球及地區多元資產投資組合分散風險的優勢，令這資產類別成為理想的資產配置選擇。

我們的環球多元資產收益基金採用離岸中國美元信貸策略，以提高收益及分散風險。我們的亞洲多元資產收益策略同時於在岸人民幣債券市場及離岸中國美元信貸市場進行配置，因兩個市場相關性較低，可有效分散風險。」

Jeffrey Cucunato — 貝萊德環球信貸團隊多元策略信貸平台首席基金經理

「美國仍是旗艦環球信貸投資組合的核心持倉，但我們正逐漸上調中國信貸配置比重，目前中國信貸在非美國信貸持倉中所佔比重較高。成熟市場的財政及貨幣政策令紓困資金直接流入私營界別，因此導致估值出現變化，相比成熟市場，中國信貸相對估值吸引，有助在提高收益的同時分散環球信貸投資組合的風險。

在目前疫情期間，中國可能仍然是全球增長引擎。我們看好依靠內需的行業債券，因基本因素仍然利好且違約機會有限。由於目前全球經濟增長面臨眾多阻力，我們對受疲弱外需影響的週期性行業維持審慎。」

Artur Piasecki — 貝萊德亞洲定息收益及信貸基金的基金經理以及環球定息收益、環球信貸及環球多元資產收益投資組合的亞洲信貸高級基金經理

「貝萊德認為中國定息收益及信貸可為我們的環球投資組合及客戶帶來龐大投資機遇。我們是較早投資中國市場的境外投資者，於2011年推出人民幣/中國固定收益基金，屬於同類基金中首批，並在中國資本市場開放後立即開始投資中國在岸市場。

我們在中國積極發展業務及加強實力，以配合我們的環球定息收益、信貸及多元資產投資組合對中國定息收益及信貸日益增加的需求。越來越多客戶意識到中國市場可提供廣泛的收益機遇，並借助我們的豐富經驗，在中國定息收益及信貸市場發掘最佳風險/回報機遇。」

“

「您」想收益近在眼前 貝萊德亞債基金系列助您追求理想需要



blackrock.com/hk/afi



任何觀點，預測僅代表特定時間之市場環境評估，並不代表對未來事件的預測或對未來結果的保證。讀者不應依賴此信息作為研究或投資建議。

重要資料

在香港，資料由貝萊德資產管理北亞有限公司刊發。只限作參考或教育用途且並未被香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

本文件由貝萊德編製，不應賴以作為預測、研究或投資建議，也不應構成買賣任何證券或採取任何投資策略之建議、募集或勸誘。本文之意見發表於2020年9月，並可因應其後的條件轉變而有所變動。本文件所載之訊息及意見取自貝萊德認為可靠的專屬和非專屬來源，並不一定涵蓋所有資料，且無法保證其準確性。因此，並未對其準確性或可靠性作出保證，而貝萊德及其人員、僱員或代理商不會對任何其他形式的錯誤及遺漏所引致的責任負責（包括因疏忽而對任何人士負責）。本文件可能含有非僅基於過往資訊而提供之「前瞻性」資訊。有關資訊可能涵蓋（其中包括）預計及預測。並不保證任何作出之預測將會實現。讀者須全權自行決定是否倚賴本文件所提供的資訊。

本文件僅編製以供參考用，並不構成提供或賴以作為會計、法律或稅務建議。投資涉及風險。過往的表現對未來的業績並不具指示作用。投資價值及其收益可能升跌，概不作出保證。閣下可能無法取回原本的投資金額。匯率變動或會導致投資價值反復波動。國際投資涉及風險，包括與外幣有關的風險，流動性有限，政府監管較少，以及由於政治、經濟或其他不利因素的不利影響而導致的大幅波動。對新興市場或發展中市場或較小資本市場的投資往往會增加這些風險。© 2020 貝萊德集團版權所有。任何其他商標歸屬於其各自的所有人。

© 2020 BlackRock, Inc. 版權所有。BLACKROCK為BlackRock, Inc. 或其附屬公司在美國及其他地方的註冊商標。所有其他商標均屬各自擁有人所有。