

- 東亞聯豐亞太區多元收益基金（「本基金」）投資於由亞太區內債務證券、上市房地產投資信託基金（REIT）及其他上市證券組成且積極管理的投資組合，以尋求收入及長期資本增長。
- 本基金投資於新興市場或須承受較高的流通性風險及波動性風險。
- 本基金直接投資於上市 REIT、股票及管理基金，導致本基金承受一般與該等資產類別相關的風險，包括但不限於資產類別流動性、投資氣氛、政局、經濟環境，以及本地和全球市場商業及社會狀況的轉變。
- 本基金可投資於較低評級固定收益工具，包括低於投資級別及未獲評級的債務證券，或須比較高評級證券承受較高的信貸及流動性風險。
- 基金經理可酌情決定就本基金的分派類別從收入及／或資本中作出分派。投資者應留意，從資本撥付分派款項代表歸還或提取單位持有人原先投資額的部分或該原先投資額應佔的任何資本收益。該等分派可能導致每單位資產淨值即時減少。
- 就各貨幣對沖類別單位而言，本基金的基本貨幣與貨幣對沖類別單位的類別貨幣之間的不利匯率波動可能導致單位持有人的回報減少及／或資本損失。過度對沖或對沖不足的持倉可能出現，概不保證貨幣對沖類別單位於所有時間均已進行對沖或基金經理將能成功使用對沖。
- 投資者可投資人民幣（對沖）單位。請注意，人民幣目前並非自由可兌換貨幣，須受中國政府的外匯管制政策之規限。此外，並不保證人民幣不會貶值。人民幣貶值可能對投資者的投資價值造成不利影響。概不保證對沖策略完全有效，投資者仍可能需承受人民幣匯率風險。
- 本基金可投資於期貨合約作對沖及投資用途。基於期貨合約所含的槓桿效應，本基金或會導致大幅虧損。
- 投資者不應只單憑此資料而作出投資決定。

要有做豬的勇氣

重點

- 環球股市在 2 月份延續升勢
- 中國經濟及股市於現行周期下的最壞時刻已過
- 亞洲債券市場正面因素浮現

市場回顧

環球股市承接 1 月份的強勢，在 2 月繼續攀升。原因是美國聯儲局採取較為適切的態度，加上中美在貿易談判上接近達成共識，令去年一直困擾市場的負面因素得以減輕。從摩根士丹利環球指數的表現可見，升幅主要由成熟市場帶動，並已收復去年大部分失地。

摩根士丹利環球指數

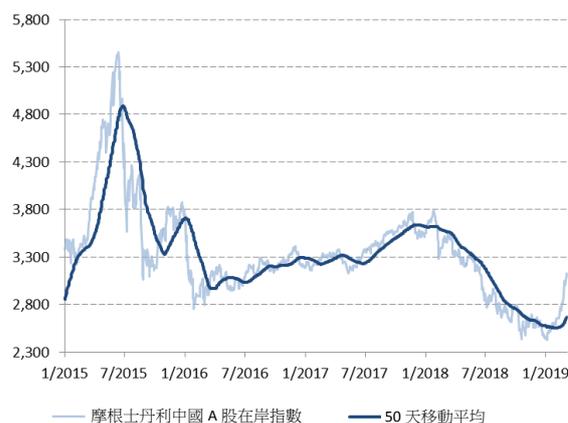
資金流出股市無礙環球市場升勢



資料來源：巴克萊研究報告，2019 年 3 月 6 日

主要由於投資氣氛改善及股市表現帶動投資者重返市場，2 月份中國 A 股市場在上升超過 15%。自年初至今，A 股市場已累積逾 20% 的升幅。而人民幣亦由去年 7 算的心理關口回升，保持升值勢頭。

摩根士丹利中國 A 股在岸指數



資料來源：彭博，數據由 2015 年 1 月 1 日至 2019 年 3 月 5 日

雖然股市回升，但實質經濟未見改善，全球反映製造業活動的採購經理指數（PMI）亦有持續放緩的跡象。

全球採購經理指數及新增訂單



資料來源：德聯豐投資研究及投資策略，2019年2月28日

成熟市場與新興市場的採購經理指數



資料來源：德聯豐投資研究及投資策略，2019年2月28日

德聯豐投資的增長驚喜指數繼續向下，反映實質經濟仍未見底。

德聯豐投資增長驚喜指數



資料來源：德聯豐投資研究及投資策略，2019年2月28日

在定息投資方面，美國國債於 2018 年年底大幅走高，年初至今則維持區間上落。由於市場氣氛改善，帶動孳息率於年初上升，但其後美國零售銷售及工業生產數據較市場預期疲弱，令孳息率回落。聯邦基金利率期貨反映市場預期 2019 年不會再次加息，2020 年甚至有機會減息。因此，我們預期國債市場在今天的走勢將取決於經濟數據表現。

美國 10 年期國債孳息率



資料來源：彭博，數據由 2018 年 6 月 1 日至 2019 年 3 月 7 日

亞洲本地貨幣債券市場同樣受惠於市場氣氛改善，尤其是印尼及中國在岸市場，在過去兩個月吸引大量資金流入。彭博宣布把人民幣債券納入其債券指數，亦為市場帶來正面影響。另外，印度儲備銀行為刺激經濟，出乎市場意料宣布減息。亞洲信貸市場年初至今表現亮麗，估值已重返正常水平。

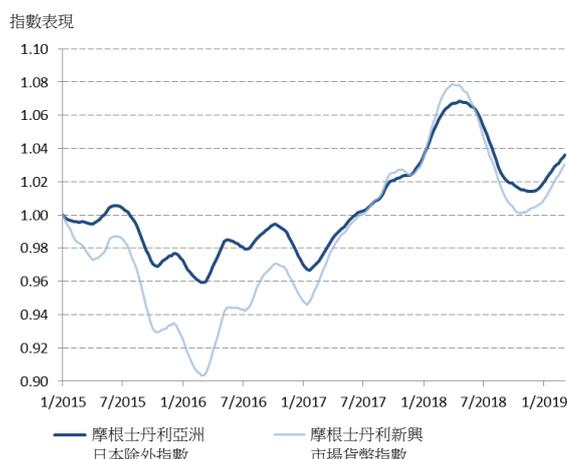
彭博巴克萊亞洲美元高收益債券指數的期權調整價差



資料來源：彭博，數據由 2016 年 1 月 1 日至 2019 年 3 月 6 日

亞洲貨幣年初至今表現跟隨新興市場貨幣造好。部分原因與美元轉弱有關，鑒於市場憂慮美國經濟前景，美國政府停擺的風險及特朗普的減稅措施影響。不過在成熟市場當中，美元資產所提供的回報最高，況且歐洲及世界其他地方的增長動力仍然疲弱。

摩根士丹利亞洲日本除外指數及摩根士丹利新興市場貨幣指數的 10 星期移動平均



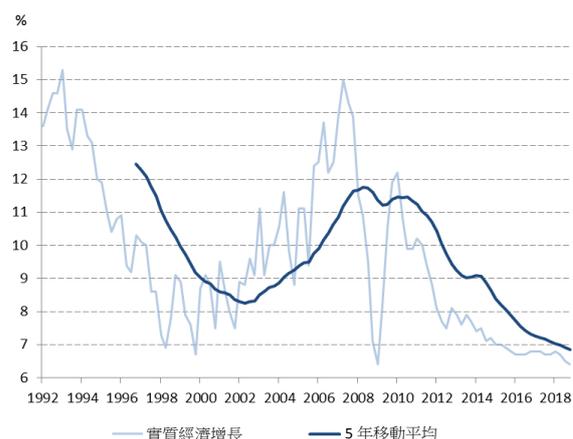
資料來源：彭博，數據由 2015 年 1 月 1 日至 2019 年 3 月 6 日
註：以 2015 年 1 月 1 日為基準

市場焦點

美國傳奇交易員德魯肯米勒稱從其恩師索羅斯身上學會他職業生涯中最寶貴的一課：要有做豬的勇氣。德魯肯米勒指當機會來臨，在調整投資倉位時，便要像豬一樣有堅定決心下重注，不作分散投資。他在 1992 年出版的《The New Market Wizards》中解釋「對與錯並不重要，問題是當你做對時可以賺多少，而做錯時會虧損多少。索羅斯有好幾次就批評我，當我把握了適當的時機，但沒有讓賺錢的機會最大化。」¹

在豬年投資中國市場同樣需要勇氣。中國 A 股市場是 2018 年全球其中一個表現最差的市場，以美元計跌幅接近 30%。我們在上一期的東亞聯豐（BU）投資焦點指出，目前美國的經濟周期仍然穩健。今次我們會探討中國經濟的幾個趨勢，從中可見中國經濟同樣穩健。雖然中國的實質經濟增長正在放緩，但絕對值仍屬高水平。中央政府最近宣布 2019 年的增長目標為 6.0%，低於過去數年的 6.5% 水平，但仍然遠高於其他主要經濟體。

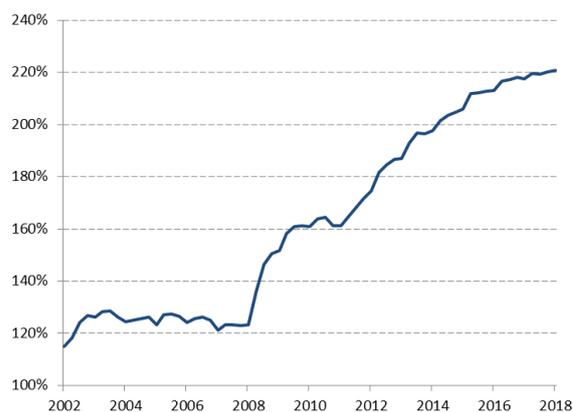
中國實質經濟增長的按年增長率



資料來源：彭博，數據由 1992 年 3 月至 2018 年 12 月

中國經濟增長減速有以下數個原因：首先，是大數定律。作為全球第二大的經濟體，中國所增加的經濟活動必須與十大工業國看齊，才能保持現在的增長率；其次，是中央政府集中提升增長的「質素」。特別是在全球金融危機的數年後，中國經濟依靠信貸增長刺激內部經濟，以抗衡疲弱的外部需求，因此中央政府在近年一直致力去槓桿。從以下圖表所見，政策取得成效，即使沒有令槓桿減少，但起碼增長已見減慢。

中國社會融資總量佔國內生產總值百分比



資料來源：彭博，數據由 2002 年 12 月至 2018 年 12 月

其中一項最明顯的干預就是縮減流動性，從 M1 及 M2（廣義貨幣供應）的增長減速可見一斑。

¹ 《The New Market Wizards》作者 Jack D. Schrage

中國貨幣供應按年增長率



資料來源：彭博，數據由2009年1月至2019年1月

事實上，影子銀行是小微企業貸款主要渠道，其貸款增長自去年出現收縮，受影響多為民營企業，一般較難向傳統銀行融資。

中國影子銀行社會融資規模按年增長率



資料來源：彭博，數據由2006年1月至2019年1月

融資可以帶動經濟活動增長，因此去槓桿（即償還債務）代表縮減現有消費或投資。如果市場都相信經濟正在減速，通縮便會開始出現並導致惡性循環。去年曾經出現類似跡象，包括採購經理指數（PMI）下滑及收縮。

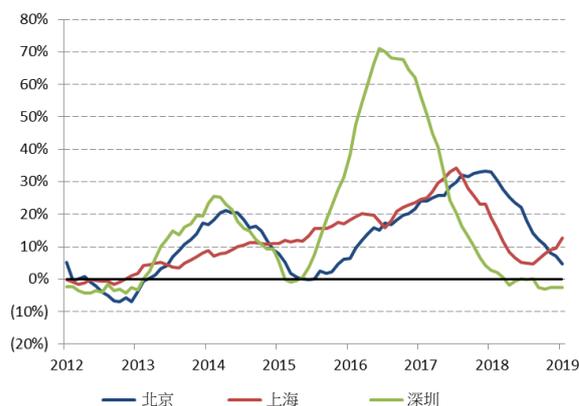
中國採購經理指數（PMI）



資料來源：彭博，數據由2010年1月至2019年2月

與此同時，中國主要城市的房地產價格也顯著調整。

房地產平均價格 12 個月移動平均的按年增長率



資料來源：彭博，數據由2012年1月至2019年1月
因動工的項目減少，2018年基建投資降溫。

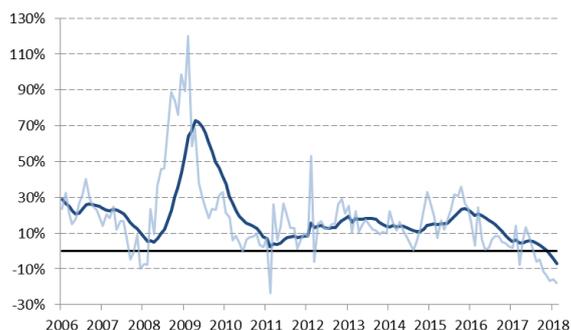
中國固定資產投資（FAI）按年增長率



資料來源：彭博，數據由2009年2月至2018年12月

乘用車及運動型多用途乘用車(SUV) 的銷售出現自2011年以來的最大跌幅。

中國乘用車及運動型多用途乘用車連銷售 12 個月移動平均的按年增長率



資料來源：彭博，數據由2006年12月至2019年1月

以上因素令上游重工業如鋼鐵及水泥等行業受壓，導致商品價格的增長放緩。這些行業本身對中國金

融的系統至關重要，一直是政府強制整合政策下的受惠者，但現今卻債台高築。

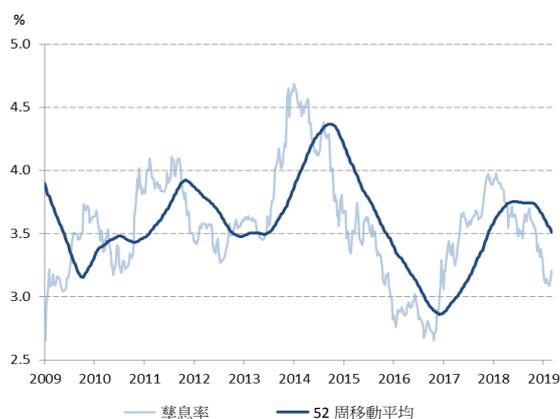
中國採購物價指數按年增長率



資料來源：彭博，數據由 2009 年 1 月至 2019 年 1 月

鑒於流動性收緊，令固定收益市場表現分歧。即使企業債券的息差擴闊，主權債券的孳息率卻回落。尤其是房地產行業於在岸債券市場的發債成本急升，原因是市場缺乏買家。

中國 10 年期國債孳息率



資料來源：彭博，數據由 2009 年 1 月 2 日至 2019 年 3 月 5 日

另一壓力則來自美國加息，進一步抽走中國市場的流動性。為舒緩市場緊張，中國人民銀行不作任何干預，容於人民幣貶值至 2016 年的低位，兌美元接近 7 算水平。

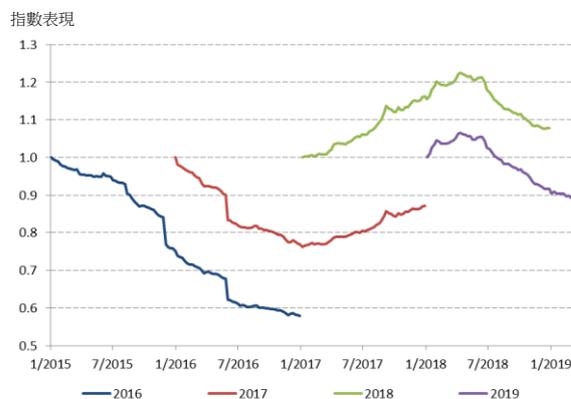
人民幣兌美元匯價



資料來源：彭博，數據由 2009 年 1 月 2 日至 2019 年 3 月 5 日

去年市場急劇調整的其中一個原因，是因為市場預期偏向樂觀。從以下圖表可見，市場對摩根士丹利中國指數 2018 年的盈利預測自 2017 年開始上升，直至去年年中，預測較原來水平高出 20%。而市場對 2019 年的盈利預測則較原來水平低 10%。

摩根士丹利中國指數盈利預測的平均值



資料來源：彭博，數據由 2015 年 1 月 2 日至 2019 年 3 月 5 日
註：所有數值以前一年年初水平為基準

除了市場的樂觀預期外，投資者亦把中國股市的估值推至 5 年來最高。所以去年股市下跌實在是禍不單行，盈利預測及估值雙雙調整。

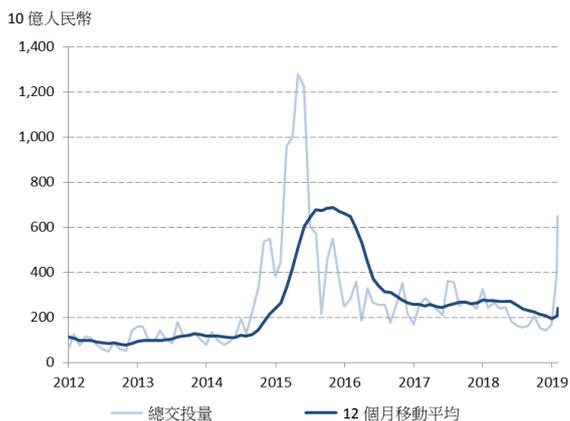
摩根士丹利中國指數 12 個月預測市盈率



資料來源：彭博，數據由 2013 年 1 月 31 日至 2019 年 3 月 5 日

現在我們認為中國經濟及股市於現行周期下的最壞時刻已過。中央政府積極應對去年出現的問題，並放鬆市場流動性來調整去槓桿力度；內部消費維持強勁，居民貸款比例不高；零售投資者亦恢復投資興趣，開始重投市場。這些因素將有助支持中國股市在今年的表現。

上海及深圳股市交投量



資料來源：彭博，數據由 2012 年 1 月 31 日至 2019 年 3 月 4 日

我們的觀點

美國利率正常化接近尾聲、中國推出大型的刺激措施、以及美元見頂，這些皆有利亞洲美元債券和亞洲貨幣債券走勢。

在亞洲本地貨幣債券方面，我們喜歡印尼及中國在岸債券。印尼債券市場將繼續吸引資金流入，原因是當地經常賬已經回穩，而且債券的息率較高。至於中國在岸債券，則受惠於人民銀行降準、企業債券利息免稅等措施，加上人民幣債券被納入國際債券指數，帶動外地資金流入。

在美元投資級別債券方面，我們認為是時候把投資範疇由 A 級擴展至估值相對吸引而且質素較好的 BBB 級企業。我們喜歡由中國國有企業發行的優先債券，以及票面息率可遞增的永續債。我們亦看好印尼半主權債券，原因是它們的估值較其他投資級別債券吸引，而且當地經濟持續改善。

至於美元高收益債券，估值已調整至 2012 年以來的吸引水平。我們較喜歡內房債券，原因有兩方面：第一，樓市政策開始在市級層面出現微調或者放寬，而銀行亦以較低的按揭利率提供貸款；第二，在岸市場於 2018 年已重新批准內房公司發行債券，因此展望 2019 年，離岸市場美元內房債的新供應會減少，為市場提供有利的供求平衡。

除此之外，其他估值吸引的亞洲高收益企業債券包括石油及商品類別。

而表現較落後的印尼房地產債券，鑒於估值水平低廉，將提供更佳的投资機會。

至於市場的潛在風險，由於今年整體經濟處於擴張周期的後段，預期市況仍然波動，因此主動及靈活的投資配置極為重要。內地部分行業面對的環境較為嚴峻，導致個別性風險，故此我們對中國工業債券的投資維持審慎。

東亞聯豐亞太區多元收益基金旨在投資於亞太區高息股及高息債，基金投資約 60% 於債券，從而爭取更高收益；投資約 40% 於高息股及投資信託，從而捕捉收益及增長。

於債券層面，我們繼續選擇性增持 BBB 級別債券，並樂於持有年期較長及有技術因素支持的債券。

於股票層面，我們獲利沽售表現較佳的股票，轉投相對落後但股息吸引的股票。考慮到市場保持升勢，本基金將策略性買入股息優厚的落後股票，以提升回報。

市場概覽 (截至 2019 年 2 月 28 日)

股票	市盈率	市帳率	息率 (%)	1個月總回報 (美元%)*	年初至今總回報 (美元%)**
摩根士丹利所有國家世界(EM+DM)	16.5	2.2	2.6	2.7	10.9
摩根士丹利美國	18.7	3.3	2.0	3.4	11.9
摩根士丹利歐元區	15.5	1.5	3.6	3.4	9.7
摩根士丹利英國	16.6	1.7	5.0	3.4	10.4
摩根士丹利日本	13.5	1.3	2.4	-0.1	6.7
摩根士丹利澳洲	15.5	2.0	5.0	3.8	11.1
摩根士丹利環球新興市場	12.7	1.6	2.8	0.2	9.0
摩根士丹利亞洲所有國家(日本除外)	12.8	1.5	2.7	2.1	9.5
摩根士丹利香港	12.8	1.3	3.0	5.9	14.1
摩根士丹利中國	13.0	1.7	2.2	3.5	14.9
摩根士丹利台灣	13.5	1.7	4.4	4.9	5.8
摩根士丹利韓國	9.1	0.9	2.3	-1.9	8.0
摩根士丹利印度	25.1	2.9	1.6	0.2	-1.7
摩根士丹利東南亞	15.8	1.7	3.2	-1.0	5.5
摩根士丹利中國A股	14.3	1.8	2.1	15.0	22.1

* 1個月總回報(%)包括2019年1月31日至2019年2月28日的股息再投資

**年初至今總回報(%)包括2018年12月31日至2019年2月28日的股息再投資

固定收益

地區	孳息率 (%)	1個月變化	年初至今變化	1個月總回報 (美元%)	年初至今總回報 (美元%)
亞洲主權債 - 投資級別	4.1	0.0	-0.3	0.2	3.3
亞洲主權債 - 高收益	6.7	0.0	-0.9	0.4	5.6
亞洲企業 - 投資級別	4.2	-0.1	-0.3	0.8	2.1
亞洲企業 - 高收益	7.7	-0.4	-1.1	1.6	4.9
美國企業 - 投資級別	4.0	0.0	-0.3	0.4	2.5
美國企業 - 高收益	6.5	-0.2	-1.5	1.7	6.4

10年期政府債券***	孳息率 (%)	1個月變化	年初至今變化	1個月總回報 (本地貨幣)	年初至今總回報 (本地貨幣)
美國	3.2	0.1	-0.1	-0.1	1.0
歐洲	0.7	0.0	-0.1	-0.1	0.9
英國	1.7	0.1	0.0	-0.7	0.5
日本	0.1	0.0	0.0	0.2	0.7
中國	4.0	0.0	0.5	0.0	1.0
香港	2.8	0.0	-0.1	0.3	1.1
印度	7.8	0.1	0.1	0.2	0.5
印尼	8.2	-0.3	-0.2	2.4	2.6
馬來西亞	4.3	-0.1	-0.1	0.7	1.5
菲律賓	5.3	0.0	-0.6	0.3	4.4
新加坡	2.6	0.1	0.2	-0.2	-0.8
韓國	2.0	0.0	0.1	0.1	-0.2
台灣	1.0	0.0	-0.1	0.3	0.7
泰國	2.9	0.0	0.0	0.1	0.6

***上述資料根據10年期政府債券的有關指數計算

匯率

國家	匯率	現貨 / 兌美元	1個月變化	1個月回報 (%)	年初至今回報 (%)
歐洲	EUR	1.1382	-0.0100	-0.6	-0.6
英國	GBP	1.3266	0.0100	1.1	4.1
日本	YEN	111.33	2.5100	-2.3	-1.5
中國	CNY	6.6937	-0.0100	0.1	2.7
香港	HKD	7.8498	0.0000	0.0	-0.2
印度	INR	70.833	-0.1300	0.2	-1.6
印尼	IDR	14155	231.0000	-1.7	1.9
馬來西亞	MYR	4.0658	-0.0300	0.7	1.7
菲律賓	PHP	51.83	-0.3200	0.6	1.0
新加坡	SGD	1.3517	0.0100	-0.4	0.8
韓國	KRW	1125.34	11.6800	-1.1	-1.1
台灣	TWD	30.821	0.1100	-0.4	-0.7
泰國	THB	31.581	0.3400	-1.1	2.3

資料來源：摩根大通 JACI, BofA 美銀美林, 彭博, Factset, 截至 2019 年 2 月 28 日

閣下如欲了解我們對市場發展和投資策略的最新看法，請按以下連結，登記成為東亞聯豐投資會員。



<http://www.bea-union-investment.com/cht/member-registration>

本基金涉及投資風險，包括投資本金有可能虧蝕。有關本基金的詳情及風險因素，請參閱基金說明書。投資者於認購前應參閱基金說明書，以獲取更詳細資料。所述資料僅為本基金之簡介。投資者應注意基金的單位價格可升亦可跌，基金的投資組合需承受市場波動及相關投資涉及的固有風險。過去業績並不代表將來表現。本文所載資料根據東亞聯豐投資管理有限公司認為可靠並以「現況」的基礎下提供。它不構成任何促使、提議或邀請作認購或沽售任何證券或金融工具。本基金已獲香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）認可。證監會認可不等於對該計劃作出推介或認許，亦不是對該計劃的商業利弊或表現作出保證，更不代表該計劃適合所有投資者，或認許該計劃適合任何個別投資者或任何類別的投資者。本刊物及網站未經香港證監會審閱。

發行人：東亞聯豐投資管理有限公司