



何少燕
摩根資產管理

彭逸升
摩根資產管理

摩根中國債券機會基金 高質、高息可兼收？

疫情黑天鵝的到來，結束了美國最長經濟擴張周期，聯儲局主席鮑威爾（Jerome Powell）於上周一明確指出，至2022年底美國都不會加息。在經濟衰退風險擴大、以及環球低息環境之下，不少熱衷收息的投資者將目光轉向亞洲市場，當中又以中國債市收益率較為吸引。本欄今期就請來摩根中國債券機會基金的兩位掌舵人——摩根資產管理亞洲固定收益投資總監何少燕、以及投資組合經理彭逸升，共同探討中國債市的投資機遇。

匯豐（00005）受英倫銀行要求，公布今年不再派息之後，有關企業今年不派息的報道，可謂接連不斷，「食息一族」有何新出路？不少投資者選擇轉戰債市，根據EPFR資金流報告，截至上周三（10日）的一周內，全球債券基金合共錄得246億美元的資金淨流入。縱觀全球債市，美國債市已經錄得一定反彈，再加上美國聯邦基準利率（Fed Funds Rate）已經降至零水平，相

較而言，中國債券因息率較高，當中又以內地房地產債券表現較為突出，吸引投資者興趣。不同於市面上其他中國債券基金的持倉以高收益債為主，並派高息來吸引投資者，摩根資產管理亞洲固定收益投資總監何少燕透露：「摩根中國債券機會基金（下稱：基金）在保留投資等級質量的同時，也派相當不錯的收益！」

要透過在岸人民幣計價（CNY）債券、離岸人民幣（CNH）和美元計價（USD）債券這三種方式，投資於中國市場；基金同時提供派息與累積兩種類別，自3月有派息紀錄以來，基金年化派息率從5.6厘至6.2厘不等，本月派息則錄得5.6厘（以港元計價）。

中國債券之危與機

疫情爆發後中美角力不斷升

級，人民幣又承貶值壓力，有不少人擔憂中國債券的風險。不過表示，「中美關係在過去兩年不斷加劇緊張，人民幣確實有一定貶值壓力，但這個壓力已經反映在現時匯價中」。誠然，從年初至今來看，人民幣兌美元的匯價尚算穩定，雖然短時間未必跌穿「7」，但與此同時美國大舉量化寬鬆，美元的走勢亦不會太強。

彭逸升特別指出，匯價對在岸債本身並不會有太大影響，倘若中美雙方關係一旦進一步惡化，對於以人民幣計價的債券反而是一個機會。他解釋道，從過去兩年的經驗來看，雙方關係轉差時，內地央行就會放鬆貨幣政策，再加上中國經濟雖然略有復甦迹象，但央行不至於加息；從這個角度來看，他預計中國貸款市場報價利率（LPR）會繼續下調，因此基金會增加在岸人民幣債券的存續期（Duration，見副文），以求回報更加吸引。

何少燕亦補充道，中美貿易戰必然給一些企業帶來壓力，但基金持有的美元債大多為內房債及國企債，她稱對這些企業較為有把握，皆因這些公司有較強大的流動性，如果一旦出現資金緊拙的情況，企業也可以通過出售土地來增加現金流。

挑選內房債法則

翻看基金月報，不難發現基金持倉以三大板塊為主：即銀行債、國企債、以及內房債；前兩者主要屬於投資級別債券，因而較為穩陣；至於高收益債券持倉部分則以內房債券為主。近些年中國債券規模不斷擴大，更躍升為僅次於美國的全球第二

大債市，惟市場對於部分企業發行的債券違約率較為擔心，尤其是以內房為首的高收益債。

與大多數中國債券基金集中持有某些內房債不同的是，該基金持倉中，每隻內房債的倉位都不會超過1%至1.5%，甚至不會出現在前十大持倉中，以達至分散風險之效。近期內地經濟受疫情衝擊，房企更是首當其衝受影響，但何少燕稱，人行此次積極採取措施，鼓勵銀行向私人企業貸款，不論是私人企業或是高收益企業，在最近3至6個月，都尚能維持良好的基本面。

對於挑選內房債，她有自己的一套原則。何少燕稱，自己選擇內房債時，更多是關注債價是否適合、以及要購入債券要承受的風險，她舉例稱：「有些房企業務集中在某些城市，基本面風險不夠分散，那它的現金流、貸款能力要足夠強，我們才會覺得這家公司基本面風險可能比較受控；但如果本身房產地域分布分散，那麼資金流略差一些，也可以承受」，之後還要參考債券的評級和價

格，再判斷債券是否值得納入基金當中。

投資者自然希望所有的風險都反映在債價當中，但何少燕亦承認，很多風險是很難預估的，比如說企業貪污事件、假帳問題等隱藏風險，這也是市場投資中資美元債時面對的共同難題，「因此我們會做足夠的功課，以免踏入類似陷阱」。除了研究企業的基本面外，她所在的研究團隊亦會設法打聽企業的周邊消息，包括人事變動、家族糾紛等，「因為很多內房企都是家族生意，一旦出現家庭糾紛，在公司管理上可能也會有問題，因此及時掌握管理層人力資源消息對於做出正確投資決定也是非常重要的。」

或許會有投資者質疑，基金是否會為了保持高質素，而犧牲一定收益？何少燕回應道：「風險和收益都是我們的考量之一，權衡兩因素之下，基金的平均收益率能保持在6%左右，雖然其他中國高收益債券有7-7.5厘的收益率，但是投資者需要結合風險來做一個考量。」

存續期知多少？

存續期（Duration）是一個衡量債券利率風險的指標，能夠顯示債券價格對利率變動的敏感度，通常存續期越長，對利率變化就越敏感。舉例而言，3年存續期的意思是，每當利率上升1%，債券價格會下降3%；如利率債券下降1%，債券價格會上升3%。

因此債券基金的基金經理可以根據對未來利率的判斷，通過調整存續期來控制風險。當投資者認為自己可承受風險，同時判斷利率將會下調，則可購入存續期較長的債券，等待利率下降時受惠於債價上升；但假如你判斷錯誤，利率不跌反升，投資者的損失反之也會較大。