



Murray Collis
亞洲（日本除外）定息
產品部首席投資總監

Chris Lam
投資組合經理
亞洲固定收益

Billy Wu
投資組合經理
亞洲固定收益

隨著利率走勢改變，存款息率向下調，一度安心把資金鎖定於避險資產的投資者，或許會覺得愈來愈難沿用這個策略。在環球利率、信貸及貨幣市場加劇波動的預期下，亞洲（日本除外）定息產品部首席投資總監 Murray Collis 及泛亞洲固定收益

團隊剖析為何亞洲固定收益領域的子資產類別（亞洲高收益債券、亞洲投資級別債券及亞洲本幣債券）可發揮避險及提供機遇的作用，甚至今年於投資者組合中扮演愈來愈重要的角色。

亞洲固定收益：靈巧像蛇，提供機遇及遞增回報的避險資產

目前是分散投資的時機

在 2024 年 9 月，美國聯儲局採取市場期待已久的減息行動，展開新的周期階段，使亞洲定息債券再次受到市場追捧。投資者曾經安心把資金鎖定於收益吸引的定期存款，如今利率下跌，他們將面對更大的再投資風險。在六個月內，三個月美元存款利率¹由約 5.5% 下跌約 100 點子至 4.5%，扣除再投資後的平均存款回報遜於市場上其他固定收益選擇。

在過去兩年半，不少投資者已習慣高存款利率的環境，隨著時間推移，自然建立一定程度的避險情緒，因為他們已獲得吸引的回報，同時承擔相對較少的市場風險。這個行為在 2024 年聯儲局首次減息前尤其明顯，有數據²顯示市場對提供可觀收益的優質資產需求急升，例如美國投資級別債券。隨著環球央行繼續逐步減息，加上宏觀不明朗因素持續，我們認為投

資組合可能需要進一步分散投資，以實現長期回報目標。

留意風險，不只著眼於回報

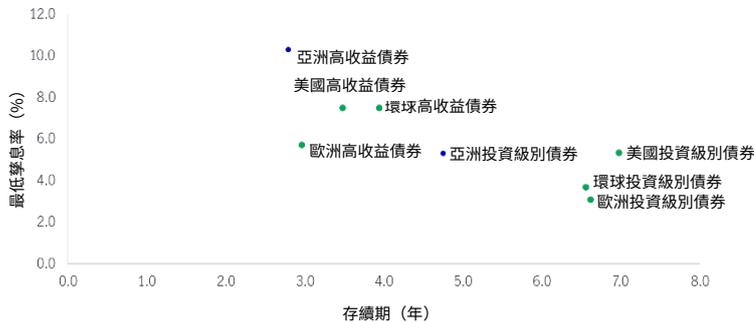
對投資者來說，擴大總回報及風險調整後回報應是 2025 年的重點。考慮到美國新任政府在貿易及關稅問題上採取較強硬立場，我們預料環球利率、信貸及貨幣市場將加劇波動。這或會導致環球增長出現潛在下行風險及通脹再次升溫。

因此，就投資組合而言，我們認為亞洲固定收益將在今年擔當更重要角色。與環球固定收益相比，亞洲固定收益（不論是投資級別抑或高收益債券）的利差收益及整體孳息率吸引，可發揮緩衝作用，保障投資者回報免受按市值計價的不利變動及減息所影響。持有優質資產，並希望在減息環境下獲得額外收益的避險投資者，自然會尋求延長資產持有期，或分散投資於有望為投資組合產生最大遞增回報，同時承擔最少遞增風險的資產。

¹ 彭博代號：USDRC Curncy。

² 摩根大通新興市場每周資金流報告。

圖 1：與環球固定收益相比，亞洲固定收益的孳息率吸引且存續期較短



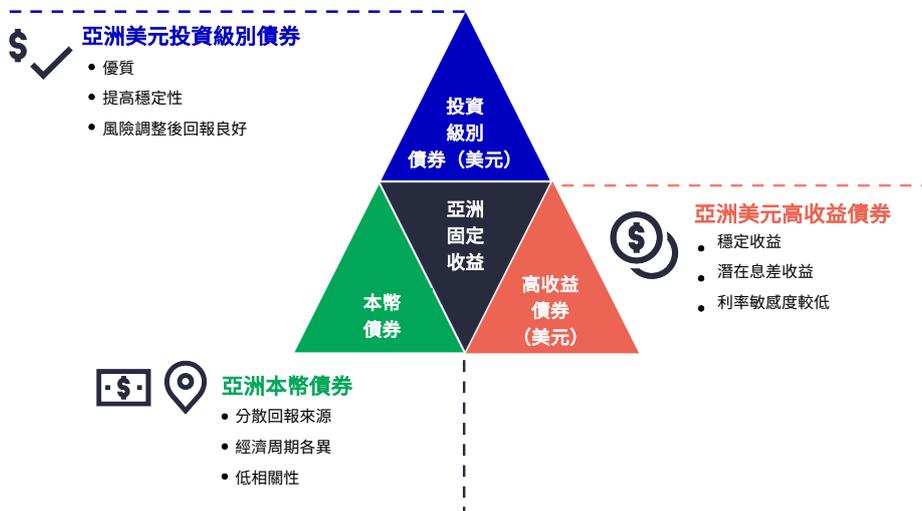
資料來源：宏利投資管理、摩根大通亞洲信貸非投資級別債券指數、彭博美國高收益企業債券指數及彭博泛歐洲高收益債券指數，截至 2024 年 12 月 31 日。

此外，主動管理將是應對來年不明朗市況的關鍵。主動管理不但根據策略目標及指引實現表現目標，亦可確保資產類別繼續提供歷來吸引的主要特點及優勢，同時深入分析區內宏觀經濟、基本因素、估值及技術因素。

2025 年亞洲固定收益：提供機遇的避險資產

亞洲固定收益子類別過往為投資組合帶來獨特優勢——高收益債券提供吸引的收益，利率敏感度相對較低；投資級別債券提供可觀的風險調整後回報，表現波幅相對較低；本幣債券則提供多元化回報來源，與其他主要資產類別的相關性較低。

圖 2：亞洲固定收益子類別的獨特優勢



資料來源：宏利投資管理，2025 年。

在未來一年市場可能波動的情況下，我們認為投資者應考慮配置於亞洲固定收益。我們在 [2024 年下半年展望](#) 中提及的三個主題仍然有效，有助支持子類別的價值主張。具體而言：

- **違約率下跌及高收益債券領域出現結構性轉變**，包括投資機會更多元化，應有助亞洲高收益信貸恢復吸引及穩定收益的主張。
- **技術因素利好及債券供應有限**，應可提供保障，因為投資者需求強勁，可在市場拋售期間緩衝下行風險，支持亞洲投資級別信貸提供穩定的風險調整後回報。
- 鑑於經濟增長向好，外匯緩衝理想，加上供應鏈趨於本土化，區內**基本因素強勁**，應可支持硬貨幣及本幣市場的風險調整後回報。

I. 亞洲高收益債券 — 穩定收益及相對價值的理據

亞洲高收益債券在 2024 年表現出色，總回報為 15.2%，是全球表現最佳的固定收益子類別之一。在 2025 年，考慮到市場環境轉變，我們認為焦點不應只局限於總回報。然而，我們認為亞洲高收益債券仍是吸引的子類別，尤其是在 2020 年至 2023 年表現受

挫後。這促使估值大幅調整，並出現結構性轉變，推動市場目前所見的投資機遇。

隨著亞洲高收益債券成為**集中度較低及較強韌的投資範疇**，加上中國高收益房地產債券目前只佔市場的一小部份，我們相信穩定收益主張已自 2023 年底以來恢復。當市場可能反覆波動時，有關收益緩衝可在投資組合作為別具價值的防守性機制。

亞洲高收益債券亦展現可觀的相對價值，其整體孳息率處於所有固定收益資產領域的最高之列，較美國／歐洲高收益債券（平均信貸評級水平相若）高出 279／458 點子，而且存續期／息差存續期較短，可減低利率／息差波幅的影響。儘管投資者近年因基本利率上升而偏好優質資產，但我們認為亞洲高收益債券的價值高於投資級別債券，因為從相對價值及歷史角度來看，其基本因素改善且估值吸引。我們審慎挑選亞洲高收益信貸，並相信回報將主要源自特殊機遇。

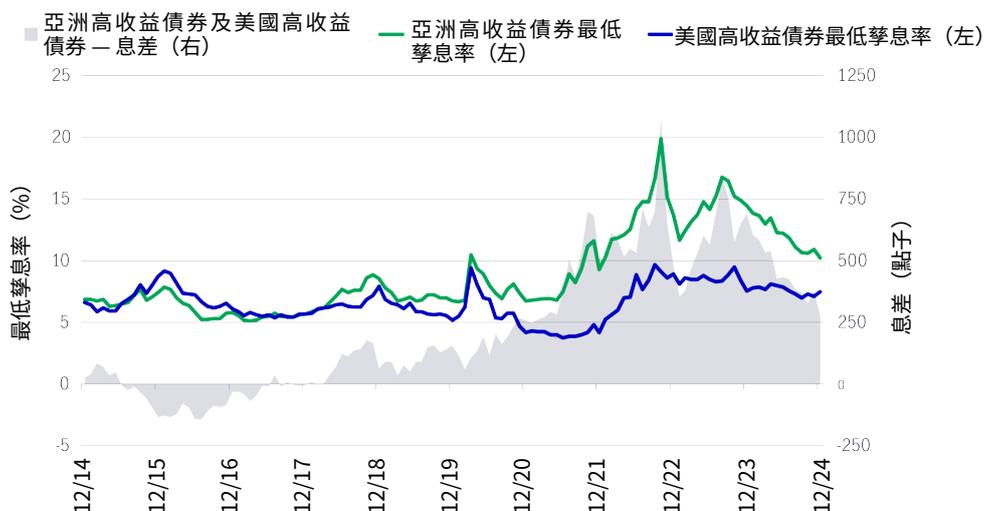
綜觀亞洲高收益債券，從回報或風險角度來看，我們重點分析兩個可於未來一年為表現增值的特定領域：中國及前緣市場。

中國。正如我們在[美國大選後所提出的觀點](#)，中國政策官員在 2024 年第四季積極推出一系列支持增長的政策，包括下調多個主要利率、推出總值 10 萬億元人民幣的債務置換計劃，以紓緩地方政府的再融資壓力，並為房地產業提供財務支持。此外，2025 年 3 月舉行的「兩會」會議將是市場密切注視的催化劑，預期當局將會就年內經濟增長目標及財政預算預測公布更多細節。

我們認為政府已展示透過近期措施支持經濟的意願，而應對通縮是當局目前的優先目標，以支持中國及廣泛亞洲地區的增長。從資本增長角度來看，這次「托市對策」應可為個別中國高收益信貸帶來投資機遇，尤其是一些可望帶來類似股票回報的受壓信貸。

前緣市場。斯里蘭卡及巴基斯坦等市場在 2024 年表現出色，因為國際貨幣基金組織（IMF）方案提供支持、債務重組取得進展，以及受壓債券的估值復常。展望 2025 年，我們仍然認為前緣市場存在吸引的增值機遇，但這些市場的經濟及政治狀況脆弱，我們必須留意依然存在的風險。

圖 3：亞洲與美國高收益債券的息差差距



資料來源：宏利投資管理、彭博資訊及摩根大通指數。截至 2024 年 12 月 31 日。使用的指數：摩根大通亞洲投資級別債券指數、摩根大通亞洲非投資級別債券指數、摩根大通亞洲非投資級別企業債券指數及彭博美國高收益企業債券指數。過往表現並非日後業績的指標。

II. 亞洲投資級別債券 — 歷史波幅偏低及風險回報水平吸引的選擇

我們相信，亞洲投資級別債券在 2024 年值得更多投資者關注。這類債券表現相對強勁，全年總回報為 4.2%，表現優於環球投資級別債券。作為波幅最低的子類別之一，亞洲投資級別債券繼續提供穩定回報及具競爭力的整體孳息率，平均存續期亦較環球投資級別債券短約兩年（因此對利率走勢的敏感度相對較低）。從風險回報角度來看，我們相信亞洲投資級別債券的夏普比率亦勝於大部份主要固定收益資產類別及亞太區股票等其他資產類別。

圖 4：主要資產類別的夏普比率



資料來源：宏利投資管理、彭博資訊，截至 2024 年 12 月 31 日。

亞洲投資級別債券子類別的基本因素改善，亦為穩定回報的理據提供支持。信貸指標（不論是淨槓桿比率抑或償債比率³）近年有所改善，信貸評級上調數目亦超越下調數目，加強有關子類別的優質特性。此外，個別亞洲投資級別信貸與政府相關，這個背景亦為其穩定的信貸狀況提供支持。在過去兩年，從有關子類別的估值可見這些基本因素一直改善，信貸息差亦持續收窄至 2008 年環球金融危機前的最低水平。

³資料來源：摩根大通 2025 年亞洲信貸展望

換言之，投資者願意付出更多資金，投資於回報較穩定的優質資產。

III. 亞洲本幣債券 — 把握增長動力及分散回報來源

鑑於區內國家的經濟發展各異，而且處於不同經濟周期，亞洲本幣債券將可能在 2025 年繼續為投資者提供分散投資的優勢及回報機遇。舉例說，中國貨幣政策周期有別於美國及其他主要已發展市場經濟體。相比之下，雖然新加坡及南韓等市場緊貼美國貨幣政策周期，但兩地利率市場的波幅相對較低。此外，區內各國的利率差距將繼續為本幣市場帶來機遇。

利率 — 需要保持靈活及採取戰術性部署。區內多家央行（包括印尼、菲律賓、南韓及泰國）已在 2024 年展開減息周期，並在通脹溫和的環境下穩佔優勢，可望繼續放寬政策。然而，聯儲局減息步伐及幅度可能限制區內央行的減息程度，因為這些央行希望維持貨幣穩定；因此投資者需要在 2025 年採取戰術性部署，以管理利率投資。儘管面對上述阻力，但孳息率於美國大選後上升，亦有助亞洲本幣債券孳息率在新一年初提供更好的價值，而且我們認為名義孳息率相對偏高的市場存在吸引機遇，與其他環球債券相比提供可觀的利差收益。

貨幣 — 預期會在美元強勢下反覆波動。

我們認為美國新任政府實施的貿易關稅可能造成影響，加上貿易緊張局勢可能升溫，將為區內經濟增長增添不明朗因素，並導致本幣兌美元走勢波動，因此美元很可能在 2025 年保持強勁。

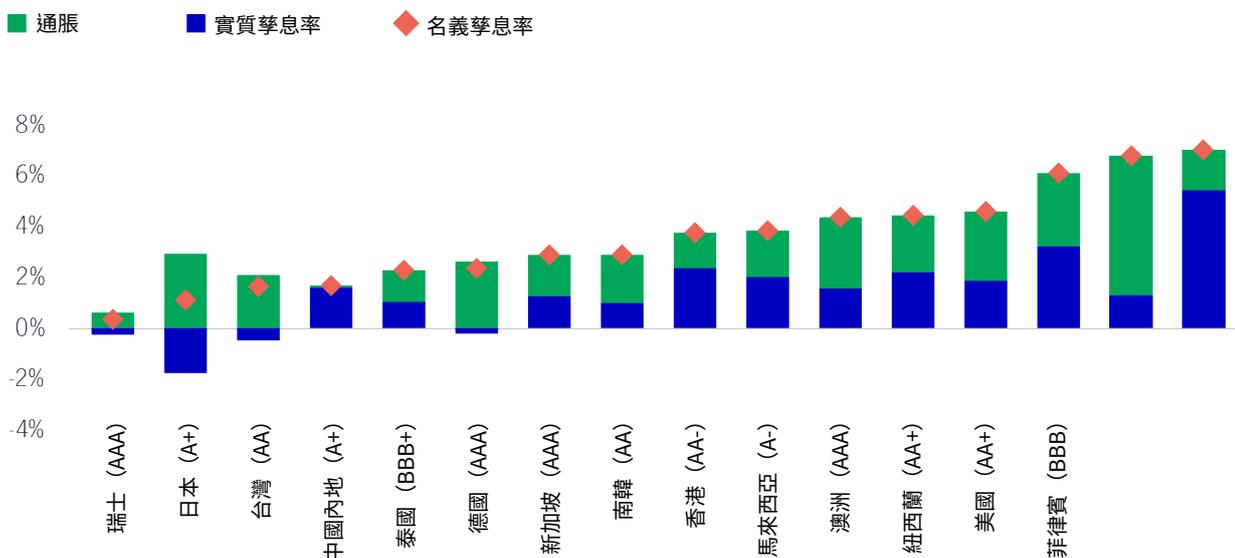
焦點：印度本幣債券

印度市場具有吸引的利率和貨幣投資機會。印度的增長前景強勁、名義孳息率吸引，加上納入指數帶來強勁的技術因素，為市場提供穩健的環境，應可為債券投資者帶來相對穩定的回報。我們看好印度的觀點建基於：

- **預期增長動力持續強勁：**預料印度仍是亞洲增長最迅速的經濟體之一，國際貨幣基金組織和彭博資訊普遍預測當地 2025 年實質國內生產總值增長 6.5%。
- **估值吸引：**印度本幣債券的名義孳息率為區內最高之一，提供可觀的利差收益和穩健緩衝，以抵禦市場波動。

- **納入指數帶來的技術利好因素：**印度於 2024 年 6 月加入旗艦摩根大通環球新興市場政府債券多元化指數，預計於 2025 年 4 月，印度將佔指數約 10%（以市場比重計），與中國和印尼所佔比重相若。此外，富時羅素亦宣布將於 2025 年 9 月，把印度主權債券納入其新興市場政府債券指數。獲納入以上指數帶來的被動資金流入，將為市場提供技術利好因素。
- **貨幣相對穩定：**儘管環球投資者憂慮美國新任政府在貿易和關稅政策上的潛在影響，但印度依賴出口的程度低於其他亞洲經濟體，因此表現應較為強韌，應有助避免印度盧比兌美元大幅貶值，即使美國實施進取的關稅政策。

圖 5：名義及實質孳息率



總結

我們認為，美國新任政府帶來政策不明朗因素，而亞洲固定收益可於 2025 年透過提升收益率（對比近期減息後的定期存款）及下行保障，為投資組合增值。證券化資產等投資近年為投資者提供吸引的收益，但若關稅和貿易政策進取，導致經濟增長惡化，或會影響消費者對按揭、汽車貸款及信用卡貸款的還款能力，可能令有關投資面對阻力及下行風險。

此外，鑑於終端利率高企（約 4.0%），加上疫情期間累積的儲蓄完全耗盡⁴，若出現消費（佔美國國內生產總值約 70%）疲弱的跡象，美國經濟增長將面臨下行風險。

步入蛇年，顧名思義，投資者需要採取更主動靈活的投資組合管理策略。

⁴ [耗盡疫情期間累積的儲蓄：美國消費者何去何從？（Pandemic Savings Are Gone: What's Next for U.S. Consumers?）](#) — 三藩市聯邦儲備銀行

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。