



Murray Collis
亞洲定息產品部主管

儘管市場環境波動，亞洲固定收益在 2025 年上半年錄得正回報。然而，鑑於宏觀經濟不明朗因素揮之不去，投資者希望了解後市的潛在機遇和風險。在本 2025 年下半年投資展望中，亞洲定息產品部主管 Murray Collis 分析推動回報的短期利好因素，以及長遠可望支持這項資產類別的結構性基本因素和地緣政治變化的趨勢。

亞洲固定收益市場是否處於轉捩點？

今年開局反覆波動

在 2025 年上半年，宏觀經濟的不明朗因素增加。地緣政治局勢緊張，加上美國貿易政策轉變（最矚目是 4 月 2 日宣布徵收高額的「解放日」關稅，隨後暫緩相關措施 90 日），均引發環球市場波動。投資者日益關注政策方向及財政的可持續性，促使他們重新評估美元資產配置。

儘管市況波動，亞洲固定收益市場在上半年仍錄得穩健回報。截至 6 月 30 日，亞洲本幣債券今年來上升 7.6%，亞洲信貸亦保持強韌，錄得 3.8% 升幅。展望未來，我們相信亞洲固定收益市場穩佔優勢，可望延續這股勢頭，全年取得不俗的回報。

美國主權評級被降：重新配置資產的催化劑

國際評級機構穆迪於 5 月 16 日把美國主權信貸評級由 AAA 級下調至 Aa1 級，而惠譽及標準普爾分別早於 2023 年和 2011 年已作出降級行動。這代表美國失去三大評級機構的最後一個「3A」評級。

穆迪引述數項主要憂慮因素：

- 美國聯邦政府債務水平急升
- 過去十年持續錄得財政赤字
- 預測美國債務佔國內生產總值比率將由 2024 年的 98%，升至 2035 年的 134%

由於這些指標明顯遜於其他擁有 AAA 評級的主權國家，因此穆迪決定下調美國的評級。此舉令全球投資者重新評估對美國國庫債券的配置，而這類投資向來被視為「無風險」資產的基石。隨著國庫債券的地位轉弱，加上財政不確定性升溫，投資者順理成章地尋找其他適合的投資選擇。

亞洲債券：穩定的替代選擇

美國國庫債券雖被視為相對安全的資產，但早在美國評級下調之前，美債波幅已高於亞洲信貸及亞洲本幣債券（見圖 1）。有關波幅乃源於政策不明朗、債務負擔趨升，以及環球市場動態持續轉變。

相反，受惠於經濟基本因素改善和多元化的地區市場動態，亞洲債券近年的總回報較為穩定。對於希望降低整體投資組合波幅的投資者而言，這種相對穩定的表現使之成為日益吸引的投資選擇。

圖 1：亞洲債券對比美國國庫債券的 90 天歷史波幅¹



獲最高評級的亞太區債券

對於希望繼續投資於最高評級債券，但毋須承擔額外貨幣風險的投資者來說，新加坡和澳洲等區內市場成為具吸引力的替代選項。

兩國藉著強勁的基本因素和審慎的財政管理，持續獲得三大評級機構給予最高評級，對重視質素及穩定性的投資者而言甚為吸引。相對於美國國庫債券，這

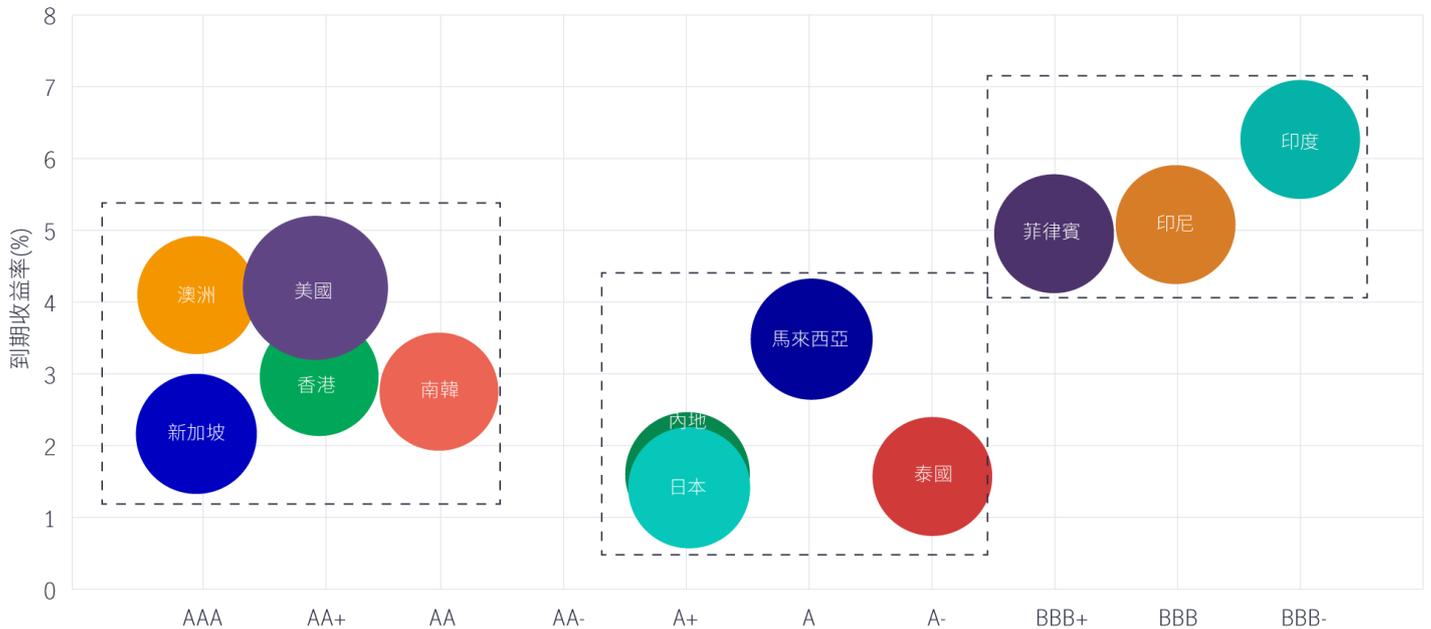
些市場的部份美元信貸（尤其在準主權領域）甚至可能出現負信貸息差，反映投資者認為其信貸風險較低。

亞洲本幣債券：優質及高收益

隨著「去美元化」趨勢冒起，預期市場對亞洲本幣債券的興趣將愈來愈濃厚。這些市場成為美國國庫債券以外的優質選項，亦能帶來顯著的分散投資優勢。

¹資料來源：宏利投資管理、彭博資訊，截至 2025 年 6 月 30 日。亞洲美元信貸=摩根大通亞洲信貸綜合指數；美國國庫債券=彭博美國國庫債券指數；亞洲本幣債券=麥凱德 iBoxx 亞洲本幣債券非對沖指數。

圖 2：11 個亞太區市場的標準普爾主權評級及其 10 年期債券孳息率²



根據標準普爾評級，我們所涵蓋的 11 個亞太區市場的長期本幣債券全部均屬投資級別（BBB-級或以上），並可分為以下類別（見圖 2）：

AAA 級至 AA 級：

- 澳洲、新加坡（AAA）、香港（AA+）、南韓（AA）
- 孳息率：2.2% – 4.1%

A 級：

- 中國、日本（A+）、馬來西亞（A）、泰國（A-）
- 孳息率：1.4% – 3.5%

BBB 級（較高收益）：

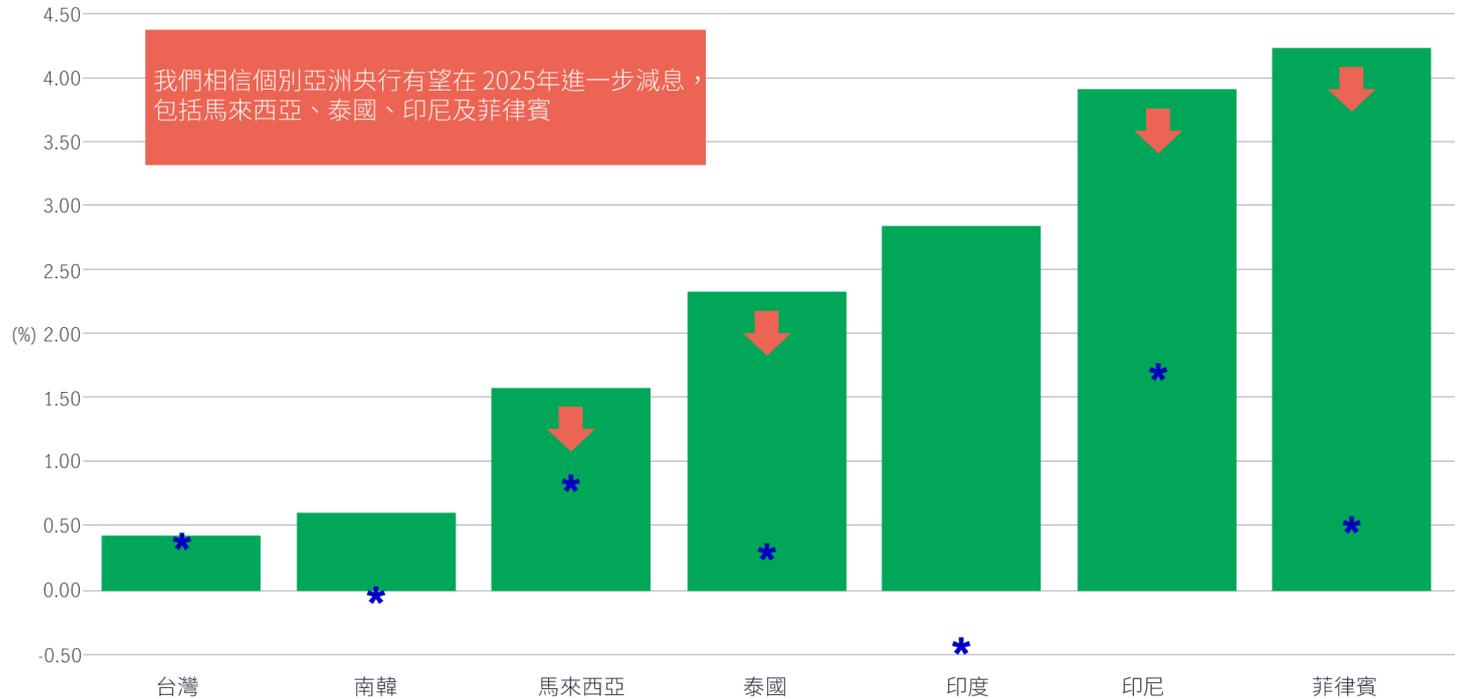
- 菲律賓（BBB+）、印尼（BBB）、印度（BBB-）
- 孳息率：5.0% – 6.3%（非對沖）

美元轉弱為亞洲區央行提供下調政策利率的空間，以支持當地經濟增長，並緩解美國關稅的影響（見圖 3）。年初至今，印度、印尼、中國內地、馬來西亞、菲律賓、南韓及泰國均已減息。展望未來，我們預期當中部份市場或會繼續放寬貨幣政策，進一步推高本幣債券市場的回報（見圖 3）。

²資料來源：宏利投資管理，截至 2025 年 7 月 10 日。

圖 3：亞洲區主要央行（實質）政策利率³

* 自2009年以來的平均實際政策利率 ■ 目前實際政策利率



為個別亞幣進行非對沖持倉的理據

對於持有美元資本的投資者而言，我們認為透過主動管理，就個別亞幣進行非對沖的持倉，有助提升分散投資優勢，並改善風險調整後回報。

美元在過去五年強勢，美匯指數由約 89 升至 2024 年底的 108，主要受惠於美國經濟表現強勁和資產回報吸引。不過，近期的財政及貿易政策轉變帶來重大不確定性，最終導致美國失去最後一個「3A」評級。

上述發展增加美國經濟在 2025 年下半年放緩及美元轉弱的可能性。雖然資金在短期內大舉流出美元資產的機會不大，但資金匯出及對沖活動有增加跡象——令多種亞洲貨幣今年來錄得高單位數字升幅。

從估值角度來說，亞洲貨幣顯得吸引。在過去十年，彭博亞洲貨幣指數由 104 跌至約 93，反映亞洲貨幣中期兌美元匯價尚有升值空間（見圖 4）。

³資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至 2025 年 6 月 11 日。

圖 4：亞洲貨幣今年走強；美元偏軟⁴



亞洲本幣債券：強勁動力可望持續至年底

在 2025 年，寬鬆貨幣政策及美元疲弱成為推動亞洲本幣債券表現的主要因素。

儘管市場憂慮美國貿易關稅可能對區內造成負面影響，但亞洲本幣債券今年來表現領先美國及廣泛新興市場債券（見圖 5）。區內央行積極減息，加上美元整體轉弱，為此類債券的韌性帶來支持。

我們預期亞洲本幣債券取得正回報的勢頭，有望延續至 2025 年下半年，儘管表現或許不及年初至今般引人觸目。下半年表現預期將主要由利率而非貨幣所帶動。

⁴資料來源：彭博資訊，截至 2025 年 6 月 19 日。

圖 5：亞洲本幣債券及貨幣跑贏大市⁵



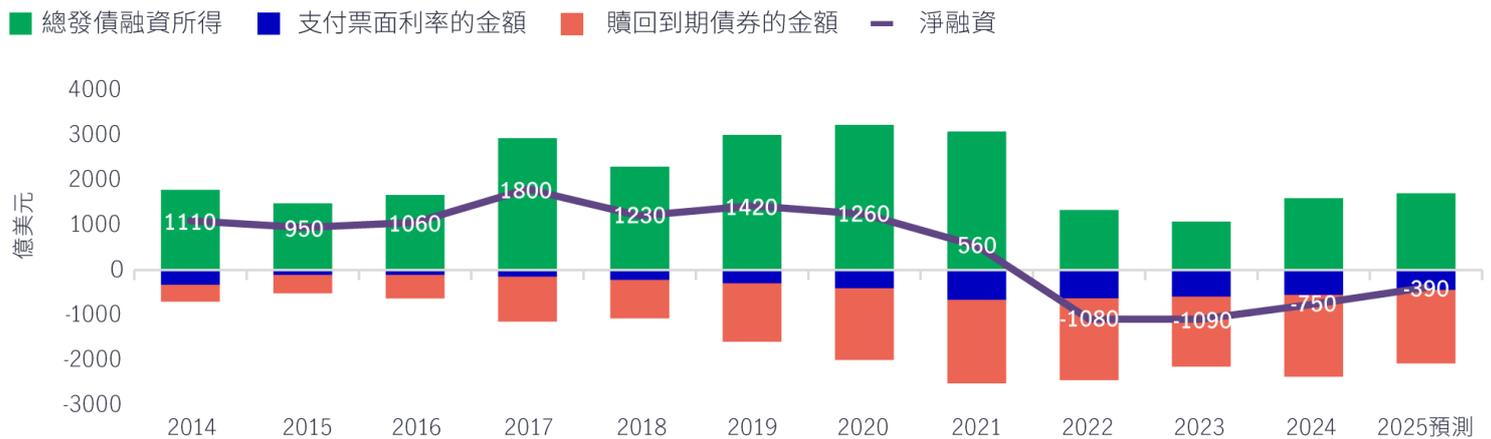
亞洲本幣債券繼續為環球投資者帶來吸引的孳息率和分散投資優勢。若透過總回報策略進行管理（主動駕馭利率、信貸和貨幣風險），這些債券長線有機會帶來可觀的收益及風險調整後回報。

隨著美國財政及貿易政策不確定性升溫，加上市場日益憂慮美國國庫債券的隱含風險溢價，環球及區內投資者都對亞洲本幣債券的興趣漸增。

若此趨勢延續，應會支持需求持續，並在未來數年進一步提升這個資產類別的表現。

⁵ 資料來源：宏利投資管理、彭博資訊、摩根大通，截至 2025 年 6 月 30 日

圖 6：淨融資額料連續第四年錄得負數⁶



亞洲美元信貸：相對價值仍然吸引

在美元固定收益領域，亞洲美元債券持續提供吸引的價值水平。對比美國及歐洲同類債券，亞洲美元信貸的潛在整體孳息率可能較高，而存續期及息差存續期則較短。在當前的不明朗環境下，有望就波動市況提供重要的緩衝。

從利息收入及資本增值（「回歸面值」）角度來看，亞洲信貸利差較高是推動 2025 年回報的主要動力。

儘管環球利率及信貸息差波動，而美國政策轉變及穆迪下調美國國庫債券評級令情況進一步惡化，但由於基本因素較強和區內經濟前景強韌，亞洲信貸今年來仍錄得穩健回報。

去美元化趨勢下的利好技術性因素

近年冒起去美元化趨勢，為亞洲美元信貸市場創造利好的技術性因素。由於本幣市場的融資成本更趨吸引，愈來愈多區內企業轉為在這些市場再融資。有關轉變導致新發行的美元債券減少，令亞洲美元債券市場供應趨緊。

在需求持續強勁但發行量偏低的情況下，供求失衡有助穩定價格和支持資本增值。展望未來，如果美元融資成本持續高企（正如市場目前預期），亞洲發行人或會繼續偏好本幣市場，局限美元債券的短期供應。

總結：策略性機遇

2025 年上半年的市況反映投資者對美國政策方向漸趨不安，導致市場波動加劇及美元轉弱。對有意分散投資的策略性投資者而言，亞洲固定收益的投資理據如此充份並不常見，無論是亞洲本幣或信貸市場均不乏吸引的選擇。

長遠來說，區內基本因素依然向好，而美元轉弱亦為亞洲各央行帶來進一步放寬政策的空間，從而支持當地經濟增長。鑑於今年來的表現穩健，加上投資氣氛改善，我們預期隨著環球投資者（包括區內投資者）於未來數月重新審視亞洲固定收益的策略性機遇，資金料持續流入有關市場。

⁶ 資料來源：宏利投資管理、摩根大通，截至 2025 年 3 月 31 日。

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。