

2024 年前景展望系列：亞洲固定收益



回顧 2023 年，聯儲局進一步收緊貨幣政策，加上中國房地產業持續動盪，令亞洲固定收益再次受壓。但至 2023 年底，聯儲局政策可能轉

向，而且亞洲經濟表現強韌，帶動亞洲固定收益全年計取得正回報和領先表現。正如 Endre Pedersen、Murray Collis 及泛亞洲固定收益團隊所指，全球利率環境轉變，有利該資產類別在 2024 年揚升，因其提供吸引的名義孳息率和利差機會。環顧多元化的投資範疇，預料信貸將繼續表現向好，其中信貸基本因素強勁的個別市場和行業具上升潛力。

亞洲固定收益：在過渡性宏觀環境中動力日增

回顧 2023 年初，投資市場比前一年可說是較為明朗。通脹威脅已是眾所周知，並繼續主導宏觀經濟環境及貨幣政策。事實上，聯儲局繼 2022 年史無前例地加息 425 至 450 基點後，在 2023 年再度加息 100 基點，使聯邦基金利率在 2023 年 8 月升至 5.25% 至 5.50% 的區間。隨後，聯儲局自 9 月開始暫停加息。然而，不確定性依然存在，投資者仍不知道聯儲局何時停止加息，以及美國經濟最終能否實現「軟著陸」。這導致美國國庫債券大幅波動，特別是長存續期債券。10 年期國庫債券孳息率由年初的 3.88% 升至約 5% 的高位，其後於年底開始回落。量度不同年

期美國國庫債券期權波幅的 MOVE 指數在 2023 年飆升，創下自 2008 年以來的最高水平。

在這環境下，儘管市場反覆波動，但亞洲固定收益表現仍領先環球固定收益及廣泛新興市場領域（見圖 1）。

圖 1：環球固定收益表現（2019 年至 2023 年）¹



¹資料來源：彭博資訊，截至 2023 年 12 月 31 日。亞洲固定收益 = 摩根大通亞洲信貸指數 (JACICOTR)；新興市場固定收益 = 摩根大通新興

市場當地貨幣債券指數 (JGENVUUG)；環球固定收益 = 彭博環球綜合債券指數 (LEGATRUU)。以 2019 年 1 月為 100。

從信貸息差的角度來看，亞洲投資級別債券繼續展現韌性，在 2023 年收窄約 32 基點²。主要由於這類債券的存續期較短，而且投資範疇集中於區內較具韌性的經濟體的國有企業。憑藉穩健的信貸基本因素，加上美國國庫債券孳息率臨近 2023 年底下跌，投資級別債券的總回報上升 7.4%³。

此外，印度可再生能源和澳門博彩等地區行業表現強勁，抵銷中國房地產業的波動和負面氣氛，帶動亞洲高收益債券錄得正回報，但升幅為 4.8%⁴，相對緩慢。

2024 年：區內經濟強韌，孳息率及利差機會仍相對吸引

經歷過去兩年的波動市況後，踏入 2024 年，利率環境可望靠穩。

我們的基本情況預測是，聯儲局當前的加息周期接近或已經結束。若這個情況得以確認，我們相信多項正面催化因素將會浮現，使宏觀經濟環境趨於穩定，利好亞洲市場。

事實上，儘管國際貨幣基金組織估計今年全球經濟增長將放緩至 2.9%，但由於亞洲市場增長多元化，預計在 2024 年將會成為全球增長最迅速的地區，增長率達 4.2%。

在 2023 年，中國經濟增長落後於市場預期。儘管如此，我們認為近日的市場訊號，包括內地加大財政和

貨幣政策力度，以及加推扶持房地產業的定向措施，例如最近公佈合資格獲得融資的發展商名單，均屬有利因素。

同樣重要的是，印度和印尼等經濟體已開闢新的增長來源，可為亞洲市場增添韌性。

在 2023 年，印度是亞洲大型經濟體中增長最迅速的國家，這歸因於當地政府大量投資基建，並成功推行鼓勵本土製造的計劃，例如生產獎勵計劃。與此同時，印尼正在開發國內供應鏈，以生產電動車電池，使與鋁土礦和鎳等關鍵礦物相關的增值活動保留在本地進行。

在下一部份，我們將會從三個範疇剖析 2024 年亞洲固定收益的前景：信貸、利率及貨幣。

2024 年投資級別債券：信貸基本因素仍然強勁

在 2023 年，儘管環球市場動盪，亞洲投資級別信貸仍表現強韌，主要受惠於其信貸基本因素強勁及區內經濟增長穩健，這兩項利好因素可望在新一年持續。

供應面因素也發揮一定作用：亞洲信貸發行量在 2023 年按年下跌 22%（見圖 2），因為美元計價債券的孳息率上升，促使許多企業尋求較便宜的當地融資選擇。

踏入 2024 年，儘管較低的孳息率料將促使投資級別債券的發行逐步增加，但在計及到期債券後，我們預

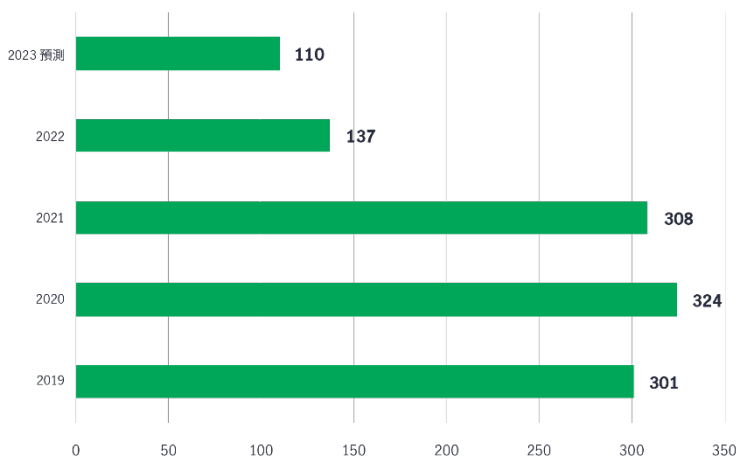
²資料來源：彭博資訊，截至 2023 年 12 月 31 日。JACIIGBS。

³資料來源：彭博資訊，截至 2023 年 12 月 31 日。摩根大通亞洲投資級別企業債券指數（JACIIGTR）。

⁴資料來源：彭博資訊，截至 2023 年 12 月 31 日。JACINGTR。

計，除非聯儲局展開進取的減息週期，否則今年債券淨供應不會是正數。

圖 2：亞洲信貸發行總額（2019 年至 2023 年，10 億美元）⁵



此外，雖然我們預期若美國國庫債券孳息率繼續走低，投資級別債券的息差可能略為擴闊，但整體市場應可繼續提供正面的總回報，因其名義孳息率下降，將抵銷信貸息差擴闊導致的虧損。

基於上述情況，我們看好個別區內投資級別債券機會。一如概往，「由下而上」的信貸選擇仍然重要：

- 慎選中國民營企業，主要為「BBB」信貸評級。儘管中國經濟在 2024 年可能仍反覆波動，但我們認為基本因素強勁的個別民營企業有望表現領先，並受惠於中國的結構性消費增長。
- 亞洲地區銀行資本債券可提供具吸引力的風險回報。事實上，在 2023 年 3 月多家美國銀行倒閉後，亞洲區內銀行仍展現韌性。整體來說，許多亞洲區內銀行具國有背景，因此波動性較低，而

且較有可能被當地政府視為系統性重要銀行，所以享有優勢。

例如，我們認為印度銀行業受惠於當地經濟表現強勁、資產質素改善，以及企業和消費貸款需求增長，因此亦展現投資機會。此外，我們看好較穩定和資本充足的澳洲銀行發行的銀行資本債券，認為其估值具吸引力。在信貸評級較低的債券當中，我們可獲得較高的孳息率，同時透過持有企業管治穩健並享譽國際的金融機構債券管理風險。

最後，這些工具在投資組合多元化方面亦發揮重要作用，尤其在過去兩年，區內投資級別債券的整體發行量持續滯後。

2024 年高收益債券：信貸領域不斷擴張，帶來持續演變的機遇

中國房地產在 2023 年持續拖累高收益債券的表現和投資氣氛。但正如先前所述，中國房地產對高收益債券投資領域的影響較小，因為大量公司已經違約，部份甚至宣布破產。內房業自 2021 年開始下滑，至今已錄得 115 項違約事件，所涉總額達 1,440 億美元。

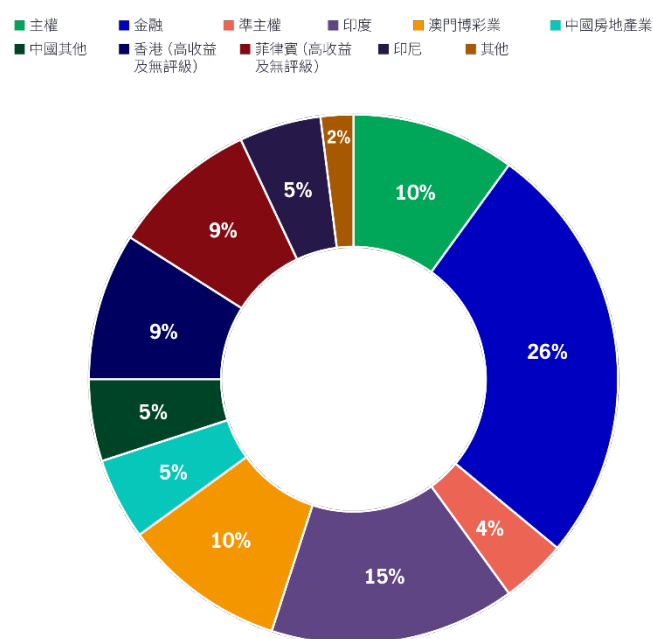
我們認為，在政府持續推行支持措施下，內房業長遠將會靠穩，但將無法像以往一樣為國內生產總值帶來約 25%至 30%的貢獻。

事實上，我們預計中國房地產業將會持續收縮，並出現大規模整合，這個過程將無可避免，而期間可能持續波動，但我們預期違約宗數將會逐漸減少。

⁵資料來源：摩根大通，截至 2023 年 12 月 29 日。

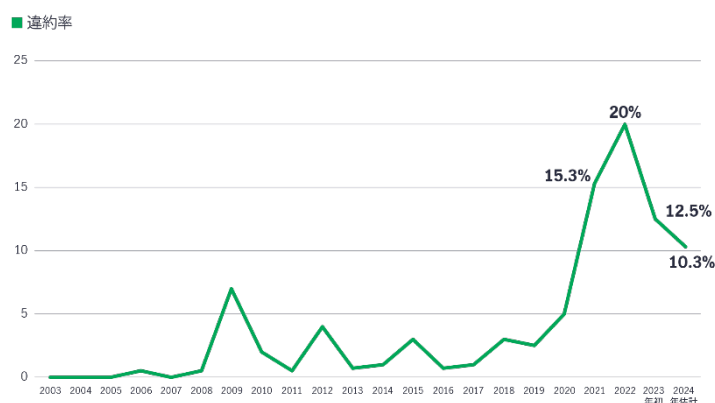
或許對投資者而言更重要的是，中國房地產目前僅佔摩根大通亞洲信貸高收益債券指數約 5%（高峰時約佔 40%），我們預計信貸領域日趨多元化，將帶來持續演變的機遇。因此，與印度可再生能源業和澳門博彩業等較大規模企業債券類別相比，內房業進一步波動對市場表現的影響應該較小（見圖 3）。

圖 3：摩根大通亞洲信貸高收益債券指數構成（按債類劃分）⁶



此外，踏入 2024 年，整體亞洲高收益債券的信貸基本因素料將進一步改善。儘管 2023 年的違約率維持高企於 12.5%（估計），遠高於歷史平均水平，但預計將於 2024 年顯著下降至 10.3%⁷（見圖 4）。

圖 4：亞洲高收益債券歷史違約率（2003 年至 2024 年（估計））⁸



整體而言，我們在 2024 年看好以下高收益債券領域：

- 印度基建債券的宏觀經濟主題強勁，加上政府大力支持，因此具吸引力。印度經濟可說是亞洲區內最為強勁，當地政府已撥出 1,200 億美元用作下一財政年度的基建投資，因此帶動信貸狀況改善：2023 年上半年，印度約 29% 的信貸評級上調與基建業有關，比例為所有行業中最高。
- 2023 年初中國恢復通關後，澳門賭場的信貸基本因素強韌。儘管中國經濟增長步伐較預期緩慢，但澳門經濟持續復甦，黃金周期間旅客人數上升，令部份信貸獲評級上調。亞洲高收益債券領域當中，澳門博彩業亦存在估值吸引的機遇。整體而言，亞洲高收益債券市場在過去三年出現巨大變化，在地區及行業方面顯得更加多元化。
- 在高收益債券領域內，中國房地產業所佔比例明顯較以前小（約佔 5%）。除市場出現顯著折讓外，政府亦已將政策支持範圍由供應面（發展

⁶資料來源：摩根大通，截至 2023 年 11 月 15 日。

⁷資料來源：高盛，2023 年 11 月 24 日。

⁸資料來源：高盛，2023 年 11 月。

商)擴大至涵蓋需求面(消費者)。整體來說，在如今經濟不同範疇表現分歧的整固過程中，我們保持審慎樂觀，並嚴選發行人。

2024 年利率：高收益債券市場的精選機遇

隨著聯儲局接近或處於緊縮周期的尾聲，我們預計 2024 年亞洲利率將面對有利環境。

整體而言，亞洲各國央行對聯儲局 2023 年加息的反應各不相同：通脹環境轉趨溫和，部份地區央行（如印度和印尼）並無跟隨聯儲局持續加息的步伐。

2024 年聯儲局和其他全球央行可能暫停加息，加上地區通脹壓力消退，因此我們認為部份亞洲央行有潛在減息空間。

鑑於本年亞洲各國對通脹採取較溫和的策略⁹，亞洲本幣利率市場的表現普遍優於美國國庫債券，因此我們在 2024 年仍然看好三個高收益債券市場。

- 印尼的名義孳息率具吸引力，10 年期政府債券孳息率約為 6.50%¹⁰。此外，我們認為印尼央行為捍衛當地貨幣而在 10 月將政策利率調高至 6% 後，將具有潛在減息空間。當地通脹率穩步下降，並維持於央行的 4% 目標範圍內¹¹。此外，印尼的財政狀況逐步改善，雖然預計 2023 年和 2024 年的將出現財赤，但均低於 2022 年的 2.35%。
- 印度市場的基本因素在區內可算是最為強勁，10 年期政府債券更提供約 7.20%¹² 的吸引孳息率。

經濟增長依然強勁，第三季國內生產總值按年增長 7.6%，為區內最出色，且通脹已經降溫，貿易和經常帳赤字亦趨於穩定。

此外，當地債券有望進一步納入環球指數應惠及市場表現：摩根大通新興市場政府債券指數系列將自今年 6 月起納入印度政府債券，彭博巴克萊和富時亦考慮在 2024 年納入印度債券。

- 最後，鑑於菲律賓市場較為波動，其提供相對具吸引力的估值機遇。當地利率環境向來都對聯儲局行動較為敏感，因此若聯儲局暫停當前的加息周期，菲律賓可能較其他地區市場更能受惠。

2024 年貨幣：印尼盾和韓圓預計將成亮點

美元在 2023 年持續波動，美匯指數初期因息差較高而走強，但至年底大致平收。亞洲貨幣在 2023 年表現好淡紛呈，只有部份市場貨幣兌美元上漲（見圖 5）。

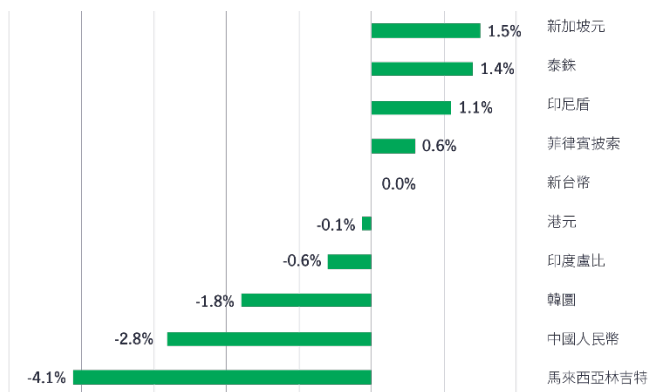
⁹ 彭博資訊，截至 2023 年 12 月 31 日。

¹⁰ 彭博資訊，截至 2023 年 12 月 31 日。

¹¹ 印尼央行網站。

¹² 彭博資訊，截至 2023 年 12 月 31 日。

圖 5：亞洲貨幣兌美元的表現¹³



我們認為，若聯儲局發出停止加息周期的訊號，將可在 2024 年為亞洲貨幣帶來廣泛支持。我們對兩種貨幣感到特別樂觀：

- 鑑於環球利率環境改善，加上投資組合和外國直接投資的潛在增長，印尼盾有望在 2024 年進一步靠穩和取得更佳表現。外國投資者目前持有的未償還政府債券少於 15%，但在 2020 年爆發疫情前這比率接近 40%。隨著孳息率提高和貨幣企穩，外國投資者所持比例或會增加。印尼逐步建立生產電動車電池和其他高科技產品的本土生態系統，帶動外國直接投資亦加快增長。
- 韓圓在 2023 年年底反彈後，料將繼續表現向好。半導體需求的低谷過後，10 月份出口為 13 個月以來首次錄得按年增長。預計短期內半導體和人工智能相關產品的需求將會上升，因此韓國出口有望持續向好，在新一年帶動經常帳實現盈餘。

總結

聯儲局開始加息 18 個月和中國房地產業進一步整合後，亞洲固定收益在 2023 年回升至正區間，並在 2024 年展現初步復甦跡象。

聯儲局政策立場轉趨寬鬆、地區和企業經濟表現強勁，加上信貸基本因素強韌，亞洲固定收益升勢可望在 2024 年延續。我們認為，隨著聯儲局越趨接近結束貨幣緊縮周期，而且中國房地產業觸底反彈，亞洲債券市場表現將有望大幅領先全球。

然而，市場暫時很可能仍會繼續波動。除了通脹和貨幣政策轉變的潛在風險外，亞洲區內多地（包括印度、印尼、台灣和南韓）今年均會舉行重要選舉，美國亦將舉行大選。

由於利率上升可能使經濟活動放緩，預期信貸市場仍會面對挑戰，因此「由下而上」的信貸分析仍然重要。此外，鑑於基本因素穩健，個別利率市場和貨幣均可能帶來貢獻。

¹³資料來源：彭博資訊，截至 2023 年 12 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。