

騰籠換鳥

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪
東亞聯豐投資團隊



騰籠換鳥

本章摘要：

- 特朗普回朝料支持企業債和新興市場美元債，利率變化將有利企業債券
- 特朗普就任後料歐洲債市風險攀升，但亞洲區則不乏可觀選擇
- 預測美國10年期國債收益率區間為4.25至4.36%，2年期區間為3.67至3.98%
- 收益率斜度較定點式投資策略較為吸引，注意年期愈短敏感度愈高
- 「紅色浪潮」下投資級別的公用及必需品行業企業債料較可取

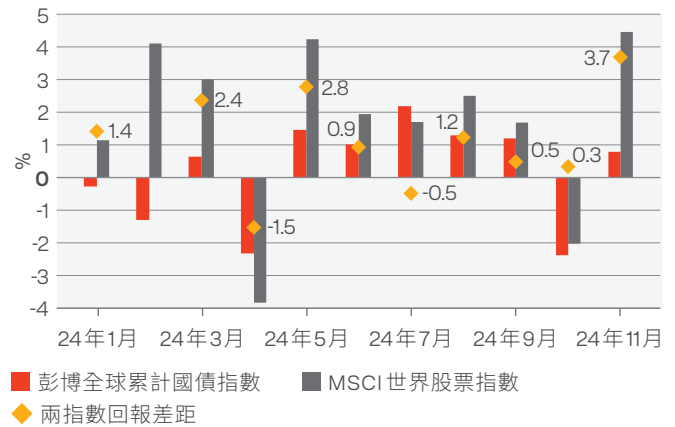
上季標題是《百貨應百客》。各指標顯示債券的存量規模較其他資產高，反映市場早在美聯儲宣布首次減息前已先作部署。美聯儲點陣圖預測的大幅變化是債市風險的主因，投資者依賴美聯儲主席鮑威爾有關利率預測上的說法作投資決定，更要加倍謹慎。上季成功預測長期收益率再大跌空間不大，長息波動有利技術性炒作。另外，當時預期短息降幅將多於長息，建議投資者可錨定短期債券以賺取可觀且穩定的收益。此外，宏觀風險遞升，料資金將由高息企債轉投投資級別企債，非美債市中，南亞及英國債市表現料較理想。整體預測大致與今天結果相若。

本季標題是《騰籠換鳥》，意謂環球局勢轉變將會迎來新機遇。特朗普回朝為市場增添不穩定性，但歷史數據顯示，「紅色浪潮」利好全球企債及新興美元債市。利率預測現在仍言之尚早，但較近似的情況則是1995年時的利率周期，當時投資級別債及高息企債表現較好。全球多極化格局將不利歐洲債市，反觀亞洲區內不乏可觀選擇。收益率預期趨向穩定，通脹將主導其後市走勢。收益率曲線正常化為本季策略重心，注意年期愈短敏感度愈高。信貸息差反映現水平大部分企債的風險偏高，等待回調後，預計投資級別中公用及必需品行業的企債將較為吸引。

2024年債市散發著低調的光芒

截至2024年11月底數據，彭博全球累計國債指數及MSCI世界股票指數的按月回報顯示，除了1月及2月外，兩項指數表現相若，在11個月中有8個月的按月回報差距只在2%內，當中有兩個月債券表現更勝股票。換句話說，在風險考量後，債券在投資組合中是不可或缺的。

2024年彭博全球累計國債及MSCI世界股票指數按月表現



資料來源：彭博，數據截至2024年12月17日

前事不忘後事之師，去年債市表現穩健主因美債收益率有序下降，但單計上季，各地的收益率出現大幅波動，美債10年期收益率由3.6升至約4.5%，升幅高達90基點，對各類美元債券的價格帶來沉重的壓力。我們預計未來政治因素將主導各地收益率、信貸息差及資金流向等變化。《宏觀策略》歸納出當前市場的3大焦點：特朗普回朝、利率變化及全球多極化，以下將逐一分析對債市的影響。

特朗普回朝：「紅色浪潮」料有利非國債市場

特朗普料是全球投資市場的「遊戲改革者」，就職典禮前市場不斷猜測他未來的施政方針，而普遍相信他與上一任期時政策路向相若。《宏觀策略》中已分析在「紅色浪潮」首年，美國甚至全球經濟普遍向好，利率呈現「先高後低」走勢。

以史為鑒，抽出上一次「紅色浪潮」首年（即2017年），其時的彭博累計債券指數系列中各主要類別指數的表現作分析。4項指數類別包括全球國債、全球投資級別企債、全球高息企債及全球新興美元債。數據顯示，各指數在首年反覆走高，全年回報約7至10%，反映愈早投入債市並持有至年底，將有不俗回報，而各指數年內表現差距亦不大。

債券

上一次「紅色浪潮」首年各債券指數表現



資料來源：彭博，數據由2016年12月31日至2017年12月31日

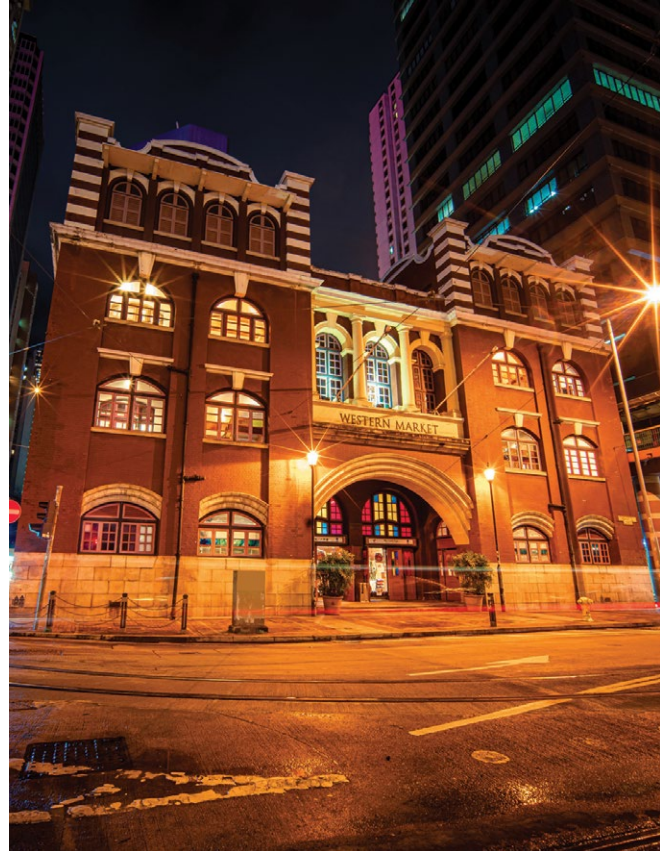
按月回報分析顯示，各類別指數的平均回報及最大回報相若，但加入風險考量後，則有所不同。在最小回報、峰谷值及標準差數據中，只有全球國債指數的表現明顯落後，可能與減息次數未及預期有關。其餘3項指數的風險表現相若，反映考慮風險和回報後，投資者應偏重於非國債市場。在2017年首季，4項指數全數錄得正回報，當中以全球新興美元債指數及高息企債指數表現亮麗，反映投資者的風險胃納有序遞升。最後，在每項指數中找出最佳表現者，在6項指標中勝出4項的全球高息企債指數。整體結果如下：

首3個月回報 (%)	全球國債指數	全球投資級別企債指數	全球高息企債指數	全球新興美元債指數
	2.1	1.6	3.2	3.3
按月指數回報表現 (%)				
平均回報	0.6	0.7	0.8	0.7
最大回報	1.8	1.7	1.9	1.7
最小回報	-1.3	-0.2	0.0	-0.2
峰谷值	3.1	1.9	1.8	1.9
標準差	1.0	0.6	0.7	0.6

資料來源：彭博，數據截至2024年12月18日

利率變化：難斷年內走勢

美國總債務已突破36萬億美元，如美聯儲堅持目前的利率政策，對美國財政來說無疑是百上加斤。市場普遍認為特朗普回朝後，通脹將會反彈，美聯儲背負壓抑通脹的責任，令調控利率時舉步維艱。另外，特朗普當選前後對美



聯儲，尤其是其主席鮑威爾作出批評^{1,2}。美國財政部長耶倫亦表示³，廣泛徵收關稅有可能破壞當前通脹的降勢，增加家庭和企業成本，並會打擊經濟競爭力。而對美聯儲作出批評更會損害其獨立性，削弱市場對美聯儲的信心。

¹ 見CNN網站，<https://edition.cnn.com/2024/12/08/business/trump-fed-chair-jerome-powell/index.html>

² 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us/feds-powell-says-he-will-not-quit-even-if-asked-by-trump-2024-11-07/>

³ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/us/yellen-says-trumps-tariffs-could-derail-us-inflation-progress-raise-costs-2024-12-10/>

在面對政治上的攻訐和新任政府政策取態不明的情況下，當前美聯儲對利率預測的參考性不高。過去多季已分析，現屆美聯儲經常改變利率觀點，而且利率決策常常與現實狀況並不配合。因此，無論官方或市場對利率的預測都有可能將在特朗普就職後作大幅修改，未來投資者須更適時靈活調配債券投資，順應利率變化。

歸根究底美聯儲的決策都是受到未來通脹走勢影響。市場上對通脹走勢各有看法，一方擔心增收關稅會推高通脹，另一方認為戰事有望平息會令油價下跌，有利通脹回落。雙方正各執一詞之際，參考投資者用作對沖通脹風險的1年及2年期零息通脹掉期，過去20年其利率與按年消費物價指數 (CPI) 走勢非常接近。截至2024年11月，1年及2年期利率持續兩個月徘徊在2.6%的水平，而美聯儲預計今年核心個人消費開支 (核心PCE) 報2.5%。結果顯示，市場及官方都認為未來通脹將維持在2.5至2.6%之間，而非持續上升或下降，亦暗示未達到美聯儲通脹水平2%的目標。

各零息通脹掉期利率及按年CPI走勢

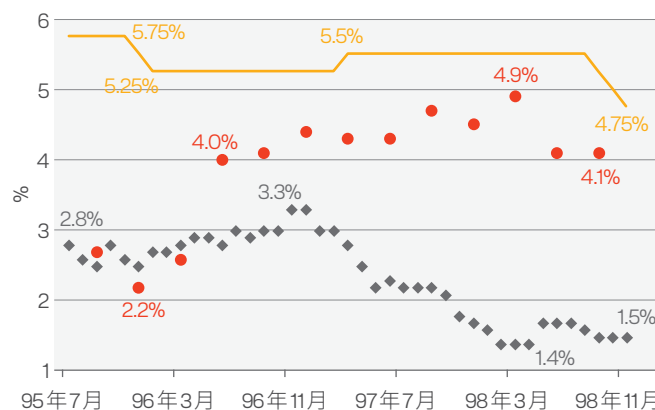


資料來源：彭博，數據至2024年12月18日

以史為鑒：料類似於1995年周期

早在去年第2季已預測，通脹不溫不火及經濟有序起伏下，過去50年間最值得參考的減息周期，應是1995年7月至1998年11月期間。該周期首年按年國內生產總值 (GDP) 由2.7下降至2.2%，再反彈至4%，按年CPI只徘徊在2.5至2.9%之間。當時美聯儲首年減息3次，共75基點，維持息率不變長達14個月後，突然加息25基點。加息後，CPI由3.3高位下跌至1.4%，GDP則持續上升至4.9%全周期最高點，此利率水平維持了18個月後，美聯儲連續減息3次，便結束是次周期。

1995年至1998年減息周期的按年GDP、CPI及聯邦利率變化

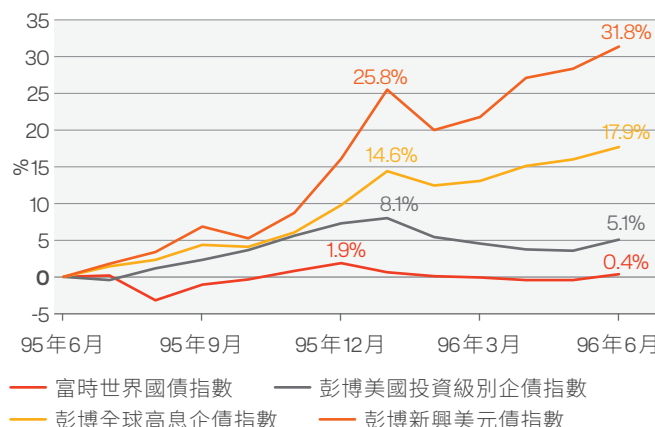


● 按年GDP ◆ 按年CPI — 聯邦利率

資料來源：彭博，數據由1995年7月至1998年11月

比較該次減息周期中，各債券指數的首年表現，並藉此預測未來利率變化時各債市走勢。因數據所限，全球國債指數由彭博累計債券系列轉用富時世界國債指數。結果顯示，減息利好債市的傳統觀點不變，當中新興美元債指數表現最為亮麗。

1995年減息周期時各債券指數表現



資料來源：彭博，數據由1995年7月至1998年11月



債券

再分析按月回報數據，結果顯示，全球高息企債指數及新興美元債指數在平均回報及最高回報的表現明顯較國債指數及投資級別企債指數為佳。風險角度上，國債指數及兩項企債指數表現相若，但新興美元債指數的波動偏高。最後，未有一項指數能在每項指標中突圍而出，但全球高息企債指數整體上較國債指數及新興美元債指數為佳。整體結果如下：

按月指數回報表現 (%)				
指標	富時世界國債指數	彭博美國投資級別企債指數	彭博全球高息企債指數	彭博新興美元債指數
平均回報	0.0	0.4	1.4	2.4
最高回報	2.2	1.9	4.3	8.2
最小回報	-3.4	-2.4	-1.8	-4.5
峰谷值	5.7	4.3	6.1	12.7
標準差	1.4	1.3	1.6	3.4

資料來源：彭博，數據截至2024年12月18日

全球多極化：料亞洲債市較歐洲債市吸引

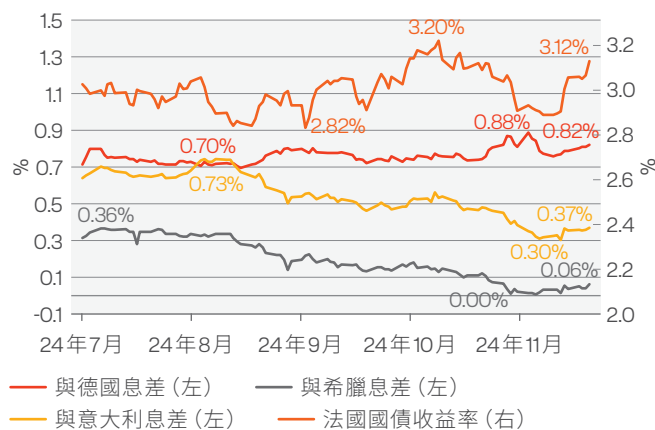
經濟合作暨發展組織 (OECD) 警告，貿易緊張局勢加劇和保護主義或會擾亂全球供應鏈、提高商品價格和對全球經濟增長產生負面影響⁴。《宏觀經濟》中分析，「七國集團」(G7) 內則貌合神離，外則與「金磚集團」(BRICS) 劍拔弩張，加上特朗普回朝掀起利己主義及右翼風潮，將加速全球經濟體分道揚鑣，造就全球多極化的新格局，在此不再贅述。

歐洲債市：覆雨翻雲

去年下半年起，G7 領導層的更替此起彼落。法國執政黨由財政預算引發對政府的不信任動議⁵，再到總統馬克龍決定更換總理⁶，執政黨受著在野黨多方面挑戰，更被評級機構穆迪下調了債務評級⁷。法國10年期國債收益率隨之波動，高低波幅約40點子，與德國的息差由近70點子上升至最高88點子，反映在政治陰霾下，部分投資者正逐步轉投德債。法國與另一歐洲大國意大利的收益率差距，則由近73點子收窄至最低近30點子。而與曾被戲稱「歐豬國」之一的希臘比較，兩國的息差更曾低見0點子。

須知道意大利國債收益率長期處於歐洲國家中最高，另外2023年法國與希臘的債務佔GDP比例分別是111及162%，兩國收益率持平反映投資者對法國國債的信心已有所動搖。如政治角力進一步惡化，或其他評級機構跟隨下調其主權信用評級，歐債問題或甚脫歐危機料將甚囂塵上，就算最後只是杞人憂天，但負面消息足以拖垮歐債市場。

法國國債收益率及與歐洲各國的收益率差距



資料來源：彭博，數據至2024年12月19日

⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/oecd-warns-protectionism-risk-global-growth-outlook-2024-12-04/>

⁵ 見歐洲新聞網站，<https://www.euronews.com/my-europe/2024/12/03/le-pen-says-no-confidence-vote-will-protect-french-public-from-dangerous-budget>

⁶ 見法國24網站，<https://www.france24.com/en/europe/20241213-who-is-fran%C3%A7ois-bayrou-the-centrist-ally-that-macron-named-prime-minister>

⁷ 見穆迪網站，<https://ratings.moodys.com/ratings-news/434683>

亞洲債市：不乏可觀選擇

《宏觀策略》分析亞洲除日本，尤其東南亞國家，將成為中美博弈中被拉攏的對象。我們預期中美兩國將會在亞洲區內投入更多資源，有利當地投資市場。參考各國債務佔GDP比例，亞洲除日本的國家普遍較低，反映自2008年金融海嘯後，區內各政府堅守財政紀律及經濟穩步發展不無關係，相信該等國家的違約風險偏低。債務佔GDP比例表列如下，最低的3位分別是印尼、印度及中國：

國家	比例 (%)	國家	比例 (%)
美國	110.4	南韓	51.2
法國	109.9	新加坡	150.1
德國	62.9	馬來西亞	60.3
日本	216.2	印尼	45.3
中國	47.0	印度	46.5

資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

另外，市場普遍利用信貸違約掉期 (Credit Default Swap，縮寫CDS) 來衡量國家違約風險。截至去年12月23日，近3個月各國CDS數據顯示，亞洲除日本的國家的違約風險

都低過中美兩大國，當中平均值較低的包括馬來西亞、印度及印尼。整體CDS數據如下：

國家	3個月CDS的數值 (點子)			
	最低	最高	峰谷值	平均
日本	4.4	5.4	1.0	4.8
德國	3.7	7.4	3.7	4.9
法國	9.6	15.6	6.1	12.3
馬來西亞	15.4	21.0	5.6	17.7
印度	17.2	19.6	2.4	17.9
印尼	20.6	27.1	6.5	23.0
南韓	23.5	28.2	4.8	25.8
美國	16.7	52.6	36.0	30.5
中國	27.5	36.1	8.6	31.7

資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

除了風險考量，回報當然重要。參考各國10年期國債收益率與美國10年期國債收益率之息差，並以平均值由高至低排序。結果顯示，只有印度及印尼的收益率較美國高，而峰谷值達百位數的只有南韓及中國，反映兩國的息差較為波動。根據穆迪評為「投資級別」的亞洲除日本國家，息差排名首3位的分別是印度、印尼及馬來西亞。整體表列如下：

國家	收益率 (%)	穆迪信貸評級	與美國10年期國債收益率息差 (點子)				
			息差	最低	最高	峰谷值	平均
美國	4.5	Aaa					
印度	6.8	Baa3	225	222	303	81	257
印尼	7.0	Baa2	252	228	272	43	255
馬來西亞	3.8	A3	-70	-74	-3	72	-40
法國	3.1	Aa3	-140	-147	-82	66	-119
南韓	2.8	Aa2	-170	-178	-70	108	-126
新加坡	2.9	Aaa	-159	-173	-113	60	-143
德國	2.3	Aaa	-222	-228	-159	69	-196
中國	1.7	A1	-283	-284	-160	123	-219
日本	1.0	A1	-348	-352	-290	62	-323

資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

綜合風險及回報考量，預期亞洲除日本的國家債券中，印尼、印度及馬來西亞未來表現將較突出。

債券

收益率預測：策略上息差較定點預測更為可取

除了宏觀因素，債券投資不能忽視收益率變化的影響。上季特朗普當選後流言滿天飛，一時通脹反彈，一時介入美聯儲決議等等，資金隨消息流竄，令收益率變得波動。究竟收益率如何受聯邦利率及通脹預測影響？其幅度又如何？

定點預測：料短債較長債吸引

根據過去50年按季數據，並透過包括GDP、CPI及聯邦利率作為參考指標，為美國2及10年期國債收益率作迴歸分析。套用美聯儲去年12月對今年各經濟數據預測作為指引，包括實際GDP為2.1%、核心PCE為2.5%，及全年減息2次共50基點為基礎，模型推算結果表列如下：

國債年期	模型預測 (%)			基本情況 (%)		極端情況 (%)	
	平均值	標準差	峰谷值	下限	上限	下限	上限
10	4.31	0.05	0.15	4.25	4.36	4.15	4.46
2	3.83	0.16	0.40	3.67	3.98	3.43	4.22
差距	0.48	-0.11	-0.24	0.59	0.37	0.72	0.24

資料來源：彭博，數據截至2024年12月19日

結果顯示，美國10年期國債收益率預測區間為4.25至4.36%，相比截至2024年12月19日報4.53%，預計未來下降空間只有約28基點，意味債價上升有限。在極端情況下，債息最低料只會跌至4.15%，潛在降幅只有38基點，與去年11月時相若，反映投資者去年憧憬透過持有長債以賺取存續期優勢的操作，如今已蕩然無存。反觀美國2年期國債收益率在截至12月19日報4.32%，與模型推算預測區間3.67至3.98%比較，基本情況下有65基點的潛在下行空間，極端情況下的潛在降幅更增至89基點，與上季提出投入短債並持有至到期的策略，本季仍然有效。

觀察平均值、基本情況和極端情況的上限及下限結果，10年期的債息皆高於2年期，反映收益率曲線正常化（即10減2年期為正值，曲線並朝向左上方延伸）皆出現在各項預測之中。上季提出的策略之一：增持短債同時減持長債以賺取正息差，如今依然奏效。策略內容將在下文闡述。

通脹疑雲：料利率不變下CPI都會影響收益率走勢

美國10年期國債收益率在上季由3.6%不斷攀升至4.5%，原因之一是市場預期特朗普就任後，大幅提升關稅將轉嫁給美國本土消費者，通脹會隨之反彈，迫使美聯儲放慢減息步伐，甚至有機會要重啟加息以壓抑通脹反彈勢頭。另有意見認為，通脹將不升反跌，原因是各地戰火可能會陸續平息，地緣緊張局勢將會緩和，油價料下降至疫情前的區間，即大約每桶40至60美元。截至去年12月20日紐約期油報69.5美元，即油價潛在跌幅介乎14至42%。參考過去10年油價與按年CPI的相關係數，正數佔比高見89%，即油價升跌將直接影響CPI走勢，主要由於美國經濟高度依賴原油，故當油價大幅下跌，料將可拉低持續多年的頑固性通脹。簡單而言，未來收益率走勢很大程度取決於按年CPI走勢，更精準地說，是美國新任政府的外交政策，而非單純的財金因素。

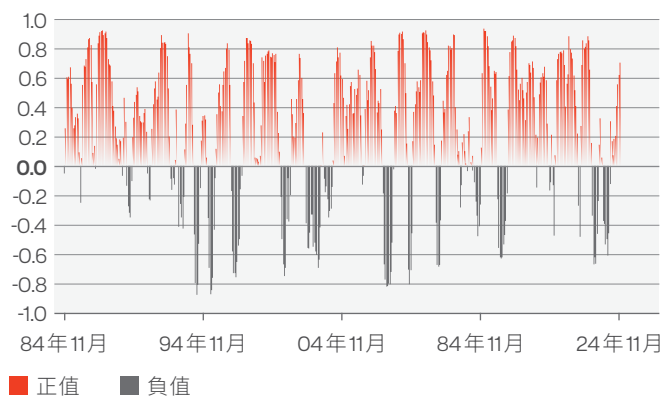
紐約期油價格走勢



資料來源：彭博，數據至2024年12月22日

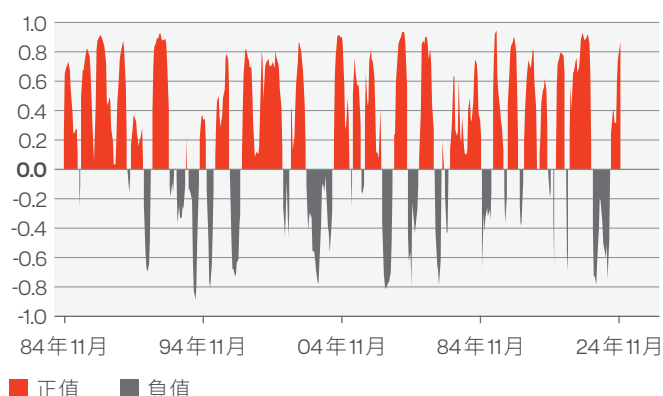
再參考過去40年，美國10及2年期國債收益率與按年CPI的相關係數，正值佔比分別是71及67%，反映收益率與CPI同步升跌的機率約7成，而10年期較2年期敏感。兩者最大值分別是0.95及0.98，而最小值則負0.89及0.91。反映其影響幅度可高達9成以上。

美國 10 年期國債收益率與按年 CPI 之相關系數



資料來源：彭博，數據至 2024 年 12 月 22 日

美國 2 年期國債收益率與按年 CPI 之相關系數



資料來源：彭博，數據至 2024 年 12 月 22 日

再收窄分析範圍，選取過去 40 年數據，把連續減息 3 次或以上定義為「減息期間」，並在此找出美國 10 及 2 年期國債收益率與按年 CPI 的相關系數的正值佔比、最大及最小值作比對，所有結果皆只出現輕微下降。佐證了過去多次強調，CPI 變化其實不大影響利率決議。整體收益率與按年 CPI 的相關系數表列如下：

近 40 年全期數據		
收益率年期	10 年	2 年
正值佔比	71%	67%
最大值	0.95	0.98
最小值	-0.89	-0.91
「減息期間」的案例		
收益率年期	10 年	2 年
正值佔比	68%	65%
最大值	0.91	0.96
最小值	-0.83	-0.84

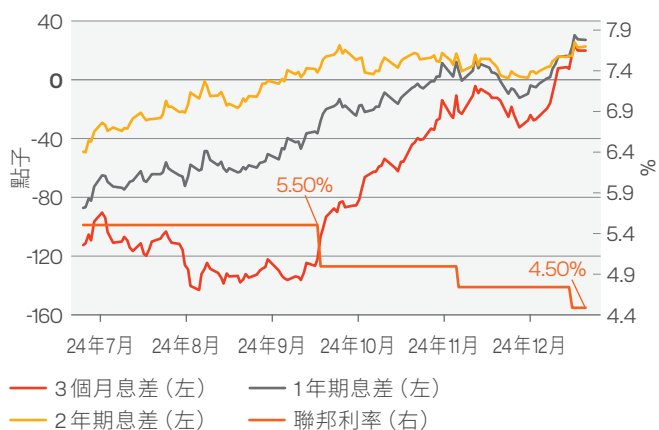
資料來源：彭博，數據截至 2024 年 12 月 22 日

市場普遍認為 CPI 升跌將影響美聯儲的利率決定，但上述分析顯示，這只是一廂情願的想法。不過，CPI 影響收益率，不論同步機率及影響幅度都是十分顯著。姑勿論什麼原因，債市投資者應多加注意 CPI 走勢，而非念茲在茲於減息步伐，就算利率不變下，收益率都會隨 CPI 而出現改變。

投資策略：以收益率斜度為主軸

早在去年第 2 季已分析美國國債收益率曲線（簡稱「曲線」）在首次減息 3 至 6 個月後由當時「倒掛」狀態趨向「正常化」（意謂曲線斜度趨向正值，整體曲線最終向左上方延伸）。去年首次減息後 6 個月，在美國 10 年期收益率之息差中，2 年期率先出現正值，及後 1 年期及 3 個月息差亦步亦趨，到 12 月底整條曲線完成了正常化演變。

美國 10 年期國債收益率息差與聯邦利率走勢

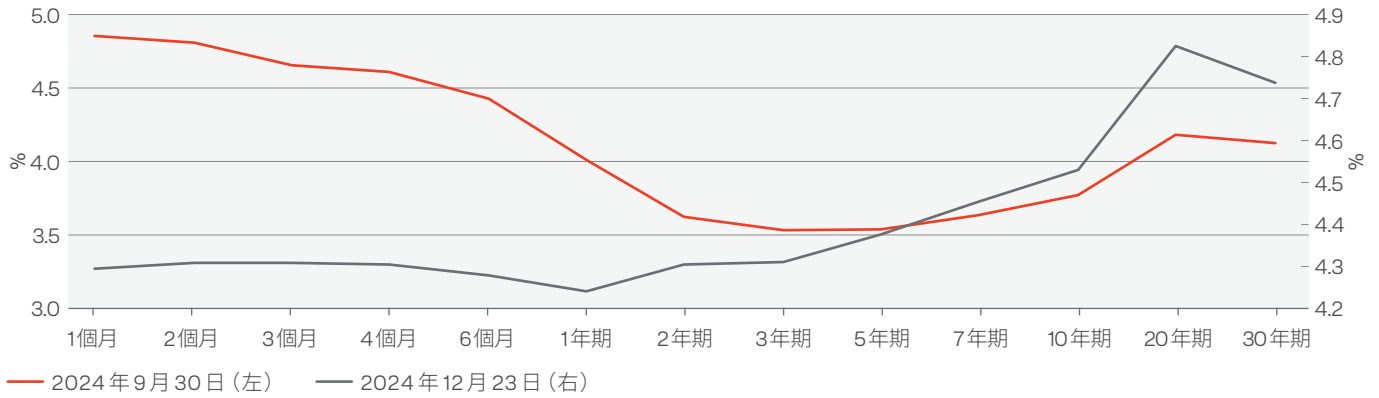


資料來源：彭博，數據至 2024 年 12 月 23 日

除了準確預測息差的走勢，上季亦預測曲線正常化將進入最後階段。當時市場普遍認為在存續期的影響下，減息將有利長期債券。但本章節認為短期債券更加吸引，因可捕捉曲線前端下墜後債價反覆走高的機會。參考上季曲線的變化，同樣成功準確預測並作出了適當的投資建議。

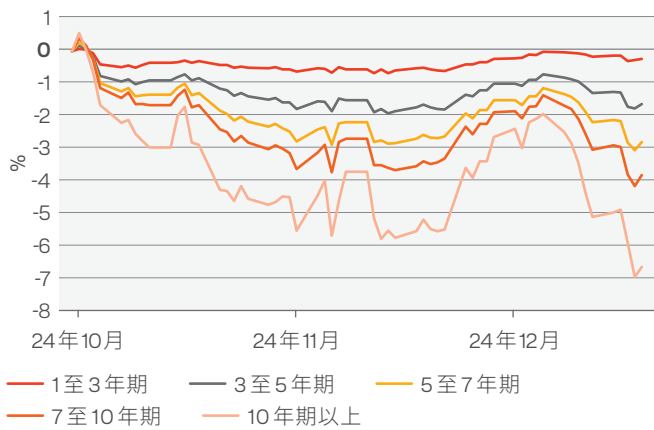
債券

美國國債收益率曲線



資料來源：彭博，數據至2024年12月23日

彭博全球累計債券不同年期的指數表現



資料來源：彭博，數據至2024年12月23日

本季將同樣提出兩項投資策略：收益率斜度及信貸息差變化。

收益率斜度：料較定點式投資吸引

收益率曲線正常化後，應集中分析各年期的息差趨升時，其速度及對利率變化的敏感度，從而得出相應投資策略。

參考過去30年按月數據，以10年期收益率減去1個月、6個月及2年期（數據所限未能用上1年期作分析）的收益率為各息差的指標，再找出各息差與聯邦利率的相關系數。結果顯示，各息差的負值佔比都超過9成，反映當減息時各息差很大可能上升。幅度上平均錄負5成以上，最大及最小值分別報約50%及99%，反映如果美聯儲繼續減息，各息差持續走高的機會非常高。

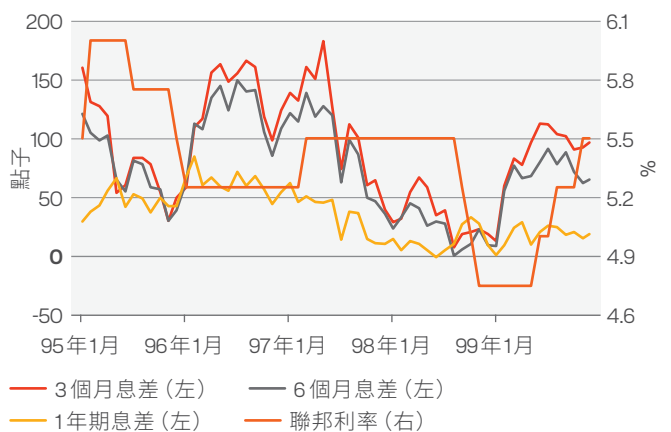
與10年期息差與聯邦利率之相關系數

指標	3個月	6個月	2年期
負值佔比 (%)	93%	95%	98%
平均值	-0.51	-0.58	-0.61
最大值	0.54	0.46	0.50
最小值	-0.99	-0.99	-0.99

資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

根據上文分析，歷史上較接近未來的減息路徑應是1995年的減息周期。當時首先減息3次，其後維持了14個月利率不變後，突然加息1次，再維持17個月不變後才再減息3次，並完結當次周期。

1995年起減息周期中各收益率息差與聯邦利率



資料來源：彭博，數據由1995年1月至1999年12月

結果顯示，各息差與聯邦利率走勢普遍成反向狀態，與歷史上各周期吻合。當中抽出首次減息後至首次加息前，及首次加息後至再次減息前的數據，分析各息差幅度上變化。結果表列如下：

期間	與10年期息差 (點子)			
	指標	3個月	6個月	2年期
首次減息後至首次加息前	平均值	111	98	54
	標準差	42	34	13
	最大值	166	150	85
	最小值	30	30	30
	峰谷值	136	120	55
首次加息後至再次減息前	平均值	77	62	21
	標準差	50	42	18
	最大值	182.4	138.6	50.9
	最小值	7.5	0.45	-1.2
	峰谷值	175	138	52

資料來源：彭博，數據截至2024年12月23日

結果顯示，首次減息後至首次加息前，息差全數上升。雖然最小值相若，但其他指標，包括平均值至峰谷值表現，都反映年期愈短敏感度愈高。尤其觀察峰谷值表現，最大報136點子，比當時減息共75個基點明顯偏高，暗示投資於息差較利率變化更加吸引，或應投資於息差而非定點於收益率的策略。

上文分析未來如通脹反彈，不排除有加息的可能性。參考1995年減息周期，途中曾加息1次，當時各息差隨之下跌，平均值分別下降超過30點子，標準差則全數上升，最小值更出現單位數甚至負值，反映忽然加息令息差急挫，當時收益率及存續期風險偏高。另外，峰谷值的變化都佐證年期愈短敏感度愈高的分析。

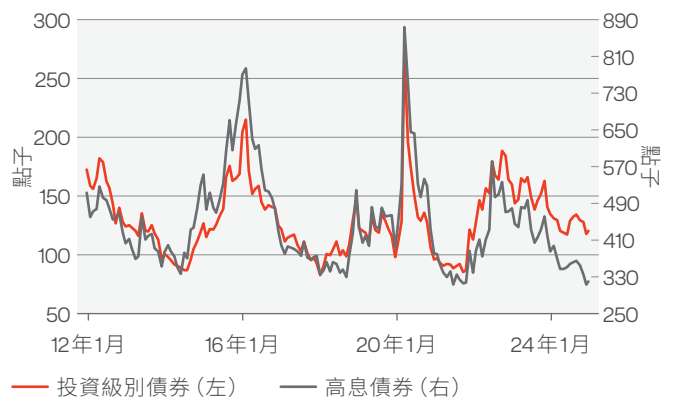


綜合而言，未來收益率斜度較定點式投資策略更為吸引，但注意年期愈短敏感度愈高。另外，美聯儲在利率觀點上忽然轉向都是此策略的風險，當中與特朗普就任後的國策有關。

信貸息差變化：料可揀選的行業不多

美元投資級別及高息債券的信貸息差自2022年起持續下跌，尤其去年底高息類別跌至差不多有紀錄以來最低水平的311點子，反映近年經歷加息潮、全球經濟下滑及地緣緊張下資金不斷追逐企業債券。如此低迷的信貸息差，企業債券是否仍值得投資？

2012年至2024年投資級別及高息債券的信貸息差



資料來源：彭博，數據至2024年12月20日

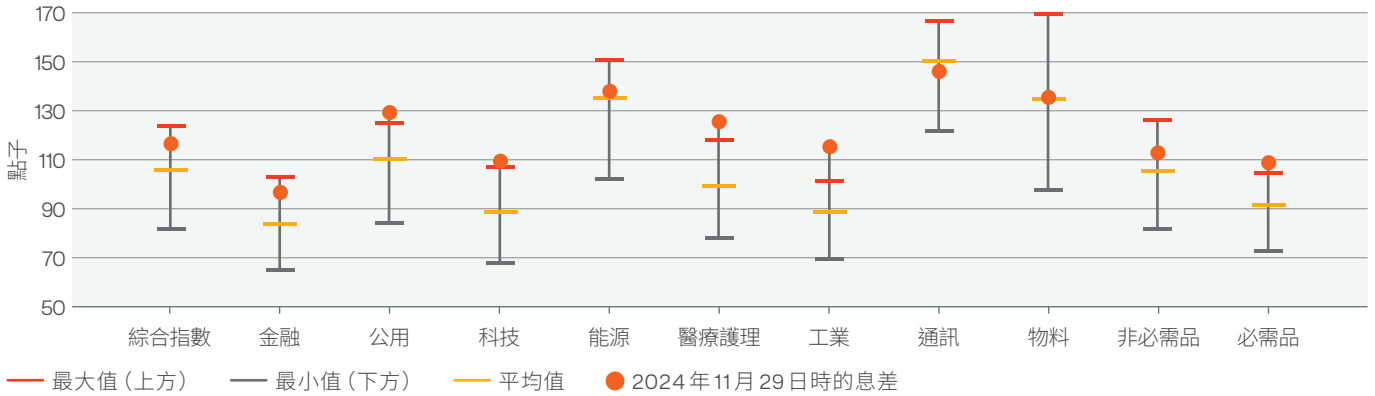
按上文分析，「紅色浪潮」下預期高息企債表現向好，利率變化則支持投資級別企債。綜合反映，企業債券較為吸引，但策略上需更為微觀，透過各行業的信貸息差數據作部署。

選取上一次「紅色浪潮」首年(2017年)的按月數據，分析各信貸息差變化，從而制定今年對各行業企債的策略。以標普500指數中11項行業分類作基礎，找出當時信貸息差的浮動區間(即最大與最小值)及其平均值，再比較2024年11月底的信貸息差水平，來評審各行業企債的優次。

結果顯示，在投資級別類別中，去年底水平都高於大部分行業的平均值(除了通訊及物料行業)，反映今天所謂偏低水平，較當時其實可以更低，暗示未來債價仍有上升空間。而高於浮動區間上方的(即最大值)，包括公用、科技、醫療護理、工業及必需品行業，意味這些行業較具投資價值。

債券

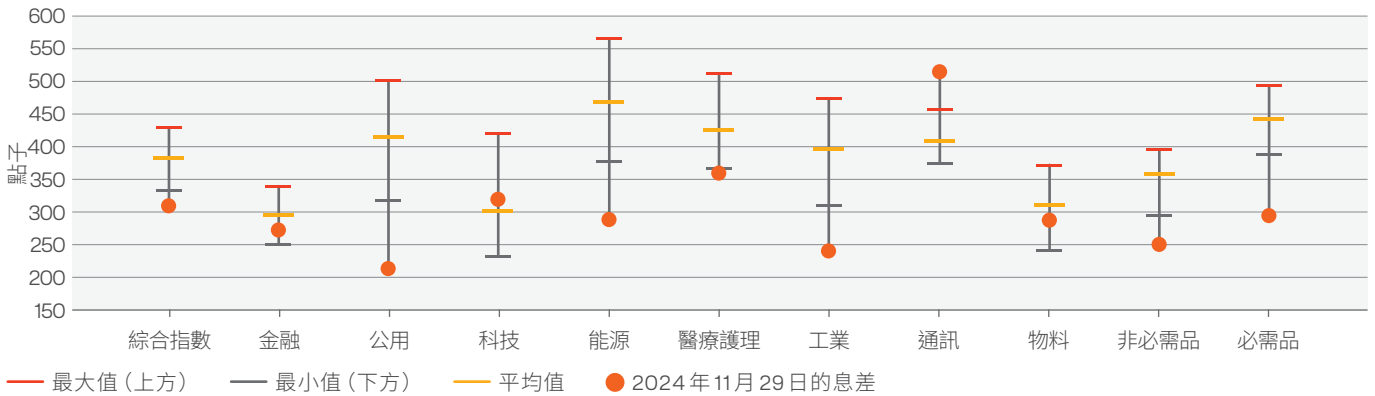
上次「紅色浪潮」首年各行業及綜合指數的信貸息差：投資級別債券



資料來源：彭博，數據截至2024年12月20日

同樣分析套用在高息類別，結果卻有另一番光景。去年只有科技及通訊高於平均值，而處於浮動區間下方的（即最小值）為數眾多，包括公用、能源、醫療護理、工業、非必需品及必需品行業，反映這些行業的信貸息差好大機會反彈，投資風險偏高。

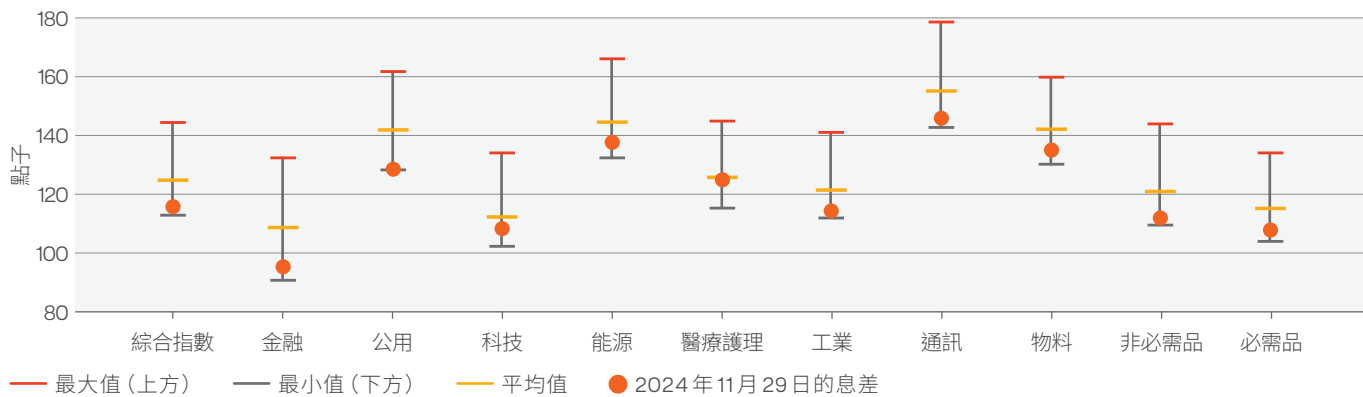
上次「紅色浪潮」首年各行業及綜合指數的信貸息差：高息債券



資料來源：彭博，數據截至2024年12月20日

再集中分析去年按日數據，結果顯示在投資級別類別中，全部行業都低於平均值，當中只有醫療護理較接近其平均值。另一值得注意的是只有公用行業處於區間底部，反映信貸息差反彈令債價下跌的機會相當高。整體而言，各行業吸引力都偏低。

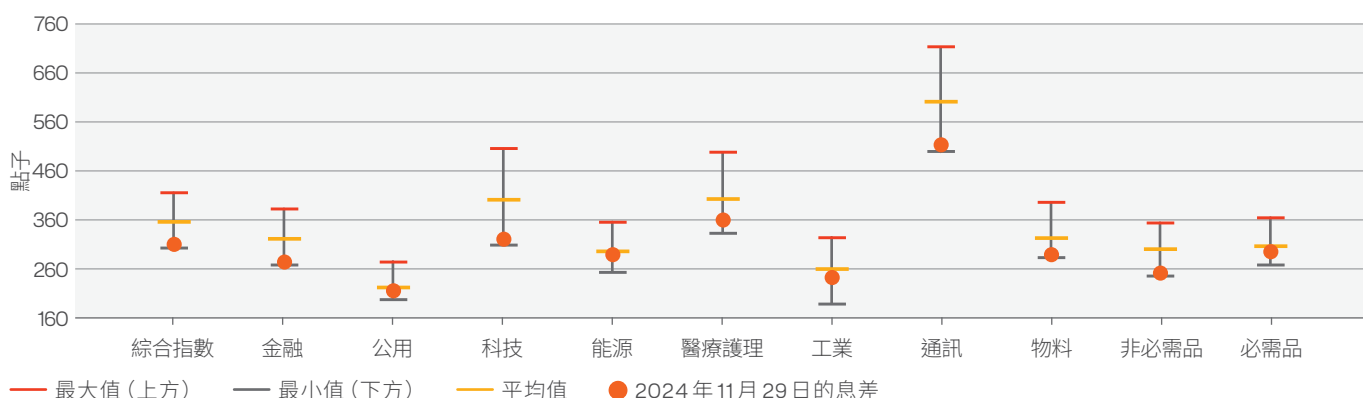
2024年各行業及綜合指數的信貸息差：投資級別債券



資料來源：彭博，數據截至2024年12月20日

最後是高息類別，結果顯示與投資級別不遑多讓。去年整體水平皆低過平均值，只有工業較接近其平均值。另外，金融、公用、科技、通訊、物料、非必需品都非常接近浮動區間的下端，反映這些行業的投資風險偏高。

2024年各行業及綜合指數的信貸息差：高息債券



資料來源：彭博，數據截至2024年12月20日

綜合上述4項分析，在特朗普就任後的「紅色浪潮」下，預計投資級別債券中公用、科技、醫療護理、工業及必需品行業的企債將較為吸引。其餘類別及行業應稍為等待各信貸息差反彈到一定程度後再作考量。

債券

東亞聯豐投資團隊

美國國債波動料增；留意亞洲投資級別新債發行，看好亞洲高收益債券

本章摘要：

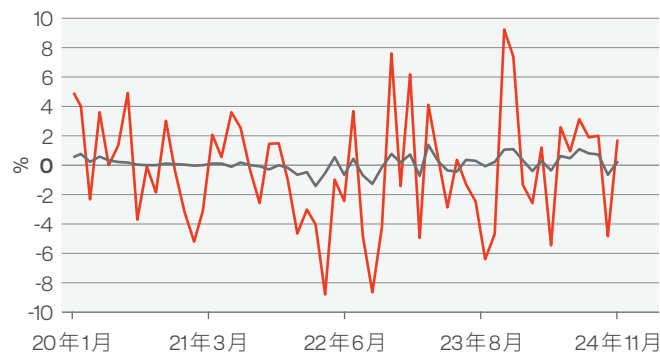
- 特朗普政策為市場帶來不明朗因素，美國國債可能較波動
- 亞洲債券息差料維持收窄，債券利差交易 (Carry trade) 為投資焦點
- 中國投資級別債券估值高，日本供應回暖。南韓政治風波不影響債券基本面
- 政策利好中國地方政府融資平台 (LGFV) 高收益債券，印度債市回調估值吸引

特朗普重回白宮料將利好風險資產，亞洲美元債券的息差，尤其是投資級別債券已經大幅收窄並預計會維持，因此我們相信債券利差交易將成為 2025 年債券投資重點。其中，投資級別債券的機會主要來自新債發行，相信當中不少更會以溢價發行，值得留意的市場包括日本、南韓和中國。東亞聯豐投資團隊對於基調穩健的高收益債券持樂觀態度，而中國、印度以及前緣市場 (frontier markets)，例如蒙古和巴基斯坦均具投資機遇。

投資級別債券

美聯儲於 2024 年減息 3 次合共 1%，並表示 2025 年可能只會減息 2 次，意味聯邦基金利率有機會回落至 3.75% 至 4% 的水平。減息步伐放慢，美國國債收益率可能再次抽升，或使長期債券價格受壓。短存續期債券到期日短，英美以及個別亞洲投資級別短債的基本面穩固，風險回報吸引。加上短債對利率走勢敏感度較低，價格波幅有限。ICE 美銀美林 1 至 3 年期美國政府和企業債券指數顯示，過去 5 年每月回報大部分維持在正 1% 至負 1% 的區間，而 10 年期以上債券回報則在正 9% 至負 9% 之間。鑒於貨幣政策走向存在變數，加上特朗普若對中國等大幅加徵關稅，可能刺激通脹反彈，引發美國國債波動。因此，我們認為短存續期債券能有效應對目前減息步伐。

各年期債券每月價格變動



— ICE BofA 5至10年期以上美國政府和企業債券指數
— ICE BofA 1至3年期以上美國政府和企業債券指數

資料來源：ICE 指數，數據由 2020 年 1 月 31 日至 2024 年 11 月 30 日

短債以外，我們亦會注意亞洲投資級別新債的發行。目前亞洲債券息差已經明顯收窄，上升空間有限，團隊已經從部分高貝塔債券先行獲利，靜待機會吸納新債。

日本優質債券具防守性；南韓政治風波不影響債市基本面

不少優質日本企業在 2024 年發行了美元債券，擴闊投資者基礎，也為投資者帶來分散投資的機會。該批債券的發行人大部分屬 A 甚至 AA 評級，團隊看好的板塊包括金融、消費必需品和電訊。日本企業過往甚少在美元債市進行融資，但由於需求強勁，加上美日貨幣政策分歧相信會慢慢收窄，刺激債券供應。當美國繼續減息，而日本續推行利率正常化，發行美元債券的成本將會下降。

另外，南韓去年的政治風波對債市打擊不大。事件於短時間內得到解決，南韓經濟基調仍然穩健，而政府迅速反應為金融市場提供支持。團隊繼續看好南韓美元債券，尤其是金融業。由於南韓在岸和離岸利率接近，因此團隊相信美元新債供應今年將會持續，可多加留意。

中國投資級別債券估值高；中國的美元債市回暖，留意新債發行

隨著中國內地近期的經濟漸趨平穩，加上政府逐步推出刺激經濟措施，投資者開始對中國資產重拾信心，但包括銀行和國企等的投資級別美元債券息差持續收窄，情況預計會持續，故債價上升空間有限，因此團隊建議留意新債發行。有大型優質科技、媒體和電訊公司於2024年11月發行了26.5億美元債券，是2021年以來首次發行美元債。有消息指，另一科技巨頭亦正研究透過發行美元債融資。眼見美國減息，加上息差大幅收窄，在成本下跌的情況下，中國美元債市有回暖跡象。

高收益債券

亞洲高收益美元債券基調向好，息差有條件繼續收窄。中國之前推出的經濟措施效果尚未完全浮現，與此同時，特朗普威脅向中國增加關稅，對經濟有何影響仍待觀察，因此團隊對中國高收益美元債保持審慎樂觀。印度富商被美國指控參與一宗賄賂案，打擊印度債市，團隊認為是趁低吸納優質債券的好時機。蒙古和巴基斯坦等前緣市場亦因不同利好因素而被青睞。

中國地方政府融資平台高收益債券值得注意，對內房債則保持中性

中國於2024年11月初推出10萬億人民幣的融資計劃，旨在挽救地方債務。受政策支持，團隊看好中國地方政府融資平台債以及受惠於業務改善和融資渠道增加等利好因素的工業債，例如一家綜合性企業近日便成功發行3億美元債券。至於內房債，團隊則繼續保持中性看法，雖然樓市有回穩跡象，但仍然有個別發展商面對流動性問題需要延遲派發債息或申請把即將到期的債券延期。

趁低吸納印度優質債券；蒙古基調穩健，巴基斯坦短債收益率吸引

擁有印度一家大型綜合企業的富豪與其能源公司高層被美國指控參與一宗賄賂案，影響印度高收益債市的投資氣氛。印度基本面依然穩健，總理莫迪投資基建和能源的方向不變。債市回調後估值吸引，我們認為是趁低吸納優質債券的機會。另外，團隊也會留意新債發行。

蒙古和巴基斯坦基於不同利好因素獲團隊看好。蒙古是亞洲最高經濟增長市場之一，中國重啟經濟帶動蒙古煤炭出口，而礦業和潔淨能源等板塊預計會繼續吸引外資。同時，團隊亦看好蒙古銀行等高收益債券。至於巴基斯坦，其短債的收益率吸引，發生債務違約風險低，萬一出現流動性壓力，相信國際貨幣基金組織會給予支持。

受特朗普政策不明朗因素影響，美國國債可能出現波動。另外亞洲投資級別債券息差已處於十分窄的水平，團隊會聚焦低貝塔和高防守性的債券，並從中國、日本和南韓新債供應中尋找投資機會。此外，亞洲高收益債券基調強韌，風險資產預料將繼續受追捧，加上出現墮落天使的機會不高，因此團隊對高收益美元債券維持樂觀。



免責聲明

免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）和東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。另外，有關資料亦未經新加坡金融管理局審查。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。閣下明白投資決定是由閣下自行作出的，東亞銀行有限公司建議閣下應自行作出獨立判斷，或應向閣下的獨立專業顧問尋求有關投資產品方面的資訊，法律影響及任何其他事宜的意見。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行的非全資附屬公司。東亞銀行（中國）有限公司（「東亞中國」）是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。

東亞銀行新加坡分行（「東亞新加坡」）是東亞銀行海外分行之一。