

績密以栗

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



續密以栗

全球金融秩序正進入新時代，儘管變化仍有待觀察，投資者其實早已置身於「百年未有之大變局」中

上季標題是《春寒料峭》。早前預測經濟走弱才是美國首次減息的導火線，而非華爾街銀行家及財金官員一直高舉的通脹幌子。畢竟在拜登的選舉考量下，通脹預期不可能短期內下降至美聯儲的目標，美聯儲主席鮑威爾執掌後的利率點陣圖更是大謬不然。另外，上季亦已強調不應過份憧憬減息，除非經濟陷入衰退，否則只會酌量減息。歷年首次減息前，收益率已反映大部分降息的影響，在首次減息之前入市方為上策。存續期應採槓鈴式部署，將投資組合的債券年期平衡在3至5年間。債券級別方面，首次減息後，投資級別企業債較國債及高息債在風險調整後的回報更佳。整體預測大致與今天結果相若。

本季標題是《續密以栗》。美聯儲一貫忽悠市場，看似在減息次數上就範，但經濟預測中隱藏著為減息設好的下台階。收益率預測中重申首降前已反映大部分減息優勢的事實，空倉者已錯失投資債券的最佳時機，持倉者可靜候首降到來後有序獲利。投資策略上，高息企業債較為吸引，在美國總統大選年間，歐美國債亦是最簡單直接的選擇，而在非美債市中經風險調整後的選擇其實不多。債市更大的風險存在於兩大「黑天鵝」事件：第1個是美國債台高築已達到令海外投資者卻步的水平；第2個是「去美元化」已兵臨城下，長遠正打擊美元的國際地位，從而衝擊美國的經濟基石。短線利率拐點的出現及長線美債的前途危機下，投資者更應續密以栗，見賢思齊。

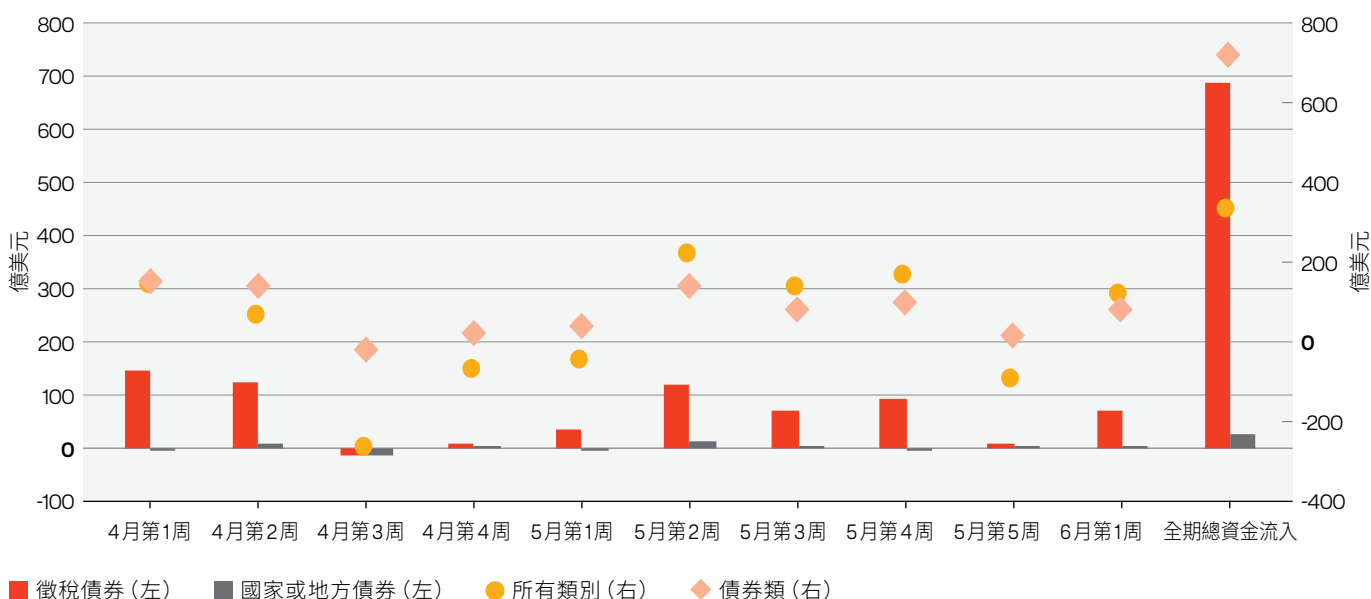
市場回顧：華爾街的禁臠

上季預測全球資金將有序流入債市，而且集中於企業債券而非國債，在此不再贅述。回顧上季資金流數據，結果正吻合本章預測。

截至6月15日，參考美國投資公司協會提供在美註冊交易所買賣基金(ETF)及長線基金在過去10周的資金流數據，所有類別(即包括股票等全部類別)總流入量報322億(美元，下同)，但單看債券總流入量已錄得近708億，兩者超過1倍的差距正好反映期內資金正蜂擁流入債市。

在債券類別中，拆開代表企業債券的「徵稅類」(企債)及代表地方債或國債的「地方債類」(國債)。期內企債較受資金追捧，只有4月的第3周錄得流出外，其餘9周皆錄得流入，最高及最低流入量分別有121億及11億。國債在10周中有4周錄得流出，但全期平均資金流量只有3億，最高及最低流量分別是16億及負12億，反映國債交投並不活躍。全期企債流量佔債券類近96%，而國債只有約4%，同樣反映投資者非常集中於企債交易。

美國註冊ETF及長線基金按周資金流



資料來源：美國投資公司協會，數據截至2024年6月15日

債券

另一研究機構Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) 公布截至6月10日的數據顯示¹，資金對固定收益資產的興趣依然強勁，年內流入資金已突破3,300億，佔去年總流入量近88%，與2021年創紀錄流入量相比，約佔當時的42%。當中有超過30億資金流入高收益債券基金，新興市場債券基金則錄得自去年第4季以來的最大的資金流入。

歐洲央行自2019年以來首次減息之前，歐洲債券基金錄得資金連續流入，並抵銷了英國、瑞士和西班牙債券基金的流出。美國債券基金錄得自2020年第4季以來最大資金流入，並主要流入企業債券。亞洲債券基金表現突出，而全球新興市場債券基金則創下第2大資金流入紀錄。

資金何解如此急進？本文早已分析在首次減息之前，收益率變化已反映了大部分減息的影響，強調投資者應及早部署（詳情可參閱過去兩季《債券》章節）。華爾街大戶當然莫失良機，藉著美聯儲主席鮑威爾及委員們的詞藝²，無風生浪，炒作加息³。不諳世事的散戶急忙拋售持倉，2年期及10年期的美國國債收益率推高至季內峰值的5.04及4.70%。在掃清障礙後，大戶們便可長驅直進，之後再藉美國首季國內生產總值（GDP）數據不似預期，收割早在年初部署的「金髮女孩」（註：比喻為經濟溫和增長，失業率、通脹及利率偏低環境）煙幕，反手炒作減息，把國債收益率反壓至近4.70及4.20%。上述資金流量數據的變化，正好折射出上述部分操作策略。

華爾街把債市作為一己禁臠，在市場內予取予攜只是故技重操。過程中對加息或減息的分析前後矛盾，觀點左搖右擺，行為令人嗤之以鼻，無非是利益掛帥。大戶「割韭菜」的一刻，相信是在美聯儲正式宣布減息之時，現時已可預料屆時仍有大批後知後覺的資金湧入債市，並將成為大戶的盤餐。當然債市不會因此一貧如洗，但升勢將是最後探戈（以下有詳細分析）。

歷史上利率的拐點往往帶來投資契機，肥水不流外人田，華爾街大戶早已名聞遐邇。風浪中散戶更須慎行，在風險和回報中知所進退，否則代價不菲。

利率預測：預設好的下台階

「七國集團」（G7）貴為全球最重要的經濟集團之一，其利率政策主導全球資金流向。加拿大⁴及歐元區⁵分別在6月5日及6日率先宣布減息，預期英國也會在8月宣布開展減息周期，上述各國更可能年內減息多於1次⁶。現時只有美國及日本對利率決策舉棋不定，利差牽扯資金流動的影響下，預期美日央行短期內對利率方向拍板的機會愈來愈高。

加、德及英國的核心消費物價指數（Core CPI）分別是2.7、3.0及4.0%，實質GDP更只有0.6、負0.2及0.2%。各國通脹根本未達到經常念茲在茲的2%，但經濟卻已在衰退邊緣中苦苦掙扎。央行的決定反映在經濟及通脹中兩害取其輕，財金官員如何再嘴硬都於事無補。反觀美聯儲卻延宕拖沓，6月會議上繼續對息率走向支吾其詞地忽悠市場。

過去已多次強調美聯儲首次減息是取決於GDP而非坊間經濟討論的消費物價指數（CPI）。歷年維持超過12個月高息環境後，經濟往往將步入衰退，甚至出現金融危機，在此不再贅述。雖然鮑威爾口不對心，甚至自打嘴巴的例子並非罕見，但今天美國面臨的已單非是經濟衰退，而是更嚴重的滯脹風險。歷史上一旦滯脹成形，將遭禍數年（詳情可參閱《宏觀策略》內容）。誰都不想遺臭萬年，砸鍋前預設好下台階，未嘗不是為自己留一條後路。

¹ 見EPFR網站，<https://epfr.com/insights/global-navigator/investors-find-reasons-to-move-in-early-june-equity-fund-flows-bond-flows-money-market-funds-esg-fund-flows-investor-sentiment-financial-markets-data/>

² 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/fed-hold-rates-steady-inflation-dims-hopes-policy-easing-2024-05-01/>

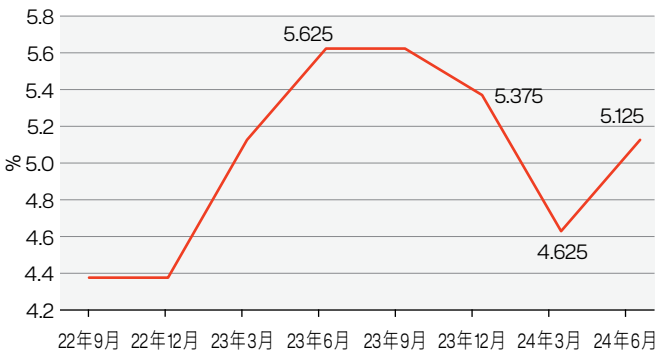
³ 見美聯社網站，<https://apnews.com/article/federal-reserve-interest-rates-inflation-mortgages-52156f98736527a254d5717b83e219f2>

⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/bank-canada-cuts-rates-first-time-four-years-2024-06-05/>

⁵ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/europe/ecb-begin-cutting-rates-even-inflation-fight-continues-2024-06-05/>

⁶ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/uk/bank-england-cut-rates-august-least-one-more-expected-this-year-2024-06-12/>

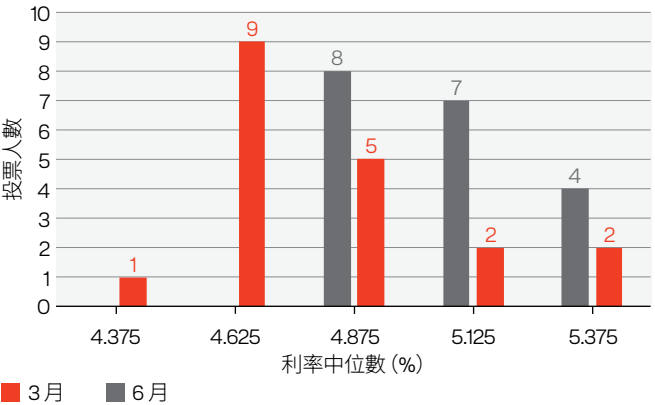
利率點陣圖中 2024 年利率中位數



資料來源：彭博，數據截至 2024 年 6 月 15 日

美聯儲在 6 月的最新利率點陣圖顯示，今年利率中位數由 4.625 上調至 5.125%，以 25 點子為每次減息的幅度，預示今年減息由 3 月時的 3 次，降至現時 1 次。這是自去年 6 月起鋪排減息操作後第 1 次上修，反映美聯儲終於肯面對現實。當中亦釋出兩大訊息：第一是投票分布較上季更集中，委員們分歧縮窄預示延伸出利率預測的波動率將驟降；第二是投票中認為會減息的有 15 人，利率「維持不變」的有 4 人，故只須讓其中 1 至 2 人「轉軌」，本季落實首降機率便會提升，有利短期美元債市表現。

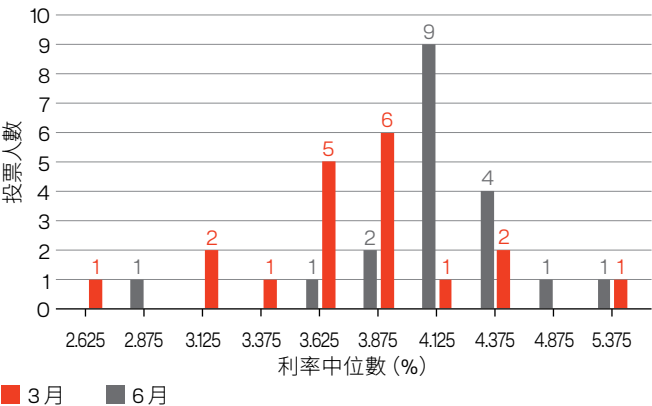
各委員對 2024 年利率中位數的投票結果



資料來源：彭博，數據截至 2024 年 6 月 15 日

中線方面，明年利率中位數由 3.875 上升至 4.125%，基於今明兩年各中位數之差距計算，暗示明年減息將由 3 次增至 4 次，但兩年合計總減息次數卻由 6 次減至 5 次，加上明年中位數上升，反映整體債市的樂觀氣氛將會收斂，同時折射出委員們的兩大重要觀點，分別是明年美國經濟有可能步入衰退，以及下屆誰入主白宮都改變不了減息的路向。

各委員對 2025 年利率中位數的投票結果



資料來源：彭博，數據截至 2024 年 6 月 15 日

更長遠的利率目標按季持平，首次席投票人數依次序分別都是 2.5 及 3.0%，反映委員會認為在可見的將來，美息都不會重回金融海嘯時的零利率水平，對樓市及長息債券帶來重大啟示。數據表列如下：

美聯儲利率點陣圖的投票結果		
更長遠聯邦利率 (%)	3 月	6 月
2.375	1	1
2.500	8	5
2.625	1	1
2.750	1	3
3.000	3	4
3.125	1	1
3.500	2	2
3.625	0	1
3.750	1	1

資料來源：彭博，數據截至 2024 年 6 月 15 日

債券

除了利率預測上落墨，經濟預測亦可見委員們的「心思」，當中對核心PCE的改動更是畫龍點睛。減息的3大指標中有2項其實已經達標，包括核心PCE及失業率。換句話說，未來只要核心PCE稍微低過或失業率高過目標，美聯儲將更有底氣宣布減息。最後一關是GDP，7月25日將公布第2季GDP數值及8月29日公布其修訂值，兩者只要延續今天跌勢，料美聯儲聲稱以防患未然之策宣布開始減息的機會頗高。

兩季內3大經濟預測及其最新數值表列如下：

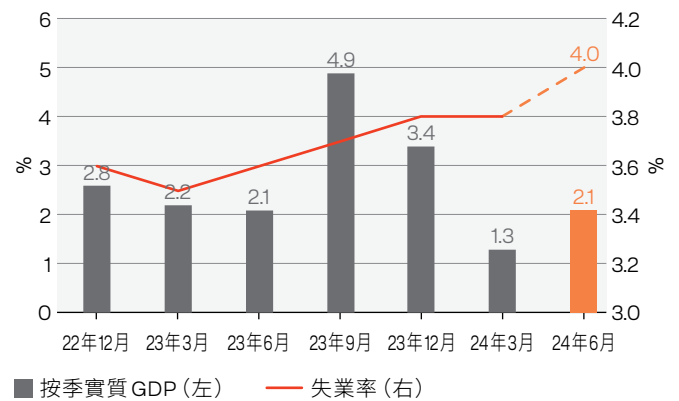
指標	美聯儲預測 (%)		現值 (%)	更新時間
	3月	6月		
實質按年GDP	2.10	2.10	2.90	第1季
核心PCE	2.40	2.80	2.75	4月
失業率	4.00	4.00	4.00	5月

資料來源：彭博，數據截至2024年6月15日

歸根究底，美聯儲最基本的職責是利用貨幣政策調控通脹及失業率，而失業率實屬經濟走弱的表徵。過去經常透過官媒或國際組織以「金髮女孩」云云包裝的美國經濟⁷，屢次委曲及罔顧失業率攀升的事實，背後的其他考量相信較經濟更為重要。

綜合而言，我們維持預測9月將首次減息。如下半年經濟進一步向下，不排除12月再減息1次（其他利率分析可參閱《宏觀經濟》內容）。

美國按季實質GDP及失業率



資料來源：彭博，數據截至2024年6月15日

註：橙色為預測值

收益率預測：首降前路途更清晰

截至6月18日，季內美國10年期國債收益率波動區間介乎4.71至4.22%，與上季預測3.31至4.01%大相逕庭。美國GDP按季由3.4大幅下降至1.3%，美聯儲又將減息預期從3次下調至1次。正如上季早已提到：「如果未來經濟大幅波動，或美聯儲進一步闡述減息的路線圖，以上數據才須作出修正。」今天正合此道。與上季相同，如美聯儲再次大幅修改減息的預測，以下的預測亦須隨之修改。



⁷ 見美聯社網站，<https://apnews.com/article/economy-global-inflation-growth-china-world-bank-c7b22580a44579c418a1cb10b61c2402>

本行的預測模型是利用線性迴歸分析，以按季GDP、核心PCE及聯邦利率作自變數，美國10年期國債收益率作應變數，並抽取過去50年按季數據作分析，配合敏感度因子後的結果表列如下：

		核心 PCE (%)								核心 PCE (%)						
GDP=2.0%		2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55	GDP=1.5%	2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55
聯 邦 利 率 (%)	5.50	4.48	4.47	4.47	4.46	4.46	4.46	4.46	5.50	4.47	4.46	4.46	4.46	4.45	4.45	4.45
	5.25	4.35	4.34	4.34	4.34	4.33	4.33	4.33	5.25	4.34	4.33	4.33	4.33	4.32	4.32	4.32
	5.00	4.22	4.21	4.21	4.21	4.20	4.20	4.20	5.00	4.21	4.20	4.20	4.20	4.19	4.19	4.19
GDP=1.0%		2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55	GDP=0.5%	2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55
聯 邦 利 率 (%)	5.50	4.46	4.45	4.45	4.45	4.44	4.44	4.44	5.50	4.45	4.44	4.44	4.44	4.43	4.43	4.43
	5.25	4.33	4.32	4.32	4.32	4.31	4.31	4.31	5.25	4.32	4.31	4.31	4.31	4.31	4.30	4.30
	5.00	4.20	4.19	4.19	4.19	4.19	4.18	4.18	5.00	4.19	4.19	4.18	4.18	4.18	4.17	4.17

資料來源：彭博，數據截至2024年6月18日

此迴歸分析的調整後R²報0.84及F檢定(F-test)為0.00，反映此模型可靠性高。另外，4項GDP分類中共有84項結果，總平均值為4.32%，標準差及峰谷值為0.11及0.28%。以此推算，未來美國10年期國債收益率範圍好大可能介乎於4.21至4.43%，而較大的浮動區間介乎4.04至4.6%。

同一分析技巧套用在美國2年期國債收益率，預測結果如下：

		核心 PCE (%)								核心 PCE (%)							
GDP=2.0%		2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55	GDP=1.5%		2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55
聯 邦 利 率 (%)	5.50	5.11	5.11	5.11	5.11	5.11	5.11	5.11	5.50	5.11	5.11	5.11	5.10	5.10	5.10	5.10	
	5.25	4.91	4.91	4.91	4.91	4.91	4.90	4.90	5.25	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	4.90	
	5.00	4.70	4.70	4.70	4.70	4.70	4.70	4.70	5.00	4.70	4.69	4.69	4.69	4.69	4.69	4.69	
GDP=1.0%		2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55	GDP=0.5%		2.90	2.80	2.75	2.70	2.65	2.60	2.55
聯 邦 利 率 (%)	5.50	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10	5.09	5.50	5.09	5.09	5.09	5.09	5.09	5.09	5.09	
	5.25	4.89	4.89	4.89	4.89	4.89	4.89	4.89	5.25	4.89	4.89	4.88	4.88	4.88	4.88	4.88	
	5.00	4.69	4.69	4.69	4.69	4.68	4.68	4.68	5.00	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	

資料來源：彭博，數據截至2024年6月18日

此迴歸分析的調整後R²報0.94及F檢定(F-test)為0.00，同樣反映此模型可靠性高。84項結果總平均值為4.89%，標準差及峰谷值為0.17及0.42%。以此推算，未來美國2年期國債收益率範圍好大可能介乎於4.72至5.06%，而較大的浮動區間介乎4.47至5.31%。

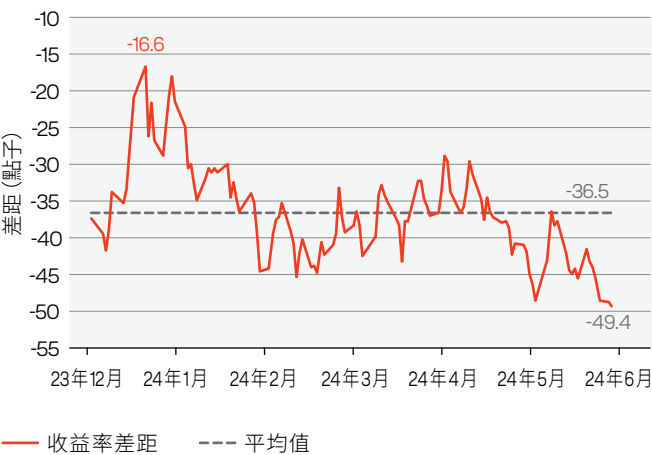
債券

最後利用上述兩項收益率預測，再推算收益率曲線倒掛狀況，結果如下：

年期	平均值	標準差	峰谷值	基本		極端	
				下限	上限	下限	上限
%							
2	4.89	0.17	0.42	4.72	5.06	4.47	5.31
10	4.32	0.11	0.28	4.21	4.43	4.04	4.60
差距	-0.57	-0.06	-0.14	-0.51	-0.63	-0.43	-0.71

資料來源：彭博，數據截至2024年6月18日

美國10年期國債收益率減去2年期收益率差距



資料來源：彭博，數據截至2024年6月18日

截至6月18日，美國10年期國債收益率減去2年期收益率之利差報負49.4點子，創年內最低水平。上述基本及極端區間的數據，皆低過年內平均值及最高值，分別報負36.5及負16.6點子，預期收益率曲線倒掛狀況不可能在本季內改善。上季已分析過去30年歷年首次減息前，收益率曲線倒掛狀況都不會大幅改善，直至首次減息後3至6個月才會有序消失，以上預測正吻合歷年表現。

投資策略：渾沌中尋亮點

綜合上述各分析結果，首次降息將是竄擾下半年債市的頭號風險因素。減息已無虞，年內減息1或2次只是口舌之爭，並非主宰投資策略的因素。

早在去年第4季強調，投資者應有序增持債券，欲免向隅，預測收益率將隨美聯儲討論減息而下降，更在首降前已經反映了大部分未來減息的幅度。截至6月18日，美國10年期國債收益率報4.23%，非常接近美聯儲利率點陣圖內明年利率中位數4.125%，暗示整體債價再升的空間有限，亦與本行預測非常吻合。投資策略上，持貨者不用急於沽售，當美聯儲宣布減息的一刻，債價反應後，才考慮有序獲利套現。未持有債券的空倉者，現已錯過投入債市的最佳時間，但仍可考慮以下投資機會。



企業債券：首次減息前高息債券更吸引

參考過去30年數據，以持續3次加息定義為「加息周期」，並抽出之後首次減息為分析標的，符合條件者分別出現在1995、2000、2007及2019年。以首次減息之前的3個月作為分析時區，並以彭博美元累計信貸息差：投資級別 (IG) 及高息債券 (HY) 的變化為投資兩類企債的導向。結果表列如下：

時間	信貸息差 (%)				聯邦利率 (%)	
	投資級別	變化	高息	變化	水平	變化
1995年5月	0.65	-0.02	3.47	0.27	6.00	0.00
1995年6月	0.65	0.00	3.54	0.07	6.00	0.00
1995年7月	0.64	-0.01	3.23	-0.31	5.75	-0.25
2000年11月	1.98	0.16	8.29	1.13	6.50	0.00
2000年12月	1.99	0.01	8.49	0.20	6.50	0.00
2001年1月	1.71	-0.28	6.87	-1.62	5.50	-1.00
2007年7月	1.26	0.29	4.13	1.21	5.25	0.00
2007年8月	1.45	0.19	4.42	0.29	5.25	0.00
2007年9月	1.45	0.00	4.05	-0.37	4.75	-0.50
2019年5月	1.28	0.17	4.33	0.75	2.50	0.00
2019年6月	1.15	-0.13	3.77	-0.56	2.50	0.00
2019年7月	1.08	-0.07	3.71	-0.06	2.25	-0.25
平均值	1.27	0.03	4.86	0.08	4.90	-0.17
標準差	0.48	0.16	1.89	0.77	1.58	0.31
最大值	1.99	0.29	8.49	1.21	6.50	0.00
最小值	0.64	-0.28	3.23	-1.62	2.25	-1.00

資料來源：彭博，數據截至2024年6月18日

- 截至6月18日，IG及HY的信貸息差分別是0.93及3.16%，兩者皆較各平均值為低，HY更創新低，反映現時投資企業債券並非最合適的時機；
- 4個案例中，首次減息前兩項信貸息差走勢普遍按月出現先升後降的走勢，而且首次減息的幅度愈大，此升降幅度便愈大。假設9月減息25點子，意謂本季各信貸息差只會小幅波動；
- 息差變化上，不論HY的標準差及最小值都較IG的數據以倍數為高，反映投入HY並持有至首次減息，能受惠減息的因素將較IG更大；
- 《股票》章節中預測本季美股升勢將會持續，意謂標普500波動率指數 (VIX) 近月的反彈將不能維持。同樣參考過去30年的按月數據，IG及HY的信貸息差與VIX走勢的相關係數分別是0.86及0.93，暗示當VIX隨美股走高而下跌時，兩項信貸息差好大可能同步下跌，有利債市表現，尤其是HY。

綜合分析，在首次減息前及美股向好勢頭持續，預期本季HY表現更勝IG。

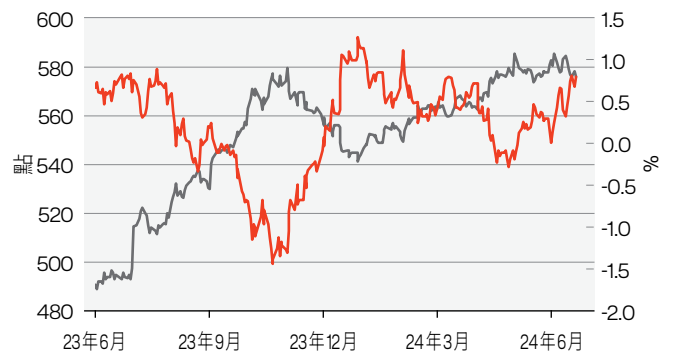
債券

實質收益率：10年期以上債券將更吸引

實質收益率為名義國債收益率減去按年核心CPI。截至6月18日，美國10年期國債收益率及核心CPI分別報4.22及3.42%，因此實質收益率為0.8%。以彭博美元累計（10年期以上）指數代表長債表現，並與美國10年期國債實質收益率作比較，兩者走勢呈現明顯背馳，而且數據上相關係數負值比例高見99%，反映實質收益率下降將好大可能利好長債表現。

美聯儲絮叨地表示通脹難以下降，配合美債收益率在首次減息前有序走低，預示實質收益率將逐步下降，未來長債表現可看高一線。

彭博美元累計（10年期以上）指數及美國10年期國債實質收益率



— 彭博美元累計（10年期以上）指數（左）

— 美國10年期國債實質收益率（右）

資料來源：彭博，數據截至2024年6月19日

同樣分析套用在美國2年期國債，實質收益率及代表指數走勢同樣出現背馳，但相關係數負值比例只有85%，反映就算核心CPI降幅一致，機率上長債較短債吸引。而且截至6月18日，過去2年及10年期國債名義收益率的峰谷值差距分別是1.08及1.28%，反映長債變化更大，暗示首降前收益率變化將更有利長債。



美國總統大選年：簡單就是美

在《宏觀策略》及《股票》章節內，在過去10屆美國總統大選年間，找出調整風險後回報最值得投資的資產及類別。同樣的分析亦能套用在債市，但數據所限只能由2000年起作分析。結果如下：

時間	按季表現 (%)							
	全球累計	全球高息	美國累計	歐洲累計	新興美元 累計	美國國債	美國IG 企債	美國HY 企債
2000年第3季	-1.2	1.6	3.0	1.2	4.4	2.6	3.0	0.6
2004年第3季	3.4	6.2	3.2	2.7	8.5	3.3	4.3	4.8
2008年第3季	-3.8	-9.7	-0.5	2.3	-5.8	2.3	-7.8	-8.9
2012年第3季	3.3	6.2	1.6	3.7	6.8	0.6	3.8	4.5
2016年第3季	0.8	5.3	0.5	1.0	3.1	-0.3	1.4	5.6
2020年第3季	2.7	4.3	0.6	1.5	2.4	0.2	1.5	4.6
平均值	0.9	2.3	1.4	2.1	3.2	1.4	1.1	1.9
標準差	2.9	6.1	1.5	1.0	5.0	1.5	4.5	5.6
比例	0.3	0.4	0.9	2.0	0.6	1.0	0.2	0.3
最大值	3.4	6.2	3.2	3.7	8.5	3.3	4.3	5.6
最小值	-3.8	-9.7	-0.5	1.0	-5.8	-0.3	-7.8	-8.9
比例(絕對值)	0.9	0.6	6.5	3.8	1.5	11.9	0.5	0.6
按年排名首2位次數	0.0	4.0	0.0	1.0	3.0	1.0	1.0	2.0
按年排名尾2位次數	1.0	1.0	4.0	1.0	0.0	3.0	0.0	2.0
排名差距	-1.0	3.0	-4.0	0.0	3.0	-2.0	1.0	0.0
正值比例	66.7	83.3	83.3	100.0	83.3	83.3	83.3	83.3
總得分	0	2	3	3	2	3	2	1

資料來源：彭博，數據截至2024年6月19日

同樣設立4大指標：平均回報與標準差比例（愈高愈好）、最大及最小回報比例（愈高愈好）、排名次數差距（愈多愈好）及正值回報比例（愈高愈好），最後在4大指標中排名首3位者給予1分。

結果顯示，如以全球性分類，全球高息債券較好；以地區性分類，歐美債市較好；以美國債市分類，國債表現較好。綜合所有得分，首3位得分最高的包括「美國累計」、「歐洲累計」及「美國國債」指數。換句話說，在成熟市場中，可簡單直接地投資美國國債，其風險考量後表現更勝同儕。

債券

非美債市：風險考量後其實選擇不多

美聯儲對減息畏首畏尾，成熟市場中歐洲、加拿大、瑞士已率先減息來回應本土經濟問題。傳統上減息有利債市，但評級機構標準普爾剛把歐盟第二大經濟體法國的主權評級從「AA」下調至「AA-」⁸，主因法國去年預算赤字佔GDP約5.5%，除了顯著高於先前預測外，亦預期在2027年其廣義政府債務佔GDP比例將從去年約109增至約112%。然而，若以此牽強的準則套用在其他成熟經濟體，恐怕連美國也須被降級。

各地戰火及選舉行程此起彼落，現時投資非美債市是否上策？若要投資，哪個地方較有潛力？以各國10年期國債收益率作指標，並將次與美國數據作比較。結果表列如下：

國家	標準普爾 信貸評級	收益率	與美國息差	3個月變化		
				最低	最高	波幅
				百分比(%)		
印尼(美元)	BBB	7.10	2.88	6.61	7.19	0.58
印度	BBB-	6.97	2.75	6.96	7.23	0.26
菲律賓	BBB+	6.81	2.59	6.25	6.81	0.56
紐西蘭	AA+	4.53	0.30	4.48	4.98	0.50
美國	AA+	4.22	0.00	4.19	4.70	0.51
澳洲	AAA	4.18	-0.05	3.96	4.52	0.56
英國	AA	4.08	-0.14	3.93	4.40	0.47
意大利	BBB	3.91	-0.32	3.61	4.07	0.46
馬來西亞	A-	3.85	-0.37	3.83	3.99	0.16
希臘	BBB-	3.60	-0.62	3.34	3.75	0.41
西班牙	A	3.27	-0.95	3.13	3.44	0.31
加拿大	AAA	3.26	-0.96	3.26	3.87	0.61
南韓	AA	3.20	-1.02	3.22	3.70	0.48
法國	AA-	3.18	-1.04	2.79	3.22	0.44
新加坡	AAA	3.13	-1.09	3.04	3.44	0.40
葡萄牙	A-	3.13	-1.09	2.95	3.30	0.35
荷蘭	AAA	2.75	-1.47	2.59	2.98	0.39
泰國	BBB+	2.73	-1.50	2.48	2.80	0.32
德國	AAA	2.40	-1.82	2.29	2.69	0.40
中國	A+	2.24	-1.99	2.22	2.34	0.12
瑞典	AAA	2.15	-2.07	2.12	2.57	0.45
日本	A+	0.92	-3.31	0.70	1.07	0.37
瑞士	AAA	0.65	-3.58	0.55	0.81	0.26

資料來源：彭博，數據截至2024年6月19日

⁸ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/europe/sp-lowers-frances-long-term-sovereign-ratings-aa-aa-2024-05-31/>

篩選過程及條件如下：

- 收益率高於美國只有4個國家，分別是印尼（美元）、印度、菲律賓及紐西蘭；
- 退而求其次，選擇收益率低過美國但不多於1個百分點，分別有澳洲、英國及加拿大等7個國家；
- 在上述選取的11國之中，加入違約風險考量，篩選出評級A-或以上國家，結果餘下6國，包括紐西蘭、澳洲、英國、馬來西亞、西班牙及加拿大；
- 再抽出3個月內收益率波幅低過美國，以反映其國債價格相較美國穩定。6國中只有4國符合以上要求：紐西蘭、英國、馬來西亞及西班牙；
- 最後，4國中收益率高過美國者，就只有紐西蘭。
- 綜合而言，美聯儲按兵不動期間，探索非美債市相信是投資者的另類選擇。但在美元主導的資本市場及渾沌的國際環境中，投資者更須考量違約及利率波動風險，此較尋求更高回報來得重要。

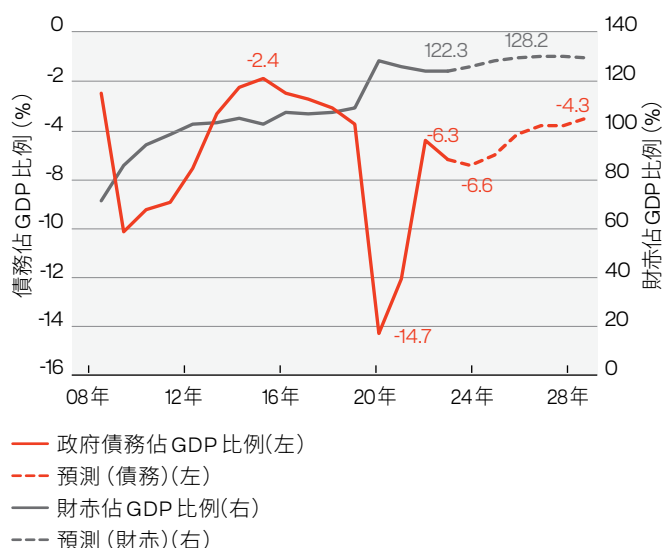
其他分析：美債的前途危機

短期財金分析以外，投資者亦須注意更深層次且長期的難題，包括美國債台高築及中美博弈。

債台高築：財政紀律較利率更重要

去年美國聯邦總債務佔GDP比例高達122.3%，位居全球第3，緊次於日本（263.9%）及意大利（137.3%）。根據彭博綜合預測顯示，2029年前美國的相關佔比將持續上升，最高或見128.2%。相比全球第2大經濟體的中國（77.1%），美國債務程度已達至國際關注水平。國際組織多次警告⁹，美國債務惡化將影響全球。畢竟在美元為軸心的全球資本體系中，美國債台高築將打擊全球對美元的信心，間接衝擊其他國家的經濟，尤其是中小型經濟體。

美國聯邦債務與財赤佔GDP比例及各預測



資料來源：彭博，數據截至2024年6月16日

債務增長主要源於財政紀律失衡。由前任美國總統特朗普到本屆拜登，財赤佔GDP比例持續遞增，由最低負2.4%，升至疫情時最高負14.7%。疫後經濟復常，截至去年底報負6.3%，仍較疫前為低。更甚是今年拜登多次推出擴張性財政政策，預期選舉前拜登愈失勢，相關政策將愈趨激進。彭博綜合預測年內財赤佔比再度惡化至負6.6%，暗示財政部須發行更多國債以填補多餘開支。

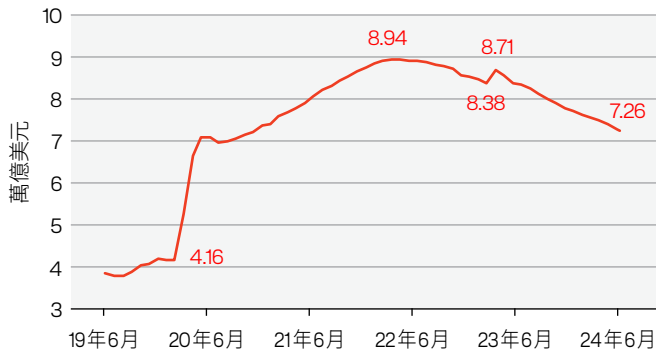
美聯儲主席鮑威爾接受傳媒訪問時直白表示¹⁰：「長遠來看美國正走在一條不可持續的財政道路上，債務增速快於經濟增長，這是無可爭議的……我們其實是向後代借債，但每代人都應該為自己行為付出代價，而非把帳單交給我們的子孫……政治角度上，這真的不關我們（美聯儲）的事。但我確實認為，現在是時候重新優先考慮財政的可持續性，而且愈早愈好。」

⁹ 見金融時報網站，<https://www.ft.com/content/134cc7f3-f2df-43c9-b1b1-e58e6363781a>

¹⁰ 見CBS網站，<https://www.cbsnews.com/news/full-transcript-fed-chair-jerome-powell-60-minutes-interview-economy/>

債券

美聯儲資產負債表總量



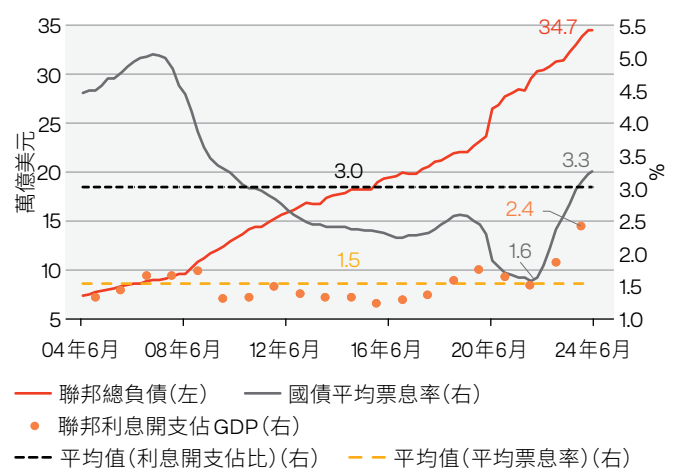
資料來源：彭博，數據截至2024年6月16日

美聯儲自2022年6月起實施「縮表」政策，除了去年因拯救本土銀行危機而輕微「擴表」外，整體資產負債表總量確實由2022年4月最高8.94萬億（美元，下同）下降至6月初的7.26萬億。雖然較疫前只有約4.16萬億仍有距離，但美聯儲6月會議中決定減少其縮表規模，由每月950億下降至600億¹¹，料資產負債表總量降速將會放緩，暗示把市場重拾對美元的信心蹂躪於萌芽時。

財政失衡及債務惡化導致美元漸失信於國際，立竿見影的結果便是美國國債滯銷。

參考5月底美國財政部拍賣國債紀錄，當中2和5年期反應未如理想，成功拍出的收益率都較市價為高，其他拍賣結果都未如理想^{12,13}，反映市場對美元失去信心的擔憂正在增加，要求稍高於市價的收益率亦無可厚非。美國財長耶倫亦在公開場合上喊話¹⁴：「長期維持較高利率令美國國債需求變得更難預測，而且穩定財赤與利息開支的可控性變得更具挑戰性。」她重申經通脹調整的利息開支相對於GDP比率，未來10年將穩定在約1.3%，利息開支維持在可負擔水平。

美國聯邦總負債，國債平均票息率及利息開支佔GDP比



資料來源：彭博，數據截至2024年6月17日

參考近20年美國國債平均票息率及聯邦利息開支佔GDP比率，兩者平均值分別是3.0及1.5%，比較截至今年5月底數據，兩者分別報3.3及2.4%。結果顯示，利率差距其實不大，但利息開支佔比卻是20年新高，亦遠超其平均值。結果反映問題核心不在於利率，而是20年來不斷攀升的聯邦總負債量。

美國聯邦在5月底的負債總額約34.7萬億（美元，下同），同期平均票息率報3.3%，即利息開支約1.15萬億，將之除以2022年美國GDP總量約25.4萬億¹⁵，利息佔比約4.5%。拜登政府執意推行擴張性財政政策，總負債量突破35萬億只是時間問題。除非2024年GDP總量大幅上升，否則其佔比難以降至耶倫聲稱的目標，更遑論維持「可負擔水平」。當下利息開支佔比已超越醫療保障，今年更有可能再超越國防開支水平，實在前無古人¹⁶。

肆意揮霍造成債台高築，如何不令美債滯銷？通過推高收益率吸引資金，與飲鴆止渴何異？正如美聯儲主席鮑威爾所言，此實屬非戰之罪。就算大幅減息都是無濟於事，監督財政紀律才是對症下藥。

¹¹ 見CNBC網站，https://www.cnbc.com/2024/05/01/fed-decision-heres-what-changed-in-the-new-statement.html?__source=androidappshare

¹² 見美國財政部網站，<https://www.treasurydirect.gov/auctions/announcements-data-results/announcement-results-press-releases/auction-results/>

¹³ 見金融時報網站，<https://www.ft.com/content/7fe47b5c-c6e5-42f8-8faa-9bc6305027a5>

¹⁴ 見財富網站，<https://fortune.com/2024/05/25/deficit-debt-warning-janet-yellen-higher-rate-outlook-interest-expenses/>

¹⁵ 見世界銀行網站，<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=US>

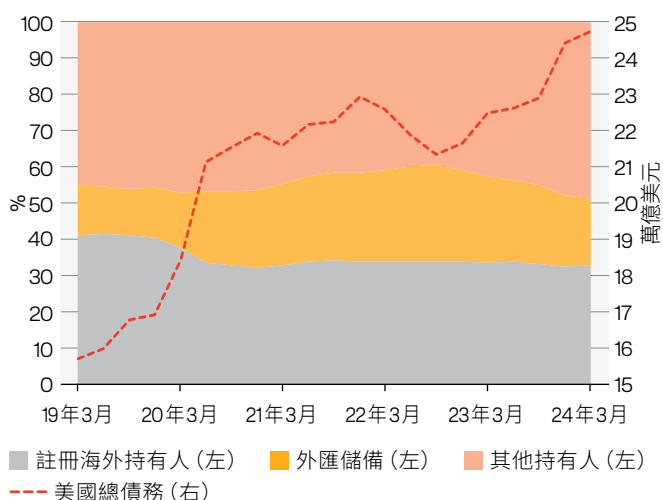
¹⁶ 見CBS網站，<https://www.cbsnews.com/news/federal-debt-interest-payments-defense-medicare-children/>

無奈選票大過天，傳媒開始預測¹⁷拜登有可能延續2022年通過總值約4,370億預算的《降低通脹法案》，為首置一族提供買樓補助計劃等刺激經濟方案。特朗普亦承諾若當選後會延長2017年時減稅政策，揚言將企業稅率由21%下降至15%。最終誰入主白宮，料寅吃卯糧的狀況將難以逆轉，更有可能繼去年8月被評級機構惠譽下調長期信用評級後再受挑戰。對美國是一場劫難，全球債市亦會掀起波瀾。

美債滯銷：誰為其揮霍買單？

分析美國國債持有量數據，可窺探當前美債滯銷的困境。美國國債總量在過去5年升幅近6成，由註冊海外持有人（包括退休基金及機構投資者）的持有量佔比由約41%下降至33%；各國的外匯儲備佔比由約14%反覆上升至19%；其他持有人（包括個人投資者及私募基金）的佔比，由約45%升至49%。

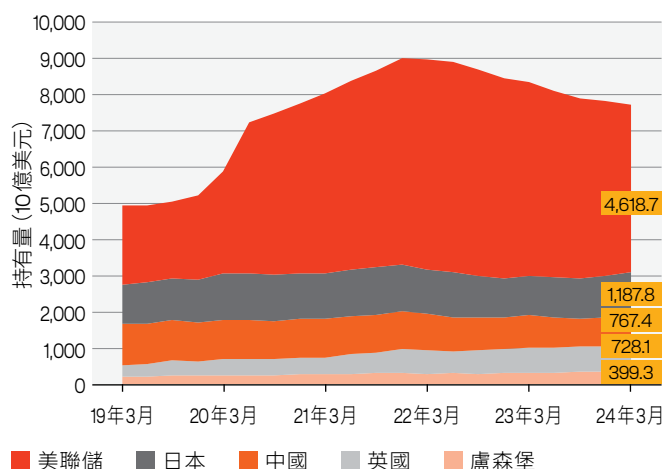
美國國債總量及其持有人佔比



資料來源：彭博，數據截至2024年6月18日

偏向長線持有的註冊海外持有人佔比持續下降，反映其對美債的信心開始動搖。以短期回報為本的其他持有人則是衝著高收益率而來，只要美國財政部維持高息，短線資金自會湧入。截至今年首季，上述兩者持有美國國債的佔比超過8成，財政部投鼠忌器，拍賣國債時的忐忑可想而知。

美國國債持有量（美聯儲及首4名國家）



資料來源：彭博，數據截至2024年6月18日

註：黃底黑字為2024年3月底各國及美聯儲的持有量

傳統上，各國的外匯儲備均持有不少美國國債。截至今年首季，首5名持有量最大的依次分別是持有4.6萬億（美元，下同）的美聯儲，日本持有1.2萬億，中國持有量7,674億，英國持有7,281億及盧森堡持有3,993億。中國持續減持已不必爭論，過去5年的減持幅度及減持量分別是32%及3,531億。期間美國財政部長耶倫多次訪華，但亦無阻中國「去美元化」的決心。

其他國家的美債持有量變化折射出另一現象。2022年美聯儲宣布縮表後，其減持量近1.1萬億。美聯儲主席鮑威爾「功不可沒」，但這差額誰來填補？中國已非選擇，唯有向其他友邦埋手。同期英國及盧森堡分別增持1,108及900億，日本則減持449億。畢竟彼此都是捉襟見肘，再強的施壓都榨不出點滴，最終美聯儲只可自行買單。美聯儲在過去5年其實增持了2.4萬億國債，期間的縮表實在杯水車薪，揮霍的財政操作最後換來美債的滯銷。

¹⁷ 見華盛頓郵報網站，<https://www.washingtonpost.com/business/2024/06/09/biden-trump-taxes-election/>

債券

中美博弈：「去美元化」的衝擊

美債如何滯銷，最終都會有人承接，這是美元主導的全球資本市場之恒常操作。美國發行大量國債予其他國家，藉以計算各國外匯儲備量及背書其本幣價值，同時便利國際貿易。好處是全球經濟以同一「語言」去比較國力差異及配置資源，壞處是美息的高低直接或間接影響他國經濟，甚至達成某種干預目的。「美元霸權」一詞由此應運而生。

由時任美國總統奧巴馬提出「亞太再平衡」後，中美分道揚鑣實是無可避免。伴隨美方由競爭轉向敵對，中方由觀察到硬朗再以「冷和」應對，投資者迄今再憧憬彼此和好如初將是緣木求魚。近年美方陣營透過金融戰，迫使全球資金撤出中國及其盟國，藉此拖垮其經濟發展。中方陣營卻策劃「去美元化」，直搗美國經濟的基石，意圖擊潰美元主宰的金融帝國。

根據國際貨幣基金組織 (IMF) 截至去年第4季的數據顯示¹⁸，全球近6成外匯儲備以美元結算。截至今年4月，環球銀行金融電信協會 (SWIFT) 系統中超過5成國際貿易都是以美元結算¹⁹。近代史中沒有一種貨幣能成功撼動美元地位，美國的軍事實力有著全球壓倒性優勢，挑戰美元地位或會換來軍事上的滅頂之災。

大衛要戰勝哥利亞，除要如有神助，亦須靠天時與地利，俄烏及以哈戰事正好帶來了契機。俄烏戰事爆發至今，美方陣營向俄羅斯及其盟國多次實施貿易制裁及威脅剔出SWIFT貿易系統，甚至扣押俄羅斯海外資產²⁰，最終造就另一個國際結算系統多種央行數碼貨幣跨境網絡 (mBridge) 的出現。

根據國際結算銀行 (BIS) 提供的資料顯示²¹，該計劃旨在提供一個由央行和商業銀行參與的多方位央行數位貨幣 (CBDC) 平台，利用虛擬貨幣及區塊鏈技術，提供實時跨境支付和結算服務。這是自2021年開始由國際清算銀行創新中心、泰國銀行、阿拉伯聯合大公國中央銀行、中國人民銀行數位貨幣研究所和香港金融管理局合作的成果，今年6月已有26個觀察成員國。

引述路透社報導²²，中國除了主導此計劃外，還在全球開展最大規模的CBDC試點，目前覆蓋近2.6億人口，涵蓋從電子商務到政府支付等多個場景。印度、巴西和俄羅斯等大型新興經濟體也計劃在未來兩年推出CBDC。另外，沙特阿拉伯央行在6月宣布成為此計劃的「全面參與者」，這是朝著減少以美元進行世界石油貿易又再邁進一步。

更關鍵的轉捩點，相信是沙特拒簽在6月9日到期，與美國維持了50年之久的「石油美元協議 (petrodollar agreement)」²³。早在1974年，沙特將其石油出口以美元定價，並將盈利收入投資於美國國債。此協議有利美國獲得穩定的石油供應，並確保美國國債的需求，同時提升美元作為世界儲備貨幣的地位，帶挈美國經濟在過去數十年間的蓬勃發展。

早在首季《宏觀策略》章節預測：「當以哈戰事進一步惡化，中東地區國家將更團結」，「大有可能接受非美元作能源交易結算」，如今一一應驗。

日後美元以什麼作為錨定？二戰後以黃金錨定的布雷頓森林體系維持了近30年，隨後以石油錨定的「石油美元」體系維持了50年，今天美元只靠美國的兌付信譽來維持其國際地位，可是當前其財赤及債務佔GDP比例實在與新興市場無異，那為何仍要持有美元？短期與長期對金融市場有何影響？

以錨定石油的角度而言，替代能源的興起導致今天全球石油的依賴程度與上世紀70年代相比，不能同日而語。另外，新興產油國的出現 (例如美國) 也挑戰中東地區的傳統主導石油供應的地位。不過，如果非中東地區等產油國聯手接受非美元交易，此影響將會更深遠且全面，在中美博弈下，此預測並非絕無可能。

¹⁸ 見IMF網站，<https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4>

¹⁹ 見Statista網站，<https://www.statista.com/statistics/1189498/share-of-global-payments-by-currency/>

²⁰ 見外交政策網站，<https://foreignpolicy.com/2024/06/10/g-7-leaders-summit-italy-ukraine-russia-assets-china-israel-gaza/>

²¹ 見BIS網站，https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mcbdc_bridge.htm

²² 見路透社網站，<https://www.reuters.com/technology/saudi-arabia-joins-bis-led-central-bank-digital-currency-trial-2024-06-05/>

²³ 見納斯達克網站，<https://www.nasdaq.com/articles/us-saudi-petrodollar-pact-ends-after-50-years>

以國際貨幣的角度而言，美元的功能是儲備。在短期內未有替代方案之前，料各國的外匯儲備仍以美元主導，但各國同時增持黃金將是意料中事。另一功能則是用作貿易。美國國債仍是國際銀行體系中最可靠的抵押品之一，短期內企業融資等不同原因，令商界仍須持有美元。然而，「mBridge」面世將打破美元貿易的壟斷，由國與國間的貿易結算到民間的貨幣交流（例如旅遊出行），在可見的將來各國依賴美元程度只會逐步下降。還有一項功能是投資。科技狂熱燃燒著美股的升勢，別無他選之下唯有以美元作股票投資。美元債券仍是全球最大的債市，暫時未見對其地位有任何撼動的可能性。上述3大功能在美元的應用體量依次序是「儲備」、「貿易」及「投資」。因此，只要美元地位在上層遭到動搖，漣漪效應下其他功能只可變陣遷就。長遠而言，全球對美元需求將會下降，貨幣貶值導致本土通脹及利率上升，企業盈利增長放緩，債券市場疲軟等，最後引發國際秩序重置。當然，這將是以年度計算的漫長過程。

未來沙特會否延續石油美元協議，答案或綑綁於執筆時仍在談判的「美沙防禦條約」²⁴。美國承諾在沙特遭受攻擊時協防，沙特作為交換，將對美國開放領空與領土，以維護美國及中東地區的夥伴利益。該條約也將禁止中國在沙特境內設立軍事基地，或與沙特進行安保合作。沙特明確表示，條約的確立只會建基於美國及以色列承認巴勒斯坦國獨立才會發生。如談判不果，背後更大的風險是中東地區有可能爆發全面戰爭。正如美國國務卿布林肯所言：「國際體系中，如你不在餐桌上，你便會出現在餐單上！」

「去美元化」能否擺渡彼岸，過程中一場全球性災難將不能倖免，歷史上改朝換代總伴隨軍事衝突。回應本行首季預測：「去美元化將嚴重觸動美國神經，相信此事沒有妥協餘地，歐美聯軍不惜一切捍衛利益，爆發世界大戰絕非危言聳聽」，「超越維和的軍事集結，震懾的不單是伊朗，而是提醒BRICS陣營應謹言慎行。」

「去美元化」經已兵臨城下，其他國家對美方陣營近年把金融系統「武器化」乃歷歷在目，踟躕不前還是揭竿起義，往往只是一念之差。時移世易，石油美元協議的終結代表著全球權力異變，突顯新興經濟體的影響力日益增長。全球金融秩序正進入新時代，儘管變化仍有待觀察，投資者其實早已置身於「百年未有之大變局」中。

本章總結：

- 預期美聯儲在9月首次減息，如經濟進一步放緩，不排除12月再減息多1次
- 收益率預測中反映空倉者已錯失入市最佳時機，持倉者可靜待首次減息後有序套現
- 未來高息企債較可取，通脹再下降將有利長債
- 選舉年間歐美國債表現較好，非美債市其實選擇不多
- 「去美元化」是長線最大的黑天鵝事件



²⁴ 見耶路撒冷郵報網站，<https://www.jpost.com/middle-east/article-806472>

債券

東亞聯豐投資團隊

中國及亞洲債市展望

著眼長遠利率走勢，靈活配置亞洲投資級別和高收益債券

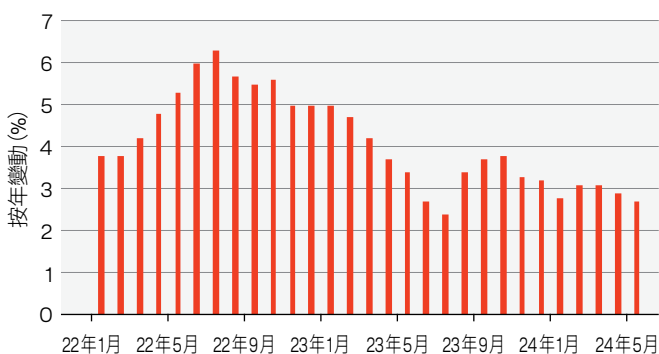
在亞洲投資級別和高收益債券間進行靈活調配

2024年是選舉年。印度、印尼和台灣等國家及地區已舉行大選，緊隨其後還有美國總統大選。選舉因素疊加地緣政治緊張局勢加劇，東亞聯豐團隊預計今年利率波動有可能會加大，因此我們會著眼長遠利率走勢，避免受到短期波動影響。不少亞洲市場的經濟穩健，其債券的信貸基調良好且收益率吸引。東亞聯豐認為今年餘下時間可以因應市況走勢，在亞洲投資級別和高收益債券兩者之間靈活配置，從中尋找機會。

對南韓投資級別債券維持樂觀；中國科技、媒體和電訊投資級別長存續期債具投資價值

南韓經濟和金融市場穩健，當地投資級別金融機構債券信貸基調良好，兼備高收益率。因此，銀行、證券和租賃公司債券特別受我們青睞。南韓在今年第1季的經濟增幅超乎預期。國內消費反彈，加上出口強勁，當地經季節性調整的首季經濟增長按季上升1.3%，是自2021年第4季以來最大的升幅¹。南韓央行認為，當地今年的經濟增長有機會超越之前預期的2.1%²。同時，當地通脹跌幅也較預期快，5月消費物價指數按年上升2.7%，為年內最低升幅。另外，南韓金融市場具韌性，萬一外圍環境變差，相信亦有足夠能力承受風險。

南韓通脹率



資料來源：韓國統計局，數據截至2024年6月19日

除南韓的投資級別金融機構債券之外，東亞聯豐亦看好中國的科技、媒體和電訊(TMT)投資級別長存續期債券，尤其是電子商務和社交平台營運商的債券。中國科技巨頭公布的最新季度業績，大部分表現出眾。加上新債供應少，收益率吸引，投資者對於該板塊的債券需求旺盛。同樣因供應短缺，中國資產管理公司的債券也有不俗表現。該板塊同時能受惠於中國政府推出的多項房地產措施，有助改善投資者情緒。

對中國高收益內房債稍稍看好；印尼房地產和工業高收益債券可看高一線

中國連番出招刺激經濟和房地產，全國多個城市均已取消限購政策。中國當局在5月進一步推出更多措施刺激樓市。人民銀行宣布將提供3,000億人民幣再貸款，讓地方國企購買閒置的待售房屋，再將之改為保障性住房。同時，人行全面調整住房貸款利率政策，包括取消全國抵押貸款利率下限和降低首付比例。新措施細節尚未完全公布，東亞聯豐相信7月舉行的三中全會可能會交待更多的政策細節。我們估計，政府會用一段時間觀察措施成效，倘若結果未如理想，才會推出更多政策。我們認為，新屋銷售、樓價和地產商盈利均需要時間來改善。不過，從信貸角度而言，銀行透過項目貸款或擔保債券等方式幫助開發商再融資，對於實力雄厚的地產商確實提供了更堅實的支持。我們認為刺激樓市措施主要惠及投資級別開發商、國企或地方國資委為母公司的開發商，以及擁有足夠投資物業作為抵押品的發展商。

¹ 見路透社網站，[https://www.reuters.com/markets/asia/south-korea-q1-gdp-13-qq-beating-forecast-2024-04-24/#:~:text=Gross%20domestic%20product%20\(GDP\)%20for,of%20Korea%20\(BOK\)%20showed](https://www.reuters.com/markets/asia/south-korea-q1-gdp-13-qq-beating-forecast-2024-04-24/#:~:text=Gross%20domestic%20product%20(GDP)%20for,of%20Korea%20(BOK)%20showed)

² 同上

中國以外，我們也關注印尼高收益房地產和工業債券。印尼今年第1季經濟增幅優於市場預期，按年上升5.11%³。當地經濟具結構性增長潛力，例如勞動人口增加和消費力改善。同時，當地政府致力投資基礎設施，有助帶動經濟活動。受印尼總統佐科維多多 (Joko Widodo) 支持的國防部長普拉博沃 (Prabowo Subianto) 於剛落幕的總統選舉中勝出，市場預期新任總統將會延續現有的經濟政策。作為東南亞最大經濟體，印尼未來的經濟發展正面，成功吸引了不少外資。近日一美國科技巨頭宣布將於當地投資17億美元發展人工智能和雲端技術⁴。印尼穩健的經濟發展同時帶動當地樓市，數據顯示今年第1季當地的住宅市場量價齊升，價格按年微升1.89%，銷售則按年激增31.16%⁵。印尼政府大量興建基礎設施，同時利好印尼高收益工業債券前景。年初迄今，不少印尼企業提早贖回美元債券或進行債務重組，減少利息支出，資產負債表和信貸基調得以改善。

總括而言，亞洲多國經濟平穩發展，債券信貸基本面良好，收益率相比環球同業更為吸引。不過，亞洲債券或多或少受到美國債券表現的影響，美國今年稍後舉行總統選舉，市況可能因而出現波動。因此，投資者若能著眼長遠利率走勢，在亞洲投資級別和高收益債券兩者之間維持靈活調配，便可受惠變動市況所帶來的投資機遇。

本章總結：

- 美國選舉可能導致利率波動，宜在亞洲投資級別和高收益債券間靈活調配
- 看好中國的科技、媒體和電訊 (TMT) 投資級別長存續期債券、韓國金融之投資級別債券，因為其相對價值具有吸引力
- 看好中國內房、印尼房地產和工業發展，可受惠於利差壓縮



³ 見 BNN Bloomberg 網站，<https://www.bnnbloomberg.ca/indonesia-s-gdp-growth-accelerates-to-5-11-beats-expectations-1.2069141>

⁴ 見半島電視台網站，<https://www.aljazeera.com/economy/2024/5/1/microsoft-to-invest-1-7-bbn-in-ai-cloud-infrastructure-in-indonesia>

⁵ 見印尼央行網站，[https://www.bi.go.id/en/publikasi/ruang-media/news-release/Pages/sp_2610424.aspx#:~:text=The%20latest%20Residential%20Property%20Price,%25%20\(yoy\)%20in%20the%20fourth](https://www.bi.go.id/en/publikasi/ruang-media/news-release/Pages/sp_2610424.aspx#:~:text=The%20latest%20Residential%20Property%20Price,%25%20(yoy)%20in%20the%20fourth)

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。

投資決定是由閣下自行作出的，但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。

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。