



美國總統大選塵埃落定，特朗普當選下一任總統。圍繞新一屆政府貿易政策的不明朗因素，應會在初期使亞洲受壓，但亞洲固定收益市場應會表現強韌，並展現機遇，而中國的貨幣和財政刺激方案則可能成為抵銷宏觀環境影響的主要因素。

在本期投資通訊，我們的亞洲固定收益團隊分析美國大選和近日其他重大事件可

能對區內固定收益市場產生的影響。

美國大選和中國刺激經濟方案如何影響亞洲固定收益市場？¹

我們認為，特朗普當選美國下一任總統將會在初期令亞洲經濟體受壓，因其貿易政策存在不確定性，包括可能加徵關稅。目前來看，關稅政策轉變的規模及緩解此類舉措而可能達成的「協議」仍有待觀察。

然而，中國自 9 月底以來積極推出支持增長的政策。全國人大常委會會議（人大會議）於 11 月 8 日閉幕，會上公布有關政策的更多消息，包括 10 萬億元人民幣的地方政府債務再融資方案。備受期待的重組方案包括：1) 將地方政府債務限額共提高 6 萬億元人民幣（2024 年至 2026 年期間每年 2 萬億元人民幣）；以及 2) 在 2024 年至 2028 年期間，從地方政府專項債券年度發行額度撥出 8,000 億元人民幣以解決債務問題，合共 4 萬億元人民幣。

雖然地方政府債務解決方案的規模大於預期，但由於市場在人大會議前抱有很大期望，因此對有關方案略

感失望。具體而言，有關為銀行資本重組、消費和房地產業加推政策支持的詳細計劃仍在制定階段。

儘管如此，我們認為當局已釋放明確訊號，表示應會在 2025 年推出更直接的財政刺激措施。預期中國信貸市場在年底前將在相對穩定的區間徘徊，尤其是考慮到市場對美國大選結果的整體反應相對平靜。

我們認為這些最新措施反映對抗通縮已成為當局的首要任務，應足以推動中國 2024 年國內生產總值增長接近 5% 的目標。

展望來年 3 月舉行的「兩會」，中國政府在更深入評估新一屆美國政府對中國／貿易政策的潛在影響後，將更有能力採取足夠的財政貨幣措施來穩定宏觀經濟。

整體而言，我們認為有關政策應有助緩減中國面臨的潛在風險，並使廣泛地區受惠。

除中國外，區內央行亦跟隨美國聯儲局放寬貨幣政策。鑑於央行有意維持貨幣穩定，減息步伐可能較為審慎。展望未來，我們認為中美兩國擴大財政政策，

¹所有數據截至 2024 年 11 月 13 日。資料來源：彭博資訊。

加上俄烏衝突有望解決，應可在 2025 年為增長帶來支持。

亞洲市場對美國大選結果作出反應，投資級別信貸息差略見收窄，主要源於追求整體孳息率的投資者作出部署，略為抵銷美國國庫債券孳息率上升的影響。亞洲高收益債券年初至今表現異常強勁，其後在 11 月溫和轉弱。摩根大通亞洲信貸指數月初至今下跌 0.15%（高收益債券表現略遜於投資級別債券），鑑於期內孳息率回升，上述跌幅實屬合理。美元走強和當地債券孳息率上升帶來更大壓力，令亞洲當地市場表現失色。

儘管亞洲固定收益市場波幅可能加劇，但我們認為面對美國新任政府對亞洲的政策取向，有關市場應會表現強韌，並展現機遇。美國經濟方面，市場在最近數周已消化當地加推財政刺激措施、減稅和加徵關稅，以及移民政策的風險（基準 10 年期國債孳息率從 9 月低位上升 80 點子）。

孳息率回升提供吸引的入市良機，尤其是對追求整體孳息率的投資者而言。此外，正如上一份報告[亞洲信貸：推動 2024 年下半年回報的三大主題](#)所述，印度和中國等經濟體有望透過加強政策回應和結構性增長主題，展現超額回報機遇。

亞洲信貸市場繼續保持價值

從歷史角度和相對美國投資級別信貸來看，亞洲投資級別信貸息差仍然昂貴。然而，亞洲供應短缺及市場出現淨贖回趨勢，將繼續是未來一年推動亞洲投資級別信貸的主要因素。這個主題應會延續至 2025 年，為需求提供支持。

我們仍然認為亞洲高收益債券存在價值，即使其在年初至今表現強勁，但有關市場很可能對以下因素表現較為敏感：中國人大會議的發展，以及中國政策官員

會否加大財政刺激措施的力度，以抵銷美國加徵關稅的潛在影響。

基本上，大部份亞洲環球企業經歷上一次由共和黨執政的經驗，應已為地緣政治風險作好充份準備，調整環球供應鏈以緩減加徵關稅的影響。亞洲信貸的需求主要來自地區和當地投資者，應可緩和美國可能實施投資制裁所引發的波幅。

對亞洲當地利率轉趨審慎

我們對當地利率／貨幣市場轉趨審慎，主要考慮到美元走強的前景，以及美國國庫債券孳息率的上行壓力重返亞洲市場。另一方面，印度等市場將展現相對價值機遇。鑑於印度在政治上與美國較為一致，而且當地經濟不像大部份其他亞洲經濟體般依賴出口，因此，印度受美國可能加徵關稅的影響應會較小。

中國內地和香港市場保持強韌

美國大選結果對中國市場的影響未如市場憂慮般嚴重。投資者在選舉前已經採取防守性配置，並持有大量現金保持觀望，故市場的技術因素在年底前維持利好。隨著銷售和供應鏈更趨多元化，相對中美貿易戰 1.0 時期，中國經濟對美國市場的依賴程度已降低。

中國在岸債券孳息率上升（曲線走斜），並在年初至 10 月表現優於環球利率。預期中國人民銀行將在年底前進一步調低利率 20 點子，視乎政策影響和聯儲局利率走勢而定。中國國債孳息率曲線走斜或靠穩，為投資者提供強勁的利差收益和向下滾動正回報。我們維持正面的存續期觀點，預期 10 年期中國政府債券孳息率在年底前介乎 2%至 2.25%。此外，鑑於中美兩國推行擴張政策，加上環球衝突靠穩帶來上行潛力，我們對中國信貸風險維持建設性觀點。

離岸人民幣在最近數天下跌約 1% 至 7.2，大致跟隨美匯指數和美國利率走勢，而且並無跡象顯示受到重大衝擊。我們預期離岸人民幣兌美元將維持在 7.10 至 7.30 的廣泛區間，直至美國貿易政策在來年第一季更趨明朗。我們對離岸人民幣保持中性觀點。

展望未來，影響港元利率的因素很可能是市場對美國通脹和聯儲局減息路徑的預期。儘管如此，港元利率年初至今表現優於美國利率，主要受本地流動性和供求關係等本地因素推動。

新加坡當地市場可能面臨美國加徵關稅

新加坡擁有非常開放的經濟環境，因此容易受美國加徵關稅影響。新加坡金融管理局（新加坡金管局）在 10 月份的政策會議上強調「地緣政治和貿易衝突急劇升級，可能顯著拖累環球和本土投資及貿易」。若當地經濟面對的外部壓力及不明朗因素增加，新加坡金管局很可能在 2025 年 1 月轉持溫和立場。

在 2024 年的大部份時間，10 年期美國國庫債券與新加坡政府證券的息差在窄幅徘徊。隨著美國大選結果塵埃落定，孳息率回升，使息差擴闊至接近 2023 年的水平。短期來說，我們認為新加坡政府證券孳息率應會繼續跟隨美國國庫債券的孳息率走勢，但貝他系數較低，而當新加坡金管局採取較寬鬆的政策時，美國國庫債券與新加坡政府證券的息差或會收窄。

貨幣方面，考慮到新加坡金管局的政策以維持新加坡元名義有效匯率為目標，而且中國是新加坡的最大貿易夥伴，我們預料美元廣泛走強，加上投資者預期人民幣貶值，可能令新加坡元受壓，因為投資者通常視新加坡元為替代貨幣。

印度當地市場保持強勁

綜觀區內的基本因素及相對價值，印度仍具吸引力。印度政府致力維持財政紀律，而且經常帳及財政赤字

保持穩定。在新政府施政後，若能源價格放緩，有望利好當地市場。目前，印度儲備銀行對下調基準利率保持審慎。

印尼當地市場面臨貨幣風險

印尼市場對美國大選結果反應負面。雖然在大選前數周孳息率已見波動，但隨著投資者在大選後轉趨審慎，5 年期／10 年期債券的孳息率進一步飆升。

印尼盾兌美元貶值至 15,850 水平，其後在 15,800 以下水平靠穩，是導致債券孳息率波動的主因。印尼央行表示密切注視貨幣走勢，意味若印尼盾大幅貶值，當局可能延遲第四季的減息，導致短債孳息率上升。然而，鑑於第三季通脹溫和，加上國內生產總值增長放緩，我們認為印尼央行應盡可能減息。

馬來西亞當地市場維持中性

馬來西亞經濟基本因素自年中以來維持不變，預期 2025 年增長強勁而且通脹溫和。在此環境下，我們預期隔夜政策利率將於 2024 年餘下時間及 2025 年大部份時間維持平穩（約 3.00%）。

鑑於缺乏當地催化劑，美國國庫債券的投資氣氛主導馬來西亞政府證券的孳息率走勢。近日馬來西亞政府證券孳息率回升，使估值改善，並為投資者提供入市良機，尤其是考慮到 2024 年及 2025 年的隔夜政策利率前景持平。中期來說，我們對馬來西亞林吉特債券市場維持中性觀點，預料將會短暫波動。

馬來西亞林吉特走勢亦主要受外圍因素（尤其是美元利率）影響。馬來西亞林吉特兌美元貶值 6.6%，由截至 9 月底的 4.12 下跌到截至 11 月 13 日的 4.45（美國大選後）。儘管我們預料馬來西亞林吉特將出現短期波動，而且在一定程度上受中國人民幣貶值拖

累，但當地經濟改革及重組仍為其長遠前景提供支持。

菲律賓當地市場出現拋售，並轉趨審慎

月初至今，菲律賓債券孳息率跟隨美國國庫債券孳息率上升。一如所料，由於共和黨全日表現領先，昨天市場波幅加劇，一開市便出現拋售。

美國孳息率曲線走斜，菲律賓當地債券孳息率曲線則走平，其中 5 至 7 年期當地債券首當其衝。沽售潮主要源自當地交易商及部份離岸機構投資者。此外，由於即將進行零售國庫債券拍賣，市場可能對額外供應感到憂慮。隨著當地通脹持續放緩，美國國庫債券自 9 月以來遭大規模拋售，使政府債券息差顯著收窄。

聯儲局減息走向仍然是環球市場的主要催化劑。投資者將密切注視任何強硬言論，這可能帶動環球及當地債券孳息率進一步上升。雖然國內生產總值增長較預期疲弱，可能促使菲律賓央行繼續放寬貨幣政策，但若美國大選結果導致菲律賓披索持續走弱，當局可能延遲減息。

總結

我們仍然認為亞洲高收益債券存在價值，但鑑於美國大選結果對美元造成上行壓力，我們在短期內對亞洲當地利率轉趨審慎。

鑑於中國政府推出一籃子財政及貨幣刺激政策，我們相信中國內地和香港市場將保持強韌。雖然新加坡面臨美國可能加徵關稅的影響，我們認為新加坡政府證券孳息率應會繼續跟隨美國國庫債券的孳息率走勢，但貝他系數較低。綜觀區內的基本因素及相對價值，印度仍具吸引力。印尼盾貶值，促使投資者轉趨審慎，帶動印尼債券孳息率走高。菲律賓當地債券波幅同樣加劇，若菲律賓披索持續走弱，當局可能延遲進一步放寬貨幣政策。

整體而言，亞洲固定收益市場對美國大選結果的反應普遍受控，尤其是在亞洲信貸市場。展望未來，亞洲各地政府似乎已準備實施有利增長的貨幣和財政政策來穩定經濟，以應對美國貿易政策可能出現的變動。我們預期美國聯儲局在短期內繼續推動減息周期，而整體亞洲固定收益市場應保持強韌。與此同時，我們對美國政策可能轉變及其對環球經濟增長和通脹的影響保持警惕，並將密切監察債券孳息率上升及市場波幅加劇的風險，適當時為投資組合進行對沖。

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。