

市場評論

美國十年期國庫債券孳息率於 9 月達 4.15%，較上季減少約 7 個基點。在此期間，勞工市場降溫及利率回升，聯儲局亦將政策利率下調 25 個基點，以應對增長放慢。同時，美國收益率曲線未有繼續變陡，反映市場對經濟增長及就業情況的憂慮加深。

整體而言，亞洲投資級別企業基本面保持穩定。中國科技、傳媒及通訊企業的盈利數據好壞參半，外賣服務商競爭激烈，使利潤受壓。美元匯價疲弱為台灣保險公司表現帶來負面影響，幸好償付能力緩衝機制降低了風險，而韓國及日本保險商則受惠於國內收益率及投資收入增加。隨著行業競爭加劇，日本電訊公司的資本開支需求上升，驅使該類企業大舉發行債券。於 8 月，標普以印度經濟表現強勁及持續推行財政改革為由，將該國的主權信貸評級由 BBB- 上調至 BBB。以往，個別印度企業的信貸評級被主權評級所拖累，這次評級調整有利該類公司，帶動相關債券的價格上升。為了維持投資級別評級，多間泰國國有企業推出債務管理措施，包括回購債券及發行永續債券。印尼爆發示威後換閣，普爾巴亞（Purbaya Yudhi Sadewa）獲任命為財政部長，接替在任多年的英卓華（Sri Mulyani Indrawati），令市場關注該國未來的財政紀律。

亞洲高收益資產表現繼續領先亞洲投資級別資產。印度可再生能源公司的在岸流動性仍然充足，為以資產作擔保的在岸再融資提供更多選擇。儘管澳門博彩業的競爭白熱化，旅客量及博彩總收益上升，支撐盈利表現。中國百大房地產開發商的合同銷售數據遜色，但於 2025 年上半年國有開發商錄得利潤增長，而倖存的中國高收益房地產開發商亦透過發行離岸債券或向母公司貸款，使流動性壓力有所減少。

亞洲固定收益市場的技術面繼續提供支持，整體信貸需求及資金流改善，有助消化企業發行的大量債券。於第三季，摩根大通摩根亞洲信貸指數投資級別息差窄幅上落，季末報 102 個基點，較第二季末收窄 18 個基點。投資級別指數的正回報為 2.6%，主要來自收益收入。以全季計，摩根大通摩根亞洲信貸指數的總回報達 2.9%。

至於歐洲方面，法國政治欠明朗引發評級下調，打擊市場氣氛。短期來看，現時的政治僵局缺乏解決方法，政府將更難按照原定時間表達成歐盟將財政赤字限制於 3% 以下的目標。在亞洲市場中，日本首相石破茂辭職的消息震驚市場。自民黨即將舉行選舉，預期將左右政府的消費動向。

表現回顧 - 亞洲信貸

於 2025 年第三季，亞洲信貸投資組合領先基準：

利好投資表現：

- 存續期較基準長
- 印尼主權債券比重偏高
- 資金分配至中東銀行
- 買入精選的香港房地產企業債券

利淡投資表現：

- 澳洲及日本利率配置比重偏高
- 印尼及菲律賓主權債券比重偏低

策略部署

本策略貫徹審慎方針，確保信貸息差配置比重低於基準，並只在估值吸引時，方會選擇性地增持信貸投資。在利率市場上，我們仍然看好比重偏高的美國利率資產，對日本及澳洲利率資產則維持適量配置。此外，我們亦買入了少量以歐元計值的信貸資產。

表現回顧 - 利率及貨幣

於 2025 年第三季，利率及貨幣投資組合表現落後基準：

利好投資表現：

- 美國政府債券比重偏高
- 中國政府債券比重偏低
- 澳元及歐元配置比重偏高

利淡投資表現：

- 澳洲、日本及英國政府債券比重偏高
- 日圓配置比重偏高

策略部署

利率策略降低了對美國政府債券的偏高比重，並將日本政府債券持倉從中性增加至淨長倉。外匯策略維持對美元配置的偏低比重、增加對歐元及澳元配置的偏高比重，而且減少日圓相對於基準的偏高比重。

表現回顧 - 亞洲總回報

於 2025 年第三季，亞洲總回報投資組合表現向好：

利好投資表現：

- 美國利率的長倉
- 資金分配至亞洲可換股債券
- 資金分配至中東及亞洲金融企業
- 買入精選的香港房地產企業債券
- 買入精選的高收益企業證券

利淡投資表現：

- 日圓的長倉
- 澳洲及日本利率的長倉

策略部署

我們對美國經濟前景趨向審慎，本策略採取更具防守性的部署。具體而言，我們增加了可從美元貶值中得益的配置。美國利率料將維持穩定或下調，我們亦繼續持有與這些預測一致的投資。

投資組合的整體信貸質素未有變化，平均評級達 BBB-。我們採用了更均衡的信貸配置方針，傾向投資於潛在收入豐厚的較優質發行人。此外，我們精心發掘亞洲可換股債券的機遇，該類資產兼具收益及潛在升值空間，形成獨特優勢。

現時日本政府債券的估值具吸引力，因此基金維持相關持倉。

第四季展望

全球 / 美國

關稅談判演變成長期戰，但我們仍然認為，即使發生最壞的情況，關稅只會對通脹產生短期作用。預料成本影響將主要由進口商及出口商承擔，故此對終端消費者的衝擊有限。消費趨勢疲弱，同時消費物價指數的部分指標，例如住屋價格下降，有望抑制通脹及防止物價攀升。

鮑威爾終於亡羊補牢，承認風險已經轉到勞工市場疲弱及經濟增長放慢。我們相信，市場變化早就有跡可尋，預期這股趨勢將會持續，推動聯邦公開市場委員會在之後的會議上減息。聯儲局於 2024 年首次下調利率前，我們的基準情景預測是該局將合共減息最少 200 個基點。截至目前，利率下調了 125 個基點，而市場已將減息 75 個基點反映於價格之中，聯儲局的政策回應卻姍姍來遲，行動速度比其認為的緩慢。

股市估值居高不下，假如宏觀數據不及預期，市場也許面臨急劇調整。聯儲局的政策應對滯後，或會加劇市場波動，特別是如果投資者開始質疑當局能否應對更深層次的經濟放緩，股市動盪將更加嚴重。去美元化的論述繼續獲得關注，預期美國經濟欠佳將有利非美元貨幣。利率維持於歷史高位，為固定收益投資者帶來吸引的利差。在管理信貸配置時，我們嚴守投資紀律。面對估值偏高的市場，我們精心篩選投資對象、重視資產質素，而且以謹慎態度行事。

亞洲

在日本市場方面，日本銀行對利率正常化保持審慎立場。話雖如此，因應當地通脹持續，該行加強措施，最明顯的例子就是計劃出售交易所買賣基金，顯示其對市場穩定性的信心增加。全球衰退風險上升，聯儲局減息及日圓發揮避險貨幣功能，繼續支撐日圓表現。

中國經濟復甦逐漸加快，惟不利因素未有消失。該國的增長仍然疲弱，就業市場低迷，通縮壓力持續。中美貿易戰尚未結束，投資者預測中國政府將加大財政開支，藉此支持經濟發展。我們一直認為，單憑寬鬆的貨幣政策不足以刺激增長，增加財政支援才是重振經濟的關鍵。

即使在關稅及地緣政治不利因素下，亞洲市場至今表現堅挺，原因是該區通脹溫和、央行實施寬鬆的政策及人口相對年輕。亞洲市場存在多項不明朗因素，例如印尼的財政紀律令人憂慮，不過區內其他經濟體（包括馬來西亞）均受惠於外國投資增加。

信貸

於解放日後，信貸市場收復失地，踏入第六個月，該類資產的風險回報仍不平衡，意味著投資者需要精心部署持倉及密切監察經濟指標。亞洲信貸展現出強大的韌性，信貸息差在低位窄幅上落，債券收益成為回報的主要來源。有見及此，我們更加審慎應對風險，並加倍注重信貸基本面。在解放日前後的市場動盪過後，新興市場企業的大部分債券價格有所回升。我們繼續精心挑選投資對象，專心留意經風險調整後回報理想的個別企業。

貨幣

美元的結構性轉捩點即將出現，意味著強勢期邁向終結。投資者情緒料將繼續有利新興市場利率及貨幣，而美國經濟例外論的光環正在褪色，更為該類資產增添優勢。另外，歐洲的財政刺激措施及日本謹慎推行政策正常化，可望延續歐元及日圓等發達市場貨幣兌美元的強勁升勢。

除了對個別本地貨幣債券維持信心外，我們也繼續看好新興及發達市場的多元化配置，並重點留意資產的質素及流動性。

資料來源：首源投資資料（截至 2025 年 10 月）

免責聲明

本資料所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首源集團認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準確的資料，首源集團並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。在法律允許的範圍內，首源集團、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。本資料所載資料僅供參考，並不構成投資意見及 / 或建議，且不應作為任何投資決定的基礎。本資料所述部分基金未獲授權在若干司法管轄區向公眾人士要約 / 發售。

投資價值及收益可跌亦可升，閣下也許未能取回投資本金。過往表現未必可作日後業績的標準。投資者欲知有關詳情，請參閱基金銷售文件，包括風險因素。本資料對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本資料提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

本資料僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本資料所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並不一定為首源集團的觀點，並可隨時予以修訂。本資料並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本資料內容，及 / 或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首源集團預先同意，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

於香港，此資料由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源集團、首源投資、首域盈信資產管理、信衛資產管理、RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商业名稱。於新加坡，此資料則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。此廣告或資料並未經新加坡金融管理局審閱。首源集團（註冊編號 53507290B）、首源投資（註冊編號 53236800B）、首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C）、信衛資產管理（註冊編號 53310114W）、RQI Investors（註冊編號 53472532E）及 Igneo Infrastructure Partners（註冊編號 53447928J）是首源投資（新加坡）的商业名稱。首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源集團投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源集團在不同司法管轄區內有多間公司。

在法律允許的範圍內，MUFG 及其附屬公司對本資料包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料中提及的任何投資並不是對 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。