

### 市場評論

於 12 月，美國十年期國庫債券孳息率為 4.17%，僅較上季高 2 個基點。勞工市場持續降溫，美國政府陷入史上最長的停擺期，聯儲局於 10 月及 12 月分別減息 25 個基點，以應對勞工市場轉差。季內，政策放寬推動短期利率反彈，長期債券利率亦見上漲，導致美國孳息率曲線變陡。短期債券孳息率大幅上揚，同時 20 年及 30 年債券的孳息率上升 8 至 11 個基點。

亞洲投資級別信貸表現穩健。區內銀行體系維持強勁實力及充足資金，有助緩衝任何本地市場壓力。不過，保險企業的表現好淡不一。台灣方面，美元匯價下跌損害台灣保險商的回報，幸好該類企業的資本水平較高，而且外匯入賬規定較為靈活，因此減輕了負面影響。相比之下，韓國及日本的本地債券收益率改善，帶動投資收入增加。在香港，多間保險商的資本狀況好轉，利潤增長穩健，獲得標普上調評級。中國科技、傳媒及通訊企業的盈利數據則亦好壞參半，而外賣服務商亦面對激烈競爭，使利潤受壓。有關行業的投資開支料將維持於高位，並集中於創新主導的範疇。印度經濟則強勢發展，債券淨供應量為負，為企業債券價格提供支持，當地市場表現脫穎而出。近日印尼的內閣重組，政府重新審視赤字上限及優先投資目標，財政紀律成為關注焦點。印尼國有企業的發展將取決於 Danantara 承辦的項目質素，而其信貸評級將於 2026 年大致保持穩定。菲律賓政局動盪及爆發貪污醜聞，加上信貸基本面變差，對該國構成不利因素。泰國的經濟增長未有起色，面對預算緊絀及政局不明朗，多間國有企業已宣布計劃出售資產及削減債務。

本季，市場表現趨勢有利高收益的策略。在投資者追求收益的環境下，亞洲高收益債券跑贏投資級別債券。印度儲備銀行提出修改對外商業借款框架，包括取消借款成本上限、放寬借款人資格及資金用途的要求、提高借款限額及簡化年期規定。假如相關措施落實，新的安排將會促進印度的離岸債券發行活動，特別是高收益債券。隨著印度的可再生能源發電量提高，企業盈利亦告改善。然而，企業大舉投資於新項目，以致槓桿比率增加。透過發行新債及銀行融資，澳門博彩公司繼續產生穩健的現金流，並維持良好的流動性。於 2025 年，中國百大房地產開發商的訂約銷售數據欠佳，中國某間高收益房地產開發商的在岸債券突然違約，反映住宅銷售疲軟及再融資環境緊張持續造成現金流壓力，觸發整個行業的拋售潮。與此相反，香港某間陷入困境的房地產開發商採取了負債管理措施，以全面改善資本結構過高問題。在日本，市場關注美國主要科技企業大舉投資人工智能發展，高收益的科技企業債券偏軟。

亞洲固定收益市場的技術因素維持正面，企業積極發行新債，投資者需求穩健。季末，摩根大通亞洲信貸指數投資級別息差窄幅上落，最終為 102 個基點，與第二季末持平。本季，投資級別指數錄得 1.2% 的正回報，主要源於孳息率收入，而摩根大通亞洲信貸指數增長 1.3%。

美國聯邦政府經歷破紀錄的 43 天停擺期，圍繞醫保津貼及撥款的預算僵局遲遲未能解決。最終，政府修訂撥款法案，財政管治問題再次掀起爭論。在歐盟地區，公眾信心受損，政治分歧加深，特別是在法國，總統馬克龍的支持度急劇下跌。在 2027 年選舉週期來臨前，各國對財政紀律、國防開支、氣候承諾及向烏克蘭提供長期支持的看法不一，反映歐盟陣營內部日趨緊張。與此同時，日本政壇迎來了巨變。於 10 月，高市早苗當選自民黨總裁，其後與日本維新會組成聯合政府，成為日本首位女總理。她所屬的執政聯盟在國會的多數優勢有限，日本的政策將變得更加保守，並以國家安全為重。

### 表現回顧 - 亞洲信貸

於 2025 年第四季，亞洲信貸投資組合領先基準：

#### 利好投資表現：

- 買入精選的香港企業債券
- 美國利率配置比重偏高

#### 利淡投資表現：

- 印尼主權債券比重偏低
- 澳洲政府債券比重偏高
- 日圓配置比重偏高

### 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。於 2026 年初，預期中東新債發行活動活躍，本策略採取偏離基準的部署，將中東債券持倉沽出獲利。在利率投資方面，本策略減少對美國利率投資的偏高比重、減持日本利率資產，以及維持對澳洲利率的適量配置。此外，我們亦繼續持有少量以歐元計值的信貸資產。

### 表現回顧 - 利率及貨幣

於 2025 年第四季，利率及貨幣投資組合表現落後基準：

#### 利好投資表現：

- 英國政府債券比重偏高
- 馬來西亞令吉配置比重偏高

#### 利淡投資表現：

- 澳洲政府債券比重偏高
- 日圓配置比重偏高

### 策略部署

利率策略將美國、日本、英國及馬來西亞政府債券相當於基準的比重從偏高下調至中性。貨幣策略維持對美元配置的偏低比重、增加對日圓及土耳其里拉的偏高比重，而且減少歐元、澳元、馬來西亞令吉及印尼盾相對於基準的偏高比重。

表現回顧 - 亞洲總回報

於 2025 年第四季，亞洲總回報投資組合表現向好：

利好投資表現：	利淡投資表現：
<ul style="list-style-type: none"><li>• 資金分配至亞洲可換股債券</li><li>• 資金分配至香港企業債券</li><li>• 資金分配至亞洲金融企業</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 日圓的長倉</li><li>• 澳洲政府債券的長倉</li><li>• 資金分配至中國房地產企業</li></ul>

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。

本季，投資組合的整體信貸質素有所改善，平均評級從上季的 BBB- 提高至 BBB+，並側重於收入潛力吸引的優質發行人。於第四季，某間高收益房地產企業突然違約，觸發市場動盪加劇，故此本策略減持中國房地產債券。我們也繼續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。

現時澳洲政府債券的估值仍具吸引力，本策略維持相關持倉。息差交易平倉可能推動日圓升值，特別是在全球增長放緩及避險需求增長的情況下，其作用將更加明顯，因此我們維持著日圓的長倉。

2026 年第一季展望

全球 / 美國

多年來，美國經濟例外論一直主導市場，現在我們終於迎來轉折點。由於職位減少及聯邦政府停擺，我們預料美國增長低迷，同時消費趨勢變差。消費物價指數的各個指標下降，尤其是住屋價格，相信可抑制物價，避免通脹持續升溫。石油價格大幅回落，委內瑞拉的局勢發展更可能進一步拖低油價，商品價格疲軟，預期支持通脹繼續放緩。除非遇上供應衝擊，否則物價應該不會上漲。

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，利率已經下調 175 個基點，大致證實了我們的看法。在政府停擺後，貿易前景欠明朗，加上職位減少，一旦勞工市場轉差，聯儲局或再減息 100 個基點，超過我們最初的估算。短期債券有望回升，特別是兩年期債券。在財政問題的影響下，長期債券收益率也許將居高不下。然而，我們相信，長期債券表現將日益反映增長放緩及通脹預測。最新的數據再次顯示增長減慢及存續期需求增加，考慮到美國聯儲局推行的財政管理措施，我們認為長期債券市場依然蘊藏機遇。

股票估值維持於高位，當宏觀數據令人失望時，市場將面臨重大調整。聯儲局的政策應對滯後，或會加劇市場波動，特別是如果投資者質疑當局能否應對更深層次的經濟放緩，市況動盪將更加

嚴重。另外，去美元化的論述繼續獲得關注，美國經濟增長落後同儕，將有利非美元貨幣。對於固定收益投資者來說，現行利率水平帶來吸引的息差。他們必須採取嚴格的信貸配置，專注於優質資產，而且避開估值過高的範疇。

亞洲

日本銀行繼續是奉行緊縮政策的唯一主要央行，但該行保持謹慎態度。假設通脹維持於當前水平，政策利率可能邁向 1.5% 至 2%，十年期日本政府債券的利率將介乎 2% 至 2.5%。在發達市場中，日本的債券收益率曲線最為陡峭，30 年日本政府債券的估值維持吸引力。日本的政治環境不算明朗，幸好物價持續上漲，支持政策逐漸正常化。

中國的經濟復甦加快，可是增長仍然脆弱。該國的成長動力不足，就業市場低迷，通縮壓力未見消失。中美貿易緊張局勢尚未化解，單憑寬鬆的貨幣政策，無法帶動經濟活動增加，市場越發期待財政刺激措施落實。我們堅持相信，政府必須動用更多財政手段，才能確保經濟穩定增長。

整體而言，在關稅及地緣政治不利因素下，亞洲市場表現堅挺，原因是該區通脹溫和、貨幣政策傾向寬鬆，而且人口結構有利。印尼的財政紀律繼續令人憂慮，惟區內其他經濟體均受惠於外國投資增加，例如馬來西亞。

信貸

於 2025 年，亞洲信貸息差市場延續不錯的成績。信貸投資的風險持續大於回報，意味著有必要審慎部署資產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。正因如此，我們採用更審慎的風險方針，並加倍重視信貸基本面。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

利率不斷下降，加上實際經濟數據較核心數字疲弱，美元匯價料將回落。特朗普支持美元貶值，也進一步加劇美元跌勢。歐洲致力推動財政擴張，一旦美國資金加快流出，歐元將是主要贏家。按照我們的基準情景預測，美元仍然可能出現長期結構性轉弱趨勢，惟當中存在極端風險：若然全球經濟急劇衰退，可能觸發資金湧向優質資產，因而推高美元短期匯價。

另一方面，日圓的前景較為複雜。雖然美國與日本之間的利率差距正在收窄，不過暫時還是對息差交易有利。該等交易平倉可能推動日圓升值，在全球增長放緩及避險需求上升時，其作用將更加明顯。有見及此，即使利率差距依然主導著日圓的短期動向，中期而言，日圓尚有升值空間。

我們預期，投資者情緒將繼續有利新興市場利率及貨幣投資。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（截至 2025 年 12 月 31 日）

#### 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）有限公司的商業名稱。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）的商業名稱。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。