



俄烏衝突對 亞洲債券市場的影響

Guan Yi Low，新加坡瀚亞投資固定收益主管

受全球利率下跌以及亞洲普遍強勁的經濟及企業基本因素支持，亞洲債券市場及貨幣在俄烏衝突持續的環境下表現相對穩健。但由於局勢仍然不穩定，我們將繼續監察亞洲發行人在軍事衝突持續的情況下對供應方風險的敏感度。

俄羅斯於2022年2月24日宣佈在烏克蘭採取軍事行動。在撰寫本文之時，烏克蘭境內的戰爭仍然繼續，雙方之間可能進行的談判預計會在此刻展開。帶頭對俄羅斯實施制裁的西方盟國主要針對金融業，即主要國有銀行，包括俄羅斯中央銀行、與國家領導層有密切關係的個人以及於2022年3月1日後發行的新公共債務。部分俄羅斯銀行被剔出環球銀行金融電信協會(SWIFT)的國際支付系統。相關名單仍待歐盟的合作夥伴確定。

這些制裁已妨礙到俄羅斯資本市場的整體功能，迫使俄羅斯實施資本管制及暫停當地股市交易。最近，俄羅斯中央銀行亦宣佈暫停對外匯款，包

括向外國人支付的票息及股息。由於整體情況仍然不穩定，市場氣氛惡化，債券價格回調到10至50美分的不良資產水平，流動性亦偏低。

亞洲債券及貨幣目前展現穩健性

在宏觀經濟層面上，這次衝突對亞洲的直接影響似乎於短期內受控，因亞洲與俄羅斯及烏克蘭的貿易聯繫普遍較少。並非所有亞洲國家都有對俄羅斯實施制裁。舉例而言，中國宣佈會撤銷所有對俄羅斯實施的小麥進口限制，為增加從俄羅斯進口小麥鋪路。

因此，我們預計近期對亞洲債券市場的主要影響可能來自風險偏好波動，以及能源及商品價格上升。自衝突開始以來，在承險情緒轉弱的環境下，亞洲美元信貸及亞洲貨幣等亞洲風險資產出現弱勢。然而，該等資產的跌幅溫和，亞洲美元信貸市場下跌約1%¹。

圖 1：亞洲投資級別企業信貸息差擴闊幅度較為溫和



資料來源：彭博、瀚亞投資，截至2022年3月。

亞洲貨幣兌美元平均輕微下跌0.7%²，新興市場債券及貨幣市場則下跌4%至5%。全球利率因全球經濟增長的不確定性增加而下跌，帶動亞洲當地貨幣政府債券表現，該資產類別大致靠穩。

亞洲債券及貨幣表現相對穩健，凸顯出市場認為亞洲相對不受這次衝突直接影響，而亞洲普遍強勁的經濟基本因素亦能為外部衝擊提供緩衝。亞洲信貸市場過往亦證明有能力抵禦商品價格急升的時期（即2011年及2014年），該市場的違約率當時並無顯著上升。

關注事件對亞洲國家的不同影響

然而，我們留意到石油及商品價格上升仍會對亞洲的通脹率構成上行壓力，例如食品及基底金屬價

格，使各國央行的應對措施變得複雜，同時為亞洲帶來更多經濟增長及貨幣的不確定性。

事件對個別國家的影響將各有不同；菲律賓、印度及泰國等國家的往來帳戶可能會對油價上升更加敏感，而印尼及馬來西亞等能源及商品生產國的貿易條件實際上可能有所改善。同樣值得注意的是，雖然整個亞洲的通脹率預計會上升，但通脹率上升不一定會導致亞洲央行採取較早前預計更為鷹派的貨幣政策方向，尤其是數個亞洲國家的產量仍然存在明顯差距。

一般而言，亞洲央行過往會將目光放在商品價格上升以外，並偏向支持經濟增長，同時讓政府利用行政或財政措施來幫助抵銷商品價格上升，例如增加

資料來源：²採用亞洲貨幣指數作為替代指標，2022年2月23日至3月4日。

石油補貼。此外，亞洲政府提供這種支持的能力仍然未受影響。大部分亞洲國家的政府負債比率低於 70%，意味著亞洲政府有增加開支的空間，有助消化能源及商品價格的影響。

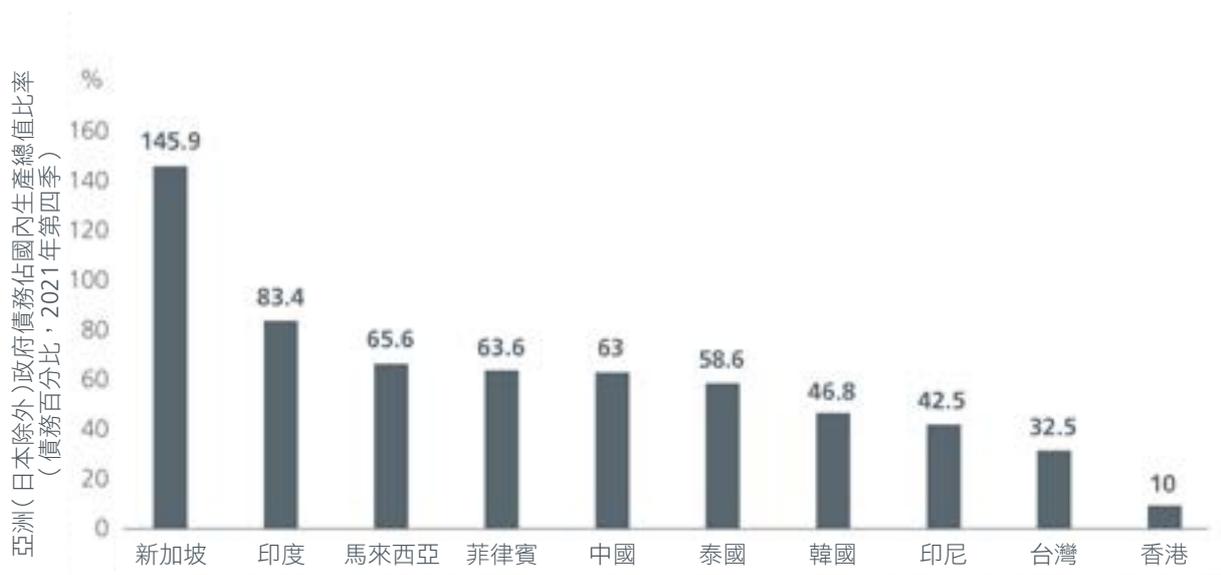
大部分亞洲企業能抵禦衝突造成的短期影響

在企業層面上，亞洲公司對俄羅斯及烏克蘭的企業或業務之直接投資同樣大致可控，而投入價格上升則可能對個別公司產生不同程度的影響。能源、基底金屬、煤炭及棕櫚油行業的亞洲生產商可能受惠於能源及商品價格上升，而較為依賴商品／能源投入的發電及部分製造業公司可能會受到不利影響。然而，即使在這些行業，影響幅度

亦不可能直接衡量，並會因公司而異。某些因素將決定最終結果，例如公司將價格升幅轉嫁消費者的能力、政府提供支持的可能性（對政府持有的公用事業公司而言），以及尋找代替投入品的能力。

總括而言，假設能源及商品價格上升屬暫時情況，並因政府應對措施而得以緩解，我們預計大部分亞洲公司能夠抵禦俄烏衝突的短期影響。然而，我們將監察發行人對供應方風險的敏感度，並根據估值作出所需的投資組合調整，以反映我們對贏家及輸家的看法。我們亦留意到，軍事衝突持續及進一步制裁可能導致供應鏈錯置的情況惡化，從而將造成全球經濟受到更廣泛的影響，可能會使我們的基本假設受到考驗。

圖 2：亞洲政府的負債比率理想



資料來源：CEIC、摩根士丹利，2022年2月。註：新加坡的公共債務水平並非反映其負債比率高，而是反映當局為發展當地債券市場而發行政府債務。新加坡政府為淨債權人。

免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞香港」)刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國 Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞香港和 Prudential plc. 與一家主要在美國營運的 Prudential Financial, Inc., 和在英國成立的 M&G plc 的附屬公司 Prudential Assurance Company, 沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站(www.eastspring.com.hk)由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。



保誠集團成員 