

穩步前行

東亞銀行財富管理處
東亞聯豐投資團隊



債券

東亞銀行財富管理處

穩步前行

本章摘要：

- 全球貿易戰緊張局勢降溫，「去美元化」進程在2025年第3季有所放緩
- 在當前全球貨幣寬鬆周期中，美聯儲對減息的取態較其他主要經濟體謹慎，這也為美國之後加快減息步伐提供了空間
- 美國就業市場數據轉弱和通脹降溫，為美聯儲重啟減息提供理由
- 聯邦公開市場委員會的組成可能偏向鴿派，促使委員會展開更廣泛討論，尤其是關於是否應將長期目標通脹率維持在高於2%的水平
- 我們預計美國聯邦基金利率將在2025年下調0.50%，並在2026年再下調0.50%。預期第4季內美國2年期國債收益率將於3.35%至3.75%之間上落，美國10年期國債收益率將於在3.75%至4.35%範圍內波動。
- 較長存續期債券相對較短存續期更能受惠於減息步伐加快，但由於美國的高債務水平和財政赤字問題短期難以解決，因此我們偏好中存續期而非長存續期
- 投資級別和高收益信用利差目前處於多年低位，進一步收窄的空間有限。由於發行量減少及發行人信用狀況改善，信用利差可能在未來維持低位
- 通過多元化投資於全球政府債券和以美元或當地貨幣計價的新興市場債券，是目前捕捉利息收益和尋求潛在資本增值的有效債券投資策略

央行政策回顧及債券表現比較

在本輪全球貨幣寬鬆政策中，美聯儲的減息取態較其他主要經濟體的央行更加小心謹慎。儘管美聯儲在2024年合共減息1%，但在2025年大幅放慢減息步伐，暫時僅在9月份減息0.25%，將利率區間調整至4.00%至4.25%。同期，歐洲央行、瑞士央行、加拿大央行已減息6至8次不等，2025年降息幅度介乎1.75%至2.25%。美聯儲審慎的貨幣政策令美國基準利率高於大多數主要國家，但也為未來進一步寬鬆留下了空間。



央行	基準利率	自最近利率峰值 減息次數	累積減幅	疫情以來利率峰值	截至2025年9月 底的最新利率
美聯儲	聯邦基金利率（上限）	4次	-1.25%	5.50%	4.25%
歐洲央行	歐洲存款機制利率	8次	-2.00%	4.00%	2.00%
英倫銀行	官方銀行利率	5次	-1.25%	5.25%	4.00%
澳洲儲備銀行	現金利率目標	3次	-0.75%	4.35%	3.60%
加拿大央行	隔夜利率	8次	-2.50%	5.00%	2.50%
新西蘭儲備銀行	官方現金利率	7次	-2.50%	5.50%	3.00%
瑞士國家銀行	瑞士政策利率	6次	-1.75%	1.75%	0.00%

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月30日

我們認為美聯儲在本輪全球貨幣寬鬆政策中表現得更加保守和謹慎，除了因為美國的經濟增長和就業市場相對其他市場更強和更具韌性之外，更主要的原因是來自關稅及稅制改革政策對經濟及通脹影響的不確定性。同時，美國的通脹下降速度比歐元區、加拿大及澳洲等經濟體更為緩慢，且仍處於相對高於其他國家的水平。

國家/地區	實際國內生產總值 (按年變幅)		消費物價指數 (按年變幅)		工業生產 (按年變幅)		失業率	
美國	25年第2季	2.1%	25年8月	2.9%	25年8月	0.87%	25年8月	4.3%
歐元區	25年第2季	1.5%	25年8月	2.0%	25年7月	1.8%	25年7月	6.2%
日本	25年第2季	1.7%	25年8月	2.7%	25年8月	-1.3%	25年7月	2.3%
英國	25年第2季	1.2%	25年8月	3.8%	25年7月	0.10%	25年7月	4.7%
加拿大	25年6月	0.9%	25年8月	1.9%	25年6月	-2.1%	25年8月	7.1%
澳洲	25年第2季	1.8%	25年8月	3.0%	2025年	-1.9%	25年8月	4.2%
瑞士	25年第2季	1.2%	25年8月	0.2%	25年6月	-0.10%	25年8月	2.8%

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月30日

鑒於美國減息次數及幅度相對較少，自2025年以來，美國國債的表現落後於其他地區的本地政府債券。對此不利表現的影響還因美元走弱進一步放大，尤其是對以美元計價的投資者而言更甚。截至2025年9月29日，年內及第3季主要債券指數表現如下：

債券指數	年內表現 (截至2025年9月29日)	第3季表現 (截至2025年9月29日)
彭博美國國債：1-3年總回報指數	3.94%	1.07%
彭博美國國債：5-7年指數	6.77%	1.41%
彭博美國國債：20年以上指數	5.39%	2.74%
富時世界國債指數	7.29%	0.03%
彭博環球綜合 — 企業債指數	9.42%	1.89%
彭博環球高收益企業債券總回報指數	9.35%	2.31%
摩根大通亞洲信貸指數	7.52%	3.3%
彭博新興市場本地貨幣政府多元化指數	13.30%	1.62%
彭博美元新興市場政府權重上限指數	10.16%	4.48%

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月29日

債券

儘管第3季度較長期的國債表現強勁，但20年以上的長期國債年初至今的表現仍然落後於中期國債。這主要是由於美國政府的赤字及債務水平高企且持續上升，令市場對美國財務狀況產生憂慮（詳情請參閱上季《債券》章節）。雖然美國債務問題在短期內難以解決，但美國對全球實施的關稅政策更加明確，以及美國國會通過《大而美法案》有望刺激消費與企業投資，因而改善了市場情緒。因此，我們看到「去美元化」進程在第3季度末暫時放慢，令美元指數維持在低位和長期國債溫和反彈。

美聯儲理事會組成或變得偏向鴿派

美聯儲在今年首8個月一直未有減息，立場與美國總統特朗普相左，令美聯儲主席鮑威爾多番遭到特朗普及其管治班子的強烈批評。特朗普更揶揄鮑威爾為「Mr. Too Late」，以表達他對美聯儲遲遲未有降息的不滿。

鮑威爾作為主席的任期將於2026年5月屆滿，距今不足1年。雖然特朗普曾於2017年提名鮑威爾擔任此職位，但他已表明不會再次提名鮑威爾連任。特朗普亦暗示，他可能會在鮑威爾任期結束之前提前公布繼任人選，並據稱已有潛在候選名單。

雖然我們無意預測下一任美聯儲主席的人選，但我們認為，美聯儲理事會的組成及具投票權的成員的變化，都可能令美聯儲的立場偏向更鴿派。一個對貨幣政策取態更溫和的美聯儲理事會料將會就美國是否應將其長期通脹目標保持在高於2%的水平進行廣泛討論，並且在目前通脹仍然相當頑固時，是否允許美聯儲更快速降低利率。

然而，特朗普政府對美聯儲的持續干預，引發市場對央行獨立性的擔憂，並有機會進一步推高長期國債收益率。如此一來，美國的國債收益曲線可能變得更加陡峭。從1970年代的高通脹等歷史經驗所得，白宮不應頻繁地干預央行運作，以維護政策的穩定性和央行的可信度。（詳情請參閱本季《宏觀策略》章節）在美聯儲獨立性受質疑的背景下，未來美聯儲的政策走向及利率設定，無疑將繼續引來市場的密切關注。投資者面對國債收益率變化和通脹風險，應保持高度警惕。

美聯儲雙重使命：促進就業與穩定通脹

美聯儲須肩負「雙重使命」，即保持物價穩定和達到最高就業水平。聯邦公開市場委員會認為，理想的通脹率為2%。而就業方面，委員們最新預估則認為失業率應為4.2%。雖然此前提及美國經濟表現具韌性是美聯儲在進一步放寬貨幣政策上保持謹慎的主要原因之一，但我們也看到其「雙重使命」的相關指標正適度轉弱。通脹方面，8月的消費者價格指數（CPI）和核心個人消費支出物價指數（Core PCE）的按年增長皆錄得2.9%，暫未見有大幅回升的風險。8月的核心生產物價指數（Core PPI）則降至2.8%。若果進一步觀察進口價格及剔除服務業的商品生產物價指數，則可以看到比較顯著的下降趨勢。儘管現時尚未能確認美國通脹正持續性下降，但特朗普政府的關稅措施對通脹影響的程度暫未有令市場和美聯儲感到過份擔憂。



日期	核心消費物價指數 (按年變幅)	核心個人消費 支出物價指數 (按年變幅)	核心生產者物價指數 (不包括服務) (按年變幅)	核心生產者物價指數 (按年變幅)	進口價格 (按年變幅)
2025年8月	3.1%	2.9%	2.8%	2.8%	0%
2024年12月	3.2%	3.0%	3.6%	3.7%	2.2%
2023年12月	3.9%	3.1%	2.7%	1.8%	-2.4%
2022年12月	5.7%	5.0%	4.7%	5.7%	3.2%
2021年12月	5.5%	5.2%	7.0%	8.7%	10.3%

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月29日

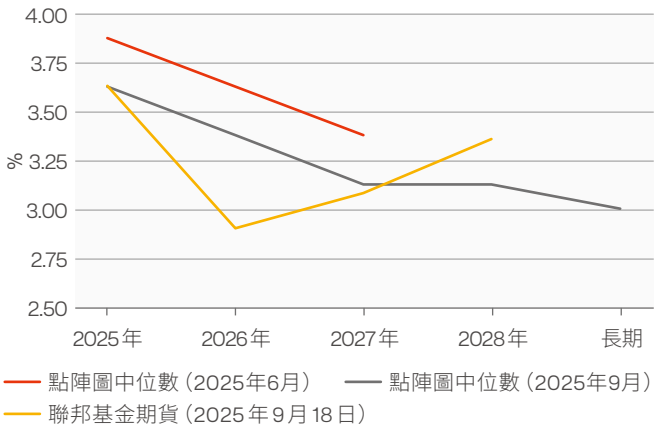
美國就業市場近月明顯轉弱。美國8月的失業率為4.3%，屬於歷史標準中的偏低水平，並且與美聯儲的預測相若，但我們觀察到就業不足率、每小時平均工資和勞動參與率均呈現出略顯疲弱的跡象。一個更明顯有力的證據來印證就業市場轉弱的是非農就業數據，該數據從2021年每月新增約60萬就業人數，下降至截至今年8月的年內平均僅7.5萬人。而8月的非農就業人數僅增2.2萬，已連續4個月低於10萬人。

日期	新增非農就業人數 (月均)	失業率	就業不足率	平均每小時工資 (按年變幅)	就業參與率
截至2025年8月	7.5萬	4.3%	8.1%	3.7%	62.3%
2024年12月	16.8萬	4.1%	7.5%	4.0%	62.5%
2023年12月	21.6萬	3.8%	7.2%	4.1%	62.5%
2022年12月	38.0萬	3.5%	6.6%	4.9%	62.3%
2021年12月	60.3萬	3.9%	7.3%	5.0%	62.0%

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月19日

註：2021年至2024年的失業率、就業不足率、平均每小時工資和就業參與率，為該年12月的數據

最新點陣圖 (2025年9月)



*美聯儲6月會議上沒有提供2028年的利率計劃

資料來源：美聯儲，數據擷取於2025年9月18日

偏好中期存續期債券

在9月份的會議中，美聯儲如預期地將基準利率下調0.25%。同時，美聯儲亦暗示今年將再進行兩次減息，而最新的點陣圖顯示，2026年及2027年將各進行一次0.25%的減息，並將長期利率保持在3.00%不變。「就業需求放緩」被列為比六月預測多一次減息的主要原因。政策制定者亦略微上調了2025年及2026年的經濟增長及通脹中位數預期。美聯儲強調，目前的決策框架採用「逐會逐定」的方式，並承認目前通脹「有所上升且仍然偏高」。

債券

聯邦基金利率 %	2025		2026		2027		2028		長期預測	
	6月	9月	6月	9月	6月	9月	6月	9月	6月	9月
4.500										
4.375	7	1								
4.250										
4.125	2	6	1							
4.000										
3.875	8	2	5	2	2	2	2		1	1
3.750									1	1
3.625	2	9	4	6	3	2	2		2	1
3.500									2	1
3.375			5	2	6	2	2		1	2
3.250										1
3.125			2	4	3	7	5		1	2
3.000									3	4
2.875		1	1	3	3	3	4		4	1
2.750							1			2
2.625			1	2	2	2	3		2	3
2.500									2	
2.375						1				
中位數	3.875	3.625	3.625	3.375	3.375	3.125	不適用	3.125	3.000	3.000

投資者亦須留意，在美聯儲於9月舉行的會議中，委員會以11票贊成、1票反對的情況下，決定將聯邦基金利率目標範圍下調25點子至4.00%至4.25%，此前已連續5次會議維持利率不變。在會議前剛剛宣誓就職的美聯儲成員米蘭（Stephen Miran）曾主張進一步進行半厘的大幅度減息。展望2026年，美聯儲的點陣圖中位數預測為3.375%，比現時利率低0.75%，僅比6月的點陣圖預測低0.25%，但只要有一位委員採取更溫和的鴿派立場，點陣圖便可能再向下調整0.25%。

因此，我們已修訂對美國未來減息的預測，預期在2025年餘下日子仍會減息50點子，並在2026年額外減息50點子。具體到美國國債收益率預估，基於我們對美國2025年仍然有減息兩次的預期，預期第4季內美國2年期國債收益率將於3.35%至3.75%之間上落，美國10年期國債收益率將於3.75%至4.35%範圍內波動。

鑑於(1)美國基準利率處於高位，(2)美聯儲在目前的寬鬆周期中減息步伐落後於環球其他央行，(3)美聯儲雙重使命的相關數據有轉弱跡象，及(4)美聯儲理事組成或會偏向溫和鴿派，我們對存續期的偏好有所延長，從1至3年的短存續期移至5至10年的中存續期。我們認為此舉有助債券投資者捕捉潛在加快減息利好債價的潛力。同時，我們對10年以上的長存續期債券維持審慎看法，主因包括：(1)對美國債務長期可持續性的擔憂，(2)美國政策不確定性仍存在，「去美元化」情緒可能重新升溫，(3)市場擔憂美聯儲的獨立性被削弱，以及(4)若關稅最終轉嫁至美國消費者，通脹風險可能加劇。

全球政府債券表現

日期	全球政府債券	美國政府債券	亞洲美元政府債券	新興市場美元政府債券	新興市場政府債券
2025年1月1日至 2025年9月29日 的回報	7.29%	5.36%	4.50%	9.57%	13.30%

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月29日

除美國國債之外，非美國政府債券亦具有吸引力。上表顯示，美國國債在今年表現遜於其他政府債券指數，其疲弱表現在與以美元計價的本地貨幣政府債券相比時更明顯。今年初至9月29日，美國國債的回報約為5.4%，而以美元計價的全球政府債券回報達7.3%。新興市場本地貨幣政府債券的表現明顯領先，期內以美元計價的回報達到13.3%。毫無疑問，部分領先表現可歸因於美元疲弱。然而，美國國債的回報也落後於新興市場美元政府債券(9.6%)。我們在上季建議投資者應考慮非美元計價的債券及多元化債券的投資組合，不應僅限於以美國為中心的投資策略，轉而採取更全球化的部署，上季債券市場的回報正好印證我們建議的多元化策略奏效。



不同期限的政府債券表現分化

政治局勢、財政狀況、債務可持續性、通脹走勢以及勞動力市場情況均是影響各國長期貨幣政策的重要因素，導致不同期限的全球各國政府債券表現呈現出分化表現。儘管部分國家推行寬鬆的貨幣政策，一些國家的長期債券收益率仍然不跌反升。

國家債券	2024年 12月31日 收益率	2025年 9月29日 收益率	收益率變化
美國30年國債收益率	4.78%	4.70%	-8點子
德國30年國債收益率	2.60%	3.27%	+67點子
法國30年國債收益率	3.73%	4.34%	+61點子
英國30年國債收益率	5.13%	5.51%	+38點子
澳洲30年國債收益率	4.83%	4.98%	+15點

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月29日

債券

儘管美聯儲、歐洲央行、英國央行及澳洲央行在今年相繼推出貨幣寬鬆措施，這些經濟體的長期國債收益率卻顯現出高波動性和收益率出現顯著上升。在美國方面，30年期收益率曾在第三季度再次突破5%，直至美國就業數據有疲弱跡象及美聯儲展現出溫和降息傾向後才回落。我們此前已分析過美國長期債券收益率上升的原因。而在歐洲方面，德國則因應地緣政治及經濟挑戰，放寬了其一向嚴格的財政規範，這標誌着德國的理財哲學從嚴到寬的歷史性轉變。至於法國，新任總理（兩年內的第5位）勒科爾尼（Sebastien Lecornu）的首要任務是在分裂的議會中推動幅削減赤字的預算案。而在英國，當地的經濟情況亦出現挑戰。財政大臣里夫斯（Rachel Reeves）也正面臨挑戰，她需要在穩住投資者信心與避免引發英國陷入財政困局之間取得平衡，即稅收增加對需求和增長造成打擊，進而引發市場進一步疲弱的惡性循環。同時，英倫銀行行長貝利（Andrew Bailey）特別提到當地的勞動力參與率持續疲弱，通脹率則仍高於3.5%兼有繼續上升的趨勢，情況令人憂慮。與此同時，澳洲的通脹率急劇反彈，進一步加大了該國長期債券收益率上升的壓力。

表現優異的新興市場債券

5年期國債	2024年 12月31日 收益率	2025年 9月29日 收益率	收益率變化
意大利	2.86%	2.77%	-10點子
土耳其	6.68%	5.94%	-74點子
印度	6.72%	6.21%	-51點子
印尼	7.03%	5.51%	-152點子
巴西	15.66%	13.50%	-216點子
墨西哥	9.99%	8.21%	-178點子
南非	9.05%	7.90%	-115點子

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月29日

在歐洲，儘管如前所述德國、英國及法國的主權債券遭遇拋售，但意大利的主權債券表現突出。這主要歸功於評級機構穆迪將該國信用評級展望於2025年5月調升至正面，反映出意大利在2024年的財政表現有所改善、國內政治局勢趨於穩定，以及實現中期財政結構目標的可能性日益增加。

至於新興市場，土耳其的信用評級於2025年7月獲穆迪由「B1」調升至「Ba3」，主因該國採取了有效的經濟政策，成功重建投資者對土耳其里拉的信心。同時，土耳其央行堅持緊縮貨幣政策，有效緩解通脹壓力。印度的信用評級亦獲另一評級機構標準普爾調升至「BBB」，反映該國經濟穩健、政策穩定，以及在基礎設施投資持續投入為經濟帶來持續的增長動力。

此外，印尼、巴西、墨西哥和南非等國的信用評級在2025年保持穩定。該些國家的通脹穩定使得央行能降低基準利率，並繼續展示出經濟韌性，推動本國貨幣兌美元升值。截至今年9月29日，巴西雷亞爾、墨西哥披索及南非蘭特分別對美元升值了6%至12%。

新興市場中不少國家的信用評級穩定甚至出現改善、貨幣匯率走強，以及經濟穩定性提升。同時，與成熟市場相比，新興市場提供更具吸引力的債券收益率。特別是在有利的貨幣政策環境下，這些市場為投資者創造了多元化投資機會與增加債券投資組合回報的潛力。

企業債券與高收益債券的風險與機遇

企業債券	全球 企業債	全球 高收益債	亞洲美元 投資級別	亞洲美元 高收益債
今年初至 9月29日 表現	9.56%	9.69%	6.48%	8.13%
信用利差 由今年初至 9月29日 的變動	收窄 8點子	收窄 21點子	收窄 18點子	收窄 98點子

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月29日

現在，讓我們從全球政府債券轉向企業債市場。截至9月29日，企業債表現優異，並且跑贏政府債券。今年以來，全球企業債券及全球高收益債券（所有貨幣計價）均錄得逾9%的回報率。誠如我們在第3季度的展望報告中提到：「企業債券依然是債券投資者的重要資產配置選項。」事實上，2025年信用利差一步收窄，目前美國美元投資級別債及亞洲美元投資級別債分別低見73個點子及60個點子，是過去15年來的最低水平。

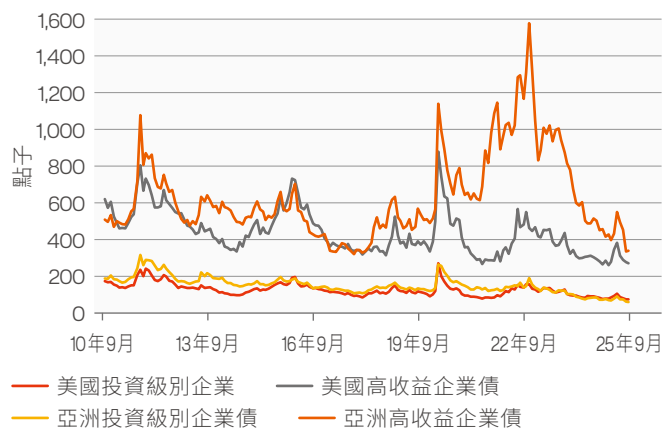
信用利差的收窄一方面反映了投資者對企業未來還債能力的信心增強，或者是對經濟前景更為樂觀；另一方面亦顯示投資者偏好具有穩健現金流及良好財務狀況的企業，並透過分散投資減低風險，避免過度投資於在財政紀律欠佳及債務可持續性受挑戰的政府發行人。此外，企業債供應有限亦是支持其表現的主要技術性因素。全球債券發行量曾在全球零利率政策期間大幅增加，但自2022年以來，隨著央行快速加息令利率大幅上升，企業為了保持資產負債表的靈活性，已大幅去槓桿。同時，部分企業逐步減少美元借貸，轉向本土市場尋求融資，以避開美元在上一輪加息周期期間升值的影響。這一現象在亞洲市場尤為明顯。

2025年企業債表現



資料來源：彭博，截至2025年9月18日

美國和亞洲企業信用利差



資料來源：彭博，截至2025年9月18日

下圖表列出了自2020年以來美國、歐洲及中國的利率走勢，以及美元指數的發展情況。

美國、歐洲及中國基準利率與美元指數的表現



資料來源：彭博，截至2025年9月18日

債券

美聯儲及歐洲央行在疫情期間將利率降至接近零水平，並配合大規模的量化寬鬆政策以穩定經濟。但自2022年起，通脹問題顯著升溫，促使各國央行積極加息，美聯儲在2023年將利率上限調升至5.5%，導致美元飆升。中國則採取截然不同的貨幣政策，人民銀行在疫情早期實施了溫和降息政策。當全球經濟普遍面臨通脹壓力時，中國卻受制於通縮。在2022年至2023年間，中國的房地產市場陷入困境、內需消費疲弱及經濟增長放緩等挑戰，令人行進一步放寬貨幣政策以刺激經濟復甦。

全球超低利率環境促成了一波美元計價債券發行熱潮。然而，2022年中國房地產行業的違約事件接踵而來，導致離岸市場對中國債券的需求急速萎縮。加之美元走強，進一步加重了依賴美元借貸的中國發行人的償債壓力。同時，隨著全球利率急升，中國的國內利率由疫情早期高於全球水平變成低於國際水平。這種轉變促使更多中國企業返回國內市場尋求融資，特別是在房地產行業危機之下，中國發行人在離岸美元市場的參與度進一步降低。綜合來看，中國房地產市場的低迷和國內借貸成本顯著低於美元借款成本，令不少中國企業選擇集中於國內市場發債，亦令美元計價債券的發行量在近年來急劇下降。現時仍活躍於離岸市場的中國發行人，多為財務穩健的優質企業。

值得關注的是，由於美元計價債券發行量顯著減少，而尋求收益的投資者需求相對穩定，在求過於供的情況下，導致亞洲信用利差顯著收窄。自2024年初以來，亞洲投資級別債券的信用利差已低於美國同類投資級別企業債的利差。儘管目前全球及亞洲投資級別與高收益的信用利差處於歷史低位，進一步收窄的空間有限，但基於債券發行供應有限及發行人的信用改善，信用利差可能在未來一段時間繼續維持在低位。

債券投資策略結論

踏入2025年最後一個季度，我們對全球債券市場的前景持審慎樂觀的態度。鑑於美聯儲可能展現出較為鴿派的政策取向，我們建議投資者可考慮將債券投資的存續期由短期延長至中期，以便更好地把握減息步伐加快所帶來的潛在機遇。

至於美國以外的市場，我們留意到多項有利因素正在浮現，包括債券供應受限、貿易關稅不確定性逐步減少，以及全球經濟可能實現軟著陸等情況，這些均是支持環球政府債券或信用市場的關鍵基礎。為了分散風險並提升投資組合的回報，我們建議投資者可適當分散投資至環球政府債券市場，並考慮以美元或本地貨幣計價的新興市場債券，藉以捕捉債息收入機會及探索潛在的資本增值。整體而言，上述策略旨在穩定收益和資本增值目標取得平衡，並為投資者應對多變的市場環境提供更全面的資產配置方向。



美國利率預計下行 有助支持亞洲信貸

本章摘要：

- 美國利率有下調空間，有助帶動資金流向風險資產
- 美國國債孳息率曲線陡斜、供應不足和債券贖回行動，皆利好亞洲投資級別債券，尤其是長期債券
- 韓國金融、中國科技、媒體和通訊以及印尼半主權投資級別美元債券估值相對吸引
- 亞洲高收益美元企業債券收益率可觀兼信貸基調穩健。印度再生能源、中國工業和澳門博彩業的債券值得關注

目前美國利率趨向適度緊縮，尚未達中性水平。美聯儲主席鮑威爾指出，美國關稅政策對通脹的影響料短暫，加上勞動市場開始出現疲態，預示利率將有下調空間，利好存續期較長的亞洲投資級別債券。長債供不應求，且很多亞洲企業提前贖回債券，為該板塊提供技術性支持。美國減息亦將促使資金流向風險資產，為亞洲高收益美元企業債券帶來支持。

東亞聯豐投資團隊認為，亞洲信貸市場充滿機遇，韓國金融、中國科技、媒體和通訊及印尼半主權投資級別美元債券等領域皆值得留意。高收益債券方面，印度再生能源、中國工業及澳門博彩業等行業均值得關注。

亞洲高收益債券選擇多元化

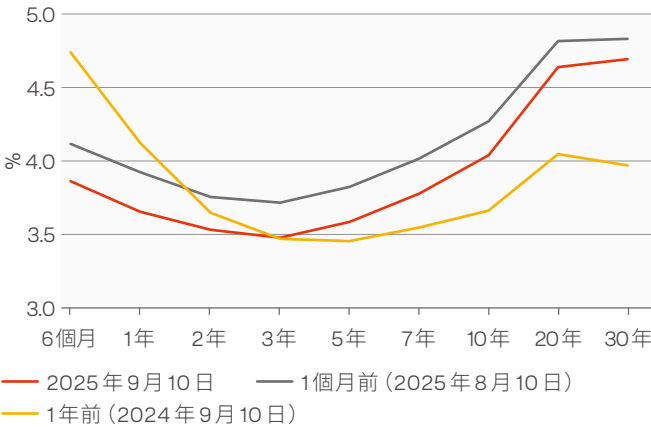
	澳門 博彩	印度 大宗商品	印度 再生能源	印尼 大宗商品	中國 工業
到期 收益率	5-7%	7-11%	6-8%	7-11%	5-9%

資料來源：東亞聯豐，截至2025年7月31日。

亞洲投資級別債券

亞洲投資級別美元債券，尤其是長期債券，料會受惠於減息預期、供應短缺及企業回購等多項利好因素支持。鮑威爾開啓減息之門，導致美國短期國債收益率急降，國債孳息率曲線因而趨陡斜。從技術層面而言，亞洲美元債券淨供應已連續3年出現負數，預計今年仍然會維持低位。2023年及2024年新發行債券中，30年期債券分別僅佔1%及3%。由於亞洲通脹較低，多數央行貨幣政策寬鬆政策，令亞洲企業得以較低成本從本土融資用作回購美元債券，部分債券甚至出現投標溢價，為投資者帶來額外回報。

美國國債孳息曲線



資料來源：Investing.com，截至2025年9月11日

韓國銀行投資級別美元債券基本面強勁

韓國達「BBB」信貸評級的金融債券選擇眾多，包括銀行與券商。當地四大銀行的普通股權一級資本充足率充裕且呈上升趨勢，而不良貸款率則維持低位，資產質素良好。整體而言，韓國金融債券估值吸引，發行人嚴控風險與資本管理，優質銀行的額外一級資本債和次級債的收益率均高於包括泰國、印度和中國等亞洲同業。

中國科技、媒體和通訊債券利差縮窄，但槓桿比率健康、基調良好

隨著中國宏觀經濟趨穩及利好政策出台，中國科技、媒體和通訊債券的信貸基本面得以改善，利差自4月起持續收窄，但與信貸評級相近的國企相比，收益率依然吸引。業內龍頭收入持續增長，多數持有大量淨現金，反映償還能力強。中國內地採取適度寬鬆的貨幣政策，令科技、媒體與通訊企業能以較低成本進行在岸融資，毋須發行美元債。加上，發行量有限但需求殷切，因此我們看好此行業的債券表現，尤其是當中的長債。

債券

印尼半主權長債估值吸引，惟須關注內閣改組引發的市場波動

近日印尼出現政治動盪，一直理財審慎並受投資者歡迎的財政部長被罷免，市場擔心新任財長可能會一改審慎理財作風，加大發債力度以支持總統振興經濟的目標，導致債市、股市與匯市下跌，央行介入穩定匯價¹。目前，印尼宏觀基調尚算穩健，外匯儲備充裕，8月底時達1,500多億美元²，因此央行應有足夠彈藥在需要時穩定匯率及資本市場。再者，新財長Purbaya Yudhi Sadewa表示將延續審慎財政政策，堅守財政赤字不超過經濟增長3%上限³，安撫市場情緒。鑒於估值具吸引力及新債發行量有限，東亞聯豐投資團隊繼續看好包括能源和石油板塊的印尼半主權美元長債，惟投資者仍須密切留意當地的政治事態發展和市場反應。

總括而言，美國勞動市場有所放緩，關稅對通脹影響有限，為美聯儲締造減息空間。減息有利投資級別債券表現，加上供應短缺及回購行動有助減低企業債務水平，為亞洲投資級別債券，尤其是長債帶來支持。

亞洲高收益債券

亞洲高收益美元企業債券選擇豐富，收益率較環球同類債券吸引，與環球資產關連性低，而且信貸基調穩健，平均信貸評級達「BB-」。市場預期亞洲高收益企業債今年違約率僅2.3%。加上供應有限，料對債價帶來一定支持。

印度主權評級獲調升，再生能源供應商未受關稅影響

儘管印度與美國存在關稅磨擦，但由於印度高收益債券選擇多，投資者可避開受關稅影響板塊。例如，再生能源供應商在當地興建風力及太陽能電廠，收入主要來自本土市場，不受關稅影響。該板塊基調穩健，加上印度政府積極支持再生能源發展，令相關企業能透過不同渠道進行融資。評級機構標普近日調升印度主權信貸評級至「BBB」，反映其經濟韌性、持續推行財政整頓和投入基礎建設，料有利印度高收益美元債市前景。

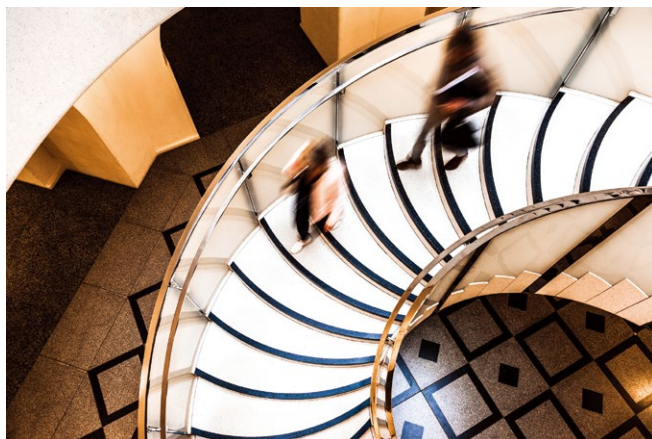
中國工業美元債券受益於不同利好因素

受不同利好因素帶動，東亞聯豐投資團隊相信中國工業高收益美元債券前景樂觀。例如，一家中國鋁業生產商因為業績強勁，利好其債券表現。另一例子是從物流與數碼基建等項目的國際企業，在8月底獲阿布扎比投資管理局承諾投資最多15億美元支持其業務發展。該物流公司較早前更成功以52億美元出售資產管理業務，部分資金用作償還債務，意味信貸素質穩健。除板塊前景樂觀外，工業債券平均到期收益率亦達5-9%，具投資潛力。

澳門博彩業收入增加，債券未受關稅影響

受娛樂表演等利好因素帶動，澳門8月博彩收入按年上升12.2%至221.56億澳門元⁴，符合市場預期，亦是連續4個月超過200億澳門元的水平。市場預期，受惠人民幣升值和中國內地富裕賭客增加，澳門在下半年的博彩收入按年增長可達13%⁵。宏觀基調穩健、到期收益率約5-7%，加上澳門博彩業未受美國關稅影響，因此相關債券獲東亞聯豐投資團隊看好。此外，某博彩營運商新發行2034年到期合共10億美元新債獲超額認購，並提前贖回2026年到期的10億美元債券，相信博企負債管理行動有助鞏固信貸基本面。

美國利率預計下行，資金將流向風險資產。亞洲高收益美元債券選擇豐富，涵蓋不同市場和板塊。加上信貸基調穩健、違約率不高以及供應有限，技術和信貸層面均對債價帶來支持。



¹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/indonesian-finance-ministers-removal-unnerve-investors-rupiah-sinks-2025-09-09/>

² 見Trading Economics網站，<https://tradingeconomics.com/indonesia/foreign-exchange-reserves>

³ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/indonesias-new-finance-minister-plans-liquidity-measures-with-central-bank-boost-2025-09-09/>

⁴ 見澳門博彩監察協調局網站，https://www.dicj.gov.mo/web/en/information/DadosEstat_mensal/2025/index.html

⁵ 見GamblingNews網站，<https://www.gamblingnews.com/news/investment-banks-see-stronger-2025-for-macau-casinos/>

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。其內容是根據在此文件刊發前可公開獲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。

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自身的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。閣下明白投資決定是完全由閣下自行作出的，東亞銀行有限公司建議閣下應自行作出獨立判斷，或應向閣下的獨立專業顧問尋求有關投資產品方面的資訊，法律影響及任何其他事宜的意見。

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。