



# 環球債市：穩中求進



**彭偉偉**

東亞銀行財富管理處首席投資策略師

**鄭瑩**

東亞銀行財富管理處投資策略師



## 環球債市 – 穩中求進

展望第二季，中東局勢暫成為債市最大變數，原油價格急升，觸發全球市場對通脹升溫的憂慮，債市氣氛主要受通脹憂慮所主導，而非傳統避險資金泊入債市，各國10年期國債息率在衝突後抽高，名義利率的上升主要由原油急升導致通脹預期上升所帶動。

面對能源價格上升及通脹預期升溫，美聯儲的減息政策前路添上變數。美伊衝突發生後，美國國債收益率不跌反升，短債收益率一度升得更快，反映市場預期減息空間已經收窄，亦對「滯脹」憂慮作早期定價。對比美伊衝突發生前後的孳息率曲線，整體曲線向上移，即使後續地緣不明朗因素消退，美聯儲仍有減息空間，預期傳導作用或集中於短期債，10年期債息不一定跟隨回落。

第二季策略在於慎防債息的波動，核心部署於美債孳息曲線的中段，組合存續期控制於短至中期，存續期風險（duration risk）的波動較長債低，而持有收益（carry）亦較短債吸引。

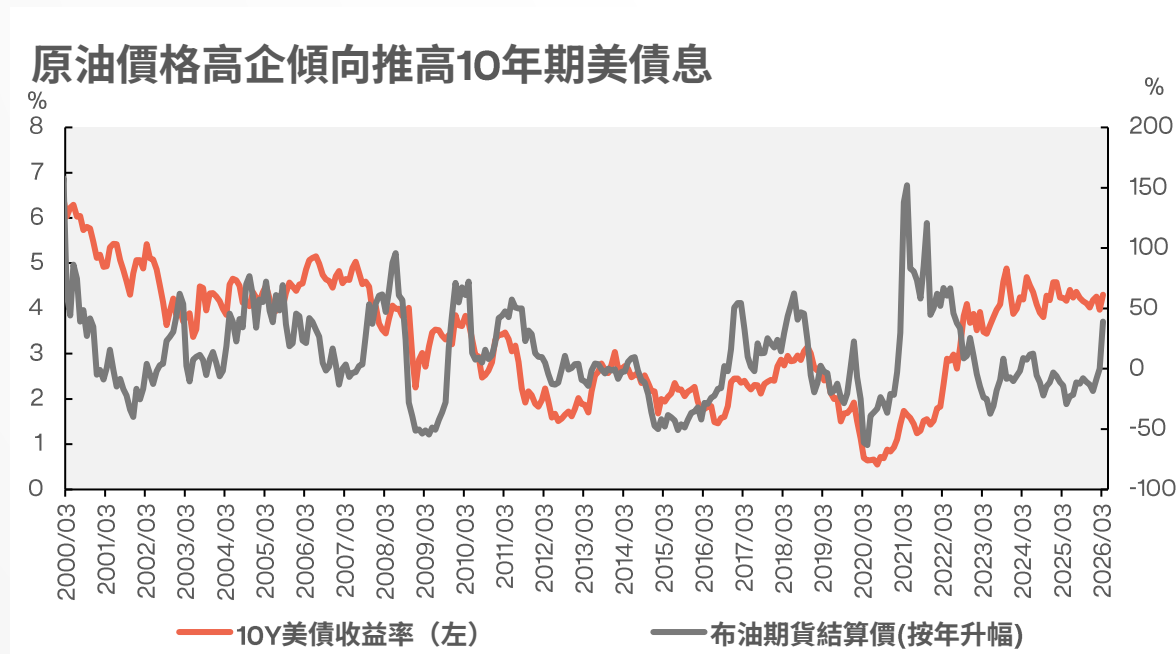
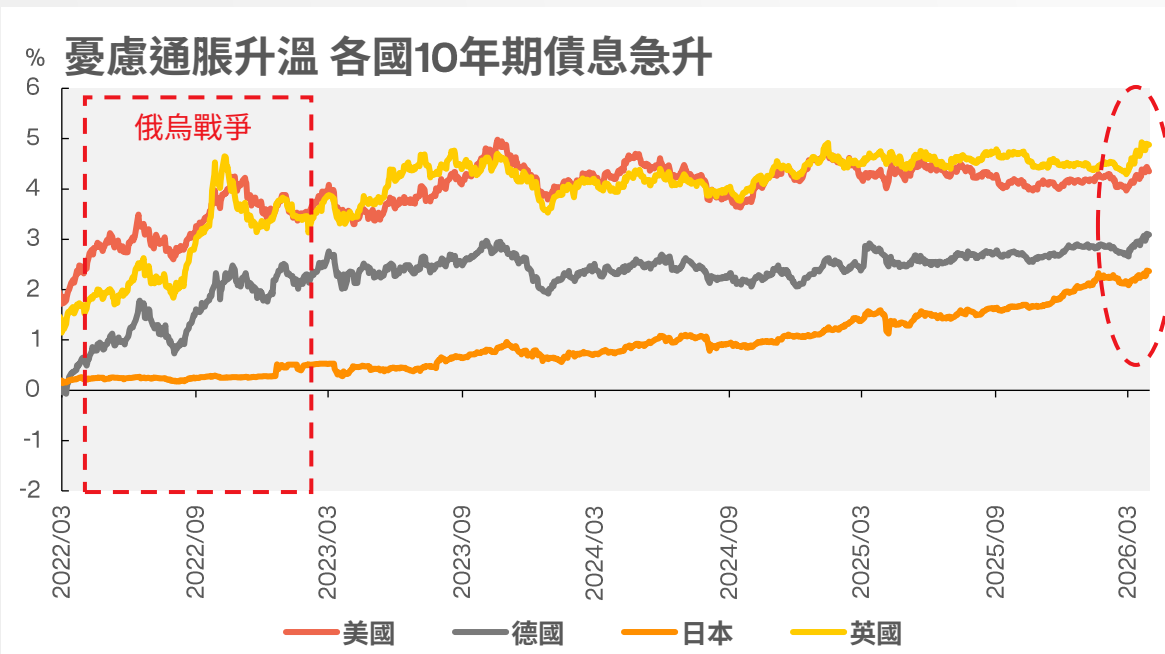
美伊衝突後，環球投資級別及高收益債券收益率均有所攀升，但信用利差的擴大幅度有所不同，全球投資級別債的信用利差擴闊幅度較全球高收益債小，在環球通脹及經濟具有不確定性之下，投資級別債信用風險較高收益債低，預期企業違約率繼續保持低位，可以為債券組合帶來穩定收益。然而，高收益債券中的能源企業或能受惠油價升幅，有望改善財政狀況及評級，可作策略性部署。

新興市場美元債於衝突後信用利差擴闊並不嚴重，債息的抽高及價格波動主要來自於國債收益率的推升，而非企業或國家基本面的惡化。新興市場美元債絕對收益率仍然吸引，為投資者提供充足的利息緩衝，而部份新興市場具備能源及商品出口優勢作「保護」，表現跑贏其他新興市場國家，亦可作選擇性配置。



## 環球債市：地緣衝突重塑第二季環球債市格局

- ❑ 踏入2026年第二季，中東局勢成為債市最大變數，衝突導致能源運輸受阻，原油價格急升，觸發全球市場對通脹升溫的憂慮，債市氣氛主要受通脹憂慮所主導，多於傳統避險資金泊入債市。
- ❑ 各國10年期國債息率在衝突後一個月累計升幅達20至60點子，然而對比2022年俄烏戰爭時，各國10年期債息由極低水平快速抽升，是次衝突發生前，利率處於相對高的水平。
- ❑ 原油是全球通脹的領頭羊，過去數據顯示油價與10年期美債息走勢高度同步，油價上漲，市場會預期未來通脹壓力加大或預期政策趨緊，布油於3月美伊衝突中沖高至超過110美元，推高10年期美債收益率。

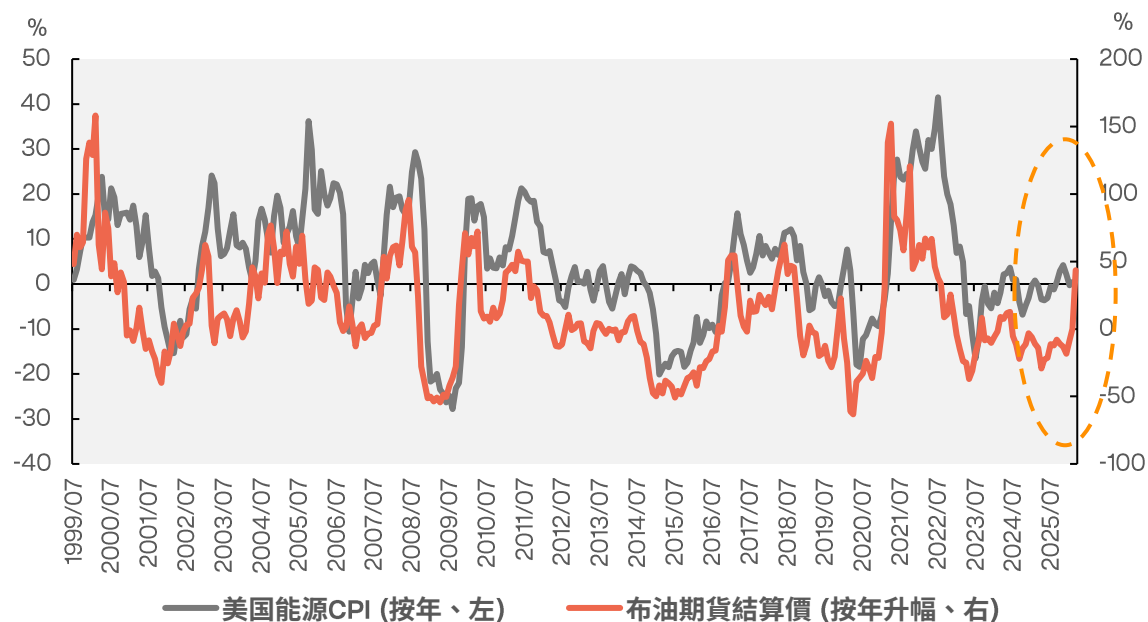




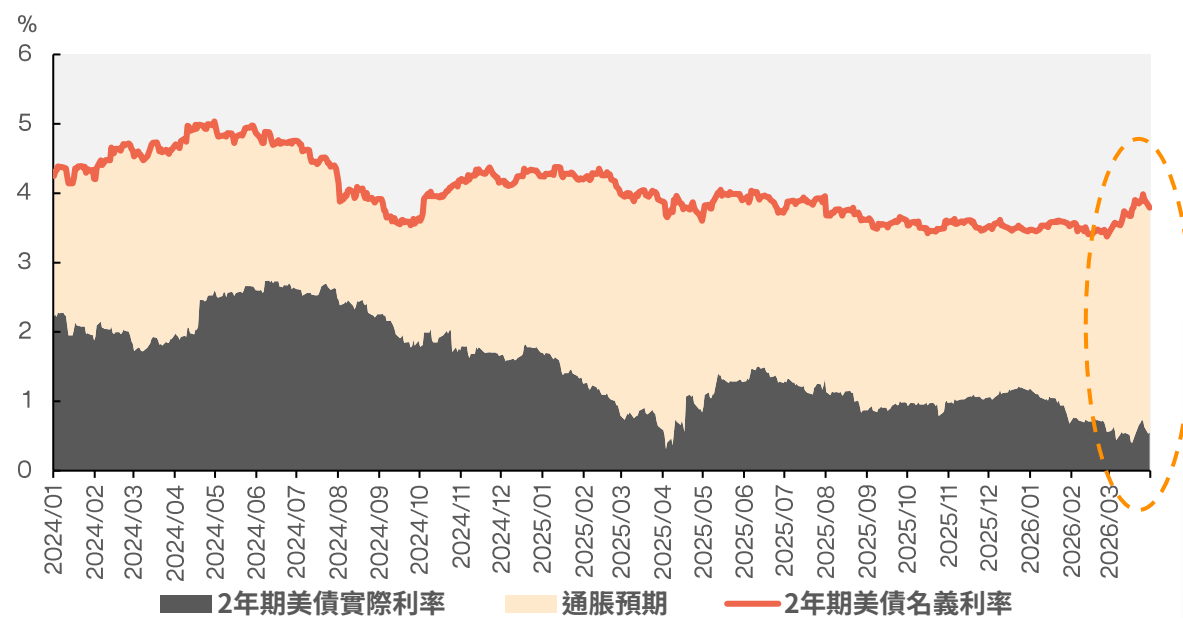
## 美國國債：通脹預期大升，減息前路變數增

- 美伊衝突帶動油價急升，布蘭特期油在3月升幅超過60%，能源價格上升的影響將反映於未來數月能源CPI的升幅。
- 美債息急升，美伊衝突後一個月，美國2年期國債息率累計升幅42點子，一度升穿3.9厘水平。圖表顯示，在經歷了2025年下半年的緩步下滑後（由4%一度跌至3.4%水平），2年期美國國債名義利率在今年3月份起因地緣衝突顯著反彈。
- 近期名義利率的攀升，主要受到通脹預期快速擴大所驅動，由於實際利率仍處於相對低位（約0.4%至0.6%區間），而通脹預期墊高了名義利率，反映市場對「滯脹」的憂慮及早期定價。

### 油價急升將加大通脹壓力



### 通脹預期推升美國2年期國債息率

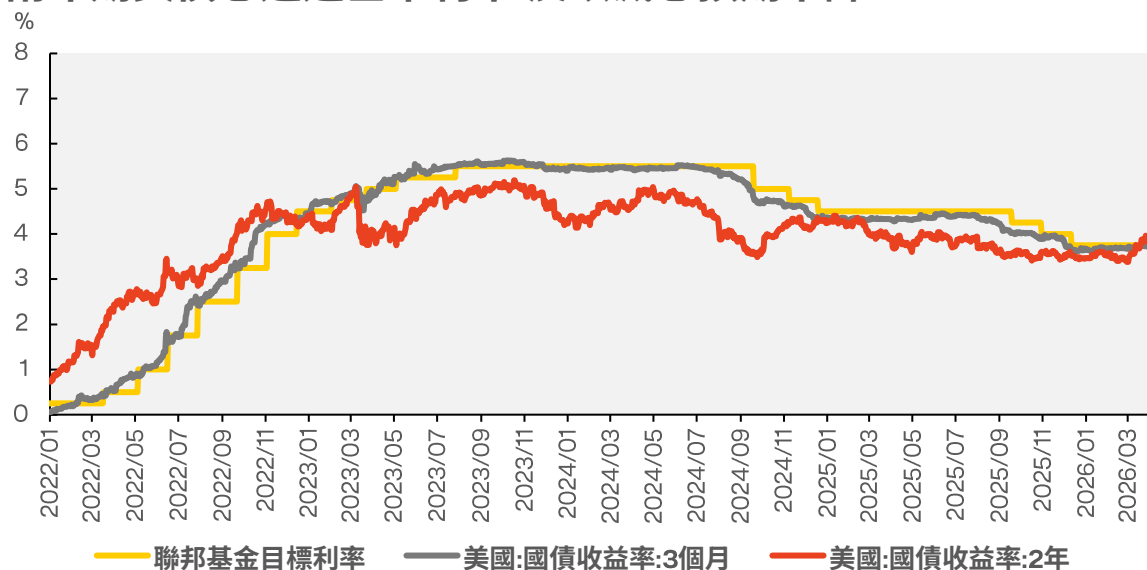




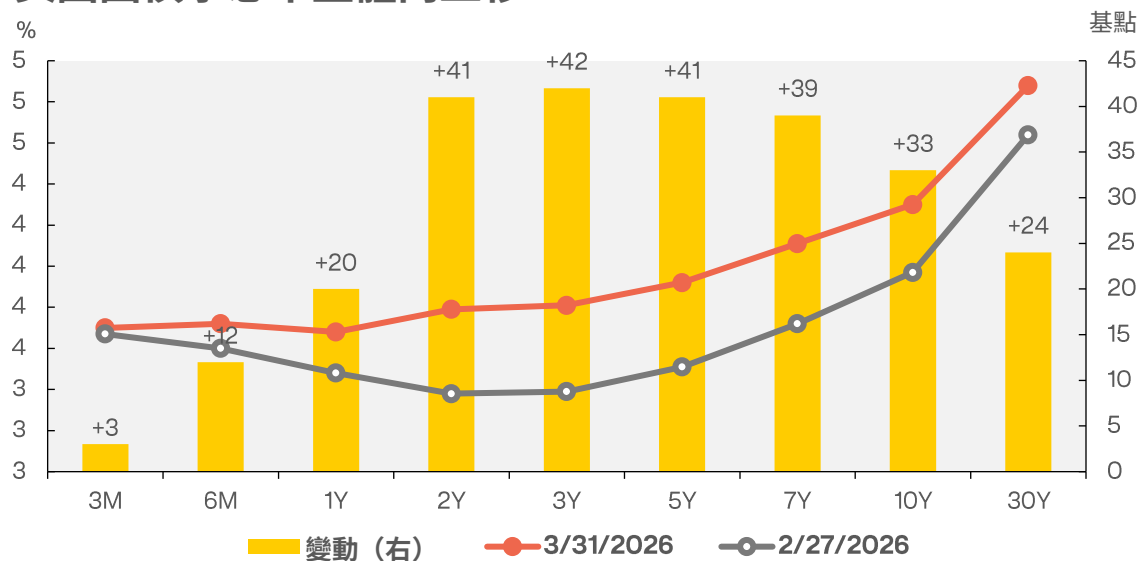
## 美國國債：核心部署中段曲線，控制存續期於短至中期

- 因對通脹的憂慮和財政赤字預期，資金在債市避險短暫，美國國債收益率不跌反升，短債的收益率一度上升得更快，3個月國債息一般緊跟基準利率，2年期國債息則反映減息預期，左下圖顯示，最近一年2年期國債息一度早於基準利率下跌，市場對減息的預期提早反映。然而衝突後2年期債息急升，單月急升42點子，逼近基準利率，反映市場預期減息空間已收窄。
- 對比美伊衝突發生前及3月31日的孳息率曲線，整體曲線向上移，基於通脹預期升溫、減息預期下降，我們認為即使後續仍有減息空間，傳導作用或集中於短期債，10年期債息不一定會跟隨回落。
- 我們看好孳息率曲線中段，存續期風險（duration risk）及波動較長債低，而持有收益（carry）則較短債吸引。

兩年期美債息逼近基準利率 反映減息預期下降



美國國債孳息率整體向上移





## 環球債市：地緣政局不明朗之下，投資級別信用風險較低

- ❑ 美伊於二月底爆發衝突，所有類別債券的收益率均有所攀升，但信用利差的擴大幅度有所不同，全球投資級別債的信用利差，擴闊幅度較全球高收益債小，整體企業信用風險較高收益債低。
- ❑ 而亞洲高收益債的信用利差擴大最為顯著，較全球及美國高收益大，反映亞洲作為能源進口國，部分企業受通脹成本影響較高。
- ❑ 整體而言，我們認為投資級別債防守性強，信用風險比較低，即使在環球通脹及經濟具有不確定性之下，企業違約率仍能保持低位。普遍投資級別債提供4.6% – 5%收益率，持有收益（carry）仍然吸引。

### 各類債券的風險與機遇

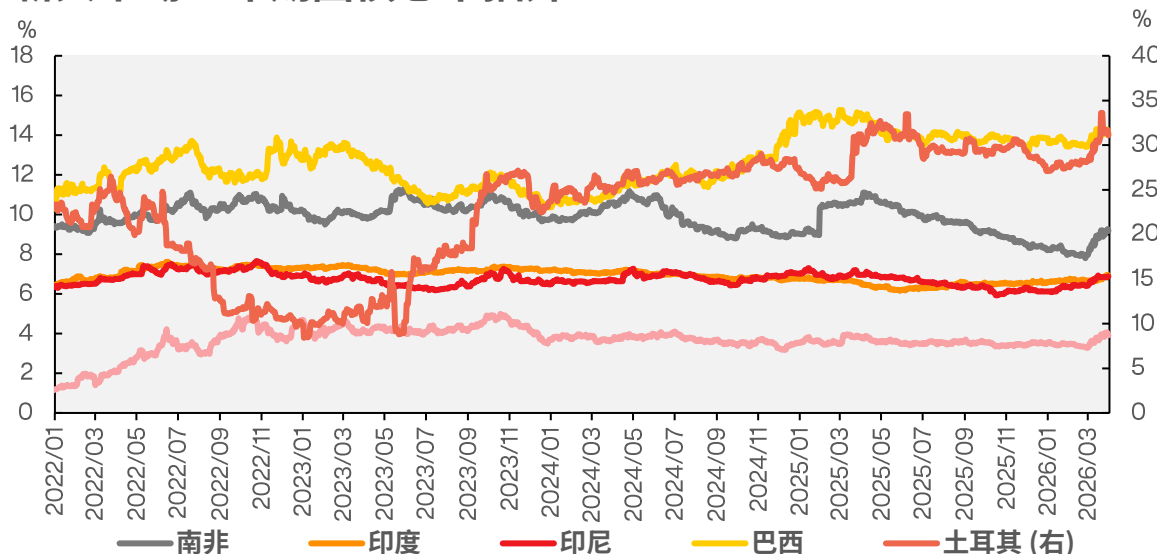
衝突前: 27/2	全球高收益	全球投資級別	美國高收益	美國投資級別	亞洲高收益	亞洲投資級別	新興市場美元債
衝突前收益率	6.59%	4.24%	6.71%	4.73%	7.18%	4.32%	5.66%
3月31日收益率	7.41%	4.78%	7.40%	5.13%	8.56%	4.77%	6.28%
衝突前信用利差	3.07%	0.84%	2.91%	0.84%	3.49%	0.61%	1.82%
3月31日信用利差	3.42% (擴大35點子)	0.92% (擴大8點子)	3.17% (擴大26點子)	0.88% (擴大4點子)	4.50% (擴大101點子)	0.68% (擴大7點子)	2.09% (擴大27點子)
衝突至今表現	-2.47%	-2.85%	-1.18%	-1.98%	-2.91%	-1.75%	-2.89%
今年初至3月31日 總回報	-1.31%	-1.27%	-0.5%	-0.54%	-0.33%	-0.32%	-1.35%



## 新興市場債：收益率具吸引力，看好能源出口國受惠油價升幅

- 新興市場美元債在3月31日收益率從美伊衝突前5.66%升至6.28%，而信用利差僅擴大27點子，反映債息的抽高主要來自於國債收益率的推升，而非企業或國家基本面的惡化。
- 2022年俄烏戰爭，新興市場面對糧食與能源價格雙雙急升，巴西及印尼進入快速加息周期，以壓制通脹。是次情形有所不同，巴西、印尼及墨西哥均具備能源出口優勢作「保護」，5年期債息升幅遠較土耳其為低，加上巴西及南非仍有一定的減息預期作支持。
- 新興市場美元債絕對收益率仍然吸引，6%以上的收益率為投資者提供充足的利息緩衝（carry cushion）。我們看好整體新興市場美元債，特別是能源及商品出口國。

新興市場10年期國債息率抽升



新興市場債：能源出口國表現跑贏

5年期國債(本幣)	2025年12月31日收益率	2026年3月31日收益率	收益率變化
土耳其	30.91%	35.82%	+491點子
印尼	5.77%	6.62%	+85點子
墨西哥	8.22%	8.97%	+75點子
巴西	13.57%	13.90%	+33點子
南非	7.35%	8.34%	+99點子



## 第二季債市投資策略

債券類別	部署策略	投資邏輯
美國國債	<ul style="list-style-type: none"> <li>10年期債息中樞上移至3.9% – 4.5%</li> <li>2年期債息中樞上移至3.4% – 3.9%</li> <li>核心部署中段曲線，存續期控制於短至中期</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>避開長端：油價上升推升長期通脹預期，同時戰爭導致的財政支出增加，政府或發行更多長債，這兩者都會推高長債息，預期長端將受壓</li> <li>核心配置曲線中段（5–7年期）：提供最佳的防禦，存續期風險較長債低，當10年期債息上升時，5–7年價格跌幅相對可控，而持有收益（Carry）較短債吸引</li> <li>短端（2年或以下）：流動性高，可作防守性配置，但要留意通脹黏性限制美聯儲減息空間，2年期債息與政策利率高度錨定</li> </ul>
環球投資級別債	<ul style="list-style-type: none"> <li>增持投資級別</li> <li>亞洲投資級別整體優於歐美投資級別</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>防守性強，流動性高，即使經濟增長放緩，企業違約率仍低，持有收益（Carry）仍然吸引</li> <li>投資級別債平均存續期較長，對10年期債息較敏感，可參考10年期債息上下區間調整存續期</li> </ul>
環球高收益債	<ul style="list-style-type: none"> <li>減持高收益</li> <li>策略性配置能源企業，或受惠油價上升</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>利差擴闊的風險上升</li> <li>慎防能源價格高企，影響企業盈利，利率走勢亦影響再融資環境，違約率有上升的風險</li> <li>高息債類別中的能源企業，尤其是中小型頁岩油商受惠油價上升，現金流改善，違約率及評級有機會改善</li> </ul>
新興市場美元債	<ul style="list-style-type: none"> <li>看好整體新興市場美元債</li> <li>選擇性配置能源及商品出口國</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>絕對收益率處於高位</li> <li>利息緩衝（Carry Cushion）充足，總回報維持正面</li> <li>需留意如果美元偏強，較利淡新興市場本幣債</li> </ul>



## 債券：中國及亞洲債市展望



東亞聯豐投資團隊



## 債券：中國及亞洲債市展望

- 中東局勢不穩，但亞洲投資級別和高收益美元債券仍展現韌性
- 衝突對亞洲投資級別債券影響可控，利差維持強韌
- 南韓金融和印度投資級別債券具吸引力；中國銀行債和印尼主權債券估值偏高
- 亞洲高收益債券受中東戰事的影響較輕，因為板塊與中東有直接收入或營運聯繫的發行人只佔少數，但短期波動難免
- 商品價格上升，利好印度相關高收益債券；中國內房債宜聚焦質素較佳發行人
- 中東戰爭和油價走勢等因素或令亞洲投資級別及高收益債券市場短期波動，但基本面依然穩固，新債供應有限。若市場回調，投資者大多會視之為趁低吸納的良機



## 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。



## 免責聲明及重要通知 (續上頁)

- 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。