



環球債市：定錨乘風



鄭瑩

東亞銀行財富管理處投資策略師



環球債市第三季展望及策略 – 定錨乘風

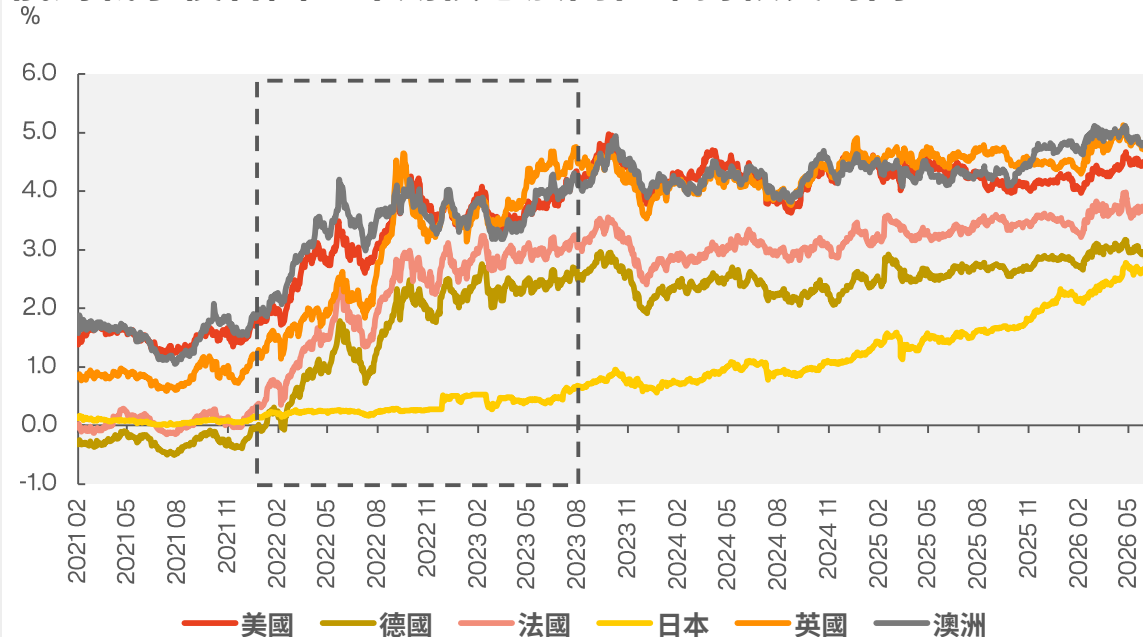
- ❑ 美伊和談有進展，地緣尾部風險降溫，但需注意通脹的潛在滯後效應，加息預期升溫以及人工智能龐大資本開支形成的融資需求，預期仍將為第三季度帶來不確定性。我們預期美聯儲下半年將加息25點子，料屬一次性行動，而非加息周期重啟。
- ❑ Q3 整體債券配置：建議採取「穩定收益定錨、存續期風險防禦」的思維，策略上以獲取票息（Carry）為首要考量，將組合的整體存續期控制在短至中期，並精選優質信用債，靜待通脹回落、政策預期實質轉向或地緣風險徹底緩和後，再逐步拉長存續期，並放寬風險敞口。
- ❑ 美國國債：短端（front-end）在加息預期下急升，但現水平或已「充份反映」年內加息的預期。聯儲局減少前瞻性指引（Forward Guidance），或將加大短端波動性，現水平短債收益吸引，提供一定票息保護，其存續期低、價格下行風險有限；中期債（尤其是腹部區間）有潛力提供較高票息及滾動收益（Roll-down return）；實質利率走高，加上美國債務規模龐大且財政赤字持續惡化，未來或進一步加大發債，長端存續期風險較高。鑑於當前通脹及利率環境仍有不確定，建議部署短中期債為核心，優先鎖定較高票息，降低組合對利率波動的敏感度。
- ❑ 環球信用債：整體利差處於低位，投資級別債基本面維持強勁，利差處於歷史低位區間附近，在美債收益率仍高企的環境下，我們更偏好受利率風險影響較輕的中短期投資級別債券，重點關注現金流穩健、槓桿可控、融資渠道通暢的優質發行人。高收益債整體收益回報吸引，但預期基本面較強與較弱的發行人之間信用分化將加劇，當前利差保護不足，對融資成本上升敏感，建議精選財務穩健的發行人、控制倉位、避免過度下沉資質。
- ❑ 新興市場債：整體經濟韌性仍強，絕對收益率仍具吸引力；新興市場本幣債後續走勢較受美元走勢影響，若後續通脹回落，美元在Q3的升勢略為放緩，本幣債或具較強潛力獲得匯兌收益與資本利得回報。



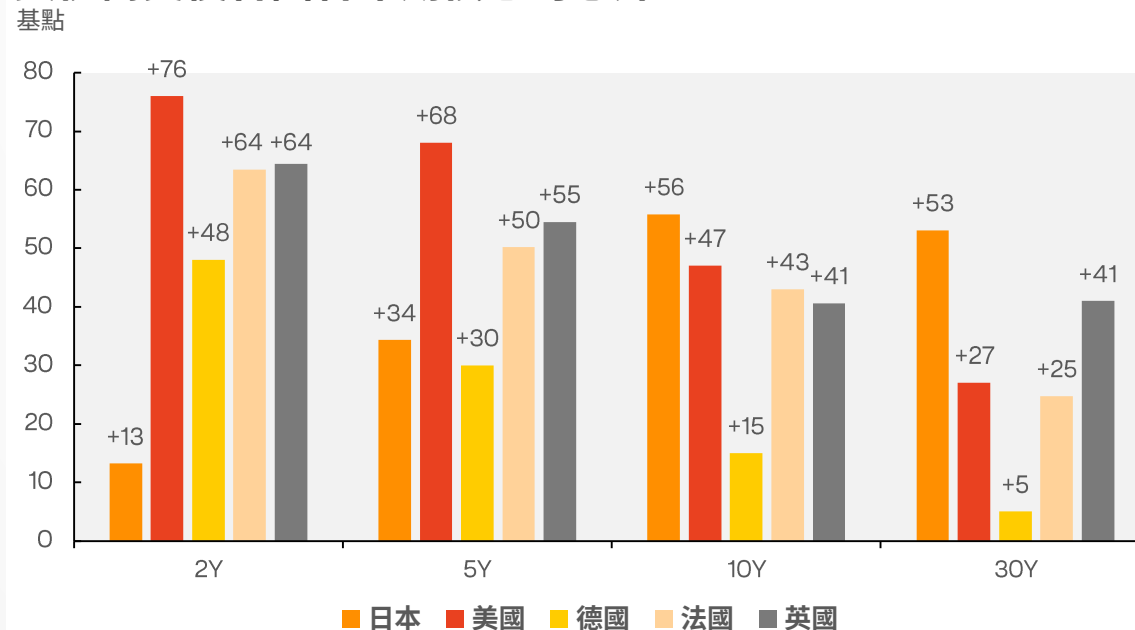
環球債市：環球通脹預期仍未明朗，各國債息暫高據不下

- ❑ 美伊衝突持續時間超過三個月，其間霍爾木茲海峽受阻，能源價格急升。各國經濟數據反映通脹持續升溫，並開始由能源價格傳導至不同層面，歐洲央行及日本央行已進行加息行動應對通脹升溫。
- ❑ 通脹風險溢價上升加上環球央行對加息預期重新定價，主要國家較高利率環境（Higher for Longer）的預期，導致各國國債收益率暫高居不下。雖然美伊和談協議具進展，但海峽完全恢復衝突前的通行狀態仍需要時間，加上通脹或具滯後效應，能源價格、環球通脹及息口路徑仍不明朗。

俄烏戰爭後各國10年期債息於高位維持較長時間



美伊衝突後各國各年期債息均急升

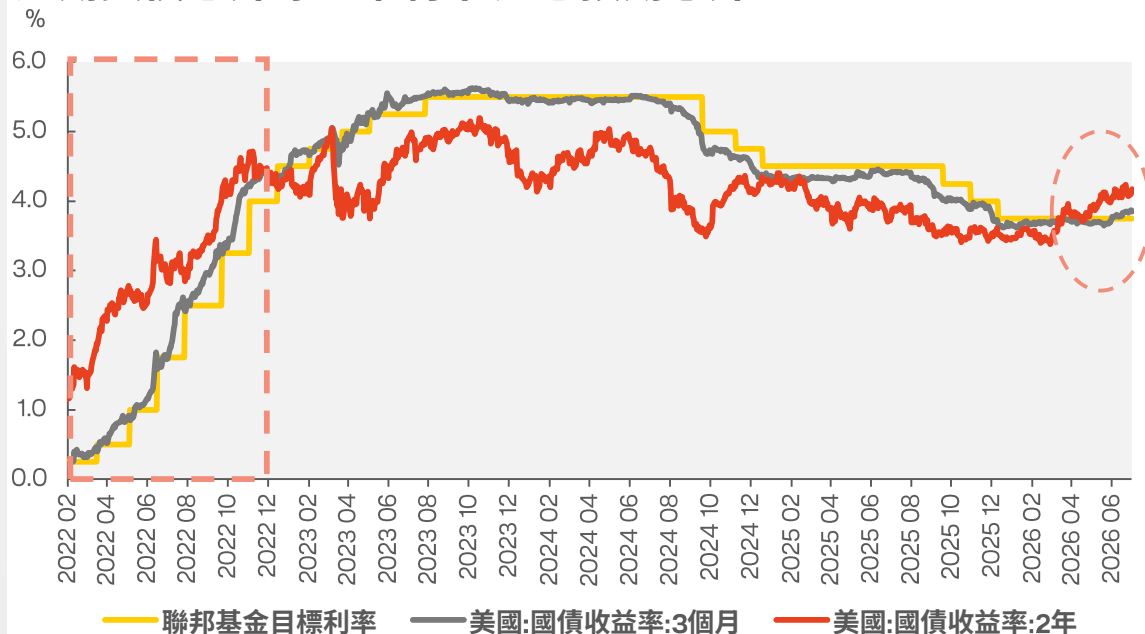




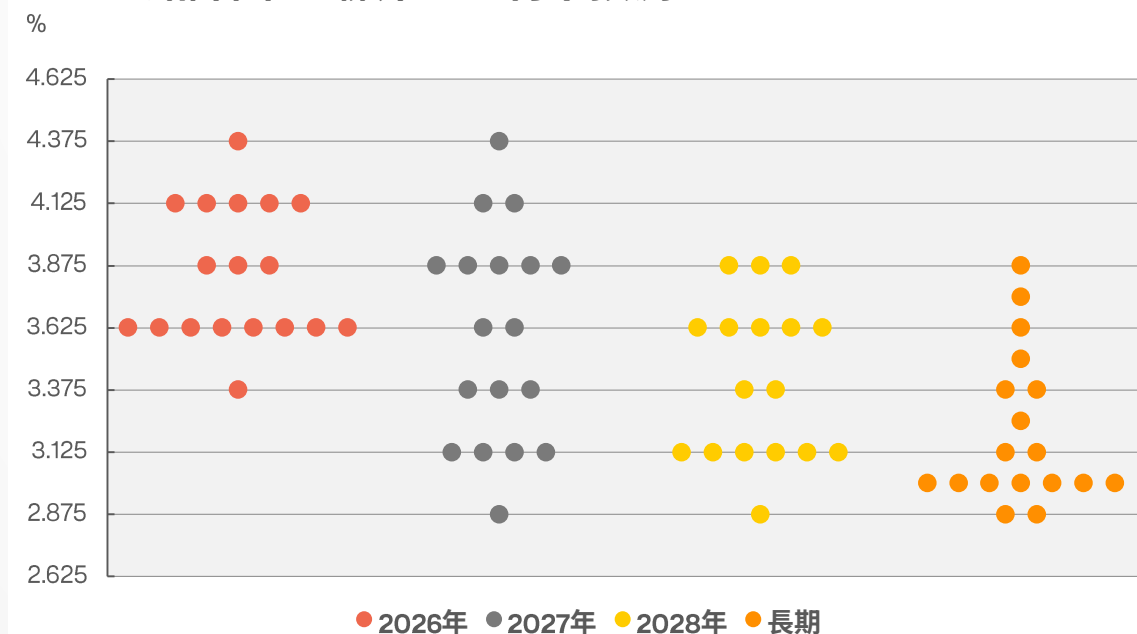
美國國債：短債或已定價年內加息預期，惟波動率或上升

- 3個月及2年期美債息升穿基準利率，22年3月加息前亦有此情況，其後隨著加息開始，以及23年市場開始定價減息預期，2年期債息回落至基準利率以下。我們預期美聯儲下半年將加息25點子，料屬一次性行動，而非加息周期重啟。最新點陣圖投票，18位官員中有9位支持年內加息，加息預期大升，但點陣圖亦顯示官員不打算將政策利率長時間維持在具限制性水平、大部份料2027息口回落。
- 現時基準利率中位數為3.625%，2年期美債息一度升穿4.23%，已反映2次（共50點子）以上加息機會，短端或存在過度定價。惟美聯儲不再提供前瞻性指引，市場對每次數據的反應或更劇烈、加大短端的波動性，但現水平短債收益率吸引，具票息保護、其存續期低，價格下行風險有限，但波動性與利率政策高度錨定。

短期美債息升穿基準利率 加息預期急升



FOMC 點陣圖 — 聯邦基金利率預測

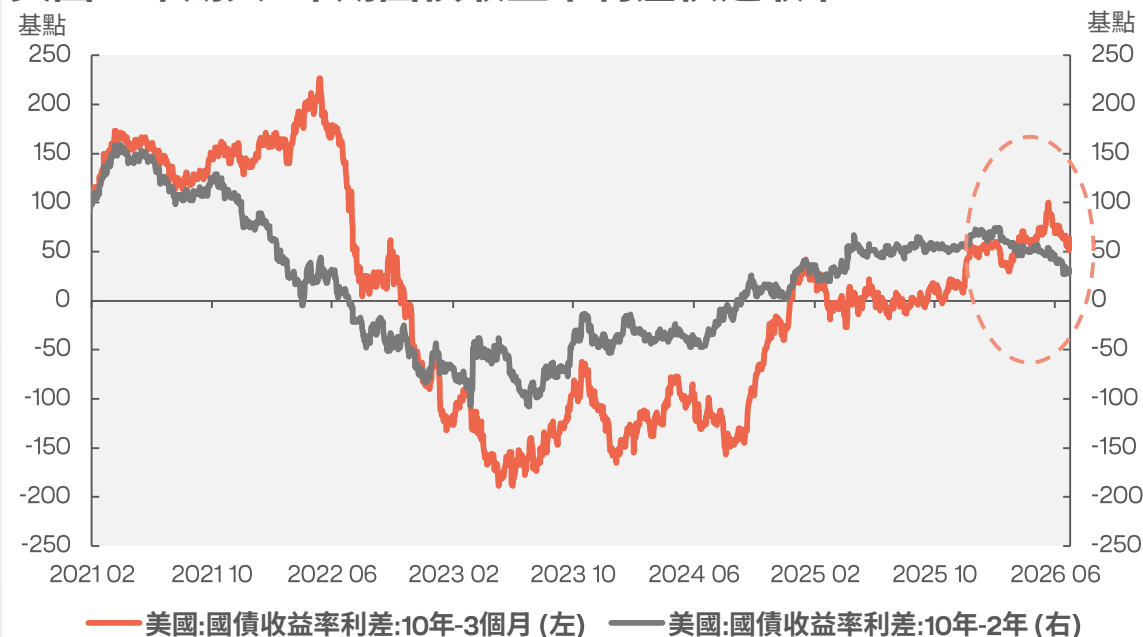




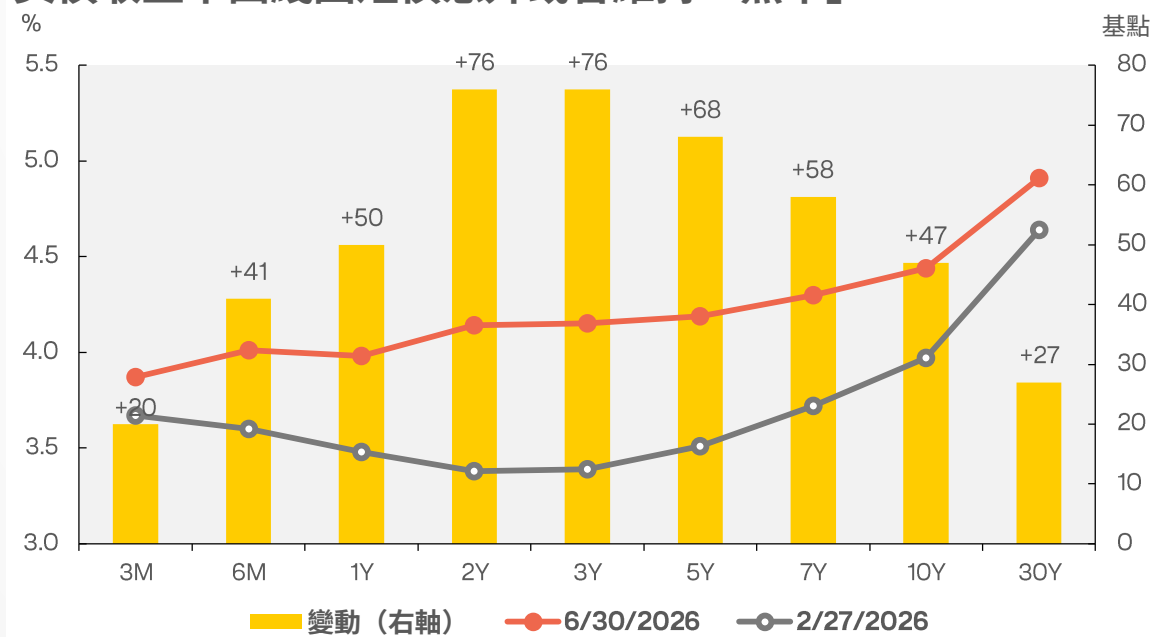
美國國債：收益率曲線短期維持「熊平」，核心配置曲線中段及腹部

- 美國10年期與2年期國債息利差於2022-2023年一度倒掛至-100點子，2025年開始從倒掛回正，目前利差約31點子，因2年期債息急升，利差快速收窄；10年期與3個月利差約57點子，10年 vs 2年利差比10年 vs 3個月利差收窄得更快，反映市場對2年期定價比3個月激進。
- 預期2年期債息急升推動收益率曲線短期內維持「熊平」（Bear Flattening）形態，下半年或走向「牛平」或「牛陡」；長端利率受期限溢價推升所制約，利率中樞仍將上移，當前調整幅度較大的曲線中段（3Y-7Y）收益率已升至約4.1%-4.3%高位。中期債持有收益吸引、存續期風險低於長端，尤其是「腹部」（Belly，5-7年期）的滾動收益（Roll-down）有潛力提供可觀的資本增值。

美國10年期與2年期國債收益率利差快速收窄



美債收益率曲線因短債急升或暫維持「熊平」

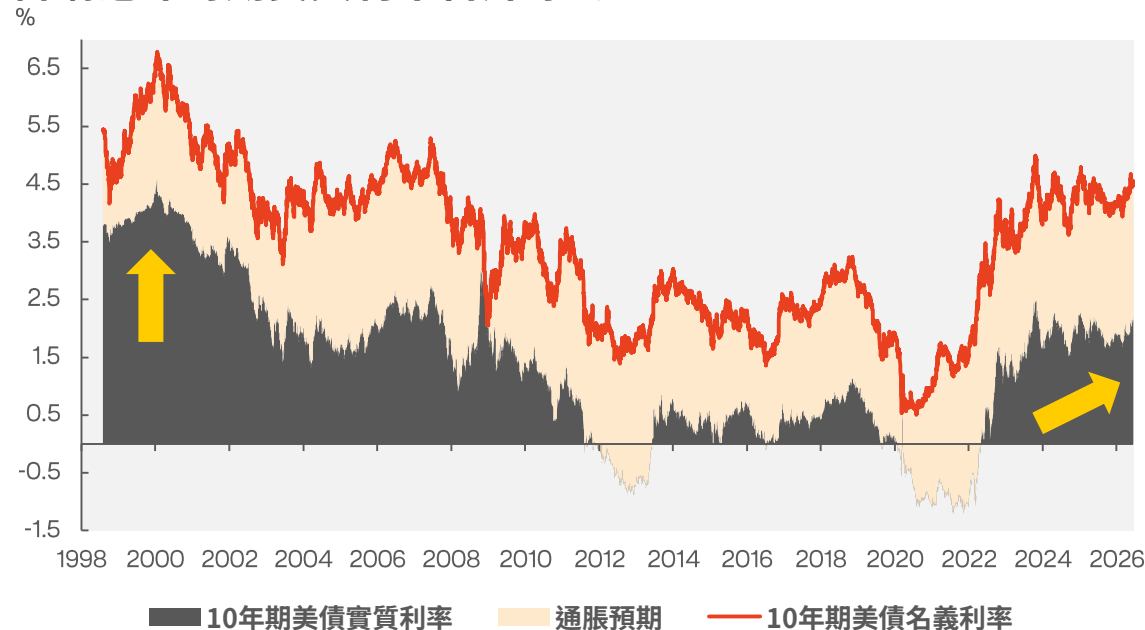




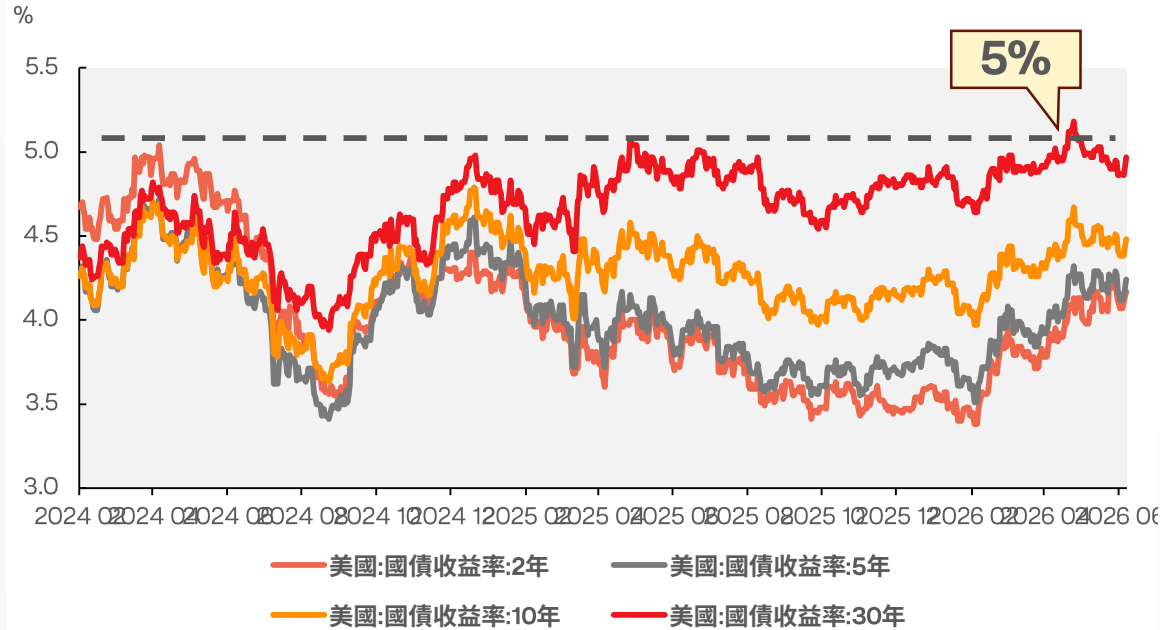
美國國債：AI投資熾熱拉動實質利率向上，抬升長債利率中樞

- 美伊衝突後10年期美債息一度升穿4.68%，名義利率的攀升不只受通脹預期所驅動，實質利率由衝突前約1.68%顯著攀升至2.2%以上，AI基建投資熱潮帶動強勁的融資需求，帶動實質利率向上。1998年科網熱潮期間，實質利率一度抽升至近4%。如較極端的科網泡沫化投資情況出現，10年期債息或有突破5%的風險。即使後續通脹逐步回落，實質利率的攀升料會抬升10年期美債息的中樞。
- 加上美國債務規模龐大且財政赤字持續惡化，未來有機會加大發債規模，長端存續期風險較高，對長端美債前景維持審慎。鑑於當前通脹及利率環境仍有不確定，建議部署收益率曲線中段，存續期控制於短至中，優先鎖定較高票息，降低組合對利率波動的敏感度。

科網泡沫時期實質利率曾升穿4厘



美國30年期國債收益率度升穿5厘





環球信用債：利差處於低位，基本面維持穩健

- 環球投資級別公司債（IG）：企業基本面維持強勁，利差整體處於歷史低位區間附近。鑑於IG債券平均存續期較長，在美債收益率仍高企的環境下，我們更偏好受利率風險影響較輕的中短期投資級別債券，建議適度配置高等級投資級信用債，重點關注現金流穩健、槓桿可控、融資渠道通暢的優質發行人。
- 環球高收益公司債（HY）：憑藉較短的存續期特點，Q2表現優於長存續期資產。整體收益回報吸引，但預期基本面較強與較弱的發行人之間將加劇信用分化，當前利差保護不足，對融資成本上升敏感，建議精選財務穩健的發行人、控制倉位、避免過度下沉資質。

環球信用債利差一度擴闊但幅度不及去年顯著



各類債券的風險與機遇

	全球 高收益	全球 投資級別	亞洲 高收益	亞洲 投資級別	新興市場 美元債
收益率	6.91%	4.72%	7.34%	4.92%	6.04%
信用利差	2.80%	0.77%	3.0%	0.54%	1.62%



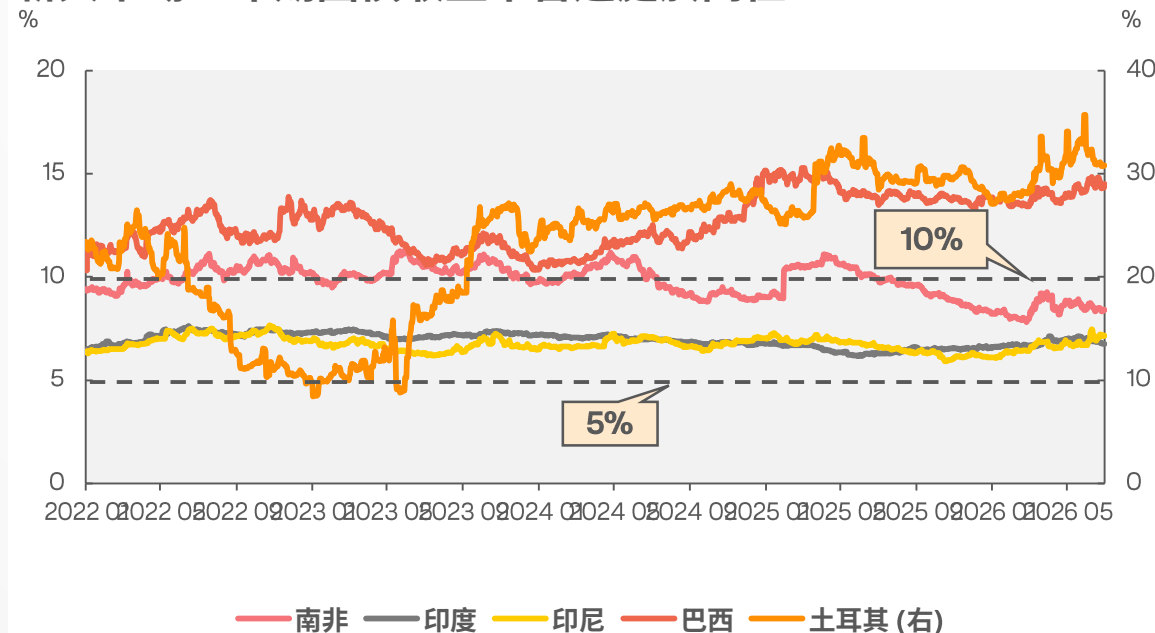
新興市場債：絕對收益率仍具吸引力

- 新興市場經濟具韌性，今年至今新興市場美元債及本幣債均錄得不俗的表現，美元債中以石油、商品出口國佔比高，如中東產油國以及部分拉丁美洲商品出口國（如巴西），新興市場美元債近6%的收益率為投資者提供充足的利息緩衝（carry cushion）。
- 我們維持看好整體新興市場債券，因其絕對收益率維持吸引。年初至今，新興市場美元債表現反超本幣債，反映Q2美元在避險需求下走強，吸引資金流入。本幣債後續走勢較受美元走勢影響，若後續通脹回落，美元在Q3的升勢略為放緩，本幣債或具較強潛力獲得匯兌收益與資本利得回報。

新興市場美元債上半年表現反超本幣債



新興市場10年期國債收益率普遍處於高位





第三季債市投資策略

債券類別	部署策略	投資邏輯
美國國債	10年期債息中樞上移至4.2% - 4.7% 2年期債息中樞上移至3.9% - 4.4% - 核心部署收益率曲綫中段，存續期控制於短至中期	- 短端（2年或以下）：或已「充份反映」年內加息預期，惟缺乏前瞻性指引下，對經濟數據或較敏感，短端波動性或擴大。現水平收益率吸引，流動性高，可作現金管理工具，走勢與利率政策高度錨定 - 核心配置曲綫中段（3-7年）：存續期風險較長債低，持有收益吸引；尤其是「腹部」（Belly，5-7年期），當10年期債息上升時，5-7年價格跌幅相對可控，其滾動收益（Roll-down）策略有潛力提供可觀資本增值 - 避開長端：AI投資熾熱拉動實質利率向上，抬升長債利率中樞，加上美國債務規模龐大且財政赤字持續惡化，未來有機會進一步加大發債規模，長端存續期風險較高，對長端美債前景維持審慎
環球投資級別債	- 增持投資級別 - 部份亞洲國家受益於AI供應鏈，亞洲投資級別整體優於歐美投資級別	- 企業基本面持續強勁，違約率低，持有收益（Carry）吸引 - 投資級別債平均存續期較長，對10年期債息較敏感，更偏好受利率風險影響較輕的中短期投資級債券，可參考10年期債息上下區間適時調整存續期
環球高收益債	維持高收益中性配置	- 收益回報吸引，惟預期基本面較強與較弱的發行人之間將加劇信用分化 - 當前利差保護不足，對融資成本上升敏感，建議精選財務穩健的發行人 - 控制倉位、避免過度下沉資質
新興市場債	看好整體新興市場債	- 絕對收益率處於高位 - 利息緩衝（Carry Cushion）充足，總回報維持正面 - 本幣債走勢較受美元走勢影響，若後續通脹回落、美元升勢放緩，或可獲匯兌收益與資本利得



債券：中國及亞洲債市展望



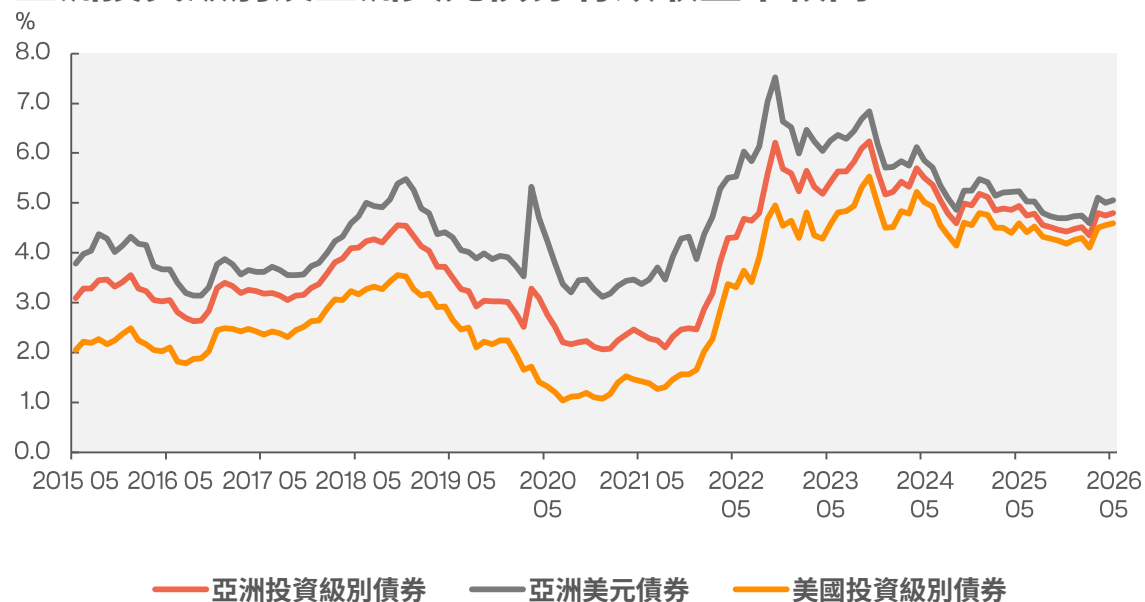
東亞聯豐投資團隊



債券：中國及亞洲債市展望

- ❑ 亞洲債券具備違約率低與供應量少的雙重優勢，整體收益率吸引。
- ❑ 亞洲投資級別債具備「收益率更高、存續期更短」的結構優勢，相較於同類型美債，對利率波動更具防禦性。
- ❑ 中韓核心債估值偏高，但現金流強勁的中國科技等BBB級信貸，以及港日保險債，目前估值仍具吸引力。
- ❑ 全球AI基建需求帶動中韓相關供應鏈發展，配合印度強勁的宏觀經濟，將持續催生區內企業的評級調升潮。
- ❑ 內地樓市銷售依然疲弱，儘管政策扶持力度持續加大，但在實質復甦前，內房債走勢仍將維持反覆。
- ❑ 印尼商品債券發行人現金流充裕且基本面穩健，惟當地宏觀形勢動盪，須密切留意「外匯保留境內」的新規發展。

亞洲投資級別及亞洲美元債券有效收益率較高



截至 2026年5月31日	亞洲 投資級別債券	亞洲 美元債券	美國 投資級別債券
有效收益率 (%)	4.8%	5.1%	4.6%
經調整後久期(年)	5.3年	5.1年	6.1年

資料來源：東亞聯豐，ICE資料服務，資料截至2026年5月31日。

亞洲投資級別債券代表指數為ICE美銀亞洲貨幣投資級別債券指數(ADIG)；亞洲美元債券代表指數為ICE美銀美林亞洲美元債券指數(ADOL)；美國投資級別債券代表指數為ICE美銀美國企業及政府債券指數(BOAO)。

過往表現不代表將來表現



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布之日期為依據，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。除了定期發布的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發布其他報告，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，應詳細閱讀及瞭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。



免責聲明及重要通知(續上頁)

- 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、散布、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。