



環球債市：禦風防險



鄭瑩

東亞銀行財富管理處投資策略師



環球債市第四季展望及策略 – 禦風防險

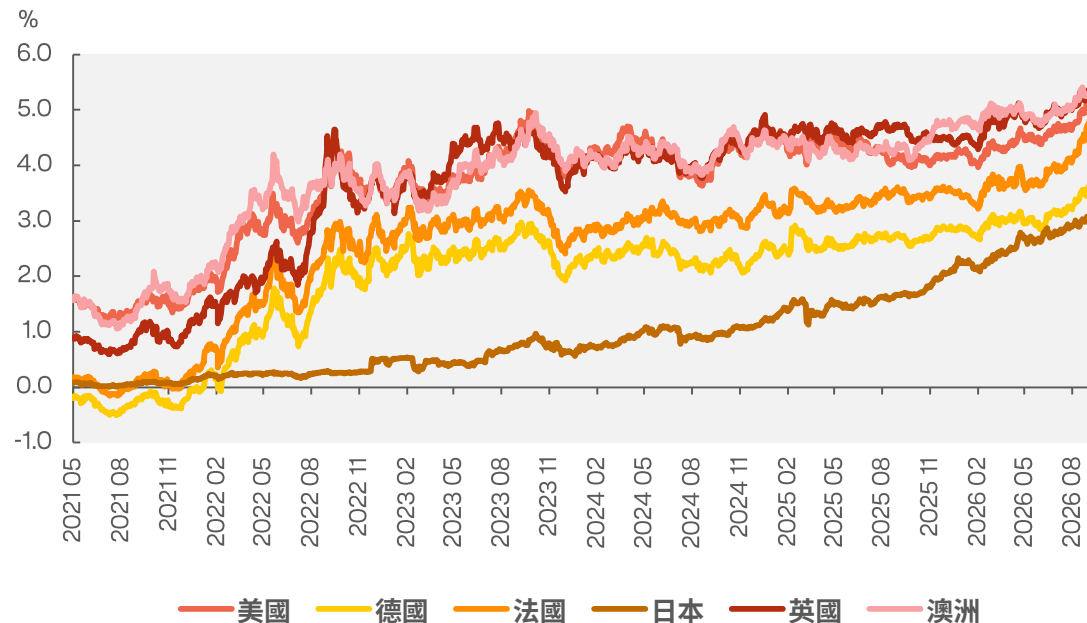
- ❑ 回顧上一季，美伊衝突反覆，能源價格高企，環球通脹預期升溫，各國長端國債息持續向上突破，部份國家央行重啟加息以應對通脹。展望新一季度，面對環球宏觀經濟及地緣不明朗，預期環球債市波動性將加大。
- ❑ 整體債券配置：建議採取「禦風防險，穩中求息」的思維。面對通脹預期反撲及利率波動加劇的宏觀背景，今季策略應以防禦為首要考量，藉獲取穩定票息(Carry)作為組合主軸，將整體存續期嚴格控制在短至中水平，以規避長端重新定價風險。
- ❑ 美國國債：優先佈局短至中期美債，短端(Front-end)受惠加息預期，現水平收益率具吸引力，提供充足票息保護，存續期風險較長債低；中期美債(3Y-5Y)兼具防禦力與不對稱回報，隨著美國國債息不斷推升，中期債已經獲得充足的收益緩衝(Carry Cushion)，即使收益率持續上行，總回報依然能維持正數，中期債的風險回報比率(Risk-Reward Ratio)正重現吸引力；維持看淡長端，結構性因素短期內難消除，如通脹頑固性、財政赤字難改善，以及AI資本開支拉動的擠出效應(Crowding-out)或持續，導致實質利率上行等，料長債息較難回落，建議暫避開長債風險敞口。
- ❑ 環球信用債：在宏觀不確定性下，需提防信用利差(Credit spread)擴闊的風險。行業配置上，建議從AI主題適度分散至金融、公用、基建及醫療保健等；繼續看好防禦力較強的短存續期投資級別債(IG)；高收益債(HY)則需精選資產負債表強韌、財務穩健的發行人。
- ❑ 新興市場債：整體絕對收益率吸引，且區內加息壓力較已發展市場小、央行政策具較大彈性；在聯儲局重啟加息預期（支撐美元）的背景下，較看好新興市場美元債；本幣債後續表現較大程度受美元強弱牽動，若美元升勢趨緩，本幣債或具匯兌收益潛力。



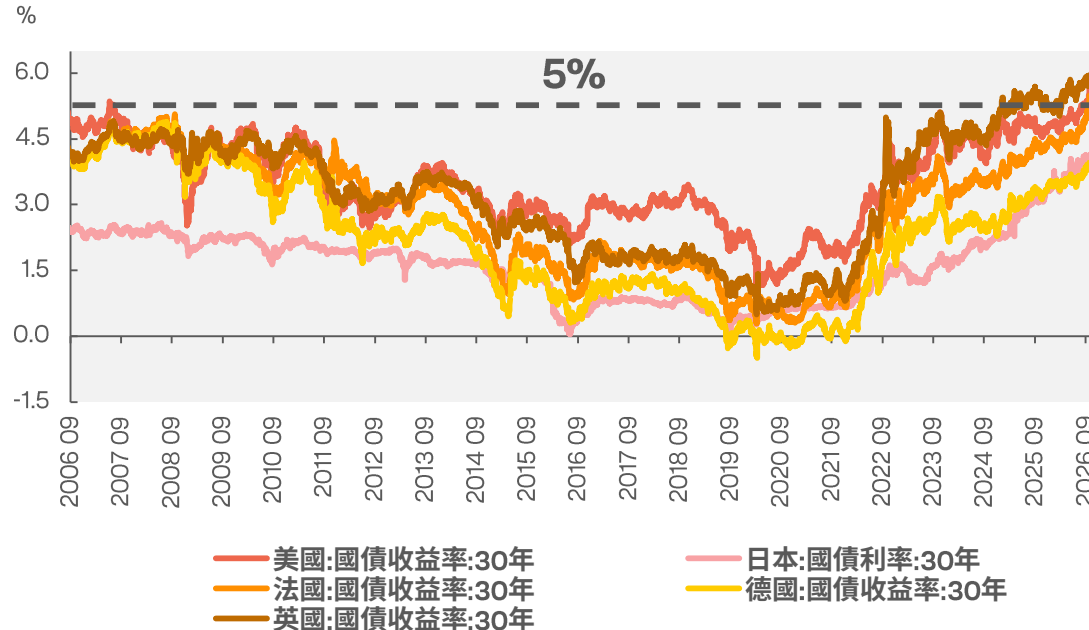
環球債市：各國長端債息持續走高 部份央行相繼重啟加息

- 多國長端國債息持續向上，美國10年期國債息曾升穿5.3%，創2007年以來最高水平；日本10年期債息曾升穿3%，創30年高位；德國、澳洲10年期國債息分別刷新15年與逾10年高；美國30年債息曾升穿5.6%，逾20年以來最高；部份央行相繼重啟加息應對通脹。
- 環球共同的驅動力包括：1) 通脹疑慮同步升溫，主要是能源價格受中東局勢持續影響；2) 各國赤字問題持續，疊加財政擴張、國債供給同步增加；3) 全球期限溢價(Term premium)結構性上升，基金、保險機構、主權基金等對債券價格較敏感的資金，需要更高的收益率來補償長期通脹及地緣不明朗；4) 環球投資級企業債發行量急增（尤其是大型科企為資本開支融資），吸收市場資金，形成「擠出效應」。

各國10年期國債息持續上升



美國、英國及法國30年債息升穿5%

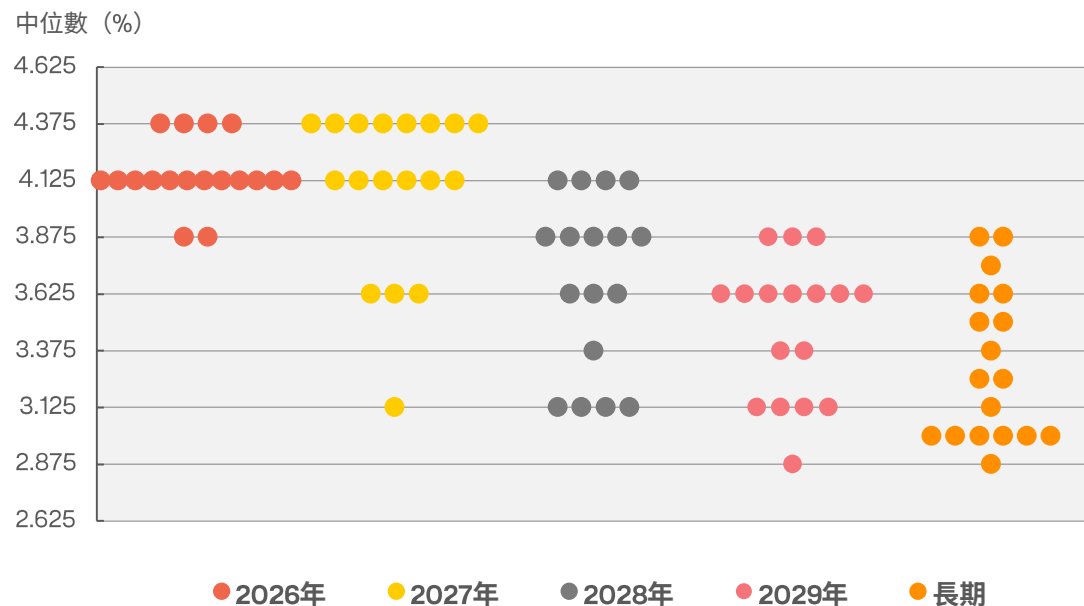




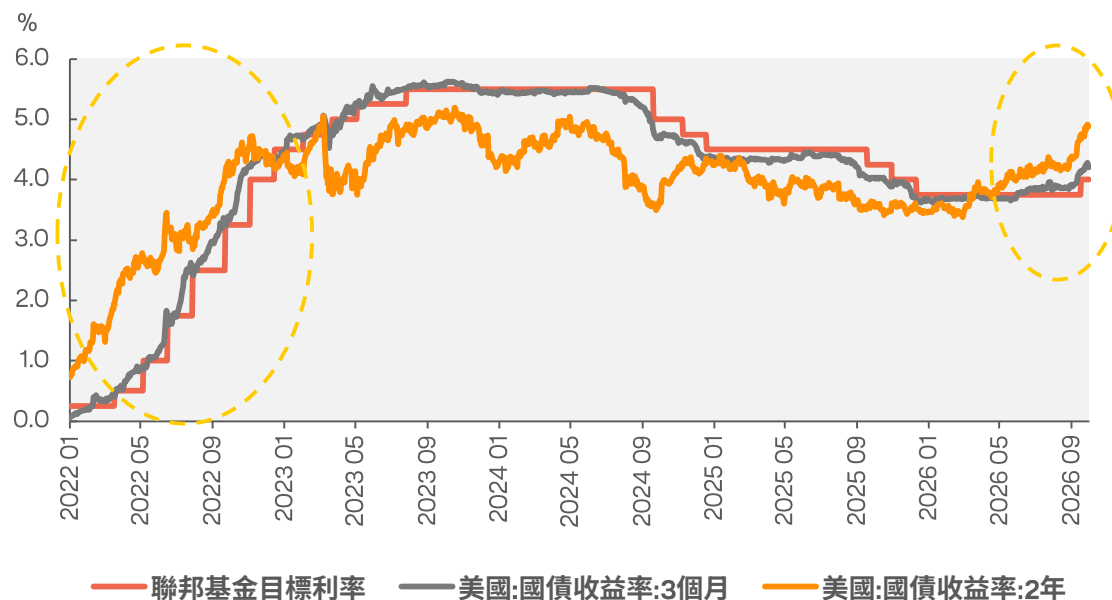
美國國債：聯儲局重啟加息 短端債券配置受惠加息預期升溫

- ❑ 聯儲局9月加息25點子，點陣圖顯示18名官員中16人預期年內或再加息一次，4.1%或以上的利率中位數料於2027年維持。基於地緣衝突持續及近期能源價格再度升溫，我們預期年內有機會再加息一次，利率期貨甚至反映市場預期年內有機會再加息2次（共50點子）。
- ❑ 上一輪加息周期聯邦基金利率升至5.5%，2年期債息最高見5.25%；現水平2年期美債息開始拋離基準利率，曾見4.95%的2年半高位，對比現時利率中位數3.875%，已反映逾4次（共100點子）以上加息機會，短端或存在過度定價，現水平收益率吸引，具鎖定票息並獲取資本增值潛力、其存續期風險低於長端；重啟加息的一季度內，亦看好3至6個月的國庫券（T-Bills）、浮息票據作為零存續期的防禦性現金替代配置。

聯儲局點陣圖預測反映利率將更長時間維持高位



加息預期升溫2年期美債息開始拋離基準利率





美國國債：中期債收益緩衝充足 風險回報重現吸引力

- 美國10年期國債息曾升穿5.3%，見2007年以來高位；30年期持續向上突破，升至5.6%，見2002年以來最高水平。隨著美國國債息不斷推升，部份年期美債已經獲得充足收益緩衝（Carry Cushion），即使收益率持續上行，債券的風險回報比率（Risk-Reward Ratio）正在重現吸引力。
- 中期美債（3Y-5Y）兼具優秀防禦力與不對稱回報：在極端情景下（收益率再升100點子），3至5年期美債憑藉逾5%的高息優勢，（總回報仍有+0.86% 至 +2.33%）；反之，若息率見頂回落100點子，總回報將高達近7%至10%。下行風險較低而上行空間廣闊，風險回報重現吸引力之下可作為目前資金停泊的持倉配置。7年期或以上長債在收益率上升情景下的價格跌幅已超越票息保護（總回報轉負），暫不宜過度拉長左邊期。

		情景一：收益率 + 100bps		情景二：如收益率 - 100bps	
美國各年期國債	收益率	價格回報	總回報	價格回報	總回報
2年期	4.91%	-1.86%	+3.05%	+1.91%	+6.82%
3年期	5.02%	-2.69%	+2.33%	+2.78%	+7.80%
5年期	5.11%	-4.26%	+0.86%	+4.49%	+9.61%
7年期	5.21%	-5.64%	-0.42%	+6.04%	+11.26%
10年期	5.31%	-7.41%	-2.10%	+8.15%	+13.47%
30年期	5.65%	-13.14%	-7.48%	+16.39%	+22.05%

資料來源：彭博，數據擷取於2026年9月30日。以上價格回報根據當日債券收益率計算，並不構成保證。

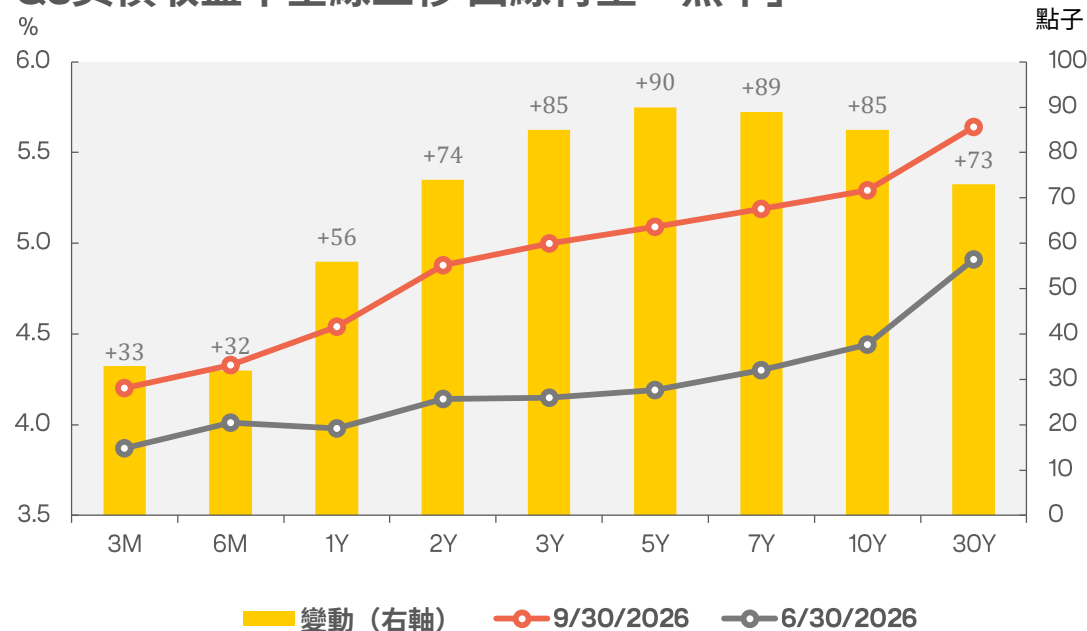
過往表現不代表將來表現



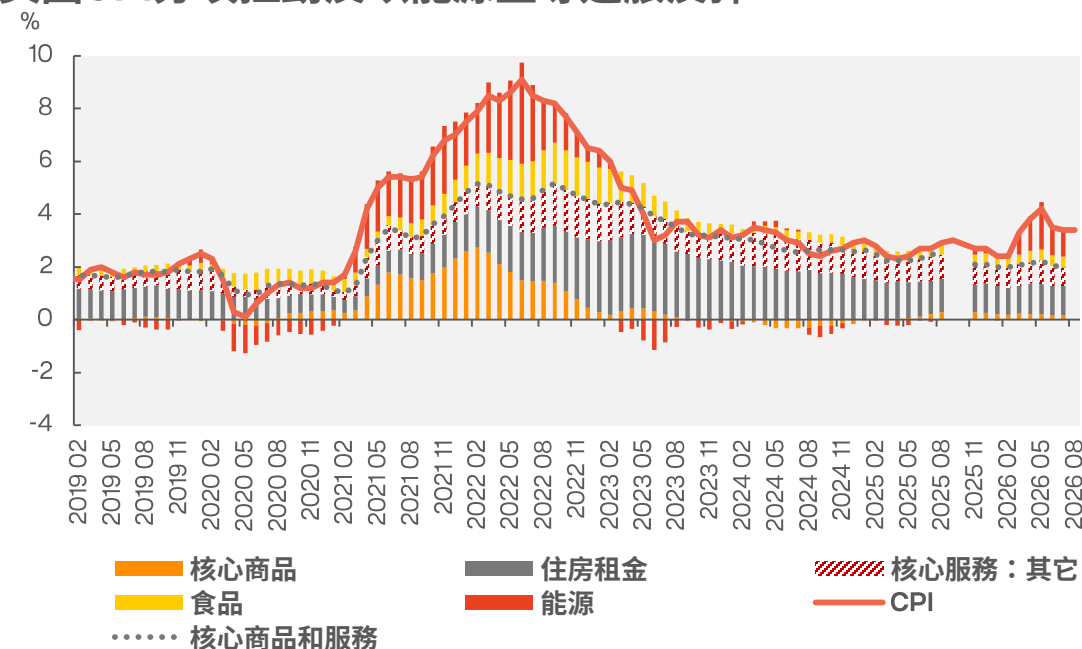
美國國債：如後續通脹回落 中期債滾動收益潛力或進一步展現

- Q3美債收益曲線全線上移，再次呈現「熊平」（Bear Flattening），曲線中段（3Y-7Y）受近期重新定價影響，陡度較季初壓平。
- 中段美債較受中線通脹預期影響，美國CPI年增率分項拉動因素反映今年通脹反彈核心驅動因素是「能源」；而「住房租金」仍具備高度黏性，在整個通脹回落週期(2023-2026)中維持顯著權重，至今仍支撐基礎通脹；扣除食物和能源的「核心商品和服務」升勢明顯溫和於整體通脹，近期微幅向下，若剔除高波動的能源板塊，底層通脹壓力正在緩解。
- 如後續能源價格回落，通脹預期緩和，預期中段曲線有望重現陡峭化（Steepening），屆時滾動收益（Roll-down）潛力將進一步顯現，3至5年期的中期美債或有潛力獲得充足的持有收益（Carry）及收益率重現陡峭化時的額外資本收益。

Q3美債收益率全線上移 曲線再呈「熊平」



美國CPI分項拉動反映能源主導通脹反彈

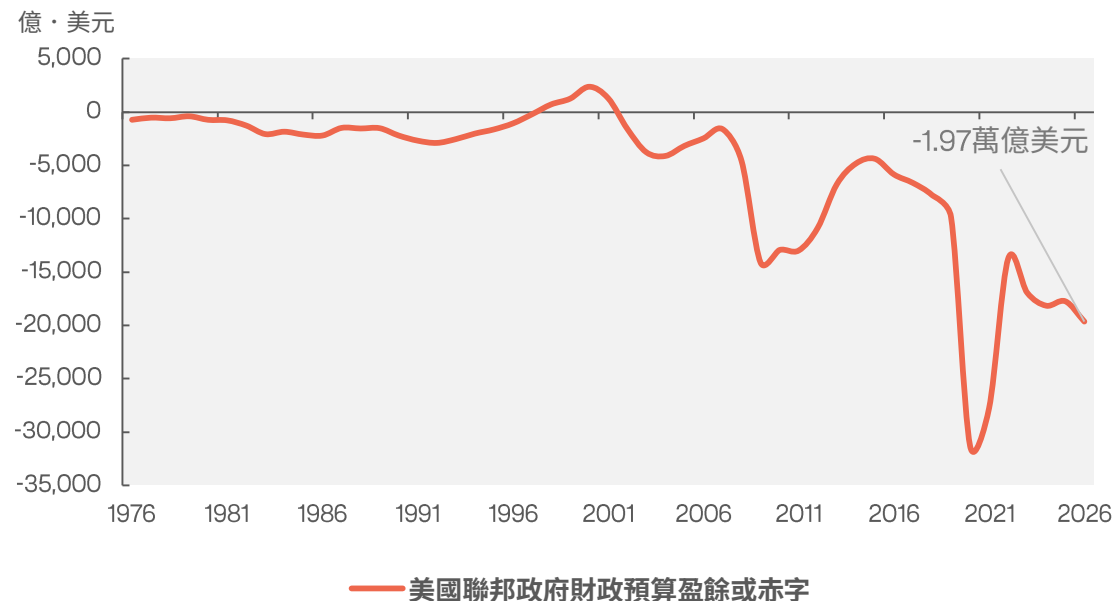




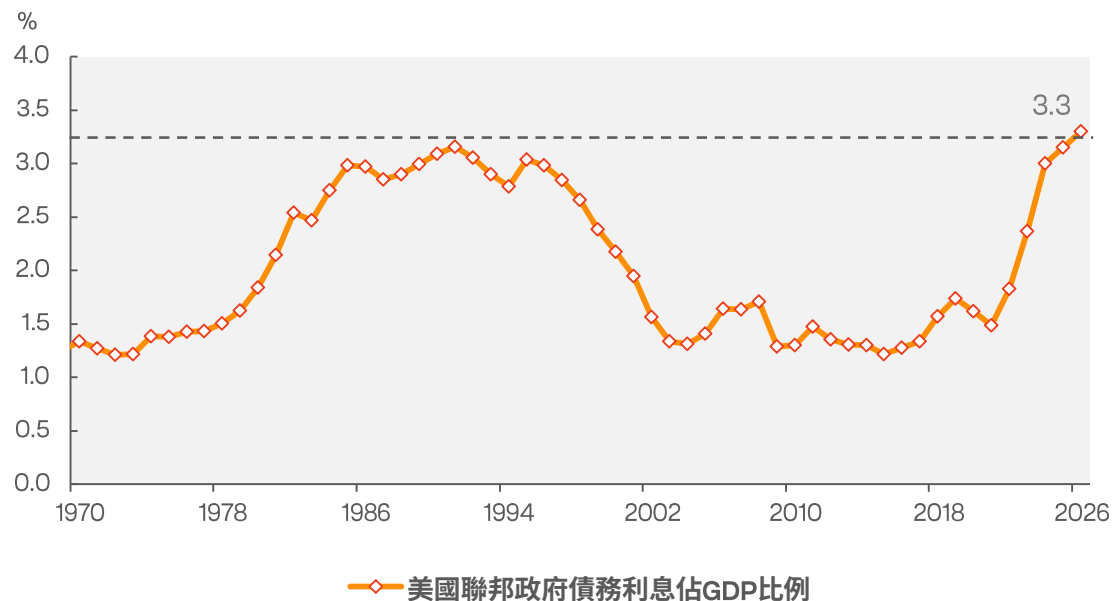
美國國債：結構性因素仍存 長債息難回落

- 我們維持看淡長端美國國債，因部份結構性因素短期內難以消除：1)通脹頑固性（美國通脹已連續約五年高於2%目標）；2)財政赤字短期內難大幅改善，美國長端國債面臨龐大的發行壓力；3)AI資本開支急增而起的發債潮拉動擠出效應(Crowding-out)或持續、致實質利率上行；4) 地緣政治及能源價格持續波動。
- 我們認為美國財政部加大回購長天期債券短期對長債息或有安撫效果，但長債息整體受制於結構性因素，預期長端美債息整體維持「易升難跌」格局，30年期美債息或難回落至5%以下。

美國聯邦政府財政預算赤字擴大至1.9萬億美元



美國聯邦政府債務利息佔GDP比例預期達3.3%

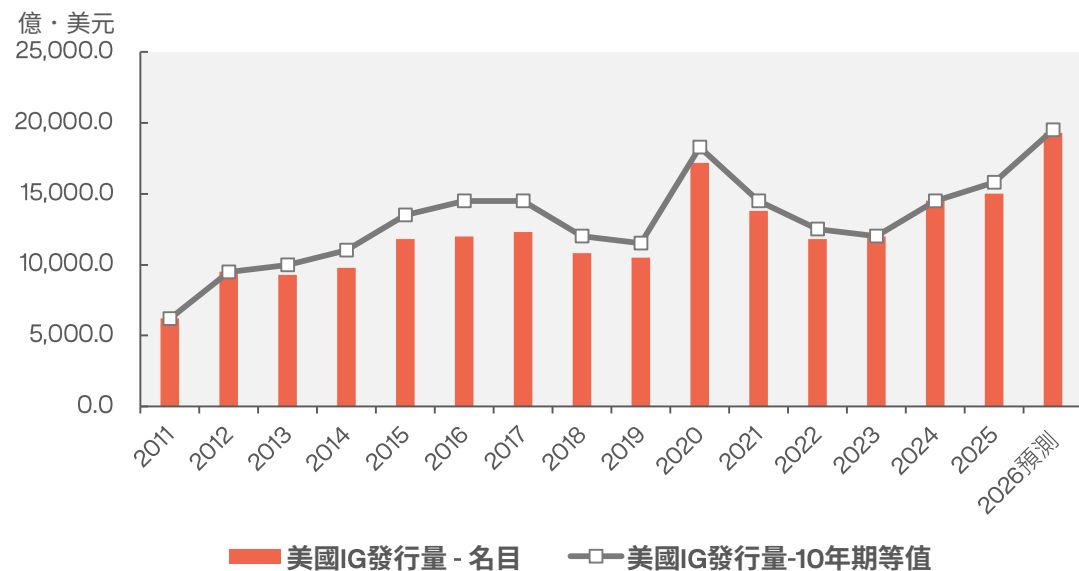




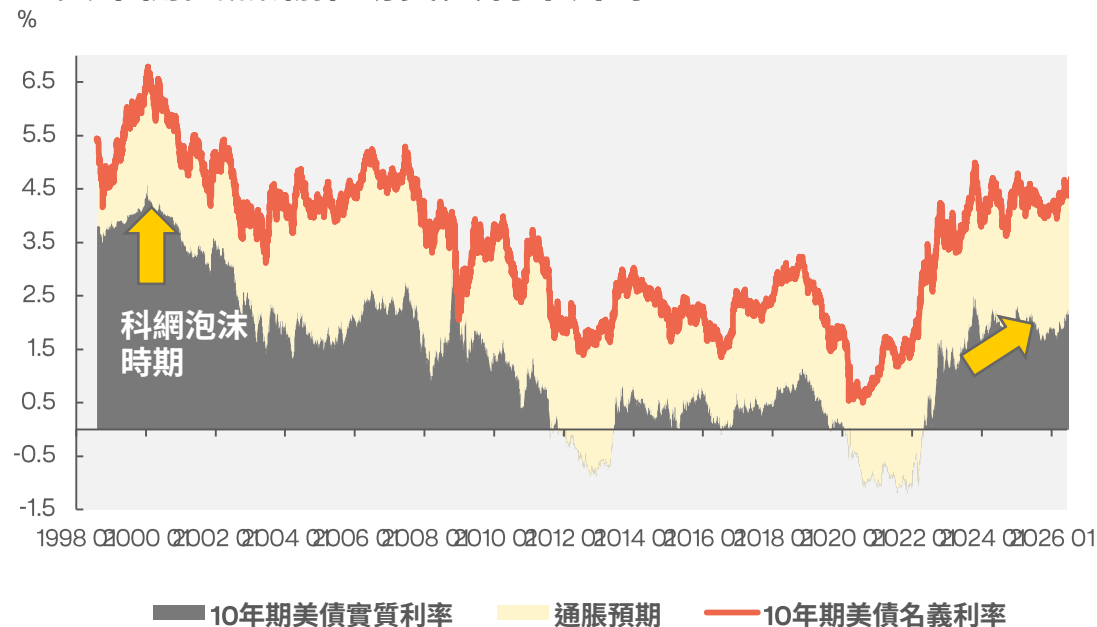
美國國債：AI資金需求加劇「擠出效應」 成把握長債息轉折之關鍵

- AI數據中心基建資金需求掀起的發債潮，推動年初至8月底美國整體企業債發行量逼近1.9萬億美元，按年大升30%。市場預測全年總發行量將達2.4至2.5萬億美元，勢創歷史新高。今年「10年期等值投資級別債(IG)」發行量與名義總發行量走勢高度吻合，反映整體IG市場平均發行年期顯著偏長。這批長年期企業債正與長端國債爭奪市場資金，形成持續的「擠出效應」(Crowding-out effect)。
- 除通脹預期升溫外，龐大的AI資本開支亦持續推高資金成本。美國10年期實質利率近期已升穿2.9%，逾20年高位；回顧2000年科網泡沫時期，實質利率更曾抽升至4.5%以上。後續長端債息何時見頂回落，很大程度上將取決於AI產業鏈資金需求放緩的步伐。

美國投資級別債發行年期偏長



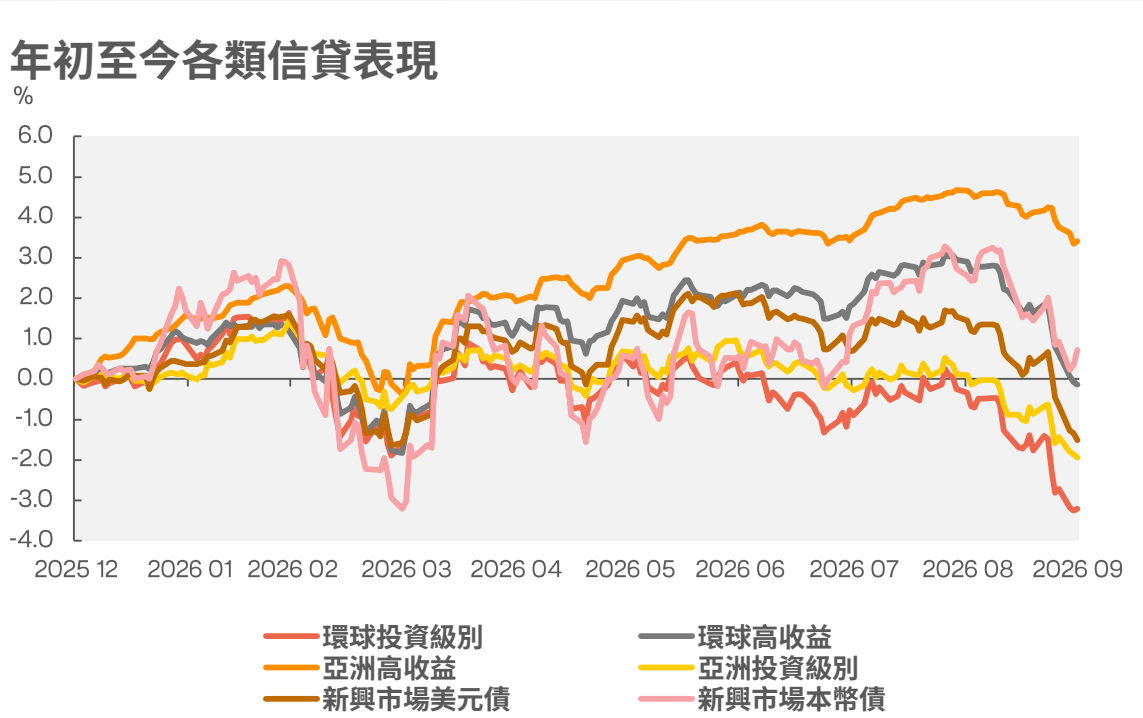
AI資本開支熱潮推動實質利率升穿2.9%





環球信貸：亞洲及新興市場展現韌力

- 亞洲及新興市場信貸年初至今表現較整體市場抗跌，其絕對收益率維持吸引，且區內加息壓力較已發展市場小、央行政策具較大彈性。聯儲局加息預期升溫下，較看好新興市場美元債；本幣債後續較受美元走勢影響，若通脹回落，美元在Q4的升勢放緩，本幣債或具匯兌收益潛力。
- 全球投資級別(IG)與高收益(HY)利差均處於歷史低位區間附近，較難補償額外的存續期風險。IG建議以短存續期為主以規避利率風險；對高收益看法維持中立，需嚴格精選資產負債表強韌、較高評級之發行人，並控制倉位，避免過度下沉資質。
- 整體信貸建議多元化部署，資金從AI主題適度分散至金融、公用、基建及醫療保健等，平衡整體持倉。



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	新興市場本幣債
收益率	8.00%	5.50%	8.18%	5.68%	6.87%	6.94%
信用利差	3.13%	0.84%	3.11%	0.56%	1.70%	N/A

資料來源：彭博，數據截至2026年9月30日

過往表現不代表將來表現



第四季債市投資策略

債券類別	部署策略	投資邏輯
美國國債	2年期債息中樞上移至4.5% - 5.1% 10年期債息中樞上移至4.8% - 5.4% 30年期債息中樞預期為5.1% - 5.6% - 優先佈局短至中期美債，獲取穩定票息(Carry)	- 短端（2年或以下）優先佈局：受惠加息預期升溫，現水平收益率吸引，具充足票息保護，存續期風險低於長端，預期短端價格下行風險較低；重啟加息的一季度內，亦看好3至6個月的國庫券(T-Bills)、浮息票據配置 - 中期債(3Y-5Y)：兼具防禦力與不對稱回報，隨著美債息不斷推升，中期債已具充足的收益緩衝(Carry Cushion)，即使收益率持續上行，總回報依然能維持正數，中期債的風險回報(Risk-Reward)正重現吸引力；如後續收益率曲線重現陡峭化(Steepening)，或具額外滾動收益(Roll-down)潛力 - 避開長端：結構性因素如通脹頑固性、財政赤字問題嚴重、AI資金需求拉動擠出效應(Crowding-out)等，故長債息較難回落，存續期風險較高
環球投資級別債	- 看好短存續期投資級別債 - 選債策略多元化並適度分散不同行業 - 亞洲投資級別優於歐美投資級別	- 看好防禦力較強的短存續期投資級別債 - 選債策略多元化：從AI適度分散至金融、公用、基建及醫療保健等，平衡持倉 - 亞洲投資級別存續期較短，收益率較高，整體優於歐美IG
環球高收益債	- 維持高收益中性配置 - 提防信用利差擴闊 - 精選財務穩健的發行人	- 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	- 整體絕對收益率吸引 - 聯儲局加息預期下，較看好新興市場美元債	- 絕對收益率處於高位，區內加息壓力較已發展市場小、央行政策具較大彈性 - 利息緩衝(Carry Cushion)充足，總回報維持正面 - 本幣債較受美元走勢影響，若後續通脹回落、美元升勢放緩，或具匯兌收益潛力



債券：中國及亞洲債市展望



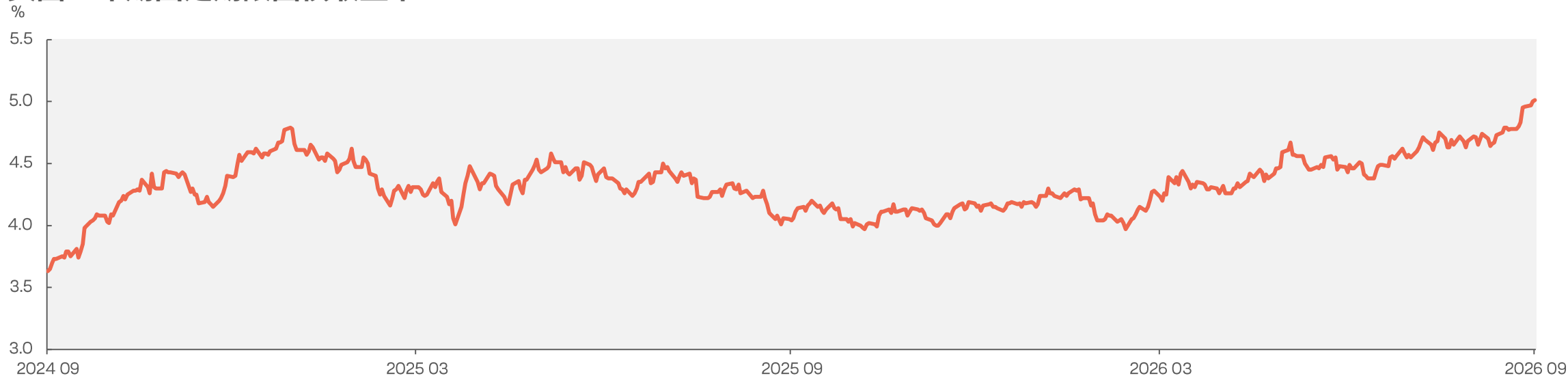
東亞聯豐投資團隊



債券：中國及亞洲債市展望

- ❑ 美債收益率飆升與聯儲局政策變數加劇市場波動，惟亞洲美元債券信貸基本面保持穩健，吸引力不減。
- ❑ 亞洲投資級別債券利差預期維持窄幅區間波動，總回報主要由票息收益及美債價格推動。
- ❑ 中國TMT債券利差因高估值及美企競爭承壓；印度銀行業美元債發行高峰已過，供應逐步回落有助穩定信用利差改善技術面。
- ❑ 印尼赤字目標明確及政策透明度提升增強市場信心；巴基斯坦尋求100億美元匯率支持，中期債券吸引力提升。
- ❑ 中國房地產預售新規對房企流動性影響各異，市場持審慎態度。斯里蘭卡展現經濟韌性並完成大部分債務重組，後續債務回購與結構改善仍有待觀察。

美國10年期固定期限國債收益率





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。