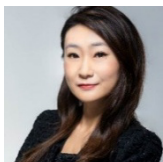


以全球、具韌性的收益抵禦市場波動

「只有當潮水退去，你才會知道誰一直在裸泳。」 – Warren Buffett

要點

- 儘管市場對「人工智能泡沫」的疑慮升溫、私募市場受到更嚴格檢視，以及地緣政治緊張局勢加劇，相對股票及商品市場，**信貸市場仍持續展現平穩與韌性。**
- 美國以外資產**，特別是新興市場及亞洲的**表現領先**，進一步強化在現時週期進行全球多元化配置的重要性。
- 在利差推動的環境中，**流動性與主動管理十分重要**。**美國國庫債券**仍是對沖風險資產回調的最有效工具。



曾錚
定息收益首席
投資總監



Georgios Georgiou
環球定息收益
產品主管

2月市場回顧

美國市場在2月重新評估了1月所反映的樂觀情緒。投資者面對的是實在但放緩的通脹降溫、美國聯儲局不願意確認短期內推行寬鬆政策的預期，以及對企業盈利增長與人工智能相關回報可持續性的疑慮升溫。雖然較溫和的通脹數據有助於降低尾部風險，但仍不足以恢復市場信心；同時，偏鷹派的聯儲局訊息、私募信貸的流動性風險，以及明顯的行業輪換，均強化了以下觀點：政策、增長與估值的結果較市場原先假設的更具不確定性。

結果是市場走勢反覆、資產表現分化加劇，波動性亦明顯上升。美國以外市場在2月的表現相對輕鬆，新興市場則持續展現明顯韌性。

市場在月底前逐步靠穩，部分受到Nvidia理想業績的提振，但整體情緒仍然脆弱。然而，信貸市場大致保持穩定，投資級別信貸依然具備韌性，高收益債券亦持續獲得良好支持。

在私募信貸市場中，Blue Owl Capital限制旗下一隻私募債務基金的贖回，引發了更強的避險情緒，並再次提醒市場私募領域固有的資訊不透明與流動性風險；然而，事件最終仍然受控。

美國企業第四季整體盈利表現穩健，但行業間分化擴大。總盈利錄得健康的雙位數增長，主要由超大型科技與通訊服務公司帶動，其他行業則錄得溫和的正增長。

在美國，1月消費者物價指數按年上升2.4%，低於市場預期的2.5%，是自2025年年中以來的最低水平。1月非農就業數據顯示就業持續增長，只有輕微降溫，而薪酬增長則有所放緩。歐洲央行與英倫銀行均維持利率不變，強化了觀望立場。經合組織國家方面，澳洲央行成為例外，因通脹壓力再度升溫、私人需求強勁及房地產動力持續，該行加息25點子。整體而言，大部分經合組織國家的收益率曲線現均呈現趨平傾向，反映在增長及通脹數據大致符合預期的情況下，市場對政策推行的時間仍抱持不確定性。

我們的觀點： 投資啟示

利差仍然可見，但確定性已不復存在。我們正處於牛市的典型第二階段：金融環境依然寬鬆，宏觀與企業基本面大致穩健，但特殊性風險上升，投資者也開始提出更尖銳的問題。這仍然是利好利差的環境 — 總收益率仍然處於高位，系統性風險亦偏低 — 然而，確定性有所下降，而市場正重新評估對後市的信心。因此，各國、各行業與不同資本結構之間的分化與差異正在擴大。在現時環境下，優質的利差、穩健的資產負債表，以及主動的存續期

管理較廣泛、方向性的貝他投資更具優勢。市場不再獎勵缺乏選擇性地增持風險資產，而是獎勵精挑細選。

在現時環境下，有多種方式可獲得利差。其中一個方法是透過金融機構及企業發行的**全球浮動利率票據**，以**減少存續期波動**。相較現金及政府債券，浮動利率票據繼續提供**流動性高且具韌性的收益**，同時在利率波動期間展現明顯較低的價格波動性。

另一個方法是採取**全球機會型多元**

行業策略 — 在同一個多元化且動態管理的投資組合中，將政府債券及其他對利率敏感的資產，與增長導向的信貸進行搭配。在利差仍具吸引力、但市場信心脆弱的環境下，投資組合建構與主動配置的重要性已超越單純押注市場方向。

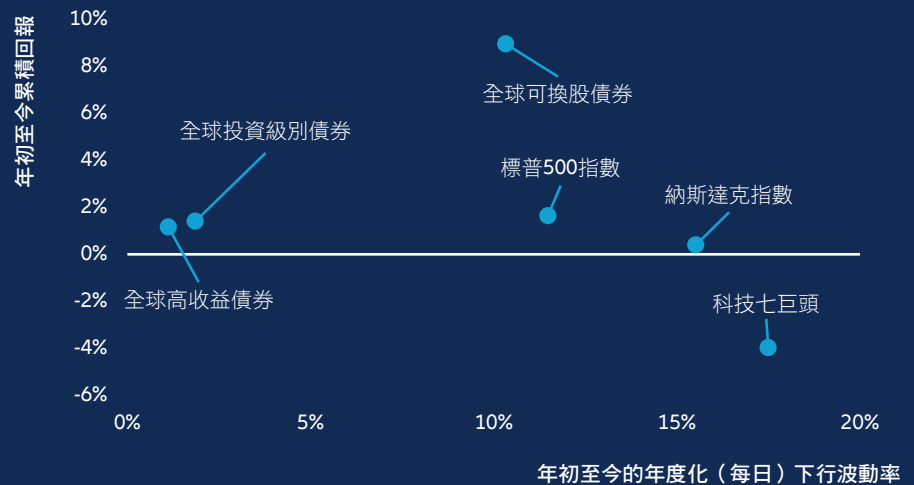
信貸可緩和股票市場的波動。儘管股票市場的波動性高企，信貸市場依然在歷史上相對緊窄且有序的區間內交易，**突顯出即使股票情緒轉趨脆弱，信貸仍具備穩定市場的作用**（見圖表）。

本月圖表

我們認為，在股市顯著上升過後，投資者進行再平衡、且對股票估值的信心減弱之際，企業債券（包括可換股證券）能發揮重要及補充的作用。過往，高收益債券提供接近股票的回報，但波動性明顯較低。2月的市場走勢正好為這一特性提供了及時的例證。

以Oracle為例，其股價自9月高位回落約50%，但其基準2030年債券同期僅下跌約2%。ZoomInfo的股價自1月高位下跌42%，然而其基準2029年債券僅下跌約9%。這些差異突顯出信貸能夠吸收波動，而不會完全重估其長期償債能力風險。在指數層面，相對標普500及納斯達克指數，以及所謂的「七巨頭」美國科技龍頭，全球高收益債券及全球投資級

相較股票，企業債券展現較強韌性



別債券年初至今的回報明顯較為穩定。此外，兼具債券與股票特性的全球可換股債券的表現大幅領先，並能在不犧牲股票上行參與的情況下，有效緩和下行波動。

資料來源：彭博、洲際交易所美銀、標普及納斯達克指數；安聯投資，截至2026年2月25日。指數數據為美元對沖。上述資訊僅供說明用途，不應被視為購買或出售任何特定證券或策略的推薦，亦不構成投資意見。過往表現，或任何預期、推測或預測並非未來表現的指引。

保持選擇性，保持主動性。在我們的投資組合中，對商業發展公司（BCDs）— 私募信貸的重要工具之一 的投資維持在有限水平，這是一項刻意的配置決定，而非對近期波動的反應。BCDs雖然在市場中佔比不大，但其結構複雜，且下行風險不對稱。

信貸方面，總會存在需要深入審視的商業模式，而BCDs更需要格外謹慎地加以區分。儘管如此，**整體市場的基本面仍大致穩健**，從BBB級發行人主導市場可見一斑。然而，真正重要的並非表面的評級，而是其**背後的巨大差異** — 涵蓋平台質素、資產組合、包銷紀律以及負債結構等多個層面。信貸質素的差異相當明顯，最終結果將高度取決於個別發行人的情況。

隨着違約再度成為市場焦點，我們的做法很簡單：**不泛化，要精準。**我們持續密切關注BCDs相關領域，並保持審慎觀望的態度。一旦息差進一步擴大為**優質發行人帶來具吸引力的風險回報機會**，我們已準備好選擇性地採取行動。

新興市場與亞洲：機會所在。2月份新興市場債券表現領先再次印證這些市場不僅**提供多元化，同時具備韌性**。其表現受到多項因素支持，包括美元走弱、通脹回落，以及多個新興市場國家央行的信譽改善。

本地貨幣債券持續領先，而硬貨幣債券則在息差波動受控的情況下提供穩定的利差。拉丁美洲與非洲是表現最佳的區域，受惠於傳統的政策框架及具吸引力的利差。尤其是

非洲，近期出現一輪以緊窄息差定價的新發行債券，惟我們在參與上仍保持選擇性。石油出口國在地緣政治局勢升溫下表現依然穩健，對外匯較為敏感的市場則出現短暫但受控的波動。然而，整體新興市場的估值日益趨緊，無差別的風險投資難以獲得回報。我們的投資方式仍以基本面為核心，聚焦於具備國家狀況改善的市場，例如象牙海岸及肯亞，這些國家的宏觀走勢與政策紀律持續加強。

亞洲定息收益的表現平穩且展現高度韌性。亞洲信貸受惠於強勁的技術面支持及基本面改善，本地市場的**波動性低於整體新興市場**，進一步強化亞洲作為全球定息收益投資組合中穩定配置的角色。

關注焦點

1 人民幣走強

人民幣在2月兌美元走強，升自2023年以來的最高水平。與去年主要受美元普遍走弱所帶動的升值不同，本輪走勢反映更為主動的政策取向，並受到中國央行強勢中間價的進一步支持。我們認為，這顯示中國外匯政策正出現實質性轉向，意味著決策者已準備讓人民幣重新走強。

2 美國銀行股票

美國銀行股下挫，跌幅幾乎與美國軟件類股份相當。這一走勢反映市場對私募信貸壓力的憂慮蔓延，以及人工智能熱潮可能壓縮銀行盈利的疑慮。相較之下，銀行信貸息差幾乎未受影響。我們認為，目前擔心連鎖反應仍然尚早，因銀行在私募信貸方面的風險可控。然而，在景氣循環後期信心愈發脆弱之際，相關發展仍需密切注視。

3 美伊談判

美國與伊朗在阿曼斡旋下於日內瓦展開第三輪會談，背景是美國在海灣地區大幅增兵，希望限制伊朗的濃縮鈾能力。油價持續徘徊在七個月高位，若局勢升級，油價可能大幅飆升 — 伊朗是石油國生產組織的第三大原油生產國。能源相關信貸及其他資產或可作為地緣政治及再通脹風險的理想對沖。

定息收益展望

指標性市場指數 數據截至2026年2月23日	總回報	總回報	最低收益率 (%)	有效存續期 (年)
	2026年年初至今 (%)	2026年2月 (%)		
環球可換股債券	7.54	5.91	-2.8	1.4
亞洲高收益	2.88	2.24	7.5	2.9
環球新興市場主權債券	2.10	0.68	6.6	6.5
環球AAA-AA級政府債券	1.64	0.42	3.1	7.3
歐元綜合債券	1.61	0.73	2.8	6.3
美國綜合債券	1.42	0.11	4.2	5.9
美國投資級別債券	1.38	0.18	4.7	6.9
環球綜合債券	1.36	0.24	3.4	6.3
歐元投資級別債券	1.30	0.79	3.1	4.5
歐元高收益	1.07	0.68	4.8	2.8
美國高收益	0.83	0.48	6.7	2.8
亞洲投資級別債券	0.77	-0.07	4.8	4.8
美國浮動利率票據	0.74	0.45	4.2	0.0
美國1-3年期國庫券	0.59	0.20	3.5	1.6
歐元1-3年期政府債券	0.54	0.32	2.1	2.0

資料來源：彭博、ICE美銀及摩根大通指數、安聯投資，數據截至2026年2月23日。除歐元指數（以歐元計）外，指數回報以美元對沖計算。亞洲及新興市場指數代表以美元計價的債券。最低收益率調低了「可贖回」（可選擇在到期日之前的預定時間贖回）企業債券的到期收益率。有效存續期亦考慮了這些「贖回權」的影響。上述資料僅作說明用途，不應被視為購買或出售任何特定證券或策略的推薦或投資建議。過往表現，或任何預期、推測或預測並非未來表現的指引。

*代表投資者以當前價格購買債券，理論上直至到期日可能獲得的最低潛在收益率（不包括發行人違約的情況）。最低收益率是假設出現最壞情況，發行人使用最壞情況準備金（包括提前還款、贖回或償債基金）後的收益（不包括違約情況）。假設債券持有至到期日，並以相同條件將利息再投資。最低收益率只是一項投資組合特徵，並不反映基金的實際收益。基金收取的費用未有包括在內，因此，最低收益率無法預測債券基金的未來回報。

與我們保持聯繫

hk.allianzgi.com

+852 2238 8000

搜尋



讚好我們專頁 [安聯投資 - 香港](#)



訂閱YouTube頻道 [安聯投資](#)



聯繫LinkedIn帳戶 [Allianz Global Investors](#)



關注微信公眾號 [安聯投資香港](#)

以上提及的任何證券只用作說明之用，不應視為投資意見、或推介購買或出售任何特定證券或策略。

投資者投資於固定收益投資工具（如適用）可能須承受各種風險，包括但不局限於信用、利率、流通性及受限靈活性的風險。此風險受經濟環境和市場條件改變，因而會對投資價值構成不利影響。當票面利率上升時期，固定收益投資工具（如淡倉）的價值一般預期下降。當利率下降時期，價值也一般預期上升。流動性風險可能要推遲或阻止提款或贖回投資。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供建議、邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。但閣下若選擇不尋求專業諮詢，即應考慮本產品是否適合您投資。投資涉及風險，包括可能損失本金，以及投資於新興及發展中市場所伴隨之風險。基金經理及基金的過往表現、或任何估計、估算或預測並非未來表現的指引。本文件並未經任何監管當局審閱。

發行人:

香港 - 安聯環球投資亞太有限公司