Allianz Global Investors
安聯投資

2025年9月(美國聯儲局減息 — 最新動態)

定息收益展望

美國聯儲局減息後，市場焦點轉向下一步動向

關鍵重點

- 經濟增長趨勢放緩，有利於配置前端核心利率及優質信貸資產。
- 在利率走勢分歧的情況下，我們傾向透過相對價值交易來全球化利率風險敞口，例如持有「財政紀律良好」國家的長期主權債券（如西班牙），相對於財政壓力較大的國家（如美國）。
- 若要直接持有長期資產，可考慮受惠於美元走弱及債務結構有利的新興市場。

主要投資理念

- 美國收益率曲線趨陡
- 美元走弱
- 優質非週期性信貸
- 亞洲及新興市場
- 抗通脹證券

美國聯儲局於9月如市場預期般減息25點子。目前，市場對高於目標的通脹憂慮已暫時退居次位。主要觸發因素似乎是8月份疲弱的美國就業數據，加上6月數據的大幅下調（根據新數據，6月的就業人數自2020年12月以來首次出現下跌）。另外，對截至2025年3月的12個月期間的修訂顯示，美國實際新增職位比原先估計少了91.1萬個，反映出就業市場持續疲弱。政府職位預料將進一步縮減，而製造業的收縮則令市場對關稅刺激的期望落空。

對**全球債券市場**而言，這次美國減息已大致反映在市場之中，影響有限——就如歐洲央行在9月維持利率不變的決定相似。在經濟增長放緩的環境下重啟減息，有助我們的基本配置策略，集中於核心利率及信貸資產，主要是收益率曲線的前端部分。我們正密切關注此基本情境的尾部風險，包括政策寬鬆未能跟上經濟活動惡化的速度，可能推高利率但損害信貸市場。相反，若政策迅速放寬並與經濟增長回升同步，可能重新推高通脹並令收益率上升，對利率及信貸市場均構成壓力。

在目前這個階段，我們認為財政政策對**利率**風險的判斷最具參考價值，因為它是推動（長期）債券收益率上升最明確的因素。因此，我們最具信心的投資主題集中於相對價值策略，包括單一市場交易，例如受惠於美國收益曲線趨陡的持倉。我們亦進行跨市場交易，偏好由財政紀律支持的長年期主權債券，例如西班牙，而非受財政失衡壓力影響的市場，如美國和法國。至於利率的方向性部署方面，我們傾向持有部分新興市場的多頭倉位，這些市場可望受惠於美元走弱及有利的債務動態。例子包括秘魯、南非、羅馬尼亞、埃及及菲律賓。

在**貨幣方面**，我們預期美元將持續面對壓力，原因包括結構性及周期性的逆風。另一個不利因素是市場對聯儲局獨立性的疑問。相對於美

Jenny Zeng
固定收益投資總監

Georgios Georgiou
環球定息收益
產品主管

元，我們偏好持有歐元（因為進一步減息的門檻較高），以及受惠於強勁「利差交易」資金流入的新興市場貨幣。

在**信貸方面**，雖然信貸息差偏窄，但企業基本面仍然穩健，主要市場的系統性失衡亦相當有限。利差收益仍具吸引力，尤其是信貸評級光譜中的「甜蜜點」，即 BBB 和 BB 級別的債券。在市場波動回升、經濟增長開始放緩的情況下，這類資產的表現可能比股票更具韌性。此外，目前的高起始收益率亦為長期回報提供具競爭力的潛力，尤其是在違約率受控的情況下更為明顯。

在目前的市場環境下，我們認為採取環球多元板塊的投資策略，是把握機遇的最佳方法。儘管美國市場出現後周期的跡象，部分歐洲市場則顯示復甦及擴張的信號。我們認為亞洲及新興市場具備優勢，有望憑藉信貸基本面的改善而跑贏。至於關稅方面，我們意識到每一輪新關稅的實施、暫停或重新談判，都會改變市場格局及個別企業的曝險情況。因此，由下而上的分析及精選個別證券至關重要。

鑑於**通脹**仍存在上行風險，我們仍然傾向在投資組合中加入一定程度的通脹保護。其中一個表達方式是投資於 5 至 10 年期的美國國債抗通脹證券（TIPS）。對於以收益為主的投資者而言，持續配置浮息票據可能是合理的選擇，這類資產不但能提供高於貨幣市場利率的定期收益，亦有助應對「高通脹及高利率維持更久」的風險。

定息收益市場表現

指標性市場指數 數據截至2025年9月15日	總回報 2025年初至今 (%)	總回報 2025年8月 (%)	最低收益率* (%)	有效存續期 (年)
環球可換股債券	16.92	2.56	-2.6	1.5
環球新興市場主權債券	10.74	1.63	7.0	6.6
亞洲高收益	8.53	1.45	8.6	2.5
美國投資級別債券	7.41	1.01	4.7	7.1
美國高收益	7.07	1.20	6.6	2.8
美國綜合債券	6.63	1.20	4.3	6.1
亞洲投資級別債券	6.47	1.18	4.8	4.8
歐元高收益	4.34	0.05	5.1	2.8
環球綜合債券	4.23	0.55	3.4	6.5
美國1-3年期國庫券	4.02	0.90	3.6	1.7
美國浮動利率票據	3.65	0.44	5.0	0.0
歐元投資級別債券	2.70	0.01	3.1	4.5
環球AAA-AA級政府債券	2.21	0.06	3.1	7.4
歐元1-3年期政府債券	1.79	0.19	2.1	2.0
歐元綜合債券	1.01	-0.20	2.9	6.3

資料來源：彭博、ICE美銀及摩根大通指數、安聯投資，數據截至2025年9月15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。

值得關注的事項

1 聯儲局的獨立性

特朗普政府曾公開批評聯儲局未有及早減息，期間亦曾試圖罷免一位現任的聯儲局理事。最新的美國就業數據可能會引發更多干預的企圖。聯儲局的獨立性至關重要，因為它一直是支持美元及美國國債作為避險儲備資產地位的關鍵因素。

2 關稅執行

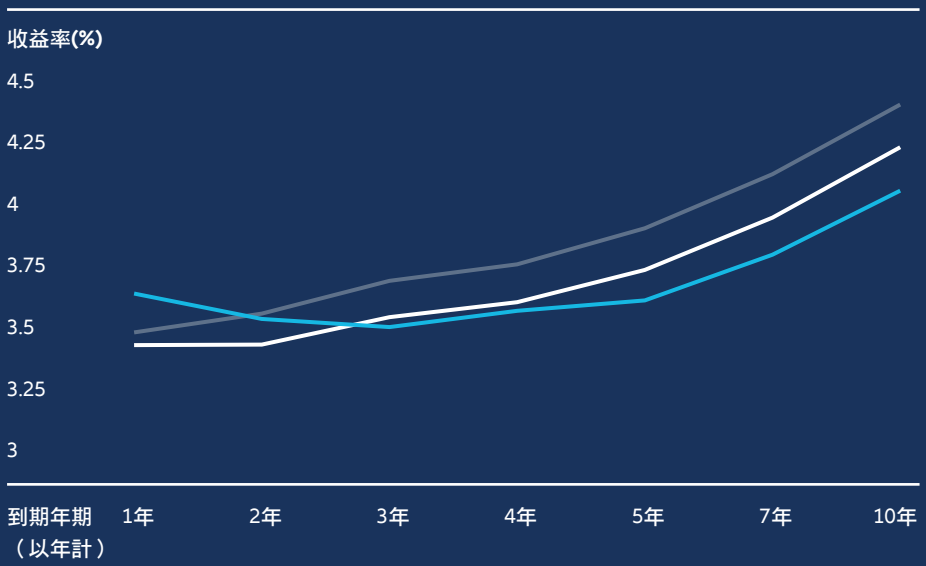
美國最高法院即將裁定特朗普政府的關稅政策是否具有法律效力。法院有可能作出「有條件批准」的裁決，即在特定情況下允許徵收關稅。若能釐清關稅執行的最後不確定因素，將有助於提振市場情緒。

3 企業盈利

我們對部分非主要消費板塊及重工業持審慎態度，這些行業在需求方面仍未見底。我們則看好銀行板塊，因為其資本充足及資產質素穩健，加上收益率曲線逐步回復正常，有助支持表現。在防守性配置方面，我們較大比例投資於非主要消費板塊，例如健康護理及電訊。隨着關稅不確定性逐步釐清，一些目前仍有較高息差的板塊，如汽車及房地產，可能變得更具吸引力。

本月圖表

美國國債收益率曲線 – 現時與一年後遠期預測）



資料來源：彭博、安聯投資，數據截至2025年9月15日。

以上資料僅供說明用途，不應視為購買或出售任何特定證券或策略的建議，亦不構成投資意見。過往表現、任何預測、推算或預期，均不代表未來表現的保證。

我們預期收益率曲線陡峭化將持續成為今年剩餘時間固定收益市場的核心主題，且很可能延續至2026年。根據現有的美國國債、期貨合約及掉期利率推算，市場對美國國債遠期收益率曲線的斜率預測顯示，一年後短期利率的下調速度將快於長期利率。自6月以來，市場隱含的遠期收益率曲線仍維持趨陡的走勢，但由於美國就業數據疲弱，整體收益率曲線略為下移。這意味著與 6 月相比，市場現時預期一年後的美國國債收益率將略為下降。

然而，鑑於通脹仍然高企，加上財政狀況備受關注，2026年的收益率（尤其是長年期債券）下調空間可能有限。我們認為部署收益率曲線趨陡策略，相對於直接押注存續期的方向性操作相比更具吸引力的原因。

此外，利率最終走向仍存在不確定性，因此我們亦看好將固定利率債券與浮息債券結合的策略，後者可提供高於現金利率的定期收益。

與我們保持聯繫 | hk.allianzgi.com | +852 2238 8000 | 搜尋 安聯投資

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