

定息收益展望：在增長乏力或信貸衝擊的情況下，利差領域表現理想

要點

- 在我們2026年基本情境中，若無出現信貸或增長衝擊，穩健的收益仍將是核心主題。
- 儘管息差收窄，但相對投資較長期的核心利率債券，全球多元化信貸和新興市場債券或許是賺取較高收益更為持久的途徑。
- 我們看好短期核心政府債券，因為它們受財政「恐慌」的影響較小，但我們積極管理存續期，存續期（尤其是美國）仍然是對沖增長風險的可靠工具。



曾錚
定息收益首席投資
總監



Georgios Georgiou
環球定息收益
產品主管

由於聯儲局沒有召開政策會議，且美國政府停擺導致經濟數據發布延遲，11月份全球債券市場的走勢主要由市場情緒主導。至於12月美國減息的預期，期貨市場在過去數週多次調整押注。根據芝加哥商品交易所FedWatch工具的數據，10月中旬12月份減息的機率超過90%，11月初跌至50%以下，但在月底又回升至80%左右。若於12月減息，目標利率區間將降至3.50%-3.75%。

我們預期已發展經濟體的政策利率將繼續向中性水平靠攏，但速度會有所不同。商業活動指標顯示，主要已發展經濟體的經濟韌性良好，美國和日本經濟增長加快，而歐元區經濟維持穩定。英國仍面臨勞動力市場疲弱和經濟增長放緩的挑戰。英國政府在秋季預算案中嘗試向市場保證其有能力改善公共財政狀況，目前，英國政府債券的投資者似乎對此感到滿意。隨著通脹放緩，英倫銀行在12月或有減息空間。

除日本外，其他地區重啟寬鬆政策指日可待，我們看好美國短期利率，同時傾向投資新興市場主權債

務的長期債券，例如巴西、秘魯、南非和馬來西亞。我們認為宏觀經濟和政策背景仍指向美國收益率曲線走陡。

若聯儲局採取更政治化和「利好增長」的政策，短期債券或可受惠；同時，不明朗的通脹和財政前景將對長期債券造成不利影響。相比之下，許多新興市場的通脹和財政狀況較為樂觀，收益率曲線已走陡，若經濟增長不如預期，減息空間也較大。

我們的2026年基本情境是：若無出現信貸或增長衝擊，穩健的收益仍將是核心主題。雖然息差有所擴闊且新債發行量高企，但預期年底息差將會收窄。投資者爭相鎖定歷史高位的綜合收益率，似乎為息差資產的需求帶來支持。值得注意的是，穩健的企業盈利、信貸質素改善，以及新興市場宏觀經濟表現理想，都為這一利好環境作出了貢獻。

對於持有大量現金的投資者而言，短期利率下降會帶來再投資風險，投資較長期的核心政府債券可能

會導致波動性上升。今年，部分核心市場的長期債券收益率升幅超過了相同年期的利率掉期利率。我們認為，隨著德國等國發行更多主權債券，加上財政憂慮引發收益率曲線長期一端出現流動性緊縮，期限溢價可能會進一步上升。在此環境下，我們預期資產配置者將維持甚至增加息差產品的配置，並在地區、行業和評級方面更加多元化。同時，我們認為主動管理投資組合的存續期十分重要，因為存續期（尤其是美國國庫債券）仍然是對沖增長風險的可靠工具。

在投資級別信貸領域，我們仍然看好浮動利率債券，將其視為應對貨幣市場利率下跌的「第一道防線」，因為這些工具的收益率息差通常高於基準短期利率。在高評級固定年期債券領域，由於基本因素和技術面均支持該資產類別，我們維持適度增持信貸資產。我們的配置集中於優質債券，並傾向於金融和公用事業板塊，而非週期性工業。雖然我們仍然對金融業抱有信心，但主要由於估值，我們已經減少了對該行業的相對投資，並轉向資本結構中較優先的部分。

高收益債券方面，我們非常具選擇性 — 儘管我們認為違約機會不大（避開某些行業和評級較低的發行人）。在BB級債券市場，美國和歐洲之間的息差緊窄，而歐洲的B級債券息差較闊，或可提供一些特定的投資機會。在亞洲，我們仍然偏好高收益債券而非投資級別債券以獲得利差，而在高收益債券市場，我們普遍較傾向於BB級債券而非B級債券，這與我們較保守的投資策略一致。

定息收益市場表現

指標性市場指數 數據截至2025年11月28日	總回報	總回報	最低收益率*	有效存續期 (年)
	2025年初至今 (%)	2025年11月 (%)		
環球可換股債券	20.94	-1.65	-2.4	1.5
環球新興市場主權債券	13.48	0.41	6.8	6.6
亞洲高收益	9.81	-0.52	8.6	2.9
美國投資級別債券	7.99	0.65	4.8	7.0
美國高收益	7.76	0.46	6.7	2.9
亞洲投資級別債券	7.60	0.35	4.8	4.8
美國綜合債券	7.46	0.62	4.3	6.0
環球綜合債券	5.09	0.21	3.4	6.4
美國1-3年期國庫券	4.86	0.45	3.5	1.7
歐元高收益	4.76	0.06	5.1	3.0
美國浮動利率票據	4.71	0.38	4.6	0.0
歐元投資級別債券	3.22	-0.25	3.1	4.6
環球AAA-AA級政府債券	3.20	-0.08	3.1	7.4
歐元1-3年期政府債券	2.26	0.09	2.1	2.0
歐元綜合債券	1.75	-0.08	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11月28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。

 本月圖表

「避險」債券的5年收益率為負（以百分比計）

指標性市場指數 數據截至2025年11月30日	總回報						
	2020-2025 年初至今	總回報 2025年初至今	總回報 2024	總回報 2023	總回報 2022	總回報 2021	總回報 2020
歐元綜合債券	-6.28	1.75	2.63	7.19	-17.18	-2.85	4.05
環球AAA-AA級政府債券	-1.80	3.20	1.95	7.13	-15.41	-3.08	6.27
歐元投資級別債券	2.03	3.22	4.67	8.01	-13.95	-1.02	2.65
歐元1-3年期政府債券	3.19	2.26	3.16	3.48	-4.82	-0.70	0.02
亞洲高收益	5.02	9.81	15.18	4.76	-15.09	-11.05	4.94
美國綜合債券	5.72	7.46	1.25	5.53	-13.01	-1.54	7.51
環球綜合債券	7.61	5.09	3.40	7.15	-11.22	-1.39	5.58
美國投資級別債券	9.63	7.99	2.13	8.52	-15.76	-1.04	9.89
美國1-3年期國庫券	12.18	4.86	3.98	4.23	-3.80	-0.61	3.24
環球新興市場主權債券	14.14	13.48	6.54	11.09	-17.78	-1.80	5.26
亞洲投資級別債券	15.81	7.60	4.22	7.42	-10.01	-0.01	6.86
歐元高收益	19.81	4.76	8.63	12.00	-11.48	3.35	2.76
美國浮動利率票據	22.84	4.71	6.42	6.73	1.34	0.52	1.38
美國高收益	31.38	7.76	8.22	13.44	-11.22	5.36	6.17
環球可換股債券	75.35	20.94	9.37	12.05	-14.56	4.15	32.97

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11月28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。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。

過去五年揭示了減持信貸資產所帶來的機會成本。息差領域的表現遠超核心利率，這主要受惠於利差效應。隨著時間，這些債券累積可觀的票息，或足以彌補利率變動和違約造成的任何損失。相比之下，評級最高的政府債券平均存續期較長，票息較低，意味著它們在2021-2022年期間幾乎不能彌

補損失（以美元對沖的指數水平計算）。這再次警示我們，「避險」政府債券可能拖累表現。即使信貸評級沒有實質惡化，這些資產也因利率飆升和對長期財政可持續性的憂慮而受到打擊。歐元區高評級債券受到的衝擊最大，目前仍處於負數區間（參見歐元綜合債券指數）。9月份，數

家法國公司的借貸成本甚至低於年期相近的法國政府債券。雖然企業債券尚不能取代高評級主權債券成為避險資產，但全球多元化信貸的韌性無疑讓我們更清楚地認識到持有（財政狀況不佳的）長期政府債券的潛在風險。



值得關注的事項

1. 聯儲局會議

在11月暫停會議後，美國央行將於12月9日至10日再次召開會議，決定利率政策。10月的會議顯示，投票成員之間存在分歧，部分成員憂慮就業市場疲弱，其他則對通脹持謹慎態度。而10月至10月的就業數據以及主要通脹數據，將在聯儲局會議結束後才會公佈。

2. 俄烏衝突

在俄烏和平協議談判重啟之際，能源價格及東歐貨幣匯率均出現波動。最新的外交方案包括美國提出的計劃，但烏克蘭和歐盟領導人均批評該方案過於偏袒俄羅斯。目前達成長久協議的可能性不大，商品和貨幣市場對相關消息仍然高度敏感。

3. 人工智能債券

與網路泡沫時期不同，如今的人工智能基礎設施支出主要依靠強勁的現金流和公共部門的支持，而非企業槓桿融資。然而，所謂的人工智能超大規模企業今年已超越銀行，成為美國最高發行量的高評級債券發行人。在科技公司估值和債券發行量創歷史新高的環境下，人工智能資本支出勢必會受到投資者更嚴格的審查。

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