

2025年8月

美國投資級別債券：貿易糾紛下保持穩定

隨著美國貿易政策的不確定性繼續影響風險資產形勢，2025年美國投資級別信貸的前景變得複雜——未來將何去何從？

2025年，金融市場的波動性顯著加劇，主要因為美國貿易政策的不確定性。4月2日，擬議的對等關稅規

模及其潛在的經濟影響打擊市場。股市在短時間內大幅下跌，信貸息差顯著擴大。

然而，這次波動並未持續太久，因為一週後美國宣布暫緩90天，市場燃起了潛在貿易協議可能降低主要貿易夥伴之間預期關稅的希望。此外，中美之間的緊張局勢在談判後有所緩和，似乎能避免出現最壞的情況。

經濟數據持續呈現正面勢頭，通脹並未受到關稅顯著影響。因此，市場參與者開始將注意力轉向政府債務狀況和即將到來的財政立法，導致收益率曲線走陡。儘管波動性加劇，但由於整體國庫券收益率下跌，定息收益息差領域今年普遍錄得正回報（圖1）。

要點

- 預期美國投資級別債券市場的總供應在2025年餘下時間維持強勁，上半年發行達9,000億美元，較去年同期增加4.3%。
- 投資級別債券市場的信貸指標反映健康的趨勢，企業審慎管理資產負債表、債務增長溫和，加上股東派息較低，這些因素支持了它們抵禦潛在經濟放緩的能力。
- 零售和汽車等行業由於其供應鏈遍及全球，尤其容易受到關稅政策的影響，而金融和公用事業行業則在應對潛在的貿易戰影響方面具有優勢。

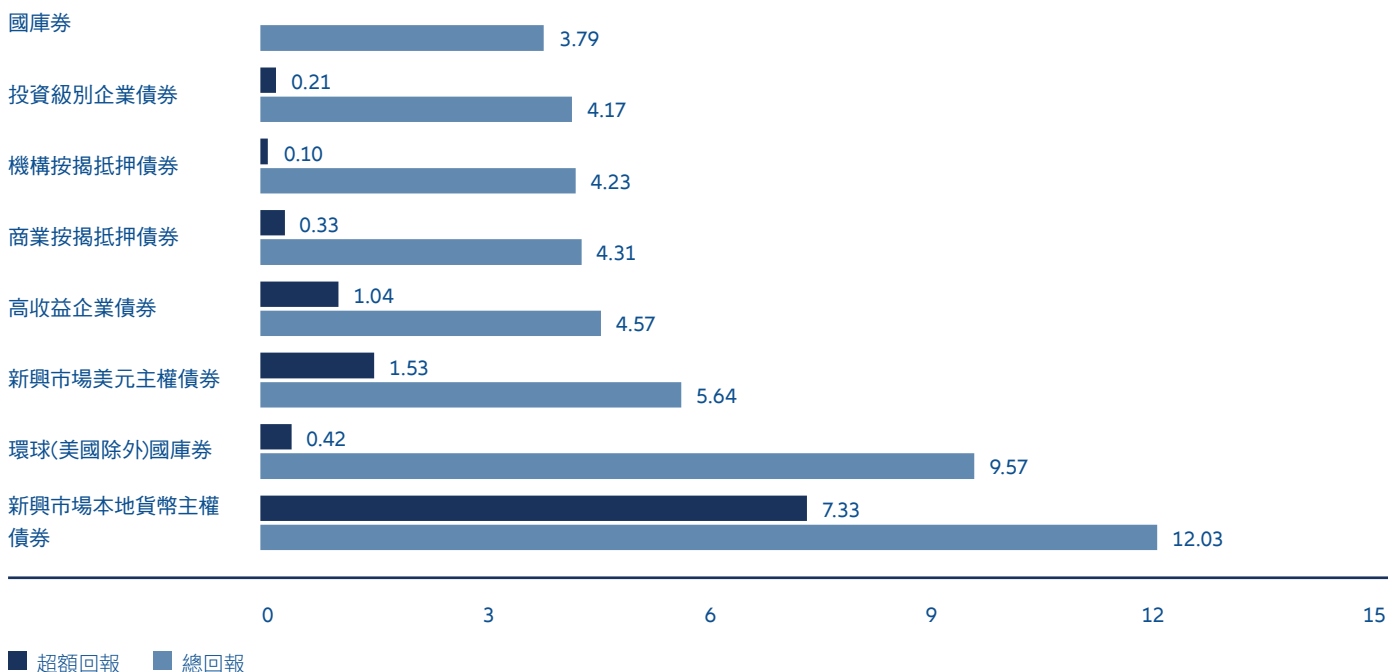


Anil Katarya, CFA
投資級別信貸
全球主管
Voya Investment
Management



Travis King, CFA
美國投資級別
企業債券主管
Voya Investment
Management

圖 1：儘管波動性加劇，風險資產在2025年上半年仍錄得正回報



截至2025年6月30日。資料來源：彭博指數服務有限公司、摩根大通、Voya IM。超額回報：新興市場美元主權債券為摩根大通新興市場債券全球多元化指數的息差回報；新興市場本地貨幣主權債券為摩根大通政府債券新興市場全球多元化指數（經稅務調整後本地貨幣回報）的總收益減去彭博美國國庫券3-7年期指數的總收益。所有其他均以相關彭博指數的超額回報代表。有關指數定義和其他披露，請參閱尾註。

由於宏觀噪音和不確定性，投資級別信貸息差持續波動

1月和2月的交易窄幅上落，但由於經濟數據疲軟，投資者在3月要求更高的風險溢價。4月份的關稅不確定性，令波動性加劇，導致投資級別債券市場的經期權調整後息差升至2023年以來最闊的水平，達到119點子。

隨著關稅風波消退，投資級別債券息差在4月下旬顯著收窄。企業第一季業績表現優於預期，加上穩健的收益導向投資者需求，技術面穩

定，亦有助推動息差收窄。雖然息差看來並不便宜，但短期內仍有許多因素有助其維持在當前水準。主要的利好因素包括正面的（儘管有所放緩）經濟增長、健康的企業盈利、利好的評級趨勢以及較低的淨供應。

更仔細觀察投資級別債券市場內的類別，今年目前為止，A級和BBB級發行人的總回報率相對一致——前者在4月份最初的拋售期間表現領先，後者則受惠於隨後的復甦。行業方面，金融業表現領先，受惠於強勁的盈利表現。相較之下，公用事業表現落後，

然而息差擴闊主要發生在1月，原因是加州山火的影響。在整個信貸曲線中，由於國庫券收益率曲線走陡，短期和中期債券的表現優於長期債券（圖2）。

我們認為，許多在年初預測中形成的主題在下半年仍將普遍存在。利好的技術面和健康的基本面應可繼續支持信貸息差。然而，若貿易戰導致經濟放緩的幅度超過預期，高收益率可為息差擴闊帶來緩衝，目前收益率遠高於10年歷史平均（圖3）。此外，利率下降或可提高回報，預期聯儲局將在經濟活動更加明顯放緩時提供緩衝。

我們預期市場將持續波動，因為潛在的經濟增長放緩加上政府政策的不確定性，將導致息差間歇性擴闊。這可為主動型的基金經理帶來增加風險的吸引投資機會。

在投資者資金流和負淨供應的推動下，技術面可望維持利好

隨著最大的關稅風險已經過去，我們認為技術因素很可能成為今年餘下時間息差的主要推動因素。今年，一級市場活動持續穩健增長，雖然在4月經歷短暫低迷，但4%的增長大致符合我們最初的預期。今年上半年，總供應達9,000億美元，較2024年同期增加4.3%（圖4）。

金融和非金融發行人募集資金的用途相對多元化。然而，持續的高利率繼續抑制新的併購交易，2025年僅有10%的總供應為併購融資的票據。到期債券上升限制了淨供應，加上交易商的資產負債表仍接近2019年的低位，為息差帶來支持。今年餘下時間，總供應可望保持強勁。儘管短期到期債券較多（加上持續的資本支出需求），但我們預期，直到2026年，併購活動才會顯著回歸。

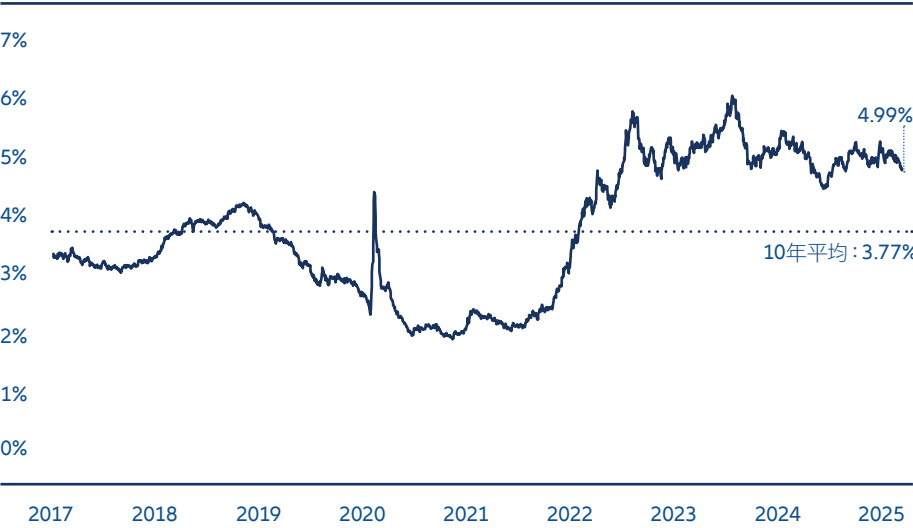
需求方面，除了利好的技術因素外，注重收益的投資者也展現持續的興趣。雖然與去年相比，互惠基金和交易所買賣基金（ETF）的整體資金流有所下跌，但2025

圖2：收益率曲線中流動性最高的部分表現領先
2025年上半年回報（%）及經期權調整後息差（OAS）（點子）

領域	息差	OAS	OAS 變化	總回報	超額回報
行業	美國企業債券指數	83	+3	4.17	0.21
	行業	81	+3	4.08	0.12
	公用事業	93	+11	3.70	-0.34
	金融	85	+3	4.46	0.50
質素	AA	47	+2	3.79	0.07
	A	71	+3	4.22	0.28
	BB	103	+6	4.21	0.17
年期	1-5 年	63	+3	3.80	0.50
	5-10 年	93	+7	5.35	0.32
	10-25 年	99	+2	4.07	-0.10
	25+ 年	101	+1	2.90	-0.19

截至2025年6月30日。資料來源：巴克萊銀行、彭博。指數定義及其他披露資訊請參閱尾註。

圖3：收益率較10年歷史平均高出122點子



截至2025年6月30日。資料來源：巴克萊銀行、彭博。指數定義及其他披露資訊請參閱尾註。

年投資級別債券市場的需求仍然穩定，機構和外國投資者仍然是主要的買家群體。4月波動性飆升導致零售投資者的資金流變成負數，近期的資金流有所回升，6月每週流入投資級別債券市場的資金約為33億美元。高收益率和減息前景可望維持市場對美國企業債券的需求。

基本面能夠抵禦增長放緩

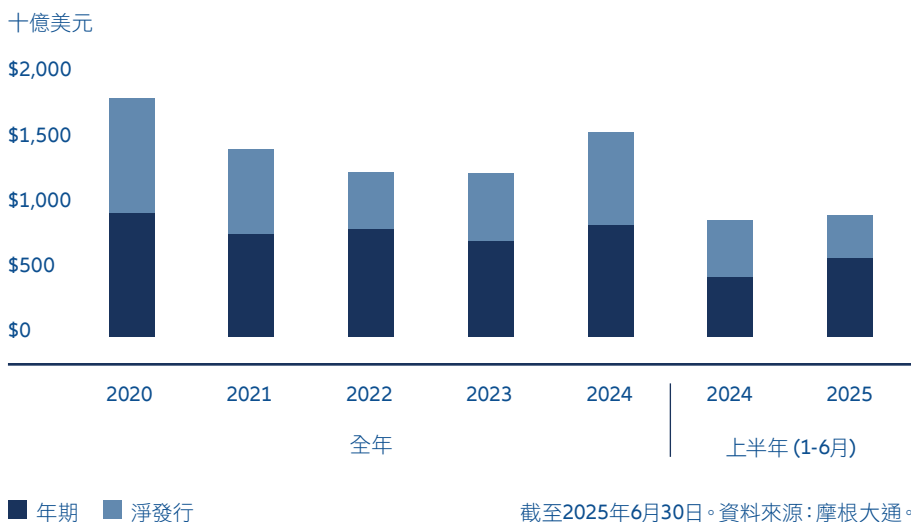
踏入2025年下半年，投資級別債券市場的信貸指標反映健康的趨勢。企業審慎管理資產負債表，這可見於溫和的債務增長和較低的股東派息。

盈利方面，雖然本季初仍存在諸多政策不確定性，但近期公布的季度業績仍展現強勁的增長勢頭。收入按年增長7%（摩根大通研究的數據為七季以來的最高水平），息稅折舊攤銷前利潤（不包括商品）按年上升8.2%。科技行業的盈利表現領先，週期性領域則較為落後。

同時，由於近期評級上調速度放緩，正面評級動力減弱。雖然評級上調/下調比率仍為正數，但自2021年以來首次下跌至2倍以下，而過去三年的平均比率約為4倍（圖5）。然而，投資級別債券市場的評級組成依然穩健，BBB-級僅佔8%，創歷史新低。此外，潛在「墮落天使」的名單仍然很短。

過去一年，由於企業以較高的利率為低票息債務進行再融資，利息覆

圖4：債券總供應強勁，受惠於年期上升



蓋率有所下降。然而，上季惡化的速度有所放緩，一旦聯儲局進一步減息，惡化速度可能會進一步減緩。重要的是，我們認為企業已做好充分準備迎接可能放緩的增長環境，我們預期企業基本面不會在中期成為息差的推動因素。

關稅政策將對部分行業造成較大影響

雖然我們預期有關關稅政策的消息短期內仍會波動，但這些政策的長期影響尚需時日才能顯現，可能在今年稍後時間見於企業盈利和經濟數據轉弱。即使假設與主要貿易夥伴的貿易緊張局勢有所緩和，但預期平均關稅稅率仍將顯著上升，其負面影響將對部分行業造成較大影響，並將視乎供應鏈的地理位置以及企業的定價能力和利潤率，對個

別發行人造成壓力。

雖然沒有一個行業能夠免受關稅導致的增長放緩所帶來的潛在間接影響，但投資級別債券市場中受影響最直接的行業如下：

- 我們認為，**零售商**是受影響最大的行業，也最有可能受到負面連鎖反應的影響，尤其是那些產品很大部分來自國際市場的時尚類發行人。
- 汽車行業**也面臨顯著的直接影響，因為它們是資本密集型行業，利潤阻力已經出現，進一步提價的能力令人懷疑。
- 在**消費品**領域，部分公司的影響顯著，包括玩具公司、家電製造商和休閒車製造商。

影響溫和或不一的行業包括：

- **食品飲料**。雖然酒類企業相對其他消費品行業處於較有利的位置，但由於預期對罐裝鋁徵收關稅，這些企業仍面臨逆風。若原材料進口價格上升，部分食品業者可能會面臨壓力。
- **硬件**。我們認為，由於供應鏈遍及全球，關稅對硬件生產商和科技分銷商可能會帶來明顯影響，但企業優化供應鏈並將成本轉嫁給客戶的能力可望部分抵銷這些影響。

- **半導體**。大多數使用非美國代工廠的半導體公司其成本結構可能會大幅上升，但影響將取決於供應鏈的地理位置和關稅稅率。

相較之下，大致不受關稅影響的行業包括：

- **銀行**。關稅不會對銀行造成真正的直接影響，但由於潛在的間接效應，主要借款人和盈利推動因素可能會受到一些影響。
- **保險**。與銀行類似，保險公司在關稅影響下相對具防禦性，但通

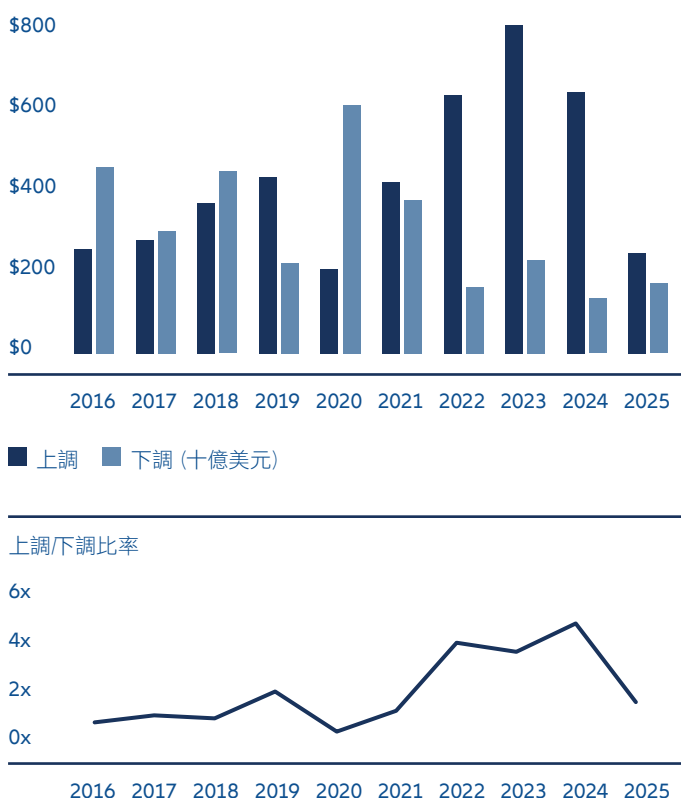
脹影響可能會為部分財產和意外保險公司帶來逆風。

- **公用事業**。這一行業集中於國內市場，因此受關稅影響最小。

普遍而言，我們認為，在廣泛的行業類別中，金融和公用事業企業具有優勢應對潛在貿易戰帶來的負面影響。然而，工業企業或需作出一些改變來限制關稅的影響，例如在關稅生效前建立本地庫存、提高價格（雖然在當前的消費環境下並不容易）、與供應商談判、盡量節省成本或提高生產效率，或將部分生產/採購轉移至美國。

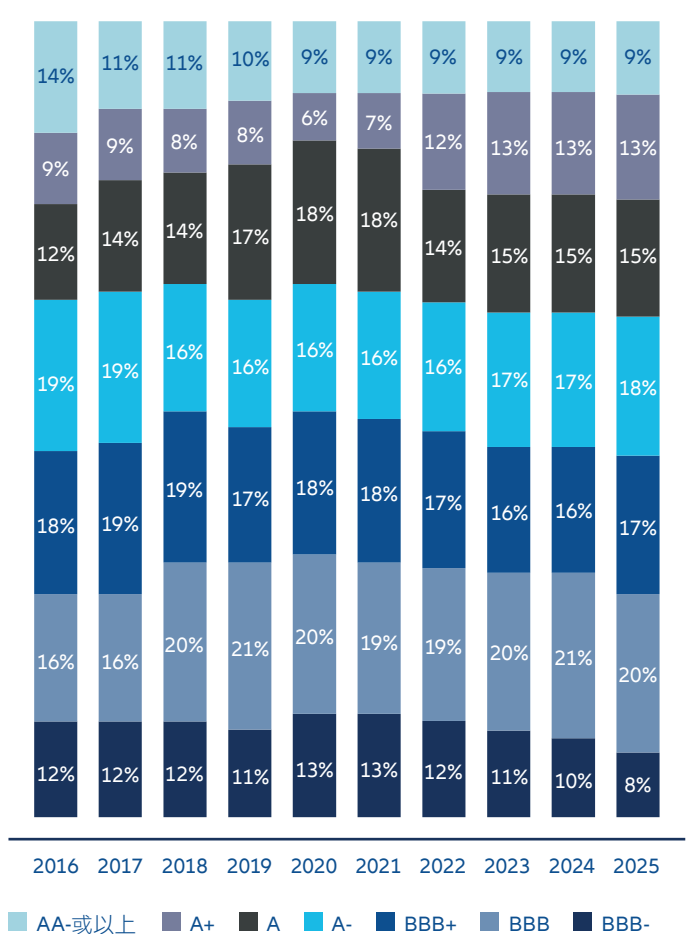
圖 5：投資級別信貸評級概況在應對經濟不確定性方面具有優勢

評級上調與下調的比例下降¹...



截至2025年6月30日。資料來源：摩根大通、Voya IM。

... 但BBB-級債券在投資級別債券市場中僅佔8%，創歷史新低²



1) 投資級別債券市場內評級上調和潛在的上調的債券。投資級別債券市場內評級下調的債券及墮落天使。

2) 由於四捨五入，數值總和可能不等於100%。

我們的關注焦點

儘管政策不確定性上升，但宏觀環境仍大致利好投資級別信貸。除出現不可預見的衝擊，我們認為息差短期內不太可能大幅擴闊。我們預期，由於政策不確定性抑制企業投資，關稅上調導致消費減少，美國經濟增長可能放緩，但減稅和放寬監管措施或將推動增長回復至潛

在水平。此外，由於通脹的潛在下行趨勢，尤其是在勞動力市場疲軟程度超出預期的情況下，聯儲局將有減息空間，因此經濟增長的下行影響應該有限。

我們認為，主要的宏觀風險是潛在的貿易戰，如果爆發，經濟增長將進一步放緩，為盈利和基本面帶來壓力。其他不利因素包括地緣政治

風險上升，這可能導致商品價格短期波動，並擾亂通脹預期。此外，債務上限和支出將面臨債券投資者更嚴格的審查，這可能會使收益率持續波動。我們認為，息差擴闊在下半年或會是吸引的入市點以增加風險，下半年強勁的技術面和仍然穩固的基本面可為估值帶來支持。

投資者不能直接投資於指數，指數表現亦未反映任何費用、開支或稅項的扣除。指數比較存在一定限制，例如波動性及其他特性可能與某項具體投資有所不同。各指數定義如下：**美國國債**：以彭博美國國債指數（Bloomberg US Treasury Index）為代表，該指數衡量以美元計價、固定利率、由美國財政部發行的名義債務。**投資級公司債**：以彭博公司債指數（Bloomberg Corporate Bond Index）為代表，該指數衡量以美元計價、固定利率、應課稅的投資級公司債券市場表現。**機構按揭證券（Agency MBS）**：以彭博證券化－美國MBS指數（Bloomberg Securitized – US MBS Index）為代表，該指數由GNMA、FNMA及FHLMC所支持的固定收益按揭池組成，包括GNMA遞增付款按揭。**商業按揭證券（CMBS）**：以彭博證券化－CMBS指數（Bloomberg Securitized – CMBS Index）為代表，該指數衡量美國機構及非機構商業按揭證券市場，涵蓋最低交易規模為3億美元的合併及混合交易。**高收益公司債**：以彭博美國高收益公司債2%發行人上限指數（Bloomberg US Corporate High Yield: 2% Issuer Cap Index）為代表，該指數衡量一般代表低於投資級評級的公司債券之固定收益證券表現。**環球（不包括美國）國債**：以彭博環球國債（不含美國）指數（Bloomberg Global Treasury Ex-US Index, Unhedged）為代表，該指數為彭博環球國債指數的子集，不包含任何美國債務。**新興市場主權債（美元計價）**：以摩根大通新興市場債券指數－環球多元化版（JP Morgan EMBI Global Diversified Index）為代表，該指數限制高債務國家的權重，僅納入這些國家部分合資格債務面值；EMBI環球指數衡量以美元計價的新興市場主權／準主權債券表現，並採用傳統市值加權方式分配國家比重。**新興市場主權債（本地貨幣計價）**：以摩根大通新興市場本地債券指數－環球多元化版（JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index，稅後美元回報）為代表，該系列於2005年6月推出，是首個全面涵蓋新興市場本地政府債券的全球指數。

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



聯繫LinkedIn帳戶 Allianz Global Investors



訂閱YouTube頻道 安聯投資



關注微信公眾號 安聯投資香港

安聯投資 和 Voya Investment Management（Voya IM）建立了長期戰略合作夥伴關係，並透過該關係擔任某些使用 Voya IM 策略的安聯投資的投資工具的副投資顧問/副投資經理/委任經理。

以上資料只供說明基金的投資策略之用，而並非對提供購買或出售任何證券股份或投資意見或推薦。本文刊載時並不保證基金內仍然持有所述的證券。

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