

市場評論

伊朗戰事引發的通脹憂慮，以及聯儲局釋出的鷹派訊號成為市場焦點，以致美國國庫債券收益率曲線於第二季出現顯著波動。隨著通脹及勞工市場數據強於預期，加上聯儲局對放寬政策維持審慎立場，美國國庫債券於 5 月的拋售加劇。美國十年期國庫債券孳息率曾於 5 月短暫升至 4.67%，其後因通脹數據轉弱及季末油價回落而回吐升幅。以整季計，十年期國庫債券孳息率溫和上升 15 個基點至 4.47%，掩蓋了季內的顯著波動；而兩年期國庫債券孳息率則上升 38 個基點至 4.17%，令收益率曲線趨向平坦。¹

季內，亞洲美元投資級別信貸市場保持韌性，受企業基本面穩定、評級趨勢改善及有利的債券淨供應環境支持，信貸息差收窄 14 個基點。在中國，穆迪將中國銀行業展望由負面上調至穩定，理由是其政策支持持續及經濟增長前景穩定。印度方面，隨著涉及創辦人 Gautam Adani 的法律程序得到解決，市場對 Adani Group 管治問題的憂慮有所緩和。標準普爾（S&P）將 Adani Ports 評級上調至 BBB，展望穩定，反映其經營現金流產生能力強勁及槓桿指標健康；Bharti Airtel 亦因數據用量持續增長及業務基本面改善而獲上調至 BBB+。而東南亞其他市場方面，隨著關稅風險舒緩及國內投資改善，穆迪將泰國主權展望由負面調整至穩定。由於石化產品持續供應過剩，惠譽將 PTT Global Chemical 展望調整為負面；另一方面，穆迪則因項目執行風險降低，將 Thai Oil 展望調整為穩定。馬來西亞方面，Genting Overseas Holdings 發行 12.5 億美元永久證券，用以再融資現有債務及維持投資級別信貸指標。印尼仍是市場焦點之一：穆迪及惠譽均確認其投資級別評級，但卻因憂慮管治、財政政策及外部脆弱性而將主權展望調整為負面。投資者亦關注主權財富基金 Danantara 及國有銀行相關政策可能帶來的影響。同樣地，惠譽將菲律賓主權展望調整為負面，理由是其公共投資疲弱及能源價格上升，為中期增長帶來風險。

亞太其他市場方面，標普因日本電訊商 NTT 核心電訊業務的盈利復甦較慢，以及資本開支持續偏高，將其評級下調至 BBB+。澳洲方面，穆迪於 2026 年 5 月將 Santos 展望調整為正面；若其石油及天然氣項目成功提升產量，未來 12 個月將可望獲上調評級。

亞洲美元高收益市場表現繼續主要由個別發行人及國家因素主導。中國房地產行業方面，穆迪以槓桿偏高及房地產開發活動疲弱為由，將龍湖評級下調至 B1。穆迪亦因中國金茂去槓桿進展緩慢，將其評級下調至 Ba3；標普則將新城發展的展望由負面調整至 B- 穩定，反映其流動性風險可控，並且進入離岸融資市場的能力改善。房地產行業以外，西部水泥表現遜色，原因是市場憂慮中非部分地區爆發伊波拉疫情，而該公司在當地擁有重要業務，加上潛在被剔出指數的風險，拖累其表現。在澳門，博彩營運商澳門

博彩控股因去槓桿進度較預期慢及盈利復甦較弱，遭惠譽及穆迪下調評級。日本方面，鎧俠控股獲標普及惠譽上調至投資級別，受惠於人工智能相關記憶體需求推動盈利前景改善。印度方面，Vedanta Resources 獲三大主要評級機構上調評級，反映商品價格轉強、營運表現改善，以及進入融資市場的能力提升。

印尼方面，隨著印尼主權展望被調整，Adaro Resources 的展望亦被下調至負面；而煤炭生產商 Indika Energy 則完成 1 億美元增發債券，以增強流動性及支持增長投資。投資者亦持續關注可能影響印尼採礦業的政策變化，包括建議透過一家國有實體集中管理大宗商品出口，以及可能提高專利權費及出口稅。高收益主權債券方面，巴基斯坦因財政表現轉強及外部融資支持持續，信貸狀況繼續改善。與此同時，斯里蘭卡受惠於通脹壓力舒緩、外部收支改善，以及經濟穩定措施持續取得進展。

表現回顧 - 亞洲信貸

於 2026 年第二季，亞洲信貸投資組合表現落後基準：

利淡投資表現：

- 印尼及菲律賓主權債券比重偏低
- 貨幣部署，尤其是日圓配置比重偏高
- 美國及日本政府債券配置比重偏高

利好投資表現：

- 印尼準主權債券比重偏高
- 配置於澳洲銀行及商品企業債券
- 澳洲政府債券配置比重偏高

策略部署

在地緣政治緊張局勢緩和及風險情緒改善的背景下，本策略於季內適度降低相對於基準的信貸息差偏低比重。在信貸配置方面，我們增持估值仍具吸引力的印尼準主權債券、精選澳洲發行人及香港房地產信貸。另一方面，隨著息差經歷一段收窄期，進一步上升空間受限，我們減持中國科技、傳媒及通訊發行人、中國準主權發行人及馬來西亞準主權發行人的配置。

利率市場方面，在地緣政治及通脹憂慮升溫之際，我們減少美國存續期配置；其後隨著美伊緊張局勢緩和及油價回落，我們再度增持，季末維持輕微偏高比重。我們增持英國政府債券；而由於估值逐漸吸引，我們亦增加日本政府債券配置，同時維持少量澳洲利率持倉。

投資組合亦保留少量歐元計值信貸配置，相關貨幣風險已全面對沖至美元。外匯方面，鑑於日圓具潛在多元化及防守特性，季內我們增加日圓配置，澳元配置則減少。

¹ 資料來源：彭博（截至 2026 年 6 月 30 日）。

表現回顧 - 利率及貨幣

於 2026 年第二季，利率及貨幣投資組合表現落後基準：

利淡投資表現：	利好投資表現：
- 日本政府債券及日圓比重偏高 - 美國國庫債券比重偏高 - 歐洲政府債券（意大利、德國）比重偏低	- 澳洲政府債券及澳元比重偏高 - 英國政府債券比重偏高

策略部署

在地緣政治不明朗因素升溫下，利率策略對美國國庫債券採取較具戰術性的部署。在衝突期間，我們降低偏高比重；其後隨著油價出現更明確的正常化跡象，通脹前景改善並支持存續期配置，我們重新建立相關持倉。本策略亦開始對英國金邊債券持偏高比重，反映我們預期英國本土經濟轉弱，貨幣政策放寬空間增加。

外匯部署方面，隨著市場重新評估聯儲局政策預期，本策略重新轉為美元偏高比重。澳元配置降至中性，歐元則轉為偏低比重。日圓持倉維持不變，反映儘管短期仍存在不明朗因素，其長期估值仍具吸引力。

表現回顧 - 亞洲總回報

於 2026 年第二季，亞洲總回報投資組合表現向好：

利好投資表現：	利淡投資表現：
- 資金分配至亞洲可換股債券 - 資金分配至亞洲金融企業債券 - 買入精選南韓發行人證券	- 資金分配至陷入困境的中國房地產信貸 - 美國及日本政府債券的長倉 - 貨幣部署，尤其是日圓配置比重偏高

策略部署

隨著季內地緣政治緊張局勢緩和，本策略選擇性地將現金重新投入市場，重點配置收益率吸引、現金流具韌性且估值具吸引力的較優質發行人。投資級別信貸方面，我們增持印尼、韓國及澳洲發行人。高收益方面，我們增加日本科技及澳門博彩發行人的配置。本策略亦從一隻韓國造船商可換股債券的持倉中獲利，同時維持對個別精選可換股證券的配置；可換股證券兼具收益及潛在升值空間，因此仍然具吸引力。

利率方面，在地緣政治及通脹憂慮升溫之際，我們減少美國存續期配置；其後隨著美伊緊張局勢緩和及油價回落，我們再度增持。由於估值更具吸引力，我們增加英國及日本政府債券配置，同時維持適量澳洲利率配置。

外匯方面，本策略維持日圓長倉，作為市場波動期間的潛在對沖；同時減少澳元及歐元配置。季內，我們積極交易巴西雷亞爾及土耳其里拉的機會性持倉，並在市場走勢有利後實現收益。

2026 年第三季展望

全球 / 美國

美伊戰事現已進入「政治劇場」階段，官方聲明、軍事姿態及公開最後通牒大多帶有象徵意味，目的在於展示強硬立場，而非反映真正邁向解決方案。儘管美伊戰事帶來的通脹風險或令聯儲局更長時間按兵不動，我們對美國增長軌跡放緩的核心觀點仍然不變。

值得注意的是，在表面仍具韌性的整體增長數字之下，美國經濟其實早已開始顯露疲態。勞工市場指標明顯轉弱，消費動力亦愈來愈集中於高收入群體，而非通常支撐廣泛需求的中等收入家庭。隨著疫情期間累積的儲蓄耗盡，財政轉移支付亦大致回復常態，中低收入家庭已不再具備過往支持較高消費水平的緩衝。家庭預算受壓本身就是抑制通脹的因素 - 消費者受制於財政狀況，往往會減少消費開支。加息或將是個錯誤。

下半年其中一項被低估的風險，是在即將上任的主席 Kevin Warsh 領導下，聯儲局可能出現制度取向的轉變。我們預期聯儲局將更重視前瞻指標，而非回望式通脹數據。若聯儲局採用不同框架評估通脹，市場或會發現潛在價格壓力較目前認知溫和，從而增加聯儲局採取較市場現時預期更鴿派政策立場的可能性。

我們亦預期政策制定者將繼續著眼於降低長期借貸成本。雖然財政憂慮或令收益率維持高位，但若增長持續轉弱，聯儲局及財政部均有更大誘因推動長端利率下降。

亞洲

中國經濟復甦雖然漸見起色，但仍然不均衡且脆弱。增長動力出現穩定跡象，但就業市場仍然低迷，通縮壓力持續。貿易緊張局勢未有消退，而隨著更多地區擴大針對中國的反傾銷措施，單靠貨幣寬鬆未必足以重新提振經濟活動。我們認為，額外貨幣及財政措施對穩定增長至關重要。

日本央行方面，我們繼續預期政策利率將邁向 1.5% 至 2%，十年期日本政府債券孳息率則可能穩定於 2% 至 2.5% 之間。值得注意的是，由於日本在發達市場中仍然擁有最陡峭的收益率曲線，三十年期日本政府債券估值仍具吸引力。我們認為，繼續推動政策正常化的理據仍然成立。下半年的其中一項關鍵事件，將是日本央行進一步收緊政策，這應會加快日圓套息交易平倉。鑑於全球大量部署建基於日本低利率環境，這仍將為日圓升值帶來有利條件。

正如我們近期發表的觀點，美伊戰事引致的石油供應中斷，對亞洲各地的影響並不一致。整體而言，亞洲市場看來具備足夠韌性，可承受初期地緣政治衝擊，短期基本面大致保持完好。然而，較長遠影響仍未明朗，食品價格上升可能成為更大的憂慮，尤其是假如天氣狀況繼續損害農作物產量。我們繼續密切留意個別市場問題，例如印尼的財政憂慮及菲律賓的能源挑戰。與此同時，亞洲其他地區有望受惠於人工智能相關投資，而美國及歐洲採用的「中國 +1」策略，或會推動東南亞部分地區製造業投資增加，尤其是馬來西亞及越南。

信貸

信貸息差已大致收復戰事爆發以來的所有擴闊幅度。我們繼續認為風險回報並不對稱，地緣政治緊張局勢升溫增加市場突然進入避險模式的可能性。雖然亞洲信貸整體仍具韌性，債券收益亦繼續是回報的主要來源，但部分受油價及中東因素影響的市場環節，對短期波動愈趨脆弱。

在此環境下，我們維持高度選擇性 - 減少較弱環節的配置，同時偏好基本面穩健、較能抵禦外部衝擊的個別發行人。即使整體地緣政治環境變得更不穩定，這類發行人仍有能力帶來吸引的經風險調整後回報。

貨幣

在較高美國利率預期支持下，美元強勢仍是市場主題。然而，隨著表面具韌性的整體數據之下，潛在經濟疲弱愈見明顯，我們預期美元長遠將會轉弱。聯儲局在 Warsh 領導下，若轉為更重視前瞻性增長指標，並傾向採取較低利率的政策取向，將可能進一步強化美元走弱趨勢。

日圓前景則維持較為微妙。擴張性財政政策及仍然寬鬆的貨幣環境，可能令日本政府債券孳息率及期限溢價持續面臨上行壓力，而這些因素過去一年拖累日圓表現。儘管如此，我們認為日圓仍被低估，而日本利率上升或會提升日本資產的吸引力，從而在中期為日本創造投資機會。

資料來源：首源投資（截至 2026 年 6 月 30 日）

免責聲明

本資料所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首源集團認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準確的資料，首源集團並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。在法律允許的範圍內，首源集團、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。本資料所載資料僅供參考，並不構成投資意見及 / 或建議，且不應作為任何投資決定的基礎。本資料所述部分基金未獲授權在若干司法管轄區向公眾人士要約 / 發售。

投資價值及收益可跌亦可升，閣下也許未能取回投資本金。過往表現未必可作日後業績的標準。投資者欲知有關詳情，請參閱基金銷售文件，包括風險因素。本資料對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本資料提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

本資料僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本資料所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並不一定為首源集團的觀點，並可隨時予以修訂。本資料並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本資料內容，及 / 或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首源集團預先同意，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

於香港，此資料由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源集團、首源投資、首域盈信資產管理、信衛資產管理、RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。於新加坡，此資料則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。此廣告或資料並未經新加坡金融管理局審閱。首源集團（註冊編號 53507290B）、首源投資（註冊編號 53236800B）、首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C）、信衛資產管理（註冊編號 53310114W）、RQI Investors（註冊編號 53472532E）及 Igneo Infrastructure Partners（註冊編號 53447928J）是首源投資（新加坡）的商業名稱。首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源集團投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源集團在不同司法管轄區內有多間公司。

在法律允許的範圍內，MUFG 及其附屬公司對本資料包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料中提及的任何投資並不是對 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。