

市場評論

2026 年第三季，美國國庫債券遭到大幅拋售。通脹持續、勞工市場保持韌性，加上聯儲局立場偏向鷹派，推動收益率顯著上升。美國國庫債券於 7 月初短暫回升後持續受壓，8 月非農就業職位增幅勝過預期，接近市場預測的三倍，再度引發通脹憂慮，並鞏固市場對當局進一步收緊政策的預期。聯儲局於 9 月加息 25 個基點，將聯邦基金目標利率上調至 4.00%，官員並表示仍可能進一步加息。10 年期國庫債券收益率於 9 月中明顯升穿 5%，季末更升至 2002 年以來的最高水平。整季而言，10 年期國庫債券收益率急升 85 個基點至 5.29%，兩年期收益率則上升 71 個基點至 4.89%，令收益率曲線輕微變陡，兩年期與十年期債券的收益率差距由約 29 個基點擴闊至 39 個基點。¹

亞洲美元投資級別信貸市場在季內整體維持韌性，信貸息差輕微擴闊 2 個基點至 98 個基點，主要受到中國科技企業及銀行優先債券表現較弱所拖累。投資者繼續關注區內加快建設人工智能數據中心所帶來的影響，預期亞太區數據中心容量到 2030 年將增逾一倍。市場參與者更為關注中國超大規模科技企業信貸² 所受的影響；與此同時，美國科技公司為人工智能相關資本開支而增加發債，亦加劇全球債券供應壓力。大中華區方面，百度的評級被下調至 A-，反映其核心搜尋廣告業務面對結構性壓力，長期增長前景亦轉弱。韓國方面，信貸基本面繼續受惠於人工智能投資週期。穆迪將 SK 海力士的評級上調至 A3，標普則將其評級上調至 A-，展望為正面，理由包括盈利前景清晰、自由現金流強勁，以及資產負債表持續改善。韓國政府為半導體及電池等策略性產業推出生產稅務優惠，市場亦認為有利 LG 化學等發行人。印度方面，銀行優先債券發行活動活躍，令息差表現偏軟；不過，印度儲備銀行關閉外幣非居民存款掉期窗口後，隨着發債步伐放緩，市場技術面將改善。評級活動維持正面，穆迪將 JSW Infrastructure 的評級上調至 Baa3，惠譽亦將 JSW Steel 的評級上調至 BB+，展望為正面，主要受惠於去槓桿及槓桿指標改善。印尼方面，投資者聚焦 Destry Damayanti 獲任命為印尼央行行長，以及普拉博沃總統領導下的內閣變動；政策延續及政府重申財政紀律，有助支持投資者信心。東南亞其他市場方面，惠譽把泰國主權評級展望由負面調整至 BBB+ 穩定，理由是政府債務走勢改善、政治可預測性提高，以及經濟韌性勝過預期。馬來西亞方面，惠譽將雲頂有限公司及雲頂馬來西亞的評級由 BBB 下調至 BBB-，並將拉斯維加斯名勝世界的評級由 BBB- 下調至 BB+，反映集團為擴展項目融資，槓桿水平料將持續偏高。菲律賓方面，穆迪確認 Rizal Commercial Banking Corporation 的 Baa3 評級，但因資產質素壓力上升及盈利前景轉弱，把評級展望調整為負面。

亞洲美元高收益市場受惠於息差收窄、主權基本面改善及個別評級上調，表現獲得支持。軟銀集團發行等值 111 億美元的多幣種債券，據報是歷來規模最大的高收益企業債券發行，旨在支持集團繼續投資人工智能相關項目，因而備受市場關注。中國房地產業逐步轉向現樓銷售，預期將延遲發展商的資金回收，並進一步加重行業的流動性壓力。萬科企業成功完成債務交換後，惠譽將其評級上調至 CC；新世界發展則繼續應對流動性挑戰，儘管公司已推行債券交換方案，並獲股東支持以處理短期到期債務。大中華區其他市場方面，澳門博彩信貸表現仍然正面，永利澳門及美高梅中國均錄得具韌性的營運表現，並繼續推進去槓桿。印度方面，Vedanta Resources 完成債務交換及現金收購要約，降低短期再融資風險。隨着槓桿指標及營運表現改善，標普將 UPL 的評級展望調整為正面；德里國際機場及 GMR 海德拉巴國際機場的評級亦獲上調，後者更晉身「明日之星」。Piramal Finance 的盈利亦保持韌性，受惠於融資成本下降。在亞洲高收益主權債券方面，標普將巴基斯坦的主權評級由 B- 上調至 B，反映該國在國際貨幣基金組織支持的改革、財政整頓及外部流動性改善方面取得進展，令其信貸狀況轉強。斯里蘭卡亦延續復甦步伐，惠譽將其主權評級上調至 B-，展望為穩定，理由包括宏觀經濟趨向穩定、外部收支改善，以及持續推行結構性改革。

表現回顧 - 亞洲信貸

於 2026 年第三季，亞洲信貸投資組合表現落後基準：

利淡投資表現：

- 美國存續期配置比重偏高
- 澳洲、英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
- 中國科技、傳媒及通訊企業及亞洲銀行債券比重偏低
- 日圓及澳元的貨幣部署

策略部署

信貸市場在季內整體維持韌性，本策略適度收窄信貸息差配置相對於基準的偏低幅度。信貸配置方面，我們增持亞太區銀行、中國可換股債券、中東準主權債券、美國科技企業債券及印尼公用事業債券，因為有關資產的估值仍具吸引力。相反，澳洲及韓國企業債券的息差經歷一段時間收窄後，進一步上升空間有限，因此我們減持相關配置。季末時，利率波動加劇，提高息差擴闊的風險，故此我們亦減持印尼準主權債券及墨西哥主權債券。

¹ 資料來源：彭博（截至 2026 年 9 月 30 日）。

² 超大規模科技企業信貸，是指由超大規模科技公司發行的企業債務證券，包括債券及其他信貸工具，主要涵蓋阿里巴巴及騰訊等大型雲端服務及人工智能基礎設施供應商。

利率方面，環球長期債券收益率大幅重新定價，本策略維持英國、澳洲及日本存續期配置比重偏高。相關持倉是在收益率顯著上升後建立的，當時增長預期放緩，加上地緣政治緊張局勢緩和，估值因而變得更具吸引力。然而，期限溢價上升及通脹憂慮持續，令拋售幅度超出預期。我們仍然認為，美國的實際經濟狀況較整體數據所顯示的疲弱。資產價格上升的好處仍主要集中於高收入家庭，中低收入消費者則繼續面對挑戰。此外，近期增長主要由人工智能相關行業及投資帶動，比例明顯偏高。基於上述因素，我們長期維持美國國庫債券配置比重偏高，因為預期實際經濟狀況轉弱最終將帶動利率下降。

投資組合亦保留少量以歐元計值的信貸配置，並將相關貨幣風險全面對沖回美元。此外，我們增持以澳元發行的香港信貸，因為相對於可比較的美元債券，其息差差距具吸引力，相關貨幣風險則採取戰術性對沖。外匯方面，隨着結構性支持改善，我們維持日圓配置比重偏高，包括日本的退休基金可能將資金回流當地、美國或會支持干預日圓匯價，以及日本銀行加息。

表現回顧 - 利率及貨幣

於 2026 年第三季，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：
- 澳洲政府債券比重偏高 - 英國政府債券比重偏高 - 日本政府債券比重偏高	- 歐洲政府債券（德國、法國及意大利）比重偏低 - 日圓配置比重偏高 - 澳元配置比重偏高

策略部署

環球長期債券收益率大幅重新定價，利率策略維持英國、澳洲及日本存續期配置比重偏高。相關持倉自上季收益率顯著上升後開始建立，當時增長前景轉弱，加上中東地緣政治緊張局勢緩和，令估值變得更具吸引力。然而，期限溢價上升及通脹憂慮持續，令拋售幅度遠超預期。本策略在收益率升至較高水平時進一步增持，因為相對於實際宏觀基本面，相關收益具吸引力。

外匯部署方面，隨着結構性支持改善，本策略將日圓配置調整至偏高，包括日本的退休基金可能將資金回流當地、美國或會支持干預日圓匯價，以及日本銀行加息。本策略繼續對美元採取戰術性部署；隨着聯儲局進入加息週期，我們維持偏向美元長倉。

表現回顧 - 亞洲總回報

於 2026 年第三季，亞洲總回報投資組合錄得負回報：

利淡投資表現：	利好投資表現：
- 配置中國國境房地產債券 - 美國、澳洲、英國及日本政府債券的長倉	- 配置印尼準主權債券 - 配置亞洲金融企業債券 - 配置可換股債券 - 貨幣部署，尤其是澳元及日圓配置比重偏高

策略部署

信貸市場在季內整體維持韌性，本策略提高信貸息差配置相對於基準的比重。信貸配置方面，我們增持日本科技及保險企業債券、中國可換股債券、中東準主權債券、美國科技企業債券，以及印度和印尼銀行債券，因為我們認為有關資產的估值仍具吸引力。相反，香港企業債券、澳門博彩債券及中國國有企業債券的息差經歷一段時間收窄後，進一步上升空間有限，因此我們減持相關

配置。中國房地產業面對結構性不利因素，我們亦減持中國房地產債券。季末時，利率波動加劇，提高息差擴闊的風險，故此我們減持印尼準主權債券及墨西哥主權債券。

利率方面，環球長期債券收益率大幅重新定價，本策略維持英國、澳洲及日本存續期配置比重偏高。相關持倉是在收益率顯著上升後建立，當時增長預期放緩，加上地緣政治緊張局勢緩和，令估值變得更具吸引力。然而，期限溢價上升及通脹憂慮持續，令拋售幅度超出預期。

投資組合亦保留少量以歐元計值的信貸配置，並將相關貨幣風險全面對沖回美元。此外，我們增持以澳元發行的香港信貸，因為相對於可比較的美元債券，其息差差距具吸引力，相關貨幣風險則採取戰術性對沖。外匯方面，隨着結構性支持改善，我們維持日圓配置比重偏高，包括日本的退休基金可能將資金匯回當地、美國或會支持干預日圓匯價，以及日本銀行加息。

2026 年第四季展望

環球市場：表面強韌，內在放緩

市場日益聚焦經濟增長保持韌性、通脹持續，以及財政赤字上升。因此，美國國庫債券收益率大幅上升，投資者現時已將聯儲局未來一年進一步加息的預期反映於價格之中。

我們認為，市場可能過度重視經濟的韌性。雖然油價維持高企，並繼續是主要的通脹風險，但其他通脹組成項目已開始出現緩和跡象。同時，勞工市場狀況正在轉弱。經近期修訂後，截至 8 月，美國年初至今的非農就業職位平均每月僅增加 80,000 個，遠低於長期平均水平，反映實際增長動力較整體數據所顯示的疲弱。

人工智能相關投資繼續支持經濟活動，但增長主要由資本開支及債務融資支出帶動。產能過剩及基建限制的風險逐漸明顯，尤其是電網能否配合數據中心的擴展步伐。

我們繼續預期美國經濟增長將逐步放緩。消費愈來愈集中於高收入家庭，加上美國、英國、日本及法國的財政問題逐漸引起憂慮。我們認為，市場可能低估了未來經濟放緩的幅度。

日本仍是我們最具信心的市場之一。我們繼續預期日本銀行將進一步推動政策正常化，並受惠於日本的退休基金的資金可能回流當地，以及當局加強政策支持以維持日圓穩定。這些因素繼續利好長期日本政府債券及日圓升值。

亞洲：增長仍相對亮麗

亞洲仍是環球經濟中表現較亮麗的地區之一。印度及印尼等主要市場的經濟增長仍然超過 5%，而區內大部分市場的通脹則維持相對溫和。

中國經濟呈現穩定跡象，但復甦仍然不均，內需亦繼續落後。我們認為，要實現更持久的改善，政府需要加強財政支持，並推出旨在刺激家庭消費的政策。

油價持續高企仍是區內的主要風險。雖然亞洲經濟體目前大致仍能抵禦油價上升帶來的衝擊，但能源價格若長期維持於現水平，將對經濟增長、通脹及外部收支構成日益沉重的壓力。印尼及菲律賓等多間央行已收緊政策，以支持當地貨幣及遏抑通脹壓力。

儘管面對上述挑戰，我們仍然看好區內前景。人工智能相關投資及供應鏈持續多元化等結構性增長動力，繼續支持東南亞部分市場的製造業活動及資金流入，當中以馬來西亞及越南尤其明顯。

信貸：利差收益仍然重要，審慎選擇更是關鍵

信貸市場維持強大韌性。儘管政府債券收益率高企、通脹憂慮持續及地緣政治局勢不明朗，息差仍在週期低位附近徘徊。雖然利差收益仍具吸引力，但我們認為風險與回報之間的不平衡情況正在加劇。現時的息差水平進一步收窄的空間有限，一旦增長預期惡化或地緣政治風險再次升溫，市場或會迅速出現多輪波動。

在此環境下，審慎選擇仍然至關重要。我們繼續偏好資產負債表穩健、利差收益吸引的優質發行人，尤其是五年期債券，其收益率相對所承擔的存續期風險仍具吸引力。我們認為，息差較政府債券高約 100 個基點的投資級別債券仍具投資機會，投資者毋須承擔較低信貸質素所帶來的額外風險，亦可獲得具吸引力的整體收益率。我們繼續看好印度銀行優先債券、個別台灣及日本保險商，以及中東準主權債券，因為基本面仍然利好。相反，我們對中國科技、傳媒及通訊業的部分領域保持審慎：人工智能投資相關發債增加，可能限制息差進一步收窄。

貨幣：美元短期強勢，日圓蓄勢待升？

市場預期美國利率上升，繼續支持美元，而在市場開始消化聯儲局不再進一步收緊政策之前，美元料將維持強勢。話雖如此，鑑於勞工市場狀況持續轉差，實際需求亦出現放緩跡象，我們認為市場對進一步加息的預期可能過於進取。隨着經濟疲弱日益明顯，加上財政挑戰持續累積，我們預期現時的美元強勢較偏向戰術性，而非結構性。

日圓仍是我們最具信心的貨幣觀點。日本的退休基金可能將資金回流當地，加上日本銀行進一步推動政策正常化，以及日圓利差交易平倉風險增加，均顯示日圓長遠有望走強。值得注意的，現時全球以日圓融資的利差交易規模龐大，一旦出現大規模平倉，可能對較高收益貨幣構成顯著壓力，同時為日圓帶來強大支持。從長期角度來看，日圓估值仍然偏低，我們認為風險平衡繼續偏向進一步升值。

資料來源：首源投資（截至 2026 年 9 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。