

BARINGS

環球固定收益： 2026年值得關注的主題

政策不明朗因素、人工智能資本開支及經濟增長不平衡導致息差收窄及總括收益率高企的局面。我們認為高收益、抵押貸款證券、投資級別信貸及新興市場債券等市場存在一些精選的投資機遇；而展望2026年，投資者需要採取嚴謹的信貸挑選策略。

霸菱視野



Adrienne Butler
環球抵押貸款證券投資



Charles Sanford
投資等級企業債券
投資總監



Cem Karacadag
環球主權債務及貨幣
投資總監



Brian Pacheco
環球高收益投資組合經理

2026年將會是充滿分化的一年：一方面人工智能及基礎建設開支推動企業投資熱潮，而另一方面則是勞工市場已放緩至多年來的低位；儘管部份消費經濟舉步維艱，但股票市場仍接近歷史高位；而聯儲局亦要應對政策意見分歧的兩難局面。

在新聞標題背後，投資者面對的是一個大部份行業的息差均處於較窄水平的市場，但由於基準利率上升，總括收益率相對於歷史水平仍具有吸引力。於估值相對緊張但利息收入高企的複雜市況下，我們需要洞察箇中的細微差別。這不是一個貝他系數的市場，而是一個注重證券挑選、收益率配置及風險預算的嚴謹市場。於此環境下，我們將探討以下四個主要的關鍵市場：高收益、抵押貸款證券、投資級別信貸及新興市場債券；這些領域均蘊藏投資機會，但能否取得卓越表現，從瞬息萬變的市場噪音中甄別出洞見長期的市場訊號。

高收益市場：質素提升，息差存續期縮短

高收益債券市場在踏入2026年之際，正經歷著一場常被低估的結構性演變階段。儘管整體息差於歷史最窄的水平附近徘徊，但市場的組成自環球金融危機以來已發生重大的變化。當時的CCC或以下級別債券佔市場大約20%，該比例目前已跌至接近10%¹。與此同時，BB級別債券目前佔指數約60%，較十年前的40%有所上升²。此質素提升很重要，不僅能減低整體信貸風險，而且於一定程度上印證了息差收窄的合理性。

另一個關鍵指標是息差存續期，用以衡量價格對息差變動的敏感度。高收益市場的息差存續期於2022年約為4.5年，而目前已縮短至接近3年³。這意味著息差擴闊對價格的影響較小，從而改善單位回報的波動性，並提高了市場的整體可持續性。與此同時，受惠於無風險利率上升，總括票息維持高企，並於環球金融危機後的平均水平附近徘徊。綜上所述，市場質素高、息差存續期非常短及利息收入強勁這三大因素為樂觀的市場前景提供支持，即使於息差收窄的情況下亦是如此。

市場內部表現分化

然而，市場仍然存在風險。經濟差異可能會放大市場內部表現分化的情況。消費者壓力主要集中於低收入群體，而佔美國消費總額約一半的較富裕家庭仍有望受惠於股票市場上升。此情況令股票市場成為高收益市場基本因素的重要傳導渠道。若股票市場或房地產市場大幅下跌，信貸市場可能會較以往週期更快地受到波及。

1. 資料來源：洲際交易所美銀。截至2025年9月30日。

2. 資料來源：洲際交易所美銀。截至2025年9月30日。

3. 資料來源：洲際交易所美銀。截至2025年9月30日。

除宏觀層面的關聯外，特定行業的脆弱性亦逐漸顯現。若工資增長放緩或失業率上升，與非必需消費品開支、週期性製造業及低端零售相關的企業可能會面對利潤率壓力。與此同時，科技帶來的衝擊，特別是人工智能的加速應用，可能對客戶電話服務中心及外判營運工作等服務密集型行業的商業模式構成挑戰。此情況目前還不屬於系統性風險，但突顯了深入細緻地進行信貸分析的重要性。Tricolor及First Brands等企業陷入困境的案例說明了這一點，並突出了非系統性風險是如何迅速地顯現。於First Brands的案例中，缺乏透明度的擁有權結構、有問題的營運資金比率及非標準的會計實踐等問題，早於該企業迅速惡化之前就已經發出了警示信號。這些例子反映出即使於質素較高的市場，企業管治及透明度亦很重要；而具備深厚信貸研究能力的主動型基金經理可避免別人可能忽略的陷阱。

最後一點

即使息差接近歷史最窄水平，市場質素的結構性改善及較短的息差存續期亦可提供穩健的回報，但由於市場存在非系統性風險，我們必須對信貸進行嚴格挑選。

抵押貸款證券：創新之路

抵押貸款證券於2026年將受惠於創新及投資者需求不斷變化所帶來的結構性利好因素。於創新方面，**歐洲中型市場抵押貸款證券**於兩年前還非常少見，但如今卻日益受到關注，而再投資及多幣種結構又增加了其複雜性及投資機會。對投資者而言，中型市場抵押貸款證券提供了投資於成交量較少且息差可能較高的信貸的渠道，同時維持抵押貸款證券的結構性保護。**基礎建設抵押貸款證券**是另一個前趨市場，反映了與數據中心、電力網絡及運輸網絡等領域相關的資本需求激增。抵押貸款證券結構提供了一種十分有效的方式，投資者能夠根據其風險及回報狀況偏好，投資於具有長遠增長動力的多元化優質資產組合。

資本結構動態

抵押貸款證券的表現及需求因資本結構差異而有所不同。**股權投資者**專注於鎖定目前處於歷史最窄水平的債務息差。由於AAA級別批次接近環球金融危機後的最窄水平，股權買家將於未來5年至7年內獲得低成本融資的機會⁴。此外，這些股權買家能夠再投資於貸款，即使息差略有收窄，仍然可以獲得正套利機會。然而，**債務投資者**的考量卻有所不同。抵押貸款證券各批次的總括收益率已顯著收窄，特別是AAA級別及夾層債務批次。例如，BB級別批次抵押貸款證券與BB級別企業貸款之間的息差差異約為250個基點，而部份投資者認為這差距不足以彌補結構的複雜性⁵。因此，債務層面的需求越來越挑剔；投資者會仔細評估各批次的定價，並將其與貸款市場中風險相若者進行比較。不過，抵押貸款證券債務可提供多元化及結構性保護等裨益，對保險公司、銀行及退休基金頗具吸引力。

4. 資料來源：摩根大通CLOIE指數。截至2025年11月30日。

5. 資料來源：霸菱。截至2025年10月。

投資者生態系統亦持續擴展。保險公司仍然是資本結構頂端的主要買家，這受惠於美國保險監理官協會的優惠待遇及息差穩定。貨幣中心銀行及地方性銀行對AAA級別批次的興趣日益濃厚，而退休基金則將夾層債務及股權視為另類投資中的多元化投資工具。零售渠道亦透過交易所買賣基金迅速發展，其資產管理規模於短短兩年內從近乎零增長至約400億美元⁶。抵押貸款證券的普及化令邊際需求有所增加，導致息差收窄，因而投資者更有必要對信貸進行嚴格挑選。

抵押品超額回報

由於債務成本已鎖定，且息差處於數十年來的最窄水平，下一輪回報將不會來自結構性套利，而是來自抵押品超額回報，或透過主動信貸挑選及於相關貸款池內交易取得的超額回報。由於消費趨勢存在不均衡的情況，加上科技發展帶來衝擊，槓桿貸款的分散程度持續加劇，因而基金經理必須應對槓桿貸款的非系統性風險。主動交易、嚴謹承銷及債務協商能力將毫無疑問對2026年的表現發揮決定性的作用。

最後一點

創新將繼續擴大抵押貸款證券市場的投資機會，然而，那些擅於信貸挑選及對抵押品進行主動管理的基金經理有望於2026年獲得回報。

投資級別信貸：槓鈴曲線，精選的獨特領域

踏入2026年，市場預期投資級別企業債券的基本因素強勁且風險差異細微。資產負債表保持穩健、流動性充裕，以及管理團隊於新型冠狀病毒疫情以至供應鏈波動等多重衝擊下展現韌性。儘管信貸息差於數十年低位附近徘徊，但這些特質鞏固了該資產類別於投資組合中穩定表現的作用。

目前最引人注目的議題之一是頂級企業債券是否可能以比美國國庫債券更低的收益率進行交易。美國國庫債券往往被視為「零風險」，但持續的財政赤字與市場流動性存疑，導致市場作出比較：投資者會否傾向持有10年期國庫債券，還是10年期微軟公司的債券？儘管政府可透過徵稅與印鈔來償還債務，但其債務佔國內生產總值比重上升與赤字擴大的趨勢與經常呈現負淨負債且現金儲備足以償付所有未償還債務的企業發行人形成鮮明對比。於壓力環景下，部份AA級別及AAA級別企業債券的息差可能會收窄，甚至跌破國庫債券的收益率水平，此現象曾於歐洲市場出現，美國亦曾短暫出現類似情況。

6. 資料來源：洲際交易所美銀。截至2025年10月3日。

2026年的三大焦點

1. **曲線策略**：於息差收窄且波動性放緩的情況下，投資組合策略至關重要。對於尋求相對回報的投資者而言，採用槓鈴策略（即以較高比重投資於短期債券以獲取利差，同時以較低比重投資於長期債券息差風險）有望跑贏基準指數，同時保留靈活性。短存續期的「回歸面值」動態可為息差擴闊提供自然緩衝，而限制長存續期貝他系數風險則可減低波動性回升時的潛在下行風險。
2. **獨特市場的投資機會**：除主流基準指數外，優質發行人的優先證券仍具投資價值，特別是提供結構性保護且息差可補償次級風險的證券。規模較小的保險企業及結構穩健的業務發展公司（BDC）亦存在投資機會，但需確保其承銷標準及投資組合以具有第一留置權的持倉為主。
3. **人工智能的漣漪效應**：人工智能投資熱潮正重塑債券發行模式。大型科技企業可自資擴建數據中心，而升級電網的受監管公用事業、擴大產能的資本物品製造商等間接受惠者可能積極發行債券。此類信貸具有潛在上行空間，但需密切關注執行及監管風險。

最後一點

2026年將是對比鮮明的一年，信貸息差收窄或於年初持續，但波動性可能回升，為主動調整配置及相對價值交易的投資者創造機會。

新興市場債券：利差、收益率曲線及貨幣

新興市場債券是環球固定收益領域中投資機會最廣泛及最多元化的領域之一。儘管信貸息差接近歷史最窄水平，但指數層面的違約風險補償仍然充足，總括收益率亦處於歷史範圍的高位。這些因素為投資者於估值偏低的情況下保持長期持倉提供了支持。

為什麼投資者積極參與

機構投資者對新興市場債券的興趣日漸濃厚，主要受減低對已發展市場的集中持倉風險及把握較高實際收益率的需求所推動。儘管硬貨幣主權債券仍為許多機構投資者的核心配置，但當地市場逐漸被視為超額回報的來源，特別是於經通脹調整後收益率具限制性且政策公信力高的地區。精選前趨市場配置雖具有吸引力，但需要嚴謹分析、謹慎的篩選流程、審慎持倉規模控制及流動性規劃，方能把握價值機會同時避免損失。

當地債券：利率及貨幣

利率

多個大型市場的實際收益率仍處於高位，隨著通脹趨穩，這為政策正常化及收益率收窄提供空間。以墨西哥為例，2025年年初的名義收益率接近8%。巴西、哥倫比亞及南非等國家的情況相若，名義收益率均達到雙位數。前趨市場當地貨幣市場則提供更高的收益潛力，例如烏干達等國家，儘管通脹率低於4%，但名義收益率接近17%，但需要審慎評估流動性及管治風險⁷。

貨幣

多個新興市場經濟體系的國際收支平衡的基本因素較以往週期更為強勁，資金流動逐漸從以美國為中心的配置分散，可提供額外支持。政策框架可靠及外部緩衝充足使部份新興市場貨幣具備吸引力，特別是於美國經濟增長放緩及美元貶值的情景下。對於尋求多元化配置的投資者而言，當地貨幣配置可與硬貨幣主權債券及當地利率形成互補，為投資組合增添額外的收益來源。

最後一點

鑑於投資者尋求多元化配置及較高的名義收益率，其對新興市場債券的興趣日增。隨著信貸息差有可能進一步收窄，嚴謹挑選國家及流動性管理將會是把握投資價值的關鍵。

結論

縱觀環球固定收益市場，我們預期2026年將出現從貝他系數交易轉向分散風險交易的趨勢。儘管息差較窄，但利差仍然具有吸引力。挑戰與機遇的關鍵在於將結構性訊號從週期性雜音中區分出來。

我們預期

- **高收益債券**息差有所收窄，但透過優質利差及嚴格的風險管理，仍可提供合理的回報
- **抵押貸款證券**將受惠於持續創新，同時於負債成本緊縮的環境下，仍能創造抵押品超額回報的基金經理可望帶來回報
- **投資級別信貸**提供穩健收益，並於獨特領域及收益率曲線策略中具備潛在上行空間
- **新興市場債券**可提供具吸引力的實際收益率及貨幣選擇性，特別是於政策框架可靠的當地市場

簡言之，踏入2026年，投資者應著重信貸挑選並保持風險預算靈活性，以便於無需大幅調整宏觀投資論點的情況下，應對可能重設買入點的市場波動。主動型管理不僅能增加投資價值，更將成為關鍵。

7. 資料來源：摩根大通及霸菱。截至2025年10月。

霸菱為一家管理超過 4,701 億美元*資產的環球投資管理公司，致力與機構、保險及中介客戶合作，透過靈活的金融解決方案為領先企業提供支持。作為美國萬通的子公司，霸菱旨在善用其環球規模，以及透過公共及私募市場固定收益、實物資產及資本解決方案方面的投資能力，為投資者實現超額回報。

重要資料：

本文件僅供資訊用途，概不構成買賣任何金融工具或服務的要約或邀請。在編製本文件所載資料時，並未考慮可能接收本文件人士的投資目標、財務狀況或具體需要。本文件並非、亦不得被視為投資建議、投資推薦或投資研究。

有意投資者在作出投資決策時，必須依賴自行對投資對象的優點及所涉及風險的判斷，在作出投資決定前，有意投資者應尋求適當的獨立投資、法律、稅務、會計或其他專業意見。

除非另有說明，否則本文件所載觀點是霸菱的觀點。這些觀點是基於編製文件當時的事實，本著真誠的態度而提出，有可能發生變動，恕不另行通知。本文件的部份內容可能是以相信為可靠來源的資料為基礎。霸菱已盡一切努力確保本文件所載資料實屬準確，但概不就資料的準確性、完整性或充分性作出任何明示或暗示的聲明或保證。

本文件中的預測反映了霸菱在編製當日對市場的意見，如發生變動，恕不另行通知。預測並非對未來表現的保證。投資的價值及任何收益可能會波動，且不獲霸菱或任何其他方的保證。所示的例子、投資組合構成及投資績效僅供說明用途，並非對未來結果的預測。實際投資可能在規模、構成及風險方面存在重大差異。概不保證投資將會獲利或避免損失。貨幣匯率的波動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險，包括本金可能損失的風險。過往表現不反映未來結果。

本文件由霸菱資產管理（亞洲）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.baringsgroup.com)

*截至2025年9月30日

25-5034333