

BARINGS

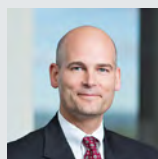
2026年 全球固定收益展望

政策不明朗、人工智慧資本支出、經濟增長之路崎嶇不平，共同造就利差收窄且總收益率高檔的局面。我們於非投資等級、抵押貸款憑證(CLOs)、投資級債及新興市場債等市場物色到精選機會；展望2026年，投資者需要採取更為嚴謹的信用挑選策略。

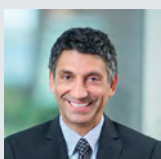
霸菱洞察



Adrienne Butler
全球CLO團隊主管



Charles Sanford
投資等級企業債
團隊主管



Cem Karacadag
全球主權債和貨幣
團隊主管



Brian Pacheco
全球非投資等級
投組經理人

2026年注定是充滿分化的一年：一邊是人工智慧及基礎建設支出推動企業投資熱潮，而另一邊卻看到勞工市場已放緩至多年來的低檔；儘管部份消費經濟陷入困境，但股市仍接近歷史高點；而美國聯準會要應對政策意見相左的兩難局面。

於新聞背後，投資者面對的是一個多數行業利差均處於較窄水平的市場，但由於基準利率上升，總收益率相對於歷史水平仍具吸引力。在這種評價較貴但收益率卻增加的複雜市況中，需要洞察箇中細微差別。這不是一個可依賴貝他系數的市場，而是一個追求嚴謹的市場：需要注重證券挑選、殖利率曲線調配及風險預算。於此環境下，我們將探討四個主要細分市場：非投資等級、抵押貸款憑證(CLOs)、投資級債及新興市場債；這些細分市場均存在投資機會，但能否取得更佳表現，關鍵在於能否撥開短期消息的迷霧，洞見長期市場訊號。

非投資等級市場：信用品質提升，利差存續期間縮短

進入2026年，隨著結構性演變，非投資等級市場往往未受到應有關注。儘管整體利差在歷史最窄水平附近徘徊，但自2008年全球金融危機以來，市場構成已發生重大變化。當時，CCC(含)以下債券佔市場比重大約20%；而目前，該比例已跌至接近10%¹。與此同時，BB級債券佔指數約60%，較十年前的40%有所上升²。如此信用品質提升很重要，不僅降低了整體信用風險，且於一定程度上印證利差收窄的合理性。

另一個關鍵指標是利差存續期間(spread duration)，用以衡量價格對利差變動的敏感度。於2022年，非投資等級市場的利差存續期間約為4.5年；而目前已縮短至接近3年³。這意味著利差擴大對價格的影響較小，從而改善總報酬的波動，並提高市場的整體可持續性。與此同時，主要由於無風險利率上升，總票息維持高檔，並在全球金融危機後的平均水平附近徘徊。綜上所述，市場信用品質較高、利差存續期間縮短、收益仍佳等三大因素為正面前景提供支持，即使於利差收窄的情況下亦是如此。

市場內部表現分化

然而，市場仍存在風險。經濟差距可能會放大市場內部表現分化。消費者壓力主要集中於低收入族群，而較富裕家庭(約佔美國消費總額的一半)仍有望受惠於股市上漲。這一趨勢使股市成為非投資等級市場基本面的重要傳導管道。若股市或房地產市場大幅下跌，可能會較以往週期更快波及信用市場。

除總經層面的聯繫之外，特定行業的脆弱性亦正逐漸顯現。若工資增長放緩或失業率上升，與非必需消費品支出、週期性製造業及低端零售相關的企業，可能會面對利潤壓力。與此同時，科技帶來的顛覆性衝擊(特別是人工智慧技術的加速應用)可能會對呼叫中心、外包營運工作等服務密集型行業的商業模式構成挑戰。就目前而言，這些還不是系統性風險，但凸顯了深入細緻地進行信用分析的重要性。Tricolor及First Brands等企業陷入困境的案例就說明此點，並突出了非系統性風險是如何迅速顯現的。於First Brands的案例中，缺乏透明度的

1. 資料來源：ICE美銀。截至2025年9月30日。

2. 資料來源：ICE美銀。截至2025年9月30日。

3. 資料來源：ICE美銀。截至2025年9月30日。

所有權結構、有問題的營運資金比率及不合規的會計實踐等問題，早在該企業迅速惡化之前就已經發出警示信號。這些例子反映出，即使在信用品質較高的市場，公司治理和透明度亦很重要；而具備深厚信用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

即使利差接近歷史最窄水平，市場信用品質的結構性改善及較短的利差存續期間，亦可提供較穩健的報酬潛力，但由於存在非系統性風險，因而更有必要對其信用進行嚴格挑選。

抵押貸款憑證(CLOs):創新之路

進入2026年，抵押貸款憑證(CLOs)將迎來創新及投資者需求不斷變化帶來的結構性利多。在創新方面，**歐洲中型市場抵押貸款憑證(CLOs)**兩年前還極為少見，如今卻日益受到關注，而再投資及多幣別架構又增加了複雜性及投資機會。對投資者而言，中型市場抵押貸款憑證(CLOs)提供投資在成交量較少信用標的之管道；此類信用的利差可能較高，同時提供抵押貸款憑證(CLOs)的結構性保護。**基礎建設抵押貸款憑證(CLOs)**是另一個前緣市場，反映了與數據中心、電力網路及運輸網路等領域的相關資本需求激增。抵押貸款憑證(CLOs)結構提供了一種十分有效的方式，藉此投資者能夠根據其風險及報酬偏好，獲得有長遠增長動力的多元化優質資產部位。

資本結構動態

抵押貸款憑證(CLOs)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利差。由於AAA層級利差接近2008年全球金融危機前的最窄水平，股權買家迎來在未來5至7年內鎖定低成本融資的機會。藉此，這些股權買家能再投資於貸款，即使利差略有收窄，仍可獲得正套利機會。然而，**債權投資者**的考量卻有所不同。抵押貸款憑證(CLOs)各層級的總收益率已顯著收窄，特別是AAA級及夾層債務。例如，BB級抵押貸款憑證(CLOs)與BB級企業貸款之間的利差差異約為250個基點，而部份投資者認為這一差距不足以補償結構的複雜性⁴。因此，債務層面的需求越來越挑剔；投資者會仔細評估各層級的定價，並將其與相近貸款的風險進行比較。不過，抵押貸款憑證(CLOs)可提供多元化及結構性保護等好處，這對保險公司、銀行及退休基金頗具吸引力。

投資者組成亦在不斷發展壯大。保險公司仍是資本結構頂層資產的主要買家，這受惠於美國投資公司協會(NAIC)優惠待遇及利差穩定。貨幣中心銀行及地方性銀行對AAA層級的興趣日益濃厚，而退休基金則將夾層債務和股權視為另類投資中的多元化投資工具。零售管道亦透過ETF快速發展，在短短兩年內，其資產管理規模從近乎為零、增長到約400億美元。由於零售投資者亦能投資於抵押貸款憑證(CLOs)，令邊際需求有所增加，導致利差收窄，因而更有必要對信用進行嚴格挑選。

4. 資料來源：霸菱。截至2025年10月。

擔保品超額報酬

由於債務成本鎖定，且利差處於數十年來的最窄水平，下一波報酬不會來自結構性套利，而是來自擔保品超額報酬，或透過主動信用挑選及於相關貸款池內交易取得的超額報酬。由於消費趨勢存在不均衡，加上科技發展帶來顛覆性衝擊，槓桿貸款的分散程度持續加劇，因而基金經理不得不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無疑對2026年的表現起到決定性的作用。

最後一點

創新將繼續擴大抵押貸款憑證(CLOs)市場的投資機會，然而，那些擅於信用挑選及對擔保品進行主動管理的基金經理，有望於2026年獲得不錯報酬。

投資等級債：槓鈴曲線，精選的獨特領域

投資等級企業邁入2026年，基本面強勁，但也有一些細微的風險需要注意。資產負債表保持穩健，流動性充裕，管理團隊更於新型冠狀病毒疫情、供應鏈波動等多重衝擊下展現韌性。儘管信用利差在數十年低檔附近徘徊，但這些特質鞏固了投等債作為投組穩定表現來源的訴求。

目前最引人注目的議題之一，是頂級企業債券的殖利率是否可能低於美國公債。美國公債往往被視為「零風險」，但美國持續的財政赤字與市場流動性存疑，引發市場作出比較：投資者更傾向持有十年期公債，還是十年期Microsoft債券？儘管政府可透過徵稅與印鈔來償還債務，但其債務佔GDP比重上升與赤字擴大的趨勢，與經常呈現完全沒有負債且現金足以償付所有未償債務的企業發行人形成鮮明對比。在壓力測試情景下，部份AA級及AAA級企業債券的利差可能大幅收窄，甚至低於公債殖利率，此現象曾於歐洲市場出現，美國亦曾短暫出現類似的情況。

2026年的三大焦點

1. **殖利率曲線策略：**在利差偏窄、波動度低的環境下，投資組合策略更顯重要。對追求相對報酬的投資人而言，採用『槓鈴策略』—在短端加碼風險以獲取收益，同時減碼長端的利差曝險—有助於在不犧牲彈性的前提下，表現優於基準指標。短存續期間的「回歸面額」可為利差擴大提供自然緩衝，同時，降低長端Beta的曝險，則可在波動再現時減少下滑風險。
2. **獨特的投資機會：**主流基準指標之外，優質發行人的特別證券(preferred securities)仍具投資價值，尤其是那些提供結構性保障，並以利差補償次順位風險之標的。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擔保優先債權的部位為主。
3. **人工智慧的漣漪效應：**人工智慧投資熱潮正重塑發行模式，大型科技公司能自籌資金擴建資料中心，但第二層受惠者—如升級電網的受管制公用事業，以及擴大產能的資本設備製造商—預料將積極進入債券市場籌資。此類信用具潛在上漲空間，但需密切關注執行及監管風險。

最後一點

2026年將是一個充滿對比的一年——年初可能維持利差偏窄，但波動性可能回歸，為主動布局與相對價值交易創造機會。

新興市場債：利差、殖利率曲線及貨幣

新興市場債在全球固定收益中，提供最廣泛且多元的投資機會組合之一。儘管信用利差接近歷史最窄水平，但指數層面的違約風險補償仍充足，總收益率亦處於歷史高檔區。即使目前評價已不若過去具吸引力，但這些因素為投資者長期持有新興市場債提供支持。

為何投資者積極參與

近年來，機構投資人對新興市場債券的興趣持續升高，主要受到分散已開發市場集中度及追求更高實質收益的需求所驅動。雖然強勢貨幣主權債仍是許多投資組合的核心配置，但當地市場愈來愈被視為創造超額報酬的來源，尤其是在通膨調整後的殖利率具吸引力且政策可信度高的情況下。部分前緣市場的配置提供極具吸引力的機會，但必須透過嚴謹的分析、精準的流程、審慎的部位控管及流動性規劃，才能在捕捉價值的同時避免損失。

當地貨幣債：利率及貨幣

利率

多個大型市場的實質殖利率仍處於高檔，隨著通膨趨穩，這為政策正常化及殖利率收窄提供空間。以墨西哥為例，2025年初的名目殖利率接近8%。巴西、哥倫比亞及南非等國家的情況類似，名目殖利率均達雙位數。前緣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，儘管通膨低於4%，但名目殖利率接近17%，但需審慎評估流動性及治理風險，控制持有規模⁵。

貨幣

許多新興市場經濟體的國際收支基本面比過往週期更強近，資金從美國集中曝險轉向多元化，可能帶來額外支撐。可信的政策架構與外部緩衝，使部分新興市場貨幣更具吸引力，尤其在美國成長放緩、美元走弱的情境下。對尋求分散風險的投資人而言，配置當地貨幣曝險可與強勢貨幣主權債及本地利率互補，增加額外的報酬來源。

最後一點

隨著投資人尋求分散風險與更高名目收益率，對新興市場債券的需求正在增強。由於利差仍有進一步收斂的潛力，嚴謹的國家選擇與流動性管理將是掌握價值的關鍵。

結論

在全球固定收益市場中，2026年看起來不再只是Beta交易，而更像是一個由分化驅動的市場。雖然利差偏窄，但收益仍具吸引力。挑戰—也是機會—在於從循環雜訊中辨識結構性信號。

我們預期：

- **非投資等級債**利差有所收窄，但透過優質利差及嚴格的風險管理，仍可提供合理報酬潛力。
- **抵押貸款憑證(CLOs)**將因持續創新而受益，同時於負債成本緊縮的環境下，仍能創造擔保品超額報酬的基金經理，會有不錯的報酬。
- **投資級債**可望提供穩健的收益，並在特定利基市場與曲線策略中具備選擇性的額外上漲空間。
- **新興市場債**可提供具吸引力的實際收益及貨幣選擇性，特別是於政策可靠的當地市場。

簡而言之：2026年將是專注信用挑選的一年，同時保持風險預算的靈活性，以因應可能重設進場點的波動，而不必全面改變總經假設。主動管理不僅能創造價值，更將成為關鍵。

5. 資料來源：摩根大通及霸菱。截至2025年10月。

霸菱為一家管理4,701億美元*資產的全球投資管理公司，與機構、保險和中介客戶合作，並透過靈活的融資解決方案支持領先企業。作為美國萬通(MassMutual)的子公司，利用其全球規模以及公開和私募固定收益、實體資產和資本解決方案方面的能力，力求提供超額報酬。

【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司 台北市信義區信義路五段 7 號 55 樓 A 室 (台北 101 大樓)

一百一十四年金管投顧新字第零零捌號 0800 062 068

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本基金無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。基金投資可能產生的最大損失為全部本金，投資人需自負盈虧。如因基金投資產生紛爭，投資人可先向本公司提出申訴，投資人不接受本公司申訴處理結果或未在三十日內處理回覆時，投資人可在處理結果或期限屆滿之日六十日內再向「金融消費評議中心」申請評議。所提供之資料僅供參考，此所提供之資料、建議或預測乃基於或來自相信為可靠之消息來源。然而，本公司並不保證其準確及完整性。該等資料、建議或預測將根據市場情況而隨時更改。本公司不保證其預測將可實現，並不對任何人因使用任何此提供之資料、建議或預測所引起之損失而負責。本文之經濟走勢預測亦不代表相關基金績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用（含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。基金投資涉及投資於新興市場部分，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。本資料可能載有根據霸菱資產管理現時的意見、預期及預測而作出的前瞻性陳述。本公司並無責任更新或訂任何前瞻性陳述，而實際結果可能與前瞻性陳述所預期者有重大差異。本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。基金近12個月配息組成項目表請參見霸菱證券投資顧問股份有限公司網站。本基金G級別配息前未先扣除應負擔之相關費用。過去績效並非現在及未來績效之指標。績效資料並未考量基金單位發行及贖回所生之佣金及成本。

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

*截至2025年9月30日

TW25-5049567 出刊日期：2025年12月9日