內容只供友邦內部使用，不得轉發或分發予公眾(包括零售投資者，現有或準客戶)。本文件並不構成任何投資建議，招攬或建議任何行動。

【路博邁】聚焦於政策利率而非政府赤字

債券市場在上週「一如所願」，包括美國聯儲局、日本央行與歐洲央行相繼加息，而英倫銀行則維持利率不變。綜合來看，這些決策所表明的情況，並不同於一直支配市場的標題。過去幾個月，對政府負債與赤字水平的憂慮持續加深，但這並非債券市場在定價時所反映的因素。

現時孳息率曲線的形態

- 債券孳息率曲線現在如教科書所述，呈現加息週期中的趨平形態，短債孳息率的升幅較長債快，而平准通脹率大致穩定。這正是市場定價預期加息週期而非財政危機的典型標記。

聯儲局的加息決定及會後聲明

- 聯儲局的決定強化了此觀點。聯邦公開市場委員會（FOMC）全票通過上調聯邦基金利率25點子至3.75至4.00%，並維持資產負債表不變。會後聲明也毫不含糊：「通脹率仍然高升，今天的政策行動將支持通脹率較適時地回到委員會所訂的2%目標。」
- 不過，驅動市場的並不是加息行動（因為定價已經反映），而是隨後所隱含的鷹派訊號。最新點陣圖已轉向預期利率大幅上升，委員預測2026年聯邦基金利率的中位數已從6月的3.75%上升至4.125%，在18位委員中有16位現時預測，局方在今年至少再加息一次。
- 主席沃什也加重此調子，表示「難以將整體金融條件形容為已經從緊」，並透露委員會廣泛認同此看法。受此影響，美國國庫債券孳息率應聲上升，其中短期國債收益率升幅較大。

本次週期將是什麼狀況？

- 上月在Jackson Hole全球央行年會所展現的強硬論調正是預示此動態：央行要看到通脹率以足夠的速度回到目標才會宣示勝利，但至今還未出現。
- 美國整體消費物價指數（CPI）符合預期，就業市場仍具韌性，而能源價格再次回升。聯儲局已更新的預期亦確認此發展，預期2026年底整體與核心個人消費支出平減指數（PCE）的通脹率中位數分別為3.7%及3.4%，到2028年才會回落至目標水平。
- 投資團隊認為，真正要辯論的是，究竟本次加息是否代表著加息週期真正開展，還是由於壓力主要源於供應面，為確保不會引發二階效應而有限度地的遏止短暫性壓力。沃什在會後記者會的回答偏向於前者，指出通脹升溫、經濟增長穩健和地緣政治因素已推升能源價格。重要的是，增長保持韌性發揮了顯著作用，讓央行在經濟不偏離擴張軌道時有空間加息。
- 投資團隊已相應地調整展望：現時預期聯儲局在12月份將再加息一次，然後靜觀其變，而中性利率區間將介乎約4.00至4.25%。通脹在其後的進展可望使委員會在此後繼續按兵不動，但一旦能源價格居高不下，央行再加息的尾部風險尚在，而此風險在主要經濟體的出現方式將各異。

相同壓力，不同回應

- 歐洲與英國貨幣政策較直接地緊跟能源價格，若原油價格持續上升，兩地可能承受進一步收緊政策的壓力。
- 英倫銀行這次的決策記錄了此緊張狀況：雖然貨幣政策委員會（MPC）決定維持利率於3.75%，但6比3的表決票數（即有三位委員投反對票並主張加息）展示了鷹派的立場，而該行預期明年初英國通脹率將升溫至略高於4%亦深化了這意向。此外，該行也減慢出售英國國債的步伐，在檢討如何落實計劃時，將完全暫停賣債直至2027年4月。
- 日本央行亦展現鷹派取向但市場的解讀較為慎重。日本央行上調25點子至1.25%的31年來高位，儘管完全屬於預期之內，但有兩名委員投反對票，以致日圓在同日轉弱。該行繼續指出通脹風險擴大，但市場所接收的信號是「漸進地」而不是「迫切地」加息。究竟日本央行將再加息多少，很大部分取決於明年3月的春鬥工資談判（Shunto）以及短期經濟數據。在冷卻系統方面，隨着機架密度上升，由風冷轉向液冷的趨勢正加速發展。
- 美國的情況則有著較細微的差異：沃什多番引用能源價格，意味著委員會已不再放眼油價動向之外，而是將貨幣政策更直接地與整體通脹率綑綁，包括美伊衝突的發展。

跳出配置爭論，捕捉新一輪機遇

- 最新形勢的其中一個後果是，信貸資產對比幾個月前的吸引力現已下降。基於市場開始辯論貨幣政策將需要緊縮多少，同時有初步線索顯示經濟或轉向，現在正是重新檢視信貸資產佈局的合理時間。
- 這並不表示信貸資產已經普遍失卻吸引力，債券孳息率正在上升，原因是通脹升溫及經濟保持增長，而這兩個因素皆有利於信貸資產的基礎因素，但政府負債高企將意味著，信貸資產在本次週期的動向，可能不同於標準情況。
- 投資團隊相信抵押貸款的較高收益，現已附帶顯著的利率波動性。
- 綜觀而論，這些動態已為投資組合的構成給予了清楚的結論。政策利率而非財政赤字，是驅動本次重新定價活動的因素，且直至今年底將繼續是主要的變數。
- 基於市場定價所預期的加息次數早已多於聯儲局本身的預測，投資團隊將把握孳息率任何再上升的機會，以加入存續期資產。在基本情境中，投資團隊仍然預期利率或孳息率將穩定於現水平而不會回到此前的低位。
- 在實務上，這表示應留守於短至中期債券以獲取利差收益，並在具有結構性優勢的板塊選擇性地加入較長期的企業債，同時投資於高收益與中期信貸資產。

以上資料由路博邁提供，2026年9月

閣下確認此資料擁有人為友邦保險（國際）有限公司（於百慕達註冊成立之有限公司) (以下簡稱「友邦香港」或「公司」)。閣下使用、複製或下載此資料，即表示閣下已同意及接受下述所有條款之約束：

- 這是一份友邦香港內部文件，不構成任何邀請或招攬購買 (或認購) 任何保險或金融產品，並只供友邦香港、其僱員、財務策劃顧問及友邦香港認可的銷售伙伴作內部培訓使用，不能傳播或分發予友邦香港以外的任何第三方包括任何公眾人士、客戶或準客戶，亦不得使用此資料作銷售或招募面談或說明或其他相類似之用途。
- 除非事先獲得友邦香港同意，否則任何人一律不可擅自將此資料再發放或使用於其他用途或目的。若未得到友邦香港獲授權人士事先書面同意，閣下不可修改、更改或變更此資料的部份或全部內容。
- 此資料是友邦香港經搜集內外資料製作而成，更新版本日期列印於資料上。此文件之數據及資料是經搜集內外資料編纂製作而成，友邦香港將盡力確保資料內容準確、完整及為最新的資訊，但不會就資料來源的準確性、完整性及適時性或因而引致的損失負上責任及作出任何保證或陳述。此資料或有由講者提供的內容，任何該內容僅代表講者/相關資料提供者之個人/相關公司觀點而並非友邦香港之觀點。在任何情況下，友邦香港不會就資料使用者負上任何責任。
- 在任何情況下，友邦香港不會就資料使用者負上任何責任。若閣下使用此資料之資料，即閣下同意賠償及承擔對友邦保險（國際）有限公司（於百慕達註冊成立之有限公司)及其母公司、分公司和子公司、董事、高級職員、營業員、僱員、合伙人及持牌人的任何索償或遭第三者追討因使用或違反使用此資料所造成損失或損害的責任。
- 請注意如閣下並無持有就有關提供證券意見之資格或牌照，閣下不能向客戶提供任何有關證券或投資意見。因此，此文件或在任何情況之下不應被視作為其專業知識或專業建議。本文件亦不應被視作要約或遊說、認購、買入或出售任何證券或集體投資計劃。如閣下需要查詢任何有關證券、投資及/或非營業代表專業知識之詢問時，閣下應尋求及向有關具該項專業資格之人士查詢。於此文件的內容是按着一般情況而言，只作一般參考，並未考慮到任何人士或團體的投資目標。請勿依賴作投資決定。投資涉及風險，投資表現及回報可升可跌，過往表現並非將來表現的指引或提示。
- 財務策劃顧問需持有卷五牌照方可進行投資相連壽險保單之銷售活動。於介紹任何投資相連壽險產品之前，財務策劃顧問必須跟客戶進行財務需要分析（FNA）及風險承擔能力問卷（RPQ），以確認客戶的投資需要、保費負擔能力及風險承擔能力。而在整個銷售過程中，財務策劃顧問亦不可向客戶提供任何投資建議。投資相連壽險保單只適合有人壽保障需要及投資需要的客戶購買。

[AIA - INTERNAL]