

2025年10月1日

主題趨勢報

美國債市

# Fed鴿聲力抗衰退 投資級債行情可期



## 報告摘要

- 短天期風險報酬相對平衡，降息預期已定價
- 維持到2025年底，10年期公債殖利率4.25%的預測
- 利差週期低點，受鴿派政策與經濟數據的雙重支撐，建議持續分批投入

2025年10月1日

# 主題趨勢報

## 投顧觀點

2025年9月初以來，市場對長期殖利率上升的擔憂轉為美國經濟數據疲軟與Fed政策路徑的重估。雖面臨龐大的赤字環境，但因近期通膨緩解與降息空間擴大，使市場降低對於長期的風險溢價要求。FOMC上，2025年利率點陣圖中位數顯示降息3碼，與我們預期相同，同時預計2026年經濟成長改善，短天期債的風險及報酬將相對平衡。儘管目前的就業市場相對疲軟，利率市場反映鴿派政策，從跨資產視角看，市場對於經濟成長的定價韌性強，衰退恐慌未增。然而市場定價已考慮到明年降息幅度，終端利率若要低於3%，需要更疲軟的經濟數據。

長天期殖利率上漲為2025年全球債市現象，G4國家長天期陡峭化明顯，德國與日本漲幅最大，這反應了長期的財政前景與需求端的刺激，並且預期赤字、通膨風險與需求轉變使殖利率繼續維持高檔，然而目前並未見到美國長天期有定價獨特的風險溢價，顯示市場平靜應對Fed獨立性疑慮，但這也顯示潛在風險未有效的定價。從OIS利率市場表現來看，10年期公債殖利率已充分反應聯準會到2026年中的降息前景，然而中遠期通膨定價(Inflation Swap)未見放鬆，對長天期公債應有一定錨定牽引力，使其較難迅速收斂，故仍維持到2025年底，10年期公債殖利率4.25%的預測。

## 操作建議

Jackson Hole會議後聯準會轉向鴿派立場，促使投資級債券利差自九月初以來持續收緊，但FOMC會議未進一步催化市場動能，技術面漲勢趨於平緩。S&P500指數高位運行，利差逐步逼近週期低點，受到鴿派政策與強勁經濟數據的雙重支撐。然而，美國就業市場疲弱構成潛在風險，近六個月平均每月僅新增64,000個就業機會。傳統上，強勁消費支出應帶動就業增長，但若就業持續放緩，可能削弱消費動能，進而引發連鎖效應，投資者需密切關注此風險對利差走勢的影響，整體而言我們仍建議投資者可持續分批佈局。

利率定價寬鬆，然而中遠期通膨定價未見放鬆



預計10年期公債將持續交易在4.0-4.5%區間



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年10月1日

## 主題趨勢報

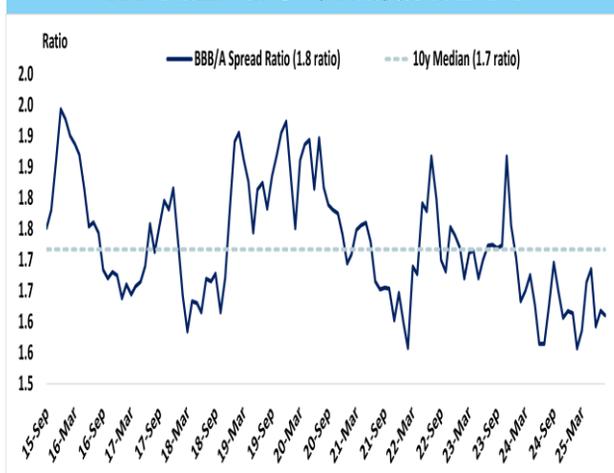
### 市場動態：產業與評級定價凸顯市場風險偏好

美國投資級債券市場的利差動態呈現顯著分化，反映市場偏好與風險胃納的細微變化。BBB等級的工業公司與房地產投資信託 (REITs) 利差壓縮速度領先，顯示投資者對其穩健需求的持續青睞。相較之下，美國區域銀行與公用事業表現相對落後，利差收緊幅度受限。併購(M&A)公告的強勁步伐可能推高非金融發行人的供給，削弱技術面背景，從而為銀行相對利差表現提供支撐。在銀行業內，過去幾個月美國主要銀行與區域銀行及外資銀行之間的差距顯著縮小，但我們認為美國主要銀行與區域銀行之間的進一步壓縮不太可能發生。公用事業與壽險等非週期性部門，在當前接近歷史低點的利差環境下，展現出獨特的投資價值 (主因為加州野火等信用事件的影響)。產業表現方面，2025年迄今，航空航天與國防、銀行與經紀、菸草部門表現突出，航空航天與國防部門受波音公司帶動；消費品、汽車及食品部門則進展緩慢。在評級層面，BBB等級工業公司相較A級與BB級債券估值偏高，**BBB/A利差比率自2015年以來低於歷史中位數，且低於過去12個月平均水平。而BB/BBB利差比率在2021年壓縮後已回歸長期中位數，使BB級債券在價格吸引力上更勝一籌。**

### 債券發行：九月熱潮背後的融資機遇

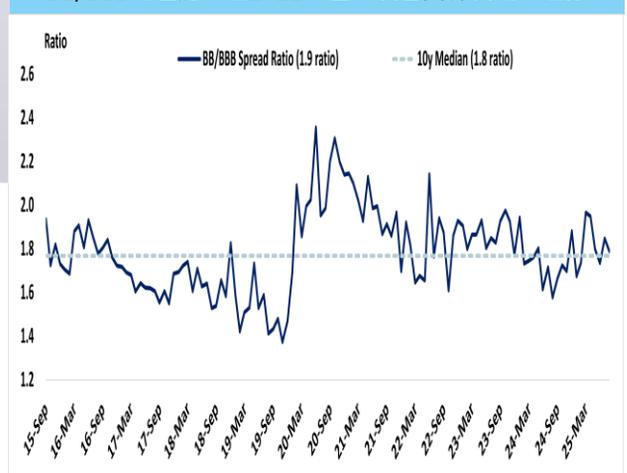
九月僅過三分之一，投資級債券市場新發行量已達1170億美元，若維持此勢頭，全月發行規模有望挑戰2020年4月3010億美元的歷史紀錄。儘管九月向來是發行旺季，平均佔年度供應11%，當前發行熱度遠超季節性規律。核心驅動力在於企業債券殖利率降至2022年升息週期以來最低，美元投資級債券的最差殖利率水準於年內累計下降60個基點，一級市場借款人以近年最低票面利率發債。**需求端表現穩健，儘管發行節奏加速，新發行讓利水平保持穩定，反映投資者對低收益率環境的高度接受度。**此趨勢不僅凸顯市場對當前融資窗口的熱烈回應，亦顯示企業正積極鎖定低成本資金，為潛在經濟不確定性未雨綢繆。

BBB等級工業公司相較A級債券估值偏高



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

BB/BBB利差比率在2021年壓縮後已回歸長期中位數



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年10月1日

主題趨勢報

投等債各產業表現:多數產業利差位於歷史低點

SECTOR	Metrics						Percntile		spread vs. Index			Total Return		Excess Return	
	Index	Weighting	Rating	YTW (%)	OAS (bps)	Duration	Beta	YTW Percntile	OAS Percntile	spread vs. Index today	Spread Ratio vs. Index	Spread Ratio(Z-score)	MTD	YTD	MTD
USD IG	100.0%	A3/BAA1	4.91	79	6.80	1.00	76.2%	0.0%	0.00	1.00	#N/A	1.01%	5.30%	-0.08%	0.72%
Yankee	27.5%	A1/A2	4.56	60	5.43	0.60	74.5%	0.0%	-18.65	0.76	-0.88	1.23%	5.95%	0.06%	1.24%
Industrials	56.7%	A3/BAA1	4.96	77	7.45	1.06	79.6%	0.0%	-1.69	0.98	-0.71	0.97%	5.06%	-0.09%	0.59%
Basic Industry	2.5%	BAA1/BAA2	5.10	88	7.46	1.11	77.1%	0.0%	9.11	1.12	-0.90	1.09%	5.26%	-0.02%	0.62%
Metals & Mining	1.1%	A3/BAA1	5.07	82	7.56	1.06	69.4%	0.0%	3.31	1.04	-1.26	1.16%	6.13%	-0.01%	1.30%
Chemicals	1.1%	BAA1/BAA2	5.17	92	7.80	1.25	81.3%	6.7%	12.60	1.16	1.53	1.05%	4.26%	0.03%	-0.09%
Capital Goods	5.5%	A3/BAA1	4.76	67	6.65	0.89	77.1%	0.0%	-12.27	0.84	-0.42	1.00%	5.63%	-0.11%	1.03%
Aerospace & Defense	2.1%	BAA1/BAA2	5.02	77	7.86	1.10	77.9%	0.8%	-2.43	0.97	0.03	0.92%	5.90%	-0.10%	1.60%
Building Materials	0.5%	BAA1/BAA2	4.89	81	6.73	1.04	72.8%	0.0%	1.52	1.02	-1.37	1.07%	5.52%	-0.07%	0.64%
Diversified Manufacturi	1.6%	A3/BAA1	4.69	63	6.31	0.88	76.2%	0.0%	-15.77	0.80	-0.81	1.05%	5.44%	-0.08%	0.75%
Communications	7.3%	BAA1/BAA2	5.18	90	8.36	1.32	78.8%	0.0%	10.52	1.13	-1.10	0.83%	4.36%	-0.16%	0.05%
Media & Entertainment	1.4%	A2/A3	5.06	81	8.11	1.39	72.0%	0.0%	1.82	1.02	-1.65	0.96%	0.95%	-0.07%	-3.42%
Cable Satellite	1.6%	BAA1/BAA2	5.51	112	9.24	1.54	79.6%	0.8%	32.63	1.41	1.11	0.87%	6.06%	-0.06%	1.89%
Wireless	1.9%	BAA1/BAA2	4.96	82	6.97	1.13	76.2%	0.0%	3.39	1.04	-1.58	0.85%	5.32%	-0.21%	0.86%
Wirelines	2.5%	BAA1/BAA2	5.18	85	8.95	1.27	81.3%	0.0%	5.80	1.07	-1.07	0.72%	5.00%	-0.24%	0.73%
Consumer Cyclical	7.0%	A3/BAA1	4.80	77	6.03	0.93	77.9%	6.7%	-1.60	0.98	1.20	1.08%	5.16%	-0.03%	0.56%
Automotive	2.5%	A3/BAA1	4.88	103	4.34	0.81	77.1%	26.2%	23.90	1.30	1.30	1.12%	5.15%	-0.04%	0.41%
Restaurants	0.5%	BAA1/BAA2	4.83	65	7.37	1.09	81.3%	2.5%	-14.15	0.82	-0.08	1.13%	5.08%	0.07%	0.62%
Gaming	0.3%	BAA3/BAA3	5.05	116	4.88	1.11	65.2%	29.6%	37.34	1.47	0.25	1.07%	5.93%	-0.14%	1.04%
Retailers	3.0%	A1/A2	4.71	54	7.48	0.98	81.3%	0.0%	-25.49	0.68	-1.27	1.02%	5.06%	-0.02%	0.62%
Consumer Non-Cyclical	15.0%	A3/BAA1	4.95	72	7.83	0.97	80.5%	0.0%	-7.09	0.91	0.11	0.93%	5.27%	-0.11%	0.82%
Consumer Products	0.9%	A2/A3	4.52	51	5.95	0.76	77.9%	1.6%	-27.56	0.65	-0.69	1.04%	5.08%	-0.13%	0.28%
Food & Beverage	3.4%	A3/BAA1	4.94	73	7.57	0.98	83.8%	1.6%	-5.76	0.93	-0.02	0.85%	4.90%	-0.22%	0.34%
Health Care	4.1%	A3/BAA1	5.06	82	7.85	0.88	80.5%	0.0%	2.87	1.04	1.04	0.97%	5.63%	-0.05%	1.23%
Pharmaceuticals	5.2%	A2/A3	4.93	63	8.46	0.99	85.5%	0.0%	-15.96	0.80	-0.07	0.89%	5.09%	-0.09%	0.78%
Energy	7.2%	A3/BAA1	5.19	96	7.46	1.23	77.9%	3.3%	17.12	1.22	-0.28	0.99%	5.11%	-0.09%	0.51%
Independent Energy	1.5%	BAA1/BAA2	5.28	109	7.07	1.15	76.2%	4.2%	30.01	1.38	-0.19	1.14%	5.23%	0.01%	0.44%
Integrated Energy	1.4%	AA3/A1	4.88	61	8.30	0.99	85.5%	1.6%	-17.80	0.77	0.70	0.97%	5.05%	0.01%	0.76%
Oil Field Services	0.2%	A3/BAA1	5.27	104	7.43	1.45	81.3%	14.4%	24.97	1.32	0.06	1.38%	4.54%	0.22%	-0.34%
Refining	0.4%	BAA1/BAA2	5.18	98	7.15	1.42	78.8%	5.0%	18.53	1.23	-0.35	1.21%	5.53%	0.10%	0.80%
Midstream	3.7%	BAA1/BAA2	5.27	104	8.04	1.32	73.7%	2.5%	24.80	1.31	-0.78	0.90%	5.04%	-0.20%	0.43%
Technology	9.5%	A2/A3	4.80	66	7.12	1.01	79.6%	0.0%	-12.97	0.84	-0.06	0.99%	5.03%	-0.07%	0.56%
Transportation	2.1%	A3/BAA1	5.14	76	9.14	1.13	85.5%	2.5%	-2.53	0.97	0.22	0.91%	4.36%	0.03%	0.35%
Airlines	0.2%	A3/BAA1	4.81	104	3.24	0.46	66.9%	10.1%	24.70	1.31	-0.10	1.12%	4.77%	0.01%	0.21%
Railroads	1.3%	A3/BAA1	5.23	69	10.75	1.22	89.8%	0.8%	-10.30	0.87	-0.34	0.79%	4.54%	0.01%	0.79%
Financial	33.6%	A2/A3	4.75	80	5.29	0.89	73.7%	4.2%	0.89	1.01	0.46	1.10%	5.78%	-0.07%	1.01%
Banking	22.8%	A2/A3	4.64	74	4.73	0.85	72.8%	4.2%	-4.71	0.94	0.15	1.08%	5.92%	-0.11%	1.11%
Brokerage	1.5%	A3/BAA1	4.79	77	6.21	1.00	74.5%	2.5%	-2.33	0.97	-0.02	1.10%	5.79%	-0.05%	0.98%
Finance Companies	1.4%	BAA2/BAA3	5.01	125	3.51	0.80	67.7%	23.7%	46.37	1.59	0.52	1.25%	5.66%	0.09%	0.95%
Insurance	4.9%	A3/BAA1	5.19	93	8.08	1.08	82.2%	8.4%	14.14	1.18	4.00	1.07%	5.08%	0.04%	0.62%
REITs	2.8%	A3/BAA1	4.74	80	5.45	0.90	72.0%	0.0%	0.52	1.01	-0.92	1.22%	5.97%	-0.04%	0.88%
Utility	9.7%	A3/BAA1	5.14	86	8.20	1.02	81.3%	1.6%	6.76	1.09	1.24	0.98%	4.98%	-0.04%	0.52%

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。