

精挑細選

東亞銀行財富管理處首席投資策略師 | 李振豪
東亞聯豐投資團隊



精挑細選

本章摘要：

- 美聯儲議息的投票分布及經濟預測的修正，反映正為年內再次減息作好準備
- 「自我實現」的經濟下滑為美聯儲營造減息條件
- 美國10年期國債收益率預測區間為4.02%至4.21%，2年期則為3.22%至3.44%
- 曲線正常化進程中，各美債期限溢價仍然吸引，惟降幅將不及去年
- 憧憬各大央行減息及避險情緒高漲將利好特朗普「執政百日」期間的各地債市
- 「歐債危機2.0」的陰霾揮之不去，危機料不只影響歐洲，而是全球

上季標題是《騰籠換鳥》。我們當時預期美國總統特朗普就職後，全球經濟的不確定性將攀升。在避險情緒升溫下，各大債券指數表現普遍向好，尤以企業債券表現突出。利率走勢料呈現「先高後低」的格局，與1995年的減息周期相似，預計美元計價的企業債及非美債市表現較好。歐洲債市或受特朗普政策影響而承壓，亞洲債市則因投資者尋求分散風險而有望走高。

我們當時預測美國10年期國債收益率區間為4.25%至4.36%，2年期收益率區間則為3.67%至3.98%。投資策略上，建議以收益率曲線斜度為核心，短期債券表現將優於長期債券。投資者可關注投資級別的公用、醫療護理等行業債券。整體預測大致與今天結果相若。

本季標題是《精挑細選》。隨著特朗普推動大規模改革，資金早在上季大舉流入債市避險。美聯儲在利率預測上的措辭雖然謹慎，但實際上正為減息鋪路。「特朗普看跌期權 (Trump Put)」(即指當美股下跌時，特朗普政府將推出「托市」的政策) 憧憬下，投資者預期經濟和股市下滑後的政策托底或有助「紅色浪潮」的延續。我們預計美債收益率將繼續有序下降，投資策略應將由定點轉向期限溢價，儘管升幅或不及去年。

特朗普執政百日內，將有利各項債券指數，更何況今天處於減息周期。歐洲在當前國際亂局中顯得舉步維艱，「歐

債危機2.0」的風險正醞釀，在風起雲湧的局勢中覬覦甘露者，更須管控好風險。

債券實是對沖風險的良好工具

特朗普在本屆任期的作風較上屆任期時更為強硬，對內雷厲風行，對外與傳統盟國翻臉，還試圖利用關稅措施來挾注國內經濟，甚至覬覦別國土地而掀起全球性爭議，令各地投資風險遽然攀升。

數據反映投資者避險情緒高漲

西太平洋銀行避險指數是綜合日圓、美股波動指數、美債10年期收益率掉期等多項避險資產的波動情況，以評估市場避險情緒的變化。該指數高於0表示避險升溫，反之亦然。該指數近3年的平均值為0，反映疫情後市場避險情緒回歸平穩。然而，該指數在2023年3月美國矽谷銀行倒閉¹及2024年8月日圓拆倉潮刺激全球避險情緒²，均出現顯著上升。及至今年特朗普就職後，該指數再次攀升，尤其是3月初特朗普曾執意對加拿大、墨西哥及中國加徵關稅³，全球避險情緒再度高漲。

西太平洋銀行避險指數



資料來源：彭博，數據截至2025年3月14日

根據資金流向監測機構EPFR截至3月3日的數據⁴，特朗普就職後第5周，所有被追蹤的債券基金流入量創下52個月新高。其中，歐洲債券基金吸引了創紀錄的資金流入，歐洲企業債基金的資金流入更是主權債券基金的兩倍。美國債券基金年初至今的總規模增長約150億美元。從年期來看，投資者更青睞中短期美國債券基金。此外，高收益債券基金的資金流入創下22周新高，而新興市場債券基金亦持續錄得資金流入。

¹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/business/finance/global-markets-banks-wrapup-1-2023-03-10/>

² 見CNBC網站，<https://www.cnbc.com/2024/08/02/carry-trade-how-japans-yen-could-be-ripping-through-us-stocks.html>

³ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/trade-wars-erupt-trump-hits-canada-mexico-china-with-steep-tariffs-2025-03-04/>

⁴ 見EPFR網站，<https://epfr.com/insights/global-navigator/back-future-fund-flows-1q25/>

債券

上述數據顯示，投資者在特朗普就職後持續增加債券持倉，以應對市場的不確定性。同時，也驗證了我們上季的預測：在不明朗環境下，債券是投資組合中不可或缺的資產，成熟市場的企業債表現將優於國債，而短期債券將優於長期債券，非美債市亦具備一定的投資機會。

展望未來，特朗普政策帶來的全球不確定性料將有增無減。《宏觀策略》章節已分析，債券及黃金將是較有效對沖風險的工具，投資者應按個人風險承受能力，適當配置債券。

利率預測：為經濟下滑鋪路

諾貝爾經濟學獎得主克魯曼表示⁵，儘管去年美聯儲開始減息，但長期利率（包括美國國債收益率及市場抵押貸款利率）卻不跌反升，反映投資者未有理會美聯儲對利率及經濟前景預測，反而是更憂慮特朗普政策可能推升通脹。這或使美聯儲不得不暫停減息，甚至在必要時重新加息。

今年初，美聯儲主席鮑威爾曾公開表示⁶，仍需觀察關稅對通脹的影響，其他重大政策改革所產生的不確定性仍然偏高，因此美聯儲不急於調整利率。然而，美國財政部長貝桑堅稱，關稅影響僅屬「一次性」，不會導致物價持續上升，並建議美聯儲更慎重看待關稅對經濟的影響。

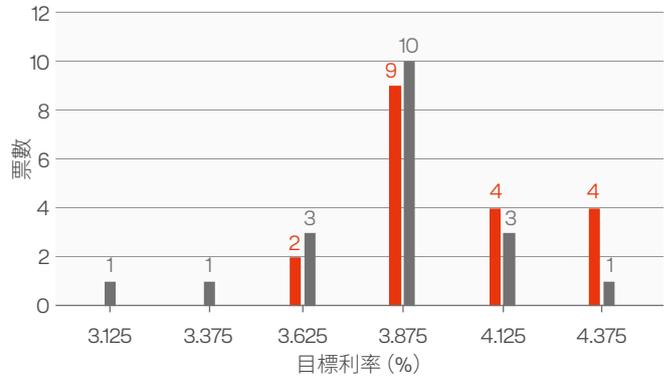
眾口難調，最終美聯儲在3月的議息會議中一錘定音。

議息結果：山雨欲來風滿樓

美聯儲在3月一如市場預期維持利率不變，並在點陣圖中維持今年利率中位數於3.875%，暗示年內減息兩次，每次0.25%。第3次減息與否，須視乎經濟狀況及特朗普政策的影響。2026年利率中位數亦維持3.375%不變，意味今明兩年共將減息4次。這顯示了美聯儲準備好在經濟失衡時，隨時出手扛住經濟。在會後，利率期貨市場顯示，市場預期年內的兩次減息最快於6月及9月進行，如有需要，第3次則可能在12月⁷。

此外，投票結果顯示聯儲局委員們對利率變化鋪排的心思。支持降息低於利率中位數的票數較上季少了3票，而投票中最大及最小目標利率之差距由1.25%收窄至0.75%。這反映出委員們對減息更有共識，預示減息的可能性增加。本行維持今年減息2至3次的預測，詳情可參考《宏觀經濟》章節內容。

美聯儲點陣圖



■ 今年3月 ■ 去年12月

資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月20日

除了減息憧憬升溫，美聯儲對經濟預測的修正反映其看法轉趨審慎。整體預測如下：

指標 (%)	去年12月	今年3月	變化
2025年實質GDP增長 (按年)	2.1	1.7	-0.4個百分點
2025年核心個人消費開支 (按年)	2.5	2.8	+0.3個百分點
2025年失業率	4.3	4.4	+0.1個百分點

資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月20日

美聯儲預期通脹上升和失業率將進一步回升，雖然幅度尚算可控，但令美聯儲兩大職責目標（實現最大就業和物價穩定）備受挑戰。此外，美聯儲下調經濟增長預測，但仍維持正增長，間接駁斥了部分極端的經濟衰退論調，並為年內減息兩次的定調背書。

美聯儲亦決定在4月1日起放慢縮減資產負債表規模（簡稱「縮表」）的步伐，整體流動性仍保持適度寬鬆，但「縮表」幅度受到市場質疑。美聯儲未有完全取消「縮表」安排，既可避免破壞近年壓抑通脹的成果，也為未來經濟走弱預留政策空間，可以不動輒減息也能調控流動性，一舉兩得。

⁵ 見晨星網站，<https://www.morningstar.com/news/marketwatch/20250109206/paul-krugman-thinks-bond-yields-may-be-rising-due-to-an-insanity-premium>

⁶ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/us/powell-says-fed-has-time-wait-clarity-trump-policy-shifts-2025-03-07/>

⁷ 見芝加哥商業交易所網站，<https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

美聯儲會後聲明強調經濟仍然穩健，但同時下調經濟數據預測，反映出委員們對經濟走弱的擔憂，並非如鮑威爾早前言論般樂觀。鮑威爾與特朗普曾多次在利率政策上交鋒⁸，但鮑威爾的立場「急轉彎」亦屢見不鮮，市場因此揶揄減息實為「Trump Put」的助攻⁹。換言之，市場擔憂當前的經濟環境可能將是一場自我實現的經濟衰退，投資者不得不警惕未來利率政策忽然轉向的風險。

「Trump Put」：更深層次的利益斟酌

特朗普當選後，投資市場曾高舉「特朗普交易 (Trump Trade)」的旗幟，呼籲資金投入受惠於潛在政策或改革的資產與行業。如今，則拋出「Trump Put」，類似使用沽期權來對沖持倉的策略。

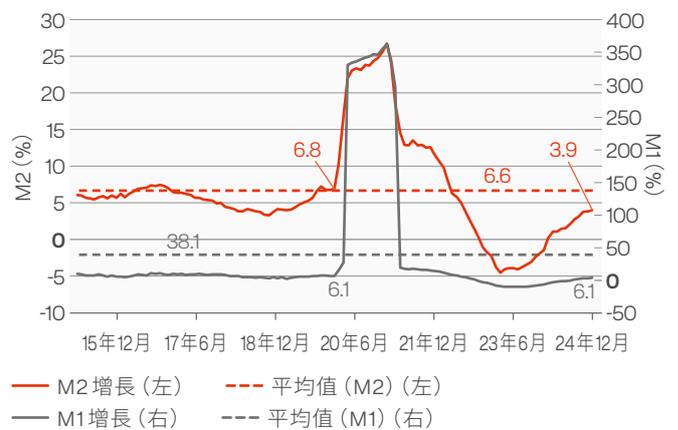
投資情緒往往需要各種主題去驅動，但無論主題如何光怪陸離都要有基本面配合。年初，華爾街大咖在特朗普就職前曾高呼美國將能延續「金髮女孩經濟」^{10,11}，刺激美元資產走高。然而，不過數周，美國財長貝桑即表示無法保證美國經濟不會陷入衰退¹²，甚至警告白宮正試圖阻止「必然」發生的金融危機¹³。特朗普受訪時亦不排除美國出現經濟衰退的可能性¹⁴。

官方如此言之鑿鑿，市場亦有心無意地忽視背後的邏輯。加上大咖們隨風擺柳，表示特朗普的專橫及對等關稅的影響下，衰退機會日益遞增¹⁵。念茲在茲的衰退陰影潛移默化地印在眾人心中，憂患意識驅使投資者對實體經濟前景看法轉趨保守，投資市場避險情緒再次高漲，資金鏈料隨之收縮，最終或引發「自我實現」的經濟衰退。

美國約翰霍普金斯大學經濟學教授史蒂夫·漢克受訪時表示¹⁶，美國貨幣供應量近年罕見收縮，經濟指標急劇下滑，預示美國經濟將「跌入懸崖」。歷史經驗表明，當美聯儲大幅收縮貨幣供應時，經濟衰退甚至蕭條往往隨之而來。除非貨幣政策出現逆轉，否則衰退將不可避免，暗示美聯儲

須盡快減息。根據美國近10年廣義 (M2) 及狹義 (M1) 貨幣供應量之按年變化，截至今年1月分別上升 3.9% 及 2.9%，明顯低過平均值 (M2 增長 6.6%，M1 增長 38.1%)，及疫情前水平 (M2 增長 6.8%，M1 增長 6.1%)。這一趨勢相信與近年美聯儲持續加息及「縮表」有關。

美國貨幣供應量：M2 及 M1 按年增長



資料來源：彭博，數據擷取於 2025 年 3 月 23 日



⁸ 見 CNBC 網站，<https://www.cnbc.com/2025/03/20/trump-says-the-fed-should-cut-rates-to-ease-the-economys-transition-to-his-tariffs.html>

⁹ 見晨星網站，<https://www.morningstar.com/news/marketwatch/2025031054/theres-a-fed-put-and-a-trump-put-but-dont-forget-the-c-suite-put-as-well>

¹⁰ 見彭博網站，<https://www.bloomberg.com/news/videos/2025-01-16/us-economy-in-goldilocks-scenario-ubs-tantia-says-video>

¹¹ 見商業內幕網站，<https://www.businessinsider.com/us-economy-inflation-goldilocks-interest-rates-fed-rate-cuts-outlook-2025-1>

¹² 見 CNN 網站，<https://edition.cnn.com/2025/03/18/economy/bessent-recession-comments/index.html>

¹³ 見 CNBC 網站，<https://www.cnbc.com/2025/03/16/treasury-secretary-bessent-says-white-house-is-heading-off-financial-crisis.html>

¹⁴ 見 CNN 網站，<https://edition.cnn.com/2025/03/09/business/trump-tariffs-canada-mexico-recession/index.html>

¹⁵ 見財富網站，<https://fortune.com/2025/03/16/recession-forecasts-50-50-odds-trump-trade-war-reciprocal-tariffs-federal-layoffs-bessent/>

¹⁶ 見獨立研究所網站，<https://www.independent.org/multimedia/detail.asp?id=7591>

債券

若果經濟下滑但通脹未見失控(參考上季《宏觀策略》章節分析),美聯儲將更有底氣減息。除了對減輕當前債務利息負擔(已超過國防及醫療支出)有莫大幫助,減息其實有更深層次的利益考量。對現屆政府而言,如能在經濟低迷,民怨升溫時,以「救世主」姿態推出減稅及行業監管放寬的政策,並配合美聯儲減息,將完美演繹「Trump Put」引領實體經濟及投資市場全面反彈,勢將大大提振現屆政府的威望,藉以打破共和黨中期大選落敗的魔咒,延續「紅色浪潮」。因此,從政治角度而言,一場技術性的經濟下滑或許是必要的。

從時機推算,國際間在對等關稅上的爭端、地緣戰事的停火談判、對政府效率部(DOGE)的法律訴訟等,最佳執行時機料在下半年至明年初,以確保市場情緒「保溫」至2026年的中期選舉。

收益率預測：由定點轉向期限溢價

在今年初,特朗普政策令美國10年期國債收益率升至4.8%,市場更預測有機會升穿5%¹⁷。本章節當時力排眾議,堅持上季預測區間在4.25%至4.36%。收益率不升反跌的立論建基於特朗普的能源政策壓抑油價,考慮到美國通脹與油價高度正相關(約80%),低油價將抵消關稅對通脹的壓力。在關稅政策未正式落實前,國債收益率只會有序下跌。截至3月21日,美國10年期國債收益率報4.24%,進一步驗證了我們預測的準確性。詳情可參閱上季本章節內容。

收益率料在大波動中反覆走低

根據美聯儲3月議息會議中對經濟數據的最新預測,結合本行的內部分析模型,國債收益率預測結果如下:

年期	預測數值(%)			基本預測(%)		極端預測(%)	
	平均值	標準差	峰谷值	下限	上限	下限	上限
10	4.07	0.05	0.14	4.02	4.12	3.93	4.21
2	3.28	0.06	0.16	3.22	3.35	3.13	3.44
差距	0.78	-0.01	-0.02	0.79	0.77	0.80	0.77

資料來源：彭博，數據截至2025年3月21日

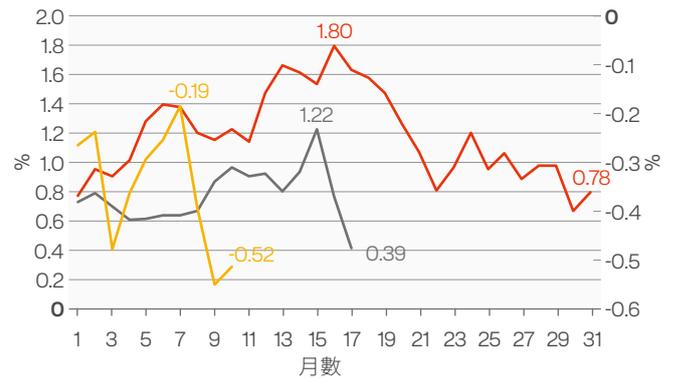
綜合情景預測的最上限及最下限,美國10年期國債收益率區間為4.02%至4.21%,2年期則為3.22%至3.44%。以平均值為基準,季內2年期及10年期分別有68基點及17基點的下跌空間。由於關稅政策及地緣政治摩擦將帶來更多不

明朗因素,故收益率區間預測偏寬。隨著美國經濟有可能進一步走弱,美聯儲料將釋出更多偏「鴿派」信號。根據我們的分析,年內首次減息較大可能發生在下半年,屆時各收益率便會下行,因此預計本季收益率將低於上季。

期限溢價的影響日益上升

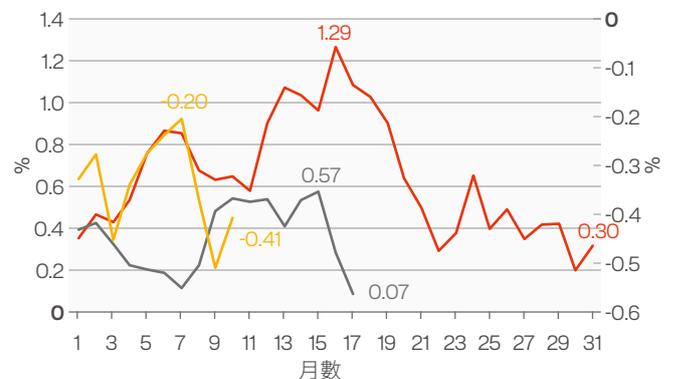
過去數季,我們分析了減息周期中,利率在高位橫行至首次減息期間,美債收益率曲線(以下簡稱「曲線」)由倒掛轉為正斜率的過程,即所謂「曲線正常化」。曲線斜度通常以長短期債券的收益率差距衡量,傳統上稱為「期限溢價(term premium)」,即是投資於長債面對時間風險的額外報酬。去年美聯儲啟動了是次減息周期,料曲線正常化的進程將愈加明顯,未來債市焦點料將由定點的收益率,轉向不同年期債券的期限溢價之變化。

近3次減息周期的期限溢價走勢：10年期



資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月22日

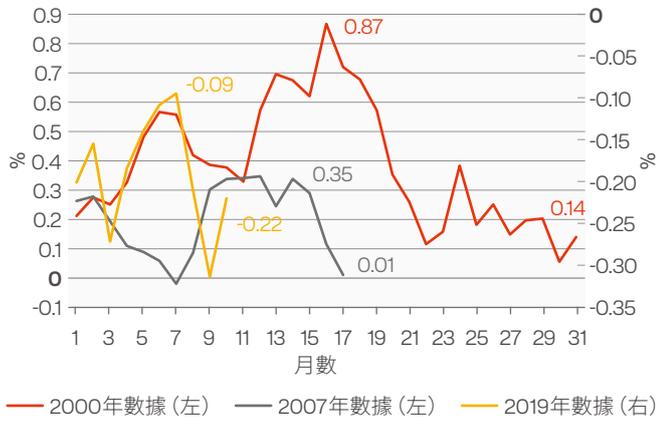
近3次減息周期的期限溢價走勢：5年期



資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月22日

¹⁷ 見路透社網站, <https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/options-market-positioned-us-treasury-10-year-yield-hit-5-near-term-2025-01-10/>

近3次減息周期的期限溢價走勢：2年期



資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月22日

透過2000年、2007年及2019年的減息周期數據，輔以10年期、5年期及2年期零息債券隱含的期限溢價作分析，結果顯示，各時段及各年期的溢價走勢均出現「先高後低」。抽出各時段由減息起點時至當時峰值的溢價變化，整體數據如下：

年份	期限溢價 (%)			平均
	10年期	5年期	2年期	
2000	1.04	0.94	0.66	0.88
2007	0.51	0.19	0.08	0.26
2019	0.08	0.13	0.11	0.11
平均	0.54	0.42	0.28	0.42

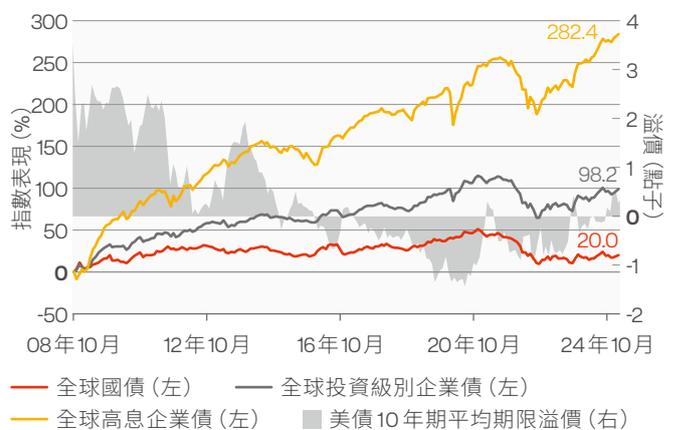
資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月22日



是次減息周期仍未結束，但走勢彷彿重複著歷史。截至3月21日，美國10年期國債期限溢價減去2年期的期限溢價約30點子。根據上述收益率預測模型，在不同情景下，溢價約介乎77點子至80點子。假設年內再減息最少2次，意即本季將有近50點子的升幅。補充一點，溢價進一步上升將取決於再次減息的時間，當中涉及大量非經濟因素，例如國際博弈等。

投資策略上，可透過期限溢價對不同類型債券的影響再作分析。參考近20年美國10年期國債平均期限溢價作基準，再以富時世界國債指數代表全球國債市場、彭博全球投資級別企業債指數和彭博全球高收益企業債指數代表全球企業債市，全期3大債券指數與平均溢價之相關系數分別是負0.42、負0.68及負0.68。負值表示未來溢價持續上升將不利3大指數走勢，幅度上企業債受影響較國債為大，企業債種類則沒有明顯分別。

美債10年期平均期限溢價及各全球債券指數表現



資料來源：彭博，數據截至2025年3月21日

再觀察各指數全期的走勢，2005年3月31日至今年3月20日，全球國債、投資級別企業債及高收益率企業債全期表現分別報升2.8倍、98%及20%，差距非常明顯。但抽出2020年末溢價見底反彈後的數據，當時各指數跌幅分別報27%、24%及15%，顯示高收益企業債的韌性更高，相信與信貸息差 (credit spread) 偏高以抵消期限溢價的衝擊有關。下文將再作討論。

債券

特朗普效應：避險中更要精挑細選

本季各章節皆預測特朗普政策操作將加劇市場不穩定性，導致各類資產走勢變得非常波動。以下將以「執政百日」及「歐債危機2.0」為主題，探討各類投資策略。

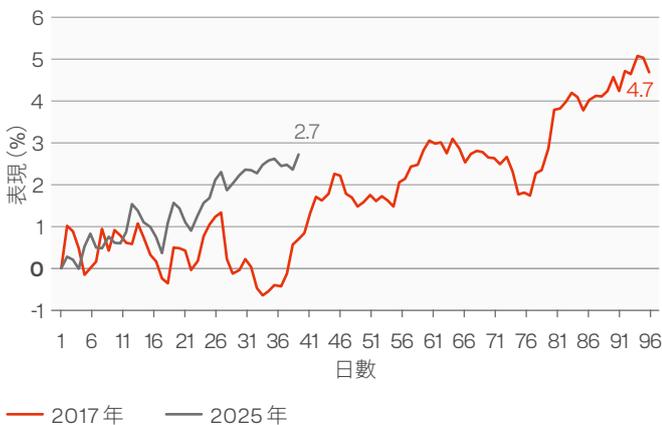
「執政百日」：料維持反覆向好的態勢

以特朗普就職首百日各資產表現作分析，《宏觀策略》章節顯示，當前各類商品走勢與上屆相似，這與特朗普繼續推動相近的能源及「再工業化」政策有關。《股票》章節則顯示，各美股指數表現遜於上屆，甚至出現截然不同的走勢。至於在債市方面，結果又將如何？

我們選取了富時世界國債指數代表全球國債市場、彭博全球投資級別企業債指數和彭博全球高收益企業債指數代表企業債市、彭博亞洲美元投資級別債券指數代表亞洲美元債市。結果顯示，4大指數走勢方向與上屆相似。特朗普「推倒重來」的政策風格令市場風險上升，資金追捧債券作避險資產實屬預期之內。

不同之處在於，上屆特朗普在執政約30日後，美聯儲宣布加息，並在接下來兩年共加息7次，共計1.75%。儘管如此，各大債券指數仍維持強勢，首百日回報介乎3.0%至4.7%。相比之下，今天正處於減息周期，各種因素均支持債市升勢。若果經濟進一步放緩，全球主要央行有可能加快減息步伐，有利全球債市。

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：富時世界國債指數



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至3月17日

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：彭博全球投資級別企業債指數



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至3月17日

特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：彭博全球高收益企業債指數



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至3月17日

**特朗普前一任期首100個交易日及本任期初段的指數表現：
彭博亞洲美元投資級別債券指數**



資料來源：彭博，數據由2017年1月20日至6月8日及2025年1月20日至3月17日

進一步分析企業債市場。截至3月17日，彭博全球投資級別企業債指數和彭博全球高收益企業債指數分別報升2.8%及1.7%，反映市況波動時，風險較低的投資級別企業債較受投資者青睞。除了上文提及的期限溢價，投資企業債另有對違約風險作額外補償，市場統稱為信貸息差溢價 (credit premium)。參考反映企業債違約風險的溢價，兩者走向一致，但幅度卻有明顯差異。

美元債券信貸息差：投資級別及高收益級別



資料來源：彭博，數據截至2025年3月19日



去年下半年，美聯儲釋出減息訊號，資金大舉流入企業債尋求收益 (yield-seeking)，令信貸息差不斷收窄。投資級別企業債的信貸息差由最高145 (點子，下同) 下降至110，降幅約24%；高收益企業債則由418跌至294，降幅約30%。儘管溢價偏低，投資者仍願意入市，尤其是高收益企業債，反映多年後首次減息對債市的威力 (詳情可參閱上季本章節內容)。

然而，當特朗普就職後，市場憂慮其政策可能引發全球經濟衰退，資金撤出企業債並流入國債避險，導致信貸息差反彈。投資級別企業債的信貸息差上升了20%，而高收益企業債的信貸息差上升了27%。截至3月19日，投資級別的信貸息差報125，與去年下半年起之平均值124相若。但高收益報355，與平均值338仍有點距離，反映投資者對風險偏高的高收益企業債仍存有戒心。

綜合而言，特朗普政策導致市場避險情緒升溫，整體債券市場表現將更具吸引力。此外，若美國經濟下滑，美聯儲更有底氣加快減息時，債市將更受惠。信貸息差的反彈正反映投資者在風險與回報考量下，偏重於投資級別企業債。現時需靜待各不明朗因素逐步明朗後，債市格局才可能會重新調整。

債券

「歐債危機 2.0」：不可小覷的灰犀牛

歐債危機泛指 2008 年全球金融危機爆發後，部分歐洲國家因經濟衰退出現財政問題，最終延遲或無法償還債務，引發全球性金融危機。希臘債務問題首先引發歐洲金融市場動盪，隨後逐漸蔓延至葡萄牙、愛爾蘭、意大利及西班牙。以各國英文名字首字母合併，被戲稱為「歐豬五國 (PIIGS)」。歐債危機暴露了歐元區內部經濟發展不均衡、財政政策缺乏協調等結構性問題，使投資者對歐債的信心長期受壓。

今天歐債問題再度受到關注。特朗普的對等關稅未見因盟國關係而手下留情，歐央行行長拉加德預測¹⁸，若美國對歐洲實施對等關稅，首年歐元區經濟增長將下降 0.3%。去年歐元區 GDP 按年增長 1.2% 及按季增長 0.2%，她預測今年增長將低過 1%，按季更有可能出現負增長。她同時預期關稅將推升通脹 0.5%，目前歐元區 CPI 按年增長為 2.3%，即通脹有可能重返 2023 年水平。上季《宏觀策略》章節強調，特朗普政策對歐洲的衝擊遠較美國本身高，尤其通脹上升同時經濟下滑醞釀的滯脹風險，如今隨時一語成讖。

此外，美歐正爭奪俄烏戰事停火協議的主導權，雙方更在聯合國大會中罕有地出現對立局面¹⁹。市場預期，美國若撤回對烏克蘭的軍事援助，將由歐盟承擔²⁰，尚未計算近 5,000 億美元的重建費²¹及北約軍費上調等支出²²，無疑對本已孱弱的歐洲經濟雪上加霜，引發市場對「歐債危機 2.0」的憂慮。

過去 3 年，歐洲國債收益率不斷攀升，反映投資者對歐洲違約風險及地緣戰事的擔憂持續升溫。截至 3 月 21 日，歐洲 3 大經濟體，德國、法國及意大利的 10 年期國債收益率，分別報 2.76%、3.46% 及 3.88%，與 2009 年歐債危機時相若。反觀經濟實力較弱的希臘，其 10 年期國債收益率報 3.57%，不單低過歐債危機時水平，亦與歐洲大國相近，反映資金對希臘的債務信心與大國們相若。

近年地緣戰事的枷鎖、內部政治的亂象、財政紀律的缺失等拖垮了一眾歐洲強國，部分華爾街分析已公開警告²³，英國正墮入「債務死亡的螺旋」。去年評級機構穆迪更因財政問題而下調了法國的主權評級²⁴。落得如斯田地，試問一眾強國情何以堪？相反，洗心革面後默默耕耘的希臘，亂世中的自處更值得強國借鏡。

10 年期國債收益率：德國、法國、意大利、希臘



資料來源：彭博，數據截至 2025 年 3 月 22 日

¹⁸ 見歐洲新聞台網站，<https://www.euronews.com/business/2025/03/20/trade-tariffs-could-push-up-eurozone-inflation-by-05-ecbs-lagarde-warns>

¹⁹ 見 BBC 網站，<https://www.bbc.com/news/articles/c7435pnle0go>

²⁰ 見歐洲議會網站，<https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20250310IPR27232/the-eu-must-contribute-to-robust-security-guarantees-for-ukraine>

²¹ 見聯合國網站，<https://news.un.org/en/story/2025/02/1160466>

²² 見歐洲新聞台網站，<https://www.euronews.com/my-europe/2025/01/13/boosting-natos-defence-capabilities-means-going-beyond-3-target-says-rutte>

²³ 見晨星網站，<https://www.morningstar.co.uk/uk/news/259506/ray-dalio-warns-of-uk-government-%E2%80%98-death-spiral-after-bond-yield-spike.aspx>

²⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/europe/moodys-cuts-frances-rating-aa3-waning-public-finances-2024-12-13/>

除了區內分歧，與全球主要債市比較，歐洲債市都呈現出對亂局一籌莫展的狀態。截至3月21日，全球主要國債收益率於過去3個月變化的數據如下：

地區/ 國家	收益率 (%)	近3個月數據		
		最低 (%)	最高 (%)	變化 (點子)
美洲				
美國	4.25	4.16	4.79	-27.60
加拿大	2.99	2.83	3.54	-28.17
歐洲				
英國	4.71	4.43	4.89	20.30
法國	3.46	3.08	3.58	38.59
德國	2.76	2.32	2.89	48.20
意大利	3.88	3.44	4.01	43.48
西班牙	3.40	2.98	3.52	43.44
葡萄牙	3.27	2.78	3.38	52.29
瑞典	2.69	2.17	2.69	42.58
荷蘭	2.98	2.54	3.11	47.93
瑞士	0.63	0.21	0.75	43.96
希臘	3.57	3.17	3.69	44.01
亞太				
日本	1.51	1.04	1.57	47.10
澳洲	4.39	4.27	4.63	-10.06
紐西蘭	4.51	4.39	4.76	-2.50
南韓	2.79	2.70	2.90	-7.01
中國	1.83	1.59	1.92	13.08

資料來源：彭博，數據截至2025年3月21日

收益率變化顯示資金正撤出歐洲各國。除了英國，其餘歐洲國家的收益率皆錄得接近或超過40點子的升幅。2009年曾有「7%魔咒」的說法²⁵：國債收益率升至此水平即視為國家違約的指標。現況及最高水平的首5位分別是英國、法國、意大利、西班牙及希臘，均正邁向或超越4%。

值得注意的是「七國集團」(上表中以紅字標示)中，只有美國和加拿大仍然「健康」，日本近月變化達47點子，收益率更回到2008年金融海嘯時水平，高通脹與加息的兩難局面實是日債的計時炸彈，篇幅所限在此不作詳談。

回顧2009年的歐債危機，歐洲央行透過購買國債和多次減息提供流動性，國際貨幣基金組織(IMF)和歐洲穩定機制(ESM)等機構亦出手為處於違約邊緣的國家解困。然而，後遺症是負利率政策削弱貨幣政策對調控實體經濟的功能，釀成貧富懸殊和資產價格扭曲等問題，亦間接積累了民怨，最終引發各地的政治震盪，至今仍猶有餘悸。

去年歐央行將利率由4.5%減至2.65%，但各國收益率仍反覆走高，反映市場對債務風險的擔憂無法通過減息完全化解，即使重回負利率政策也無濟於事。短期內特朗普政策的不確定性料持續加劇，未來地緣戰事及對歐關稅的演變或成為債務危機的觸發點，相信屆時影響的不只歐洲，更會波及全球。

「政治一日都嫌長」，何況國際局勢？投資者若要火中取栗，必先自問膽識及技巧俱備，否則只會噬臍莫及。

²⁵ 見美國經濟學會網站，<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.26.3.49>

亞洲信貸基本面強韌 有助對沖波動市況

本章摘要：

- 關稅可能拖慢美國經濟，有助支持美國國債表現
- 亞洲投資級別美元債券質素高，留意估值吸引的日韓金融債券
- 對中國內房債變得正面，同時看好中國工業債；從個別印度債券先行獲利

美國總統特朗普朝令夕改的政策導致市場大幅波動。加徵關稅究竟是貿易戰還是談判伎倆？美國對俄烏戰爭的立場如何？這些都是市場的不明朗因素。此外，有跡象顯示美國經濟可能轉弱，美國10年期國債息率一度跌至多月新低。儘管市場暗湧不絕，但東亞聯豐投資團隊認為，亞洲美元債市的信貸基調穩固，業務以出口美國為主的債券發行人比例不多，因此亞洲企業具備抵禦外圍負面因素的能力。美國國債收益率下跌將為亞洲投資級別美元債券帶來支持，尤其是日韓等地的金融債。亞洲高收益美元債券息差持續收窄，團隊相信中國以外的亞洲區債市有機會出現整固，建議先行從印度等地區獲利。中國房地產信貸環境發展正面，我們同時看好中國工業相關債券和部分蒙古債券。

美國10年期國債息率走勢



資料來源：Investing.com，數據由2024年11月1日至2025年3月12日

亞洲投資級別美元債券

投資者避險情緒高漲，為美國國債帶來支持。此外，美國經濟隱憂浮現，市場預期聯儲局今年可能減息3次¹。在美國經濟增長放緩風險上升的環境下，東亞聯豐團隊看好美國國債。亞洲投資級別美元債券的信用質素強勁，經風險調整後回報具吸引力，團隊會在估值相對便宜的市場作分散投資，包括南韓和日本的金融板塊。

人工智能發展支持中國科技債券，從估值偏高的國企債券先行獲利

中國政府去年接連出招救市，經濟和樓市均已轉穩²。加上深度求索 (DeepSeek) 面世令市場對人工智能產業發展充滿憧憬，帶動科技、媒體和通訊板塊的息差繼續收窄，其他國企債券亦表現良好。中國投資級別債市的基調穩固，但由於估值偏高，我們選擇從個別債券中先行獲利。至於香港市場方面，一家早前陷入財務危機的地產商據報成功完成再融資。然而，我們認為相關風險猶存，並擔心若問題再度浮現，可能對銀行業帶來負面的連鎖效應，因此我們選擇先行減持香港銀行債券。

日本經濟持續增長 南韓銀行信貸基調穩健

日本和南韓投資級別美元債券屬區內最具品質之一的投資選擇。雖然南韓早前政局不穩，但團隊相信情況可控，並會繼續增持當地估值吸引的金融債券。當地主要銀行信貸基調穩健，最新公布的2024年度業績顯示，資產質素維持良好。南韓央行於今年2月減息25點子，評級機構惠譽認為，減息對銀行淨息差造成壓力，但對整體盈利影響輕微，因為不少高息存款快將到期，且銀行具備強勁的資本緩衝能力³。

東亞聯豐團隊亦看好估值吸引的日本企業和金融債券。日本去年第4季經濟增長穩健，支持銀行信貸基調，並為央行提供加息條件。日本央行於今年1月加息25點子。該國已經結束負利率政策，並以較慢的步伐加息，有助減低短期過度收緊銀根對經濟的衝擊。惠譽表示，日本大型銀行信貸質素穩固，因其收入來源多元化，而且風險胃納較低，增加資產的防禦性。除日本金融債以外，團隊也看好個別消費和通訊債券的前景。

¹ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/fed-expected-cut-rates-june-jobs-data-raises-potential-red-flags-2025-03-07/>

² 見雅虎財經網站，<https://ca.finance.yahoo.com/news/chinas-feb-second-hand-home-062334641.html>

³ 見惠譽網站，<https://www.fitchratings.com/research/banks/major-korean-banks-resilient-amid-economic-challenges-14-02-2025>

總結

亞洲投資級別美元債券波動性較低，經風險調整後回報吸引。日韓金融債券質素高，防禦性強，能在波動市況中對沖風險。

亞洲高收益債券

中國早前爆發的房地產危機曾打擊亞洲高收益美元債市的投資氣氛。隨著樓市趨穩，加上個別內房價的基本面改善，該板塊開始回暖。亞洲發行人的信貸基調穩健，違約機會較低。不過，今年首兩個月，一些新興市場主權債及中國以外的企業債券已累積不少升幅，因此我們選擇從個別債券先行獲利，包括印度市場的債券。

中國企業重回高收益美元債市 對內房價變得正面

近期，一家大型房地產發展商提早贖回債券，為沉寂已久的中國美元債市帶來支持。大宗商品、綜合企業甚至房地產等企業接連發債，其中一家大型鋁冶煉廠的債券更出現超額認購。此外，一家國營地產商於今年2月初發行3.5億美元債後，僅一周後再額外增發1.5億美元進行再融資，這些新債也獲得東亞聯豐團隊的關注。由於房地產市場有所改善，團隊對該板塊的看法變得正面。此外，工業債的新供應仍然有限，因此團隊對中國工業債也繼續看好。

從個別印度債券先行獲利 蒙古政府發行5億美元債券

隨著通脹放緩，印度在今年2月減息，為5年來首次。當地經濟去年第4季增長6.2%，政府預計今季增幅可能更快⁴。受惠於結構性增長，加上能源板塊被政府繼續視為重點發展策略，東亞聯豐團隊繼續看好印度新能源等收益率吸引的債券。然而，印度債券已經累積不少升幅，因此我們從個別債券先行獲利。

印度過去5年基準利率



資料來源：Investing.com，數據由2020年2月至2025年2月

至於前沿市場 (Frontier Markets)，東亞聯豐團隊對蒙古的宏觀經濟前景持正面看法，特別留意該國的政府和銀行債。自從三大信貸評級機構去年調升蒙古信貸評級後，當地政府近日發行總值5億美元的5年期債券，以償還明年到期的舊債，其發行的債券息率較信貸評級更高的烏茲別克和巴西等國家的債券還要低，相信有助支持當地企業繼續以低成本在國際市場進行融資。

總結

亞洲高收益美元債券市場回暖。隨著個別市場和企業信貸基本面改善，投資者對中國高收益美元債券開始重拾信心，有機會為整體債市帶來具持續性的動力，但要密切留意外圍環境波動對市場所帶來的挑戰和影響。



⁴ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/world/india/indias-economic-growth-picks-up-rising-government-consumer-spending-2025-02-28/>

免責聲明

免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）和東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據在此文件刊發前可公開獲得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。另外，有關資料亦未經新加坡金融管理局審查。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下自身的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。閣下明白投資決定是完全由閣下自行作出的，東亞銀行有限公司建議閣下應自行作出獨立判斷，或應向閣下的獨立專業顧問尋求有關投資產品方面的資訊，法律影響及任何其他事宜的意見。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行的非全資附屬公司。東亞銀行（中國）有限公司（「東亞中國」）是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。

東亞銀行新加坡分行（「東亞新加坡」）是東亞銀行海外分行之一。