

債券

東亞銀行 | 東亞睿智 | 2025年第三季

另謀出路

東亞銀行財富管理處
東亞聯豐投資團隊



另謀出路

本章摘要：

- 收益率曲線陡峭反映投資者對短期經濟放緩與長期財政壓力的憂慮
- 美國債務問題嚴重，其長期國債的吸引力下降
- 短期美債仍為核心避險資產，但英國及澳洲國債等替代資產在多元化投資趨勢下需求攀升
- 投資級別企業債需求強勁，高收益債則須精選具結構性增長的行業，在波動市況下，建議繼續採取多元配置策略

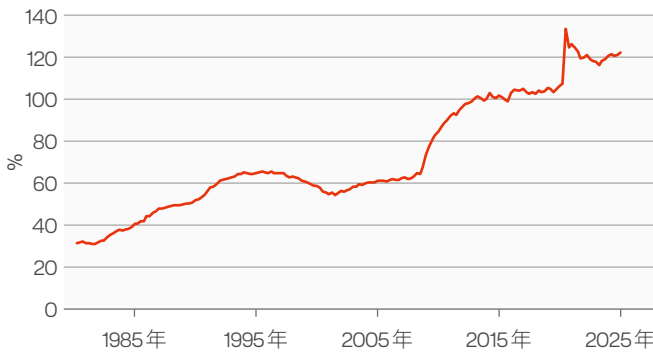
2025年上半年美國國債市場回顧

美聯儲於2024年減息1%後，2025年上半年將息率保持在4.25%至4.50%之間，對減息採取觀望態度。與此同時，美國核心個人消費支出物價指數 (Core PCE) 從2024年12月的2.864%下降至2025年5月的2.678%，而失業率維持在4.1%。在美國通脹稍稍放緩和失業率保持韌性的背景下，美國2年期國債收益率從2024年12月底的4.242%下降至2025年6月26日的3.719%。然而，30年期國債收益率則從2024年12月底的4.781%上升至2025年6月26日的4.800%，這種長短債收益率分歧較為罕見，上一次全年出現類似情況是在2001年，當時科網泡沫爆破後，美聯儲為應對經濟衰退而大幅降息，同時「911事件」引發全球地緣政治風險飆升，市場預期美國大幅增加國防支出將導致預算赤字大升。儘管2025年背景與2001年不同，當前收益率曲線陡峭反映投資者對短期經濟放緩與長期財政壓力的預期。

美國國債作為避險資產的看法出現轉變

我們認為，市場對美國國債作為避險資產的看法正在發生轉變，主因在於美國預算赤字持續惡化及不斷攀升的債務比例，引發市場對美國整體經濟穩健性及國際信用評級的擔憂。尤其在過去數年，美國債務佔國內生產總值 (GDP) 的比例穩步上升，反映出聯邦預算赤字問題一直未有解決。根據美國財政部的數據，截至2024年底，美國債務與GDP的比例已經超過120%，遠高於歷史平均水平。我們預期在未來數年，赤字問題仍然難以得到徹底改善。

美國政府債務佔GDP比例趨勢



資料來源：彭博，數據截至2025年6月10日



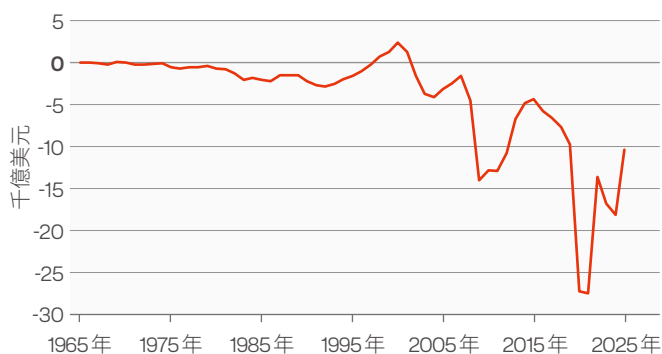
	2024年12月31日	最新數據	變動
美國2年期國債收益率	4.242%	3.719% (截至2025年6月26日)	-52.3個基點
美國30年期國債收益率	4.781%	4.800% (截至2025年6月26日)	+1.9個基點
美國聯邦基金利率	4.25-4.50%	4.25-4.50% (2025年6月)	不變
美國失業率	4.10%	4.10% (2025年6月)	不變
美國核心PCE通脹率	2.86%	2.68% (2025年5月)	-0.18個百分點

資料來源：彭博，數據截至2025年7月4日

債券

美國巨額債務的累積具有深刻的歷史背景和結構性問題。自1980年代以來，美國政府債務佔GDP的比例呈現上升趨勢。例如，1981年該比例約為31.8%，而到了2007年全球金融危機爆發前夕，已攀升至62.2%。金融危機後，為了刺激經濟，美國政府大規模增加財政支出，導致債務急劇膨脹，到2010年該比例突破了90.1%。2020年新冠疫情爆發期間，為應對經濟衝擊，美國政府再次推出大規模紓困措施，令債務佔GDP的比例一度高達133%。儘管隨後有所改善，但2024年仍維持在120%左右（其中公開持有的聯邦債務亦接近GDP的98%）。截至2025年3月，美國聯邦政府的總債務規模高達約36萬億美元，這意味著平均每位美國公民需承擔約10.6萬美元的國債。

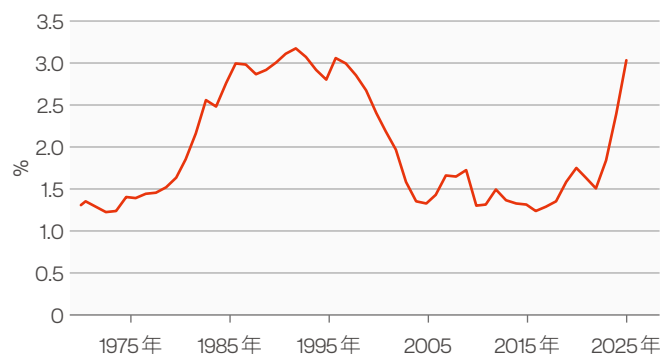
美國聯邦政府預算財政盈餘或赤字



資料來源：彭博，數據截至2025年6月10日

聯邦預算赤字方面，其嚴重性近年尤為突出。根據美國財政部的數據，2024財年的財政赤字高達1.83萬億美元，創下歷史第三高紀錄，僅次於因疫情救濟導致2020年的2.7萬億及2021年的2.8萬億美元赤字。此外，在2025財年（自2024年10月開始）的頭5個月內，美國累計聯邦預算赤字已達到1萬億美元，再創新高。這些赤字不僅數額龐大，更令人擔憂的是其出現結構性惡化。以2024財年為例，美國聯邦政府的債務利息支出首次突破1萬億美元，佔GDP的3.02%。更甚者，2025財年債務利息支出將佔聯邦政府5.2萬億美元收入的19%。儘管聯邦政府債務的平均到期時間稍微延長至71個月，但約有25%的債務將在短期內到期，這意味著政府須以高利率水平發行新債，進一步加重未來的利息負擔。上述財政壓力不僅推高美國政府的借貸成本，還可能對全球金融市場的穩定性構成潛在風險。

美國聯邦政府債務利息佔國內生產總值比例



資料來源：彭博，數據截至2025年6月10日

值得注意的是，國際評級機構穆迪於2025年5月16日將美國主權信用評級由最高的「Aaa」級下調一級至「Aa1」級，但將展望從「負面」調整為「穩定」，主要原因是美國聯邦赤字長期佔GDP比率居高不下，利息支出急劇增加以及政治分歧持續嚴重，導致債務上限與預算談判屢次陷入僵局。這些因素削弱了市場對美國財政紀律的信心，促使投資者要求更高的風險溢價。這是繼標準普爾於2011年8月首次下調美國評級，以及惠譽於2023年8月採取類似行動後，美國已經失去了所有三大評級機構的最高信用評級。自穆迪下調美國的主權信用評級以來，全球投資者對美國債務問題的憂慮進一步加劇。

美國債務問題引發市場風險溢價上升

在當前環境下，美國國債的吸引力正面臨挑戰。一方面，美國政府在稅改政策上的激進舉措，雖然短期內對消費及企業盈利帶來了一定支持，但長期對財政收入呈負面影響。在美國政府最新的政策變化中，徵收環球關稅以增加聯邦收入的好處尚未顯現。而根據眾議院提出的2025財政年度預算調整法案，《大而美法案》(One Big Beautiful Bill Act) 可能在未來10年內令美國新增2.4萬億美元的基礎赤字，計及利息開支，債務總額可能增加至3.1萬億美元。2025年第2季，投資者對美國經濟增長及其債務償付可持續性的擔憂加劇，導致市場對美國國債的風險溢價需求顯著提升。這現象可以從最近美國收益率曲線的變化中得到體現。例如，於2025年4月第2周，美國10年期國債收益率在1周內飆升50個基點，達至4.5%，創下自2001年以來的最大單周漲幅。

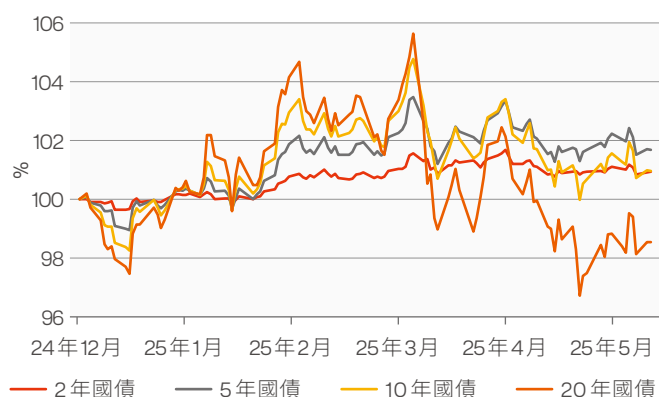
數據顯示2年期與10年期國債收益率之間的利差，近期從短暫倒掛回復至正值。歷史數據顯示，2年期與10年期國債收益率的倒掛通常被視為經濟衰退的先兆。例如，2006年至2007年呈現倒掛狀態之後，隨後發生次按危機及經濟衰退；而2019年短暫的倒掛，亦預示了新冠疫情前經濟放緩勢頭。雖然當前孳息曲線已正常化並呈現陡峭模式，這通常被解讀為經濟前景改善的信號，但我們認為，目前曲線陡峭化也在一定程度上反映了市場風險溢價的增加。若投資者對美國長期債務水平及財政前景的擔憂在短期內無法消退，則美國國債孳息曲線的風險溢價可能在未來一段時間內仍然維持高位。

具體到美國國債收益率預估，上述市場溢價的變化已部分反映在當前價格之中。基於我們對美國減息兩次的預期，預期第3季內美國2年期國債收益率將於3.65%至4.00%之間上落，而由於市場充滿不確定性，美國10年期國債收益率將於在4.00%至4.60%較寬的範圍內波動。

短期國債仍是避險資產的選擇

儘管美國債務問題持續，我們認為短期美國國債因其波動性較低，仍是經濟和地緣政治不確定性下，適合作為資金停泊的優質工具。特別是在美聯儲政策仍然是逐步向減息方向調整，短期國債的價格有望因收益率下降而回升，進一步鞏固其作為穩健投資工具的地位。雖然目前的通脹壓力以及美國財政部持續的發債計劃可能會對收益率構成一定壓力，這包括今年第2季度淨融資需求上調至5,140億美元，以及預計下半年發行約5,920億美元的淨適銷債務，但市場普遍預期美聯儲在下半年將進行至少一次至兩次降息。一旦降息周期重啟，短期國債預計將受到正面提振，其收益率可能隨之下調，從而推升其價格，為投資者提供相對安全且具吸引力的資本增值機會。

2年、5年、10年及20年美國國債價格走勢

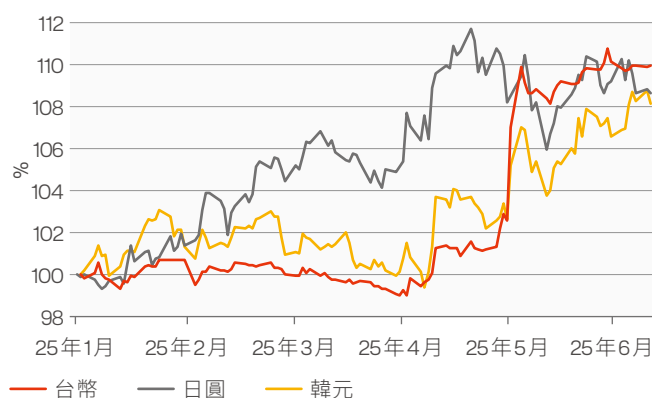


資料來源：彭博，數據截至2025年6月10日

全球避險資金尋找替代資產

與此同時，部分投資者正從美國國債轉而尋求替代性的避險資產。這一趨勢在亞洲市場上尤為明顯。以日圓、台幣及韓元為例，這些貨幣在上半年兌美元表現走強，反映出資本回流並重新配置至本地市場資產的現象。這不僅基於匯率的考量，亦顯示出投資者對亞洲地區經濟韌性及潛在增長機會的認可。例如，部分亞洲新興市場的經濟增長勢頭強勁，且財政狀況相對穩健，吸引了國際資金的目光，令當地貨幣和債券市場獲得了更多投資者的青睞。

台幣、日圓與韓元兌美元匯率趨勢圖



資料來源：彭博，數據截至2025年6月10日



債券

此外，其他成熟市場的主權債券也吸引了更多投資者。例如，澳洲10年期政府債券在6月26日提供4.105%收益率，這與美國國債相當，其穩定的政治及經濟環境為投資者提供了具吸引力的配置選擇。澳洲憑藉其「AAA」級別的高主權信用評級（與美國信用評等相比高出1級）和豐富的自然資源出口，在全球經濟充滿不確定性之際，展現出較強的抗壓性，使其國債成為替代美債的重要選項。此外，英國政府債券也是受關注的避險工具。雖然英國面臨脫歐後的經濟不確定性，但其高信用評級（與美國信用評等相比低1至2級）及穩定的收益率表現使其逐漸受到市場青睞。2022年英國曾因「迷你預算案」引發市場動盪，但隨後政府迅速調整政策，穩定市場信心。英國「AA」級別的主權信用評級，加上其具備深度的債券市場流動性以及4.471%的收益率，使其主權債市在全球尋求多元化投資的背景下，仍能吸引部分避險資金的流入。

主權 評等	截至2025年6月 26日的10年期國 債收益率	長期信用評等/展望		
		標普	穆迪	惠譽
美國	4.242%	AA+/ 穩定	Aa1/ 穩定	AA+/ 穩定
英國	4.471%	AA/ 穩定	Aa3/ 穩定	AA-/ 穩定
澳洲	4.105%	AAA/ 穩定	Aaa/ 穩定	AAA/ 穩定

資料來源：彭博，數據截至2025年6月26日

值得特別關注的是日本市場的動向。自2023年以來，日本國債收益率大幅攀升，特別是30年期的收益率在今年5月曾突破3%，而40年期國債收益率更在同期創下了3.68%的歷史新高。對於日本投資者而言，本地債券收益率飆升令投資美國國債（不論是否進行貨幣對沖）的吸引力下降。作為美國國債的主要海外持有國之一，截至2025年2月底，日本官方確認持有約1.13萬億美元的美國國債。隨著日本國內收益率的提升，部分日本投資者更有可能將資金重新配置至本土市場，從而減少對美國國債的需求。這不僅可能進一步壓縮美國國債的需求，同時也意味著全球更多資金可能流向其他資產，例如歐洲或亞洲地區的政府債券，這些資產收益率可媲美美國債市且風險可控。

10年、20年、30年、40年日本國債收益率走勢



資料來源：彭博，數據截至2025年6月10日

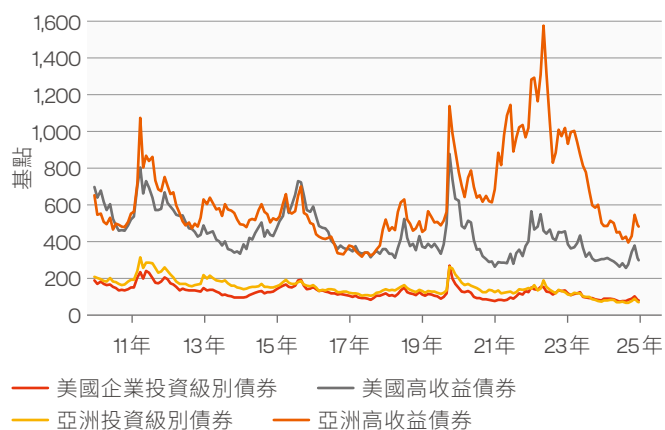
企業債券與高收益債券的風險與機遇

從更廣泛的債市來看，企業債券仍然是重要的資產選擇。我們觀察到，近幾個季度企業債券的信用利差有所收窄，顯示出市場對企業債的風險溢價要求下降。例如，截至今年5月底，彭博美國投資等級企業債券和美國高收益債券與美國國庫債券的價差（Option-Adjusted Spread，OAS）分別為0.85%及3%，均處於歷史低位。信用利差的收窄通常反映出兩種可能：投資者對企業未來償債能力的信心提升，或市場對經濟前景的預期改善。

在各類企業債券中，投資級別企業債券受到市場青睞，其原因在於這些債券通常由現金流穩健且財務狀況良好的企業發行。有些企業甚至在某些情況下被認為比美國政府更具投資可靠性。在經濟不確定性較高的情況下，投資級別企業債仍然是重要的低風險資產配置選項。例如，在全球經濟增長預期放緩的環境下，大型跨國企業發行的投資級別債券因其穩定性及較高的償債能力，往往成為尋求穩健收益的投資者的優先選擇。

另一方面，全球高收益債市場的表現相對不均衡。雖然近年來違約率低於歷史平均水平，但高收益債券對流動性及政策環境的依賴較大，未來仍面臨較大壓力。高收益債券以其較高的孳息率彌補信用風險，但若經濟下行壓力加劇，違約率可能因而上升。對此，我們保持中立態度，同時認為亞洲及歐洲市場中存在投資機會，尤其是在科技及清潔能源等特定行業，因其能夠展示出更強的增長潛能。這些產業受惠於長期發展趨勢，其企業具備較高的創新潛力與增長空間，即使在經濟不確定性下，其優質企業債券仍有望帶來可觀回報。在投資策略方面，我們建議投資者維持分散配置，避免過度集中於高風險領域，並積極捕捉市場中基本面改善的信號，例如公司盈利穩步增長和負債率下降等，從而在風險可控的範圍內實現較高的收益。

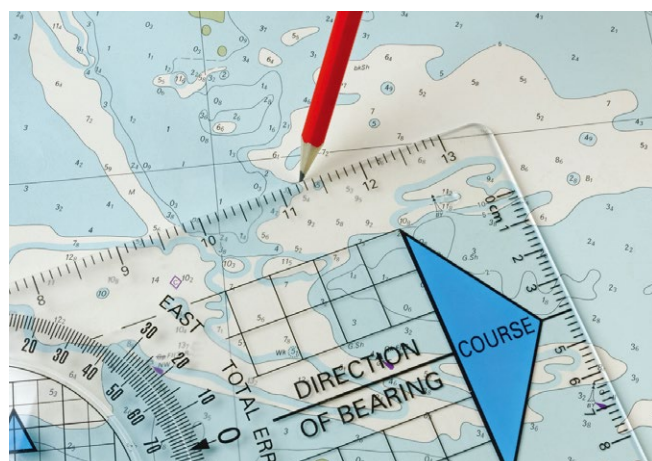
美國、亞洲企業投資級別債券以及高收益債券信用利差



資料來源：彭博，數據截至2025年6月10日

投資策略結論

鑑於當前複雜的全球市場環境，投資者應著重債券投資的分散化和選擇性。美國債務與信用問題的長期趨勢，削弱了美國國債作為傳統避險資產的吸引力。在這種背景下，優質企業債券及穩健的短期國債因低風險和高穩定性，而成為重要的避險工具。同時，全球資金流動重新布局促使投資者轉向其他區域資產（其他高評等主權債券和企業債券）以提供多元化的收益來源，並有效降低單一市場風險。在動盪的市場中，靈活配置資產，結合對宏觀經濟數據的分析和對個別資產的判斷，可提升投資組合的穩定回報，同時降低整體風險。最終，一個涵蓋不同資產類別、地區、貨幣和行業的多元化投資組合，是應對當前複雜多變金融環境的關鍵所在。



債券

東亞聯豐投資團隊

財赤高企長債可能再度受壓，聚焦短存續期債券；供應少基調穩固利好亞洲美元債券

本章摘要：

- 因憂慮各國財赤持續擴大，投資者正對長期債券進行重新定價
- 環球債券中偏好短存續期國債；亞洲企業債較歐美市場吸引
- 亞洲投資級別美元債券具備基本面強韌、槓桿低和收益率高等優勢，看好中國和南韓市場
- 因供應有限且違約率較低，利好亞洲高收益美元債券；投資者看好中國、印度和印尼市場

美國計劃提高債務上限以支持總統特朗普的減稅和擴張性財政政策，市場憂慮財政赤字攀升，促使投資者重新評估美國國債的回報和風險，導致環球債市大幅波動。評級機構穆迪下調美國信貸評級，削弱美元和美元資產作為避險工具的吸引力，部分資金因而流向非美元資產。在這背景下，東亞聯豐投資團隊認為可留意受利率影響較低的短期債券。鑒於當前市場仍被大量不明朗因素影響，投資者宜配置歐美等環球市場的短期國債以控制及分散風險。至於企業債券，我們認為可關注中國和南韓的亞洲投資級別美元債券，以及中國、印度和印尼的高收益美元債券，以發掘投資機會。

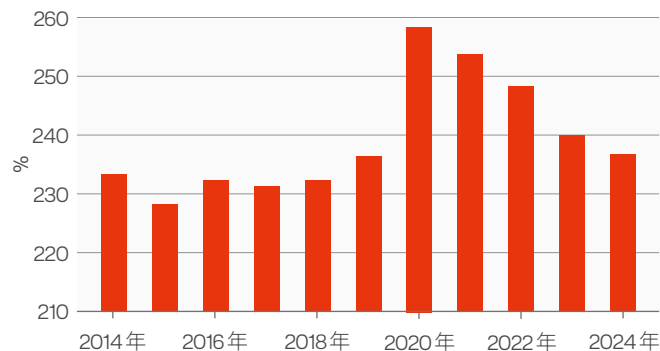
投資級別債券

美國政府計劃提高美元債務上限，以支持特朗普《大而美》法案，加劇市場對財務風險上升的憂慮，導致美國孳息曲綫日益陡斜。因此，我們預計，長債有機會持續受壓。然而，美國勞動市場仍保持強韌，市場預計美聯儲在9月之前的議息會議上維持利率不變。值得注意的是，關稅會否推高通脹仍有待觀察，貨幣政策前景因此變得複雜。在此環境下，建議避開利率敏感度較高的長存續期債券，轉而聚焦短期債券將會是未來投資策略。環球債券中，我們主要留意國家主權債，雖然個別歐美企業債券的基本面和收益率具吸引力，但我們認為亞洲投資級別的企業債仍然較為吸引，因其信貸基調穩固、供應少且槓桿較低，整體收益率亦可觀。

聚焦環球市場短存續期國債 看好中國和南韓企業債

美國以外，其他發達國家例如英國和日本的債務負擔亦相應增加。日本在2024年債務規模已達國內生產總值的236.7%¹，英國公共債務佔比至今年4月底亦攀升至95.5%²。在債務遞增和美國關稅政策的雙重影響下，投資者正在重新評估發達國家國債的投資價值。長債遭拋售，風險溢價被推高。財赤維持高企，各國債息仍有機會波動，由於短債波動性較低，我們認為孳息曲綫前端或中段(belly)的歐美國債較值得留意。鑒於日本央行貨幣政策立場仍存在不確定性，我們對日本國債持審慎態度。

日本國債佔國內生產總值比率



資料來源：Trading Economics，截至2025年6月13日

¹ 見Trading Economics網站，<https://tradingeconomics.com/japan/government-debt-to-gdp#:~:text=Japan%20recorded%20a%20Government%20Debt,percent%20of%20GDP%20in%201980.>

² 見英國國家統計局網站，<https://www.ons.gov.uk/economy/governmentpublicsectorandtaxes/publicsectorfinance/bulletins/publicsectorfinances/april2025#:~:text=Public%20sector%20net%20debt%20excluding,seen%20in%20the%20early%201960s.>

中國持續推行寬鬆貨幣政策和財政刺激措施，為企業提供有利環境，我們因此關注中國投資級別美元債券。近期中美雙方緊張關係有緩和跡象，雙方在倫敦舉行的貿易談判取得良好進展，加上積極的企業信貸行動，例如有物流公司提早贖回美元債券³，反映板塊整體的信貸基本面有改善。此外，新債供不應求，有助鞏固技術層面，當中科技、媒體和通訊板塊前景樂觀。中國人工智能發展迅速，科網公司首季度業績大致正面，因此我們持續看好相關板塊。

隨著6月南韓大選落幕，當地的政治不明朗因素逐漸消退，此前受關稅影響的債券價格已逐漸收復失地。再者，不少南韓新債以折讓價發行，為投資者提供額外回報。儘管個別南韓企業債券利差收窄，但估值依然相對吸引，倘若美韓貿易談判取得良好進展，相信有助進一步帶動債市前景。

美國財赤以及關稅等問題將持續影響美債市場，並顯著波及投資級別美元債市。短存續期的投資級別債券具防禦性，配合分散投資的策略，有助抵禦短期波動。

高收益債券

亞洲高收益美元債市在第2季度表現強韌。雖然難免受關稅消息拖累，但市場迅速回穩。此外，這資產類別受美息影響較小，但短期波動難以避免，惟隨著美國、印度和中國等貿易夥伴關稅談判取得進展，市場投資氣氛有望改善。與此同時，高收益債券違約風險也相對可控，預計今年違約率約2.3%，為近年新低。由於亞洲高收益美元債券供應持續低迷，加上不少高貝塔債券受利好信貸消息支持，中國、印度和印尼等市場值得關注。

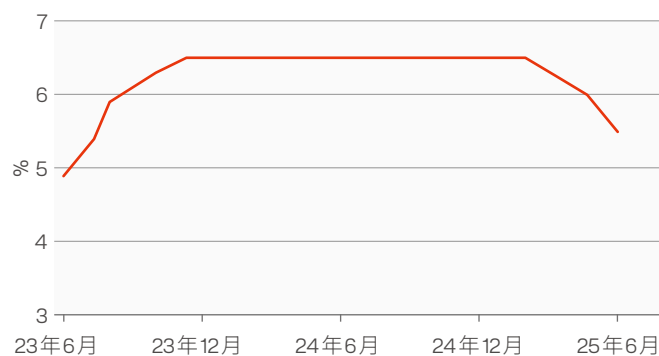
中國推行寬鬆貨幣政策，利好高收益美元債券；留意工業、內房和地方政府融資平台債券

5月初，中國實施一系列寬鬆貨幣政策以刺激經濟，包括降準50點子、下調政策利率10點子以及減低按揭息率。市場預計政府仍有空間推出更多措施，但於夏季推出的可能性較低。受惠於利好政策，經濟基本面持續改善，地方政府融資平台債券、個別工業債和內房債均值得留意。中國內地5月房屋合約銷售不俗，國企發展商的銷情依然優於民企。同時，信貸基本面呈現積極發展。一家獲國家支持的民營地產商，成功從主要股東第5次獲得貸款以償還債務⁴，這些趨勢有助改善企業短期再融資前景。

減息和風險情緒向好增加印度美元債券吸引力；大宗商品價格趨穩，印尼前景改善

印度高收益債券近日表現優異，受多方面帶動，包括印度和巴基斯坦局勢緩和、宏觀情緒改善、基本面和技術層面強勁，以及個別發行人獲提升信貸評級等。再者，印度6月初大幅減息50點子，有助企業以本幣進行借貸發展業務。低息環境也有利企業進行短期借貸和融資或提早贖回美元債券，有望優化資產負債表。此外，由於以本幣再融資較發行美元債券更具吸引力，預計印度高收益美元債券的供應持續受限，利好技術層面。在這前提下，配合印度持續性的結構性增長，基礎設施和建築公司所發行的債券，以及非銀行金融機構值得關注。

印度過去3年基準利率



資料來源：Investing.com，數據由2022年6月至2025年6月

印尼方面，此前罕見錄得財赤，加上面對政府管治風險、貨幣波動和大宗商品價格疲弱，導致債市受壓。但隨著大宗商品價格漸趨穩定、印尼推出15億美元刺激經濟計劃⁵、央行出手穩定印尼盾等，加上當地不少發行人成功提早贖回債券或取得貸款進行再融資，令市場對印尼高收益美元債券的前景重拾信心。

總結

受惠於貝塔債券的穩健基本面，加上負淨發行量對技術層面的支持，我們對亞洲高收益債券維持謹慎樂觀立場。然而，由於當前關稅問題懸而未決，我們會持續關注投資氣氛轉向。

³ 見Investing.com網站，<https://hk.investing.com/news/stock-market-news/article-951600>

⁴ 見第一財經網站，<https://www.yicai.com/news/troubled-chinese-developer-vanke-gets-fifth-loan-in-four-months-from-biggest-shareholder>

⁵ 見路透網站，<https://www.reuters.com/markets/asia/indonesias-economic-incentives-cost-15-billion-finance-minister-says-2025-06-02/>

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。