

2025年6月

投资导航

亚洲版



美国国债：投资者该忧虑或迎难而上？

本期投资导航将探讨投资者对美国政府债券的担忧，这些忧虑源于不断扩大的财政赤字、潜在通胀压力、整体供需动态，及美债的避险地位等重要因素。

关键问题：

- 近期评级机构穆迪下调美国主权信用评级意味着什么？
- 外国投资者正在抛售美国国债吗？
- 投资者需要担忧美国主权债务危机吗？
- 美国国债不再是避险资产？
- 大量美债供应能否被市场消化？



尽管近期市场波动，但基于美元全球储备货币地位及市场深度与流通性优势，在缺乏合适替代品下，美国国债仍是全球主导的避险资产。美国主权债务危机风险极低，因市场承压时，美联储都可充当美国国债的最后买家。

Prashant BHAYANI
法国巴黎银行
财富管理
亚洲首席投资官



谭慧敏
法国巴黎银行
财富管理
香港首席投资策略师



刘杰俊
法国巴黎银行
财富管理
亚洲投资专家



近期穆迪下调美国主权信用评级意味着什么？

不太可能见美国国债被强制性抛售

自2011年以来，美国国债不再获得一致的AAA评级，而穆迪是次行动众所周知是由财政和结构性因素驱动。大多美国机构投资者不是已降低对AAA评级的依赖，就是已在内部授权美债设立特别豁免条款。因此，即使美债再次遭降级，也可杜绝被强制抛售风险。再者，因缺乏美债可比替代品，国际资本流动报告显示，继对上两次，2011年标普及2023年惠誉的降级后，外国投资者继续是美国国债的净买入方。

外国投资者正在抛售美国国债吗？

没有显著的外资卖出迹象

海外投资者持有33%流通美国国债，而海外官方帐户与私人帐户持仓大致持平。日本是其最大的海外持有者，其次是英国及中国。尽管市场普遍担忧外资抛售美债，但近几个月的数据未见此情况出现。实际上，海外官方机构持有的国债中，67%的年期为5年或更短，所以机构可选择持仓至到期而不续投，而非急着出售导致亏损。

图1. 大多数海外官方持有的国债都是短期国债

| 到期年期 | 整体帐户 | 官方帐户 | 私人帐户 |
|---------|------|------|------|
| 0至1年 | 12.6 | 12.7 | 12.4 |
| 1年至2年 | 15.2 | 16.4 | 14.0 |
| 2年至3年 | 11.7 | 13.3 | 10.0 |
| 3年至4年 | 10.4 | 12.0 | 8.9 |
| 4年至5年 | 11.3 | 12.4 | 10.3 |
| 5年至6年 | 5.1 | 5.5 | 4.8 |
| 6年至7年 | 5.9 | 6.7 | 5.2 |
| 7年至8年 | 4.4 | 5.1 | 3.7 |
| 8年至9年 | 4.3 | 4.8 | 3.8 |
| 9年至10年 | 4.4 | 4.2 | 4.5 |
| 10年至15年 | 0.4 | 0.2 | 0.7 |
| 15年至20年 | 6.4 | 4.7 | 8.1 |
| 20年至25年 | 2.8 | 1.7 | 3.9 |
| 25年至30年 | 4.6 | 2.0 | 7.3 |
| 总共 | 100 | 100 | 98 |

资料来源：国际资本流动报告、摩根大通、法国巴黎银行财富管理，截至2025年5月31日。备注：截至2024年6月30日，各到期类别的国债海外持有比例；当中官方帐户及私人帐户占比(%)。过往表现并非现时或未来表现的指标。

投资者应该担心潜在的美国主权债务危机吗？

美联储始终可以担任“最后买家”

美国本土持有绝大多数美国国债（67%），当中美联储持17%。美国亦未持有净额外币债务。美国主权债务危机风险极低，因美联储始终可以担任“最后买家”，这意味着中央银行在市场承压时将购买美国国债以恢复市场流动性，并支持更广泛的金融体系运作。

此外，据报美国监管机构正准备大幅缩减在2008年金融危机后建立的银行资本要求，这长远有助国债市场流通性。

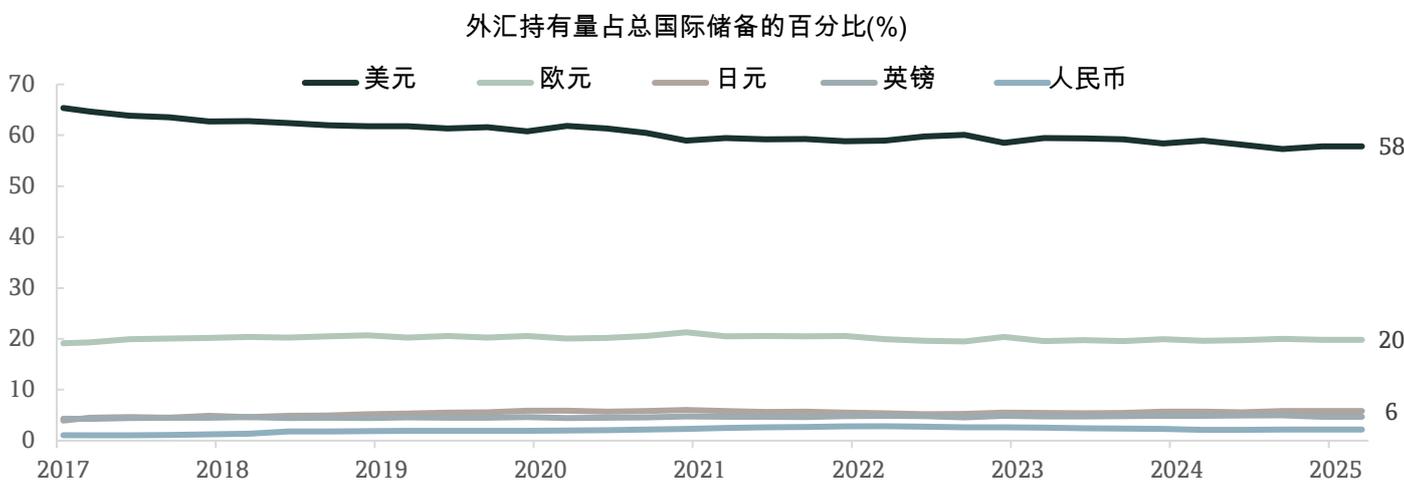
美国国债不再是避险资产？

美元全球储备货币地位无虞 美债仍受青睐

美元作为全球储备货币的独特地位仍然未变。美国主权债券市场深厚且流动性强，加上稳健的体制，使国债有效地成为“无风险”资产的定义，并获美国政府背书。虽然去美元化可能正在发生，但这是一个非常缓慢且渐进的过程。严格来说，这更多是关于将资产分散投资至其他货币和/或黄金作储备资产。

话虽如此，预计国债市场的波动会持续存在。由于市场担忧财政可持续性，期限溢价，尤其是收益曲线长端已经上升。换句话说，相比于短期债券，投资者要求长期债券提供额外回报。

图2.
美元仍然是全球储备货币



资料来源：彭博、法国巴黎银行财富管理，截至2025年5月31日。过往表现并非现时或未来表现的指标。



? 大量美债供应能否被市场消化？

美国国债市场没有合适替代

投资者担心是否有足够需求来购买美国国债，因为约9.2万亿美元的国债将于2025年到期，这大约是市场总流通国债的三分之一，当中更有相当大的一部分在七月之前到期。话虽如此，美国国债在第二季保持拍卖规模不变，是连续第五个季度不变，并重申至少在未来几季也不会改变规模的前瞻指引。

由于美国国债市场没有合适替代，其开放性、深度和广度非其他市场能媲美，所以银行、投资公司、保险公司和退休基金对美国国债的需求仍然强劲，特别是对曲线前端，即存续期短的发行需求尤为明显。领航（Vanguard）、贝莱德（Blackrock）、摩根大通（JPMorgan）、日本政府退休金、安联（Allianz）、野村（Nomura）和保诚（Prudential）都是持有美国国债的主要机构。

? 收益率反弹是买入美国债券的好时机

我们看好美国国债，尤其偏好短期至中期存续期的债券。我们对美国10年期国债12个月的收益率目标为4.25%，美国国债市场的高波动性也提供了买入国债相关结构性产品机会，获取增强收益。

我们的基础情景预期美国经济放缓而非衰退，预计美联储今明两年各降息两次，今年为九月及十二月，明年为三月及六月。因此，投资者可捕捉因美国财政问题或关税引起的暂时性通胀所导致收益率反弹的好机会，买入美国国债及投资级别公司债券。

我们的首席投资官(CIO)资产配置概览_ 2025年6月

| | 看法 | | 组成部分 | 看好 | 评论 |
|------|----|----|--------|--------------------------|--|
| | 目前 | 上月 | | | |
| 股票 | = | = | 市场 | 英国、日本、巴西、中国、韩国、新加坡及印尼 | <ul style="list-style-type: none"> 对全球股票维持中性，等待7月9日后对关税的更多明确信息。分散投资是关键。 |
| | | | 行业 | 医疗保健与公用事业 欧洲：金融、工业、材料 | <ul style="list-style-type: none"> 我们将欧盟保险由正面下调至中性，将欧盟媒体行业从中性下调至负面。 |
| | | | 风格/主题 | 大趋势主题 | <ul style="list-style-type: none"> 关注循环经济、电气化、安全及收益主题 |
| 债券 | = | = | 政府债 | 欧元区、英国及美国 | <ul style="list-style-type: none"> 看好欧盟核心国家及英国政府债券。同时亦青睐美国通胀挂钩债券。 12个月美国十年期国债收益率维持4.25%，12个月德国十年期国债收益率从2.5%上调至2.75%。12个月英国十年期国债收益率由4.0%升至4.2%。 |
| | | | 板块 | 欧元及英镑投资级别 | <ul style="list-style-type: none"> 继续看好欧元及英镑投资级别企业债券。 对高收益债券及新兴市场债券（美元及本地货币）持中性。 |
| 现金 | - | - | | | |
| 大宗商品 | = | + | | 黄金 | <ul style="list-style-type: none"> 黄金—中性。预期会有短期整固及目标为每盎司3,300美元。可趁低吸纳。 石油—维持负面。布伦特原油目标价格为每桶55-65美元。 基本金属—中性。制造业前景因关税上调而恶化。 |
| | | | | | |
| 外汇 | | | 美元兑日元 | | <ul style="list-style-type: none"> 12个月目标为140 |
| | | | 欧元兑美元 | | <ul style="list-style-type: none"> 12个月目标为1.20 |
| | | | 人民币兑美元 | | <ul style="list-style-type: none"> 12个月目标为7.20 |
| 另类投资 | + | + | | 对冲基金 (长/短仓股票, 相对价值) | |

注：+ 正面 / = 中性 / - 负面

GDP和CPI预测

| | | 国内生产总值/GDP (同比%) | | | 消费物价指数/CPI (同比%) | | |
|------|------|------------------|-------|-------|------------------|-------|-------|
| | | 2024 | 2025f | 2026f | 2024 | 2025f | 2026f |
| 成熟市场 | 美国 | 2.8 | 1.5 | 1.5 | 2.9 | 3.0 | 3.3 |
| | 日本 | 0.1 | 0.7 | 0.4 | 2.7 | 3.3 | 2.1 |
| | 欧元区 | 0.8 | 1.1 | 1.3 | 2.4 | 2.1 | 1.9 |
| | 英国 | 1.1 | 1.2 | 1.0 | 2.5 | 3.3 | 3.6 |
| 北亚 | 中国 | 5.0 | 4.8 | 4.5 | 0.2 | 0.0 | 1.0 |
| | 香港* | 2.5 | 1.5 | 1.9 | 1.7 | 1.9 | 2.2 |
| | 韩国 | 2.0 | 1.0 | 1.7 | 2.3 | 2.2 | 2.1 |
| | 台湾 | 4.6 | 2.2 | 2.0 | 2.2 | 2.3 | 2.0 |
| 南亚 | 印度 | 8.2 | 6.5 | 6.3 | 5.4 | 4.6 | 4.1 |
| | 印尼 | 5.0 | 4.8 | 5.0 | 2.3 | 1.8 | 2.0 |
| | 马来西亚 | 5.1 | 4.0 | 4.3 | 1.8 | 1.8 | 2.0 |
| | 菲律宾* | 5.7 | 5.5 | 5.8 | 3.2 | 2.6 | 2.9 |
| | 新加坡 | 4.4 | 1.4 | 1.7 | 2.8 | 0.8 | 1.6 |
| | 泰国 | 2.5 | 2.0 | 2.4 | 0.4 | 0.8 | 1.6 |

资料来源：法国巴黎银行集团经济研究、法国巴黎银行环球市场，截至2025年5月30日

*国际货币基金组织资料及预测，截至2025年5月30日



经济增长

- 由于短期关税前景改善，我们将美国2025年GDP预测从1.3%上调至1.5%。GDP预测的关键是全球关税的水平和持续时间。豁免措施及90日暂缓期为贸易谈判争取时间，减低冲击。但若在未来数周内仍未达成框架协议，我们或进一步下调预测。目前已取得较大谈判进展的国家包括印度、日本、韩国及英国。基本情境预期关税将维持较低水平，美国对盟友关税约10%，对中国的则为约30-50%。关税风波的主要风险是其带来的持续不确定性会影响消费及企业信心。
- 此外，中国在降低关税后会有多大的刺激？这取决于暂缓期后的谈判。



通胀

- 贸易不确定(和潜在的报复)持续时间越长，对通胀的影响则越大，并令全球经济增长放缓。
- 尽管我们预期由于关税的影响，今年美国通胀率将超过3%，但长期通胀预期并未出现重大变化。
- 当前美国首当其冲面对滞胀环境，意味关税谈判持续的时间直接影响短期通胀是否触顶或进一步恶化。
- 重要的是，其他国家，例如欧洲及中国，在通胀回落及低关税的背景下，有继续降息的空间。

股票

😊 正面

😐 中性

😞 负面

全球整体：中性

| 😊 | | | 😐 | | | 😞 | | |
|------|--|--|--------|--|--|----|--|--|
| 国家 | | | | | | | | |
| 英国 | | | 欧元区 | | | 美国 | | |
| 日本 | | | | | | | | |
| 新兴市场 | | | | | | | | |
| 行业 | | | | | | | | |
| 通信 | | | 必需消费品 | | | 能源 | | |
| 医疗保健 | | | 非必需消费品 | | | 科技 | | |
| 公用事业 | | | 材料 | | | 工业 | | |
| | | | 金融 | | | | | |
| | | | 工业 | | | | | |

亚洲整体：正面

| 😊 | | | 😐 | | | 😞 | | |
|--------|--|--|-------|--|--|----|--|--|
| 国家 | | | | | | | | |
| 中国 | | | 台湾 | | | - | | |
| 新加坡 | | | 印度、泰国 | | | | | |
| 韩国 | | | 马来西亚 | | | | | |
| 印尼 | | | 菲律宾 | | | | | |
| 行业 | | | | | | | | |
| 通信 | | | 材料 | | | 工业 | | |
| 非必需消费品 | | | 房地产 | | | 能源 | | |
| 必需消费品 | | | 金融 | | | | | |
| 科技 | | | 医疗保健 | | | | | |
| | | | 公用事业 | | | | | |

- 我们对美国股票保持选择性。许多经济参与者正失去信心。不确定性将导致消费、投资和创造就业机会减少。尽管最近有关关税和前置现象的利好消息(在实施关税前进行大规模预防性采购)缓解部分担忧，但美国的硬数据跟随软数据下滑趋势(非常疲弱的信心指标)只是时间的问题，可能是几个星期甚至几天的事。
- 由升级到降温：尽管关税仍将维持在历史高水平，但已低于“解放日”时的高点。如果美国与印度、韩国或日本的贸易协议取得突破性进展，市场或迎来向上突破。

- 因此，我们应分散投资于不同资产类别及地域。在欧洲，我们看好电气化、基础设施及欧盟战略自主等精选主题。此外，在大规模财政刺激的支持下，欧洲中小型股票值得重新关注。相对于大型股，它们的估值相对便宜，而且在2025年第一季度的业绩表现良好。
- 我们将欧盟保险从正面下调为中性，因其股价年内出现强劲反弹，估价不再便宜。
- 我们将欧盟媒体从中性下调至负面。

| | | 1个月 (%) | 年初至今 (%) | 2024年 (%) | 远期市盈率 (倍) | 历史市帐率 (倍) | 股息率 (%) 2025f | 每股盈利增长 (%) 2025f | 每股盈利增长 (%) 2026f | 股本回报率 (%) 2025f |
|------|----------|---------|----------|-----------|-----------|-----------|---------------|------------------|------------------|-----------------|
| 成熟市场 | 美国 | 6.3 | 0.6 | 23.4 | 21.7 | 5.1 | 1.6 | 9.3 | 14.0 | 18.7 |
| | 日本 | 5.2 | -0.1 | 18.5 | 14.3 | 1.5 | 2.3 | 10.3 | 4.5 | 8.7 |
| | 欧元区 | 4.5 | 11.7 | 6.8 | 14.7 | 2.0 | 3.0 | 2.2 | 11.6 | 12.8 |
| | 英国 | 2.9 | 7.1 | 5.3 | 12.6 | 2.0 | 3.4 | 2.7 | 11.2 | 13.4 |
| | 亚洲(日本除外) | 5.0 | 7.1 | 9.8 | 13.2 | 1.8 | 2.6 | 10.9 | 12.2 | 12.1 |
| 北亚 | 中国： | 3.2 | 12.6 | 16.3 | 11.3 | 1.5 | 2.7 | 6.0 | 11.7 | 11.4 |
| | 中国 - A股 | 1.8 | -2.4 | 14.7 | 12.0 | 1.7 | 3.2 | 8.0 | 8.2 | 10.8 |
| | 香港 | 9.0 | 12.8 | -4.7 | 12.9 | 1.1 | 4.0 | 7.8 | 7.3 | 7.8 |
| | 韩国 | 4.5 | 9.8 | -13.7 | 8.5 | 0.9 | 2.5 | 22.2 | 13.7 | 10.4 |
| | 台湾 | 5.4 | -8.2 | 40.9 | 14.7 | 2.8 | 2.6 | 15.6 | 13.2 | 16.6 |
| 南亚 | 印度 | 2.4 | 2.6 | 14.3 | 23.0 | 4.1 | 1.2 | 13.8 | 15.8 | 14.7 |
| | 印尼 | 7.1 | -0.8 | -12.3 | 11.8 | 2.1 | 7.1 | -3.0 | 7.2 | 15.5 |
| | 马来西亚 | -2.0 | -8.9 | 12.8 | 13.0 | 1.3 | 4.2 | 2.6 | 6.4 | 10.7 |
| | 菲律宾 | 0.4 | 0.5 | 1.6 | 10.6 | 1.8 | 2.9 | 9.0 | 10.7 | 14.7 |
| | 新加坡 | 2.7 | 3.4 | 20.0 | 14.8 | 1.6 | 4.9 | 3.6 | 7.3 | 10.4 |
| 泰国 | -5.4 | -15.9 | -1.6 | 14.2 | 1.6 | 4.1 | 9.4 | 8.1 | 10.2 | |

资料来源：明晟指数(以当地货币计价)、彭博、汤森路透Datastream、法国巴黎银行财富管理，截至2025年5月30日

固定收益

😊 正面

😐 中性

😞 负面

全球整体：中性

整体亚洲(美元)：中性



美国国债
德国国债
英国国债
欧元及英镑投资级债

美国投资级债
高收益债
新兴市场债
(当地货币)
新兴市场债
(硬货币)

日本
新加坡

韩国
菲律宾
印尼
香港
印度、中国
澳洲

| | 总回报(%) | | | 最差收益率(%) | |
|------|----------|------|------|----------|-----|
| | 1个月 | 年初至今 | 2024 | | |
| 亚洲 | 亚洲美元债券 | 0.2 | 2.8 | 4.5 | 5.2 |
| | 亚洲当地货币债券 | 2.0 | 7.9 | 1.0 | 3.7 |
| | 中国 | 0.1 | 3.1 | 5.7 | 5.2 |
| | 香港 | 0.0 | 2.9 | 4.7 | 5.0 |
| | 印度 | 1.0 | 3.2 | 7.4 | 6.0 |
| | 印尼 | 0.5 | 2.5 | 0.8 | 5.4 |
| | 新加坡 | -0.3 | 2.4 | 3.0 | 4.6 |
| | 韩国 | -0.1 | 2.8 | 4.4 | 4.7 |
| | 菲律宾 | 0.2 | 3.2 | 1.4 | 5.3 |
| 其他地区 | 美国10年期国债 | -1.0 | 3.6 | 0.1 | 4.4 |
| | 美国投资级债 | -0.7 | 2.4 | 1.3 | 4.7 |
| | 美国高收益债 | 1.7 | 2.7 | 8.2 | 7.5 |
| | 新兴市场美元债 | 0.3 | 2.8 | 5.2 | 5.6 |

资料来源：巴克莱指数、彭博、法国巴黎银行财富管理，截至2025年5月30日

| 美国国债收益率 12个月目标 (%) | 2年期 | 5年期 | 10年期 | 30年期 |
|-----------------------|------|------|------|------|
| | 3.60 | 3.75 | 4.25 | 4.5 |

- **利率预测：**我们预计美联储将在2025年9月及12月降息，2026年还会降息两次，终端利率将降至3.5%。我们预期欧洲央行在7月再减一次，使终端利率达至1.75%。我们对欧盟核心政府债券保持乐观，但建议债券年期缩短至中等或以下年期。相反，延长美国政府债券年期由短至中等。
- **政府债券：**预计投资者会继续偏好将资金停泊于提供稳定收益的资产。我们看好欧盟核心政府债券、英国政府债券、美国国债及美国通胀挂钩债券。
- **我们预期美国十年期国债收益率12个月目标价维持4.25%；**德国十年期国债收益率则由2.5%上调至2.75%；英国十年期国债收益率则由4.0%上调至4.2%。故目前任何收益率反弹都是买入主权债券的好机会。
- **企业投资级别债券：**相较美元投资级别债券（中性观点），我们更偏好欧元区投资级别债券（正面观点），因为后者的信用指标较好且波动性较低。我们偏好7年期或更短期限的欧元区投资级别债券，以及5年期或更短期限的美国投资级别债券。债券为全球多元资产投资者提供了多元化投资。

外汇与大宗商品

😊 正面

😐 中性

😞 负面

12个月的外汇观点



日元 马来西亚元 新西兰元 菲律宾比索 美元
 欧元 新加坡元 印尼盾 英镑 加元
 韩元 泰铢 澳元 人民币 印度卢比

大宗商品



基本金属 黄金 石油

- **欧元**：我们相信资本已经开始重新配置，远离美国资产，而这一趋势不会因关税减缓而逆转。我们继续相信美国例外主义的消退及美国经济前景恶化风险上升，减低市场对美国资产的需求。利率差异未足够支持美元。考虑到这些因素，我们将三个月的目标改为1.15，十二个月的目标价改为1.20（每欧元兑美元）。
- **日元**：日本央行5月宣布维持政策利率0.5%不变。日本央行的鹰派立场迭加美国未来几个月数据放缓，应有助日元维持向上动力。我们认为日元更受益于更多资金从美国资产的流出。我们的三个月目标为145，12个月目标为140(每美元)。

- **黄金**：中性—我们预期金价会出现短期整固。因贸易战似有缓和迹象，且乌克兰或达成停火协议等，我们预期最不确定性的时期应已过去。目标金价每盎司3300美元，我们建议趁低吸纳。
- **石油**：负面—我们维持负面看法，目标区间为55-65美元，原因是可能存在进一步下行风险，包括全球增长放缓，特朗普的政策偏好油价下降，同时非石油输出国组织(OPEC)供应大幅增长，油组及其盟国(OPEC+)计划增产(缺乏纪律)，以及对俄罗斯和伊朗的制裁有望解除。
- **基本金属**：中性—我们预期经济放缓，对基本金属短期持中性看法。长期而言，能源转型及基础设施的需求增长将超过预期的供应增长。

外汇预测

| | 现货价 截至2025年5月30日 | 观点 | 3个月 | | 12个月 | |
|-----------|---------------------|--------|------|--------|------|--------|
| | | | 目标 | 观点 | 目标 | |
| 成熟市场 | 美元指数* | 99.47 | = | 98.83 | - | 95.33 |
| | 日本 | 142.6 | = | 145 | + | 140 |
| | 欧元区 | 1.137 | = | 1.15 | + | 1.20 |
| | 英国 | 1.336 | = | 1.35 | = | 1.38 |
| | 澳洲 | 0.640 | = | 0.66 | = | 0.64 |
| | 新西兰 | 0.593 | = | 0.60 | = | 0.60 |
| | 加拿大 | 1.381 | - | 1.40 | - | 1.40 |
| 亚洲 (日本除外) | 中国 | 7.263 | = | 7.20 | = | 7.20 |
| | 韩国* | 1,422 | + | 1,370 | + | 1,330 |
| | 印度 | 84.48 | - | 88.0 | - | 88.0 |
| | 印尼* | 16,600 | = | 16,450 | = | 16,300 |
| | 马来西亚* | 4.315 | = | 4.25 | + | 4.18 |
| | 菲律宾* | 55.86 | = | 55.7 | = | 55.4 |
| | 新加坡* | 1.306 | = | 1.28 | + | 1.26 |
| 泰国* | 33.41 | = | 32.8 | + | 32.2 | |

资料来源：法国巴黎银行财富管理，截至2025年5月30日
 *法国巴黎银行环球市场预测，截至2025年5月30日

注：+ 正面 / = 中性 / - 负面

联系我们



wealthmanagement.bnpparibas/asia



免责声明

请点击以下链接仔细阅读免责声明：

<https://bnpp.lk/-asia-disclaimer>