

2025年6月

投資導航

亞洲版

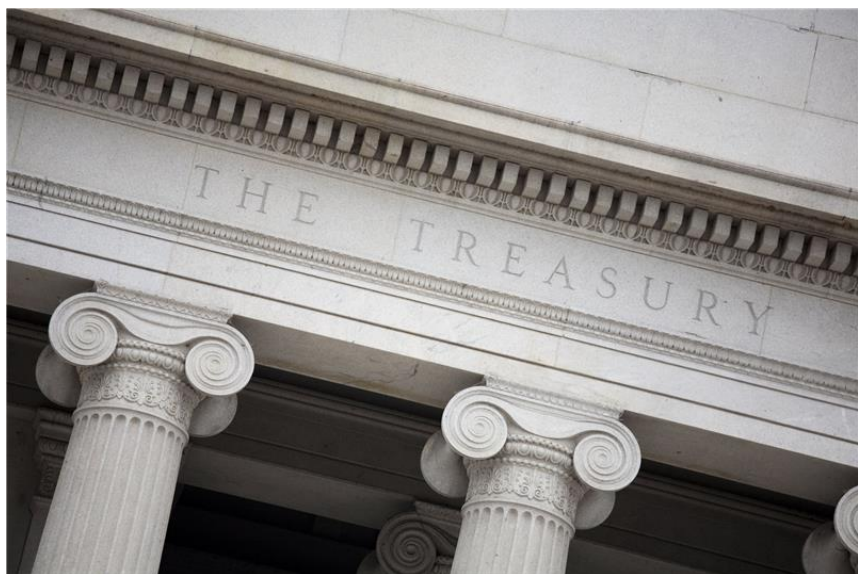


美國國債：投資者該憂慮或迎難以上？

今期投資導航將探討投資者對美國政府債券的擔憂，這些憂慮源於不斷擴大的財政赤字、潛在通脹壓力、整體供需動態，及美債的避險地位等重要因素。

關鍵問題：

- 近期評級機構穆迪下調美國主權信用評級意味著什麼？
- 外國投資者正在拋售美國國債嗎？
- 投資者需要擔憂美國主權債務危機嗎？
- 美國國債不再是避險資產？
- 大量美債供應能否被市場消化？



儘管近期市場波動，但基於美元全球儲備貨幣地位及市場深度與流通性優勢，在缺乏合適替代品下，美國國債仍是全球主導的避險資產。美國主權債務危機風險極低，因市場承壓時，美聯儲都可充當美國國債的最後買家。

Prashant BHAYANI
法國巴黎銀行
財富管理
亞洲首席投資官



譚慧敏
法國巴黎銀行
財富管理
香港首席投資策略師



劉傑俊
法國巴黎銀行
財富管理
亞洲投資專家



？ 近期穆迪下調美國主權信用評級意味著什麼？

不太可能見美國國債被強制性拋售

自2011年以來，美國國債不再獲得一致的AAA評級，而穆迪是次行動眾所周知是由財政和結構性因素驅動。大多美國機構投資者不是已降低對AAA評級的依賴，就是已在內部授權美債設立特別豁免條款。因此，即使美債再次遭降級，也可杜絕被強制拋售風險。再者，因缺乏美債可比替代品，國際資本流動報告顯示，繼對上兩次，2011年標普及2023年惠譽的降級後，外國投資者繼續是美國國債的淨買入方。

？ 外國投資者正在拋售美國國債嗎？

沒有顯著的外資賣出跡象

海外投資者持有33%流通美國國債，而海外官方帳戶與私人帳戶持倉大致持平。日本是其最大的海外持有者，其次是英國及中國。儘管市場普遍擔憂外資拋售美債，但近幾個月的數據未見此情況出現。實際上，海外官方機構持有的國債中，67%的年期為5年或更短，所以機構可選擇持倉至到期而不續投，而非急著出售導致虧損。

圖1.
大多數海外官方持有的國債都是短期國債

到期年期	整體帳戶	官方帳戶	私人帳戶
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
總共	100	100	98

資料來源：國際資本流動報告、摩根大通、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年5月31日。備註：截至2024年6月30日，各到期類別的國債海外持有比例；當中官方帳戶及私人帳戶佔比(%)。過往表現並非現時或未來表現的指標。



？ 投資者應該擔心潛在的美國主權債務危機嗎？

美聯儲始終可以擔任「最後買家」

美國本土持有絕大多數美國國債（67%），當中美聯儲持17%。美國亦未持有淨額外幣債務。美國主權債務危機風險極低，因美聯儲始終可以擔任「最後買家」，這意味著中央銀行在市場承壓時將購買美國國債以恢復市場流動性，並支持更廣泛的金融體系運作。

此外，據報美國監管機構正準備大幅縮減在2008年金融危機後建立的銀行資本要求，這長遠有助國債市場流通性。

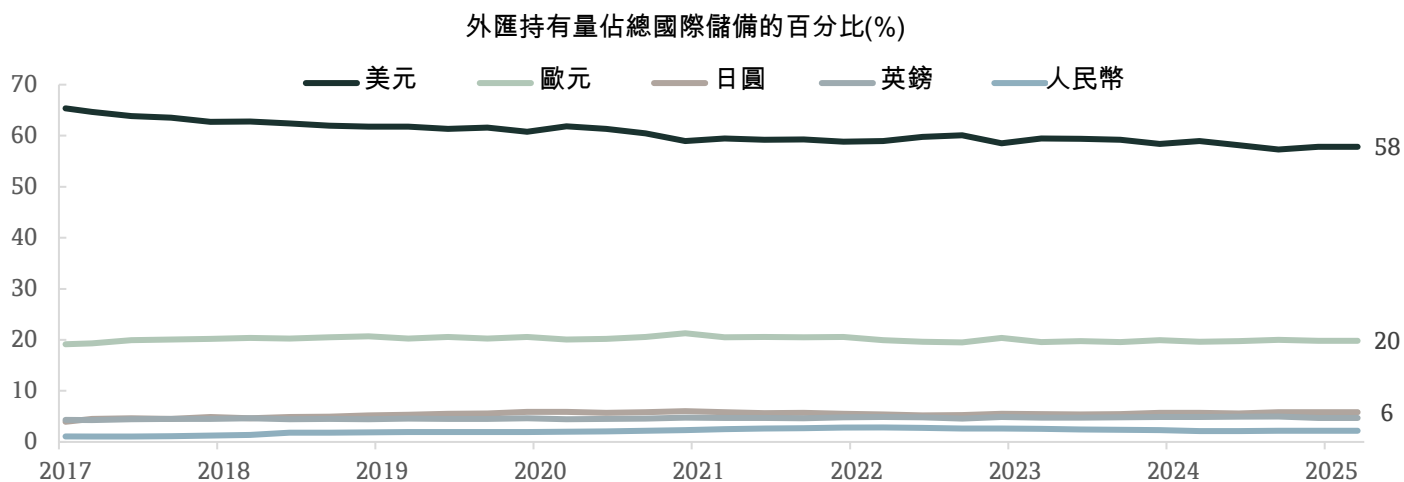
？ 美國國債不再是避險資產？

美元全球儲備貨幣地位無虞 美債仍受青睞

美元作為全球儲備貨幣的獨特地位仍然未變。美國主權債券市場深厚且流動性強，加上穩健的體制，使國債有效地成為“無風險”資產的定義，並獲美國政府背書。雖然去美元化可能正在發生，但這是一個非常緩慢且漸進的過程。嚴格來說，這更多是關於將資產分散投資至其他貨幣和/或黃金作儲備資產。

話雖如此，預計國債市場的波動會持續存在。由於市場擔憂財政可持續性，期限溢價，尤其是收益曲線長端已經上升。換句話說，相比於短期債券，投資者要求長期債券提供額外回報。

圖2.
美元仍然是全球儲備貨幣



資料來源：彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年5月31日。過往表現並非現時或未來表現的指標。



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變 通世界



? 大量美債供應能否被市場消化？

美國國債市場沒有合適替代

投資者擔心是否有足夠需求來購買美國國債，因為約9.2萬億美元的國債將於2025年到期，這大約是市場總流通國債的三分之一，當中更有相當大的一部分在七月之前到期。話雖如此，美國國債在第二季保持拍賣規模不變，是連續第五個季度不變，並重申至少在未來幾季也不會改變規模的前瞻指引。

由於美國國債市場沒有合適替代，其開放性、深度和廣度非其他市場能媲美，所以銀行、投資公司、保險公司和退休基金對美國國債的需求仍然強勁，特別是對曲線前端，即存續期短的發行需求尤為明顯。領航（Vanguard）、貝萊德（Blackrock）、摩根大通（JPMorgan）、日本政府退休金、安聯（Allianz）、野村（Nomura）和保誠（Prudential）都是持有美國國債的主要機構。

? 孳息率反彈是買入美國債券的好時機

我們看好美國國債，尤其偏好短期至中期存續期的債券。我們對美國10年期國債12個月的孳息率目標為4.25%，美國國債市場的高波動性也提供了買入國債相關結構性產品機會，獲取增強收益。

我們的基礎情景預期美國經濟放緩而非衰退，預計美聯儲今明兩年各減息兩次，今年為九月及十二月，明年為三月及六月。因此，投資者可捕捉因美國財政問題或關稅引起的暫時性通脹所導致孳息率反彈的好機會，買入美國國債及投資級別公司債券。



我們的首席投資官(CIO)資產配置概覽_ 2025年6月

	看法		組成部分	看好	評論
	目前	上月			
股票	=	=	市場	英國、日本、巴西、中國、南韓、新加坡及印尼	■ 對全球股票維持中性，等待7月9日後對關稅的更多明確信息。分散投資是關鍵。
			行業	醫療保健與公用事業 歐洲：金融、工業、物料	■ 我們將歐盟保險由正面下調至中性，將歐盟媒體行業從中性下調至負面。
			風格/主題	大趨勢主題	■ 關注循環經濟、電氣化、安全及收益主題
債券	=	=	政府債	歐元區、英國及美國	■ 看好歐盟核心國家及英國政府債券。同時亦青睞美國通脹掛鈎債券。 ■ 12個月美國十年期國債孳息率維持4.25%，12個月德國十年期國債孳息率從2.5%上調至2.75%。12個月英國十年期國債孳息率由4.0%升至4.2%。
	+	+	板塊	歐元及英鎊投資級別	■ 繼續看好歐元及英鎊投資級別企業債券。 ■ 對高收益債券及新興市場債券（美元及本地貨幣）持中性。
現金	-	-			
大宗商品	=	+		黃金	■ 黃金—中性。預期會有短期整固及目標為每安士3,300美元。可趁低吸納。 ■ 石油—維持負面。布倫特原油目標價格為每桶55-65美元。 ■ 基本金屬-中性。製造業前景因關稅上調而惡化。
			美元兌日圓		■ 12個月目標為140
外匯			歐元兌美元		■ 12個月目標為1.20
			人民幣兌美元		■ 12個月目標為7.20
另類投資	+	+	對沖基金 (長/短倉股票, 相對價值)		

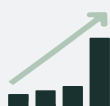
註：+ 正面 / = 中性 / - 負面
攜手變 通世界

GDP和CPI預測

		國內生產總值/GDP (同比%)			消費物價指數/CPI (同比%)		
		2024	2025f	2026f	2024	2025f	2026f
成熟市場	美國	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
	歐元區	0.8	1.1	1.3	2.4	2.1	1.9
	英國	1.1	1.2	1.0	2.5	3.3	3.6
北亞	中國	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
	南韓	2.0	1.0	1.7	2.3	2.2	2.1
	台灣	4.6	2.2	2.0	2.2	2.3	2.0
亞恆	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
	馬來西亞	5.1	4.0	4.3	1.8	1.8	2.0
	菲律賓*	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
	泰國	2.5	2.0	2.4	0.4	0.8	1.6

資料來源：法國巴黎銀行集團經濟研究、法國巴黎銀行環球市場，截至2025年5月30日

*國際貨幣基金組資料及預測，截至2025年5月30日



經濟增長

- 由於短期關稅前景改善，我們將美國2025年GDP預測從1.3%上調至1.5%。GDP預測的關鍵是全球關稅的水平和持續時間。豁免措施及90日暫緩期為貿易談判爭取時間，減低衝擊。但若在未來數週內仍未達成框架協議，我們或進一步下調預測。目前已取得較大談判進展的國家包括印度、日本、南韓及英國。基本情境預期關稅將維持較低水平，美國對盟友關稅約10%，對中國的則為約30-50%。關稅風波的主要風險是其帶來的持續不確定性會影響消費及企業信心。
- 此外，中國在降低關稅後會有多大的刺激？這取決於暫緩期後的談判。



通脹

- 貿易不確定(和潛在的報復)持續時間越長，對通脹的影響則越大，並令全球經濟增長放緩。
- 儘管我們預期由於關稅的影響，今年美國通脹率將超過3%，但長期通脹預期並未出現重大變化。
- 當前美國首當其衝面對滯脹環境，意味關稅談判持續的時間直接影響短期通脹是否觸頂或進一步惡化。
- 重要的是，其他國家，例如歐洲及中國，在通脹回落及低關稅的背景下，有繼續減息的空間。



股票

😊 正面 😐 中性 😞 負面

全球整體：中性		
😊	😐	😞
國家		
英國 日本 新興市場	歐元區	美國
行業		
醫療保健 公用事業	通訊 房地產 金融 物料 工業	必需消費品 能源 科技 非必需消費品

亞洲整體：正面		
😊	😐	😞
國家		
中國 新加坡 南韓 印尼	台灣 印度、泰國 馬來西亞 菲律賓	-
行業		
通訊 非必需消費品 必需消費品 科技	物料 房地產 金融 醫療保健 公用事業	工業 能源

- 我們對美國股票保持選擇性。許多經濟參與者正失去信心。不確定性將導致消費、投資和創造就業機會減少。儘管最近有關關稅和前置現象的利好消息(在實施關稅前進行大規模預防性採購)緩解部分擔憂，但美國的硬數據跟隨軟數據下滑趨勢(非常疲弱的信心指標)只是時間的問題，可能是幾個星期甚至幾天的事。
- 由升級到降溫：儘管關稅仍將維持在歷史高水平，但已低於「解放日」時的高點。如果美國與印度、韓國或日本的貿易協議取得突破性進展，市場或迎來向上突破。
- 因此，我們應分散投資於不同資產類別及地域。在歐洲，我們看好電氣化、基礎設施及歐盟戰略自主等精選主題。此外，在大規模財政刺激的支持下，歐洲中小型股票值得重新關注。相對於大型股，它們的估值相對便宜，而且在2025年第一季度的業績表現良好。
- 我們將歐盟保險從正面下調為中性，因其股價年內出現強勁反彈，估價不再便宜。
- 我們將歐盟媒體從中性下調至負面。

		1個月 (%)	年初至今 (%)	2024年 (%)	遠期 市盈率 (倍)	歷史 市帳率 (倍)	股息率 (%) 2025f	每股盈利 增長(%) 2025f	每股盈利 增長(%) 2026f	股本回報 率(%) 2025f
成熟市場	美國	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
	歐元區	4.5	11.7	6.8	14.7	2.0	3.0	2.2	11.6	12.8
	英國	2.9	7.1	5.3	12.6	2.0	3.4	2.7	11.2	13.4
	亞洲(日本除外)	5.0	7.1	9.8	13.2	1.8	2.6	10.9	12.2	12.1
北亞	中國：	3.2	12.6	16.3	11.3	1.5	2.7	6.0	11.7	11.4
	中國 - 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
	南韓	4.5	9.8	-13.7	8.5	0.9	2.5	22.2	13.7	10.4
	台灣	5.4	-8.2	40.9	14.7	2.8	2.6	15.6	13.2	16.6
亞洲	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
	馬來西亞	-2.0	-8.9	12.8	13.0	1.3	4.2	2.6	6.4	10.7
	菲律賓	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
	泰國	-5.4	-15.9	-1.6	14.2	1.6	4.1	9.4	8.1	10.2

資料來源：明晟指數(以當地貨幣計價)、彭博、湯森路透Datastream、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年5月30日

固定收益

😊 正面 😐 中性 😞 負面

全球整體：中性			整體亞洲(美元)：中性		
😊	😐	😞	😊	😐	😞
美國國債 德國國債 英國國債 歐元及英鎊投資 級債	美國投資級債 高收益債 新興市場債 (當地貨幣) 新興市場債 (硬貨幣)	-	日本 新加坡	南韓 菲律賓 印尼 香港 印度、中國 澳洲	

		總回報(%)			最差孳息率
		1個月	年初至今	2024	(%)
亞洲	亞洲美元債券	0.2	2.8	4.5	5.2
	亞洲當地貨幣債券	2.0	7.9	1.0	3.7
	中國	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
	南韓	-0.1	2.8	4.4	4.7
	菲律賓	0.2	3.2	1.4	5.3
其他	美國10年期國債	-1.0	3.6	0.1	4.4
	美國投資級債	-0.7	2.4	1.3	4.7
	美國高收益債	1.7	2.7	8.2	7.5
	新興市場美元債	0.3	2.8	5.2	5.6

資料來源：巴克萊指數、彭博、法國巴黎銀行財富管理，截至2025年5月30日

美國國債孳息率 12個月目標 (%)	2年期	5年期	10年期	30年期
	3.60	3.75	4.25	4.5

- 利率預測：我們預計美聯儲將在2025年9月及12月減息，2026年還會減息兩次，終端利率將降至3.5%。我們預期歐洲央行在7月再減一次，使終端利率達至1.75%。我們對歐盟核心政府債券保持樂觀，但建議債券年期縮短至中等或以下年期。相反，延長美國政府債券年期由短至中等。

■ 政府債券：預計投資者會繼續偏好將資金停泊於提供穩定收益的資產。我們看好歐盟核心政府債券、英國政府債券、美國國債及美國通脹掛鉤債券。
- 我們預期美國十年期國債孳息率12個月目標價維持4.25%；德國十年期國債孳息率則由2.5%上調至2.75%；英國十年期國債孳息率則由4.0%上調至4.2%。故目前任何孳息率反彈都是買入主權債券的好機會。

■ 企業投資級別債券：相較美元投資級別債券（中性觀點），我們更偏好歐元區投資級別債券（正面觀點），因為後者的信用指標較好且波動性較低。我們偏好7年期或更短期限的歐元區投資級別債券，以及5年期或更短期限的美國投資級別債券。債券為全球多元資產投資者提供了多元化投資。

外匯與大宗商品

😊 正面

😐 中性

😞 負面

12個月的外匯觀點



日圓 馬來西亞幣 紐西蘭元 菲律賓比索 美元
歐元 新加坡元 印尼盾 英鎊 加元
南韓圓 泰銖 澳元 人民幣 印度盧比

- **歐元：**我們相信資本已經開始重新配置，遠離美國資產，而這一趨勢不會因關稅減緩而逆轉。我們繼續相信美國例外主義的消退及美國經濟前景惡化風險上升，減低市場對美國資產的需求。利率差異未足夠支持美元。考慮到這些因素，我們將三個月的目標改為1.15，十二個月的目標價改為1.20（每歐元兌美元）。
- **日圓：**日本央行5月宣佈維持政策利率0.5%不變。日本央行的鷹派立場疊加美國未來幾個月數據放緩，應有助日圓維持向上動力。我們認為日圓更受益於更多資金從美國資產的流出。我們的三個月目標為145，12個月目標為140(每美元)。

大宗商品



基本金屬
黃金

石油

- **黃金：**中性—我們預期金價會出現短期整固。因貿易戰似有緩和跡象，且烏克蘭或達成停火協議等，我們預期最不確定性的時期應已過去。目標金價每安士3300美元，我們建議趁低吸納。
- **石油：**負面—我們維持負面看法，目標區間為55-65美元，原因是可能存在進一步下行風險，包括全球增長放緩，特朗普的政策偏好油價下降，同時非石油輸出國組織(OPEC)供應大幅增長，油組及其盟國(OPEC+)計劃增產(缺乏紀律)，以及對俄羅斯和伊朗的制裁有望解除。
- **基本金屬：**中性—我們預期經濟放緩，對基本金屬短期持中性看法。長期而言，能源轉型及基礎設施的需求增長將超過預期的供應增長。

外匯預測

		現貨價	3個月		12個月	
		截至2025年5月30日	觀點	目標	觀點	目標
成熟市場	美元指數*	99.47	=	98.83	-	95.33
	日本	142.6	=	145	+	140
	歐元區	1.137	=	1.15	+	1.20
	英國	1.336	=	1.35	=	1.38
	澳洲	0.640	=	0.66	=	0.64
	紐西蘭	0.593	=	0.60	=	0.60
	加拿大	1.381	-	1.40	-	1.40
亞洲（日本除外）	中國	7.263	=	7.20	=	7.20
	南韓*	1,422	+	1,370	+	1,330
	印度	84.48	-	88.0	-	88.0
	印尼*	16,600	=	16,450	=	16,300
	馬來西亞*	4.315	=	4.25	+	4.18
	菲律賓*	55.86	=	55.7	=	55.4
	新加坡*	1.306	=	1.28	+	1.26
	泰國*	33.41	=	32.8	+	32.2

資料來源：法國巴黎銀行財富管理，截至2025年5月30日

*法國巴黎銀行環球市場預測，截至2025年5月30日

註：+ 正面 / = 中性 / - 負面



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變通世界

聯絡我們



wealthmanagement.bnpparibas/asia



免責聲明

請點擊以下連結仔細閱讀免責聲明：

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



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變通世界