恒生銀行 HANG SENG BANK

最新焦点分析 - 主权债市场展望
新兴市场债较欧美主权债更吸引

#投资 #CIO观点 #最新焦点分析 #债券 #环球债券 #新兴市场债券 #主权债券

2025年8月8日
投资总监办公室及顾问服务

- **现时美国国债息率接近过去几个月横行区间底部，不算吸引。**美国最新就业报告不及预期，刺激避险需求为美债带来支持，但市场仍关注美国关税政策如何影响通胀前景，而特朗普减税方案将令美国财政赤字扩大，促使当局往后或需加大发债规模以应付庞大开支，料10年美债息续于4.1-4.6%区间上落

- **欧央行减息周期或已告结束，使欧元区主权债上升空间受限。**而欧元未来再进一步升值的潜力料较年初少，兑换欧元以投资欧债将较难再享有因汇价大幅上升而带来的额外回报。预期欧美指标债券利率未来将窄幅上落，对已发展国家主权债的看法由正面转为中性

- **资金持续流入新兴市场债市。**美债息继续窄幅整固，利好环球及新兴市场债等注重收益的部署。新兴市场美元债收益率较美国国债及美元投资级别企业债吸引，而区内主要国家经济前景均维持稳定，将支持相关主权债券表现，我们对新兴市场债的看法由中性上调至正面

料美债息将继续区间上落

美国公布的7月份就业报告不及预期，并下修此前两个月的非农就业数据，令投资者风险胃纳急降，美国10年债息于数据出炉当日回落逾10个基点，带动债价上升。关税对经济影响若逐渐浮现，市场避险需求将为美国国债带来支持。

然而，市场仍关注关税政策如何影响通胀前景。美国6月份CPI及PCE物价指数同比变幅延续5月回升势头，而美联储主席鲍威尔最近亦在刚结束的议息会后提到未来公布的通胀数据将反映更多关税影响，假如美国通胀数字未来两个月出现较大幅度反弹，料将改变市场对美联储货币政策走向的看法。

另一方面，美国总统特朗普在7月初正式把「大而美」法案签署成法律，主要内容包括减税、削减医疗保险支出、增加军事和边境安全费用等。美国国会预算办公室最新评估这项法案未来十年将令美国财政赤字增加约3.4万亿美元，促使当局往后或需扩大发债规模以应付庞大开支，同时亦加剧市场对美国债务问题的忧虑，美国财政部于7月底已宣布上调第三季净借款预测至1万亿美元，美债供应增加料对债息构成压力。

综合各项因素，我们预计10年期美债息将继续于4.1%至4.6%上落，现时4.25%接近4月中开始形成的横行区间底部，息率水平不算吸引。

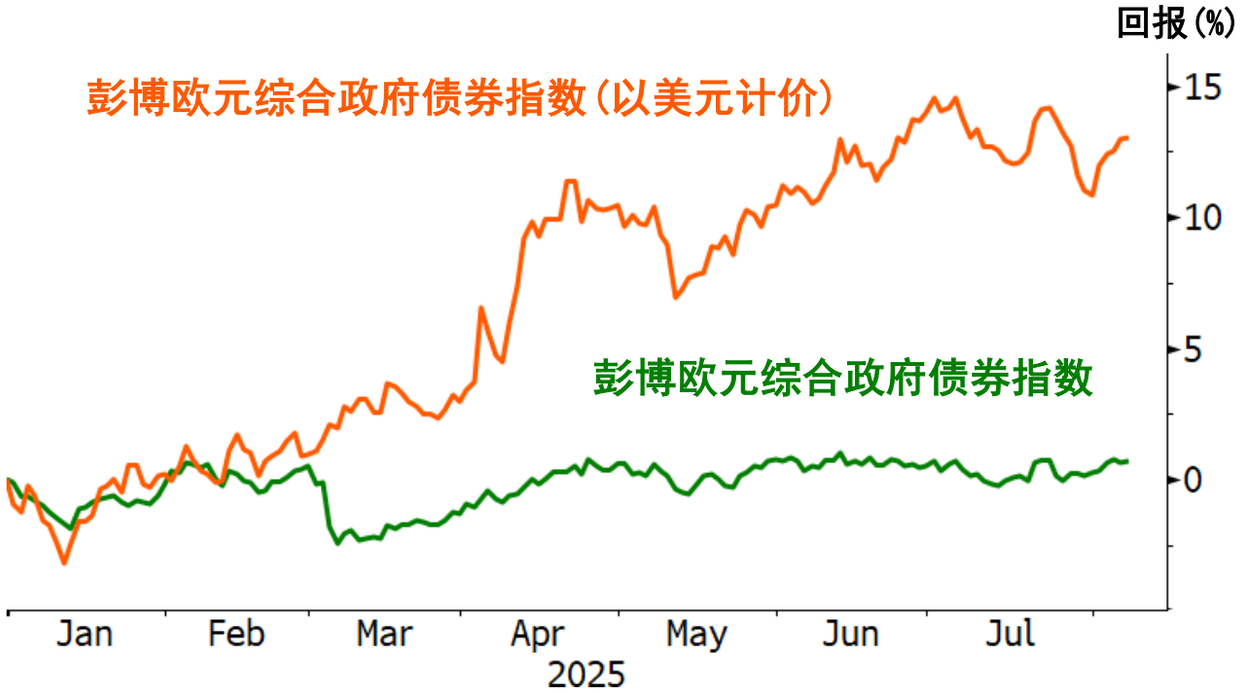
预计10年期美债息续于区间上落

资料来源：彭博，截至2025年8月8日

欧央行减息周期或已完结，限制欧债上升空间

今年以来，欧元兑美元升逾1成，带动欧债（以美元计价的回报）表现大幅跑赢美债，但若撇除货币升值因素，彭博欧元综合政府债券指数基本持平，主要因为作为欧洲最大经济体的德国通过了大幅增加国防和基础设施开支的财政方案，驱使德政府未来可能需加大发债规模，导致德国国债收益率上升。最近，欧美宣布达成贸易框架协议，市场憧憬双方贸易不确定性可望消除，增强对欧央行减息周期结束预期，使欧元区主权债上升空间受限。而欧元经过一轮升势后，在欧盟出口及经济将受负面影响的情况下，未来再进一步升值的潜力料较年初少，相信对于兑换欧元以投资欧债的投资者来说，将较难再享有因汇价大幅上升而带来的额外回报。总括而言，我们预期欧美指标债券利率未来将继续窄幅区间上落，故对已发展国家主权债的看法由正面转为中性，表现将与大市同步。

今年欧元政府债回报主要来自汇价升值

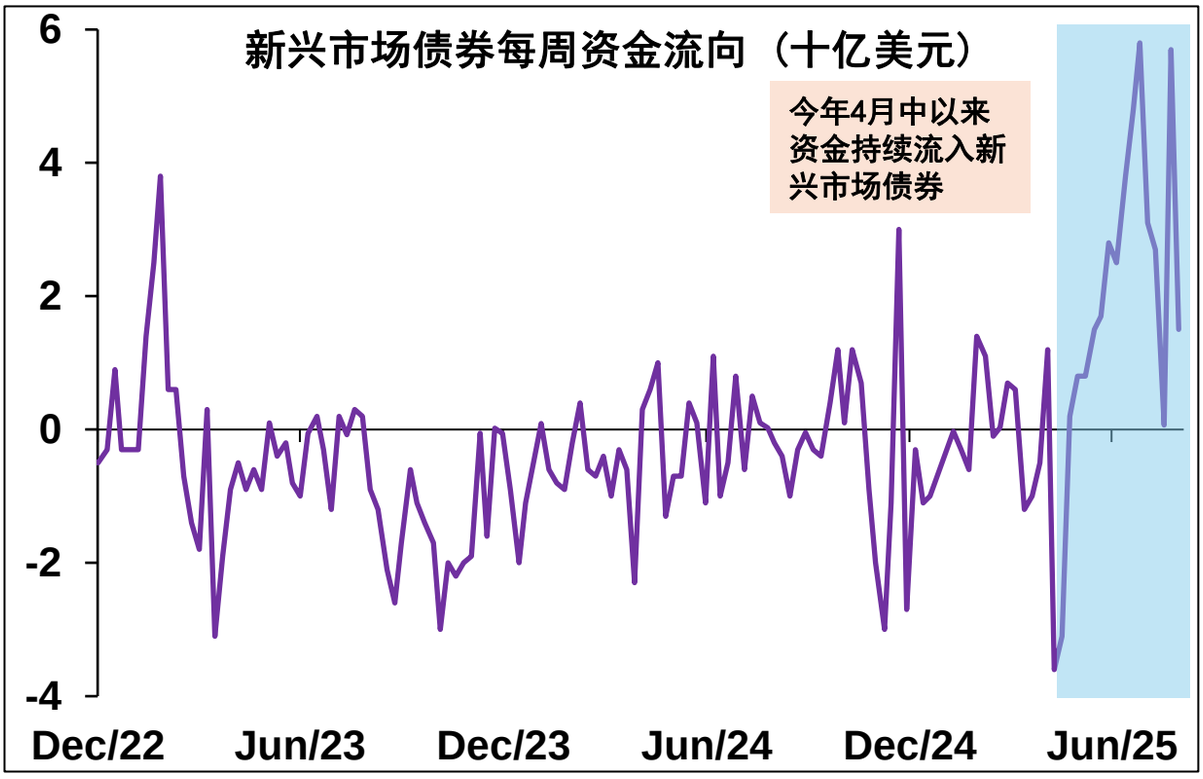


资料来源：彭博，截至2025年8月7日

资金持续流入新兴市场债市

美国国债息率继续窄幅整固，利好环球及新兴市场债等注重收益的部署，我们对新兴市场债包括亚洲区的看法更趋正面。从资金流向来看，随着美元不断走低，4月中以来资金持续流入新兴市场债券，净流入力度为近两年半以来最大，反映各地资金正寻求较高收益的投资机会。美元下跌亦降低包括政府及企业等新兴市场债券发行人偿还美元债务的成本，有助提升它们的现金流。

美元走弱支持资金流入新兴市场债券



资料来源：美银美林，截至2025年8月1日

事实上，新兴市场美元债市主要地区经济前景均维持稳定。其中沙特阿拉伯拥有稳健的财政基本面，包括大量金融储备及相对较低的公共债务水平，现时当地政府正在进行改革以减少对石油收入的依赖，料将有助进一步加强其信用状况。而中国一直具有庞大而多元化的经济、相对主权评级接近国家较稳健的经济增长前景及强劲的外部融资能力，支持其较高的评级。

至于拉丁美洲方面，美国于7月尾宣布延后对墨西哥货品课征更高关税税率，市场观望双方寻求于90天内达成长期协议。过去几个月墨西哥央行不断下调政策利率，以应对全球贸易政策变化可能带来的影响，当地通胀近期有所放缓以及墨西哥披索走势稳定，为央行提供更多空间采较宽松货币政策。另外，虽然巴西遭美国征收大额关税，但由巴西出口至美国的货品占其总出口量实际不多，加上商品价格仍处于较高水平，支持评级机构认为当地经济增长仍然稳健的看法。

整体来说，目前新兴市场美元债收益率超过6厘，较美国国债及美元投资级别企业约4至5厘高，料可吸引资金续流入相关债券。

环球主权债表现回顾

主权债指数	指数表现 (%)			
	1M	3M	6M	1Y
彭博美国国债总回报指数	1.3	1.8	3.3	2.9
彭博美国抗通胀债券总回报指数	1.4	2.2	3.9	5.1
彭博美国按揭抵押证券总回报指数	1.3	2.5	3.9	3.8
彭博欧洲综合国债总回报指数	0.6	0.3	0.2	2.2
彭博内地国债总回报指数	-0.2	0.2	0.1	4.6
彭博日本国债总回报指数	0.1	-1.1	-2.4	-4.6
彭博澳洲国债总回报指数	0.4	0.9	3.2	4.2
彭博新兴市场美元综合债券总回报指数	1.6	4.4	5.1	9.0
彭博新兴市场本币政府债券总回报指数	0.0	2.4	5.2	7.2

资料来源：彭博，截至2025年8月7日

免责声明 **恒生投资服务有限公司地址：香港德辅道中83号恒生总行**

本资料由恒生投资服务有限公司（「恒生投资服务」）编制及发出，惟仅供一般参考之用。本资料并不构成，亦无意作为，也不应被诠释为投资建议或其他专业意见，或要约、招揽或建议投资于本资料内所述之任何证券或投资项目。透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本资料或其中任何部分，均在严禁之列。本资料无意向派发本资料即触犯法例或规例的司法权区或国家/地区的任何人士或实体派发，亦无意供该等人士或实体使用。

本资料所载资料乃根据恒生投资服务认为可靠的资料来源而编制，惟该等资料来源未经独立核证。在本资料表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并不构成投资研究、投资建议或其他专业意见或保证回报。该等预测及意见为恒生投资服务或撰写本资料的投资顾问（一位或多位）于本资料发出之日的意见，可作修改而毋须另行通知。概无就本资料所载任何资料、预测及／或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性，以及任何该等预测及／或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺，恒生投资服务及有关资料提供者亦不会就使用本资料所载任何该等资料、预测及／或意见而负责或承担任何法律责任。敬请投资者自行评估本资料所载资料、预测及／或意见的相关性、准确性及充足性，并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本资料所述的证券或投资可能并不适合所有投资者，且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。因此，本资料并无就其中所述任何证券及/或投资是否切合任何个别人士的情况作出任何声明。于作出任何投资决定前，敬请投资者基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定；在有需要的情况下，应于作出任何投资前咨询彼等的专业顾问。本资料无意提供任何投资建议或其他专业意见。

投资涉及风险。敬请投资者注意，证券及投资的价值可升亦可跌，过往的表现不一定可以作为日后表现的指引。海外投资附带一般与本港市场投资并不相关的其他风险，包括（但不限于）汇率、外国法例及规例出现不利变动。本资料并非，亦无意总览本资料所述证券或投资牵涉的任何或所有风险。于作出任何投资决定前，敬请投资者细阅及充分了解有关该等证券或投资的所有销售档，以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

「环境、社会及管治」（「ESG」）和可持续投资的重要声明

从广义上，「ESG和可持续投资」包括在不同程度上考虑ESG及/或其他可持续发展因素的投资策略或投资项目。本资料所提及的被归类为ESG或可持续投资的若干投资项目可能正在改变，以实现可持续发展成果。

概不保证ESG和可持续投资所产生的回报与不考虑ESG及/或其他可持续发展因素的投资回报相近。ESG和可持续投资或会偏离传统市场基准。此外，ESG和可持续投资或ESG和可持续投资带来的影响并没有标准定义或量度准则。ESG和可持续投资及相关影响量度准则是高度主观，并且在不同板块之间和同一板块之内可能存在重大差异。

恒生投资服务概无就投资项目以绿色及/或可持续投资名义进行推销或分类。对于本资料所提及的被归类为ESG或可持续投资的投资项目，这可能是基于恒生投资服务的关联公司、第三方供货商或发行机构(视属何情况而定)所设计及报告的ESG量度准则。恒生投资服务不会就该等量度准则自行作出具体的尽职调查。并不保证：(a) 投资项目的ESG/可持续发展影响或量度准则的性质与任何特定投资者的可持续发展目标保持一致；或(b) 投资项目的ESG/可持续发展影响将达到指定水平或目标水平(如有)。

ESG和可持续投资是一个不断演变的领域，新的监管规例可能生效，这或会影响投资的分类或标签方式。截至一个特定日期(如有指定)或本资料发出日期(视属何情况而定)被视为符合可持续发展准则的投资项目，在未来可能不再继续符合这些准则。

© 恒生投资服务有限公司。版权所有，翻印必究。

在事前未取得恒生投资服务有限公司以书面方式表示批准的情况下，不得以任何方式或以任何途径（包括电子、机械、复印、录影或其他形式）复制或传送本资料各部分或将本资料各部分储存于可予检索的系统。

(HSIS 08/24)

披露事项

恒生投资服务为恒生银行有限公司（「恒生银行」）的附属公司，而恒生银行为汇丰集团的一员。除非另有披露，于本资料发出日期，恒生投资服务在本资料所提及的公司的证券（如有）或该等公司所属同一集团的成员公司的证券中，概无拥有任何权益。

编制本资料的投资顾问(一位或多位)证实，在本资料表达的观点准确反映投资顾问(一位或多位)对本资料所提及的公司（一间及多间）或投资项目的个人观点，而投资顾问(一位或多位)的薪酬(包括其家庭)概不曾、现在没有及日后将不会与本资料所载的特定观点直接或间接相关。

恒生投资服务已制定程序以辨识及管理与恒生银行顾问业务相关的任何潜在利益冲突。恒生投资服务的投资顾问及其参与编制及分发顾问报告的职员，以独立于恒生银行环球市场、汇丰环球市场及汇丰环球研究的业务的方式营运，并拥有独立的管理层汇报程序。

恒生银行的顾问业务营运与其他银行营运之间设有资讯分隔措施，以确保所有机密及价格敏感资料均得以妥当处理。恒生投资服务的关联公司或与本资料所提及的公司(如有)进行及/或寻求开展业务往来。因此，投资者应注意，就此等公司可能存在利益冲突，或会影响本资料的客观性。

在本资料发出之日：汇丰集团内的公司及/或其高级职员、董事及雇员可能在本资料所提及的全部或任何证券 / 投资项目(如有)中，以其个人账户持有持仓及进行买卖。汇丰集团内的公司或会不时以主事人或代理人的身份向/从其等的客户出售和购买本资料中所提及的公司（如有）的证券/投资项目，其中包括股票及债务工具（包括衍生工具）；或有提供投资服务(不论涉及的是关于投资银行业务或非投资银行业务)；或进行承销；及/或有担任相关证券/投资项目的庄家或流通性提供者。汇丰集团内的公司可能在本资料所提及的公司的债务证券拥有重大权益。

在若干情况下，汇丰集团内的公司可能获得金钱及/或非金钱利益，包括就投资产品的始创、分销、交易及／或处置，及／或就投资产品提供服务、向客户提供服务（无论是否与投资相关）或转介服务。这些产品或服务可能由恒生银行、汇丰集团内其他公司及/或第三方发行或提供。可能获得之利益是基于预先设定的标准和变量（一套或多套）而厘定，并通常特定于指定的相关投资产品或服务。投资者应参阅有关中介机构在订立相关投资产品交易之前或在订立相关投资产品交易时须作出的关于金钱和非金钱利益的披露。

恒生投资服务旗下投资顾问（一位或多位）的部分薪酬乃参考恒生银行的盈利能力，其中包括经纪佣金收益、费用收入及/或其他金钱利益。恒生投资服务、恒生银行及汇丰集团内其他公司可能从其他方（可能包括产品发行商、汇丰集团内的公司及/或第三方）获得非金钱利益，或与恒生银行及/或汇丰集团内其他公司所分销的投资产品的发行人有密切联系或其他法律或经济关系。这些非金钱利益可包括但不限于提供与相关投资产品或服务有关的的市场研讨会、数据或分析服务、客户销售支援和员工销售支援等。