

債息再破頂 美政府財政被全球質疑

美財政部入市 大行警告適得其反

市場焦點

美國30年期債息上月飆至5.337厘，創2007年以來新高。美國財政部隨即出手擴大回購長債，惟市場普遍質疑效用短暫，因債息急升非單純供需問題，而是全球資本對美國財政紀律投下不信任票——聯邦債務已突破40萬億美元（約314萬億港元），不足十年翻倍；更何況美國科技企業持續發行高息債券爭奪資金、中東戰火加劇通脹預期，在在進一步推高長債息率。

諾貝爾經濟學獎得主克魯曼指出，投資者不信任美國政府的償債能力，正要求更高風險溢價。摩根大通警告，若無真正財政整頓，干預行動只是徒然，甚至可能適得其反。事實上，美國30年期長債孳息近日已回升至5.388厘，重返財政部干預前的水平，足證干預行動已完全失效。

大公報記者 李耀華

美國聯邦政府債務正以驚人速度膨脹，總額早前已突破40萬億美元，平均每5個月增加約1萬億美元，每秒近7萬美元，規模在不足十年翻倍，不足五年大增三分一，主因是特朗普政府魯莽的減稅政策，導致美國聯邦政府債務佔國內生產總值（GDP）比率瘋狂飆升到126%。

佔GDP比率飆升到126%

克魯曼指出，長債息率攀升，反映投資者對政府信守償債義務缺乏信心，因而要求更高風險溢價；事實上，面對美國與日俱增的債務與償債成本，投資者要求更高利息實屬合理。他還表示，投資者憂慮美國政府蓄意激起通脹，令實質債務價值萎縮。雖無證據顯示特朗普挑起伊朗戰爭旨在刺激通脹，但戰爭確實推高油價，令消費物價升至多年高位，市場憂慮美國聯儲局或需要加息遏抑物價，即使加息直接影響短期利率，長期利率亦會受刺激急升。

作為美債信譽的後盾，聯儲局的正常與獨立運作至關重要。但是新任聯儲局主席沃什在7月

的會議後，弱化前瞻指引，令市場對貨幣政策可預測性產生擔憂，損害長債信譽。其後，沃什在全球央行年會突轉鷹派，市場憂慮利率回升，同樣刺激債息急升。

美國財政部上月宣布擴大回購後，與沃什的貨幣政策主張背道而馳。沃什期望市場自行解讀經濟數據以判斷利率走向，但是財長貝森特貿然干預債市，直接削弱了市場價格作為政策信號的作用。

Wolfe Research首席經濟學家Stephanie Roth指出，此舉與聯儲局「由市場定價」的原則相悖，財政部直接介入或干擾政策信號。Evercore ISI副董事長Krishna Guha亦認為，當投資者相信貝森特正管控長債息率時，沃什所倡議由市場獨立定價的論述，將再難站得住腳。換言之，這不僅削弱了聯儲局政策傳導機制，更可能令市場對美國債務管理的信心進一步動搖。

科企燒錢快 爭搶長期資本

美國長債亦面對來自大型科技企業的巨大競

爭。人工智能投資熱潮席卷全球，科技巨企為應付龐大資本開支，紛紛大舉發債集資。Meta、Google母公司Alphabet及微軟等企業，雖坐擁巨額現金，但燒錢速度過快，資金缺口日漸擴大，不得不轉向債市尋求融資，發行年息高達7.5厘的企業債券。

這批高息企業債與美國長期國債爭奪市場上有限的長期資本，形成顯著資金擠出效應，進一步推高長債息率，令美國財政部的融資成本雪上加霜。

美債息率急升，已非單純供需失衡所能解釋。美國財政部出手干預，市場普遍質疑乃捉錯用神。摩根大通更警告，缺乏真正財政整頓的干預，只會被市場視為信譽透支之舉；財政部若持續偏離「常規可預測」的發債原則，長遠勢必推高期限溢價及孳息率。

Evercore經濟學家Krishna Guha與Marco Casiraghi直言，美國財政部的行動，不過是「規模極小的扭曲操作」，勢必適得其反，進一步打擊市場對美國債務管理的信心。



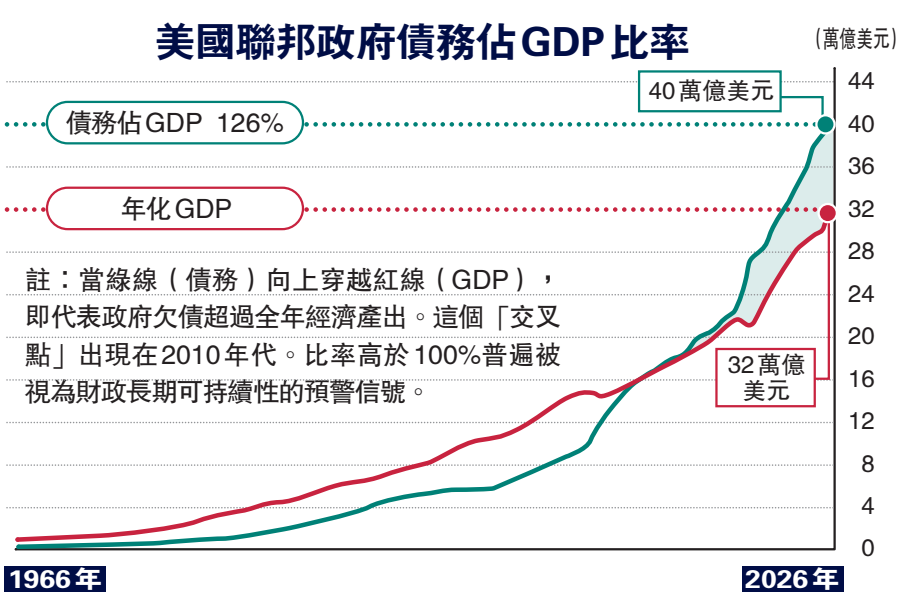
▲貝森特干預債市，削弱了市場價格作為政策信號的作用。 資料圖片



▲沃什突轉鷹派，市場憂慮利率回升，刺激債息急升。 路透社

美國債務負擔驚人

指標	數據
聯邦債務總額	突破40萬億美元，佔GDP約126%
增長速度	約每5個月增加1萬億美元（每秒約7萬美元）
翻倍時間	不到十年
財政赤字（佔GDP）	5.8%（高於過去50年平均水平）
利息開支（佔GDP）	過去半世紀平均2.1%，今年預計升至4.6%
債務增長時間	30萬億升至40萬億，僅用4年半
利息負擔	政府每5美元收入，近1美元用於支付利息



外資青睞中國債市 規模料超四萬億

正當西方國家的債券孳息持續飆升、投資者對回報的要求愈來愈高之際，中國債券卻悄然成為國際資本的新寵。

中國債券收益率近月溫和下行，而美國、日本及英國的基準利率卻攀升至數十年高位，兩者走勢持續背離，凸顯中國與其他市場在通脹壓力與貨幣政策周期上的根本分歧。投資策略師指出，中國債券在投資組合多元化中扮演獨特角色，有效分散風險。

5月，境外機構持有中國銀行間市場債券規模回升至3.21萬億元人民幣，單月淨增持約610億元人民幣，為2023年12月以來最大單月增幅。若以美元計，當月外資淨流入約133億美元，為逾一年來首次錄得月度淨流入。3月中東戰火升級期間，中國債券逆勢吸引25億美元淨流入，而同期新興市場整體債市錄得167億美元

淨流出，充分凸顯中國債券的避風港角色。

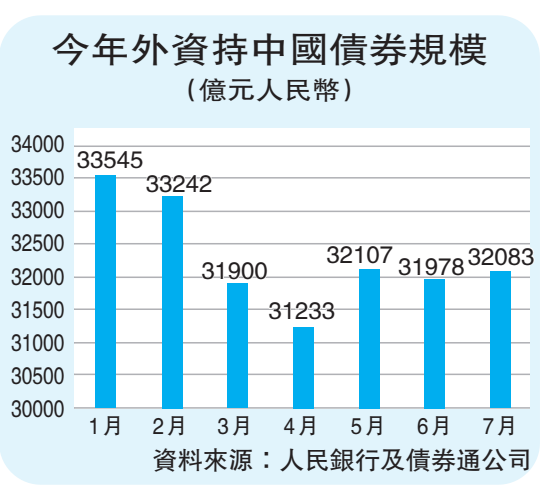
機構普遍預期，隨着中國債市制度型開放持續深化及人民幣資產避險屬性凸顯，今年外資持債規模有望突破4萬億元人民幣。

景順亞太區固定收益投資組合管理主管Norbert Ling指出，受惠於宏觀政策支持及出口強勁增長，市場對中國債券的需求持續上升。中國債券提供正實質收益率，具備良好防禦性，有望在風險調整後跑贏歐美市場同業，在全球債券投資組合中扮演關鍵角色。

瑞銀：多元配置 分散風險

瑞銀財富管理首席投資辦公室亞洲資產配置部主管胡俊禮預期，中國人民銀行將繼續透過流動性操作及針對性信貸措施，維持支持性貨幣政策。他指出，中國債券能為全球及亞洲投資者提供寶貴的分散風險作用，是策略性多元資產配置

中的重要一環。盛寶銀行首席投資策略師Charu Chanana強調，中國的利率周期與美國、歐洲及日本等日益分化，使中國債券在環球投資組合中具備分散風險作用。



美科企高息發債 市場承接力持續下跌

近期，美國長期債息急劇抽升，除了市場對華府財政紀律的質疑外，另一關鍵因素來自科技巨企掀起的借貸狂潮。

人工智能硬件競爭激烈，迫使主要科技公司尤其是科技七雄，為建造數據中心及收購專用芯片而大舉發債。為了與美國財政部爭奪有限的長期資本，科企不惜以高達7.5厘的高息率招徠，直接抽走部分原配置於長期國債的資金，導致長債需求下降，進一步推高債息。

日經研究顯示，五家大型科技企業背負超過1.6萬億美元的「隱形」或表外債務（如專門租賃協議），傳統未償企業債務亦在短期內翻倍，超過6710億美元。單是Meta、亞馬遜、甲

骨文及Google等公司，在一次發行浪潮中便出售近900億美元投資級債券。

然而，市場對科企債券的承接力持續下跌。市場對雲端服務商新債的追捧程度，由2月近5倍的認購倍數，急降至7月不足2倍，需求明顯冷卻；新發行溢價從2至3個點子一度擴大至12個基點；亞馬遜3月發行的美元債獲約3.4倍認購，7月發行時僅剩約1.6倍。

融資成本高昂 債務負擔擴大

認購情況急劇轉變，反映市場對企業AI發展計劃的耐性正逐漸流失。硬件快速折舊疊加AI獲利滯後，已導致相關企業的信用違約交換（CDS）利差飆升，顯示投資者對違約風險日益

緊張。

若情況持續，科企日後發債勢必需要以更高利率，才能吸引投資者。屆時，即使不計實際債務，單是融資成本，便足以令企業債務負擔如滾雪球般擴大，形成無底深淵。



▲美國科技公司尤其是科技七雄，為建造數據中心及收購專用芯片而大舉發債。 路透社

全球融資成本攀高 打擊世界經濟復甦

美債作為全球資產定價基準，其長債息率急劇抽升，正掀起一場席捲全球融資成本的風暴。英國、德國、法國及日本等主要經濟體的長債孳息率，近日紛紛創下數十年新高，此罕見的同步上行現象，不僅推高各國政府與企業的借貸成本，亦令按揭及消費貸款利息全面攀升，對全球經濟復甦構成沉重打擊。

海量美債發行持續推高孳息率。由於美國國債為全球最大債券市場，大型銀行普遍以其孳息水平作為借貸利率的主要參考基準。30年期美債息率近日突破5.3厘，創2007年以來新高；30年期按揭利率自2022年平均升穿6厘後，四年來一直居高不下，令更多美國人難以置業。Navy Federal Credit Union總經濟師Heather Long形容，對華爾街而言，當前局面「相當令人恐懼」。

美傾向產業排他政策

30年期美債孳息的走勢，亦牽動其他發達國家的長期國債及高評級企業債——這些資產正是全球保險、退休金及主權基金等長線資金青睞的標的。當美債孳息持續向上，投資者要求的期限溢價同步上升，進一步推高全球長期資產的定價基準。

在高債務壓力下，美國為紓緩財政困境，傾向推行貿易保護、單邊制裁及產業排他政策，導致全球貿易規則頻繁變動、產業鏈持續重構，跨國投資與跨境貿易成本大增，世界經濟長期陷於弱增長、高風險的困局。

新興市場所受打擊尤為嚴峻。美債供需失衡與債務違約預期波動，迅速傳導至全球股市、匯市及債市，觸發國際資本頻繁跨境流動。新興經濟體極易出現資本外流、匯率暴跌及金融波動加劇等問題，系統性風險明顯升溫，經濟脆弱性進一步暴露。全球經濟正處於美債息率飆升引發的高壓時刻，禍患深遠，且難以短期化解。



▲按揭及消費貸款利息全面攀升，嚴重打擊美國經濟。 法新社

財經觀察 李耀華