

美債市場風高浪急 警鐘長鳴穩健配置方為上策

黃偉棠 寰宇天融投資管理行政總裁、香港都會大學客席講師、註冊會計師、特許金融分析師

美國債券市場正面臨前所未有的壓力，成為投資者不可忽視的警號。美國長期政府債券收益率已飆升至近二十年來的高點，尤其是30年期國債收益率逼近2007年水平，反映市場極度質疑美國政府面對巨額赤字償債能力。全球債券市場同樣動盪不安，英國、德國、日本及澳洲的長期債券收益率也面臨上升壓力，顯示全球投資者對財政赤字的擔憂日益加劇。特別是高收益債券（即垃圾債券，Junk Bonds）中最低評級（CCC級）的債券，其風險溢價今年已擴大逾1.5個百分點，最近更上升0.4個百分點，凸顯市場對經濟放緩及潛在衰退的恐懼。

美債ETF見新低反映市場信心崩潰

固定收益市場因其投資者群體更為保守，對風險敏感度高，歷來被視為經濟風向標。當危機逼近時，債券市場往往率先顯現壓力，例如20年以上美

國國債ETF (TLT.US) 本周跌至84美元的52周低點，較今年平均88至90美元大幅下滑。這一跌勢不僅反映債券價格的疲軟，更暗示市場對長期經濟前景的信心正在崩潰。市場信號理論 (Market Signaling Theory) 指出，債券市場的動盪是經濟波動的前瞻性指標，為股市投資者敲響了警鐘。

全球貿易局勢升溫 美股山雨欲來

雖然債券市場風雨飄搖，但美國股市卻彷彿沉浸在樂觀的幻夢中，股價指數已回升至年初貿易戰前的水平，顯示股票投資者對地緣政治及貿易緊張局勢的影響過於樂觀。近期美國政府對歐盟提出45%關稅的威脅，以及中美貿易談判尚未取得實質進展，進一步加劇全球市場不確定性。這些政策不僅可能推高進口成本，還可能引發報復性關稅，擾亂全球供應鏈。但股市投資者似乎對此項風險視而不

見，繼續追逐高回報，與風險溢價動態 (Risk Premium Dynamics) 背道而馳。風險溢價動態模型表明，當市場風險上升時，投資者應要求更高的回報以補償不確定性，但當前股市的亢奮情緒卻顯示出對風險的嚴重低估。此外，美國期貨市場近期頻現夜間2%以上的劇烈波動，雖然收盤前往往回升，但這種不穩定性暗示市場內部已出現裂痕。債券市場疲軟與股市過度樂觀形成鮮明對比，投資者應警惕股市可能即將面臨的重大調整風險，特別是當全球貿易緊張局勢持續升溫時。

迴避高風險資產 聚焦短期債券及現金

當前市場環境要求投資者保持高度謹慎。債券市場的動盪不僅反映對經濟衰退和持續高通脹的擔憂，還揭示全球貿易戰對金融市場的深遠影響。美國對歐盟的高關稅策略可能難以奏效，歐盟對不公

平待遇的猶豫以及中美貿易談判的僵局，均可能進一步推高市場波動性。此外，美聯儲利率路徑仍不明朗，即將發布的PCE通脹數據預計顯示服務業通脹有所降溫，但受關稅影響的商品價格壓力仍在上升（尤其是第三季開始），會加劇經濟不穩。全球其他地區經濟數據也顯示風險，如加拿大今年第一季度GDP增長預計放緩，第二季度可能出現收縮，而日本東京CPI報告亦顯示通脹持續高企。這些因素均可能加劇債券市場壓力，並最終波及股市。對於投資者而言，當前應避免過度追逐股市的高風險資產，考慮將資金配置於更穩健的投資工具，如短期債券或現金等避險資產，並密切監控債券市場動向作為經濟前景的參考指標。TLT (20年期以上美國國債ETF-iShares) 低迷表現是一個明確警告，未來數月市場可能面臨更大波動，謹慎投資策略將是保護財富的關鍵。

再融資成本升 美財政陷深淵

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

經過短短一兩星期的相對低調，特朗普已經按捺不住，馬上又有新動作，繼日前的稅改，又對所有來自歐盟的貨物宣布開徵50%的關稅，並且出席西點軍校的儀式，可謂馬不停蹄。但是，如果方向錯了，可能愈出力愈壞事，如今看來，美國的情況正是如此。

本來好端端的盟友，如今被視為可以「自動提款」，敵詐勒索好處的可欺對象，是可忍，孰不可忍也？可見將來，美國的路將愈來愈難行，因為沒有盟友可言。

小心資本賬流入減少

本來，即使盟友也不是永遠的，弱國無外交，談到國際關係從來都是利益掛帥，沒有永遠的朋友，也沒有永遠的敵人。然而，一旦連最起碼的表面工夫也懶得做，真的是沒法子挽救，尤其美國本身的敗政爛攤子，根本世人皆知，幾十年來惡化至此，總有一定結構性的理由，只是大家隱忍不發，因為顧及利益和面子不去撕破而已。

如今一切高度透明，都攤開來的話，美債還怎樣支撐下去？美元的幣值大可以一貶再貶，只是無法以增加美國出口改善貿易，只能眼白白看着資本賬淨流入減少，美債利息率再上，稍後再融資的難度更高而已。真不知當初選特上場的人，如今作何感受。

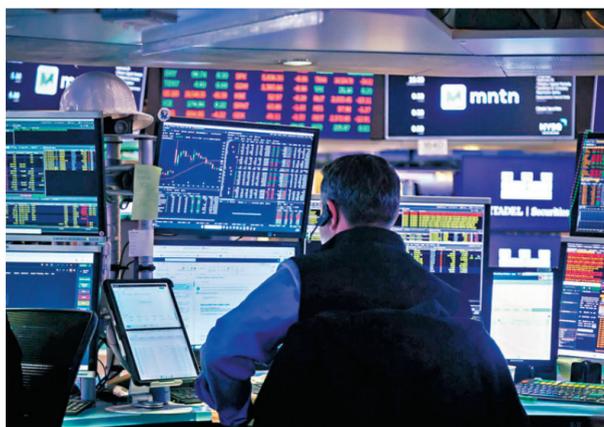
特朗普圖填「黑洞」成本高

自從特朗普重新上場之後，其政策改動之多之廣

之深，令人目不暇給，不論是讚賞或批評，支持者或反對者都得承認，這不是傳統上正常美國總統會做的。顯然，特朗普有種「天將降大任於斯人也」的自我感覺良好的心理，他早已逾古稀之年，名利權色，說得出的都有，目前所圖的是千秋萬世名，希望成為美國歷史上最偉大總統。

正是這種野心，令其不惜一切，乘著民粹之風盛行的大趨勢，上場要打一場漂亮的仗，就是扭轉美國幾十年來的公共財政黑洞。

問題是，以其關稅手段，其實對於當前的財赤而言，擔沙填海，即使不是真的希望以關稅收益填補全部財赤，但近期他的言行已經令外界失去對美元資產的信任，美債息率再上，令美國將來要為現有債券再融資，資金成本更高，其實是得不償失，把美國推進深淵。特朗普須認清，自己不一定是天才，之前一直不肯對此問題動手的歷任美國總統，也不一定是白癡。



●投資者從長遠計，一定要遠離美元和美債，美股情況或稍為好些，但也不宜樂觀。圖為交易員在紐交所內工作。資料圖片

長遠計宜「逃離美元美債」

投資者從長遠計，一定是遠離美元和美債，因為華府的政策，不一定僅及於特朗普這一屆，而是在未來其他總統也有可能繼續，就正如特朗普首屆的做法之後拜登仍沿用，即可見一斑。當然，美股可能情況好一點，因為某些品牌企業，尤其是科技企業，的確有過人優勢，只是估值仍不宜過分樂觀。（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

美債危機衝擊全球市場 多元化策略料成投資者首選

時富金融研究部

上周全球金融市場經歷劇烈震盪，美國股債匯市場同步承壓：30年期美債收益率突破5%這一關鍵心理關口，美元指數跌至99.12的年内低位，三大股指周跌幅均超過2.4%；與此同時，倫敦金現貨單周大漲近5%，逼近歷史高位。這場由債務危機與地緣風險共同引發的市場風暴，揭示了全球金融體系面臨的深層次挑戰。

5月16日，穆迪將美國主權信用評級從「AAA」下調至「AA1」，理由是美國聯邦債務高達36萬億美元，利息負擔加重，且財政紀律缺失。評級機構的警示迅速引發市場拋售潮，成為「股債匯三殺」的導火線。

美債危機或成最大「灰犀牛」

此外，美國國會眾議院當地時間22日通過特朗普的大規模減稅與支出法案，預計新增債務3萬億美元，進一步加劇市場對財政可持續性的擔憂。受此

影響，20年期美債拍賣需求疲軟，30年期收益率回升至5%以上。美國主權信用風險正被重新定價，其信用體系正受債務危機衝擊而動搖。市場認為美國債務問題已成為全球最大「灰犀牛」，若美國財政狀況持續惡化，可能形成「債務—利率」的自我強化迴圈，或推高融資成本，並加劇金融市場動盪。

上周五，特朗普發言稱自6月1日起對歐盟商品加徵50%關稅，並考慮對蘋果公司的海外產品徵稅，貿易政策的不確定性疊加債務危機，使得美元資產遭遇全面拋售。同時，俄烏談判停滯以及中東緊張局勢加劇，進一步提升了全球地緣政治風險，促使避險需求上升。

比特幣再現鋒芒升破10萬美元關口

隨著美國債務危機和地緣政治風險加劇，黃金作為傳統避險資產的角色愈發重要，未來預計貿易談

判仍然會反覆波動，當局勢惡化時黃金價格會上漲，緩和時則可能回調，但各國央行持續購買黃金，為黃金價格提供了較好的支撐。與此同時，加密貨幣市場也出現異動。比特幣迎來了顯著上漲，價格再次突破10萬美元大關。但需注意的是，與黃金的長期避險屬性不同，比特幣的劇烈波動更多反映短期市場對美元資產的拋售壓力。短期來看，其價格走勢高度依賴美元指數變化。

當前市場面臨的深層矛盾在於美國債務擴張與美元霸權地位的結構性衝突。美債收益率上行與美元信用弱化形成雙重壓力，全球資本正在重構避險資產配置。展望後市，若美國債務問題持續發酵，不排除出現更大範圍的資產重估。投資者需密切關注6月美國債務上限談判進展，以及7月美聯儲貨幣政策會議釋放的信號。在地緣政治風險與債務危機雙重壓力下，多元化資產配置策略或將成為市場參與者的首選。

利好因素漸浮現 大手工商舖成交趨活躍

張宏業 中國房地產評估師、英國特許測量師、香港測量師、澳門房地產評估協會會員、粵港澳大灣區數字產業協會副會長、香港上市公司獨立非執行董事

近期銀主盤相關消息再次成為市場焦點，其中關於太古城中三期和四期寫字樓銀團貸款續期事宜，以及上環商廈299號皇后大道中傳出全幢被銀主接收的報道，更反映商舖售價和租金大幅下調後，昔日銀團貸款不易續期、銀主根據最新估價收緊借貸條件，使續期貸款困難重重。

在高峰期購入物業的業主，由於租金水平大幅回調且出租率下降，加之近年利息處於較高水平，不少商廈收支不能平衡，削弱業主持貨能力，在沒有選擇之下只能斷供，導致銀主強行收回物業。

其實銀主盤的共同特色是「資不抵債」，收回再轉售的價格不足填補貸款金額、利息欠款以及行政開支。銀主盤即使成功售出該類物業，借貸機構仍會蝕錢收場，由於手中資本額減少，借貸政策就會趨向保守，同時嚴重影響這些機構未來的放貸能力和信心。

拆息回落利資金進場

不過，在連串壞消息中，最近經濟層面出現一些利好消息。首先是中美關稅戰暫

停，雙方暫緩執行某些關稅條款90天以及初步敲定暫行稅率，一掃四月初以來的貿易不明朗因素，促使兩國貨物付運暫時得以恢復。再者，雖然美息未有回跌跡象，但是港元同業拆息已出現大幅下調，有助市民和企業減少借貸成本。利息和樓價永遠呈現相反方向運行，利息大幅回落有助經濟復甦，樓宇價格回穩和儲蓄資金進入樓股及債市。

關稅戰暫停助穩舖市

在中美關稅戰暫停和本地利息回落下，不少業主、投資者及商業銀行家均關注工商舖市場會否止跌回升，銀主較易以「平手價」成功售出物業以減低損失和縮短成功售出所需的時間。

要回答這一疑問，大家必須明白大手物業投資者的投資邏輯。那就是以最低的投資額盡量加大借貸比例，爭取最優惠借貸條件以贏取最高利潤。這些投資者的投資期限一般不多於五年，全期平均年回報率不低於5%，希望以最快的脫手時間、最高的借貸

比例以及最低的利息支出來獲取最高的回報。

當經濟周期上行、利率水平不高和此類物業剛需穩定時，物業價格便會穩步上揚，不需以大幅溢價購買且轉售時能輕易地以市價成交，投資者便不難以「高槓桿」比例獲取最高的回報。

縱然一些利好因素已經出現，畢竟大手物業投資是中長期工具，因此有滯後的屬性。投資者應先觀察一段日子，待銀主盤源逐步退潮後再審視銀行對工商舖借貸取態是否正面，不宜貿然下注。

市場年內或迎重要拐點

筆者預料年內大手工商舖交易仍會以銀主貨為主導，其活躍程度如成交速度和交易價位則視乎本地利息是否持續回落、中美關稅最後協議內容以及本地經濟情況等因素。不過，低利息因素已催旺股市，加速內地和海外企業來港上市，大量資金湧港將加快經濟復甦步伐，振興工商舖物業剛需，是後市轉向的重要拐點。

避險需求刺激金價反彈

瑞銀財富管理亞太區投資總監辦公室

黃金今年再次發揮了作為對沖工具的屬性。我們繼續認為，黃金是抵禦下行風險的長期投資組合多元化工具，具有不可替代的價值。考慮到地緣政治風險仍存，以及我們預期實際利率或下降，美元將走軟，我們維持至明年一季度金價達3,500美元/盎司的預測。我們認為，與近期金價的回調是增配戰略敞口的好時機。在廣泛的多元化美元投資組合中，投資者可以考慮配置5%左右的黃金，以管理對沖一系列潛在風險。

由於股市目前的交易價格高於4月2日前的水平，我們近期將美國股票的評級從「具吸引力」下調至「中性」。我們認為短期內上行空間有限，並預計波動性將持續。展望未來，我們預計2026年股市將進一步上漲，這得益於結構性盈利增長、政策環境更趨穩定以及美國利率下降。投資者可利用波動或回檔期逐步建倉全球股票或構建平衡型投資組合。我們對變革性創新機遇的長期潛力保持高度信心，包括AI、電力和資源以及長壽經濟。

美元吸引力不再 貨幣配置宜分散

本月我們也將美元的評級下調至「不具吸引力」。雖然美元近期企穩，但隨著美國經濟放緩以及對財政赤字的關注度上升，我們預計美元將再次走軟。投資者可以考慮利用美元短期走強之機，將多餘的美元現金分散配置到其他貨幣。對於國際投資者，可以考慮將美元敞口對沖回本幣。（節錄）

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。