

2025 年 10 月

港元債券 在多極世界中確立穩定基礎



李允華
投資組合經理
亞太區定息收益

問題 1：最近，香港公佈了《定息收益及貨幣市場發展路線圖》，旨在策略性地定位香港為全球定息收益及貨幣中心。身為香港的定息收益基金經理，您對此有何看法？

過去十年，港元債券市場的規模顯著擴張，海外參與度也明顯提升。2024 年，港元計價的債券新發行量按年上升 8.8%¹。2025 年初至今，市場亦見證了來自大型超國家機構的發行，其中最引人注目的是世界銀行的可持續發展債券，這是迄今為止其中一個規模最大的超國家港元基準債券發行。

¹ 資料來源：香港金融管理局，截至 2025 年 3 月。

對於資產管理公司而言，我們認為香港政府新推出的《定息收益及貨幣路線圖》將可推動本地資產市場的發展。透過提高一級市場發行比例，該計劃有助拓展市場的深度和廣度，進而透過更緊密的雙向定價、更完善的價格發現機制和更佳的市場執行力，提升二級市場的流動性。同樣重要的是，政策制定者也解決了需求面的問題，將南向債券通的參與者擴大至涵蓋證券公司、基金經理、保險公司和財富管理公司，進一步擴闊和深化投資者基礎。這些措施可望深化港元定息收益市場，並鞏固香港作為全球金融中心的地位。

問題二：讓我們先談談利率。美國聯儲局決定減息 25 點子，您對未來利率走勢有何展望？這將如何影響香港利率？

聯儲局在 9 月的會議上下調聯邦基金利率 25 點子，並表示風險轉向就業，最近的數據顯示招聘放緩，失業風險上升。雖然通脹憂慮可能持續，但這些憂慮可能會被未來勞動力市場狀況所掩蓋。因此，我們的基本預測仍然是，預期聯儲局將在 2026 年繼續視乎數據採取政策寬鬆路徑。

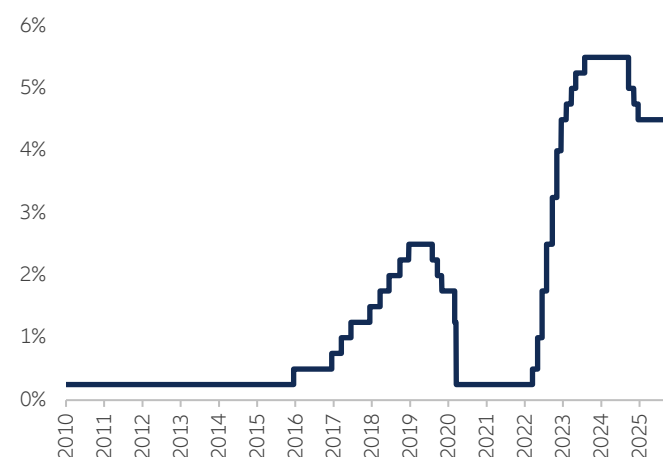
香港實行聯繫匯率，港元兌美元匯率維持在一個窄幅區間。為了維持穩定，香港利率通常與美國利率走勢一致，但變動的時間和幅度可能有所不同，取決於香港本地的流動性狀況。與聯儲局最近的減息行動相呼應，香港金管局亦將其基準利率下調 25 點子。隨著聯儲局持續下調政策利率，港元利率也可能在 2026 年持續走低。

雖然今年利率向下，但絕對水平從歷史標準來看仍然高企。因此，我們傾向透過靈活的存續期部署優質債券來鎖定收益，這讓我們能夠獲得吸引人的收益率，同時若果政策路徑與我們的預期不同，我們可以靈活地重新調整投資組合。

美國聯儲局寬鬆政策為香港利率下調鋪路

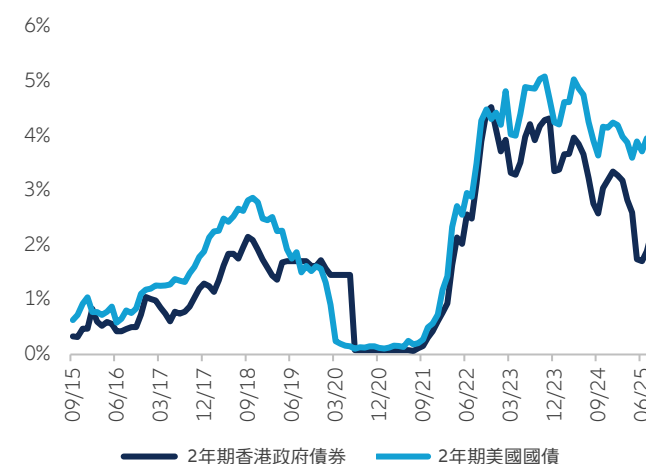
美國聯儲局進一步減息預料將引領香港利率走向

美國聯邦基金利率



香港利率可能跟隨美國利率走勢

2 年期香港政府債券對比 2 年期美國國債收益率



資料來源：彭博社、安聯投資，截至 2025 年 9 月。以上資料只作說明之用，不應視為推介購買或出售任何特定證券或策略、或視為投資意見。過往表現，或任何預期、推測或預測並非未來表現的指引。投資策略和過程並不保證在所有市場情況下均有效，投資者應根據個人風險判斷評估自己的能力作長期投資，特別是在市場轉淡的期間。

問題三：減息利好債券，但新聞消息和政策不確定性持續困擾市場。投資者應如何繼續投資定息收益，同時控制下行風險？

儘管市場存在不少雜音，債券和股票市場年初至今整體表現理想。全球投資級別債券錄得個位數的回報率，股票市場的表現普遍優於債券市場。

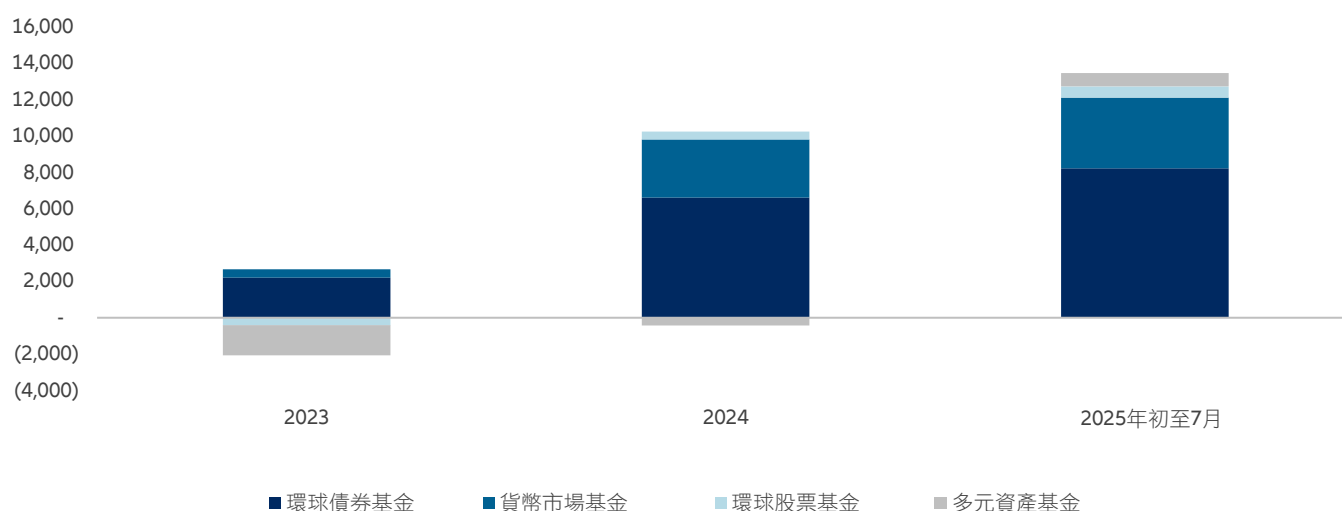
與市場表現相反，投資流向繼續向低波動性資產傾斜。貨幣市場基金和債券基金持續吸引資金流入香港，香港證監會和香港金融管理局最新的 2024 年調查報告²突顯了貨幣市場策略和債務證券在市場上的強勁份額。這顯示，即使在股市強勁的情況下，許多投資者也傾向將核心配置保留在低波動性資產上。雖然全球不確定性加劇可能是短期內推動這種配置偏好的原因，但預期香港本地人口結構趨勢將會加強這一趨勢。隨著香港人口老化，對收益導向的低波動性策略的需求可能持續強勁，成為支持港元債券的結構性吸引力。

² 資料來源：金管局，截至 2025 年 9 月 4 日。

債券及貨幣市場策略的市場佔比較大

香港投資基金公會

資金流入（百萬美元）



資料來源：香港投資基金公會、安聯投資，截至 2025 年 7 月。以上資料只作說明之用，不應視為推介購買或出售任何特定證券或策略、或視為投資意見。過往表現，或任何預期、推測或預測並非未來表現的指引。投資策略和過程並不保證在所有市場情況下均有效，投資者應根據個人風險判斷評估自己的能力作長期投資，特別是在市場轉淡的期間。

問題四：近年，隨著人口老化，銀色債券（銀債）成為熱門話題。銀債收益率高達 3.85%，高於存款。然而，只有 60 歲或以上人士才可以認購，而且配額有限。對於尋求穩定收益和較低波動性的香港投資者來說，有否其他投資選擇？

銀髮債券吸引了不少投資者，但其供應量有限，且認購資格設有限制。由於銀髮債券的不能廣泛投資，優質的港元債券對港元投資者而言，是頗具吸引力的投資選擇。

過往，投資級別港元債券的波動性低於股票及其他定息收益市場，包括全球投資級別債券和美國國庫券。在市場受壓時期，港元債券的跌幅通常也較小。港元債券的韌性使其對尋求穩定收益和低波動性的投資者具有吸引力。

港元債券波幅較低

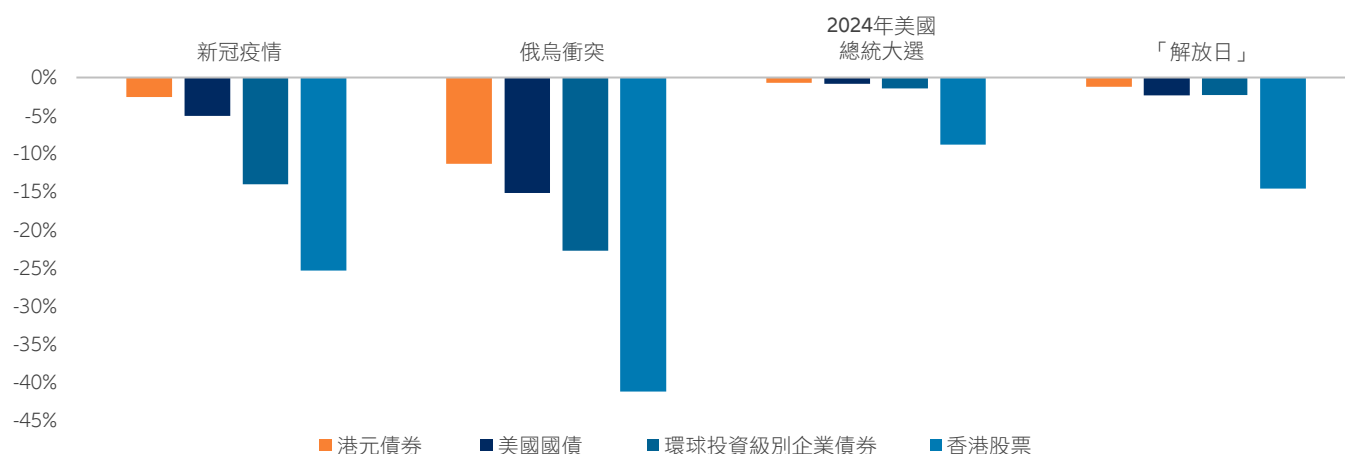
	港元債券	環球投資級別 企業債券	美國國債	環球股票	美國股票	香港股票
1 年	2.5%	5.3%	4.5%	10.6%	11.9%	22.2%
3 年	4.4%	8.6%	6.2%	14.4%	14.9%	28.1%
5 年	4.2%	8.1%	5.6%	15.7%	16.0%	24.0%
10 年	3.6%	7.1%	4.9%	15.1%	15.4%	21.0%

資料來源：彭博社、安聯投資，截至 2025 年 9 月。港元債券以 Markit iBoxx 亞洲當地債券香港指數代表。環球投資級別企業債券以彭博環球綜合企業債券指數代表。美國國債以彭博美國國債指數代表。環球股票以 MSCI 世界指數代表。美國股票以標準普爾 500 指數代表。香港股票以恒生指數代表。以上資料只作說明之用，不應視為推介購買或出售任何特定證券或策略、或視為投資意見。過往表現，或任何預期、推測或預測並非未來表現的指引。投資策略和過程並不保證在所有市場情況下均有效，投資者應根據個人風險判斷評估自己的能力作長期投資，特別是在市場轉淡的期間。

在波動市場中保持韌性

市場波動期間跌幅較低

市場事件期間最大跌幅



資料來源：彭博社、安聯投資，截至 2025 年 9 月。港元債券以 Markit iBoxx 亞洲當地債券香港指數代表。環球投資級別企業債券以彭博環球綜合企業債券指數代表。美國國債以彭博美國國債指數代表。香港股票以恒生指數代表。以上資料只作說明之用，不應視為推介購買或出售任何特定證券或策略、或視為投資意見。過往表現，或任何預期、推測或預測並非未來表現的指引。投資策略和過程並不保證在所有市場情況下均有效，投資者應根據個人風險判斷評估自己的能力作長期投資，特別是在市場轉淡的期間。

問題 5：您提到香港經濟正在好轉 — 事實上，最新的國內生產總值數據優於市場預期 — 但面臨地緣政治和本地因素等阻力，您認為香港經濟能否維持穩定的宏觀環境？

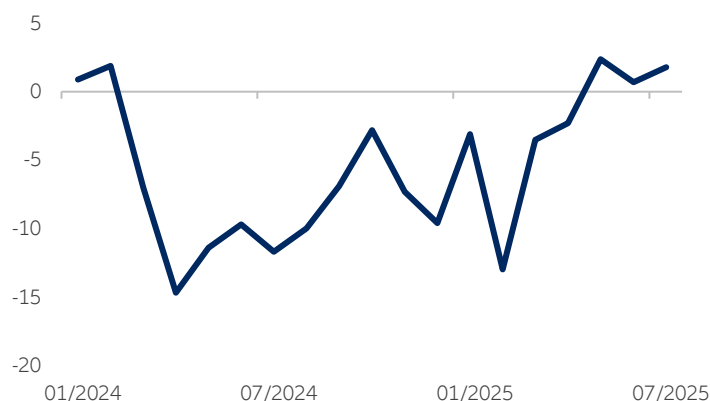
香港 2025 年第二季國內生產總值按年上升 3.1%，標誌著經濟連續第十個季度擴張，受惠於關稅相關的前期投資推動出口，以及本地需求反彈。雖然前期投資帶來的暫時性提振作用應會消退，但其他增長動力，包括服務出口、旅遊業復甦以及消費靠穩，將可提供支持作用。本地需求正在復甦，零售額自五月開始有所改善。因此，我們預期香港經濟將保持溫和增長勢頭，雖然增長動力或會改變。

同時，短期金融狀況亦利好。年初至今強勁的股市表現可望增強「財富效應」，為消費者信心和支出帶來支持。此外，加上有利的宏觀環境及其高評級的長期主權評級（標準普爾 **AA+**，穆迪 **Aa3**），香港債券和港元債券將繼續對本地及海外投資者有著強勁的投資吸引力。

香港持續平穩增長

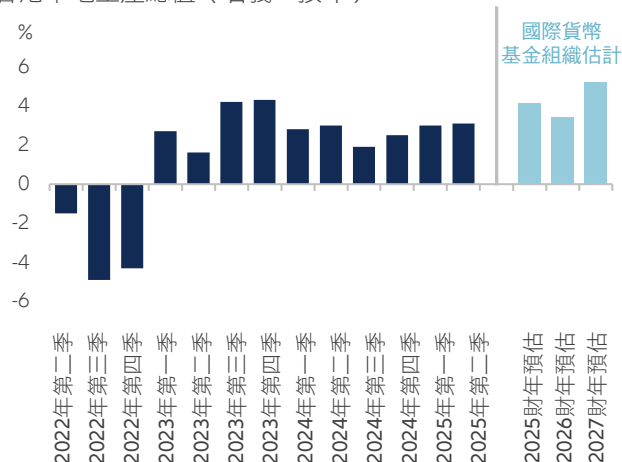
零售銷售自 2025 年 5 月起有所改善

香港零售銷售額（按年）



增長動力仍然向好

香港本地生產總值（名義，按年）



資料來源：彭博社、香港政府統計處、國際貨幣基金組織、安聯投資，截至 2025 年 8 月。以上資料只作說明之用，不應視為推介購買或出售任何特定證券或策略、或視為投資意見。過往表現，或任何預期、推測或預測並非未來表現的指引。投資策略和過程並不保證在所有市場情況下均有效，投資者應根據個人風險判斷評估自己的能力作長期投資，特別是在市場轉淡的期間。

問題 6：宏觀環境好轉。但今年香港房地產市場再次成為焦點，知名開發商面臨債券償付壓力。投資者應該擔心香港出現類似中國式的崩盤嗎？抑或風險可控？

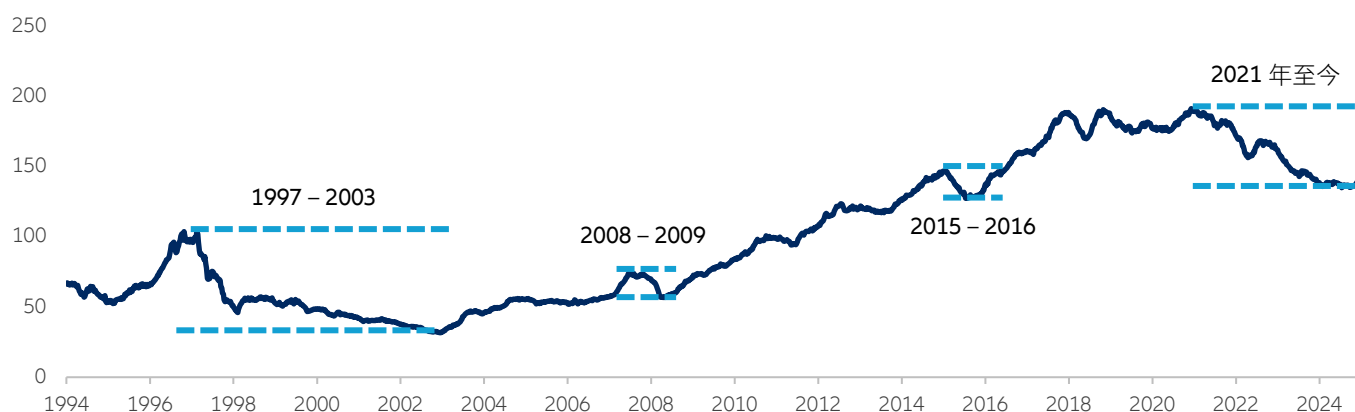
香港房地產市場經歷了多次低迷。最差的一次是在亞洲金融危機（1997-2003 年）期間，當時房價下跌約 70%。然而，在此期間，大型優質房地產發展商避免了大規模的信貸危機。相較之下，現時的房地產下行週期明顯溫和，房價僅較 2021 年的高位低約 30%。同時，香港銀行體系維持穩定，資本充足，沒有明顯的房貸壓力跡象。整體而言，出現中國式房地產崩盤的可能性不大。

展望未來，在 2026 年即將到來之際，有跡象顯示房地產市場將可靠穩定。年初至今，一手房屋交易量錄得雙位數增長，房價亦溫和上升。隨著聯儲局進入寬鬆週期，香港金管局預期亦將同步採取行動，降低港元利率可望進一步推動住屋需求和金融狀況。

發行人方面，高評級的藍籌港元房地產發展商繼續保持審慎的資產負債表，並維持著理想的融資關係，受惠於穩定的租金現金流、雄厚的銀行信貸額度以及分階段的项目儲備，支持信貸基本面的穩定。信貸壓力集中在少數高槓桿的發展商身上，這些發展商較依賴銀行融資而非港元債券市場。我們預期，在這一受壓的領域，整體風險將持續存在，信貸較弱與優質投資級別債券發展商之間的差異或會日漸擴大，後者仍將是我們的低波動性、以收益為導向的收益策略的投資重點。

香港優質發展商在阻力下依然強韌

香港樓價 (%)



資料來源：中原地產、摩根大通、安聯投資，截至 2025 年 8 月。以上資料只作說明之用，不應視為推介購買或出售任何特定證券或策略、或視為投資意見。過往表現，或任何預期、推測或預測並非未來表現的指引。投資策略和過程並不保證在所有市場情況下均有效，投資者應根據個人風險判斷評估自己的能力作長期投資，特別是在市場轉淡的期間。

問題 7：除房地產外，您還看到哪些投資機會？

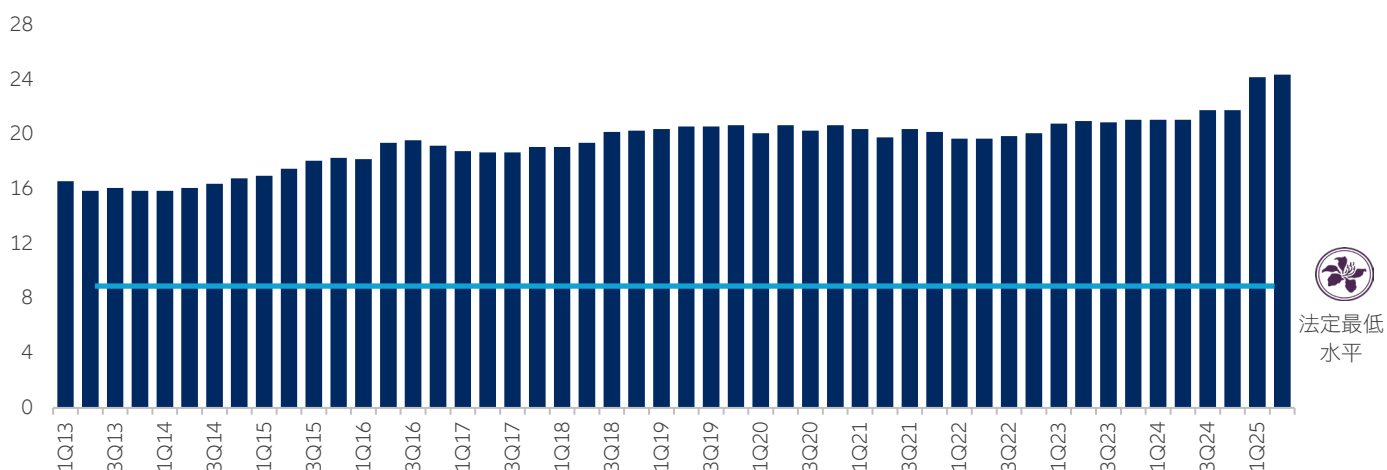
房地產行業以外，我們較看好優質金融股，特別是澳洲和紐西蘭的主要銀行，以及香港本地市場的核心銀行。

澳洲和紐西蘭的主要銀行在全球評級中名列前茅，長期信貸評級持續穩健。其雄厚資本和資產質素，加上嚴格的監管，為其債券的穩定性和相對較低的價格波動性奠定了基礎。

在香港，主要的本地銀行同樣受惠於理想的資本狀況和穩健的資產質素。銀行體系資本充足，擁有足夠的能力吸收任何潛在的中等程度房地產相關衝擊。香港金管局近期的穩定性評估亦強調了這一觀點——本地銀行持有充足的資本，足以承受房地產行業的風險。按揭拖欠率仍然很低，令房地產市場的波動不會蔓延至銀行資產負債表。即使一些高槓桿的發展商出現問題，系統性風險仍然可控。

香港銀行業監管嚴謹且資本充裕

資本充足比率(%)



資料來源：彭博社、香港金融管理局、安聯投資，截至 2025 年 8 月。以上資料只作說明之用，不應視為推介購買或出售任何特定證券或策略、或視為投資意見。過往表現，或任何預期、推測或預測並非未來表現的指引。投資策略和過程並不保證在所有市場情況下均有效，投資者應根據個人風險判斷評估自己的能力作長期投資，特別是在市場轉淡的期間。

與我們保持聯繫

hk.allianzgi.com

+852 2238 8000

搜尋 安聯投資



讚好我們專頁 安聯投資 – 香港



訂閱 YouTube 頻道 安聯投資



聯繫 LinkedIn 賬戶 Allianz Global Investors



關注微信公眾號 安聯投資香港

以上提及的任何證券只用作說明之用，不應視為投資意見、或推介購買或出售任何特定證券或策略。

本文內所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源。本公司保留權利於任何時間更改任何資料，無須另行通知。本文並非就內文提及的任何證券提供或邀請或招攬買賣該等證券。閣下不應僅就此文件提供的資料而作出投資決定，並請向財務顧問諮詢獨立意見。

投資涉及風險，尤其是投資於新興及發展中市場所附帶之風險。過往表現並非未來表現的指引。投資者在投資之前應細閱銷售文件，瞭解基金詳情包括風險因素。本文件及網站並未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。發行人為安聯環球投資亞太有限公司。

投資者投資於固定收益投資工具（如適用）可能須承受各種風險，包括但不局限於信用、利率、流通性及受限靈活性的風險。此風險受經濟環境和市場條件改變，因而會對投資價值構成不利影響。當票面利率上升時期，固定收益投資工具（如淡倉）的價值一般預期下降。當利率下降時期，價值也一般預期上升。流動性風險可能要推遲或阻止提款或贖回投資。

安聯環球投資亞太有限公司（香港金鐘道 88 號太古廣場二座 32 樓）是基金香港代表並受香港證券及期貨事務監察委員會（香港鰗魚涌華蘭路 18 號港島東中心 54 樓）監管。