

2025年08月04日

主題趨勢報

新興主權債

寬鬆環境及高息加持 新興債或成債市新星



報告摘要

- 預計2026年美公債呈現牛市陡峭有利於新興債
- 預計下半年新興債市的利差走擴機率較高
- 但對高殖利率持正向態度，仍建議持有新興債

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年08月04日

主題趨勢報

投顧觀點

與先前因數據意外放緩而使市場承壓的3月不同，近期即便美國經濟數據顯示放緩跡象，但市場卻持「壞消息是好消息」觀點，除了因川普關稅談判展現正向消息外，就是溫和的通膨情境(壞消息)，反而使市場期待的聯準會寬鬆政策(好消息)重現可能，進而有機會再現「金髮女孩」情景。

不過鑑於秋季宏觀風險偏向下行，儘管短期技術面和慣性可能導致利差進一步收窄，但也已反應多數利多情境，**預計新興債市利差於下半年走擴機率較高**。雖然經濟數據上目前顯示的疲軟跡象不多，**但謹慎立場仍然有必要，故綜合上述所有觀點，建議新興債部位以續抱為原則。**

隨著聯準會9月重啟降息，及2026年潛在的不同降息前景，這可能影響到對新興美元主權債的觀點：

- 情境一：假定的基準情境，聯準會明年降息終點預估維持在中性利率以上(3.25%)，**美國公債殖利率曲線呈現牛市陡峭(短天期利率因降息而收斂，長天期利率的下降空間則相對較小)**，利好**新興市場信用債的整體報酬表現**，投資級和非投資級相對表現平衡。不過如果關稅和移民限制的阻力使得經濟變得難以承受，這將促使聯準會超出預期的迅速降息，並引起曲線更快速的陡峭化，預計利差將承壓並有利於投資級債。
- 情境二：熊市平坦化往往帶來最負面的表現。美公債在美國大選前已出現一段熊市平坦化時期，但主要集中在曲線的長端，而非2年期至5年期美國公債。如果熊市平坦化延伸至前端（即聯準會政策收緊但沒有更好的成長前景信號，例如在滯脹環境中），風險情緒則可能受到影響，導致新興市場表現不佳。

美元走勢的變動原因對新興主權市場同樣重要：

- 情境一：美元走弱通常對非美的信用市場有利，因為各國可以在不擔心貨幣貶值的情況下降息，進而推動資金流入當地利率市場，從而為國際經常帳動態提供一定支持。
- 情境二：如果美元因聯準會降息幅度不如預期而大幅走強，這對信用債可能不利，因為許多新興市場主權國家仍需發行債券以滿足其融資需求，而缺乏市場准入(可進入市場融資)則可能引發債務重組擔憂。總而言之，如果美元走強確實導致新興市場貨幣走弱，歷史回報相關性表明，投資級債券（IG）優於高收益債券（HY）。

操作建議

對新興美元主權債維持相對正向觀點，如同前述，雖然對相對緊縮的利差持保守態度，**但對總體殖利率仍持正向態度**，截至8/1的**彭博新興市場美元綜合債券指數之參考殖利率為6.19%**，**建議續抱新興美元主權債**。至於其他債種，則鑒於當前宏觀環境與利差並無太大定價差異，對投等/非投等債無特別偏好，整體來看個別國家/地區的獨特因素影響更大。

2025年08月04日

主題趨勢報

- 智利：過去十年，隨著財政政策趨向擴張，債務水平有所提升，但仍維持在可控範圍內。2025年11月選舉可能傾向中間派或中右派候選人，有望確保財政前景穩定並提振商業信心。雖然衰退情境中，銅價下跌將構成風險，但我們對銅價中期保持樂觀，原因在於供應受限。作為能源進口國，智利具備天然對沖優勢。需密切關注的催化劑包括：中左翼初選（6月29日）及銅價走勢。風險：銅價顯著下跌以及選舉相關關注度上升。
- 沙烏地阿拉伯：儘管油價環境相對有利，沙烏地阿拉伯因大規模支出計劃導致財政帳戶持續疲軟。相較於原油生產國同業，估值尚未顯得過高，但寬鬆的財政政策與供應預期可能持續壓抑利差。需密切關注的催化劑包括：債券發行計劃及財政帳戶狀況。風險：油價的正面衝擊、財政整頓政策轉向。
- 印尼：相較於同評級，印尼債券利差偏緊，出口引領的週期性復甦及貿易平衡改善已充分反映在當前估值中。中國煤炭庫存激增顯著影響印尼煤炭出口，但隨著庫存超出需求，此影響可能減弱。需密切關注的催化劑包括：商品價格波動（特別是煤炭）、國內商品產量下降，以及新財富基金Danantara管理進度的進一步延遲。風險：中國對印尼出口需求上升、商品出口創歷史新高。
- 羅馬尼亞：羅馬尼亞的財政一攬子計劃有效降低短期內信用評級下調的風險，對主權信貸市場構成利好，市場對此反應積極。該計劃在相對市場友好的選舉結果後公布。計劃的可信度與政治接受度高，利好信用市場，但其影響已基本反映在當前價格中。債券利差已回落到2024年11月選舉前水平，與整體指數的利差差距亦恢復至選舉前水準，雖較10月中旬利差擴張初期寬20-25個基點，但進一步收窄的風報比下降。需關注的催化劑：財政一攬子計劃的執行進度、財政表現改善情況。風險：市場對財政計劃的持續信心下降、潛在的信用評級下調壓力。
- 摩洛哥：摩洛哥即將獲得標準普爾（S&P）投資級（IG）評級上調（目前BB+，展望正面），受惠於穩健的宏觀經濟前景。穆迪和惠譽評級為僅低於投資級一級，展望穩定。國際貨幣基金組織（IMF）提供的45億美元靈活信貸額度為期兩年，強化了摩洛哥的信貸基本面，為抵禦外部衝擊提供保障，當局視其為預防性措施。相較於同等評級，摩洛哥的地緣政治與國內政治風險較低，政治環境相對穩定。雖然債券估值不顯著便宜，且接近投資級主權債券水平，但評級上調的高概率為進一步超額表現提供空間。憑藉強勁基本面，摩洛哥債券在全球風險規避情景下預計將優於整體指數。需關注的催化劑：標準普爾評級上調進展、IMF靈活信貸額度的執行情況、宏觀經濟數據表現。風險：評級上調延遲或未實現、全球風險規避情緒加劇、估值過高導致的回報吸引力下降。
- 巴西：高債務與高赤字使當地市場持續密切關注財政政策的邊際變動及表現。由於估值相對偏緊，外部主權債券利差面臨受壓風險。需密切關注的催化劑包括：財政政策舉措及財政表現；主要風險包括：中右翼政府在2026年10月選舉中可能擊敗現任左翼PT政府的跡象。

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年08月04日

主題趨勢報

- 阿根廷: 外債近期表現不佳可能有兩個原因。第一季經常帳餘額低於預期，放大對貨幣高估及儲備不足的擔憂。第二，法院在Petersen v. 阿根廷案中裁定阿根廷移交YPF股份。儘管政府逐步實現財政轉型，當前債券殖利率仍高（自2025年1月9日達到局部低點以來，利差已擴大了200個基點），同時債券因中期選舉嵌入具吸引力的風險溢價，後續選舉也將為財政調整的政治可持續性提供重要信號。
 - 隨著中期選舉週期臨近，當地市場變得更加不穩定，外部失衡引發了對貨幣估值以及外匯儲備增長慢於預期的疑慮。然而Milei的民意支持率保持堅韌，宏觀經濟指標現指向一個有前景的復甦(通膨大幅下降、貧困減少及經濟復甦有利於政府支持。根據Di Tella大學數據，消費者信心及對政府的信心高於前四屆總統同期)。
 - 我們預計Milei在中期選舉(10/26)中的強勢表現將轉化為對財政約束和供給側宏觀經濟改革的更強大授權。9/7的布宜諾斯艾利斯省選舉將是一個關鍵里程碑，因該省占全國選票的40%。
 - 基於以上預期的選舉結果，我們認為市場對財政錨點將因為積極的選舉結果而得到鞏固，這有助於強化貨幣儲備持續地累積。這應使阿根廷的國際債券殖利率接近9%（比當前水平收窄約250個基點），從而達到市場准入(可進入市場融資)。儘管如此，從現在到選舉期間政治噪音可能會加劇。在這方面，市場將密切關注國會通過的、財政影響約為GDP 2%的反對派法案，預計Milei將否決這些法案，而反對派無法獲得推翻否決所需的三分之二多數。
- 巴拿馬在2025年迄今在投資級（IG）和BB級新興市場債券中表現最佳，然而，這種表現並未完全由基本面改善支持。
 - 積極因素包括：1) 礦業仲裁暫停；2) 與美國達成協議；3) 養老金改革通過（雖力度較弱）。當地投資者的強勁需求也有助益。
 - 負面因素包括：1) 穆迪降級風險，投資者普遍預期穆迪在2025年11月將巴拿馬評級下調至高收益（HY），反映財政和社會挑戰；2) 持續抗議，超過兩個月的抗議活動聚焦養老金改革、美國交易和Cobre Panama礦場，56%的公眾支持道路封鎖抗議，76%認為政府處理不當；3) 政治支持薄弱，國民議會中執政黨影響力下降，反對黨候選人贏得議會主席選舉，政府難以通過強硬立法，如2025年預算和養老金改革；公眾支持下降：政府不滿度高達74%，支持率僅7.8%，影響立法能力；4) 養老金改革風險，財政部長表示願與抗議者對話，可能進一步削弱改革，影響財政前景；5) 礦業情緒惡化，64%的公眾反對礦業，較3月上升，重開礦場需環境審計和公眾教育，預計耗時至少六個月；6) 財政惡化，第一季度NFPS赤字擴大至GDP的7.6%，中央政府赤字達8.5%，養老金系統轉移加劇赤字。

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎重考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。