



投資總監慧眼

梁啟棠, 國際財富管理 首席投資總監

債息飆升下引發資金轉向另類資產

The Debasement Trade in Disguise –

Why Spiking Global Bond Yields – Triggered by Japan – Demand an Alternative Asset Pivot

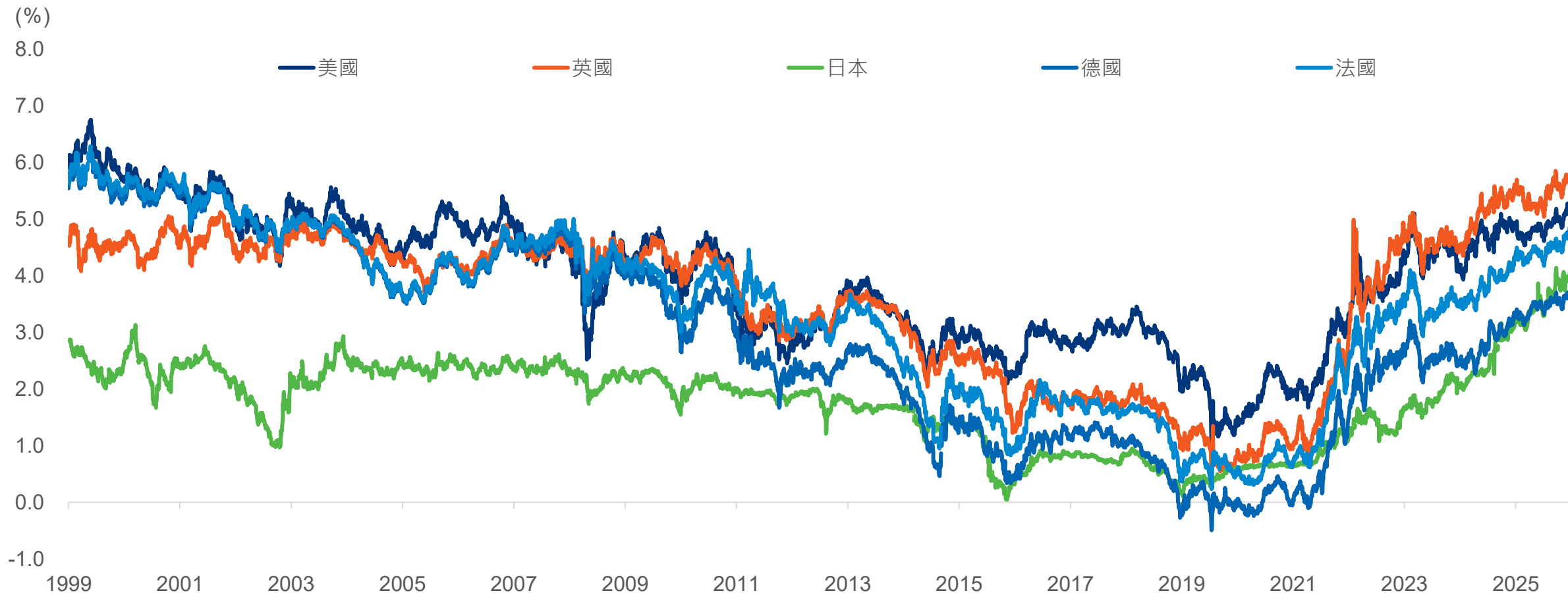
28 Aug 2026



債市對國家債務飆升早已習以為常

為何市場現在把目光聚焦於此？是什麼變數導致長債孳息率持續走高？

主權國家30年期國債孳息率



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

長債孳息率上揚的潛在影響

長天期債券的高孳息率正重塑市場的估值格局

- **折現率上升：**居高不下的長債孳息率壓縮了遠期現金流的現值，對存續期較長之成長型股票造成極大的估值壓力。如果美國 30年期國債能提供5.3%的孳息率，這相當於投資一項市盈率(PER)為19倍的穩定資產。除非其他投資標的具備極佳的成長故事，否則投資人為何要支付高於無風險估值(19倍市盈率)的價格？
- **融資成本上升：**當資本密集型企業必須透過長期債務籌集資金時，其將面臨更高門檻的資金回報率(hurdle rate)。這對經濟的長期成長動能構成負面影響。
- **美元吸引力下降：**長端債券孳息率的攀升，非但沒有因利率走高而增強美元的吸引力，反而映射出市場對美國長期財政健康的擔憂，這將進一步削弱市場對美元的需求。

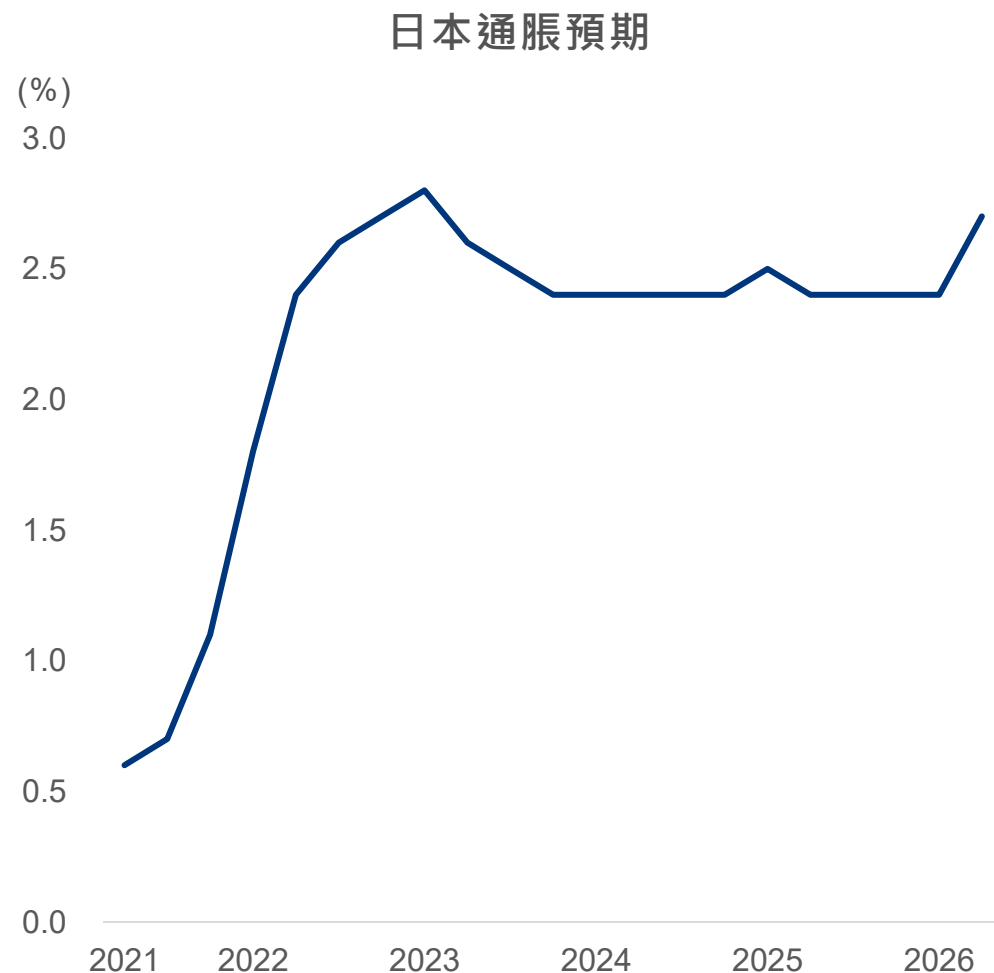
美元指數



日本通脹與日圓貶值或許是導火線.....

.....引發全球長債孳息率飆升

- 高昂的原油進口成本、日圓走弱，以及更廣泛的薪資物價傳導效應，正推升日本的通脹壓力，並加劇了貨幣政策正常化的急迫性。
- 一旦市場開始定價更高的日本銀行政策路徑，短端利率預期與長端期限溢價皆有可能隨之攀升 – 進而改變透過日圓融資取得海外資產之相對吸引力。
- 鑑於美日聯手透過外匯干預以支撐日圓的嘗試未能成功，凸顯「升息」恐將成為防止日圓進一步走貶的最後手段。
- 然而，這是美國最不願見到的結果，因為這將擾亂日圓套利交易的經濟運作。



利差收窄挑戰套利交易的經濟運作



- 2026年7月，30年期的美日國債利差跌破1.0%，低於2025年的1.8%水準。而30年期利差創下新低的時間正恰逢7月份的股市拋售潮。
- 隨日本孳息率上升與日圓融資吸引力下降，海外長天期債券或未經避險的海外資產之持有門檻遭受重估。這正是潛在日圓套利交易平倉風險背後的傳導機制。

日本持有美國國債規模

1.1167 兆美元

2026年6月底公布的持倉部位

在美國財政部的國際資本流動報告(TIC)中，日本依然是美國國債最大的海外持有國。

龐大的持有部位，使日本資金的資產配置動向成為全球資金討論債券投資存續期的關鍵變數。

風險情境：匯率的劇烈波動將使漸進式的資產再配置演變為失序的去槓桿化。

全球資產同步重估的傳導路徑

從日本通脹壓力到全球資本重新分配

01

原油、進口物價與日圓走貶

高昂的能源與進口成本增加了日本的通脹壓力，而弱勢的日圓恐將進一步加劇通脹轉嫁並推升通脹預期。

02

日本銀行政策路徑與日本國債期限溢價

市場開始進一步反映貨幣政策正常化的預期，以及持有長天期日本國債需要更高的風險補償，從而推升了日本國內的資產回報基準。

03

日圓套利交易與海外資產存續期重估

利差收窄或將扭轉避險、資金回流以及槓桿操作的誘因，尤其是針對過去仰賴低利日圓融資所建立的投資部位。

04

全球長端利率重新定價與資金輪動

全球債券市場的劇烈拋售恐將使全球孳息率水準同步走高，亦有助於主要貨幣避免出現匯率失序。

在調整風險配置前，密切監測美日關聯性

觀測指標	溫和情境解讀	惡化/升級情境解讀	為何重要
日本銀行政策預期	漸進並明確釋放貨幣政策正常化的訊號	市場對日本多次升息之預期進行劇烈的重新定價。	將改變日圓融資成本與國內資產的回報基準
美元兌日圓與匯率波動	有序的日圓調整	高波動下的日圓快速升值	迫使全球資金調整避險策略，並引發套利交易部位強行去槓桿
日本國孳息率債曲線與拍賣品質	孳息率上升但需求穩定	標售買氣疲弱且長端加速陡峭化	反映日本國內期限溢酬與流動性壓力
美國國債長端需求、AI融資與信用	期限溢酬受控，且資本支出融資壓力在可控範圍內	國債長端需求疲弱，槓桿或AI投資回報受審視	考驗資產的估值、企業融資成本與跨資產的風險承受度

資料來源：凱基證券整理

在失序風險下，黃金能重拾分散風險的功效

黃金作為分散風險工具，其回報將在緊縮預期進一步消退時提升

當孳息率與美元同步上漲時

儘管有避險需求，黃金仍可能面臨壓力

在伊朗衝突期間，對通脹的擔憂同時推升了長債孳息率與美元，對持有黃金造成了沉重的機會成本與匯率逆風。

這解釋了為何單憑地緣政治壓力無法保證金價上漲。

當進一步緊縮的風險受控時

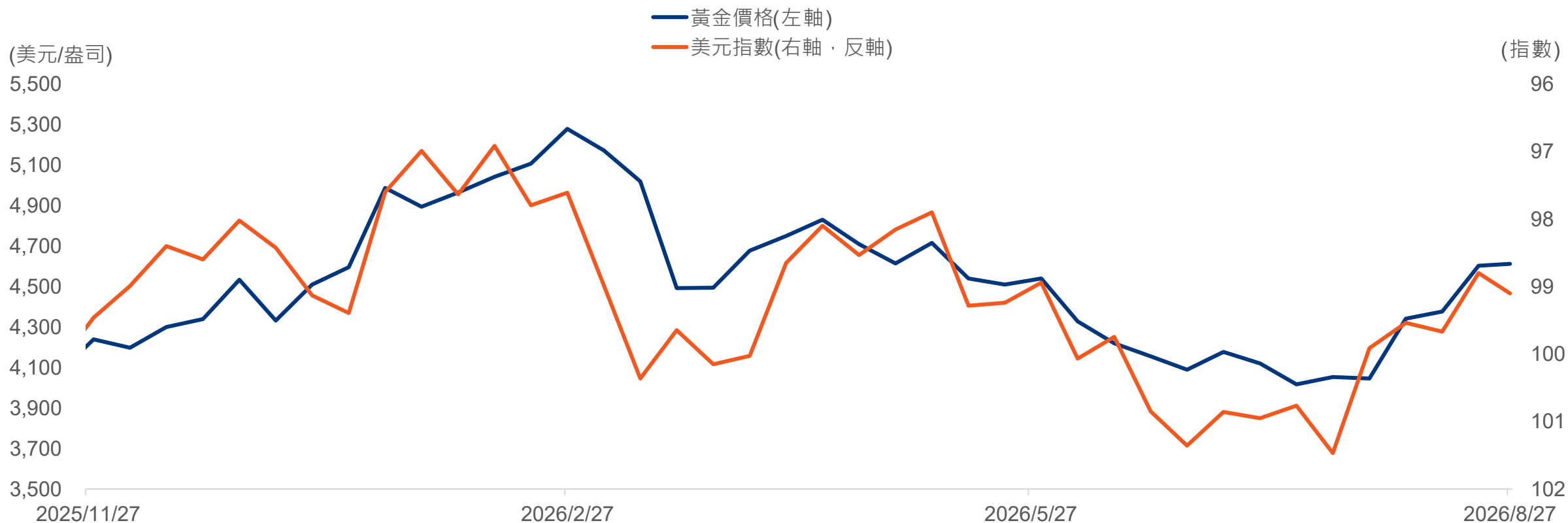
避險需求可望重新發揮影響力

隨著短期內進一步升息的風險降低，持續存在的市場與地緣政治不確定性，可讓黃金恢復其防禦性儲備資產的角色。

若套利交易壓力、去槓桿風險或政策可信度擔憂浮現時，黃金作為防禦資產的價值將更為凸顯。

中國的貿易順差並未投資於美國國債

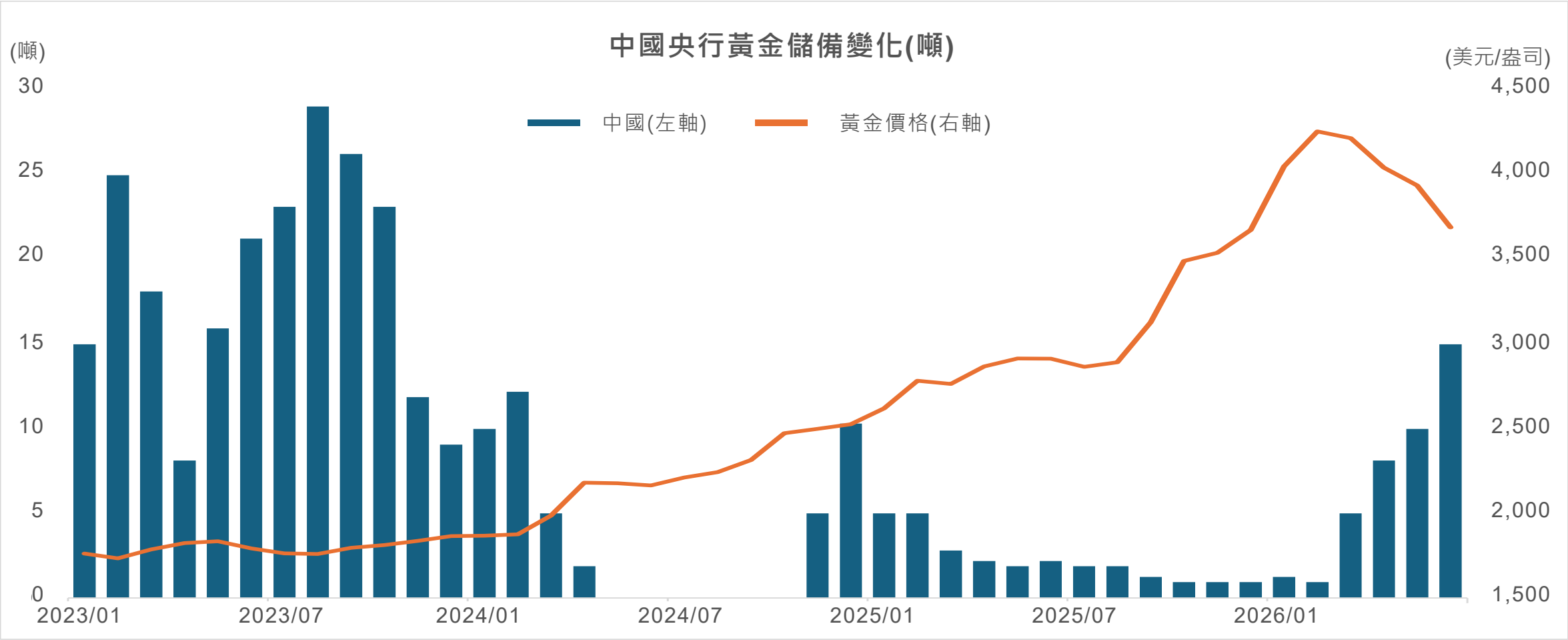
中國的外匯儲備還能投資在哪？黃金是顯而易見的答案



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

行動勝於空談

在散戶投機情緒消退後，中國央行恢復購金步伐



黃金更大的催化劑將在2027年初

黃金投資邏輯：目前具防禦性支撐，而未來將迎來更清晰的總經催化劑

01

2026年的餘下時間

若進一步升息風險未實質上升，地緣政治的不確定性與市場波動將使重現其避險資產價值。



02

2027年初：基期效應消退

2026年油價與通脹的高基期將使明年的通脹年增率看似趨緩，進而改善市場對減息預期重燃的展望。



03

美元走弱支撐金價

若通脹降溫重新點燃貨幣寬鬆預期，走軟的美元將為黃金創造更為明確的週期性利多。

比特幣受惠於對美元信心的喪失

市場對美國國債失去信心，將使比特幣復甦的時程提前

協定事實

既定程式碼機制

下一次減半將發生在第**1,050,000**個區塊。

區塊獎勵預計將從每區塊**3.125**顆BTC降至**1.5625**顆BTC。

減半會在每**210,000**個區塊發生一次；日期大約在2028年春季。

配置解讀

潛在的早期佈局

隨著下一個區塊里程碑臨近，**2028**年明確的供應量變化可能會吸引資金佈局。

單純從供需來看，發行量減少會降低新礦工的供應量，並減少潛在的拋售壓力。

關鍵注意事項

並非避險資產

市場需求、政府法規、流動性以及風險偏好等因素，可能會主導上述的機械式供應鏈減半效應。

減半日期為預估值，並非固定於日曆上的某一天。

不應將比特幣視為等同於黃金的危機避險工具。

過去的每一次減半都伴隨著比特幣的牛市

比特幣價格(2014-2026)



比特幣價格(近6個月)



投資策略

固定收益、日圓、黃金以及比特幣

- **固定收益**：我們認為美國財政部宣布的國債買回計畫，將引發市場對財政體質的進一步擔憂，進而推動投資人額外的拋售壓力。這也可能對長天期投資級公司債造成相似壓力。此外，為AI資本支出籌資的需求可能在市場上引發排擠效應(crowding-out effect)。我們建議投資人將焦點放在2至5年期存續期的區間，該區間目前仍受溫和的通脹前景保護。
- **日圓**：繼美日兩國聯合干預匯市失敗後，我們預期日本加速升息以防止日圓進一步貶值的風險將隨之增加。為對沖因日圓套利交易平倉而導致美國資產遭拋售的風險，我們建議投資人透過做多日圓遠期外匯來保護其美國投資部位。
- **黃金**：今年稍早圍繞黃金的投機情緒已經消退。隨著市場對美國國債(傳統上被視為首選的無風險資產)的擔憂持續升溫，黃金將逐漸重拾其避險地位。當前優勢在於溫和的通脹環境，這抑制了進一步升息的可能。金價強勢的上漲動能預計將落在2027年第一季，屆時減息論述將重回焦點，且通脹將在2026年的高基期對比下趨於正常化。
- **比特幣**：隨著投資人將目光轉向美元貶值，加密貨幣再次成為焦點。即使總體經濟因素不變，我們預期比特幣將在2027年第一季迎來反彈，因為投資人會針對2028年春季的減半週期及潛在的減息論述提前佈局。而疲軟的美元正加速兌現這些基本面預測。

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應該該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據) 未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失（如適用）。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應該該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認可，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及之風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。

新加坡：This document is provided for general information and circulation only, and is not an offer or a solicitation to deal in any securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to any financial products mentioned herein. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. You should ensure that you understand the risk(s) involved and should independently evaluate particular investments and consult an independent financial adviser before making any investment decisions. All information and opinions contained herein is based on certain assumptions, information and conditions available as at the date of this document and may be subject to change at any time without notice. 免責聲明：本文內容僅做為一般資訊散佈用途，不構成任何證券投資的要約或招攬、成立任何法律關係、也不表示針對所提到的金融商品提供建議或推介。它並沒有考慮您的特定投資目標、財務狀況及個人需求。在做出任何投資決定前，您應確保您已瞭解所涉風險，並應獨立評估及諮詢專業投資顧問。此處提供的所有資訊及意見是依據本文作成日期所獲得的特定假設、資料及條件為基礎，因此可能在未經通知的情況下隨時變更。