



投資總監慧眼

梁啟棠, 國際財富管理 首席投資總監

債息升勢何時逆轉？

*Rising Bond Yield: Not a Crisis
A Potential Reversal by the End of 1Q27*

16 October 2026



美國國債孳息率攀升理論上會壓抑估值

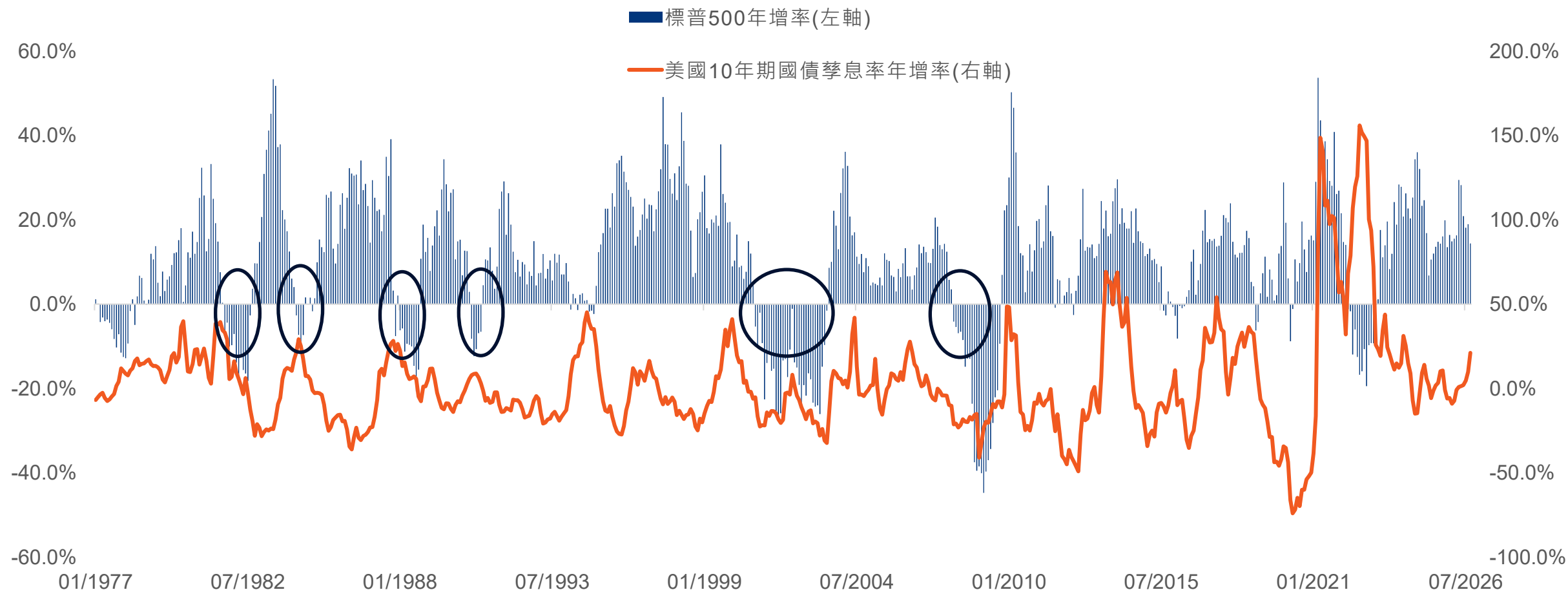
然在債券孳息率走升下，股市表現仍同步向上



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

孳息率攀升會引發金融市場危機嗎？

過去市場大幅修正時並非由孳息率上升所致



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

孳息率上升僅為危機發生的先決條件，而非引發危機主因

市場能夠管理可預期的趨勢，卻難以應對預料之外的衝擊

- **趨勢是危機形成的先決條件，而非危機本身。**無論是正向或負向發展的趨勢，其演變過程通常都可被市場觀察。市場會提前進行定價、避險、調整資金配置，並建立相應的風險管理機制。因此，即使某項趨勢發展得再劇烈，也鮮少單獨引發危機。孳息率或許會提高市場的脆弱性，但並不會直接造成危機。
- **真正的導火線往往來自預料之外的事件 – 衝擊往往源自於市場預料之外的事件，而非事件本身的絕對規模。**市場失序通常源於共識以外的風險。因此，相較於事件本身的規模，其是否超出市場預期才是關鍵。
- **當既有應對框架失效時，危機才會真正爆發。**無論是市場參與者或政策制定者，都有各自的應對框架。央行有政策反應函數，避險基金有風險管理模型，財政部門則有融資規劃。這些應對機制皆是根據既有市場趨勢所建立。若突發事件仍在既有框架的可承受範圍內，其影響僅止於市場動盪；而一旦衝擊超出機制可承受範圍，便可能引發危機。
- **不要把焦點放在孳息率水準上 – 關注孳息率的變動速度，以及誰被迫拋售。**孳息率水準反映的是市場趨勢；價差則會構成市場衝擊；當參與者被迫賣出，才可能進一步引發危機。

危機未必真正會發生，但隨(1)債券孳息率維持高昂、(2)AI資本支出衍生的龐大融資缺口，以及(3)市場集中度持續攀升，市場已逐漸具備構成危機的前置條件。因此，即便市場趨勢仍偏向正面，但在目前的宏觀背景下也預示著市場波動性將會增加。

長天期國債孳息率不僅受通膨因素驅動

期限溢酬具全球連動性：德國、英國與日本國債孳息率皆會牽動美債孳息率走勢

- **通膨預期**。關鍵在於市場的通膨預期能否持續穩定於2%。然而，服務類通膨的僵固性，加上薪資、居住成本、關稅與去全球化趨勢，皆進一步推升了風險溢價。
- **經濟成長預期**。強勁的經濟成長與生產力有助推升實質孳息率；而對經濟衰退的擔憂則會促使資金轉向避險資產，進而壓低長天期孳息率 – 該變化甚至會在聯儲局採取政策調整前便已開始反映。
- **美國債務與財政狀況**。其影響主要反映於期限溢酬，而非政策利率本身。美國財政赤字占GDP比重達6%至7%、債務占GDP比率超過120%，加上大量付息國債發行、國債標售需求轉弱，以及對價格不敏感的買盤持續縮減(包括聯儲局持續進行量化緊縮(QT)，以及海外央行逐步降低持債規模)，均可能推升期限溢酬。
- **全球資本競爭**。日本便是近期最具代表性的例子。日本10年期國債孳息率近期升破3%，並於10月7日升至3.11%，為1996年以來首度突破3%。隨著日本國債和對沖後外國債券收益率更具備吸引力，日本資金開始回流本土市場，日圓套利交易逐步平倉，進而帶動全球長天期資產重新定價，使高利率環境維持更長時間。此外，期限溢酬具全球連動性：德國國債(Bund)、英國國債(Gilt)及日本國債(JGB)孳息率的變化，都會透過全球資金流動影響美國國債市場。
- **美元、去美元化與政治因素**。若美國刻意維持強勢美元政策，通常意味著其利率水準需高於其他主要經濟體。然而，去美元化已成為長期結構性趨勢。歐洲央行於2026年6月指出，黃金已超越美國國債，成為全球官方儲備資產中占比最高的資產。隨著海外央行對美國國債的需求下降，意味著美國政府須提高期限溢酬，而增加的融資成本最終將由美國納稅人承擔。

除非油價從目前水準進一步上漲

油價年增率有望自**2027年3月**起趨近持平甚至轉為負值



這將帶動市場對**2027年第一季末減息**的
預期進一步升溫



9月升息旨在防範通膨風險再度升溫

當前美國經濟條件恐不足以支持高利率環境

9月非農就業人數

+29k

遠低於市場預期；企業聘僱動能疲弱

失業率

4.2%

由4.1%升至4.2%；勞動市場呈現「低招聘、低裁員」格局

密西根大學消費者信心指數

46.3

創近五個月低點；近期指數更降至歷史新低

實質GDP(第2季)

+2.2%

經濟成長仍具韌性，但成長動能逐漸集中於AI及資本支出相關領域

AIER領先指標

42

由88大幅下滑；房市及零售活動明顯轉弱

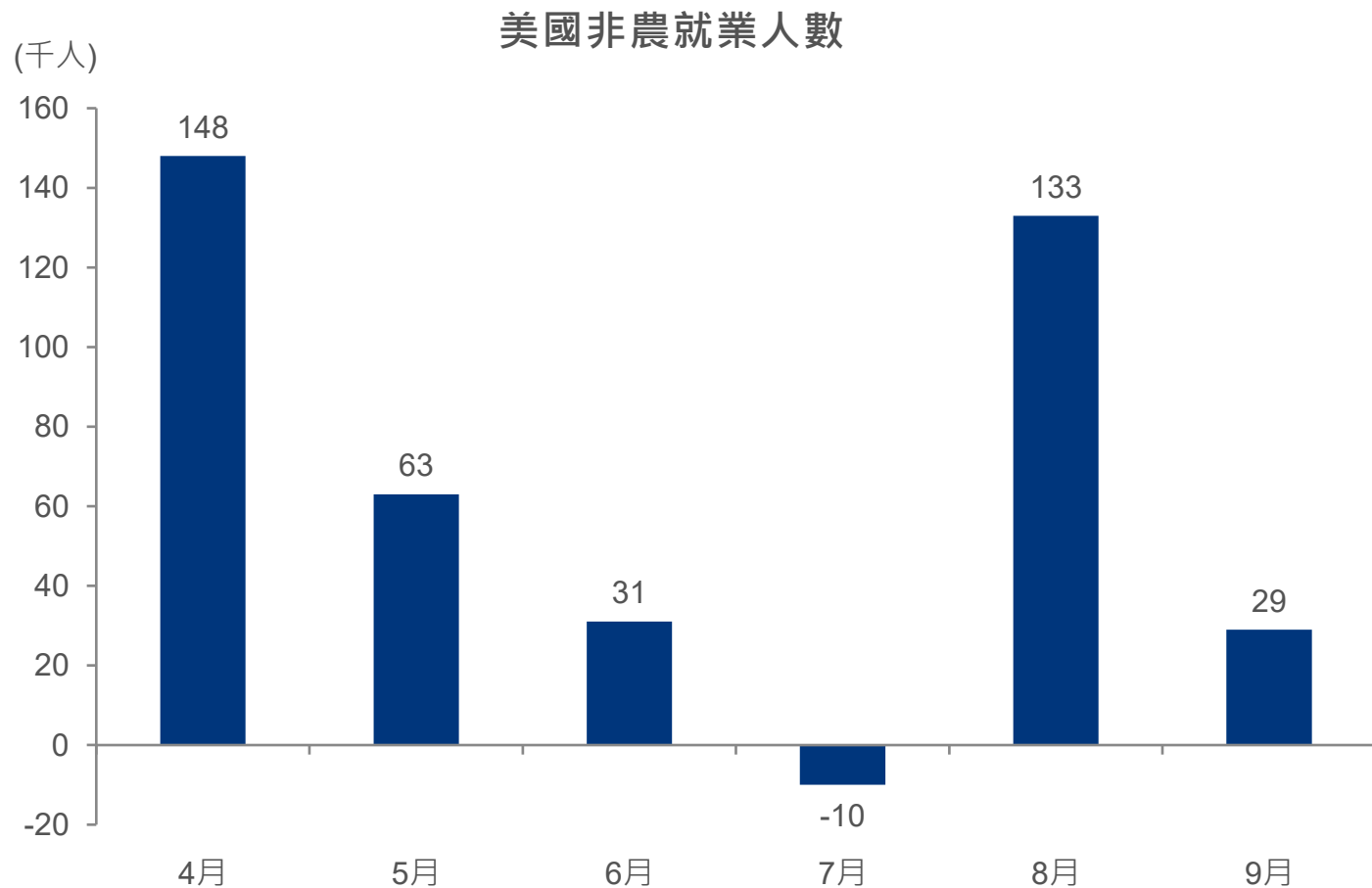
10年期美國國債孳息率

~5.2%

國債孳息率維持高檔；財政壓力仍然存在

勞動市場：招聘動能趨於停滯

9月非農新增就業僅2.9萬人，前期數據亦遭下修；勞動參與率下滑推升失業率



重點觀察

- 呈現「低招聘、低裁員」格局
- 家戶調查顯示勞動市場表現較疲弱，勞動力人口亦有所下降
- 維持勞動市場穩定所需的就業成長已接近零
- 失業率為4.2%，較前月增加0.1%

消費者信心已降至衰退時期之水準

密西根大學10月初調查顯示消費者信心指數降至**46.3**，近期指數更跌至**44.7**之歷史新低

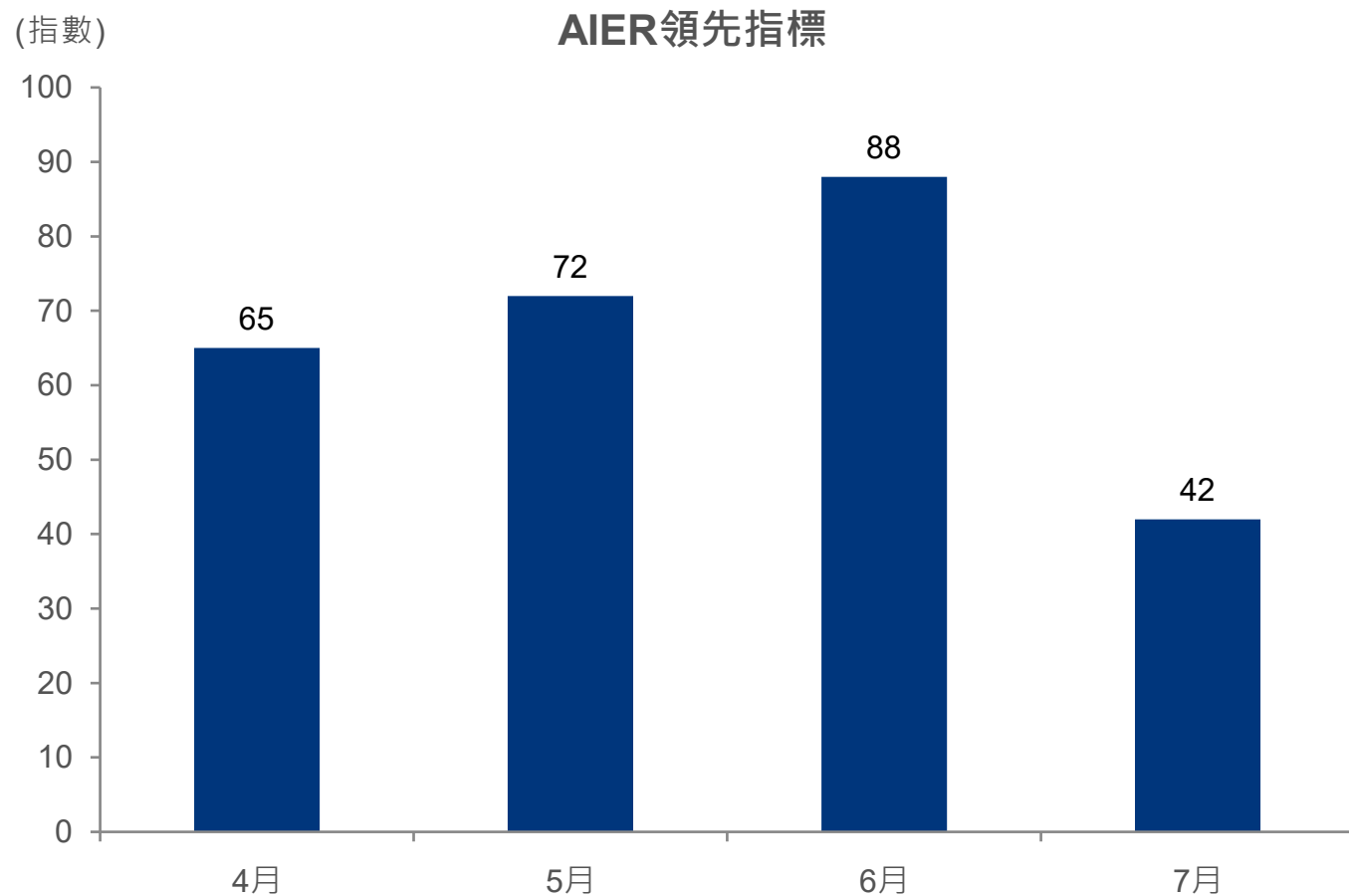


為何重要？

- 消費者信心通常領先消費支出表現
- 高油價與黏性通膨持續壓抑消費意願
- 僅約**31%**的受訪者計畫維持原有消費水準
- 實際與數據表現分化：總體經濟數據仍具韌性，但家庭實際感受到的財務壓力持續升高

領先指標顯著轉弱

AIER商業景氣之領先指標於7月由88大幅降至42，房市、零售、運輸、資本財及孳息率利差等指標同步走弱



承受壓力的主要項目

- 房市及零售活動
- 運輸業
- 資本財訂單
- 孳息率利差訊號

目前同時指標仍維持穩健，呈現典型的景氣循環末期格局

型塑2027年投資策略

通膨與經濟成長動能同步放緩下，長天期國債孳息率有望回落至5%以下

- **通膨**：自2027年3月起，高油價基期效應有望使油價年增率趨於持平甚至轉為負值，除非油價較目前水準進一步上漲。隨通膨壓力逐步緩解，市場對2027年第一季末降息的預期可望進一步升溫。
- **經濟成長**：企業招聘動能已趨於停滯，消費者信心接近衰退時期水準，房市、零售、運輸及資本財等領先指標亦持續轉弱，顯示經濟正逐步步入景氣循環末期。
- **長天期國債孳息率**：在典型的通膨放緩情境下，通膨預期下降及實質經濟成長動能轉弱，將同步壓低長天期利率中的通膨預期以及實質孳息率。在其他條件不變的情況下，長天期國債孳息率可望回落至5%以下，惟財政供給及期限溢酬上升仍是主要風險因素。現階段仍偏好投資等級公司債，但我們預期2027年資金配置將逐步轉向長天期美國國債。
- **股票估值**：隨長天期國債孳息率回落，成長股的評價有望獲得支撐。同時，基準利率上行壓力減輕亦有助降低成長型企業的融資成本，進一步帶動市場風險偏好回升。
- **結構型商品股票部位**：在短期不確定性依然偏高的情況下，市場在對利率路徑有更清晰的輪廓前，波動率可能會持續存在。我們建議在波動率仍處於高檔時，選擇性採取賣出賣權或賣出買權策略。

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。