

交銀金融

2026 年 9 月號 第 219 期

環球金融市場部研究組

聚焦歐美主權債券市場進展： 能源衝擊與加息預期引燃拋售 長端收益率創下多年新高

摘要

- 今年以來，在輸入型通脹壓力、AI 融資需求擠出效應以及美國財政失衡加劇等因素的共振下，市場對美聯儲加息預期升溫，各期限美債利率上漲，期限溢價回落，價格波動性攀升。
- 由於能源價格上漲、經濟動能疲弱及政壇撕裂加劇，歐洲央行轉向加息，各期限歐債利率普遍上行，且受到美債溢出效應影響，部分歐元區國家主權債利率攀升至數十年來高位。
- 從短期來看，若國際能源供給能夠復常，發達經濟體主權利率上行態勢或將得到一定緩解；從中長期角度，由於政府債務負擔持續膨脹，歐美主權債務利率仍然易升難降。

一、美國國債走勢回顧及展望

（一）今年美債走勢：中長期美債息創多年新高

- 中東衝突爆發後，加息預期升溫驅動各個期限美債利率大幅攀升：截至今年 9 月 24 日，30 年期美債利率從年初的 4.84% 累計上漲 65 個基點至 5.49%，創 2004 年以來最高；2 年期、10 年期美債利率則分別上行 145 個及 103 個基點至 4.92% 及 5.20%，特別是 10 年期美債利率已經創下 19 年新高，且目前仍持續在 5% 心理關口附近高位震盪。債市波動性也大幅攀升，9 月下旬美債 MOVE 波動率指數，曾漲至 104，創下今年 3 月底以來新高。
- 期限溢價整體回落，利率曲線呈現熊平狀態：回顧 7 月至 8 月美聯儲加息落地前，美債利率曲線曾呈現短端受加息預期降溫而回落震盪、長端在多重溢價推升下逆勢創高的「扭轉式陡峭化」特徵，10 年期減 2 年期及 30 年期減 2 年期利差一度階段性走擴；但進入 9 月，隨著中東地緣局勢升級，再度推升油價、8 月美國非農大超預期以及 9 月 FOMC 全票加息 25 個基點，短端政策利率預期也大幅上修，期限利差有所收窄。

圖 1-1：今年以來，各期限美債息普遍上漲，期限溢價回落

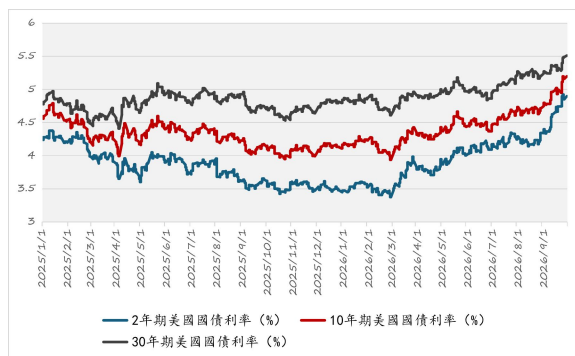
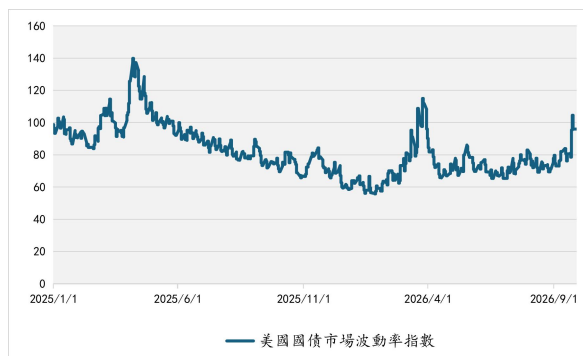


圖 1-2：美債市場波動性上升



數據來源：Bloomberg

（二）美債利率上行：通脹重燃、財政失衡與 AI 產業融資需求的共振

根據紐約聯儲提出的期限結構模型，10 年期美債收益率可以分解為兩部分：未來短端利率預期和期限溢價。前者是市場對美聯儲政策利率路徑的預期，後者是長久期債券為吸引資產配置而提供的風險補償。

根據這個模型，對比 2026 年至今及 2025 年的平均水平，10 年期擬合美債收益率平均值上升約 17 個基點，其中約 8 個基點來自未來短期利率預期的抬升，9 個基點來自期限溢價的上升。因此今年美債收益率之所以飆升，除期限溢價上行之外，也反映出市場重新定價未來美聯儲政策路徑，從年初的降息預期轉向當前加息預期。參考這個模型，我們將美債的影響因素分為以下四個要素：

1、短期政策利率預期上移：美聯儲的抗通脹決心與基本面韌性

美國的通脹粘性導致聯儲轉鷹。能源領域帶來的供給沖擊已經擴散為更廣泛的經濟現象，通脹數據「太高太久」；且進入 7 月後，中東局勢烈度提升，油價重新走高，增加了市場對通脹的擔憂。從近期幾次 FOMC 的政策方向來看，美聯儲官員們先是在 6 月 FOMC 上通過點陣圖釋放更鷹派信號，7 月 FOMC 會議上更有三位票委認為應該立即加息，9 月 FOMC 會議之前沃什曾表態就業具有韌性，關鍵在於通脹；9 月 FOMC 會議上，美聯儲全票通過加息 25 個基點，其中 16 人認為 2026 年底前還需加息至少一次，清晰彰顯美聯儲對抗通脹的決心和鷹派政策的轉向。

美國經濟基本面具有韌性。今年以來，美國科技巨頭紛紛上調 2026 年資本支出預期，四大雲計算廠商在與 AI 相關領域的資本開支呈強勁擴張態勢，對晶片、存儲以及數據中心建設的需求亦驅動製造業 PMI 持續走高。受勞動參與率連年下降的影響，就業市場維持「低招聘、低解僱」的平衡局面，8 月非農就業數據意外增長 16.2 萬人，失業率亦企穩於歷史低位；同時，私人部門零售銷售數據表現良好，顯示經濟復蘇正由 AI 投資向更廣泛領域擴散。

今年 1、2 季度，美國 GDP 環比分別增長 2.1%及 1.5%，在發達經濟體中增速領先。

2、期限溢價結構性抬升：美國的財政失衡、美債供求與主權信用風險

✚ **美國政府債務問題：**財政赤字擴張通常伴隨中長期國債供給上升。截至 9 月下旬，美國聯邦債務總額達到 40.07 萬億美元，較年初增長 1.57 萬億美元。根據美國國會預算辦公室的數據，2026 財年前 11 個月，美國聯邦利息支出已經達到 1.05 萬億美元，佔總支出比重達 15.4%。由於現存可供交易的美債（約 32.4 萬億美元）中，67%為 10 年期及以上券種，美國財政赤字的不斷膨脹，對於偏好長期資產的投資者而言，意味著承接更多久期敞口需要更高的收益補償，從而顯著推升期限溢價。

✚ **美債買家結構性變化：**近年來，傳統美債買家（如各國央行、官方機構）持有美債比例下降，外國官方持倉佔比從 2015 年至今年 7 月份，已累計下降約 12 個百分點至 9.5%。意味著美債需求日益依賴對價格更為敏感的投資基金等私人買家。美國財政部最新數據顯示，截至 7 月，海外官方持有的美國國債較上年末減少 1,040 億美元。作為美國國債最大的境外持有者，日本今年已累計減持 820 億美債，而中國在今年前 7 個月也減持了 660 億美元美國國債。

✚ **主權信用風險：**自 2023 年開始，標普、惠譽、穆迪等主要評級機構已接連下調美國政府主權信用評級，指出美國財政狀況和治理持續惡化，整體債務負擔高企且呈增長趨勢，財政開支缺乏可持續性。若美國政府杠杆率持續過高，市場對其財政可持續性的信心會將受到削弱，投資者將要求額外風險溢價，以應對違約和再融資不確定性。過去，美債因流動性強、安全性高而享有估值優勢，收益率相對偏低；然而，隨著利息負擔不斷加重，美債再融資壓力正重新被市場納入定價考量。

3、AI 資本開支融資浪潮：貫穿短端利率路徑與期限溢價的變數

✚ **今年美國企業債供給端快速放量，特別是 AI 相關企業債券加大了對市場存量資金的爭奪：**隨著 AI 資本開支持續加碼、投資回收期拉長，科技巨頭自有現金流逐漸吃緊，越來越依賴外部長債融資。根據美國證券與金融市場協會數據，截至今年 8 月，美國企業債發行規模達 1.89 萬億美元，同比增長 29.8%，發行量處於 2021 年以來高位。從期限結構看，中長期企業債供給壓力尤為突出，2025 年以來美國新發企業債中 5 年以上品種佔比高達 74.5%，且 10 年及以上長期限信用債供給密集放量（佔比達 33%左右），導致中長端債券市場供求格局顯著趨緊。

✚ **長久期科技企業債與長端美債在保險、養老金等有限的資金池中形成直接競爭。**例如，今年 7 月亞馬遜發行的 30 年期 AA-級投資級企業債票息率已經達到 6.10%，高於同期美債息 110 個基點左右。由於私人部門投資者傾向於追求利潤增厚，美國債券基金對國債配置比重已由 2026 年 2 月的 36%下降至 33%，而公司債券的配置比重則上升至 30%。這表明，私人部門的融資需求對美債需求構成實質性擠出效應，因此全市場債券供給的大幅擴張，進一步推高了美國國債的風險補償與期限溢價。

4、政策博弈對債市供求的階段性擾動

- ✚ **美日外匯干預的階段性擾動：**今年以來，由於日圓匯價持續疲軟，日本當局大規模賣出外匯儲備以支持本幣匯率。根據美國財政部的數據，今年前 7 個月日本官方已累計減持約 820 億美元美國國債，佔其總持倉的約 7.5%。特別是今年 7 月底，日本當局為穩定本幣匯率，直接拋售中長端美債以獲取美元流動性。日本當局的售出操作導致美債期限溢價迅速走擴，10 年期美債收益率快速上行 14 個基點，10 年期減 2 年期美債利差走擴了 12 基點。
- ✚ **財政部「借短買長」回購救市失靈：**8 月 19 日，美國財政部宣布，將長期國債單輪最高回購規模從 20 億美元翻倍至至少 40 億美元。此舉雖然在當日帶動 10 年期及 30 年期美債分別下行 6 個及 9 個基點，但次日便全數反彈、收回跌幅。9 月 24 日，美國財政部再次加碼長債回購規模，計劃將買入面值最多達 60 億美元的 20 年到 30 年期美債。然而，目前美國國債餘額已突破 40 萬億美元，年內長期國債（10 年期及以上）淨發行額亦達 2,600 億美元，美國財政部微幅的回購操作僅能產生短期的市場影響，對於從根本上解決美債市場結構性的供需失衡的問題而言，可謂杯水車薪。

（二）美債後市展望

- ✚ **第四季度仍關注美聯儲是否連續加息：**美國 8 月非農超預期增加 16.2 萬人，主要是由於異常溫和的季節性調節因數，若剔除該因數的影響，就業增長並未明顯反彈，因此尚不足以構成加息的充分依據。通脹方面，8 月 CPI 同比增長 3.4%，符合預期；CPI 環比高於 7 月，核心 CPI 超預期達 0.3%，且高於 0.2% 的中樞。通脹數據發布後，市場對美聯儲本輪緊縮周期的加息次數押註直線上升至 3-4 次左右。展望第四季度，預計美聯儲仍將重點關注通脹問題，尤其是油價中樞在高位波動，可能令通脹在較長時間維持粘性。因此，美聯儲在年底仍存加息空間。
- ✚ **從中長期中樞來看，預計短端利率或因通脹回落而下行，但中長端利率難以逆轉上行趨勢。**短端美債利率方面，若中東局勢緩和、霍爾木茲海峽復常帶動油價回落，通脹前景則有概率降溫，美聯儲加息緊迫性解除，帶動短端利率企穩或有所下行。長端利率方面，AI 投資的大規模融資需求，疊加美國等發達經濟體的財政赤字擴張，令私人部門與公共部門同時爭奪資金，因此中長端利率中樞系統性走高的趨勢將難以發生逆轉。

圖 1-3：市場目前押註美聯儲還有 3-4 次的加息空間

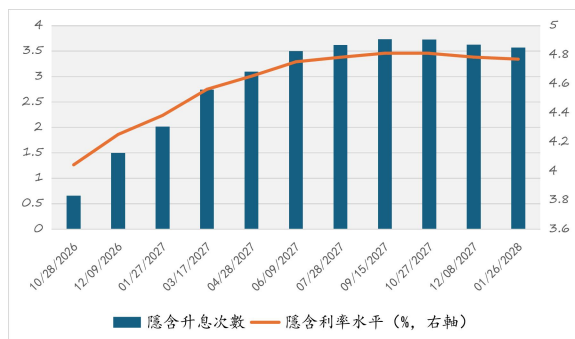


圖 1-4：9 月美聯儲點陣圖顯示大部分官員支持年內至少還將加息 1 次



數據來源：Bloomberg

二、歐洲主權債券利率走勢及展望

（一）今年以來歐洲主權債利率走勢

✚ 法國方面，由於市場對歐洲央行短期加息的政策預期顯著升溫，及受到對法國債務持續膨脹的憂慮情緒影響，各期限法債息普遍上漲：截至 9 月 17 日，2 年期、10 年期法債利率累計攀升 114 個及 91 個基點，達到 3.452% 及 4.473%（法債利率甚至超過了債務率更高的義大利）；同時，10 年期減 2 年期法債利差從 125 個基點降低至 102 個基點，利率曲線整體轉平。而 10 年期法德利差從年初低位的 50 個基點左右，持續攀升至 109 個基點，意味著市場對法國政府財政愈演愈烈的失衡狀況，已開始要求更高的風險溢價。

✚ 德國方面，加息預期升溫驅動各期限德債息普遍上漲：截至 9 月 17 日，2 年期、10 年期德債利率分別上漲 111 個及 67 個基點至 3.23% 及 3.521%，長端利率漲幅相對法國同期券種來說較有限，德債在市場波動性較大的情況下吸引了部分避險買盤入場，顯示出市場對德國政府的償付能力仍然具有一定信心；此外，10 年期減 2 年期德債利差從 73 個基點降至 29 個基點，期限溢價整體下行，除受到美國市場的溢出效應影響外，市場對德國經濟增速回落的預期也令中長端利率上行速度放緩。

✚ 英國方面，政局動蕩、財政失衡及英國央行加息預期升溫驅動各期限英債息普遍上漲。截至 9 月 17 日，2 年期、10 年期英債息分別上漲 108 個及 83 個基點至 4.80% 及 5.31%，30 年期英債息一度升至 1998 年以來新高的 5.95%，顯示中長期債市需求惡化。此外，由於短端加息預期升溫及經濟增長前景黯淡，10 年期減 2 年期英債利差從年初的 76 個基點縮窄至 51 個基點，利率曲線轉平，而 10 年期英德利差也從年初的 162 個基點攀升至 179 個基點。

其他歐洲國家各期限利率普遍上漲，且中長期券種的價格波動性顯著攀升。截至 9 月 17 日，2 年期、10 年期義大利國債利率分別上漲 122 個及 79 個基點，達到 3.417% 及 4.338%，10 年期減 2 年期意債利差從 135 個基點降至 92 個基點；2 年期、10 年期西班牙公債利率分別上漲 106 個及 65 個基點至 3.318% 及 3.286%，10 年期減 2 年期西班牙公債利差也從 103 基點縮窄至 62 個基點。從利差方面，10 年期意德利差從年初低位攀升了 30 個基點以上，反映出在美國債市的溢出影響下，市場對債務負擔嚴重的歐元區國家主權信用風險的定價也顯著攀升。

圖 2-1：今年以來，各期限歐洲國家主權債券利率普遍上揚

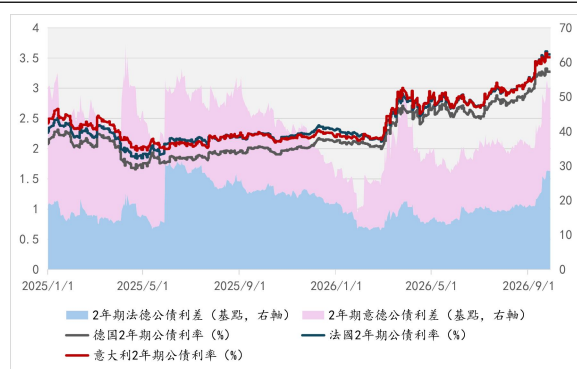
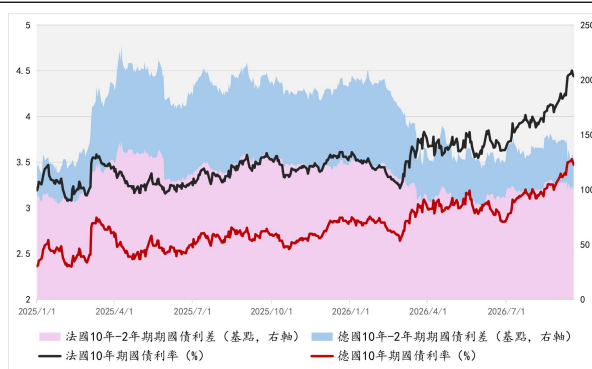


圖 2-2：期限溢價也較去年回落，利率曲線呈現熊平形態



數據來源：Bloomberg

（二）歐洲貨幣及財政政策回顧與展望

1、歐元區：經濟增速偏慢但通脹有所反彈，財政、貨幣政策仍然適度寬鬆

經濟基本面：今年上半年，歐元區經濟整體呈現溫和復甦態勢。在經歷一季度的 GDP 增長停滯之後，歐元區二季度 GDP 季度環比成長錄得 0.6%，實現溫和反彈，其中與美國 AI 產業投資相關的出口擴張是最重要的增長引擎，但私人部門（特別是固定資產投資）整體仍然復蘇乏力，此前歐元區政府投資帶來的增長動能也整體轉弱。

➤ 通脹方面，由於中東衝突帶來的油價暴漲，近年來歐元區 CPI（特別是核心 CPI）緩慢回落並總體在 1.5%-2.5% 區間波動的趨勢被打斷，截至今年 8 月，歐元區整體及核心 CPI 同比分別上漲 3.2% 及 2.4%，均高於央行 2% 的價格目標。

財政政策：今年歐元區國家的財政立場為保持中性至適度的擴張性。截至今年一季度，歐元區存量政府債務達到 11.4 萬億歐元，佔區域 GDP 之比達到 117.6%，亦高於歐盟 60% 的約束上限。今年上半年，德國、法國的財政赤字分別達到 713 億及 1,068 億歐元，佔國內生產總值分別為 3.1% 及 7.0%，均高於歐盟 3% 的預算赤字紅線。

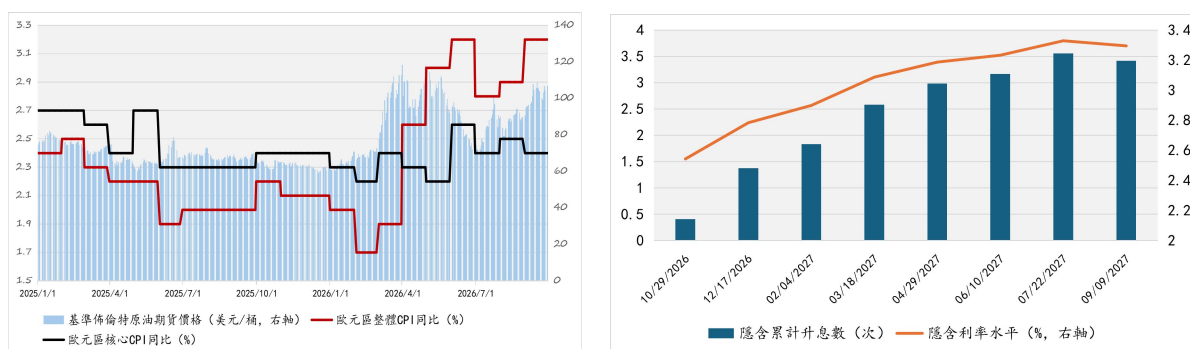
➤ 另一方面，考慮到政府債務規模的快速累積與利率水平的居高不下，當前歐元區國家

實施財政寬鬆政策的騰挪空間較為有限。尤其是近年來，由於美國經貿外交政策發生 180 度轉變，加之局部地區軍事衝突爆發後，國際供應鏈嚴重受阻，當前歐元區在國防及基建費用、債務利息及社保福利等方面的各項剛性支出居高不下。然而，經濟增速疲軟令稅收增長乏力，政府支出及收入缺口正迅速擴大。

✚ **貨幣政策：有所緊縮，但利率絕對水平仍然處於寬鬆區間。**今年，歐洲央行於 6 月及 9 月的議息會議上分別加息 25 個基點，將主要存款利率從 2.00% 累計上調至 2.50%（中性水平下限）。9 月貨幣政策聲明中指出，鑒於經濟前景高度不確定，通脹面臨上行風險而經濟成長則面臨下行風險，暗示歐元區「類滯脹」可能性攀升。但聲明中並未提供明確的加息路徑提示，整體來看，歐洲央行仍然維持了審慎觀望的政策取態。

➤ 另一方面，目前 OIS 市場基本完全計價了歐洲央行本輪的緊縮周期將持續至明年。除年內尚有 1 次加息空間外，市場已完全計價明年上半年還將加息 2 次，而反應利率政策預期的短端國債利率普遍上行 100 個基點以上，歐元區金融環境總體呈收緊趨勢。

圖 2-3：由於國際能源價格上漲，歐元區通脹緩慢回落勢頭被打斷
圖 2-4：市場目前計價歐洲央行本輪緊縮週期將持續至明年



數據來源：Bloomberg

2、英國：復蘇動能加快疊加通脹粘性較強，財政、貨幣政策維持限制性

✚ **經濟基本面：上半年英國經濟整體呈現快速復蘇勢頭。**一、二季度英國的 GDP 環比增速分別錄得 0.6% 及 0.4%，在主要發達市場中居於相對較前地位。從分項數據來看，私人消費、企業固定投資呈現出反彈勢頭，而出口增長與政府投入擴張也對經濟提供了支持。

➤ **通脹方面**，核心物價指標整體處於回落趨勢中，但國際油價增長令近幾個月以來整體 CPI 有所反彈，截至 8 月，英國整體及核心 CPI 同比增長分別錄得 3.1% 及 2.6%，雖然仍高於央行 2% 目標，且服務業通脹仍然高於 3%，惟整體物價顯示出較強的粘性。

✚ **財政政策：英國近年來的財政收支基本維持緊平衡。**去年秋季預算案通過延長稅階凍結期、上調部分所得稅率的方式增加稅收，為政府開支提供逾 200 億英鎊的財政緩衝，而新上任

的英國首相伯納姆也多次強調要嚴守財政紀律。數據來看，今年上半年，英國政府累計淨借款已經達到 263 億英鎊，規模較去年同期顯著攀升，主要是來源於通脹推升了英國債務利息、社保福利以及政府採購的成本。

- 考慮到當前大舉增支只會重燃市場對英國財政可持續性的擔憂情緒，同時推升較具粘性的物價漲勢，預計今年 10 月將公布的秋季預算案不太可能提出大規模的財政寬鬆計劃，但新首相執掌的政府仍然面臨維護市場信心以及兌現政策承諾之間的艱難權衡。

貨幣政策：英國央行維持政策利率在限制性水平，取態偏鷹派。今年以來，英國央行連續 5 次議息會議保持主要政策利率在 3.75% 水平不變，在主要發達市場中為較高。9 月貨幣政策聲明中表示，中東衝突推高能源價格，但目前沒有看到輸入型通脹造成實質性的二輪效應。考慮到英國經濟活動略強於預期，票委仍然支持通脹風險偏向上行的判斷，傳遞出審慎偏鷹派的政策取態，目前市場仍然押註明年上半年之前，英國央行有 3 次左右加息空間。

- 此外，由於近期英國國債市場的波動性，英國央行對其量化緊縮計劃也進行了修正，新方案將保留目前存量 4,880 億英國國債中的 1,200 億超長債以支持貨幣供應，剩餘債券則通過自動到期（2,220 億英鎊）或主動出售（1,460 億）的方式在 2034 年之前完全平倉，相當於原本年均 700 億英鎊的主動出售規模降至每年 460 億英鎊左右，從而穩定了此前英債（特別是中長期券種）的拋售潮。

圖 2-5：今年以來，英國整體通脹指標反彈，但服務業通脹持續回落

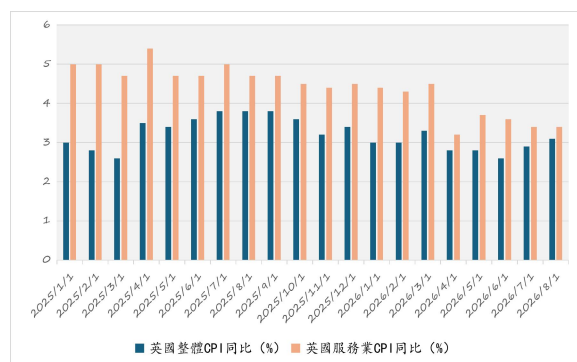
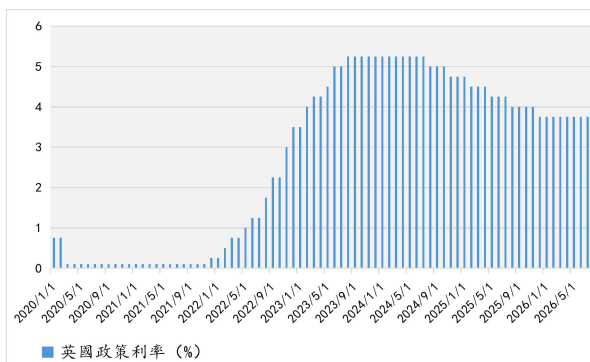


圖 2-6：英國政府今年維持政策利率不變，並未採取加息行動



數據來源：Bloomberg

（三）歐洲主權債市後市展望

1、歐洲主權債的供給與需求：發行量整體回落，近期中長期利率上漲主要受到美國市場的溢出影響

今年前 8 個月，歐洲政府債券的發行量整體回落，存量主權債務增速總體放緩：

- 歐元區國家政府累計發行歐元公債 1.46 萬億歐元，較上年同比回落 13%，當中主要是德法意三國受制於財政騰挪空間受限，公債發行量顯著回落：法國發行 5,004 億歐元（佔比 34%），同比下降 15.5%；德國發行 3,650 億（佔比 25%），同比回落 20%，義大利發行 3,248 億歐元（佔比 22.3%），同比回落 9.7%。
- 英國方面，今年前 8 個月累計發行 1,855 億英鎊，也較去年同期回落了 48%。可以看出自 2022 年俄烏衝突導致歐洲能源危機之後，歐元區成員國通過政府舉債方式補貼居民生活成本的措施已經在事實上難以維繫，自 2024 年以來，歐元區政府債券的發行規模保持了連年下滑的態勢，歐元區存量主權債務的增長速度整體放緩。
- ✚ 而從需求方面，歐洲主權債投資者需求大體較為穩健，債市波動性主要來自域外投資者。存量的 11.4 萬億歐元主權債中，除美國主體持有佔比約為 13.4% 之外，歐洲主權債的投資者基本來自於歐洲內部，且主要以區域內的大型銀行為主，投資者需求相對穩健。
- 另一方面，今年歐洲主權債受到美債市場溢出效應的影響，流動性較差的中長期券種利率普遍上行。重債國（如義大利）的 10 年期利率攀升至歐債危機以來新高，而近年來政府債務快速攀升的法國、英國 30 年期券種利率也創下二十年來高位，顯示國際市場對以上幾個國家財政可持續性的憂慮情緒較為濃厚。而德國作為歐元區經濟實力最強、財政開支相對均衡的國家，在避險買盤的支持下長債利率的上行相對有限。

圖 2-7：今年以來，歐洲國家公債發行量有所回落

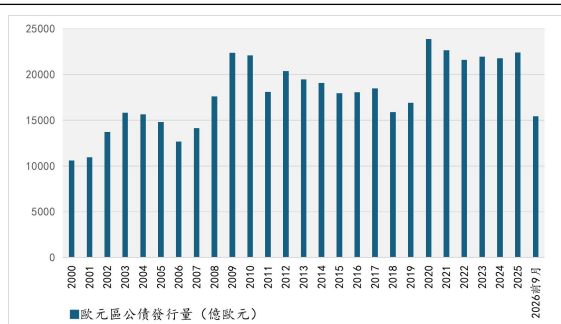
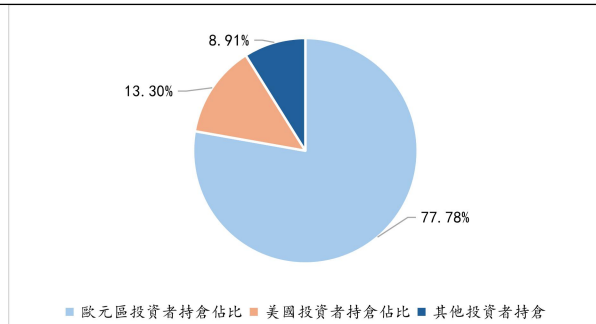


圖 2-8：歐元區主權債投資者大部分為域內銀行機構



數據來源：Bloomberg

2、歐洲財政及貨幣政策後市走向預判

(1) 財政政策：剛性開支尾大不掉，財政擴張空間顯著收窄，債市波動性料攀升

- ✚ 德國政局波動再起，國防支出大增之下，財政騰挪空間嚴重受限：今年 9 月，德國薩安州、梅前州和柏林均舉行了地方議會選舉，首相默茨領導的基民黨接連落敗，極右翼政黨票數逼近單獨執政門檻，而左翼政黨聲量也強勢崛起，顯示在經濟停滯、通脹壓力及社保改革等問題困擾下，德國社會的分歧逐步加深，作為中間派的默茨在彌合社會矛盾、兌現政治承諾方面舉步維艱。

- 特別是，由於防務開支大幅增長，目前德國聯邦政府可供騰挪的財政空間被持續壓縮，今年 7 月德國內閣剛剛批准 2027 年度預算草案，預計將新增債務逾 2,000 億歐元，其中主要是國防開支大幅增長三分之一（達到 1,097 億歐元），意味著在剛性的社保、國防及債務利息支出之外，可以用於民生改善和經濟改革的增量政策已經相當有限。
- 雖然大規模的防務開支能夠短時提高經濟動能，但在長期來看難以顯著提升居民購買力與社會福利（考慮到俄烏衝突的持續膠著），其直接後果就是極端黨派的崛起和政壇的持續動蕩，並對德國債券市場帶來波動性。

✚ **法國總統大選在即，極右翼政策崛起或加劇預算赤字問題：**今年 9 月，法國總理公布了 2027 年國家預算的主要內容，其中政府開支被大幅削減 540 億歐元，特別是對退休人員福利方面做出了較多緊縮性改革，以將財政赤字率控制在 5% 以內。目前法國本土面臨必需品物價上漲、經濟發展停滯、公共服務質量下降等諸多社會矛盾，但考慮到債務規模的持續累積，法國政府不得不轉向不受歡迎的緊縮性財政方案，以平衡財政開支的缺口。

- 2027 年 4 月，法國將舉行總統大選。由於現任總統馬克龍將結束任期，瑪麗·勒龐領導的極右翼政黨國民聯盟在民調中佔有較大優勢。若極右翼領導人當選總統，將對歐洲內部秩序以及西方戰略布局造成深遠衝擊。從該黨派的財政立場來看，其一貫主張通過降低稅收、反對削減退休金福利等的民粹主義財政擴張思路，此舉將可能為本已吃緊的法國財政帶來更大的負擔，預計中長期法國國債利率仍然易升難降。

✚ **英國屢屢換相，財政開支缺口持續擴大，市場對英國債市憂慮情緒濃厚：**由於未能解決英國在脫歐與俄烏衝突之後面臨的社會困境（包括經濟停滯、移民問題以及以醫療為代表的公共服務效能低下），今年 5 月英國工黨在地方選舉中遭遇慘敗，時任首相斯塔默在今年 7 月引咎辭職，而繼任的首相伯納姆成為英國在十年內更換的第七位首相。

- 但是新首相面臨的挑戰仍然嚴峻，英國 2026 財年前五個月的赤字規模已經升至 773 億英鎊，較英國預算責任辦公室 3 月預測高出 81 億，財政開支缺口持續擴大；而在今年 10 月將公布的下個財年預算案中，既要兌現現任首相的民生改善承諾，同時也要安撫市場對英國債市的憂慮情緒，或不得不轉向不受歡迎的加稅方案以獲得更多收入來源，預計後續財政支出對英國經濟的提振作用也較為有限。

(2) 貨幣政策：利率路徑仍取決於能源價格的二輪效應，數量型工具緊縮節奏或減慢

✚ **歐洲央行：加息節奏仍待觀察，後續量化緊縮速度或減慢**

- 從利率工具方面，目前歐洲央行已經通過今年的兩次加息令政策利率接近了限制性區域（2.5% 及以上），雖然市場仍然押註年內歐洲央行有 1 次以上的加息可能，且直至明年 9 月之前歐洲央行總計還有 4 次左右的加息空間，但緊縮是否兌現仍然取決於後續通脹的形勢。

- 從歐元區通脹分項來看，目前支撐整體 CPI 上漲的仍然是國際能源價格上漲帶來的輸入型通脹，核心通脹反而有所回落，特別是服務業通脹已從年初的 3.3% 回落至 3%。經濟的緩慢復蘇與勞動力市場的逐步降溫讓歐洲央行在短期內更加傾向於保證政策的靈活性，而不是給予市場有關如何加息的確定性訊號。
- 中期來看，若中東衝突無法在年內出現實質性緩和，國際油價將在相當長時間內維持高位徘徊，高能源成本將滲透至工資增幅，並進一步加劇侵蝕居民中長期通脹預期的可能性。此情形下，歐洲央行將利率突破中性區間並提升至 3% 以上的限制性水平的概率較高；反之，若能源價格回落，或歐洲財政支出轉向克制、經濟動能回落抑制了經濟復蘇速度，則歐洲央行或將利率水平維持在 3% 以下，後續還需要密切關注中東衝突的持續時間以及歐元區財政擴張的力度。
- 從數量型工具方面，歐洲央行目前採用證券到期退出的漸進方式收縮其資產負債表。自 2024 年底，歐洲央行資產購買計劃（APP）及疫情緊急購買計劃（PEPP）兩大項目項下到期證券在本金到期後就不再被重新投資（目前餘額分別為 1.87 萬億及 1.28 萬億），截至 9 月下旬歐洲央行總資產為 5.9 萬億歐元左右，較其峰值收縮了三分之一（今年以來累計縮減 4,200 億歐元，平均每月縮減 467 億歐元左右）。
- 預計歐洲央行將持續其所謂「量化正常化」進程，令銀行體系的流動性維持總體從緊態勢，並在某種程度上帶來歐債官方需求的退坡。但考慮到目前中長期債市的波動性較大，歐洲央行或採用與英國央行相似的改革舉措，放緩其量化緊縮的步伐。

英國央行：利率政策面臨「類滯漲」困境，數量型工具從激進縮表轉向可控退出

- 從利率工具來看，英國央行今年雖然在議息會議上釋放了控制通脹的政策訊號，但實際上仍然維持按兵不動的觀望取態，主要原因在於，儘管輸入型能源價格上漲壓力推高了整體通脹水平，但二輪效應仍不明顯，且走向疲軟的勞動力市場壓制了物價壓力的進一步上行空間（但英國央行關注的勞務價格指數同比增幅從年初的 4.3% 大幅回落至 3.4%，顯示出今年英國就業市場持續降溫對勞工薪酬增速的影響）。
- 另一方面，若國際能源價格持續高企，物價上漲向更加廣泛的品類滲透的概率將顯著攀升，屆時英國央行將不得不面臨「類滯漲」的政策困境。英國央行預期，年底 CPI 同比漲幅將達到 3.75%，並將於 2027 年第一季度達到 4% 以上。目前市場押註英國央行在今年 11 月有八成以上概率加息 25 個基點，且在明年 9 月之前累計有 4 次以上的加息空間，但緊縮預期能夠兌現，仍然取決於中東衝突的持續時長，以及英國經濟的疲軟能夠多大程度上抑制通脹壓力。
- 從數量型工具來看，9 月英國央行議息會議上的重要轉變就是顯著放緩了量化緊縮的節奏（縮減額從年均 700 億英鎊降低至 460 億），且考慮將主動出售的債券通過債務管理局直接賣給政府，實際上是停止了對市場拋售長債。

- 近年英國政局動蕩、財政赤字持續膨脹背景下，市場對英國債券的信心大幅降低，今年 9 月，拋售潮導致 30 年期金邊債券利率攀升至 1998 年來新高的 5.95%，債市波動性顯著攀升。而英國央行從原先的「激進縮表」轉變為「可控退出」，本質上是央行為緩和長債拋壓的一種努力，但是考慮到英國財政赤字問題難以真正解決，預計這種轉向對提振中長期英債的需求效用仍然相當有限。

圖 2-9：由於中東衝突難以短期內解決，能源供應問題導致全球能源價格大幅攀升

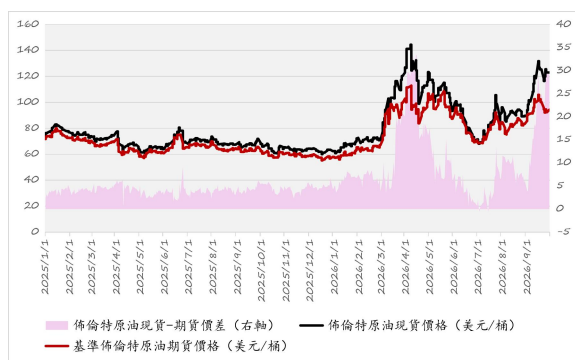
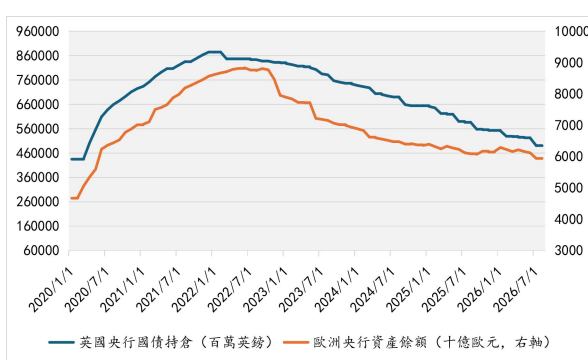


圖 2-10：為緩解債市拋壓，料歐洲央行及英國央行將放緩其量化緊縮節奏



數據來源：Bloomberg

【 免責聲明 】

本文件所載的資料和數據乃從交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行(香港)有限公司相信屬可靠之來源搜集，惟本行並無核證該等資料和數據。本文件所載資料只供一般參考用途，並沒有考慮任何個別人士的特定投資目標或經驗、財務狀況或其他特定需要。

本行對本文件所載資料（包括任何陳述、數據、觀點、意見或預測）之公正性、準確性、完整性、正確性或適時性不作任何保證，亦無義務就該等資料的未來變化作出更新或就所收到的更新內容發出通知。本行不會就任何人士因直接或間接使用或依賴本文件所載之任何內容而蒙受或招致的任何損失承擔任何責任。

在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮個別人士的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本文件並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何保證。投資者不應只根據本文件而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本文件並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。本文件

所載資料並不構成亦不應被視為任何投資意見或任何買賣投資產品或服務之要約、招攬或建議。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本資料只供一般參考用途，本文件（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部分。

除非獲得本行的事先書面同意，在任何情況下，任何人士均不得出示、複印、傳輸、複製、摘錄或以任何其他形式或任何途徑轉載、分發或傳送本文件的任何內容予任何人士，或將本文件的任何內容納入另一文件或其他材料中以作其他用途。

本文件由交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行(香港)有限公司製作及發行，並未經香港任何監管機構審閱。