

交銀金融

2025 年 9 月號 第 207 期

環球金融市場部研究組

海外主要市場公債利率走勢預判： 財政失衡及央行縮表或令各國中長期利率易升難降

摘要

- ✚ **美國方面**，近期中長期美債利率普遍回落，但受財政失衡、央行縮表及政治因素考慮等因素影響，美債期限溢價提升。
- ✚ **歐洲方面**，受英法財政失衡及政局動盪等因素影響，近期中長期歐債市場經歷過山車行情，後市價格波動性料持續攀升。
- ✚ **日本方面**，通脹回升及央行貨幣政策正常化進展推升中長期日債利率水平，但以國內官方機構為主的投資者結構有助於日本債市總體穩定。
- ✚ **整體來看**，隨著疫情前「低通脹、低利率及低增長」時代的告終，財政負擔及央行縮表令海外主要市場中長期利率水平易升難降，債市波動性或顯著提高。

一、美國中長期公債利率行情回顧及後續走勢預判

（一）近期中長期美債利率走勢：普遍回落，但期限溢價顯著提升

- ✚ **降息預期升溫帶動各期限美債息普遍下行，但期限溢價顯著升高**：今年 8 月起各期限美債息普遍下行，但中長期美債息下降幅度不及更短期限產品，2YR-10YR 美債利差從 32 個基點走高至 52 個基點左右，5YR-30YR 美債利差從 44 個基點一度走闊至 124 個基點，美債利率曲線陡峭化。這反應了央行政策調整前景與期限溢價升高等因素造成的定價差異。
- ✚ **下半年中長期券種需求有所改善，但官方投資者持倉佔比下行意味著波動性料攀升**：從美國財政部 8 月以來的國債標售情況來看，受到降息預期升溫及美國政策波動性下降後資金回流的驅動，以 10 年期為代表的中長期美債券種需求較上半年略有改善，但官方（包括國內外央行）的需求下行意味著價格敏感的私人投資者佔比更高，但他們容易受到短期因素的影響，因此中長期美債市場的波動性料將提升。
- ✚ **值得注意的是**，自 2023 年年底開始財政部 10 年期通脹保值債券發行利率在徘徊在 1.9%-2.0% 高位區間範圍內，顯示由於債務可持續性及避險情緒等因素影響，美國剔除通脹的實際資金成本（主要來源於期限溢價）在提升。鑒於中長期通脹預期基本錨定在 2.0%-3.0% 左右的水平，關稅帶來的通脹預期對名義利率的貢獻有限（這也解釋了為何美聯儲堅稱關稅

效應大概率是一次性的，中長期通脹預期仍然穩定）。

（二）財政方面，存量美債償付壓力較大，但共和黨大規模減支有助於修復財政紀律及提高資金使用效率，或對中長期美債價格構成一定支撐

✚ 美國財政部填補現金賬戶缺口的行動讓貨幣市場面臨一定的流動性壓力。自 7 月美國政府獲得額外 5 萬億美元的發債額度之後，截至 9 月中旬存量美債已經來到 37.53 萬億美元的歷史高位，較 6 月底的 36.21 萬億攀升了 1.32 萬億或 3.65%。但這部分融資資金並未完全流入市場，有近三成是用於補充此前因債務上限約束被消耗的財政部現金餘額賬戶（目前是 6,720 億美元，較 6 月底攀升了 3,820 億左右，但仍低於 8,500 億的季末預期），為貨幣市場帶來了一定程度的流動性壓力。

✚ 從美國的財政政策來看，我們預計後續寬鬆化的空間預計不會如市場預期。一個比較重要的因素是，市場傾向於將《大而美法案》中關於延長《2017 年減稅及就業法案》中低稅率法案的財政成本進行額外計算，得出約 4.4 萬億美元的減收金額，但這部分資金實際上並不能作為增量開支擴張計算，只能看做對現狀的延續。

相反，共和黨的減稅法案提出了未來十年累計 1.2 萬億美元的大規模開支削減計劃，在涉及教育、財政、勞工等多個部門開支方面都進行了大刀闊斧的裁減，對聯邦財政的緊縮效應不可小覷，而來自政府機構的裁減實際上也貢獻了今年美國就業市場的冷卻。在這個意義上看，大規模減稅的名義掩蓋了大規模減支的實質，特朗普政府改革美國財政失衡的政策決心其實是相當堅決的。我們認為開支節制有助於限制美債供應膨脹速度，提升市場對美國財政的信心，對中長期美債價格來說是一個利好因素。

（三）貨幣方面，美聯儲降息大門打開，但關稅通脹前景仍制約降息空間，近期中長期利率降幅或相當有限，美聯儲獨立性問題也為美債需求平添波動

✚ 美聯儲今年 9 月議息會議如期降息 25 個基點，將聯邦基金利率目標區間調降至 4.00%-4.25% 水平，是自去年 12 月以來的首次降息。本次降息主要是對 7、8 月非農就業數據爆冷做出的政策回應，實際上美聯儲內部對本輪降息後就業企穩回升的信心較充足，美聯儲主席鮑威爾稱「失業率有上升但仍延續低位」且暗示就業回落有部分原因是因為勞動力供應下行，暗示勞動力需求惡化的程度有限。

美聯儲最新季度經濟預測中對明後兩年的失業率指標均有調低，因此鮑威爾稱這是一次「風險管理式降息」，即市場所謂的「預防式降息」，大幅寬鬆的緊迫性並不高，雖然點陣圖顯示年內有 3 次降息，但美聯儲仍在以每月 50 億美元的速度減持美債。

✚ 另一方面，美聯儲仍然強調關稅的通脹效應不可小覷，指出商品通脹並預計關稅對核心 PCE 物價指數的貢獻約為 0.3 到 0.4 個百分點，美聯儲最新預測提升了對明後兩年整體及核心 PCE 物價指數的預測，鮑威爾強調關稅推升長期性物價的風險仍然存在。

8 月美國整體及核心 CPI 同比升幅分別錄得 2.9% 及 3.1%，仍遠高於美聯儲 2% 目標水平，且從 6 月起受關稅影響較大的家居用品、車輛、服裝等核心商品價格均顯著提升，預示著美國商品物價上漲的壓力並不輕，僅是因為傳導速度較慢、在物價籃子中佔比較小而不顯著，美聯儲貨幣政策聲明中仍然沿用了「物價有所提升且仍然高企」的表述。

根據美聯儲對經濟的預判，緊縮性的政策前景下企業對消費者需求的不確定性較高，更傾向於以自身利潤消化衝擊，目前關稅的進口成本大部分是由經銷商承擔。但隨著美聯儲走向寬鬆、消費者需求前景改善，關稅成本由供給端向需求端的轉嫁速度或加快，**因此目前仍然不宜低估 20 個百分點以上的關稅提升對今明兩年物價的影響。**

我們預期更加寬鬆的貨幣環境或助推通脹加速升溫，抑制美聯儲後市降息的空間，美國政策利率中性水平或推高至 3.0% 上方，因此近期中長期美債利率降幅或較為有限。

另外，美聯儲獨立性問題也成為投資者對中長期美債需求存疑的重要原因。美聯儲 9 月議息會議中，特朗普近期提名任命的、現在仍然擔任白宮經濟委員會主任的 Stephen Miran 是唯一支持 50 個基點大幅降息的美聯儲票委，點陣圖中有 1 個支持年內激進降息共 150 個基點的異常預測值也被市場推測大概率出自 Miran。白宮現任官員擔任美聯儲有長期投票權的理事讓市場擔憂政治壓力對美聯儲獨立性的影響，並延伸到對美聯儲兌現其物價穩定目標能力的質疑，在某種程度上貢獻了市場對中長期美債息需求的弱化。

圖 1-1：今年 8 月起，在降息預期升溫的背景下各期限美債
息普遍回落，但美債期限溢價也節節攀升

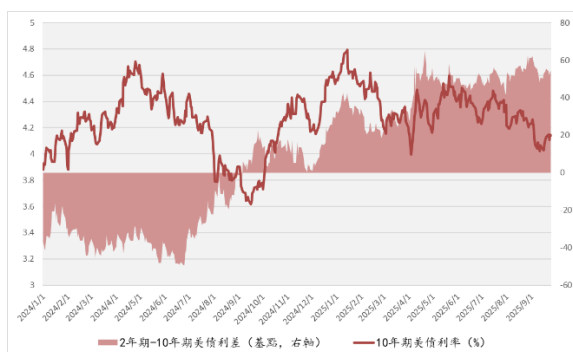
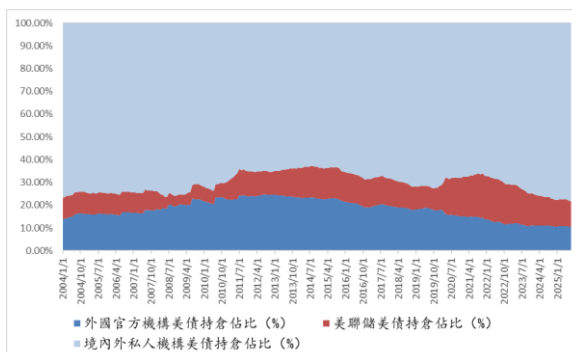


圖 1-2：但包括國內外官方機構對美債需求的下行令美債市場
波動性顯著提升



數據來源：Bloomberg

圖 1-3：由於中長期通脹預期延續相對穩定，名義利率的相對上升主要源於市場對中長期資金實際回報的要求上升



圖 1-4：財政部發債規模顯著提升，但部分是為了填補現金賬戶缺口，資金未完全流入市場，流動性供應面臨一定壓力



數據來源：Bloomberg

圖 1-5：特朗普《大而美法案》實際在未來十年對多個政府部門開支進行大刀闊斧的開支裁減（單位：十億美元）

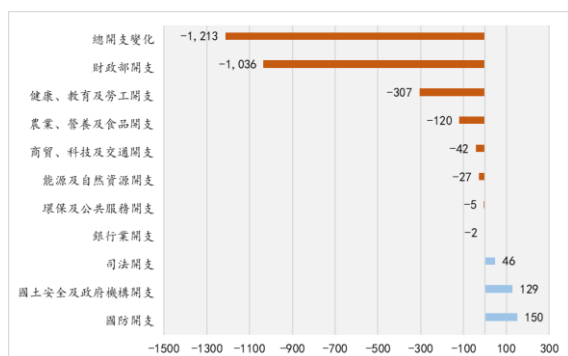
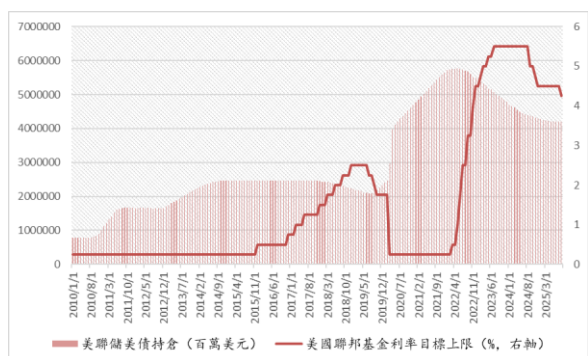


圖 1-6：美聯儲9月議息會議稱仍延續每月減持50億美元美債的縮表行動，量化緊縮還在持續



數據來源：Bloomberg

二、歐洲中長期公債利率行情回顧及後續走勢預判

（一）歐洲近期中長期公債利率走勢：受法國、英國緊縮性財政預算案引發的避險情緒影響，經歷了大升大落的過山車行情

✚ **法國**：由於貝魯政府推動的減赤預算案帶來政局動盪，今年8月起各期限法國國債利率普遍上行，當中10年期法國國債利率大幅拉升，並在9月初一度向上突破3.6%，與同期限德國國債的利差從65個基點大幅擴大至80個基點以上；由於歐元區通脹預期相對穩定，法債期限溢價也顯著提高，2YR-10YR、5YR-30YR法國國債利差在一個月內提升了20到25個基點，利率曲線顯著陡化。

✚ **德國**：德國財政收支在歐洲國家中屬於相對平衡和健康，8月以來中長期限德國債息基本延續區間波動，如10年期德債息近期都在2.60%-2.80%區間波動；而較短期德債利率則略有上升，反映歐洲央行降息周期基本告終後短端政策利率的小幅調整，此外還有對德國

財政擴張的政策預期較濃厚。德債期限溢價下行，2YR-10YR 德債利差從 80 個基點回落至 70 個基點左右。

✚ **其他歐元區國家**：8 月以來，義大利、西班牙等國的中長期公債利率受到法債及英債的負面溢出效應影響也經歷了大起大落的行情，10 年期公債息利率當月最大升幅都在 30-40 個基點左右，後又在避險情緒緩和後顯著回落，截至 9 月下旬降至略高於 7 月底的水準；由於對歐洲央行暫停降息的政策預期較強，及歐元區通脹目前已經回落到 2% 附近水準，較短期限的利率近兩個月以來延續窄幅波動態勢，歐債期限溢價先升後落。

✚ **英國**：收支缺口擴大及財政失衡前景令今年英債市場屢遭動盪。8 月起，由於市場對英國政府 11 月底將公布的秋季預算案再起恐慌，拋售潮令各期限英債息普遍上行，特別是中長期英債利率則經歷了劇烈爬升後回落的行情，如 10 年期英國金邊債券利率 8 月底一度上衝 4.80%，30 年英債利率達到 1998 年以來新高的 5.72%，避險情緒令英國資本市場多次經歷股債匯三殺。

英國國債利率曲線陡化，2YR-10YR 英債利差 8 月底擴大至 82 個基點左右，已達到 2017 年以來最大。由於英國物價較其他歐洲國家來說較為高企，令央行降息空間受限；疊加由來已久的財政失衡問題嚴重，通脹預期與期限溢價走升共同推動中長期英債價格表現疲軟。

（二）歐洲財政及貨幣政策前景料推升中長期利率，並加大歐債波動性

1、歐元區財政及貨幣政策回顧及展望

（1）財政方面，除德國外的主要成員國政府債務壓力較大，財政寬鬆空間有限

✚ **整體來看，歐元區財政情況在近三年來有所好轉**，2024 年歐元區整體財政赤字率為 3.10%，截至 2025 年 1 季度政府債務率為 88%，雖然高於《穩定及增長公約》規定的 3% 及 60%，但與 2021 年巔峰期的 7% 與 98% 相比有了顯著改善。

✚ **另一方面，歐元區內部各成員國財政負擔差異較大**，如在歐元區債務總量排行前 5 的國家（法國、義大利、德國、西班牙、比利時）中，僅有德國政府債務率處於 62.5% 的健康水準，其餘主要國家政府債務率全部高於 100%，特別是法國，目前在歐元區國家中債務絕對規模最大、債務率及債務增長速度都相當靠前，財政惡化的速度較快。

今年上半年歐洲各國的財政開支普遍回落，原因主要歐洲各國政府不得不應對收支缺口持續擴大的問題，債務壓力較小的國家（如德國）選擇大幅擴張公債規模，債務壓力較大的國家（如法國）則不得不轉向減少支出：

➤ **一是國防開支壓力越來越大**：美國共和黨上臺後奉行軍事收縮主義，在地緣衝突愈演愈烈的大背景下，作為北約成員國的歐洲國家被迫提升防務開支在本國 GDP 中的佔比（今年 6 月底北約成員國同意在 2035 年之前將國防開支佔 GDP 之比進一步提高至 5%），

但主要債務國德國（目前國防佔比 2.12%）、法國（2.06%）及部分南歐重債國（如西班牙、希臘等國）距目標差距較遠，特別是在本就已經負擔較重的開支壓力下無異於雪上加霜。

- **二是美國關稅政策後續影響未明：**歐洲承諾特朗普任期內向美購買累計 7,500 億美元能源產品，並對美增加 6,000 億美元的產業投資（約為 2024 年全年歐洲對美國貿易順差的 5 到 6 倍）。而美國則對歐盟大部分輸美產品徵收 15%關稅（低於特朗普此前宣稱的 50%），但歐洲鋼、鋁產品仍繼續適用 50%關稅。我們預計歐洲基本面在國際政治經濟形勢的雙重擠壓下難以快速修復，政府收入來源增長料將十分有限。

✚ **為了滿足財政開支擴張的要求，德國今年開始基本放棄了此前嚴格遵守的財政紀律：**德國內閣 6 月 24 日批准 2025 年聯邦預算草案及 2026 年財政預算框架，擬在未來 2 年大幅提高公共投資規模，並稱至 2029 年擬將國防開支佔比提升至 3.5%，並為此在常規預算框架下借款 5,000 億歐元，及通過基礎設施基金另行借款 2,700 億。此舉標誌著作為歐洲經濟龍頭的德國在過去嚴格財政紀律上的大幅轉向，德國財政將在未來十年正式走向寬鬆化。

✚ **而為了縮小收支缺口，法國政府削減赤字提案引起政局動盪、總理下台：**為遏制債務壓力滾雪球式增長，法國前總理貝魯 7 月推出的 2026 財年預算草案中包括削減財政支出 438 億歐元、將赤字率降至 GDP 的 4.6%（目前為 5.8%）、取消法國兩個公共假日等緊縮性內容，受到在議會佔據優勢地位的左翼聯盟及極右翼黨派的共同反對。9 月 8 日，貝魯政府為「推動共識」鋌而走險發起政府信任投票，被發對黨以超過 65%的多數票投票下台，法國財政失衡前景及政局的動盪引發市場拋售中長期法國國債，拋售潮甚至負面溢至歐元區其他國家國債市場。

✚ **我們預計除了德國之外，歐元區其他國家財政寬鬆的空間相當有限，**如政府選擇以債務融資方式滿足資金缺口，就不得不面臨投資者在政府債務壓力滾雪球式膨脹後要求更高風險補償的前景，歐債利率、歐債價格波動性都將顯著提升；如政府選擇以緊縮性方式節省公共開支，則國內政局動盪乃至社會動盪就會接踵而至，同樣會帶來資金恐慌性出逃中長期歐債市場。

(2) 貨幣方面，歐洲央行下半年起傳遞出本輪降息周期告終的政策訊號，且其仍在減持資產購買計劃中的歐洲公債，歐洲央行的量化緊縮仍在持續

✚ 歐洲央行 9 月議息會議如期按兵不動，將存款機制利率維持在 2.00%的中性水準不變，並預計今年 GDP 將按年成長 1.2%，較 6 月預期的 0.9%有所上修，顯示出歐洲央行對經濟前景的預判更加樂觀。由於歐洲央行本輪降息從去年 6 月起已經累計降低了 200 個基點，且整體通脹已經連續數月持穩於 2%目標水準上方，未見進一步回落的跡象，**歐洲央行從今年 7 月起就逐步釋放出降息周期告終的政策訊號，後續若不出現超預期惡化的經濟數據，則繼續降息的概率都偏低。**

✚ 歐洲央行還在按計劃減持其在資產購買計劃中的歐債，即其仍在漸進進行量化緊縮，因此後市歐洲資金面或有所收緊，對歐債需求形成一定衝擊。根據歐洲央行 6 月發佈的研究報告，由於 2022 年以來的量化緊縮，歐元體系（即歐元區成員國央行）持倉佔比已從 2022 年的峰值 33% 已經持續回落至 2025 年 1 季度的 25%，預計後續隨著歐洲各國央行持倉比例持續下滑，非歐元區國際投資者的持倉佔比料將進一步上升。

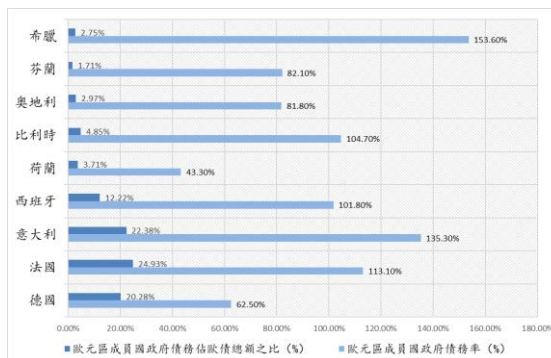
✚ 此外，目前歐元區公債投資者中，非歐元區的外國投資者佔比達到 23%，與美國國債的外資佔比相近，但不同歐洲國家公債市場的投資者結構並不相同。如義大利、西班牙等國，其本國銀行及保險公司對政府債的持倉佔比較大，但德國、法國的國債市場中非本國投資者持有政府債的比重更高（根據政府官網，德國、法國國債分別有 78% 及 55% 的非本國投資者）。

一般來說，非本國投資者的價格敏感性更強、更容易受恐慌情緒影響拋售資產，因此法國、德國債市容易受到財政失衡及政局變動的影響大幅波動，並負面衝擊其他國家債市的穩定性。

圖 2-1：財政前景再起波瀾，8 月起歐元區成員國中長期利率經歷大起大落行情，整體呈波動上升態勢



圖 2-2：歐元區各國債務負擔差異較大，除德國外的主要成員國政府債務壓力較大，財政寬鬆空間有限



數據來源：Bloomberg

圖 2-3：歐洲央行今年 7 月以來暫停降息，且其減持歐債的量化緊縮進程還在持續

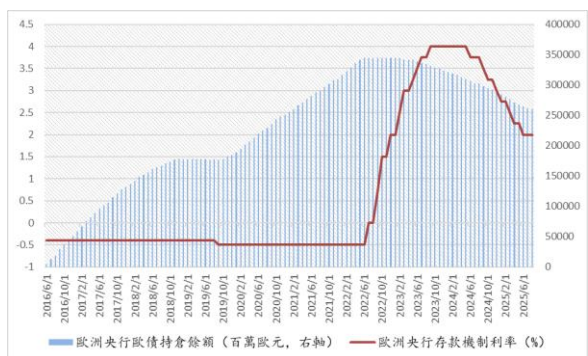
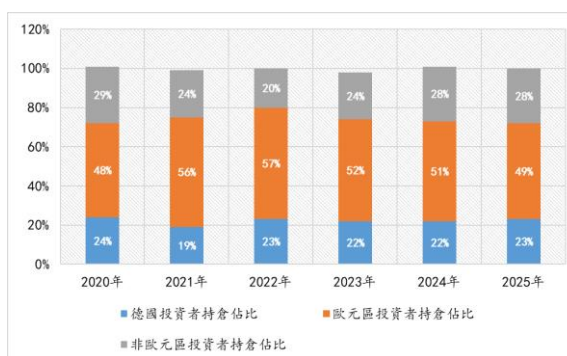


圖 2-4：歐元區成員國公債持有者結構並不相同，如德國公債市場中非本國投資者持倉佔比較大，債市波動性高



數據來源：Bloomberg、德國政府

2、英國財政及貨幣政策回顧及展望

(1) 財政方面，債務負擔及公共開支缺口持續擴大，但工黨政府緊縮性提案料將面臨巨大政治壓力

✚ 今年下半年，在對英國財政開支缺口擴張與國債供需失衡的恐慌情緒帶動下，英國資本市場數度經歷股債匯三殺局面。首先是工黨在 6 月提出的旨支 50 億英鎊的殘疾人福利修訂方案未能通過議會，財長蕾切爾·裡夫斯在接受質詢時淚灑下議院；後是英國政府宣布將在 11 月公布下個財年的秋季預算案，市場預期由於 6 月減支改革失敗，英國至少還需增稅或削減開支 500 億英鎊以上，否則難以填補當前公共財政的巨大缺口，但財政緊縮性提案不僅不受民眾歡迎，在工黨內部也難以尋求共識，英國首相斯塔默無疑面臨進退兩難的窘境：

- 一是英國在內的北約成員國此前同意至 2035 年，將本國防務開支佔比提升至 5%。英國目前防務佔比僅為 2.3%，軍費擴張壓力較大。
- 二是工黨上台起就承諾將加大對英國的基礎建設、醫療保健等公共領域的投資力度，為此還在 2024 年提出了 400 億英鎊的大規模增稅方案，但目前英國財政開支缺口仍高達百億英鎊以上；
- 三是目前英國政府債務率已經超過 100%，而由於通脹指標較具粘性，英國央行仍然維持相對高企的利率，利息支出的擴張也令政府收支失衡問題雪上加霜。

(2) 貨幣方面，本土通脹頑固制約央行降息空間，且英國央行縮表進程仍在推進，投資者結構變化令英債需求更具脆弱性

✚ 英國央行 9 月議息會議如期按兵不動，以 7:2 投票比例將政策利率維持在 4.00% 水準不變（當中有兩位官員支持本次降息 25 個基點），同時還稱將在未來 12 個月減持累計 700 億英鎊的英國國債，持續推進量化緊縮。8 月英國整體 CPI 按年升幅持平於 3.8%，遠高於央行 2% 目標水準，當中粘性較強的服務業通脹錄得 4.7% 的相對高位，制約了央行降息空間，目前互換市場預期直至明年年中英國央行降息次數僅為 1 次左右。

✚ 除了央行持倉減少，境內投資者結構的變化也讓英債需求受到考驗：

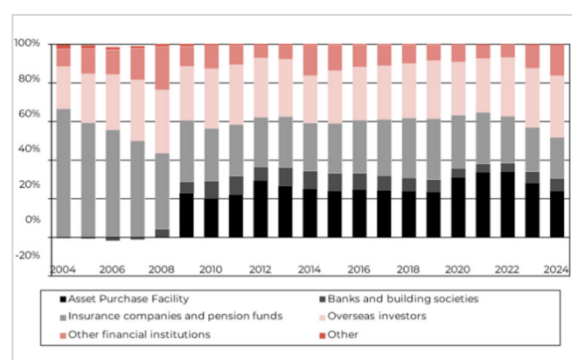
- 一是英國養老金、保險機構改變投資策略，本土投資者英債持倉料將回落：英國預算責任辦公室在 6 月發布的 1 份年度報告中指出，由於英國養老基金正從固定收益計劃轉向確定繳納計劃，其對英國國債的需求或將下滑，疊加英國央行行為控制通脹而持續進行的量化緊縮，英國政府融資在未來或將更加依賴價格敏感、需求「反復無常」的外國投資者（當前持倉佔比約為 32%，遠高於其他歐美國家）。

- 二是對沖基金對債市影響力極大，英債波動性持續攀升：英國央行在其上半年度金融穩定報告中也指出，目前少數高槓桿對沖基金佔據了現存政府借款的 90%以上，其在面臨市場不利時的強制賣出行為或令英國債市經歷巨大波動。由於投資者結構的轉變，英國國債在全球拋售潮中往往首當其衝，且較容易受到其他市場負面溢出作用的影響。

圖 2-5：政府債務率提升及央行政策利率高企，為英國債市增添較大壓力，今年英國國債期限溢價持續攀升



圖 2-6：英債市場中配置穩定的保險及退休基金持倉比重下滑，外國投資者比重上升，令英債波動性持續攀升



數據來源：Bloomberg、英國政府

三、日本中長期公債利率行情回顧及後續走勢預判

（一）日本近期中長期公債利率走勢：通脹升溫及央行貨幣政策正常化推動中長期日債息持續爬升，而政局動盪加劇日債市場波動性

- ✚ 在日本通脹升溫、日本央行持續貨幣政策正常化推進的過程中，今年中長期日債息經歷了較快上行，10 年期日債息一度向上突破 1.6%，30 年期日債息也觸及 2000 年以來新高的 3.3%，較年初水準累計上漲了超過 60 個基點。日債期限溢價提升，10YR-2YR 日債利差從年初的 51 個基點左右擴大至 9 月下旬的 70 個基點以上。

- ✚ 除此之外，政局動盪也為日本債市平添波動，由於眾、參兩院選舉中自民黨均遭遇了歷史性失敗，日本首相石破茂在 9 月初宣布辭職，市場對 10 月 4 日自民黨黨內選舉後接替上台的新任首相（包括「安倍派」的高市早苗、前首相之子小泉進次郎等）的政策態度抱有疑慮情緒，也部分貢獻了日債價格的疲軟走勢。

（二）財政方面，存量政府債務負擔較重，保守派執政聯盟因較克制的財政政策不受歡迎，政壇極右翼勢力崛起或令日本政府施策難度較大

- ✚ 日本政府 2024 年財政赤字率為 2.21%，相對來說較為均衡，今年 2 季度政府債務存量同比下降了 2%，目前處於財政的相對收縮期。但由於前首相安倍晉三執政階段推崇財政擴張及量化寬鬆的政策組合，日本政府債務現存負擔較重，且後續甚至將進一步惡化，2025 年日本政府債務率達到 220.57%，存量政府債務餘額達到 1,198 萬億日元（約合 8.09 萬億美

元），預計今年債務利息支出將達到 10 萬億日元規模以上，佔 GDP 比重超過 9%，較去年的 6.5% 快速提升；而日債平均付息成本為 0.88%，較去年的 0.7% 左右上漲了近 20 個基點。

✚ 除此之外，由於今年日本大米價格同比上漲了超過一倍，日本居民深陷必需品價格暴漲帶來的生活成本危機，截至 8 月日本食品通脹按年升幅達 7.20%，主要是源於穀物價格上漲的推動。但日本政府出於控制財政收支缺口的考慮，對政府進行干預的態度較為克制，反對大幅削減消費稅，僅提出發放小額現金補貼，其《2025 財年預算》中大幅提升稅收收入，但民生支出成長則非常有限，也是源於日本政府債務壓力受到日銀縮表及加息的影響與日劇增。

✚ 由於相對克制的財政政策不受民眾支持，加上自民黨又爆出政治獻金等醜聞，近年日本政壇極右翼政黨崛起，令自民黨-公明黨執政聯盟領導的保守派遭遇歷史性失敗，日本政府施政難度顯著加大。日本 7 月參議院選舉中，首相石破茂領導的執政聯盟僅佔有 248 個總議席中的 121 個，而具民粹主義傾向、主張完全廢除增值稅的日本極右翼政黨則崛起獲得歷史性勝利，反映出民眾對現任政府遏制生活成本問題不利的不滿情緒在升溫。去年眾議院選舉中，已淪為少數的自民黨-公明黨執政聯盟在參議院也陷入少數派危機，預計後續接替石破茂上台的日本首相推行政策難度將顯著加大。

✚ 通脹、政府債務及關稅成為壓在日本政府身上的三座大山，我們預計接替上台的日本政府或迫於民意要求擴大財政支出，加劇日債規模膨脹及財政失衡問題；或遵守延續相對審慎的財政紀律，則民粹主義及政壇右翼的興起又會加劇政局及社會動盪，加劇日本資本市場波動性。不論情勢如何演進，中長期日本債市對負面衝擊都將首當其衝。

（三）貨幣：日銀持續推進貨幣政策正常化的加息及縮表行動對日債需求造成一定負面影響，後續中長期日債利率或持續攀升

✚ 日本央行 9 月議息會議以 7:2 投票比例通過維持政策利率（無抵押隔夜拆放利率）在 0.5% 不變，當中有兩位票委則支持加息 25 個基點至 0.75%。雖然日本央行行長植田和男在記者會上稱仍需等待更多數據決定後續的利率決策，但市場在二季度經濟超预期穩健、通脹持續高企的大背景下，提升了對日銀本年再度加息的押註，助推了各期限日債息的上行。

✚ 日本央行本次會議還宣佈將分別以每年 3,300 億及 50 億日圓的速度減持其股票 ETF 及 REITS 持倉，加速了量化緊縮的步伐，日股應聲下跌，拋壓也一定程度上傳達至日債市場。去年起，日銀就開始按每季度減少 4,000 億日圓/月日債購買的速度推進縮表，至 2026 年 1 季度，預計每月日債購買額將降至 3 萬億日圓/月。自 2024 年以來，日本政府日債持倉已經累計下降了 25 萬億日圓，約佔其日債總持倉的 4.6%，對日債需求造成了一定程度的負面影響。

✚ 但另一方面，日本國債持有人以國內機構為主，如日本央行持倉佔比一直維持在 45% 水準，遠高於歐美央行的持倉佔比；而日債的國外投資者佔比不到 12%，低於歐洲及美國國債市

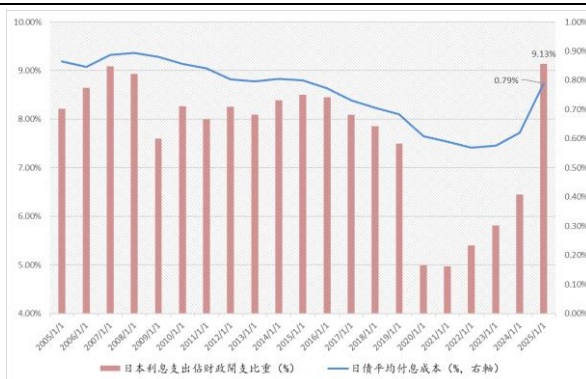
場中非居民投資者的佔比。且由於受到日本央行的積極調控，所以日債市場相對來說價格的波動性相對較低。

✚ **展望後市**，由於日債市場投融资功能受到投資者集中化的掣肘而長期受限，我們預計日本央行貨幣政策正常化（央行減持日債及加息）的進程還會持續推進，這個過程中中長期日債利率受制于最大投資者減持的影響，預計還將持續上升，且其波動性或有所加劇。

圖 3-1：通脹攀升、財政壓力及日銀貨幣政策正常化進程推動今年中長期日債息持續攀升



圖 3-2：日本存量財政負擔較重，利率上行也為政府利息支出增添更大壓力



數據來源：Bloomberg

圖 3-3：米價翻倍令居民生活成本持續上升，政府控制通脹不利令保守派政府國會選舉經歷歷史性挫敗

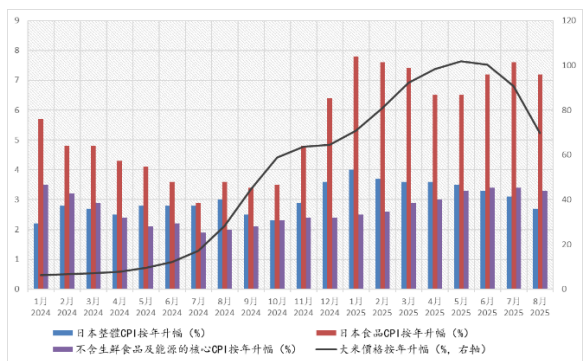
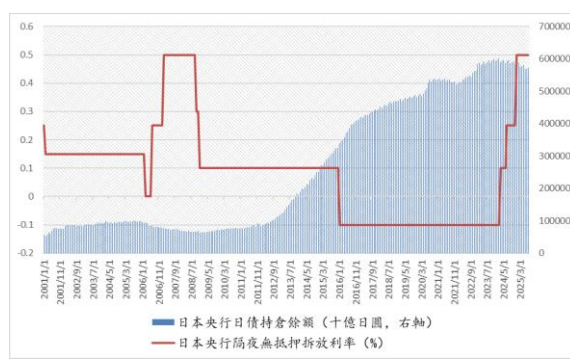


圖 3-4：日銀自去年起開啟貨幣政策正常化，持續減持日債持倉，或對日債需求造成一定負面衝擊



數據來源：Bloomberg

圖 3-5：由於日本國內官方機構的日債持倉佔比較大，預計日債市場波動性將小於歐美公債

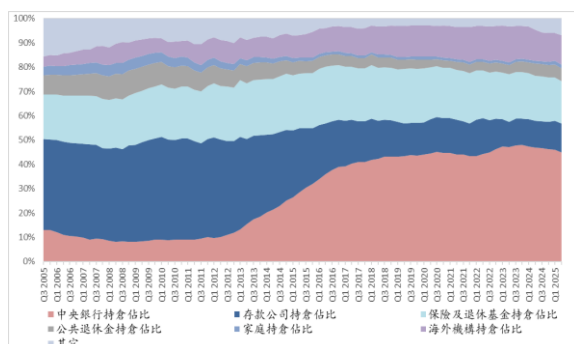


圖 3-6：由於通脹高燒，市場目前押註日銀在明年年末將政策利率提升至 1% 中性水平



數據來源：Bloomberg

【 免責聲明 】

本文件所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本文件所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。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，且並未考慮各收件人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聲明。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。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，本檔（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份。

本文件內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。

本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。