

林俊泓, CFA

研究主管

ryan.lam@shacombank.com.hk

+852 2841 5283

劉卓男

財資研究經理

marco.lau@shacombank.com.hk

+852 2841 5450

2026年5月20日

懲前毖後

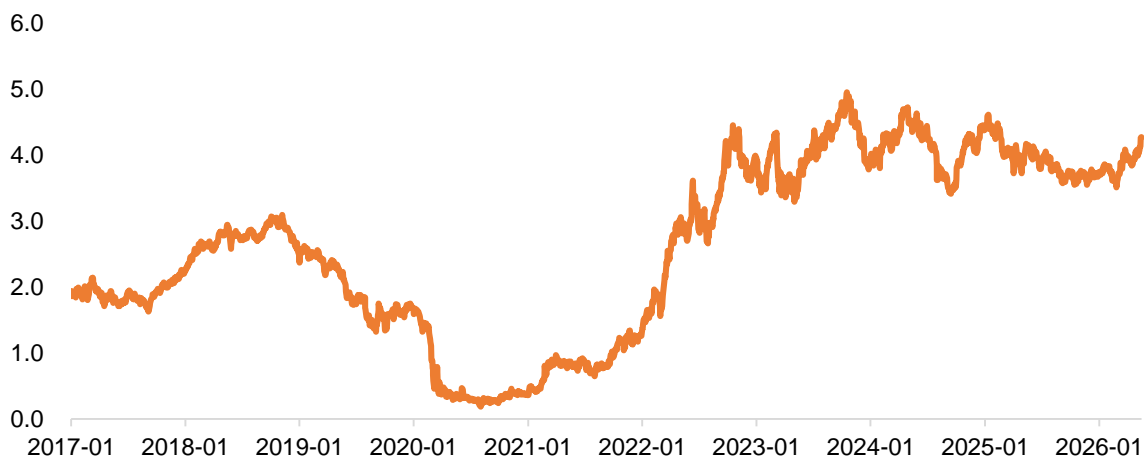
- 10年期美國國債收益率急劇攀升，並突破了備受關注的4.6%關口。
- 基金經理終於失去了耐心。他們開始思考，與其趁跌抄底，不如直接追漲更顯明智。這種心態轉變，意味着難以預期均值回歸。
- 如今的政客過於愛惜自身名聲，不願整頓國家福利系統。財政紀律回歸，變成更遙不可及。
- 聯儲局可能故技重施，放風試探提出恢復加息週期的可能性。若走上這條路，緊縮威脅的具體化很可能引發熊市趨平(Bear flattening)。
- 另一種可能是，關稅風暴和戰爭帶來的價格衝擊慢慢退潮。過去二十多年裡，美國30年期國債孳息率在5%以上的水平平均只會維持大約11天。任何猶豫可能導致牛市趨陡(Bull steepening)。

新任聯儲局主席沃什對債息走勢應該感到頭暈目眩。10年期美國國債收益率急劇攀升，並突破了備受關注的4.6%關口。螺旋升浪勢如破竹，10年債息目前正在重新測試2025年2月創下的4.66%高位。

戰爭的禍害在不同層面浮現，貨幣干預過於積極更為其一。把另一場「回購市場末日」風險拋諸腦後，聯儲局本月宣佈，每月向銀行同業市場注入的資金規模從250億美元縮減至100億美元。彈指之間，任何關於聯儲局或會如同家長般以低利率呵護市場的猜想煙消雲散。事後看來，刻意消除超額儲備的做法，似乎有點矯枉過正了。

從細節來看，我們看到的是美國 5 年期國債的猛烈震盪（見圖表 1）。就在幾週前，中期國債的走勢還穩如泰山，以至於很少有人能預見到當前的亂局。美伊和談至今祇聞樓梯響，基金經理終於失去了耐心。他們開始思考，與其趁跌抄底，不如直接追漲更顯明智。更重要的是，債券交易員已經熬過了否認、憤怒和討價還價的階段，正無奈地接受可能開啟加息週期的現實。伽馬在市場下跌時機械地增加數十億美元，進而演化成了我們從新聞頭條上看到的大宗賣單。這種心態轉變，意味着難以預期均值回歸。

圖表 1: 美國 5 年期國債孳息率



資料來源: 彭博、上海商業銀行

類似的裂痕也出現在公共層面。曾經有人認為，孳息率毀滅性的飆升會迫使民粹主義者退讓。然而在現實中，厭倦稅收的選民更加反對非民粹派政客。如今的政客過於愛惜自身名聲，不願整頓國家福利系統。財政紀律回歸，變成更遙不可及。

我們正處於一個十字路口。如果海灣戰爭突然徹底結束，緊縮傾向就會土崩瓦解。這種理想結果無須解讀。另一條可能的路徑是，聯儲局可能故技重施，放風試探提出恢復加息週期的可能性。若走上這條路，緊縮威脅的具體化很可能引發熊市趨平(Bear flattening)。

到最後，我們或許會看見關稅風暴和戰爭帶來的價格衝擊慢慢退潮。過去二十多年裡，美國 30 年期國債孳息率在 5% 以上的水平平均只會維持大約 11 天（見圖表 2）。到了那時候，你要問自己：要不要打一場逆風仗？任何猶豫皆可能導致牛市趨陡(Bull steepening)，儘管這樣轉變也需要時間。

圖表 2: 2005 年以來 30 年期美國國債收益率高於 5% 的主要時期

開始日期	結束日期	持續時間 (交易日)
12/04/2006	03/08/2006	82
07/08/2006	15/08/2006	7
25/05/2007	25/07/2007	44
12/05/2026	持續中	6
平均 (所有時期)		11

資料來源: 彭博、上海商業銀行

在金融市場，從來沒有真正的爛主意，只有好主意走過了頭。目前，市場普遍認為戰後通脹降溫，但這個共識正面臨人工智能拓張與公共財政困局的雙重挑戰。兩者之間的不對稱性，值得我們重視。

近期研究報告

典型干預主義 	2026年5月12日
大智若愚 	2026年4月30日
摩拳擦掌 	2026年4月29日
止息干戈 	2026年4月23日
浩劫降臨？ 	2026年4月15日
閉門造車 	2026年3月31日
風雲色變 	2026年3月25日
曠日持久 	2026年3月19日
獨樹一格 	2026年3月16日
特式悲劇 	2026年3月4日
方艾未興 	2026年2月26日
柿子挑軟 	2026年2月12日
否極泰來 	2026年2月3日
不動如山 	2026年1月29日
明日張膽 	2026年1月22日
2026年全球經濟及外匯形勢展望 	2026年1月13日
蒙福季節 	2025年12月11日
操千曲而後曉聲 	2025年10月30日
蕭規曹隨 	2025年10月6日
如雲變改 	2025年9月22日
順水推舟 	2025年9月18日
舊酒新瓶 	2025年9月9日
以儆效尤 	2025年9月2日
暗渡陳倉 	2025年8月19日
雪泥鴻爪 	2025年8月1日
寧靜致遠 	2025年7月31日
攻心為上 	2025年7月21日
作繭自縛 	2025年7月18日
以靜制動 	2025年6月19日
葉公好龍 	2025年6月12日
明鏡難懸 	2025年6月2日
其動也關 	2025年5月26日
高曲和寡 	2025年5月15日



注意事項 - (投資附帶風險)

以下風險披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情况。投資涉及風險，投資者可能須承受重大損失。證券、基金、債券、及其他金融工具之價格及收益或外匯匯率可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並不代表將來的表現，基於個別市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本檔所述的產品未必適合所有客戶。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非仲介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本檔作任何投資決定，而須自行評估本檔所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。

證券投資風險：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。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分瞭解本行滬股通/深股通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

基金投資風險：基金價格有時可能會非常波動。基金價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣基金未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的基金銷售檔，以瞭解基金更多資料，包括但不限於風險因素。客戶須謹慎考慮該基金是否適合客戶自身的財務狀況、投資經驗及目標。有關基金之詳情，請參閱基金說明書。基金之認購須受現行監管規定及本行條款及細則所約束。本行分銷產品發行人/基金管理公司的基金，而有關基金是產品發行人/基金管理公司而非本行的產品。對於本行與客戶之間因銷售過程或處理有關交易而產生的合資格爭議（定義見金融糾紛調解計劃的金融糾紛調解的中心職權範圍），本行將與客戶進行金融糾紛調解計劃程式；然而，對於有關產品的合約條款的任何爭議應由產品發行人/基金管理公司與客戶直接解決。



債券投資風險：債券投資並非銀行存款，且帶有風險，亦可能導致本金的損失。客戶應注意，投資於以非本土貨幣結算的債券將受匯率波動的影響，可能導致本金出現虧損。除非其保證已列明於有關之章程中，否則一般投資並未獲得本行的任何保證或擔保。債券價格有時可能會非常波動。債券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣債券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，本行並不保證債券存有二手市場，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的債券銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。

人民幣現時不可自由兌換，其每日之兌換金額均受中國內地及香港之監管機構所限。將境外人民幣(CNH)兌換為境內人民幣(CNY)是一項貨幣管理程式，須遵守由中國政府實施的外匯管制政策及限制。概無保證人民幣不會在某個時間貶值。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本檔由上海商業銀行有限公司刊發及完全擁有。本檔所表達的預測及意見只為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。上海商業銀行有限公司及其聯繫公司及/或其高級職員、董事、代理人及僱員可以其名義買賣，可能有持倉於所有或任何於本檔中提及的外匯、證券或投資項目。上海商業銀行有限公司可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得傭金或其他費用。客戶進行任何交易前，應先考慮有關經濟利益及風險，並顧及法律、法規、信貸、稅務及財務等事宜，以決定是否適合作出投資。本檔所載之資料及任何意見，並不代表上海商業銀行有限公司以主理人或代理人身份邀請或提請任何人士購買或沽售任何外匯、證券、基金、期貨、期權或其他金融工具、或提供任何投資意見或服務。

雖然本檔所提供之資料，均來自本銀行認為可靠的資料來源，但本銀行不能亦不會保證或承諾此等資料俱為平確、有效、可靠、及時或完整。上海商業銀行有限公司並不保證此等資料適合在某一特定用途，或對此負上任何謹慎責任；亦不會對任何人因使用本檔所提供之資料，或此等資料的失確或遺漏而引致的直接或間接損失負上任何民事侵



權行為責任、合約責任或其他責任。所有資料如有變更，並不會作出預先通知。本檔內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。未經上海商業銀行有限公司預先作出明確的書面同意前，本檔不得以任何方式複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。上海商業銀行有限公司對由於使用及/或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。

利益衝突披露

本行及其內的附屬公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有本檔所述全部或任何外匯、證券或投資的倉盤，亦可能會以其名義買賣全部或任何該等證券或投資項目，或擁有與相關內地ETF有關的財務權益；亦可能與相關內地ETF或相關內地ETF的管理公司有業務往來或其他關係。本行可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得佣金或其他費用。