



▲美國雲端服務商為擴充數據中心，對資本的需求正在迅速增長。圖為亞馬遜位於印第安納州的數據中心。路透社

經濟觀察家

本周長端美債再次成為全球市場焦點。8月18日，30年期美債收益率一度升至5.32%以上，創2007年以來新高，10年期也突破4.7%。我們認為，本輪長端利率上行可以概括為：一個主要矛盾，兩個次要矛盾，一頭灰犀牛。

美債息飆升背後的邏輯



經濟把脈

主要矛盾是，科技公司巨額外部融資需求抬高了實際利率，對主權債形成擠出效應。過去十幾年，美國大型科技公司的一個重要特點是現金流極其充裕，他們是整個資本市場最大的現金創造者之一，但現在AI Capex（資本支出）正在改變這一屬性。

科企持續大規模發債

PIMCO（太平洋投资管理公司）此前預計，2026至2027年Capex將相當於五大雲端服務商約94%的經營現金流（見圖），而隨著近期投資計劃繼續上修，這一比例目前可能已接近95%至100%。五家公司2026年債券發行規模約2500億美元，相當於Capex的約三分之一；2027年債券發行可能進一步升至4000億美元，佔Capex規模約35%。

這意味着，科技巨頭從現金流創造者、股票回購者、金融資產買家，轉變為長期資本的需求方。但與此同時，美國政府的財政融資需求卻沒有下降，即便轉向了短端融資策略。當全球信用質量最好的私人企業，開始與全球最大的主權債務發行人爭奪長期資本時，必然導致擠出效應。

達拉斯聯儲曾測算，如果今年AI相關投資級企業債發行達到3000億美元，今年可能形成約3600億美元的10年期等價久期供給，該規模約相當於美國國債久期供給的八分之一。

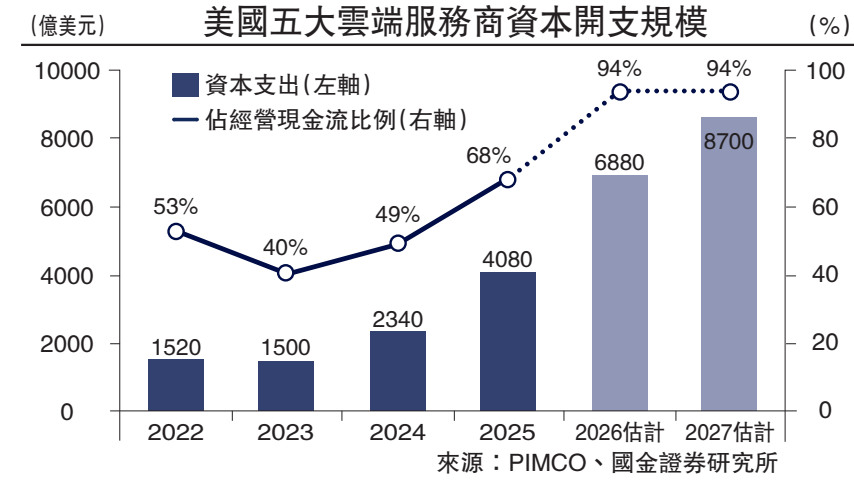
8月7日Alphabet宣布250億美元發債計劃當天，美債收益率全線走高3至4個基點，10年期升至4.65%附近，30年期攀升至5.21%；當天Alphabet此前發行的5.65%、2056年到期債券的G-spread由前一天約95個基點擴大至101個基點，均證實了長久期資產擠出效應的存在。

市場對AI債的承接力在邊際下降。在2026年迄今發行的91隻超規模算力企業債券中，78隻在7月末的到期收益率高於發行時水平。從認購情況看，雲端服務商新債的認購覆蓋倍數已從2月的接近5倍下降到7月不足2倍，新發發行溢價（concession）從2至3個基點一度擴大到12個基點左右。Amazon在3月發行的美元債約3.4倍認購，7月發行只有約1.6倍認購。科技企業的CDS（信用違約互換）、二級市場信用利差也在6月以來重新走擴。

市場質疑聯儲公信力

一個次要矛盾是，美聯儲反應函數的可預測性下降，長端利率開始計入「公信力折價」。7月美聯儲FOMC議息會議雖然按兵不動，但聯儲主席沃什繼續弱化前瞻指引的做法讓市場對聯儲未來貨幣政策可預測性產生擔憂。所以，會後美債利率「短端下行、長端上行」：減少對短期加息的押注，卻同時增加對長期通脹不確定性和美聯儲公信力的風險補償——從定價「rate hike」變為定價「fed credibility」。

但這次利率極值反而是測試沃什的機會。當遭遇極端情景時，Fed



Put會不會到來，以什麼樣的方式到來，市場迫切想看沃什的表達方式和穩市態度，這在後鮑威爾時代尤為重要。

在「Warsh put」之前，市場先看到了熟悉的「Bessent put」。8月19日，在長端美債收益率連續大幅上行的敏感時點，美國財政部宣布，自9月9日至11月4日，將10至20年及20至30年期名義國債的流動性支持回購規模至少擴大一倍，單次回購上限由20億美元提高至至少40億美元。按照此前公布的日程，這一期間共有7次長端回購，對應至少增加140億美元的購買能力。

這次財政部回購的核心是降低市場短期需要吸收的長久期供給，並通過期限置換改善長債市場的供需結構。財政部加大10至30年期國債回購，如果融資端更多通過短債或較短期限新券完成，相當於用流動性更好的短久期債務置換部分存量長債，能夠在短期內緩解長債流動性壓力和期限溢價，對穩定市場具有一定效果——公告後10年期美債一度下行約7個基點，30年期美債收益率下行近10個基點，也說明市場迅速交易了這一政策托底。

但這一操作並沒有改變美國財政赤字和政府總體融資需求，只是改變了債務發行的期限結構。因此，這更像是對長端供給壓力的階段性「削峰」，短期可緩解市場失衡，但難以從根本上扭轉財政擴張、債務供給增加所帶來的長期利率上行壓力。

另一個次要矛盾是，高油價風險對短期利率擾動降低，但長期通脹擔憂加劇。8月18日，布倫特原油連續第3日上漲，升至月內高位每桶92美元。與此前不同的是，這一輪市場並沒有同步大幅提高對美聯儲短期加息的預期，市場對9月加息的定價反而較此前一周下降，但更大的擔憂變成了高油價可能使未來數年通脹路徑更加黏滯，從而使投資者要求長債提供更高的通脹風險補償和期限溢價。

G10成員債市風險傳染

最後，日債的灰犀牛放大了全球長債市場風險傳染和情緒共振。近期美國財政壓力重新顯現，並進入長債的市場定價框架。上周，美國國會預算辦公室（CBO）上調了對2026財年的赤字預測，從2月份預估的1.9萬億美元增加到2.1萬億美元，主要原因是最高法院判決導致關稅收入大幅不及前期預估。此外，截至2026

財年前10個月，美國財政赤字已經達到約1.798萬億美元，已經超過2025財年同期的1.629萬億美元，且在未來兩個月內可能繼續上升。

除美債外，近期G10主權債券收益率也在紛紛走高。一方面來自主要經濟體的貨幣政策未來方向整體偏緊。掉期和期貨市場對未來6至12個月的政策利率定價顯示，韓國、日本、加拿大、歐洲、英國的貨幣緊縮預期較美國更高。除加息預期外，各國也普遍存在在財政可持續性的擔憂。例如日本市場在提前押注弱日圓環境下的加息可能性，以及對高市政府擴張式財政的風險定價，歐洲超長期國債則面臨財政不確定性和通脹的雙重壓力。

30年美債並不是一個孤立市場。美、德、英、日等國的超長期國債及高評級企業債，本質上都屬於全球保險、養老金、主權基金等長線資金青睞的長久期資產，因此當風險傳染，投資者要求的期限補償易集體上升。日圓貶值還被視為美債潛在的「灰犀牛」風險。日圓在美日聯合干預後一度升值，但很快又重新走弱，這說明日本目前仍然面臨非常棘手的政策三角——既希望阻止日圓持續貶值，又不能承受國內利率過快上升，同時還需要維持金融體系和財政穩定。未來，日本繼續干預匯市的訴求大概率仍然存在。

日本本土資金的回流也可能衝擊美債。隨著日本無風險利率持續上升，經過匯率套保後，美債相對於日債的收益優勢可能進一步縮小。這或將帶來一個緩慢的結構性變化，全球最大的海外美債持有人，對美國長債的邊際配置需求下降。日本6月持有的美國國債已經環比下降約2.3%至1.116萬億美元。當美聯儲長端利率掌控力下降，且海外美債需求邊際弱化，數量型工具（QE）也許是最後的辦法——這也解釋了一部分近期黃金的上漲。

展望後市，Bessent Put和即將召開的Jackson Hole會議，短期內賦予了長債利率修復的窗口期，但在財政供給壓力與美聯儲公信力折價的背景下，持續性不宜高估。重點是AI資本開支規模和對應的融資增速大概率進一步增加。在此基礎上，全球長期資本的供需關係可能繼續惡化；日本長債收益率、日圓和日本機構海外資產配置也可能形成新的負反饋。這些都在倒逼更加寬鬆的美聯儲與更高的金價。

（作者為國金證券首席經濟學家）

充裕流動性助力新舊動能轉化



金融熱評

在中國經濟新舊動能轉化帶來融資結構變化，以及國內銀行需要穩定負債的共同訴求下，「保持流動性充裕」的政策必要性更強。而自2024年四季度以來，「保持流動性充裕」就一直是「適度寬鬆貨幣政策」的主要政策目標，圍繞此目標，人民銀行操作實踐重點體現在兩個方面：

一是持續增加基礎貨幣投放。截至7月末，基礎貨幣增速已升至8.7%，剔除人行節假日投放現金的循例操作，目前基礎貨幣增速為2024年以來的最高水平。

二是持續優化短期利率調控。在二季度人民銀行貨政報告的「完善短端利率調控機制」專欄中，人行已明確貨幣市場隔夜利率DR001為目標利率。自2025年6月以來，貨幣市場隔夜利率DR001就持續處於政策利率下方（政策利率為央行7天期逆回購操作利率，目前利率水平為1.4%）。

從基礎貨幣的投放情況與目標利率的實際水平來看，流動性確實處於最充裕狀態，而保持「流動性充裕」的政策立場主要源自社會融資結構的趨勢性變化。

首先，居民部門持續降槓桿，信貸融資在社融中的比重趨勢性下降。截至7月末，銀行信貸佔社融餘額的比重已從2024年4月峰值的62.8%降至60%，降幅近3個百分點，連續27個月下降，下降主因是居民部門的持續降槓桿。與房地產市場調整同步，居民信貸佔社融比重於2021年三季度達到峰值的22.4%，之後開始趨勢性下降，目前已降至17.4%，累計降幅4個百分點。

今年前7個月，社融累計投放22.3萬億元（人民幣，下同），其中信貸10.2萬億元，只貢獻社融投放的45.7%，而居民信貸則是收縮了8000億元，平均每月收縮規模超過1100億元。

其次，企業融資的結構性變化。與居民只能進行信貸融資、政府只能進行債券融資不同，企業的融資渠道最為廣泛，包括信貸、債券和股票等渠道。有別於居民持續降槓桿，企業融資佔社融的比重相對穩定，但其融資結構出現明顯變化。今年前7個月，企業累計淨

融資11.71萬億元（高於去年同期的11.43萬億元），其中信貸9.08萬億元，較去年同期減少1.04萬億元，信貸佔企業融資比重已不足八成（77.53%），大幅低於去年同期的比重（88.54%），顯示企業融資邊際上更加傾向債券與股票渠道。

今年前7個月，企業通過債券累計淨融資2.23萬億元，較去年同期增加1.14萬億元；股票累計淨融資0.4萬億元，較去年同期增加0.2萬億元。

再次，銀行部門持續增加債券配置。由於有效需求不足帶來的信貸投放乏力，銀行部門持續增配債券，截至7月末，銀行持有的債券資產餘額為91.15萬億元，佔社融餘額比重已接近20%。在91.15萬億元的債券資產中，政府類債券80.81萬億元，非金融企業債券10.34萬億元。正是得益於債券資產的增配，銀行提供的資金得以穩定在社融需求80%的水平。

直接融資需求顯著上升

作為經濟運行的鏡面，上述三個變化恰恰是經濟動能新舊轉化過程中的必然。

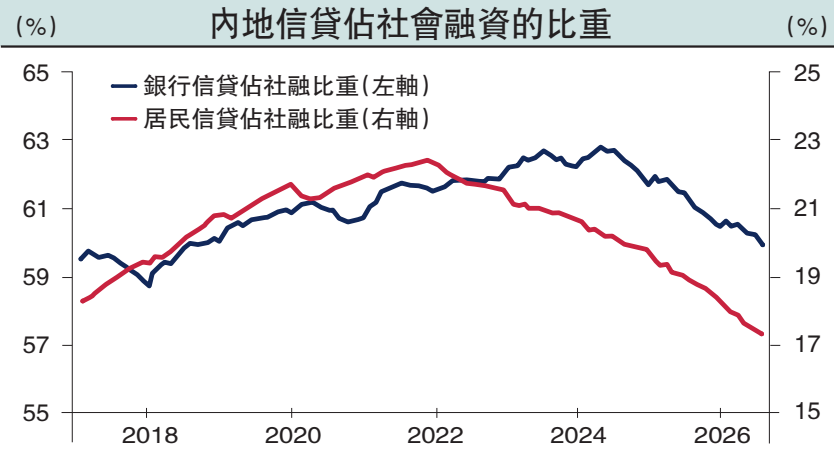
截至7月末，商品房年化銷售額已降至7.7萬億元，分別較年初、去年同期減少0.7萬億元、1.4萬億元，而房價已連續52個月同比下跌，房地產市場調整帶來的階段性財富收縮和投資缺口的影響仍在，相應居民降槓桿和與地產相關的產業鏈的企業信貸融資低增長還將延續。

與舊動能調整同步，高端製造業和AI相關的新動能持續上升，而且該賽道企業的潛在估值也繼續處於上升期，相應市場化程度更高的債券與股票融資渠道更加匹配這類企業的融資需求。

截至二季度末，銀行體系淨息差為1.41%，已是第六個季度處於1.4%的歷史最低水平，出於盈利的考慮，在信貸投放乏力的環境下，銀行不僅需要通過增配債券等方式來維持一定擴張速度，還需要負債的穩定性。

鑒於經濟運行與融資結構變化是一體兩面，在融資結構變化與銀行穩定負債的雙重因素下，「保持流動性充裕」的政策導向就變得尤為關鍵。

（作者為中國建設銀行金融市場部分析師）



新盤低開試水 打破觀望氣氛



樓市新態

7月發展商放慢推盤步伐，市場觀望氣氛濃厚，整體住宅成交按月急跌逾三成。其中，7月份一手私樓市場登記量只有700多宗，按月大跌逾61%，是17個月以來首次低於1000宗水平。

二手市場同樣轉弱。在缺乏新盤熱烈氣氛帶動下，7月二手私人住宅登記量跌至3133宗，較6月的4723宗回落約33%，創近一年新低。

但值得留意的是，一手市場的跌幅遠遠大於二手，反映買家在觀望市況下，對樓價的敏感度明顯提高。二手市場由大量個別業主組成，難以作出一致的封盤及加價行為。部分業主有實際套現需要，願意大幅調低叫價求售，反而為買家提供議價空間，令部分剛性需求仍能入市，故二手跌幅較一手輕微。

踏入8月，一手市場氣氛明顯好

轉。發展商推盤步伐加快，無論銷情及收票情況均見理想。會德豐地產旗下古洞北PARK SILICON近日開售，其中一個特色單位呎價更高達2.3萬元，創北區近年呎價新高。至於華潤置地發展的西南九龍長沙灣觀環I亦加入戰團，發展商採取低價策略，成功搶盡市場焦點。單計首4天的認購登記，已超越年初發售的西沙SIERRA SEA第2A期，成為今年九龍區新盤票王。

人才來港 住宅需求增加

近期外界關注內地資金跨境安排，市場一度擔心會否影響內地資金來港置業。不過，隨著新盤氣氛逐步回暖，目前未見相關因素對一手市場造成明顯衝擊。香港作為國際金融中心，加上近年積極推動人才政策，住宅市場需求並非單靠內地買家支撐。除了本地剛性需求，來港工作及定居的人才亦帶來住屋需要，本港住宅市場仍有其他需求支撐。

從7月一手交投急跌，到8月新盤重新掀起入市熱潮，氣氛轉變之快，反映現時樓市並非沒有購買力，只是樓價急升後，部分買家選擇忍手，等待下一個入市機會。若發展商以筭價推盤，在新一批新盤接力下，8月一手市場可望成功破冰，成交量有機會回升至1000宗以上。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▲PARK SILICON近日開售，銷售反應熱烈，最高呎價更達到2.3萬元。大公報攝