



▲美國長債收益率年內高點雖已出現，但料為斜率變化，不是趨勢反轉。 法新社

經濟觀察家

美國長債的絕對高點已經過去，趨勢拐點尚未到來，中樞回歸要等到2027年且幅度有限。這個判斷最可能被推翻的方式，是人工智能（AI）融資鏈出現實質違約——但在那種情形下，收益率下行的同時信用利差會大幅走闊，對國債是好事，對權益與信用不是。

美債利率上行未到拐點



10月7日，美國10年期國債收益率盤中最高觸及5.368%，30年期觸及5.735%，均創下2002年以來最高水平，此後開始回落。截至10月21日，10年期國債收益率已回落至5.11%附近，30年期國債收益率回落至5.42%附近，兩周內下行約20至30個基點。

本輪美債利率回落的背景值得釐清：期間並無新的避險事件，經濟數據也未明顯走弱，國際油價仍在高位，基本上找不到對應的利好支撐。於是市場開始討論拐點，理由大致有三條：加息接近尾聲；長期通脹預期仍錨定在2.4%附近，未見失控；收益率到了當前水平，配置盤認為具備吸引力。

料在5至5.4%區間反覆

上述三條理由似乎都成立，但均不足以支撐「拐點已至」的判斷。筆者的看法有點不同，收益率從高點回落與利率進入下行趨勢，是兩件事。美國長債收益率的絕對高點大概率已經出現，但拐點未到，年內也不會到。更可能的路徑是在5.0%至5.4%區間反覆，2027年才會緩慢下移，且很難回到4.5%以下。理由歸根結底只有一條：推動這一輪上行後半段的不是貨幣政策，而是債務供給。貨幣政策預期憑藉一場會議就能反轉，債務供給則不能。

判斷這輪美債利率上行屬於哪一類，最直接的辦法是把10年期名義收益率拆成「風險中性利率＋期限溢價」兩部分。沿這條線回溯，轉折點出現在2026年9月23日。

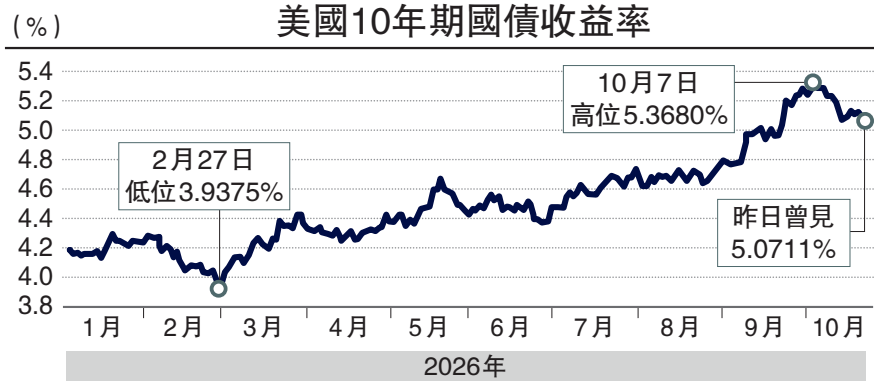
之前的三周時間，10年期國債收益率從4.80%升至4.96%。但同期期限溢價不升反降，從0.78%收窄至0.57%，而風險中性利率從4.09%升至4.43%。也就是說，這一段的漲幅幾乎全部來自貨幣政策路徑的重新定價，與債務供給、財政風險無關。

9月23日之後，兩個分量的方向發生互換。當日的拍賣提供了直接證據：美國財政部發行700億美元5年期國債，中標收益率5.033%，為2007年以來首次突破5%；尾部利差3.1個基點；間接投標人認購比例跌至2020年3月以來最低，一級交易商被迫承接15.8%。

到10月7日，期限溢價從0.57%走闊至0.98%，風險中性利率反而從4.43%回落至4.39%。性質在這裏完成切換：債市不再擔心美聯儲，轉而擔心借款人本身。這個區別至關重要。貨幣政策預期可以在一場會議內反轉，債務供給不會。前者決定短期波動，後者則決定頂部的形狀與持續時間。

三大債息內生變量

決定美債收益率拐點的三個內生變量。一是久期供給的剛性。這是最硬的一個變量。財政端的壓力不只在



發行總量，更在期限結構——長端發行佔比上升，直接壓在中長段曲線上。另一個獨立來源是AI相關債務，其規模已從接近零升至超過2000億美元，並以長久期項目融資為主。

關鍵推論是：這兩塊供給都不是價格敏感型的。美國財政部不會因為收益率高就停止發債，AI項目一旦開工，融資安排已經鎖定。供給剛性意味着期限溢價的下行空間被鎖死，這是頂部之後難有趨勢性下行的第一個原因。

二是通脹的性質。9月美國消費物價指數（CPI）同比上升至3.7%、環比上漲0.6%，為5個月以來最大漲幅；生產物價指數（PPI）環比上漲1.3%，為2022年3月以來最高。關鍵不在絕對水平，而在性質：這輪通脹由能源與運輸成本推動，屬於供給衝擊。供給衝擊型通脹的特徵在於，貨幣政策幾乎無法作用於成因，但央行又必須回應，因為通脹預期一旦脫錨，修復成本更高。結果就是實際利率被長期按在限制性水平之上。

值得注意的細節是，這輪國際油價衝擊並未推高通脹預期。9月1日至10月5日，10年期盈虧平衡通脹率從2.35%僅升至2.36%，幾乎不動；同期10年期實際收益率從2.44%升至2.95%，抬升約51個基點。市場相信美聯儲能夠壓住通脹，所以長期預期保持錨定；但也正因為要壓住，實際利率就必須維持在高位。這構成第二個原因。

三是需求端的結構。上行的邊際推力正在減弱，抵押貸款支持證券的負凸性在前一階段被動產生了10年期等價拋售，隨著凸性趨近於零，這個放大器基本耗盡——這是頂部區域得以形成的技術條件。

但需求端同樣不構成承接力量。久期倉位處於歷史低位，常被視為潛在買盤，但低配的修復需要通脹路徑與財政路徑的確定性，而這兩個條件當前都不具備。低配本身不構成買入理由，它只是消除了進一步拋壓的來源之一。

美債收益率未來趨勢推演，年內絕對高點已出現，但這是斜率變化，不是趨勢反轉。10月7日盤中，10年期美債收益率觸及5.368%、30年期美債收益率觸及5.735%，均為2002年以來最高；此後官方日度數據已回落至5.15%與5.50%附近。更可能的形態是上行節奏從周度10個基點降為月度個位數，同時波動區間放寬。市

場最容易犯的錯誤，是把「不再创新高」直接等同於「開始下行」。

2027年上半年是真正的分叉窗口。向上情形需要兩件事同時出現：財政發債規模繼續擴張且長端佔比提升，以及AI相關債務出現實質違約、迫使更多融資轉向公開市場。向下情形只需一件事：能源價格回落帶動通脹降溫，使美聯儲獲得降息空間。筆者傾向於前者的概率略高，因為供給端的兩塊剛性短期內都難以改變。

2027年下半年即便下行，幅度也有限。中性利率在財政擴張與去全球化成本上升的背景下已經上移，這是長期變量而非周期變量。10年期回到4.5%以下，需要經濟增長顯著低於潛在水平並伴隨通脹快速回落，在基準情形下屬於小概率事件。

五項跟蹤觀測指標

預測的價值在於可被證偽。以下五項是筆者總結的、可用來確認或推翻上述判斷的觀測指標，投資者按月跟蹤即可。

一是拍賣質量。重點看三個數：尾部利差、間接投標人佔比、一級交易商承接比例。若尾部持續高於2個基點、間接投標佔比反覆走低、一級交易商承接長期高於15%，說明需求端在惡化，期限溢價仍有上行空間。

二是期限溢價的分解方向。若然風險中性利率上行而期限溢價收窄，屬貨幣政策驅動，性質溫和；若方向相反，屬供給驅動，持續性更強。這是判斷「這是哪一類上行」最快的指標。

三是AI相關債務的月度發行節奏。本輪峰值為6月的約1130億美元，9月已回落至約230億美元。若發行繼續收縮，說明融資窗口在關閉，信用事件概率上升；若重新放量，則長久期供給壓力回歸。

四是油價與通脹預期的背離。若油價繼續上行而盈虧平衡通脹率仍錨定在2.4%附近，實際利率會被動抬升，這是長端最不利的組合；反之，若通脹預期開始跟隨油價上移，美聯儲的政策約束將更強，長端反而可能因緊縮預期充分定價而獲得喘息。

五是久期倉位的修復質量。需要區分「因為便宜而買」和「因為確定性而買」，只有後者才能形成趨勢拐點。（文章只代表作者個人觀點，與所在單位無關）

（作者為交通銀行金融市場部副總經理）

Roadster爆火帶來的創科啟示



創科瞭望
陳迪源

一輛白色跑車沿彎曲斜坡駛上，幾乎倒掛；離開斜坡後，車身在空中翻正，再穩穩落地。特斯拉近日在美國德州SpaceX測試場展示第二代Roadster，未來能不能上路言之過早，但其帶來關鍵思考：突破往往不是等到所有條件成熟才開始，而是先要問哪些限制可以被重新設計。

這款Roadster仍在開發，特斯拉最新目標是2028年投產。其實該車早於2017年亮相，原定2020年交付，其後多次延後。因此，今次展示只是證明在特定環境下可行，卻不能代替量產安全、道路認證、維修服務和消費者保障的考驗。

Roadster最有意思之處，是把賽車與航天技術重新組合。車底風扇抽走空氣，配合密封設計製造低壓，外部氣壓便把車壓向地面。傳統尾翼要靠高速氣流產生下壓力，這套吸力系統低速，甚至靜止時仍有效。但早在1978年，Brabham BT46B「風扇車」已用負壓增加抓地；英國McMurtry Spéirling在2025年也完成由靜止開始的倒掛行駛。所以真正的新意，是把一個屬於賽道的原理，嵌入到電動車的設計裏面去。

還有冷氣體推進器，它不燃燒燃料，而是把高壓氣體由噴嘴高速排出，利用反作用力提供短促而強勁的推力。Roadster Rocket版本據報設有十個噴嘴，兩個碳纖維高壓容器共約600公升，可儲存約250公斤壓縮氣體。車尾推進器協助加速，其他噴嘴用於空中姿態和緩衝着地。最終版本的車重仍未公布，若姑且以兩噸計，懸浮所需向上力約19.6千牛頓。假設250公斤氣體都用作向下推力，並以接近每秒800米的有效噴速作一個相當寬鬆的估算，總衝量約20萬牛頓秒，理想上只能支撐約十秒。換言之，這是一個極短距離的工程展示，不是日常飛行。高壓容器碰撞安全、道路規則、保險責任及補充氣體方式，未來仍有很長的路要走。

特斯拉現時要求Performance版本支付5萬美元、Thrust版本支付25萬美元的預約款。協議同時講明，這不是購車合約，價格及交付時間未定，甚至不能保證最終一定交付；在配置車款獲邀完成前，雙方均可取消並全額退款。消費者應按自己的風險承受能力審慎決定，不能把預約當作保證。

但從企業創新角度看，這亦是一個巧妙的市場營銷案例。協議列明預約

款不設獨立信託或託管，也不支付利息；在保留全額退款責任的前提下，願意提早交出大額款項的客戶，從經濟效果看，可為企業帶來成本極低、附退款責任的短期資金來源，更重要的是給市場一張具分量的「信心票」。在尚未量產前，已有客戶願意用真金白銀換取優先權，對研發、品牌和市場預期都有價值。這正是技術敘事、產品設計與資本信心能否形成閉環的考題。

跨界視角 挑戰行業慣性

不少人稱讚馬斯克聰明，筆者認為更準確的說法應該是：特斯拉以相對外來者的視角進入到一個逾百年歷史的汽車產業，沒有完全被既有做法綁住。傳統車廠累積的安全、製造和供應鏈經驗極其寶貴，不能輕視；但龐大的既有平台、產品節奏與成功公式，有時也會令到企業較難問出「如果從零開始，汽車應怎樣設計」這類問題。特斯拉與SpaceX工程團隊把風扇、電動系統、航天姿態控制連在一起，正是以跨界視角挑戰行業慣性。外來者優勢不是不懂得規矩，而是不把舊規矩當做是自然定律。

這對國家及香港創科發展同樣有一定啟示。新能源汽車、先進製造、人工智能和商業航天等產業正在快速發展，香港不必硬要把自己變成大型整車工場，而是發揮國際化研發、金融、保險、標準和專業服務優勢，與大灣區的製造及應用場景接起來。金融中心的作用亦不只在項目成熟後提供資金，更要及早協助新技術處理風險定價、保險安排、跨境知識產權和標準互認，讓有潛力的構想更快跨過由樣機到市場的「最後一公里」。

面對新技術，政府、業界和科研機構應多設測試場、沙盒和可審計的試點，讓大膽想法先在受控環境驗證，再決定如何擴大，而不是一開始便因沒有先例而停步。監管的作用不是替創新踩剎車，而是清楚說明在什麼條件下可以安全地加速；企業的責任則是從第一天把安全、私隱、可追溯和維修能力寫進產品，而非把風險留到用戶身上。

Roadster何時真正上路，仍要由工程、監管和市場回答。但它提醒我們，創科的競爭不只在誰擁有一項技術，而在誰敢於拆開百年產業的既有假設，再把新技術、新資本與新責任接成可以交付的系統。敢於破界，卻不逃避驗證，才是走向未來的真正速度。

（作者為香港創科發展協會創會主席）

新樓市場結構轉變 出租佔逾半



樓市新態
陳永傑

新落成私人住宅，究竟自住多，還是出租多？差餉物業估價署一項甚少被深入解讀的數據——「私人住宅落成後使用方式」，揭示新樓市場的結構變化：過去以業主自住為主的格局，近兩年已被打破，出租單位反而佔多數。

根據差估署今年4月公布的《香港物業報告2026》，這項統計只包括報告年度內評定差餉估價，並申報整間已被佔用的新落成住宅、空置不計，反映單位落成後的使用情況。

2025年有12708伙新落成單位納入統計，自住佔5511伙（43.4%），出租達7197伙（56.6%）。2024年數據更鮮明，15314伙新落成單位中，自住佔6501伙（42.5%），出租達8813伙（57.5%）。按1989年起的統計比較，2024年出租比例最高，2025年則為次高。分區而言，2025年九龍出租比例最高，達61.3%；港島仍以自住為主，自住佔66.7%。

翻查37年來的數據，過去新樓市場一向是用家天下。沙士前後，2003年自住比例達92.5%，2004年更高達93.8%，出租僅佔6.2%，為統計期內最低。即使1997年炒風熾熱，自住比

例仍達83.2%。

回顧八、九十年代，鯽魚涌太古城後期數、紅磡黃埔花園、天水圍嘉湖山莊及藍田麗港城等大型屋苑相繼落成，自住需求撐起新樓市場。1989年納入統計的已入住單位達31821伙，為期內最多，自住佔88.9%；1992年亦有31488伙，自住佔86.2%，與近年出租佔多數形成強烈對比。

1989至2025年納入統計的單位累計約48.8萬伙，其中約12.1萬伙出租，佔24.8%，即約四分之一，近兩年卻超過一半。2022年出租比例為28%，2023年升至46.4%，2024年首次突破五成，2025年維持高位，顯示這並非單一年度的現象。

人才流入 收租吸引

全面撤辣、放寬按揭成數，加上人才流入帶動租住需求、租金上升提升收租吸引力，都為投資者入市創造條件。這項統計雖不等同當年買家的投資比例，卻折射出買樓收租的分量愈來愈重。發展商爭取的不只是自住客，還有看重租務承接力及回報的投資者，新盤定價、戶型配搭及大手優先安排，自然更重視這批收租買家的需求。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



求。人才為收租持續流入者，帶動市動創住宅資料引務需