



〔投資研究報告〕

2026/4/29

長端利率卡在供給缺口

目錄

- 一、長端利率真正的發動機
- 二、赤字、發債與買方退潮，正把 duration 重新定價
- 三、四道緩衝器仍在，利率很難走成直線
- 四、配置地圖正在改寫，MOVE 也該進表

赤字、發債、期限溢酬與資產定價的新主線

2026/4/29 新光投顧

2026 年的美債市場，已經走到一個值得重新定義的時點。過去市場習慣把長端利率上行直接連到通膨黏性、聯準會降息延後，這套框架至今仍有解釋力，但已不足以涵蓋當前債市的主旋律。更接近現場的描述是：美國財政赤字維持高位，國債淨發行規模持續偏大，10 年與 30 年長端供給沒有明顯退場，官方部門對長債的吸納能力不如前幾年穩定，聯準會又未重新成為 long duration 的主動買方，最後把期限溢酬重新推回定價核心。CBO 在 2026 年 2 月估計，2026 財年赤字約 1.9 兆美元，占 GDP 約 5.8%，由公眾持有的聯邦債務占 GDP 比重約 101%，到 2036 年將升至 120%；財政部則估計，2026 年 1 至 3 月與 4 至 6 月兩個季度合計仍須大量淨借入市場化債務。這意味著，長端利率上行的壓力來源，越來越接近供給與買方結構，而非單純通膨再起。

這個轉變的重要性，在於它會直接改寫風險資產的估值邏輯。若利率上行來自經濟過熱，市場至少還能期待營收與獲利預期同步上修，折現率抬升雖然壓低乘數，分子端仍可能提供部分對沖。若利率上行主要來自債券供給與期限溢酬擴張，折現率先被抬高，盈利端卻不一定得到等比例支撐，長久期資產面對的壓縮就會更直接。這也是當前配置上最值得警惕的地方。

目錄

- 一、 長端利率真正的發動機
- 二、 赤字、發債與買方退潮，正把 duration 重新定價
- 三、 四道緩衝器仍在，利率很難走成直線
- 四、 配置地圖正在改寫，MOVE 也該進表

一、 長端利率真正的發動機

若把最近一段時間的長端走勢拆開看，最值得注意的，是期限溢酬重新擴張，而長期通膨補償並未同步等幅上修。紐約聯準持續發布的 ACM term premia 系列顯示，10 年期 term premium 近月維持正值且高於 2025 年底水位；另一方面，30 年 breakeven inflation 並未出現同等規模的再定價。這種組合更接

近「投資人要求更高的持有長債補償」，而非「市場突然把未來十年通膨路徑整體上調」。對資產定價而言，這個差異極大，因為前者主要影響折現率與估值上限，後者才更容易伴隨對 nominal growth 的重新樂觀。

更進一步說，當長端 nominal yield 上行主要由 term premium 驅動，市場其實是在為三件事重新計價：

- 第一，供給太大，市場需要更高報酬才願意吸收
- 第二，買方結構不再像 QE 與官方儲備主導時那麼穩定
- 第三，財政路徑本身帶來更高的不確定性。

這樣的利率上行，對高估值資產的傷害通常更直接，因為市場願意給的本益比與現金流貼現倍數會先下修，盈利端卻沒有自動補上同樣幅度的支撐。這也是為什麼 2026 年的利率分析，若仍停留在「通膨熱、殖利率升」的單線敘事，解釋力會愈來愈不夠。

二、赤字、發債與買方退潮，正把 duration 重新定價

供給面的壓力，首先來自財政本身。CBO 的 2026–2036 展望顯示，2026 年聯邦總支出約 7.4 兆美元，赤字約 1.9 兆美元，之後十年赤字占 GDP 比重仍維持在高於歷史均值的區間，利息支出則成為越來越重的財政負擔。財政部 2026 年初的 borrowing estimates 也顯示，1 至 3 月季度預計淨借入 5,780 億美元市場化債務，4 至 6 月再淨借入 1,090 億美元；2 月季度再融資聲明則維持 10 年與 30 年附息債拍賣規模基本穩定，代表長端供給並未出現明顯收縮。

對市場而言，這是一條仍在高位延伸的 duration 供給曲線。

更關鍵的是，吸收這些供給的買方結構正在變。財政部 TIC 2026 年 2 月資料顯示，外國私人投資者對美國長期證券淨買入 1,473 億美元，但外國官方機構淨賣出 461 億美元；若只看美國 Treasury bonds and notes，私人部門淨買入 280 億美元，官方部門淨賣出 260 億美元。這說明官方買盤的穩定性下降，市場更依賴對價格敏感的私人資本去承接長端供給。

再看聯準會，政策正常化頁面顯示 FOMC 已於 2025 年 10 月宣布自 12 月 1 日起結束縮表；換句話說，聯準會已停止被動抽離流動性，但也沒有重回主動

買入 long duration 的模式。這種組合會把長端定價推向更市場化、也更波動的區間。

三、 四道緩衝器仍在，利率很難走成直線

供給主導的框架成立，但若把它理解為長端殖利率將無限上行，實戰上就太僵硬。

第一道緩衝器來自財政支出對企業盈餘的外溢效果。高赤字意味著供給變大，也往往意味著政府支出仍在大規模運作。CBO 同一份展望就提到，2026 年經濟成長會因既有財政立法與政策效應而受到支撐。這表示供給型利率上行通常缺乏與折現率抬升等比例的盈利補償，但它也不等於完全沒有盈利支撐。國防、基建、醫療、補貼與部分政策受益產業，仍可能拿到現金流托底。真正需要區分的，是哪些產業能分享財政外溢，哪些資產只會承受更高折現率。

第二道緩衝器來自負債端驅動的自然買盤。當 30 年殖利率來到高位，退休基金、保險公司與 LDI 型資金會逐步提高長端配置意願。聯準會 Z.1 顯示，私人確定給付退休基金持有的 Treasury securities 到 2025 年第四季已高於前一年水準，代表高利率本身正在喚醒一部分結構性需求。

第三道緩衝器來自聯準會的市場功能防線。政策正常化頁面與公開工具安排顯示，聯準會保留 Standing Repo Facility 等流動性穩定工具，目標在於處理市場功能與融資壓力，而不是單純替市場壓低長端殖利率。

第四道緩衝器則來自避險回流。紐約聯準 4 月對 Treasury 市場流動性的回顧指出，2025 年 4 月關稅衝擊後流動性曾短暫惡化，但之後很快改善，到 2026 年初甚至接近近年最佳水準。這意味著，一旦長端上行開始對風險資產與市場功能造成過大壓力，久期對沖、避險資金與政策工具都可能限制利率繼續失速上行。較合理的基準情境，是利率中樞墊高、波動放大，而不是直線飆升。

四、 配置地圖正在改寫，MOVE 也該進表

在這樣的利率環境下，真正需要重新定義的，是「長久期資產」的範圍。

市場直覺會先想到 AI 與高估值科技股，但配置上應該至少拆成三類。

第一類是遠期現金流占比高、估值建立在多年後盈餘與自由現金流假設上的 AI 與高成長科技股。

第二類是未形成穩定盈利、價值高度依賴研發里程碑與未來現金流貼現的生物科技。

第三類是資本支出高、回收期長、對融資成本敏感的替代能源與能源轉型鏈。這三類資產共同的弱點很清楚：折現率每抬升一步，估值壓力通常都比成熟現金流資產更直接。當長端利率由供給與期限溢酬驅動，市場會更傾向提高對這些板塊的風險折價。這種壓力未必要等到經濟過熱才會出現。

後續最該盯的指標，除了 term premium、季度借款估計、長端拍賣規模、TIC 與聯準會資產負債表之外，還要把 MOVE Index 正式拉進框架。ICE 對 MOVE 的定義很清楚，它是以利率交換選擇權為基礎的美國債市波動率指標；近期數值仍在約 68 附近，明顯高於平靜市場常見區間。這個指標的重要性在於，債市波動率上升時，即便殖利率沒有再創高，權益資產的風險溢酬也可能先擴大，因為市場正在重新定價「折現率路徑的不確定性」。殖利率是價格，MOVE 是價格穩定度。到了 2026 年這種供給主導、買方較脆弱的環境，後者對估值有時比前者更具殺傷力。

結論

2026 年的美債市場，「通膨會不會再熱一點」已經是舊敘事，現在起應該關注「市場要用多高的價格，才能吸收這麼多的長端供給」。當財政赤字維持高位、國債淨發行仍大、官方買方支撐減弱、聯準會沒有重新壓低 duration 風險補償，期限溢酬就會成為長端定價的核心力量之一。這樣的利率上行，會先壓縮估值，再由財政外溢、自然買盤、政策工具與避險回流去限制幅度。未來一段時間，更合理的基準情境是：長端利率中樞較過去更高、MOVE 維持偏高、風險資產的評價標準更嚴格，而現金流穩定、資本回收快、股息與自由現金流可見度高的資產，相對吸引力會更高。只要這個框架成立，資產配置就不該再完全沿用「利率上行等於經濟過熱」的舊地圖。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告