

投资导航

亚洲版



BNP PARIBAS
法国巴黎银行财富管理

携手变 通世界

驾驭当前 较高收益率环境

近几周全球债券收益率飙升至数十年新高。部分投资者担心长期债券收益率将持续上升，而部分投资者则开始“少量买入”债券，以锁定优质债券的更高收益率。

在今期《投资导航 - 2026年10月》中，我们将探讨三个关键问题：

1. 收益率上升的主要驱动因素是什么？



2. 债券收益率的中期展望如何？



3. 投资者如何驾驭当前较高收益率环境？



Prashant BHAYANI
法国巴黎银行
财富管理
亚洲首席投资官



谭慧敏
法国巴黎银行
财富管理
亚洲副首席投资官



刘杰俊
法国巴黎银行
财富管理
亚洲投资策略师





1. 收益率上升的主要驱动因素是什么？

全球债券持续抛售，美国10年期和30年期国债收益率分别创下24年高位5.32%和5.71%。此外，法国政府债券相对于德国债券的利差也扩大，几乎达到2012年欧洲主权债务危机期间的水平。英国30年期国债收益率一度突破6%，这是对上一次于1990年代的水平。

今年迄今收益率变动的主要驱动力是央行政策的重新定价，因为能源价格高企及通胀担忧，市场已预期从减息转向加息。

话虽如此，自八月底美联储主席沃什在杰克森霍尔会议中采取鹰派语调后，实质收益率上升（名义收益率减去通胀率）及较高的期限溢价（投资者对持有长期债券的额外回报需求）在推动长期收益率上升中扮演越来越重要的角色（见图1与图2）。

近期实质收益率上升的主要驱动因素是什么？

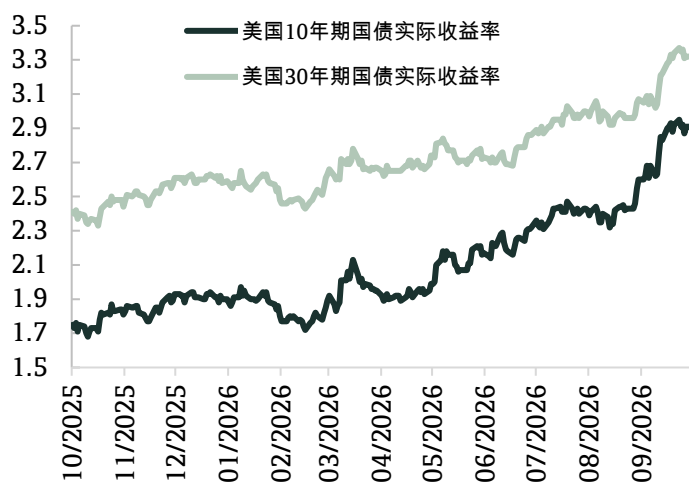
虽然中长期通胀预期大致持平，但稳健的经济增长与AI资本支出热潮是实质收益率的主要推手。这些因素创造了大量资本需求，尤其是超大型科技企业大规模发债以资助AI相关基础设施，导致资本实质成本重新定价。

自九月以来，期限溢价上涨的主要驱动因素有哪些？

主要驱动因素是日益加剧的财政忧虑，特别是法国、英国和日本，以及持续的主权债务供应压力。此外，美联储沟通风格的改变也加剧了市场对其公信力的担忧，具体来说，在美联储主席沃什的领导下，美联储转向较少公开沟通及有限的前瞻性指引。虽然此举旨在防止释出过度讯号，但投资者现在要求更高的期限溢价，以弥补对美联储长期政策路径能见度降低的不足。

图1：
美国实质收益率在九月大幅上升

美国实质收益率（%）



资料来源：彭博、法国巴黎银行财富管理，截至2026年10月12日。

图2：
美国期限溢价在九月大幅上涨

美国国债10年期期限溢价（%）



资料来源：彭博、法国巴黎银行财富管理，截至2026年10月12日。

2. 债券收益率的中期展望如何？



我们认为全球收益率在短期内超出其公允价值，并因以下原因在中期将趋于正常化：

（1）较高的实质收益率会减慢经济增长

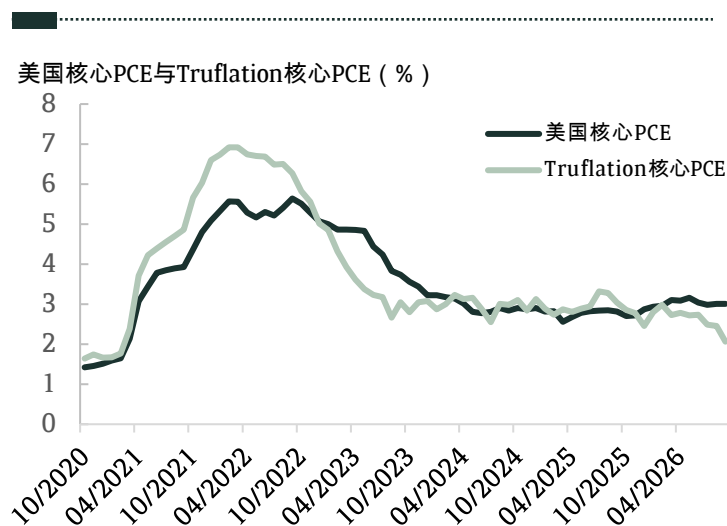
美国十年期美国国债名义收益率与实质收益率今年迄今分别上升超过100个基点及90个基点。估计100个基点的期限溢价冲击可能在八个季度内使GDP下降1.5至2.0个百分点。

（2）通胀是由供应端带动，而非需求端驱动

能源价格上涨与人工智能资本支出热潮是供应端驱动的通胀压力。我们的基本情境假设布兰特原油将在12个月内跌至65美元，前提是美国中期选举后美伊冲突将有所解决。

由于资本支出增长放缓及较高基数，明年AI硬件与半导体通胀也可能放缓。Truflation核心PCE（每日即时通胀指标）显示通胀回落趋势（图3）。在需求端方面，美国工资增长呈下降趋势，且无工资与物价螺旋上升的迹象（图4）。

图3：
Truflation核心PCE显示通胀回落趋势



资料来源：彭博、法国巴黎银行财富管理，截至2026年10月12日。

（3）市场可能高估央行加息次数

市场目前已预计到2027年底前联储局将再加息三次，并预计到2027年9月底前欧洲央行将再加息两到三次。我们预期美联储还会有两次加息（一次在2026年12月和一次在2027年一月），之后这个周期将会结束；而欧洲央行在2026年12月只会再加息一次。

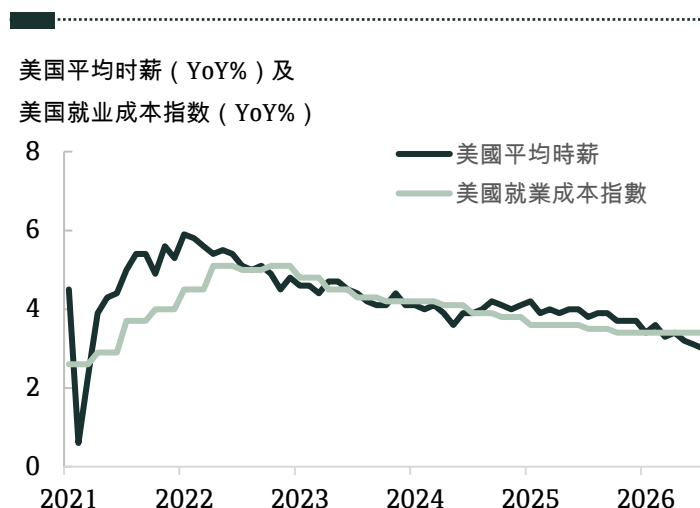
（4）“债券市场监督者”回来了

“债券市场监督者”（透过抛售主权债券抗议财政不可持续的债券投资者）对各国政府施加巨大压力，促使其推动财政整顿。否则，政府将面临飙升的债务偿还成本。

（5）较高的收益率开始吸引债券需求

过去几周，美国国债基金的资金流入达到自2025年4月以来的最高水平。近期美国国债10年期及30年期拍卖也吸引强劲需求，尤其是来自外国投资者。

图4：
美国没有工资压力



资料来源：彭博、法国巴黎银行财富管理，截至2026年10月12日。

3. 投资者如何驾驭当前较高收益率环境？



我们目前对美国国债持中性观点，偏好短年期债券。我们已将美国10年期国债收益率的12个月目标由4.5%上调至4.75%。我们认为若市场进一步推升收益率至5.50%将是更有利的入市点。

我们将英国政府债券的评级上调至正面，并将12个月目标从4.4%提高至4.65%。虽然目前收益率水平高于我们的长期公允价值估计，但我们越来越有信心政府将采取必要措施稳定债务动态。

在欧元区，德国10年期政府债券收益率也大幅上升。我们已将12个月目标从2.75%提高至3%，但预期未来收益率较目前水平的上升空间有限。我们对欧元区核心政府债券仍持正面观点。

投资者可透过以下方式应对收益率“长期维持高位”的环境：



逐步增加固定收益配置，特别是高质素债券，以锁定较高收益率。



对于担心短期市场波动的投资者，可以专注于透过结构性解决方案（善用高波动性）和派息股票来进行收益策略。



透过对冲基金策略进行多元化配置



我们的首席投资官(CIO)资产配置概览_ 2026年10月

	观点		成份	看好范畴	评论
	目前	上月			
股票	+	=	市场	美国、日本、新兴市场 (拉丁美洲、中国A股、 台湾、韩国)	将美国股票上调至“高配” 将欧盟评级下调为“低配” 不再偏好美国中小型股
			行业	全球科技、医疗保健， 工业及矿业、 欧盟公用事业	将美国及欧洲科技股上调至“高配” 将欧盟银行评级下调为“中性”
			风格/ 主题	超级趋势 主题	多元化、收益、人工智能、基础建设、商品与亚洲 主题
债券	=	=	政府债	欧元，英镑	上调英镑政府债券评级至“正面” 对欧元区核心政府债券维持“正面”，偏好7至10年 期债券 对美国国债维持“中性”，偏好5年期或以下的债券 将美国10年期国债的12个月收益率目标上调至 4.75%
	+	+	范畴	欧元，英镑 投资评级别债券	将英镑投资级别企业债券评级上调至“正面” 对欧元投资级别债券维持“正面” 对美元投资级别债券维持“中性” 对高收益及新兴市场债券保持“中性”
现金	=	=			
大宗商品	+	+		黄金 白银 铜 铝	贵金属： 白银 - 正面 (12个月目标价为每盎司80美元) 黄金 - 正面 (12个月目标价为每盎司5,000美元) 石油： 布兰特原油—负面 (12个月目标区间为65美元) 基本金属： 铜 - 正面 (12个月目标价为每公吨15,000美元) 铝 - 正面 (12个月目标价为每公吨3,800美元)
外汇			欧元兑美元		12个月目标为1.20
			美元兑日元		12个月目标为155
另类投资	+	+	对冲基金 (全球宏观策略、 事件驱动)		对长短仓股票及相对价值持中性观点

注：+ 高配 / = 中性 / - 低配

		国内生产总值/GDP (同比%)			消费物价指数/CPI (同比%)		
		2025	2026f	2027f	2025	2026f	2027f
成熟市场	美国	2.1	2.2	2.3	2.7	3.4	2.3
	日本	1.2	1.0	1.2	3.1	2.0	2.5
	欧元区	1.3	1.1	1.5	2.1	3.0	2.8
	英国	1.3	1.2	1.3	3.4	3.2	3.2
北亚	中国	5.0	4.6	4.5	0.0	1.0	1.2
	香港*	3.5	2.4	2.4	1.4	2.1	1.8
	韩国	1.1	3.2	2.3	2.1	2.7	2.2
	台湾	8.8	11.6	4.7	1.7	2.2	2.2
南亚	印度	7.8	6.7	6.9	2.1	5.0	4.6
	印尼*	5.1	5.0	5.1	1.9	3.0	2.6
	马来西亚*	5.2	4.7	4.3	1.4	1.9	2.0
	菲律宾*	4.4	4.1	5.8	1.7	4.3	3.2
	新加坡*	5.0	3.5	2.7	0.9	2.3	1.9
	泰国*	2.4	1.5	2.1	-0.1	0.9	1.0

资料来源：法国巴黎银行经济研究中心、法国巴黎银行环球市场，截至2026年9月30日。
注：印度数据为对该财年（4月至3月）的预测。
*国际货币基金组资料及预测，截至2026年9月30日。



经济增长

- 全球经济扩张仍稳健，受惠于具韧性的消费支出、商业信心改善及AI驱动资本支出激增推动。投资者应密切关注科技板块信贷利差，以及持续发行债券带来进一步压力的迹象。
- 中国经济增长持续放缓，受持续的房地产低迷和国内需求疲弱拖累。北京宣布计划向金融业注入540亿美元以强化银行与保险业，显示全球第二大经济体正努力摆脱疲弱增长。



通胀

- 在缺乏明确缓和美伊冲突的催化剂下，能源成本高企预计短期内将持续维持通胀压力，但更重要的是，这些因素不会削弱全球增长的整体韧性。
- 央行面临在控制通胀与维持债务可持续性之间日益严重的权衡。政治压力可能促使他们容忍较高的通胀，如美国、英国和日本，其核心通胀长期维持在2%以上。



▲ 全球整体：高配



国家

日本
新兴市场
▲ 美国

-

▼ 欧盟

板块

医疗保健
工业
▲ 科技

通讯、原材料
非必需消费品
金融
公用事业
房地产

必需消费品
能源

▲ 亚洲整体：高配



国家

中国A股
韩国
台湾

中国H股
印度
东南亚

-

板块

通讯
非必需消费品
科技
医疗保健

原材料
房地产
金融
工业
能源

公用事业
必需消费品

- **无须担忧中期选举** - 虽然美国即将到来的中期选举可能会带来一些波动，但历史显示投资者不必过于担心。自1950年以来，标普500指数在每次中期选举后的12个月内均上涨，平均回报率达16.6%。
- **将美国与欧洲科技股上调至高配** - 继近期板块被下调评级后，该行业估值现已接近五年低位，远期市盈率（P/E）比五年平均值低1.15个标准差。我们认为这是买入优质、具持续增长潜力的企业的理想入市点，因这些股票展现出越来越强的AI投资变现能力。
- **将欧洲银行评级下调至中性** - 欧洲银行面临越来越多的负面消息，从收益率上升威胁信贷质素与需求，到政治风险增加，促使我们率先获利，并将银行业配置下调至中性。我们正等待更有利水平再重新吸纳。
- 股市持续展现出惊人的韧性，对抗收益率上升。这主要是因为盈利攀升速度更快。我们不再偏好美国中小型股。

		一个月 (%)	年初至今 (%)	2025 (%)	股息率 (%)	12个月 远期市盈率 (x)	追溯 市盈率 (x)	12个月股 本回报率 (%)	过去12个月每 股盈利增长 (%)	12个月远期每 股盈利增长 (%)
北美	美国	-0.6	11.6	16.9	1.1	21.8	5.0	41.0	44.7	38.3
	日本	2.0	21.0	24.3	2.1	17.2	1.9	13.3	33.6	22.4
	欧元区	-6.3	9.0	36.2	2.7	15.6	2.1	19.2	24.6	19.3
	英国	-6.2	6.2	35.6	3.1	12.3	2.1	20.3	34.2	30.0
北亚	中国	-6.2	-2.0	26.6	1.5	18.5	2.6	20.8	37.3	60.4
	香港	-4.3	-6.4	33.5	3.2	10.5	1.3	15.6	18.5	28.3
	韩国	3.6	70.9	80.9	0.9	6.8	2.2	25.2	262.1	390.1
	台湾	4.6	66.1	36.8	1.5	23.4	4.7	34.5	67.9	70.6
南亚	印度	-7.5	-13.6	2.0	1.3	18.6	3.1	19.6	11.8	20.4
	印尼	-9.9	-44.9	8.8	2.7	10.0	2.2	17.1	9.4	7.9
	马来西亚	-5.6	1.0	15.8	3.5	15.2	1.6	12.6	21.2	7.9
	菲律宾	-5.8	-13.5	-2.1	4.1	9.5	1.1	20.8	14.9	5.7
	新加坡	-2.8	19.9	37.2	3.9	17.0	1.5	13.4	11.4	5.5
	泰国	-2.9	23.1	2.9	3.3	15.8	1.7	18.6	53.3	12.3

资料来源：Macrobond指数（美元计），法国巴黎银行财富管理，截至2026年9月30日。



全球整体：中性			亚洲整体（美元）：中性		
😊	😐	😞	😊	😐	😞
▲ 欧元区政府债 欧元投资级别债 英镑政府债和投资级别债			日本 新加坡 澳洲		
美国国债 美国投资级别债 新兴市场债（硬货币） 新兴市场债（当地货币） 高收益债			韩国 香港 印度 中国 菲律宾 印尼		

		总回报（%）			最差收益率（%）
		1个月	年初至今	2025	
亚洲	亚洲美元债券	-2.0	-1.5	8.1	5.8
	亚洲当地货币债券	-1.1	-5.2	9.7	4.6
	中国	-1.5	-0.5	7.3	5.7
	香港	-2.0	-1.5	8.4	5.6
	印度	-1.7	-0.1	9.6	6.3
	印尼	-2.9	-4.1	8.9	6.2
	新加坡	-1.6	-1.2	6.6	5.5
	韩国	-1.2	-0.2	7.1	5.3
	菲律宾	-3.1	-4.0	9.1	6.1
其他	美国十年期国债	-2.9	-4.2	7.8	5.2
	美国投资级别债	-2.6	-2.9	7.3	5.6
	美国高收益债	-2.5	0.1	8.6	8.4
	新兴市场美元债	-1.9	-1.2	8.3	6.1

资料来源：巴克莱指数、彭博、法国巴黎银行财富管理，截至2026年9月30日。

美国国债收益率 12个月目标(%)	2年期	5年期	10年期	30年期
	▲ 4.35	▲ 4.50	▲ 4.75	▲ 5.10

- **美联储：**在九月会议中，主席沃什承认政策过于宽松，通胀仍偏高。这很可能是想向市场传达长期国债收益率上升的担忧已被注意到。随着油价和债券收益率持续攀升，我们决定在预测中增加一次加息。我们现在预期FOMC将在2026年12月和2027年1月加息，从而解除2025年的“保险式减息”，并将实际政策立场恢复到大致中性的水平。在我们的基本情境下，FOMC会稍微加息至刚好稳定失业率，然后才暂停。我们认为市场预期未来一年将再有约四次加息是夸大的。
- **欧洲央行：**我们现在预测2026年12月将再次加息，随后2027年将持续在较为收紧的区域内暂停加息。
- **政府债：**自仲夏以来，美国各年期国债遭大幅抛售，10年期收益率上升近80个基点。这一趋势在过去几周特别加快了。九月初步综合PMI指数表现优于预期，进一步证实经济增长的韧性。同时，油价与天然气价格再次上涨。美国收益率的主要驱动力仍是实质收益率，这很可能反映了未来几年资本需求增加的预期。较高的期限溢价、增加的赤字和债务也可能促成了这些因素。盈亏平衡通胀率维持稳定，徘徊在约2.25%左右。虽然我们认为美国收益率超出其公允价值，但我们已将12个月的目标从4.50%提高到4.75%。鉴于美联储的加息周期及近期无明显减息预期，投资者应保持谨慎与耐心。市场进一步推升至5.50%，将提供更具吸引力的入市点。
- **收益率上升后，将英国政府债券及英国投资级别债券评级由中性上调至正面。**

12个月外汇观点			
欧元 加元 马来西亚令吉	英镑 新西兰元 新台币 菲律宾比索 泰铢	澳元 人民币 印度卢比 新加坡元 日元	美元 韩元 印尼盾

- **美元：**利率差异应有利于美元，令短期内美元保持相对强势。此外，市场对财政赤字的担忧对欧元走势至关重要。此外，由于中东局势持续紧张，美国作为全球最大石油出口国，亦导致美元走强。
- 尽管如此，鉴于财政赤字扩大及逐渐去美元化等结构性不利因素，我们对美元未来一年维持看淡的观点。
- 因此，我们将三个月的欧元兑美元目标调整为1.12，并将12个月的目标价维持在1.20（相当于一欧元）。

大宗商品		
黄金 白银 基本金属	-	石油

- **贵金属：**我们维持黄金12个月目标价为每盎司5,000美元，白银为每盎司80美元，并确认对贵金属的高配看法。实质收益率上升使两项贵金属持续处于调整阶段。黄金若要展开新一轮升势，似乎取决于实质收益率的调整。
- **石油：**尽管谅解备忘录破裂，且中东局势短期内可能进一步升级的风险，我们维持看淡，并维持布兰特原油12个月目标价每桶65美元。
- **基本金属：**我们对工业金属持高配看法，并将LME铜12个月目标价维持在每公吨15,000美元，LME铝则维持在每公吨3,800美元。较高的实质收益率将继续成为铜和铝的逆风。同时，短期内也存在上行风险，例如极端厄尔尼诺天气及智利最重要的铜矿场或出现罢工。

外汇预测

		现货价	观点	3个月	观点	12个月
		截至2026年9月30日		目标		目标
成熟市场	美元指数	101.45	=	101.9	-	96.3
	日本	157.4	=	158	=	155
	欧元区	1.133	=	1.12	+	1.20
	英国	1.327	=	1.33	+	1.38
	澳洲	0.695	=	0.70	+	0.73
	新西兰	0.563	=	0.57	+	0.60
	加拿大	1.423	=	1.40	+	1.35
亚洲/日本/除外	中国	6.709	=	6.70	=	6.60
	韩国*	1,357	=	1,320	+	1,280
	台湾*	31.84	=	31.5	=	31.2
	印度	95.83	=	95.0	=	95.0
	印尼*	17,870	=	17,900	-	18,500
	马来西亚*	4.080	=	3.97	+	3.85
	菲律宾*	62.57	=	63.1	=	63.5
	新加坡*	1.277	=	1.27	=	1.24
	泰国*	33.56	=	33.3	+	32.5

资料来源：法国巴黎银行财富管理，截至2026年9月30日。
 *法国巴黎银行环球市场预测，截至2026年9月30日。

注：+ 高配 / = 中性 / - 低配

联络我们



wealthmanagement.bnpparibas/asia



免责声明

请点击以下连结仔细阅读免责声明：

<https://bnpp.lk/-asia-disclaimer>



BNP PARIBAS
法国巴黎银行财富管理

携手变通世界