

全球金融變局・精選主題包

Fed 的升息真的是壞事嗎？

從華許的政策訊號，看懂市場變化

看寬鬆與緊縮的循環



A NOTE FROM TWO MONEY LOVERS

Why These Five | 為什麼是這五篇？

聯準會升息會帶來短期衝擊，但對長期投資人而言，價格回落與殖利率上升，也可能改善未來的進場條件。市場真正害怕的，在於「不確定性」。

要判讀這次升息，我會把政策訊號、通膨、企業獲利與美債殖利率拆開來看：殖利率上升，可能反映經濟表現優於預期、政府債務增加、期限溢價變化，也可能與海外需求有關。

這五篇 WSJ 報導，從華許的政策立場與會後訊號出發，一路拆解股市如何重新定價，再延伸到美債市場訊號與債券配置。升息不等於股市必跌，降息也不代表股市必漲；真正該問的是，現在的價格是否提供足夠報酬，補償我們承擔的不確定性。

「我不會把升息簡單理解成壞事。對長期投資人而言，方向不明、意外很多，有時反而正是長期溢酬存在的原因。」

— Two Money Lovers

編輯提問

升息之後，現在的價格有沒有提供足夠報酬，補償我們承擔的不確定性？

這五篇可以怎麼讀**先分開看**

短期價格壓力，不等於未來報酬一定變差。

再看政策

市場害怕的不只是高利率，也是不知道聯準會下一步怎麼走。

回到配置

殖利率回升後，重新比較股票、債券與現金。

閱讀地圖 • CONTEXT MAP

五篇如何互相牽動

8月底 Jackson Hole 年會，華許直指信貸市場看不出緊縮跡象、夏季通膨數據也不足以說服他。他沒有承諾下一步，但交易員對九月升息的機率預期當天就從 35% 升到約 60%。



01

華許立場形成

從昔日預測看他的通膨立場如何成形，先認識他怎麼想。



02

華許會後訊號

三年來首度升息並暗示尚未終結，看他實際怎麼做。



03

股市重新定價

市場害怕的不只是升息本身，而是不知道下一步。



04

美債訊號

長天期殖利率為何上升，連專業投資人都難有定論。



05

資產配置

殖利率回到有吸引力的水準後，重新比較股債現金。

目錄 • CONTENTS

五篇精選，我帶你一次看懂全局

01 從華許昔日預測看其如何形成通膨立場

背景 • 華許立場形成 •
STANCE

02 華許釋放鷹派訊號：啟動升息並暗示尚未終結

事件 • 華許會後鷹派訊號
• LATEST

03 股票投資人應該支持升息。真的。

股市 • 投資人心理與定價
• EQUITIES

04 美債市場傳遞的訊號為何如此難以解讀？

債市 • 殖利率訊號解讀 •
YIELDS

05 債券遭遇拋售潮之際的配置指南

配置 • 債券部位怎麼拿 •
PORTFOLIO

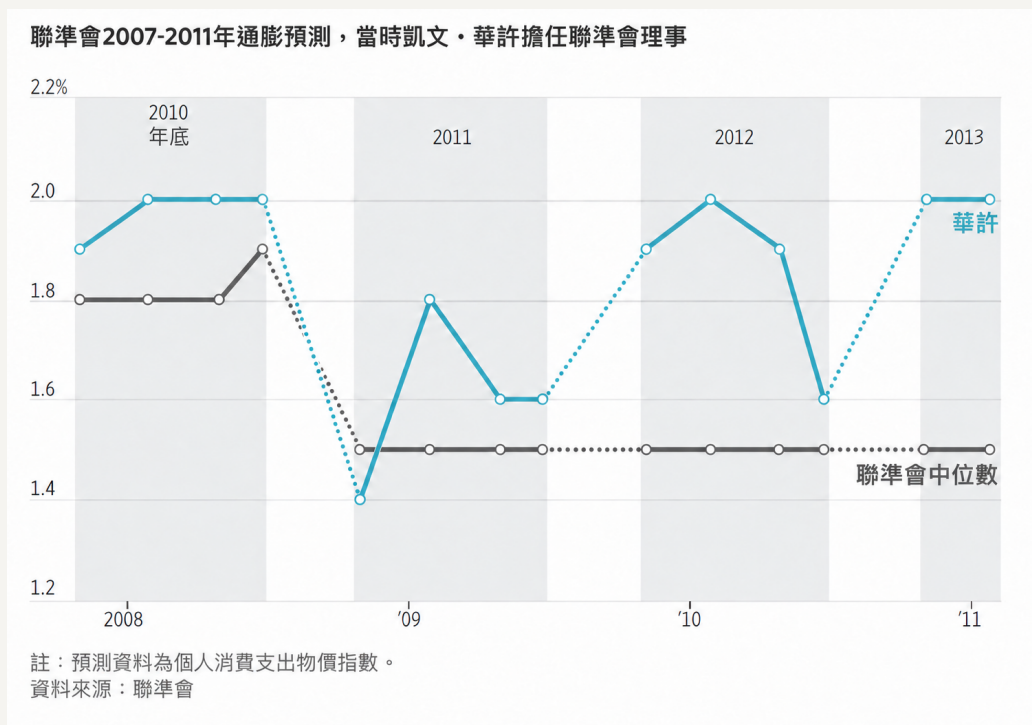
01

背景・華許立場形成・STANCE

從華許昔日預測看其如何形成通膨立場

聯準會主席凱文·華許不願就利率走向釋放訊號，令外界難以判斷他究竟如何看待經濟和通膨。好在，只要找對地方，就有大量證據能準確揭示他的想法。

Nick Timiraos、Anthony DeBarros、Peter Santilli | WSJ 中文網 | 2026.08.24



折線圖：聯準會2007-2011年通膨預測；華許擔任理事期間的預測值多數高於聯準會官員預測中位數（資料來源：聯準會）／圖表／WSJ中文網

導讀

聯準會主席華許對未來利率走向三緘其口、不願釋出明確訊號，WSJ回顧他過往的預測紀錄，揭示了他如何形塑自身的通膨觀點

編輯台導讀・風傳媒

01-02 連讀

這篇是背景，不是預測。華許 2007 到 2011 年當聯準會理事，每季都要交一份通膨預測，這批紀錄現在被翻出來對照：他當年的預測值多數時間高於官員預測中位數，而他離開後的十年，通膨多半低於官員預期。真正值得看的不是他準不準，是他的解釋——成長確實讓人失望，但他把原因指向和多數同僚不同的地方。先認識他怎麼想，再看下一篇他怎麼做。

編輯提問

華許過去的預測紀錄，能不能幫我們預判他這次會怎麼做？

聯準會主席凱文·華許(Kevin Warsh)不願就利率走向釋放訊號，令外界難以判斷他究竟如何看待經濟和通膨。好在，只要找對地方，就有大量證據能準確揭示他的想法。

2007年至2011年擔任聯準會理事期間，華許每季都會與負責訂定利率的委員會同僚一起，提交對經濟成長、失業率和通膨的預測。這些預測多年後才公開；到那時，他已經離開聯準會。

這些預測，以及隨附的會議逐字紀錄顯示，隨著2007至2009年危機消退，這位政策制定者在通膨問題上的看法與同僚逐漸分歧。其他官員認為，9%的失業率意味著經濟中存在閒置資源，會壓低物價。華許不這麼看。在他看來，這場危機，加上他認為不利於成長的政府政策，已經持久推高了失業率；因此，失業率對物價的壓抑作用不會達到同僚所認為的程度。

如今，華許執掌的正是同一個委員會。該委員會的表決結果取決於官員們對美國經濟運行機制的判斷：哪些因素是暫時性的，哪些是結構性的，以及什麼會推高物價。

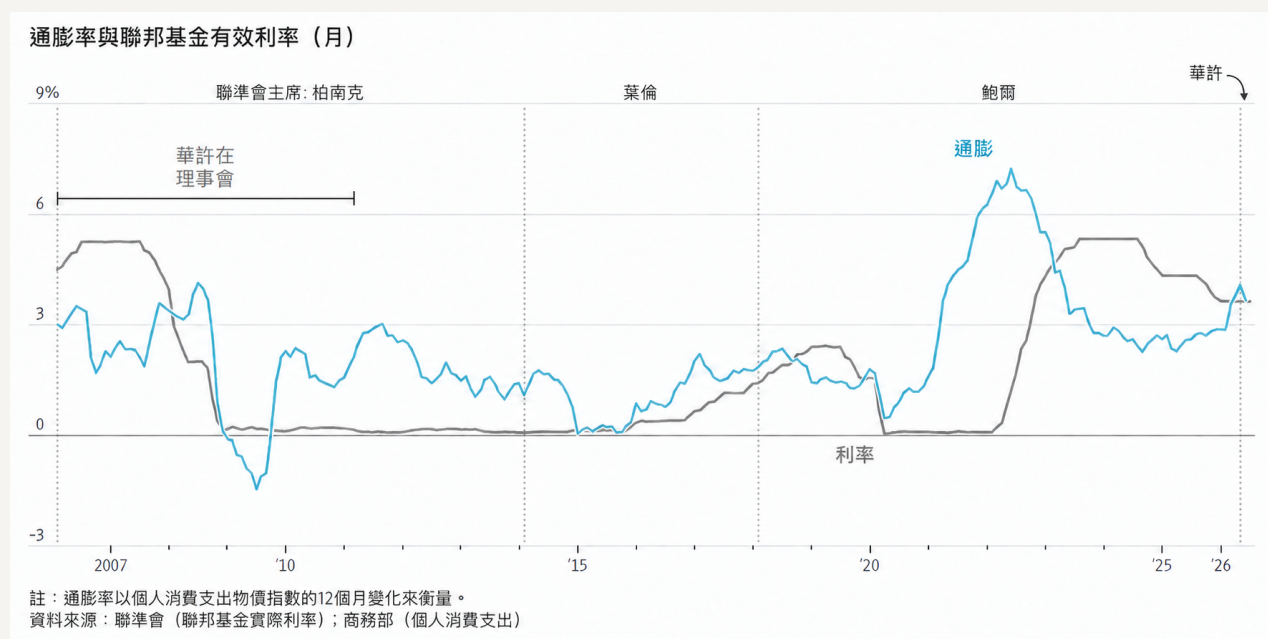
當下，美國經濟面臨的挑戰，已經不同於華許及其同事十五前面對的局面。失業率處於低位，通膨率五年來一直高於聯準會2%的目標。

華爾街許多人歡迎華許的任命，認為他十五年前的往績證明，他在通膨問題上本能地立場強硬。但也可以有另一種解讀：華許對通膨成因或許有一種不那麼傳統的看法，這種看法不那麼仰賴失業率等需求端指標，而更多植根於供給端與政府政策。

過去一年，華許曾表示，AI推動的進展可能為美國經濟提供更大的成長空間，而技術往往會隨時間推移降低成本。上個月被問及如何看待當前經濟時，他描述的仍是十五前面對的同一個問題。他表示：「我們是在推斷總供給，是在判斷生產率究竟是什麼水準。」

在華許離開聯準會後的十年大部分時間裡，通膨率低於官員們的預期水準，而不是高於預期。失業率持續穩步下降，到2020年降至3.5%，達到遠低於華許甚至其最樂觀同僚所認為可能出現的水準。物價壓力保持溫和。

經濟成長確實令人失望，正如華許和同僚們擔心的那樣。讓他與眾不同的是他的解釋。他舉出監管、財政和貿易政策，稱這些政策已變得不利於成長，並削弱了美國經濟的產出能力。按他的說法，產出能力更弱的經濟會更早觸及極限，也更容易受到來自海外的通膨衝擊。多年來，美國經濟的成長和通膨都偏弱。華許所警告的通膨遲到了十年，而且是在一場疫情和一波刺激措施的推動下才到來的。



折線圖：2007年以來通膨率與聯邦基金有效利率的月度走勢；標示華許擔任理事期間與歷任聯準會主席任期（資料來源：聯準會、商務部）／圖表／WSJ中文網

華許在2007年至2011年參與的這項預測安排，當年受到的關注不如現在。每次會議結束數週後，這些預測才會作為會議紀要附錄發布。他離任後不出數月，這些預測的分量就變得更重；聯準會開始在公布政策決定的同時發布這些預測。2012年，聯準會又增加了一項內容：每位官員認為合適的利率水準。呈現這些利率判斷的圖表被稱為「點陣圖」。

如今，點陣圖已成為聯準會最受審視的溝通工具，華許則一直是其主要批評者之一。6月，在以聯準會主席身分參加的首次會議上，華許既未提交利率預測，也未提交經濟預測。「這些預測一直糟透了。我的點位預測也不會完美，所以我也不會給出這些點位，」他在2025年6月一次非公開活動中對聽眾表示。

他現在面對的任務，已不同於他2011年離開聯準會時所面對的任務。這項任務要求他解讀一個正處於技術衝擊之中的經濟體，而這場衝擊的規模迄今無人能夠估量；同時，他還必須在通膨率五年來一直高於目標的背景下完成這項判斷。

02

事件・華許會後鷹派訊號・LATEST

華許釋放鷹派訊號：啟動升息並暗示尚未終結

經濟學家指出，聯準會主席認為當前政策並未制約經濟，加之其對能源衝擊的重視，這預示著緊縮週期將持續更久。

Nick Timiraos | WSJ 中文網 | 2026.09.17



華許在聯準會理事會記者會後步下講台；手持會議聲明文件／照片／AP

導讀

Fed三年來首度升息，WSJ引述經濟學家指出，華許認為當前政策並未對經濟構成實質壓抑，加上其對能源衝擊的重視，皆意味著這波緊縮循環恐將拉得更長

編輯台導讀・風傳媒

01-02 連讀

接著上一篇看。前一篇是十五年前的紙上預測，這篇是他坐上主席位子後真正按下按鈕：三年來首度升息，而且暗示還沒結束。他沒有給下一步的明確指引，但把地緣政治列為七月以來促成這次決議的三大變化之一，也把油價居高不下擺在檯面上；經濟學家則讀出他並不認為現在的政策已經在制約經濟。另外看一下反對票那張圖：這次會議零反對票，比前幾個月統一得多。

編輯提問

這次升息是一次性動作，還是一輪循環的開端？

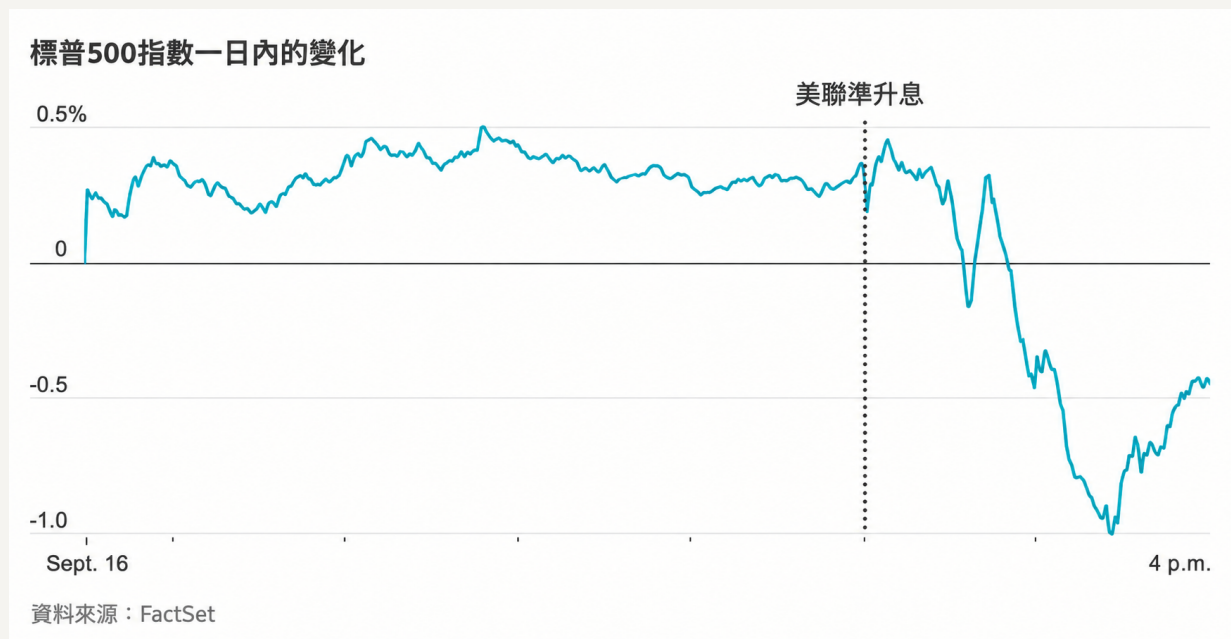
投資人先前一直押注聯準會正處於一輪升息週期的起點。週三，聯準會主席凱文·華許(Kevin Warsh)幾乎沒有給他們任何推翻這一判斷的理由。

聯準會迎來了三年來的首次升息，官員們預計今年至少還會再升息一次。華許表示，此次25個基點的升息是「拿掉了一點寬鬆政策」。在央行術語中，「寬鬆」即意味著政策刺激，因此這一表述暗示，官員們認為即便在升息之後，當前利率水準仍未對經濟構成抑制。

華許還將地緣政治列為自7月以來促成週三決議的三大變化之一；所謂的「地緣政治」，不過是對伊朗戰爭及其引發的能源衝擊的委婉說法。他表示：「世界各地的地緣熱點，誰也無法置身事外。」他補充道，官員們已改變了對這些衝突可能如何演變的預判，這表明他們不再將這場能源危機視為可以靜觀其變、等其自行消退的短暫干擾。

「如果你甚至都不認為目前的政策具備限制性，而油價又居高不下，那就意味著還有大量工作要做，」摩根士丹利(Morgan Stanley)美國首席經濟學家邁克爾·加彭(Michael Gapen)表示。會後，他將預測調整為今年共計升息三次（包含週三這次），高於此前預計的兩次。對聯準會利率預期高度敏感的兩年期美國公債殖利率，飆升至兩年多來的最高水準。

華許在表述自己的政策立場時，將其塑造為利率決策委員會的內部共識。官員們預計今年將升息兩次，包含週三已實施的一次；法國巴黎銀行(BNP Paribas)美國首席經濟學家詹姆斯·埃格爾霍夫(James Egelhof)認為，華許的這種表述暗示，這兩次升息「可能僅僅是一筆『首付款』，後面或許緊跟著一個持續時間長得多的政策緊縮週期」。



折線圖：標普500指數在聯準會宣布升息當日的盤中走勢（資料來源：FactSet）／圖表／WSJ中文網

聯準會官員們還小幅上調了對通膨率以及「中性利率」的預測。所謂中性利率，是指既不刺激也不抑制經濟成長的利率水準。這些修正意味著，週三的決定反映出聯準會此次升息只是為了維持與6月相同的政策立場。

不過，華許在記者會上淡化了這一指標的重要性。他稱中性利率在學術研究中很有用，但對「我們今天作出的決策」並沒有「操作層面上的影響」。

他沒有就未來是否會繼續升息給出明確指引，這讓投資人紛紛揣測聯準會是否會在10月下旬的下一次議息會議上再次行動。PGIM Credit聯席首席投資長格雷戈里·彼得斯(Gregory Peters)表示，在他看來，此次升

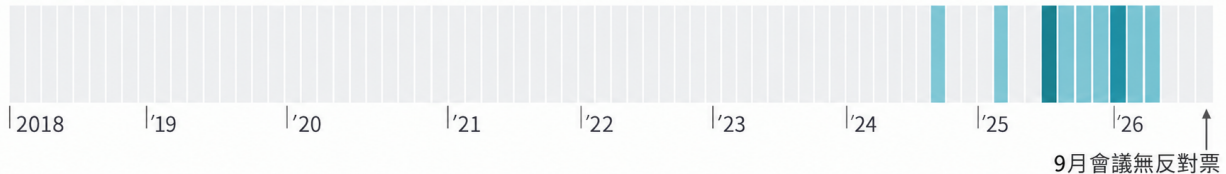
息是一條升息路徑的開端，而非一次性調整。他表示，除非通膨數據出現轉向，「我認為，很難說他們下個月不會採取行動」。

聯準會委員會的立場比過去幾個月顯得更為統一。在7月的會議上，聯準會選擇按兵不動，但有三位官員投下異議票，主張升息。而在6月——即華許首次以主席身分履職的會議上，官員們的預測顯示出他們在今年是否有必要升息的問題上存在明顯分歧。

每次聯準會公開市場委員會會議的反對票數量

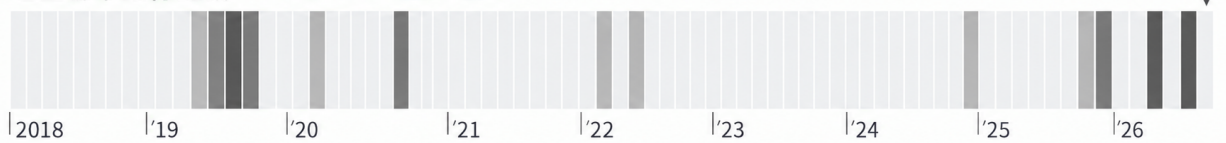
聯準會理事

0 1 2 3



地區聯準銀行總裁

0 1 2 3



註：聯準會利率制定委員會共由12人組成，其中包括由總統任命的全部七名央行理事。其餘五名具有投票權的委員從12名地區聯準銀行總裁中產生，多按輪換制換制行使表決權。

來源：聖路易聯準銀行

圖表：2018年以來歷次聯準會公開市場委員會會議的反對票數量；分為聯準會理事與地區聯準銀行總裁兩列（資料來源：聖路易聯準銀行）／圖表／WSJ中文網

美國總統川普在週三晚間表態支持華許，稱華許面對的是「一個非常難搞的理事會」。先前，川普曾因前任主席傑羅姆·鮑爾(Jerome Powell)沒有加快降息步伐而對其抨擊數月，隨後才挑選了華許。

川普還透露，他在會前曾與華許進行過溝通。「我和凱文談過。我說，『你倒不如和理事會投同樣的票，因為反正結果沒什麼區別，』」川普表示。「我說，『做你想做的事。』」

華許在記者會上未談及他與總統的談話，但他強調，自5月履新聯準會以來，升息一直是「我們在積極準備、深入思考的選項」。他稱這是一個「冷靜」、「嚴肅」且「負責任」的決策。

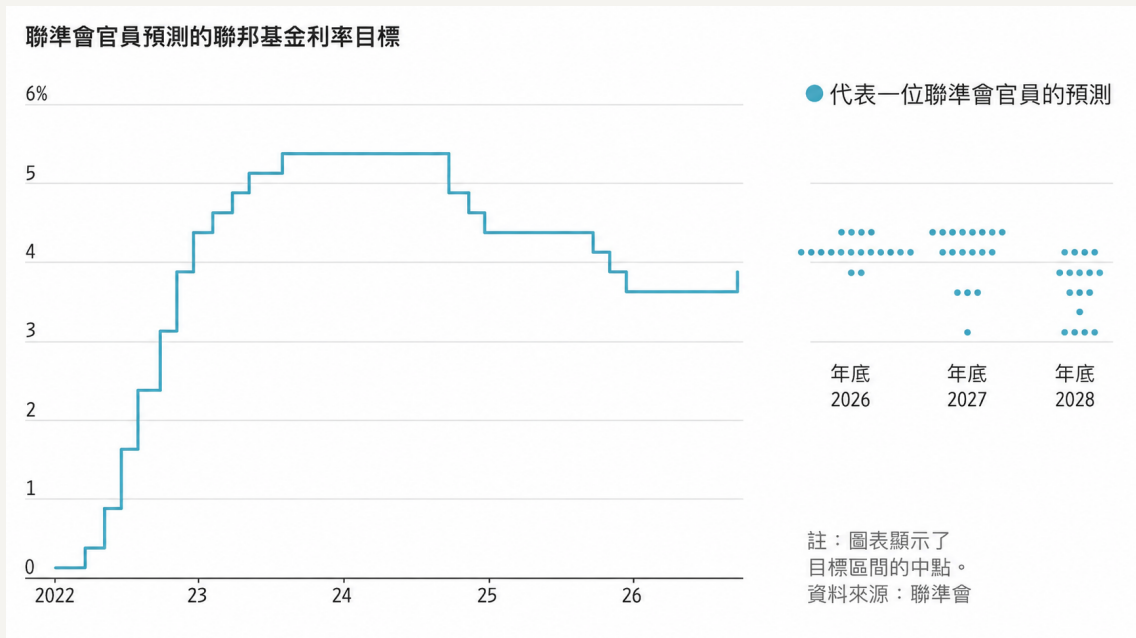
與7月相比，這場記者會標誌著華許的表態基調發生了轉變。當時，他對哪些因素會促使聯準會升息鮮少提及，而在他講話期間，長期美債殖利率隨之攀升。斯旺克表示，這一次華許逐項梳理了各項數據，列出了自上次會議以來的種種變化，聽起來更像以往的聯準會主席了。

埃格爾霍夫將此評價為一次「積極扭轉聯準會公信力敘事的嘗試」，而官員們步調一致的預測則為這種嘗試提供了支撐。他表示：「知道自己領導的是一支全力支持你的團隊，這比起試圖為一個毫無真正共識的團隊去强行拼湊出一套共識說法，要容易得多。」

這種一致性，反映出官員們對通膨形勢的判斷有所轉變。今年早些時候，多位官員曾認為能源衝擊終將消退，聯準會可以像去年應對關稅衝擊那樣靜觀其變。油價一度回落，一些官員也藉此指出通膨在三個月的窗口期內有所放緩。然而，另一些官員則擔憂，各類衝擊正在疊加，不能再假定它們會自行消退。

此後，原油價格已回升至每桶100美元左右，柴油和其他成品油價格也進一步上漲。埃格爾霍夫表示，官員們如今已「進入了『接受階段』」，意識到通膨問題雖然較為溫和，但會持續存在」。

私營機構的預測人士也得出了相同的結論。MacroPolicy Perspectives創辦人朱莉婭·科羅納多(Julia Coronado)透露，她的公司先前曾預計，隨著關稅和能源價格上漲的影響消退，明年通膨將大幅下降。「但這些影響根本沒有淡化，」她表示。部分原因在於，這場戰爭的持續時間遠遠超出了先前關於其將在8月前結束的預測——先前預測者普遍認為，若戰爭拖過8月，對經濟造成的破壞將不可承受。目前，該公司正在上調對2027年基本通膨的預測。



圖表：聯準會官員預測的聯邦基金利率目標走勢；右側為2026至2028年底的點陣圖（資料來源：聯準會）／圖表／WSJ中文網

科羅納多還對明年初的情況感到憂慮，屆時許多企業會重新調整價格；她也擔心漲價進一步蔓延。她表示：「現在有太多東西都在漲價，以至於任何企業、任何消費者整天都在想著通膨。」

利率究竟還要提高到什麼程度才能遏制這種蔓延，目前尚不清楚，華許也沒有作出預判。他表示，聯準會無需以「傷害勞動力市場」為代價來壓低通膨。但他也承認，更高的利率無法壓低油價，而AI投資熱潮中的很大一部分投資對借貸成本並不敏感。

摩根士丹利的加彭指出，如果通膨持續高企，而聯準會將進一步收緊政策視為唯一的救藥，那麼其傳導通道極有可能是資產價格的下跌。「首當其衝的可能會是金融資產價格，之後或許是消費。」

聯準會的緊縮行動往往會持續到某個環節撐不住為止。2018年，年末的股市拋售促使官員們結束了一輪旨在預先遏制通膨的溫和升息週期；當時，通膨率在多年低於2%之後才剛剛升至2%。2023年，矽谷銀行(Silicon Valley Bank)倒閉引發了更廣泛的地區銀行業恐慌；當時，聯準會為遏制高通膨而實施的40年來最激進升息行動已持續一年。

一些投行人士稱，這種擠壓已經開始顯現。總部位於紐澤西州的放貸機構ConnectOne Bancorp執行長法蘭克·索倫蒂諾(Frank Sorrentino)在會前表示，除能源和AI領域外，他的客戶反映銷售放緩、簽單減少且成本上升。他表示，在10年期美國公債殖利率約為5%、房貸利率接近7%的情況下，住房、購車和非必需消費已經開始降溫。

索倫蒂諾強調，更高的利率根本撼動不了那些正在籌集巨額資金的AI公司：「你覺得利率再上升50還是75個基點，它們會在乎嗎？」他表示，高利率帶來的沉重負擔，最終只會落在那些本就承受壓力的家庭和企業身上。

然而，另一種選擇同樣伴隨著風險。在通膨連續五年多高於目標水準之後，隨著企業和家庭開始預期通膨會持續下去，通膨可能變得根深蒂固。加彭表示，美國經濟「能夠承受政策利率適度上升，而不至於危及經濟擴張」。

03

股市・投資心理與定價・EQUITIES

股票投資人應該支持升息。真的。

Pick your poison

Spencer Jakab | WSJ 英文版 Markets A.M. 電子報 | 2026.09.15 | 原題 Stock Investors Should Root for a Rate Hike. Yeah, Really.



紐約證券交易所交易員在場內查看手持裝置上的報價／照片／AP

導讀

WSJ投資展望電子報「Markets A.M.」主筆Spencer Jakab指出，股票投資人現在最好期盼聯準會宣布升息。沒錯，這絕非開玩笑——升息總比另一種局面來得好。當市場已經充分預期升息時，投資人未必害怕升息本身

Two Money Lovers 導讀筆記

這篇不是在說升息對股票是好事，而是在講一個更有意思的現象：當市場早就預期升息，聯準會反而按兵不動、又沒把下一步講清楚，市場才真的不安。讀的時候把重點放在「預期」這兩個字。

英文報導這樣讀

小標 Pick your poison 是「兩杯毒藥挑一杯」，這才是全文的態度：升息不舒服，但公債市場失控更糟。全文的核心是那句——對股價和購屋族真正重要的是 10 年期公債殖利率，不是聯準會決定的隔夜利率；那天盤中剛破 5%，是 2007 年以來最高。講到川普那段的 be careful what you wish for，是說給要求降息的他聽的。

編輯提問

升息本身，還是「不確定性」，才是股市真正害怕的？

Stock investors had better hope the Federal Reserve raises rates tomorrow. Yes, seriously—it beats the alternative.

For at least the past 15 years, the most important thing for them to know on almost any given day was what rate setters might be thinking. When some piece of economic news was clearly good, such as higher-than-expected jobs growth, it was basically a coin flip whether the S&P 500 would rise or fall.

Good news could be bad news if it increased the odds of a hike, which was seen as a drag on stock prices—especially rate-sensitive tech companies.

Sometimes the economic tea leaves were hard to read, but loose-lipped Fed officials left little to chance. By the time decision day came around, it was a foregone conclusion.

The Fed's late July meeting when it held rates steady, Kevin Warsh's first as chair, wasn't like that. Many bond traders were betting on a hike and were wrong.

Warsh's clumsy explanation played a role in pushing up longer-term interest rates set by the bond market. On Monday, the 10-year Treasury note's yield crossed 5%, hitting its highest intraday level since 2007.

That benchmark, not the overnight rate decided by human beings at the Fed, is what really matters to stock prices and to home buyers. Doubts about how committed Fed rate setters are to tackling inflation have hurt the central bank's sway over the bond market. The market reaction to leaving rates unchanged again could be a repeat of July, or worse.

“There’s something about Kevin Warsh that I don’t fully trust,” said Jeffrey Gundlach, probably the world’s most influential bond fund manager, on a podcast last week.

Gundlach, chief investment officer at DoubleLine Capital, said that he “would expect long-term interest rates to rise fairly significantly in the aftermath” of a decision to hold rates steady.

That would be a far bigger surprise than last time around, in no small part because of Warsh’s tough talk on inflation at a gathering of central bankers last month. The market-implied chance of a hike was one-third in mid-August and two-thirds after his speech, according to CME FedWatch. It’s now 95%.

Meanwhile, the gap between the 2-year Treasury note’s yield and the Fed’s overnight rate widened to a multiyear high Monday. That usually suggests the bond market expects a rate increase, and this time it pencils in at least one more quarter-point increase soon.

A vocal objection to a hike tomorrow might come from President Trump, who appointed Warsh and wants him to cut rates. But, like they say, “be careful what you wish for.”

One or two rate increases will hardly affect Main Street, or Wall Street for that matter.

An out-of-control Treasury market sure would.

閱讀提醒 • **WWIP**

不只回看這五篇

這五篇讀完，下一次 CPI 或就業數據公布，你會知道要看哪裡。加入 WWIP，全站閱讀《華爾街日報》，下一個政策訊號不用等到下一份知識包。

[查看 WWIP 方案](#)

04

債市 • 殖利率訊號解讀 • YIELDS

美債市場傳遞的訊號為何如此難以解讀？

公債殖利率上升，是因為美國經濟強勁，還是因為美國的信譽面臨考驗？

James Mackintosh | WSJ 中文網 | 2026.09.21



華盛頓特區的聯準會大樓外觀／照片／AP

導讀

許多投資人正艱難應對相互矛盾的經濟訊號。WSJ認為，今年長期債券殖利率的走勢便是一個例證。殖利率之所以如此大幅攀升，是因為經濟強勁、就業充足，且資金正大量湧入AI類股嗎？還是說，殖利率上升是因為美國的信譽岌岌可危？

Two Money Lovers 導讀筆記

連專業投資人都說不準長天期殖利率上升到底代表什麼——經濟太強、政府債務太多，還是海外需求變了。讀完你會比較能接受一件事：連這個都說不準，「升息之後股票一定跌」這種推論自然也站不住腳。

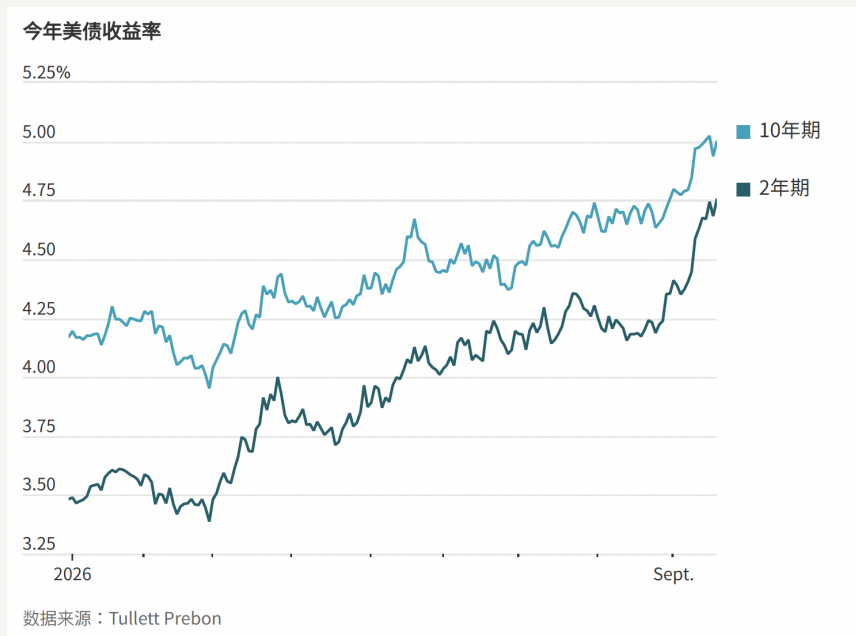
編輯提問

殖利率上升，是經濟強勁的訊號，還是信譽風險的警訊？

在市場中，未來總是撲朔迷離。但即便是過去，也並不像表面看起來那麼清晰。

確實，我們知道價格已有的走勢。但要對準確預測抱有任何希望，弄清價格變動的原因至關重要。要確切知道這一點遠比看起來更難，對於幾乎是所有資產定價基礎的美國公債而言也是如此。

今年長期債券殖利率的走勢便是一個例證。美國公債殖利率大幅飆升，基準的10年期公債殖利率從4.17%升至略高於5%的水準，隨後才小幅回落。



折線圖：今年以來美國10年期與2年期公債殖利率走勢（資料來源：Tullett Prebon）／圖表／WSJ中文網

殖利率之所以如此大幅攀升，是因為經濟強勁、就業充足，且資金正大量湧入人工智慧(AI)板塊嗎？如果是這樣，利率就需要走高以控制隨之而來的通膨壓力，同時交易人士會將「利率將在更長時間內維持高位」的預期轉化為更高的公債殖利率。

還是說，殖利率上升是因為美國的信譽岌岌可危？聯準會已有五年未能實現通膨目標，總統正施壓要求降息，政府債務高企且還在無情攀升，貿易戰和飄忽不定的政策制定讓一些外國買家對美國公債望而卻步，地緣政治衝擊則意味著投資人希望因波動的通膨而獲得補償。

這其中的區別至關重要。如果殖利率上升是出於經濟強勁這一利多原因，這應該會提振股市。如果是因為美國的信譽正在崩塌，那對股市而言將是一股逆風。

投資人似乎在這兩種極端情況之間陷入了拉鋸戰，這也促成了上週債券市場的大幅波動。債券迷們掌握著許多指標，理應能讓我們梳理清這兩種截然不同的說法。

最簡單的方法，是將近期到期債券的表現與多年後到期債券的表現進行對比。短期債券殖利率的升幅要大得多，這往往印證了這樣一種觀點：殖利率飆升與聯準會為應對通膨壓力而升息有關。由於利率在隔夜市場起作用，較高的利率對近期到期債券的影響，要大於到期日更遠的債券。

我們可以用更精妙的方法。一隻10年期債券可以被看作是兩隻5年期債券：一隻在5年後到期，另一隻則在前一隻到期時起算。我們可以在市場中透過對比5年期和10年期債券的殖利率來衡量這一點，從而得出華爾街所稱的「5年期、5年期」（即五年後起算的五年期債券）隱含殖利率。

今年以來，前五年的殖利率大幅攀升，漲幅超過整整一個百分點。而五年後起算的5年期殖利率僅上升了0.5個百分點。因此，對當前情況的一種理解是，投資人預計聯準會將在短期內進行一系列升息，但在更長期內會有所降息。

我們還可以將公債殖利率分解為預期通膨率加上剔除通膨後的實質殖利率，這可以透過TIPS（即抗通膨公債）來衡量。以此觀之，債券市場對10年期平均通膨率（即損益平衡通膨率）的最佳預測僅略有上升（從2.25%升至2.33%）。殖利率的大部分漲幅源於實質利率的上升。最直觀的解釋是，投資人相信聯準會主席凱文·華許(Kevin Warsh)關於將通膨率降回2%的承諾，但他們認為要實現這一目標，在經濟更為強勁的情況下需要更高的利率。

而當我們審視信譽的最佳預測指標——期限溢酬時，情況就變得更為複雜了。這是美國公債在從現在到到期日之間的預期利率之上，所提供的額外殖利率。

期限溢酬包含了許多因素，包括聯準會的債券購買操作，但可以將其理解為：與理論上透過滾動發行一系列短期債務相比，政府為鎖定長期借款而必須支付的額外成本。當信譽下降時，期限溢酬理應上升，殖利率也會隨之走高。

問題在於，期限溢酬是一個理論構想，並非我們可以輕易觀測到的指標。好在聯準會的研究人員提出了兩種對其進行建模的方法，分別以其作者的名字命名為阿德里安(Adrian)、克倫普(Crump)和門施(Moench)模型(ACM)，以及金(Kim)和賴特(Wright)模型(KW)。但不巧的是，這兩個模型對今年所發生情況的解讀截然相反。

KW模型顯示期限溢酬大幅上升，攀升了0.4個百分點，達到2008至2009年金融危機剛結束以來的最高水準。這大約佔到了10年期公債殖利率升幅的一半，如果如此大的幅度是為了補償政策飄忽不定、通膨劇烈波動、外國買家意願下降以及其他負面因素帶來的風險，那麼政府、選民和投資人理應深感擔憂。

ACM模型則令人安心得多。該模型表明，期限溢酬今年實際上有所下降。換言之，投資人認為所有這些負面因素都比以前略有改善。

華許在新聞發布會上表示，殖利率上升主要是因為經濟強勁、為AI融資而發行的競爭性債券，以及地緣政治因素（即海灣地區的最新衝突推高了石油和其他大宗商品價格）。這種好壞因素交織的解釋大機率是正確的，此外還可以在原因清單中加上「外國買家對美國公債敬而遠之」這一條。

最後一個有助於我們理解公債殖利率上升是出於利多還是利空原因的極客知識是：當殖利率上升時，股市表現如何。在本世紀的前20年裡，股市和公債殖利率通常是同漲同跌的。最簡單的解釋是，對二者起決定作用的都是經濟的強勁程度，而更強勁的經濟對股市的提振作用，超過了隨之走高的殖利率給股市帶來的拖累。當時的通膨相當穩定，不足為慮。

自2020年以來，與2000年之前的情況類似，投資人對通膨的擔憂大幅加劇，當公債殖利率上升時，股市往往會下跌，反之亦然。更高的通膨意味著更高的公債殖利率，但它並不能（可靠地）像強勁的經濟那樣帶來更高的利潤，因此它無法抵消更高殖利率給股價帶來的阻力。

事實上，對比標普500指數和10年期美國公債的每日變動可以發現，目前兩者在200天內的相關性處於1997年以來最嚴重的負相關水準。在日常交易中，股市確實極其反感更高的殖利率，儘管今年以來股市總體上依然實現了上漲。

面對所有這些相互矛盾的結論，人們很容易想放棄尋找理性的解釋。而事實上，這些矛盾恰恰表明，要確切了解當前的市場狀況有多麼困難——這也理應讓我們對那些關於未來走勢的信誓旦旦的預測打上一個問號。

05

配置・債券部位怎麼拿・PORTFOLIO

債券遭遇拋售潮之際的配置指南

The 10-year Treasury yield hit 5%, but advisers say fixed income still has a place in a diversified portfolio

Veronica Dagher、Ashlea Ebeling | WSJ 英文版 | 2026.09.14 | 原題 A Guide to Owning Bonds When They Are Selling Off



美國財政部大樓外牆上的 TREASURY 字樣／照片／AP

導讀

全球債市的一波拋售潮，將美國10年期公債殖利率推升至5%，創下2023年以來新高；然而WSJ引述財務顧問指出，固定收益資產在多元分散投資組合中依然不可或缺，該怎麼重新看待債券部位？

Two Money Lovers 導讀筆記

債券跌過一輪之後，殖利率回到相對有吸引力的水準，你現在重新有得選：股票、債券、現金之間的比較基準，已經和零利率時代不一樣了。這篇適合當成重新檢視部位的起點。

英文報導這樣讀

這篇是工具文，不是評論，內文直接照讀者處境分段：退休了怎麼辦、還年輕怎麼辦、已經套在帳面損失怎麼辦。不用從頭讀到尾，先找到自己那一段。三段之外，個別債券和債券基金的差別那一段值得所有人看——個別債券抱到期，只要不違約就拿得回面額；債券基金沒有到期日，這個保證不存在。

編輯提問

殖利率回到有吸引力的水準後，我的股債現金比例該怎麼調？

A global bond market rout pushed the 10-year Treasury yield to 5% for the first time since 2023, but it doesn't erase the value of fixed income in a diversified portfolio.

For those thinking of buying, the market ructions have made bond yields more attractive, financial advisers say. Over 80% of the global bond market now yields above 4%, according to BlackRock. The asset manager says the average yield in a bond portfolio it tracks has more than doubled from five years earlier.

Still, money managers say they are struggling to get their clients to deploy cash into the bond market. Individual investors have been holding more than \$3 trillion in money-market funds. Many investors also have high concentrations of their portfolios in stocks because of the long bull market.

"People are getting used to phenomenal returns in stocks so they're likely overallocated to stocks, and the time to buy bonds is now to rebalance," said Allan Roth, a financial planner in Colorado Springs, Colo.

Investors can now earn a decent income without reaching far out on the yield curve or taking on too much credit risk. Bond returns are likely to best inflation now, Roth said, and with Treasury inflation-protected securities, or TIPS, you're guaranteed to beat inflation today, he said.

Scott Boyles, a financial planner in Austin, Texas, says the primary mistake investors make is expecting bond prices to remain static. But even with the price swings, fixed income generates income, provides diversification and offers predictability for future cash needs.

"Bonds shouldn't necessarily be judged by whether they're green or red today," Boyles said. "They should be judged by whether they're doing the job they were purchased to do."

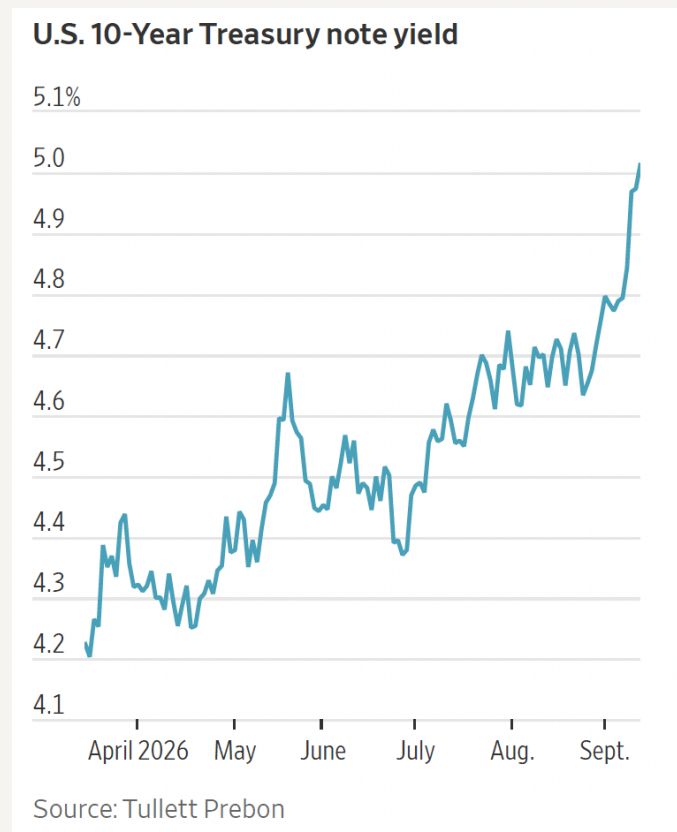
What if I'm retired?

For retirees, bonds can serve as a liquidity cushion during equity-market downturns. This buffer allows retirees to fund living expenses without being forced to liquidate depressed stocks.

"Bonds are the war chest that you can use for distributions," said Chad Holmes, a financial planner based in Fairhope, Ala. For example, if an investor's monthly cash-flow need is \$10,000, Holmes recommends holding at least three years' worth of withdrawals in bond funds or other stable assets.

Investors can also use that war chest to rebalance, selling stable or appreciating bondholdings to buy stocks if they are trading at a discount. However, Holmes cautions that this strategy works best with investment-grade bonds that have minimal risk of default. To manage this allocation, Holmes uses actively managed bond ETFs.

The credit quality of the bonds is important. High-quality debt, such as U.S. Treasuries and top-rated corporate bonds, tends to be more stable, which might help a retiree protect their portfolio. Junk bonds advertise higher payouts, but their prices tend to plummet alongside stocks during economic downturns.



折線圖：美國10年期公債殖利率2026年4月至9月走勢，升抵5%（資料來源：Tullett Prebon）／圖表／WSJ

What if I'm younger?

For investors saving for near-term milestones such as a home down payment, Mayo recommends ultra-short-term bond funds so their savings don't lose value if the market drops. Roth recommends short-term Treasury bills.

There is a difference between holding individual bonds and holding bond funds. An individual bond has a fixed maturity date, so as long as the issuer doesn't default or call the bond early, you are contractually guaranteed to receive 100% of its face value at maturity, regardless of price fluctuations along the way.

In contrast, a bond fund is an open-ended portfolio that continuously buys and sells bonds to maintain a target duration, which is a measure of a bond's sensitivity to interest rates. Because a bond fund never matures as a single unit, rate spikes can lead to prolonged paper losses, or realized losses if you sell during a down cycle.

By holding short-duration bonds, investors can damp overall portfolio volatility, capture predictable income and avoid the price swings currently affecting longer-term debt as rates fluctuate, said Cameron Willcox, a financial adviser in New York City.

What if I'm sitting on paper losses?

Many investors who have held bonds since 2021 or earlier are sitting on paper losses. Willcox believes that the worst of the price decline has likely passed, though it wasn't ideal to have been holding long-term bonds when the Federal Reserve started raising rates in 2022.

Investors who are uncomfortable with ongoing volatility might consider shortening their portfolio duration rather than exiting fixed income entirely, said Willcox. Still, cutting duration locks out future price gains and leaves investors vulnerable to earning lower yields if interest rates fall.

When existing bonds fall in value, advisers say investors shouldn't rush to sell. Selling at a loss to chase higher rates can result in lower returns, said Andrew Van Alstyne, a financial planner in Waxhaw, N.C. Holding an individual bond to maturity still locks in its full principal and interest.

This explanatory article may be periodically updated. Appeared in the September 10, 2026, print edition as "Owning Bonds When They Are Selling Off" .

專家導讀 · TAKEAWAYS

這份知識包給你的三件事

五篇《華爾街日報》完整報導全文，獨家收錄付費牆內容；依政策訊號、股市與美債脈絡編排，而不是按發布時間堆疊；適合長期歸檔與離線閱讀。

編輯提問**殖利率回到有吸引力的水準後，你的股票、債券與現金比例該怎麼調？****Two Money Lovers 專屬推薦優惠**

風傳媒 × 華爾街日報 VVIP 年訂

無限制暢讀《華爾街日報》全球英、中、日三語版本，同時看風傳媒全站 VIP 政經調查與專題分析，第一時間掌握市場快訊與每週財經解讀。

NT\$3,988／年，加贈 3 個月（價值 NT\$1,197） | 12+3 個月完整會籍權益
以專屬優惠訂閱一年（享 15 個月）

**來源與授權**

本專題精選報導引用自《華爾街日報》(The Wall Street Journal)，經授權由風傳媒進行編譯與發布；Two Money Lovers 負責選定觀察議題並分享專業導讀提示。原始著作權歸屬 Dow Jones & Company 及各報導作者。各篇「導讀」為 WSJ 原文摘要，「TML 導讀筆記」為 Two Money Lovers 本人撰寫，「編輯台導讀」與「英文報導這樣讀」為風傳媒編輯台撰寫，上述欄位分屬三方，於版面上分別標示。第三、五篇收錄 WSJ 英文原文，其餘三篇為授權中文版。