



美國公債殖利率上行分析

陽信銀行財富管理部

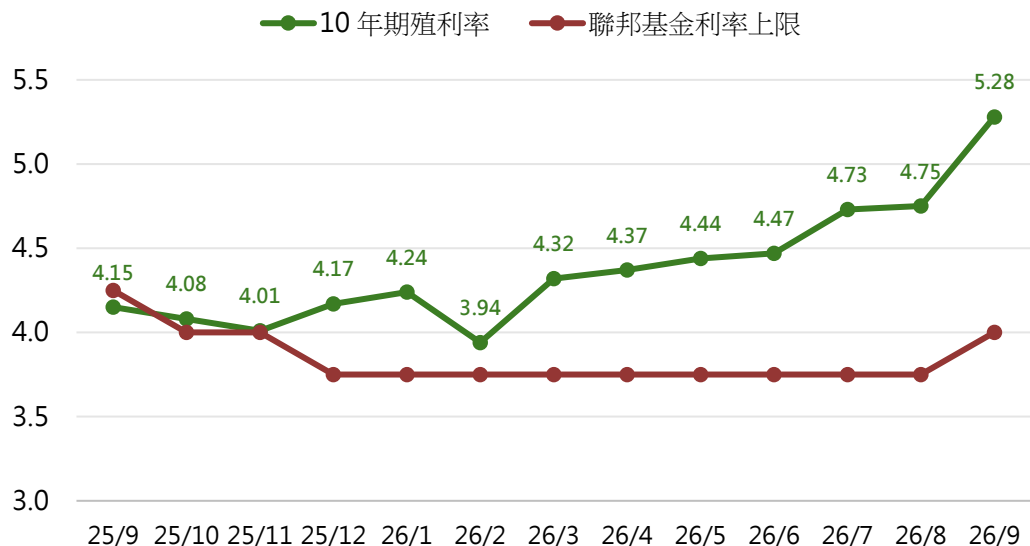
2026年10月5日



殖利率突破 5%：通膨、升息與財政供給同步推升

10 年期殖利率由 2026 年 2 月的 3.94% 升至 9 月底 5.28% (+135bp)，為 2002 年 3 月以來最高的月底收盤

美國 10 年期殖利率與聯邦基金利率上限 (%，月底)



資料來源：Bloomberg；月底收盤，2026/9/30

近期上升的主要原因

通膨與油價

8 月 CPI 年增 **3.4%**，伊朗相關地緣政治使油價高於每桶 100 美元，推升升息預期。

Fed 升息

9 月 16 日一致同意升息 25bp 至 3.75–4.00%，為 2023 年 7 月以來首次。

財政與供給

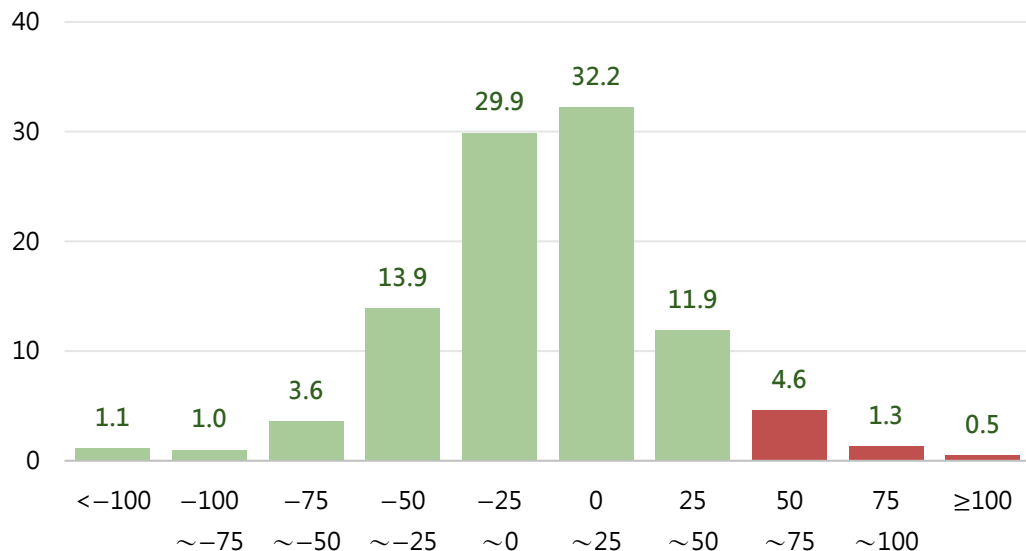
赤字擴大及公債、企業債供給增加，推升長天期債券利率；與政策利率之差由 2 月的 **0.19** 擴大至 **1.28** 個百分點。

資料來源：Bloomberg；Chase、Schwab、Goldman Sachs、Axios (2026/8–9)；陽信銀行財富管理部投資研究科整理

九月單月 +53bp 少見，但對後續殖利率走向無特別意義

發生後 1 ~ 12 個月的殖利率變動與一般月份無顯著差異；此類單月漲幅 1975 年以來約每 1 年半一次

美國 10 年期殖利率單月變動分配 (bp · 占比 %)



資料來源：Bloomberg (1975/10 ~ 2026/9)；紅色為上升 50bp 以上

歷史比較

單月上升 50bp 以上

39 / 612 個月

占 6.4% · 約每 1 年半出現一次

本次單月變動

+53.5bp

約 1.6 個標準差，不算特別異常

事後 12 個月平均變動

+12bp

事後 1 / 3 / 6 / 12 個月上升比例 58% / 55% / 50% / 61%，略為偏升但不明確

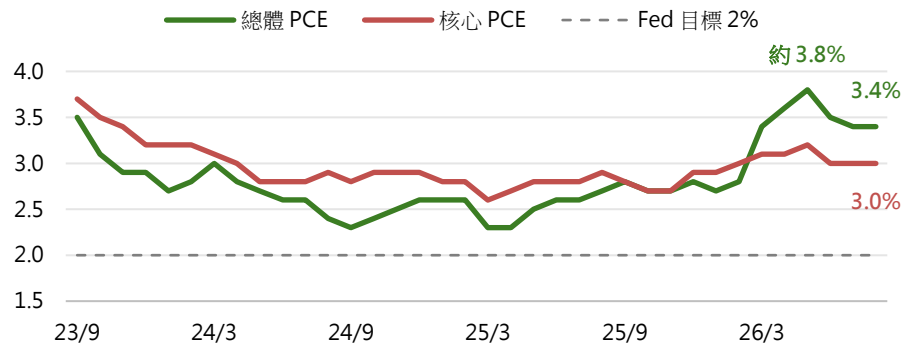
資料來源：Bloomberg；事後走勢為 1975 年以來；陽信銀行財富管理部投資研究科整理



通膨低於預期、就業市場降溫，Fed再升息空間有限

8 月 PCE 低於預期、核心 PCE 自 5 月高點回落；9 月非農僅 +29k，就業降溫而未見過熱

PCE 物價指數年增率 (%)



總體 PCE (8 月)

3.4%

預期 3.7%；5 月高點約 3.8%

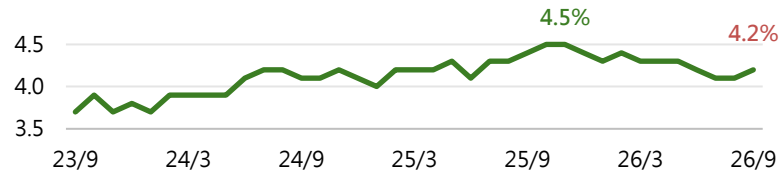
核心 PCE (8 月)

3.0%

預期 3.3%；5 月高點約 3.2%

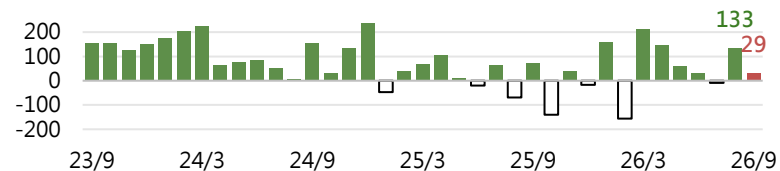
Fed 預測 2026 年底：總體 3.7%、核心 3.4%，後續仍須觀察通膨是否如預測再上行

美國失業率 (%)



9 月 4.2% (前值 4.1%)，仍低於 2025 年底高點約 4.5%；上升部分來自勞動參與率提高 (61.6%→61.8%)

美國非農新增就業人數 (千人)



9 月 +29k (預期 +90k)、8 月下修後 +133k；近三個月平均約 +5 萬人，2024 年 1~3 月平均約 +20 萬人

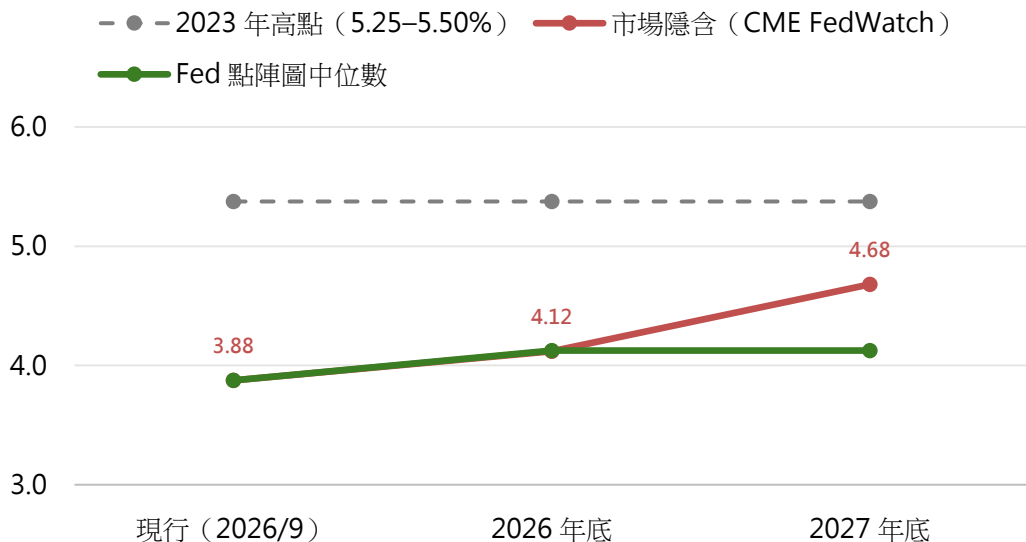
資料來源：Trading Economics (美國商務部 BEA、勞工統計局 BLS)；Fed SEP (2026/9/16 FOMC)；陽信銀行財富管理部投資研究科整理



利率期貨與點陣圖顯示2027 年見頂

市場預期升息至 2027 年 9 月前後見頂；Fed 官員中位數僅再升 1 碼；兩者均低於 2023 年高點。

政策利率預期路徑（區間中點，%）



資料來源：CME FedWatch、Fed SEP 點陣圖（2026/9/16 FOMC），擷取 10/5

再升息空間的界線

利率期貨（FedWatch）

約 4.50–4.75%

2027/9 最高機率區間，之後大致持平

Fed 點陣圖中位數

約 4.00–4.25%

2026、2027 年底皆再升約 1 碼

高於 5.00% 的機率

約 15%

2027/9 會議；多數情境落在 5.00% 以下

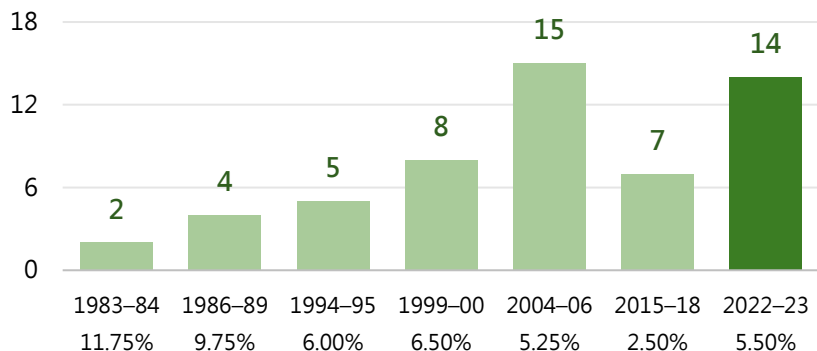
2027 年底市場預期高於點陣圖約 56bp
10/28 升息機率 17.7%（10/1：34.9%）

資料來源：陽信銀行財富管理部投資研究科整理

升息週期高點平均維持 8 個月，末次升息後約 3 個月殖利率回落

政策利率高點平均維持 7.9 個月；前 6 輪末次升息後，10 年期殖利率平均 3.2 個月較升息當月回落 50bp

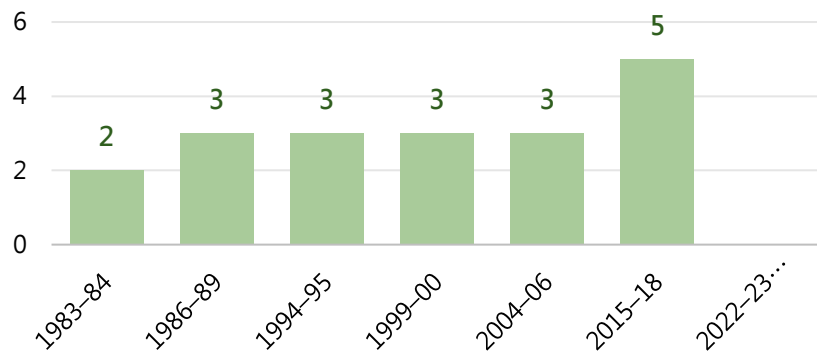
政策利率高點維持月數（括號為高點利率）



資料來源：Bloomberg (FDTR · 月底)；月數以月份差估算

高點平均維持 **7.9 個月**（中位數 7 個月）；2022-23 年高點 5.50% 自 2023 年 7 月維持至 2024 年 9 月，共 **14 個月**，僅次於 2004-06 年的 15 個月。

末次升息後，10 年期殖利率較升息當月回落 50bp 的月數



資料來源：Bloomberg (USGG10YR · FDTR · 月底)；月數以月份差估算

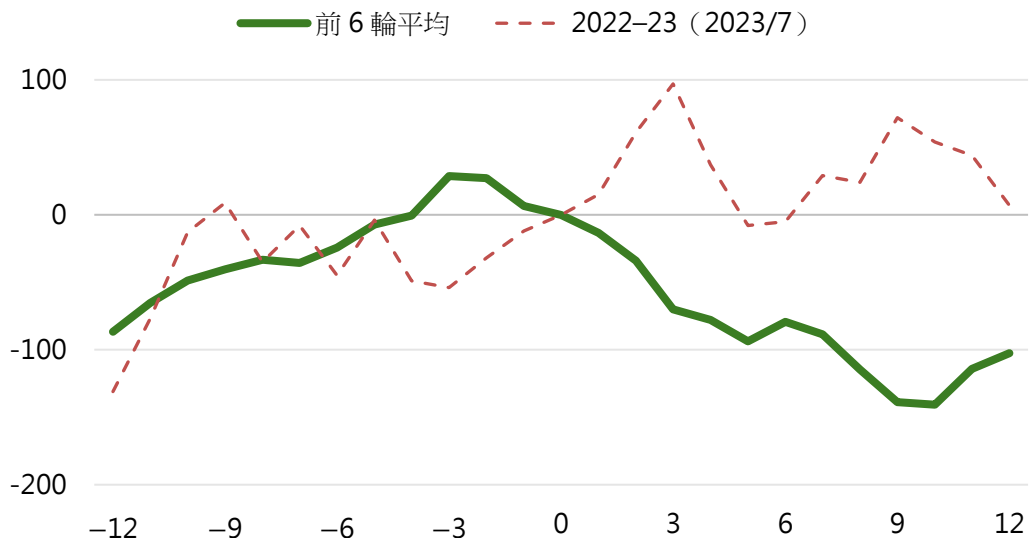
前 6 輪均在 2~5 個月內回落 50bp，平均 3.2 個月；2022-23 年至今未回落 50bp，最低僅較 2023 年 7 月低 18bp。

資料來源：陽信銀行財富管理部投資研究科整理

最後一次升息後，10 年期殖利率12個月平均回落約 100bp

前 6 輪末次升息見頂後 12 個月，10 年期殖利率平均變動 -103bp (6 輪皆回落) ； 2023 年為例外

末次升息前後的 10 年期殖利率變動 (bp ； 橫軸為月數， 0 = 末次升息當月)



資料來源：Bloomberg。前 6 輪為 1984–2018 年

前 6 輪平均表現

最後一次升息前 12 個月

+87bp

6 輪皆上升，殖利率隨升息走高

最後一次升息後 6 個月

-79bp

升息結束後殖利率多轉為回落

最後一次升息後 12 個月

-103bp

範圍 -250 ~ -11bp，6 輪皆回落

例外：2023 年升息後 12 個月 +7bp

資料來源：陽信銀行財富管理部投資研究科整理

未來 10 年期殖利率的可能情境

殖利率走向取決於通膨、Fed 路徑與期限溢酬；歷史上末次升息後殖利率多回落，但 2023 年提供反例

三種可能情境與歷史對照

情境一 | 通膨降溫、升息暫停

核心 PCE 自 Fed 預測的 2026 年 3.4% 逐步回落，升息告一段落。歷史上前 6 輪末次升息後 12 個月，殖利率平均變動 **-103bp**。

情境二 | 如聯準會預期，升息空間有限，2027 年下半年最後一次升息

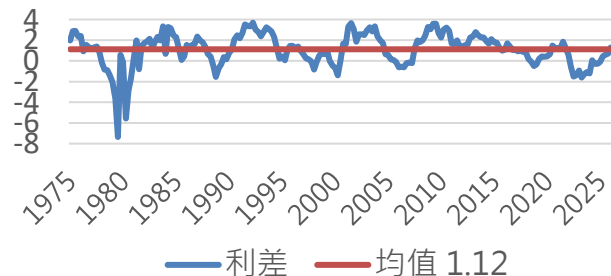
點陣圖中位數顯示 2026、2027 年底利率約 4.1%，市場隱含 2027 年底約 4.8%，兩者均低於 2023 年高點 5.38%。歷史上末次升息後，殖利率平均約 3.2 個月較升息當月回落 50bp。

情境三 | 通膨升溫，加上財政與供給推升期限溢酬，利率再走高

核心 PCE 高於 Fed 預測的 3.4%，加上財政與供給壓力，殖利率可能脫離政策利率走高；目前利差 1.28 個百分點，歷史高點為 3.94 (1992 年 11 月)。2023 年末次升息後 3 個月內殖利率再升 97bp。

情境為假設性框架，不設目標值，亦不構成投資建議；資料來源：Bloomberg

10 年期殖利率減聯邦基金利率上限 (百分點)



資料來源：Bloomberg · 季底

利差 2026 年 2 月僅 0.19，9 月回升至 1.28 個百分點，略高於 1975 年以來均值 1.12，但低於 1992 年 11 月高點 3.94，仍有可能持續擴大。

資料來源：Bloomberg；Schwab (2026/9/16)、J.P. Morgan AM (2026/9/16)、Axios (2026/8/17)；陽信銀行財富管理部投資研究科整理

結論：殖利率走勢取決於通膨與 Fed 路徑

10 年期殖利率已高於 2023 年高點；歷史規律可作參考，但本輪降息後再度升息，路徑與過去不同

1 近期上升 通膨與升息

10 年期殖利率自 2026 年 2 月的 3.94% 升至 9 月底的 **5.28%** (+135bp)；Fed 9 月升息 1 碼，8 月 CPI 年增 **3.4%**。

2 歷史規律 高點與回落

政策利率高點平均維持約 **8 個月**才首次降息；末次升息後約 **3 個月**，10 年期殖利率即較升息當月回落 50bp (前 6 輪平均 3.2 個月，2022–23 年尚未回落)。

3 升息之後 多數回落

前 6 輪末次升息後 12 個月，殖利率平均變動 **-103bp**；但 2023 年為例外，12 個月後仍較升息當月高 **7bp**。

4 本輪類比 1998–99 年

98 年降息約半年後重啟升息，殖利率回升約 106bp；當時網路投資與現今 AI 投資同樣支撐景氣類似。1999 年再升 **1.5 個百分點**、**歷時 11 個月**，高點在末次升息前約 4 個月；本輪點陣圖僅再升約 **2 碼(0.5%)**。

總結觀點 10 年期殖利率已升至 **5.28%**，高於 2023 年高點；本輪降息後再度升息，路徑與過去不同，**通膨與 Fed 路徑仍是殖利率方向的關鍵**。

後續觀察重點

- 核心 PCE 是否超過 Fed 預測 (8 月 3.0%，預測年底 3.4%)
- Fed 是否再升息 (點陣圖中位數 2026 年底 4.1%)
- 油價與地緣政治對通膨的影響
- 赤字與公債、企業債供給對期限溢酬的影響

潛在風險

- PCE 高於 Fed 預測再上行，使得升息超出市場預期
- 期限溢酬上升，長端殖利率脫離政策利率走高
- 殖利率快速上行，衝擊風險資產與債券評價

投資建議

依點陣圖，本輪較可能處於升息末段。Fed 有再升息的可能，讓殖利率仍有上行空間，惟升息空間有限，預期殖利率上行幅度亦有限。配置上可**分批布局較高債息之債券類資產**，或採**平衡型資產配置**，並依自身風險承受度調整。

資料來源：Bloomberg；Chase (2026/9/16)、Schwab (2026/9/16)、J.P. Morgan AM (2026/9/16)；陽信銀行財富管理部投資研究科整理

【免責聲明暨注意事項】

- (一)鑒於各資料係依據公開資訊及本行認為可靠之資料來源整理僅供參考之用。本行已盡力確保資訊之正確性與即時性，惟不保證其完整性及正確性，如有錯漏或疏忽，本行不負任何法律責任。
- (二)本資料所載市場資訊與分析僅為一般性說明，不構成任何投資建議要約或招攬。投資人於進行投資決策前應審慎評估自身財務狀況、投資目標及風險承受能力，並自行承擔投資風險與投資結果。
- (三)本資料如涉及外國有價證券或金融商品，其相關資訊係依各該國法令辦理，投資人應留意包括市場價格波動、匯率變動及其他相關風險。
- (四)本資料所提及之經濟或市場趨勢預測，僅為分析判斷，不代表相關金融商品之未來績效。投資前請詳閱產品說明文件並留意最新市場資訊。
- (五)未經本行同意，不得將本資料全部或部分內容進行抄錄、轉載或散布。