

元大戰情分析

美國信用債市場在高利率下仍然運作良好

顏承暉

fattiger@yuanta.com

事件

- ◆ 本週美國將有 350 億美元的投資等級債發行。
- ◆ 今年 1~2 月美國公司債發行量高達 3870 億美元，較去年同期成長三成。
- ◆ NY Fed 公司債市場壓力指數降至歷史新低。

評論

隨著各家公司管理層認為今年 Fed 不僅會推遲降息的時點以及修正累積降息幅度，今年以來公司債發行量大增，1~2 月美國已經發行 3870 億美元的公司債（較去年同期增加 3 成），且預計本週還有 380 億美元的公司債要發行。投資人擔心，如此巨量的公司債發行可能會導致殖利率快速上升，甚至會戳破股市榮景（詳見 [3/9 元大戰情分析](#)）。

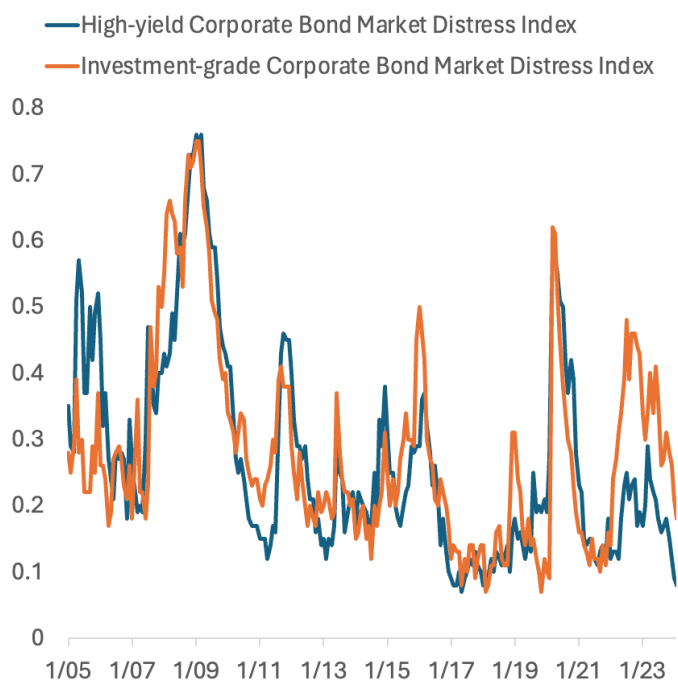
從各項數據來看，信用債市場在高利率的環境下仍然適應良好：

1. 目前殖利率遠高於通膨率，令配置型資金持續湧入：以 ETF 為例，今年以來透過債券型 ETF 湧入的新資金累計高達 620 億美元。
2. 根據 NY Fed 編製的債券市場壓力指數（CMDI，主要用來衡量一二級債券市場是否出現功能失調的指標），投資等級債壓力連續四個月下滑，降至 2022 年 1 月以來最低，且低於長期平均，高收益債壓力則降至歷史新低（圖 1）。以 2008 年 9 月雷曼兄弟倒閉引發金融海嘯為例，該指標在 2007 年 3 月到達波動低點 0.18 至雷曼兄弟倒閉前的 0.59，可見指標可以預警金融危機。
3. 需求殷切加上軟著陸論述令投資人不再要求較高的信用利差：目前不僅高收益債信用利差持續走低（圖 2），且高收益債信貸品質更差的 B 級債券與信貸品質較好的 BB 級債券信用利差也收窄至 2014 年以來最低（圖 3）。
4. 企業也逐漸適應高利率，根據 Bloomberg 編製的企業違約指數，從 2023 年 6 月到達波段高點後，就趨勢下滑，且近期下滑速度加速（圖 4）。

由此可知，當 Fed 停止升息、經濟沒有衰退跡象、高實質利引發債券買盤下，企業仍然可以順利的從債券市場取得資金，這一方面凸顯出即便 Fed 延後降息也不會造成經濟的系統性風險，另一方面則凸顯出即便 Fed 持續透過 QT 從市場抽走資金，但目前市場流動性仍然相當氾濫（目前 RRP 餘額仍有 4448 億美元，預料 5 月用盡）。

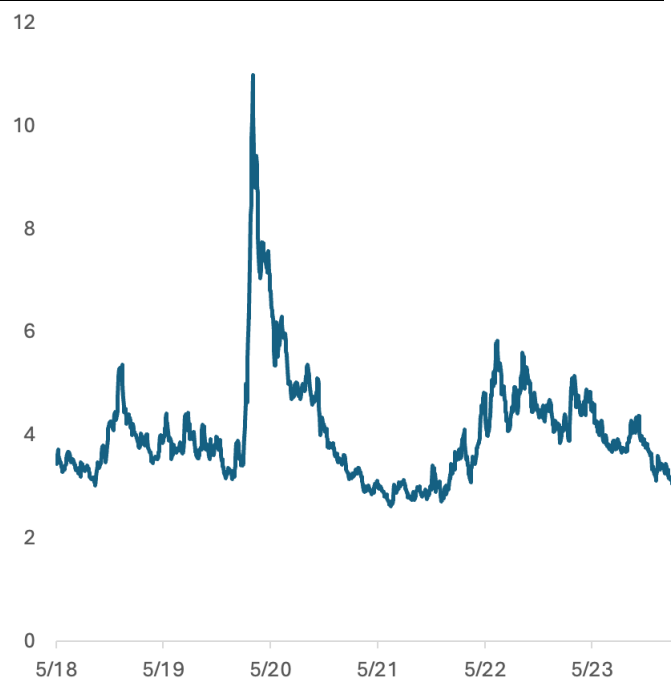
目前看來，現在的高利率對於信用債市場並不會構成威脅，比較大的威脅可能只剩下經濟真的開始明顯減速並影響到企業營運，才會令信用債市場感到壓力。

圖 1：NY Fed 債券市場壓力指數



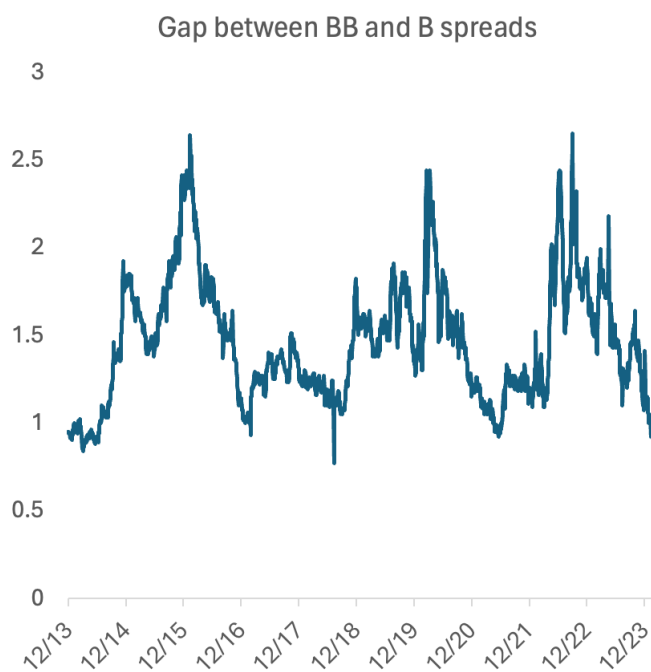
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 2：美元高收益債信用利差指數



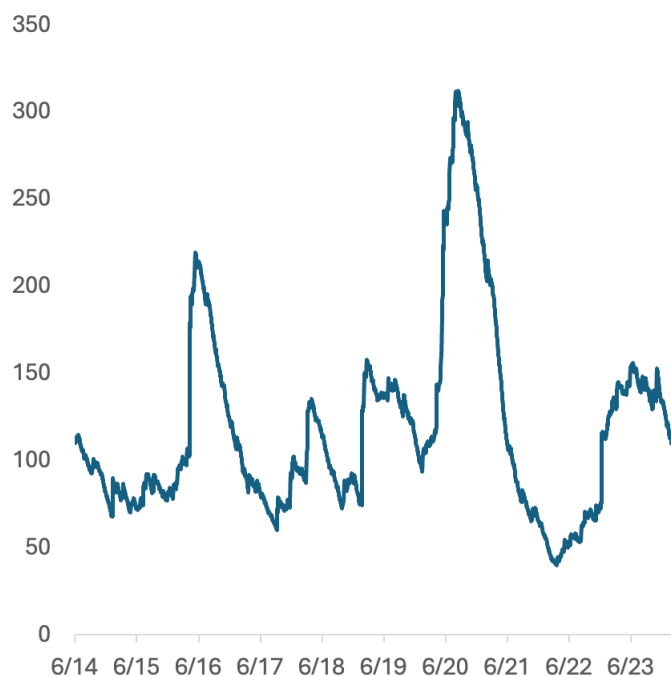
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3：B 與 BB 等級債信用利差



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 4：彭博企業破產指數



資料來源：Bloomberg、元大投顧

股 權									
類別	市場指標	收盤	日漲跌 %	年迄今 漲跌%	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌 %	年迄今 漲跌%
台灣	臺灣加權股價指數	19,785.32	0.47%	10.34%	0050	元大台灣 50	154.45	1.41%	14.03%
					00631L	元大台灣 50 正 2	186.10	1.03%	23.08%
					00632R	元大台灣 50 反 1	4.03	-0.25%	-10.04%
					0056	元大高股息	38.45	-0.59%	2.81%
					00713	元大台灣高息低波	52.65	-0.47%	4.46%
	台灣加權電子指數	1,043.49	0.93%	16.55%	00850	元大臺灣 ESG 永續	38.79	0.94%	10.32%
					006203	元大 MSCI 台灣	74.00	1.58%	11.78%
					0051	元大中型 100	77.05	-1.97%	4.62%
					0053	元大電子	83.70	0.54%	16.82%
					0055	元大 MSCI 金融	24.25	0.50%	0.54%
臺灣金融保險類指數	152.03	0.76%	0.52%	006201	元大富櫃 50	21.51	-1.38%	7.55%	
富櫃加權指數	277.89	-1.50%	7.39%						
中國	滬深 300 指數	3,544.91	0.43%	3.32%	0061	元大寶滬深	16.66	-0.36%	2.52%
					00637L	元大滬深 300 正 2	12.48	-1.19%	7.59%
					00638R	元大滬深 300 反 1	9.96	0.30%	-3.86%
					006206	元大上證 50	27.75	-0.72%	5.19%
					00739	元大 MSCI A 股	20.39	-0.10%	3.03%
美國	S&P500 指數	5,123.69	-0.65%	7.42%	00646	元大 S&P500	50.50	0.70%	10.38%
					00647L	元大 S&P500 正 2	80.60	2.28%	15.06%
					00648R	元大 S&P500 反 1	5.79	-1.03%	-6.16%
					00861	元大全球未來通訊	39.17	0.77%	12.98%
					00876	元大全球 5G	38.61	1.47%	15.60%
那斯達克 100 指數	18,018.45	-1.53%	7.09%	00762	元大全球 AI	60.15	1.78%	20.06%	
				00771	元大 US 高息特別股	17.29	-0.06%	6.33%	
歐洲	EURO STOXX 50 指數	4,961.11	-0.26%	9.72%	00660	元大歐洲 50	35.70	1.10%	8.02%
日本	日經 225 指數	39,688.94	0.23%	18.60%	00661	元大日經 225	50.80	0.10%	18.47%
債 市									
類別	市場指標	收盤	日漲跌 基點	年迄今 漲跌基點	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌 %	年迄今 漲跌%
美國	美國 1 年公債殖利率	4.93	-0.69	16.28	00719B	元大美債 1-3	31.00	-0.23%	1.34%
					00697B	元大美債 7-10	35.65	0.08%	1.25%
	美國 2 年公債殖利率	4.47	-2.79	22.36	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	34.03	0.21%	-0.23%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	35.25	0.14%	0.66%
	美國 5 年公債殖利率	4.05	-2.65	19.95	00788B	元大 10 年 IG 電能債	31.83	0.06%	-2.09%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	29.77	0.24%	-2.27%
	美國 10 年公債殖利率	4.07	-0.78	19.58	00679B	元大美債 20 年	30.06	0.07%	-2.56%
					00680L	元大美債 20 正 2	9.34	0.54%	-7.80%
	美國 30 年公債殖利率	4.25	1.02	22.44	00681R	元大美債 20 反 1	19.53	-0.46%	3.55%
					00720B	元大投資級公司債	35.40	0.00%	-1.67%
中國	中國 5 年期公債殖利率	2.19	0	-19.3	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	34.99	0.11%	-0.96%
					00721B	元大中國債 3-5	45.26	-0.42%	1.71%

近期相關報告

季報

日期	報告標題
12/11	2024 年全球、台灣經濟與主要國家展望 - 延遲軟著陸與高通膨並存

週報

日期	報告標題
02/05	日股週報 - 聚焦大型權值股財報，股市延續緩漲格局
02/19	市場風險監測 - 美股攻勢持續，投資人思維偏多；惟市場結構惡化，仍應保持警覺
02/19	總體經濟週報 - 在經濟軟著陸的情況下，債券市場最多是個慢牛行情
02/19	日股週報 - 財報季結束、指數逼近歷史高位，日股漲勢趨緩
02/26	市場風險監測 - 美股攻勢或延續，惟市場結構惡化，投資人居安思危，獲利了結及投組再平衡賣壓浮現
02/26	總體經濟週報 - 在 Fed 降息 3 碼下，合理的美國 10 年期公債殖利率為 4.29%~4.63%
02/26	日股週報 - 通膨延續降溫格局，有利引導日股維持上行趨勢
03/04	市場風險監測 - AI 題材帶動美股創新高下，美股攻勢延續；惟美股市場結構依然不佳，投資人仍應保持警覺
03/04	總體經濟週報 - 中美脫鉤下真正的受益者：洗產地還是友岸外包？
03/04	日股週報 - 日銀總裁料重申金融寬鬆格局延續，有利日股延續上行格局

觀點

日期	報告標題
02/20	電價調漲對台灣物價、經濟成長、產業的影響評估
03/08	產業景氣循環數列顯示，台灣製造業與多數次產業景氣雖仍處衰退階段，但逐漸脫離谷底

戰情分析

日期	報告標題
02/01	1 月份 FOMC 解讀： 雖然明示升息循環告終，但卻十分謹慎看待降息循環
02/02	收入可望改善，美國財政部收斂上半年發債額度
02/15	經濟表現續佳、通膨緩降、降息預期過激對行情的潛在變數已化解，眼下美股仍保持多頭架構
02/16	通膨數據虛胖，無礙逐步降溫趨勢
02/17	聰明錢報告： 多頭續行但結構更偏；回歸個股、順勢而為、保持警覺
02/20	技術性衰退，無礙日股長線多頭趨勢
02/21	調整電價反映成本，心理層面影響大於實質層面
02/22	Nvidia 財報巨幅優於預期，為美股攻勢延續生機
02/23	高評價不等於泡沫— 以今日的 Nvidia 對比 2000 年的 Cisco 為例
02/26	除了價值投資外，巴菲特的投資還重視「順勢而為」
02/27	日股創新高只是多頭的開始，不是結束的序曲

02/29	國人資產配置轉變，以及貨幣供給成長加速，台股長線看好
03/01	延後降息不一定是市場壞消息
03/04	美股資金集中少數個股並非特例，而是世界皆然
03/05	無懼美元高息，新台幣存款水位延續高成長格局
03/06	FED 理事沃勒談調整量化政策，朝政策正常化方向前進
03/07	Powell 聽證會聲明稿排除再次升息穩住美股，但權值科技股修正賣壓仍需消化
03/08	歷史上的泡沫破裂，是經濟疲軟加上資金緊縮雙重擠壓導致

國際金融市場焦點

02/21	02/22	02/23	02/26	02/27
02/29	03/01	03/04	03/05	03/06
03/07	03/08			

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
02/02	美國 1 月份 ISM 製造業 PMI - 拉貨需求大幅轉強的背後，卻是客戶對於供應中斷的擔憂
02/05	美國 1 月份就業報告 - 勞動市場表現強勁，令通膨收斂至政策目標 2%的路徑增添不確定性
03/01	美國 1 月 PCE： 在消費與所得保持韌性下，物價緩慢降溫不是壞消息
03/04	美國 2 月 ISM 製造業 PMI： 製造業景氣逐漸築底，但反攻動能恐受抑制

日本

日期	報告標題
02/09	日本 12 月薪資及家戶收支： 薪資成長溫和，家戶實質消費持續衰退
02/16	日本第四季 GDP - 薪資成長不及通膨，為拖累景氣成長陷入衰退主因
02/21	日本 1 月份進出口 - 汽車、半導體設備出口強勁，帶動出口連續兩個月改善
02/27	日本 1 月份 CPI： 服務通膨徘徊偏高水平，日銀或於晚些微調貨幣政策
03/01	日本 1 月份工業生產 - 工業生產暫時受汽車生產中斷疲弱，後續料逐步改善
03/07	日本 1 月份勞工薪資 - 留意春鬥薪資談判結果，以確認是否達成薪資及通膨正向循環

歐元區

日期	報告標題
01/31	歐元區 1 月份經濟信心指數 - 製造業景氣築底，服務業景氣轉強

台灣

日期	報告標題
----	------

02/01	台灣 2023 年第 4 季 GDP： 資本形成績減，民間消費成長放緩，但淨外需正貢獻提升，帶動經濟成長進一步攀高
02/02	台灣 1 月 PMI、NMI： 製造業不景氣舒緩，非製造業熱度降溫
02/14	台灣 1 月 CPI： 農曆春節錯月因素，CPI 上漲率降至 2%以下
02/14	台灣 1 月出口： 人工智慧商機與農曆春節低基期，出口雙位數成長
02/29	台灣 1 月外銷訂單： 新興科技應用，疊加農曆年前備貨效應與低比較基期，外銷訂單年率意外恢復成長
03/01	台灣 2 月主計總處預測： 上修 2024 年 GDP 成長預測至 3.43%，但下修 2023 年 GDP 成長率至 1.31%，物價上漲率預測調升至 1.85%
03/01	台灣 1 月工業生產、零售餐飲： 農曆年節錯月，工業生產年率大幅跳升，零售業營業額成長幾近持平，餐飲業營業額轉為衰退
03/05	台灣 1 月景氣指標： 景氣對策燈號睽違 16 個月亮出象徵景氣穩定的綠燈，領先指標不含趨勢指數加速上揚
03/06	台灣 2 月 PMI、NMI： 製造業不景氣舒緩，非製造業熱度降溫
03/07	台灣 2 月 CPI： 農曆春節錯月低基期因素，CPI 上漲率重新高於 3%

附錄：重要揭露事項

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 106 敦化南路二段
65 號 10 樓、71 號 10 樓