

元大戰情分析

美財政部減發國庫券，資金排擠效應暫時減退

陳森林

Woods.Chen@yuanta.com

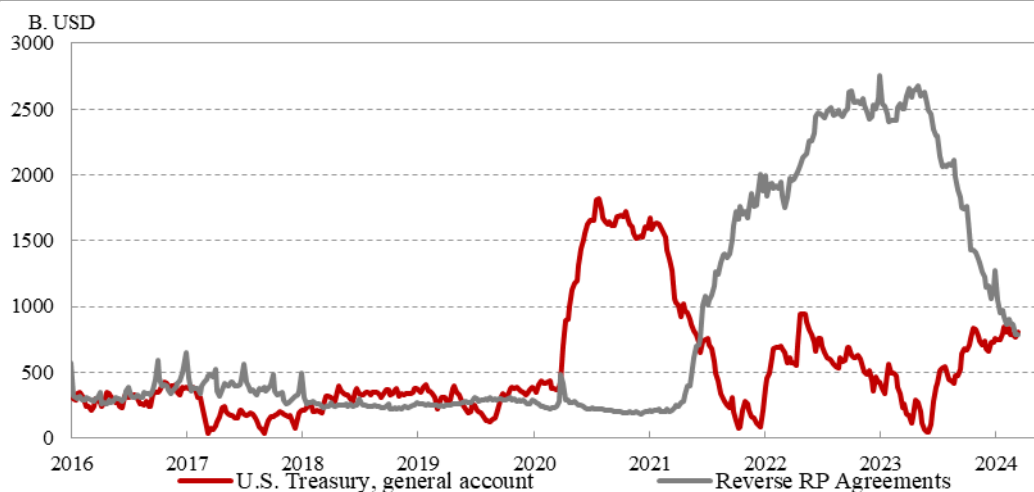
美國政府發債動向解析

- ◆ 短期融通減量：美財政部 3 月中旬起調降國庫券標售額度，資金排擠效應暫退
- ◆ 財政缺口動向：年度所得稅將於下月陸續入帳，緩和短期內的財政融通壓力
- ◆ 量化政策調整：秋季後融資需求料擴大，聯準會調整量化政策，或是較佳時機

評論

- 美國財政部自上週起開始減降國庫券標售金額，28/42/56 天期分別減發 100、50、50 億美元，91 天期則減發 30 億美元，主要反映美國年度繳稅季即將到來，四月份所得稅入庫後，財政部現金帳戶餘額可望回升，減發國庫券的操作，可望緩和繳稅季對市場的資金排擠效應。
- 美國參眾兩院通過 2024 財年下半年的預算案，九月底財年結束之前的支出無虞，預算爭議對金融市場的干擾解除；另一方面，由於被動支出項目不斷膨脹，導致財政缺口超出預期，四月份入庫的年度所得稅收入，很可能到了七月中旬即宣告用罄。
- 聯準會內部正討論調整後續量化寬鬆政策的操作模式，有意回歸過往的運作模式，同時減降目前退場的速度。儘管官員宣稱主要考量 2019 年 QE 退場過頭，導致景氣衰退的負面經歷；若從財政缺口的角度看來，夏末秋初時，美國政府的融通壓力將再度浮上檯面，如何緩和籌碼對債市帶來的壓力，或許才是考量的主因。

圖 1：美國財政部帳戶餘額及聯準會 RRP 餘額



資料來源：Bloomberg、元大投顧

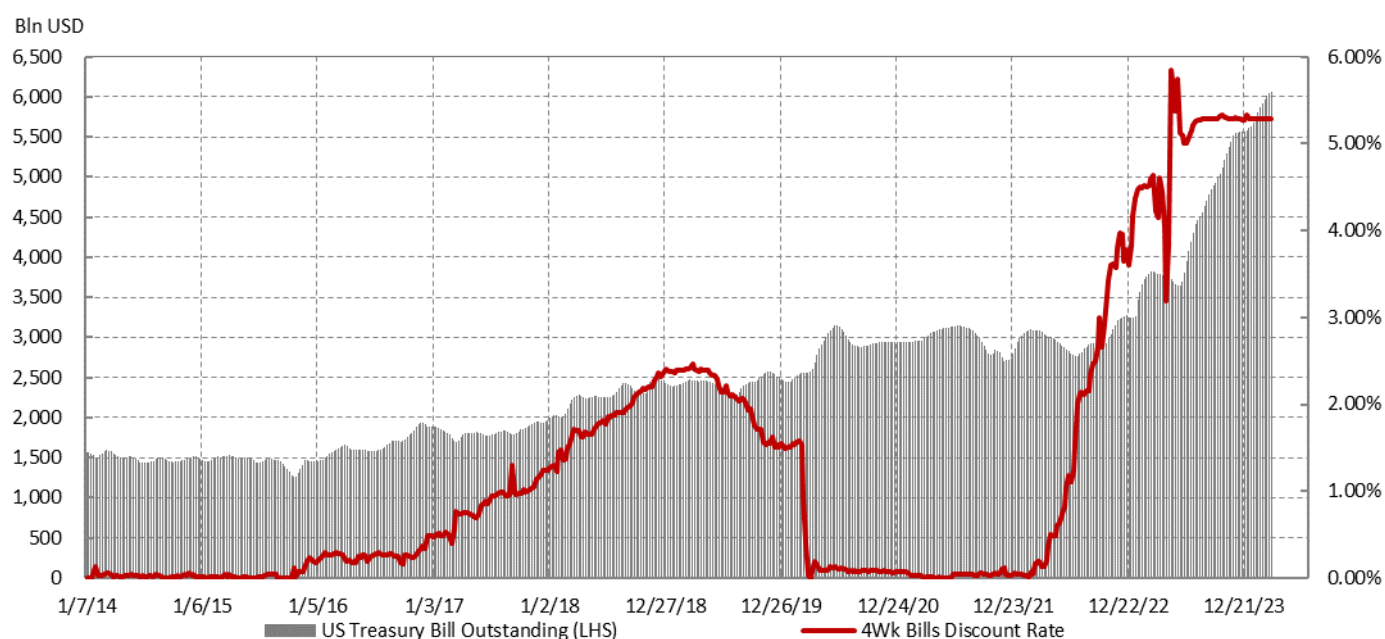
年度稅收將入庫，美財政部減發國庫券，緩和資金排擠效應

- **減發中短天期國庫券，估計釋放千億資金流動性：**美國財政部自上週起調降各天期國庫券的標售金額，其中以 28 天期的降幅達到 100 億美元為最，其次，42 及 56 天期減降 50 億美元，91 天期的部分則減少 30 億美元，至於 182 及 364 天期的部分則維持目前的額度不變，以此推算，未來一個月之內累計減發國庫券的額度將達到千億美元，可望緩和因所得稅入帳所造成的資金排擠效應。
- **推估七月中旬資金用罄，屆時融通壓力將再度上升：**從過去幾年國庫券的標售額度變動分析，3 月中旬起減降標售金額，可望持續到 7 月中旬，反映所得稅入庫後，國庫現金水位滿滿，可支應日常例行開銷，至少持續七月初，至於減發時間能否延長，需視前一年度景氣與稅收的動能，鑒於去年美國景氣穩健擴張、股市大幅回升，個人所得稅的成長率在過去幾個月由負轉正，意味著今年稅收不再衰退，有助於緩和未來幾個月財政缺口的擴張幅度。但隨著時序進入秋初，循環性的融通壓力將再度浮現，屆時美國財政部是否繼續以擴大國庫券標售的方式，抑或是增加公債額度的方式，將牽動債市多空，同時連帶影響金融市場的穩定程度。

聯準會討論調整量化操作政策，財政考量或許是不能說的理由

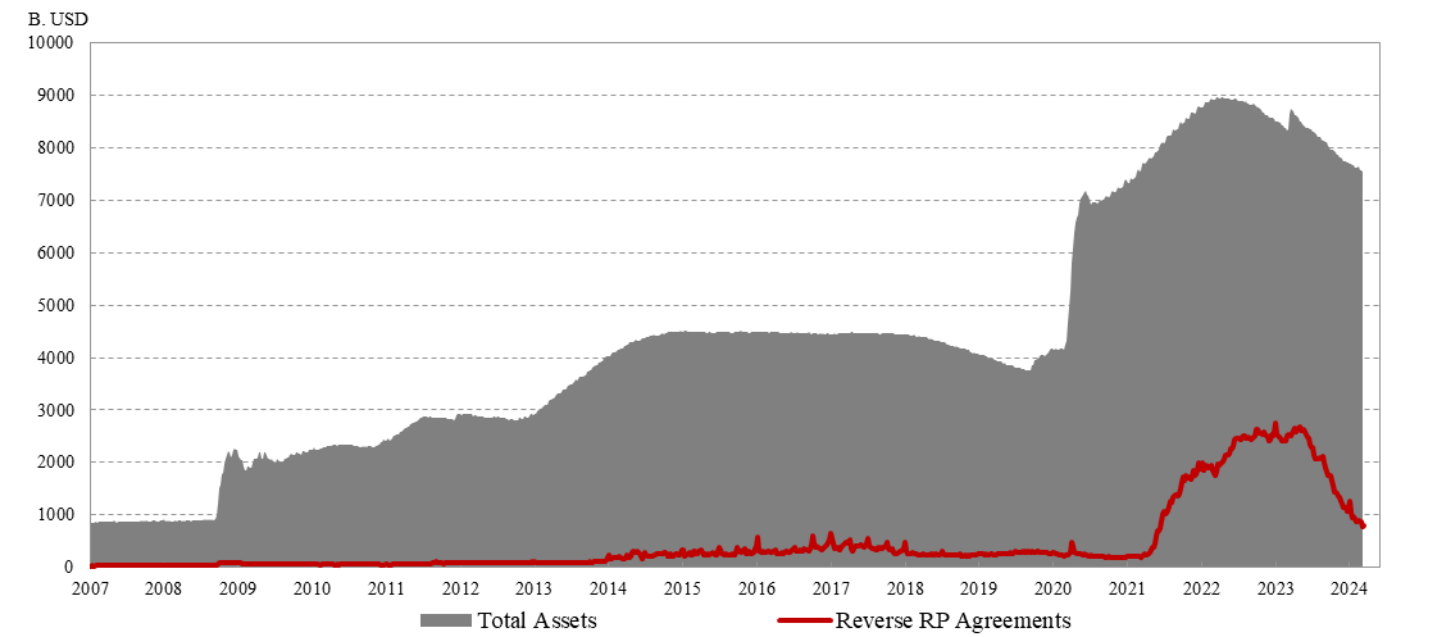
- **2024 財年前五個月財政缺口破 8200 億，融通需求壓力未解：**去年十月初進入 2024 財年後，即便年度預算遲遲無法過關，三度以短期預算的方式避免政府關門的窘境，但美國財政缺口依舊無法有效收斂，截至二月為止的本財年累計前五月赤字達 8281 億美元，較前一年度同期的 7226 億美元增加 1055 億美元或 14.6%，若以此推算，全年缺口將達 1.8 兆美元，較 2023 財年的 1.695 兆美元顯著擴張；造成財政支出始終無法獲得控制，並非兩黨爭執不休的預算案，反而是社福相關的被動支出大幅增長所致，包括：醫療救助、社會救助及退伍軍人撫卹等，另外，債務及高利率形成的惡性循環，讓債務與赤字更加惡化。
- **聯準會有意調整持債結構，或有助於打開財政榮通管道：**聯準會主席鮑爾上周於 FOMC 會後記者會中表示，調整量化操作的政策已在討論中，很快將會公布後續的操作方式。過去一段期間，多位官員觸及此一議題，把 2018~19 年 QE 退場操作及後續景氣降溫的視為具有因果關係，認為接下來聯準會應該調整目前 QE 退場的速度，避免重蹈當年的覆轍。若依據日前理事沃勒關於 QE 政策的談話，希望回到金融海嘯之前的操作模式：持有較高比例的國庫券，減少中長期公債及 MBS 歸零，但回顧當年聯準會持有各式證券資產的規模佔名目 GDP 僅約 5~6%，經過一年又九個月的 QT 減降後，目前仍高達 24.5%，高於 2019 年的 17%；美國金融體系的胃納量及財政部的口袋深度，是否經得起 QE 調整及大幅度退場，恐怕才是最重要的考量，這或許是上週 BOJ 升息，但卻仍維持購債背後不能說的理由。

圖 2：美國國庫券發行餘額及 28 天期國庫券折現率



資料來源：彭博資訊系統、元大投顧

圖 3：聯準會資產規模及 RRP 帳戶餘額



資料來源：彭博資訊系統、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	20,126.49	-0.33%	12.25%	0050	元大台灣 50	157.60	0.06%	16.35%
					00631L	元大台灣 50 正 2	193.00	-0.59%	27.65%
					00632R	元大台灣 50 反 1	3.94	0.51%	-12.05%
					0056	元大高股息	39.24	-0.96%	4.92%
					00713	元大台灣高息低波	54.00	-1.01%	7.14%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	39.83	-0.05%	13.28%
					006203	元大 MSCI 台灣	75.00	-0.13%	13.29%
					0051	元大中型 100	78.10	-0.95%	6.04%
					0053	元大電子	85.30	-0.81%	19.05%
					0055	元大 MSCI 金融	25.30	0.52%	4.89%
中國	滬深 300 指數	3,543.75	0.51%	3.28%	006201	元大富櫃 50	21.68	-1.45%	8.40%
					0061	元大實滬深	16.80	-0.94%	3.38%
					00637L	元大滬深 300 正 2	13.24	0.23%	14.14%
					00638R	元大滬深 300 反 1	9.79	0.10%	-5.50%
					006206	元大上證 50	27.87	0.00%	5.65%
美國	S&P500 指數	5,203.58	-0.28%	9.09%	00739	元大 MSCI A 股	20.61	-0.82%	4.14%
					00646	元大 S&P500	51.95	0.19%	13.55%
					00647L	元大 S&P500 正 2	83.30	0.12%	18.92%
					00648R	元大 S&P500 反 1	5.72	0.00%	-7.29%
					00861	元大全球未來通訊	39.09	0.21%	12.75%
歐洲	EURO STOXX 50 指數	5,064.18	0.40%	12.00%	00876	元大全球 5G	38.60	-0.92%	15.57%
					00762	元大全球 AI	59.80	0.59%	19.36%
					00771	元大 US 高息特別股	17.57	-0.34%	8.06%
日本	日經 225 指數	40,398.03	-0.04%	20.72%	00660	元大歐洲 50	36.30	0.25%	9.83%
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	4.99	2.95	22.6	00719B	元大美債 1-3	31.45	0.26%	2.81%
					00697B	元大美債 7-10	35.53	0.03%	0.91%
	美國 2 年公債殖利率	4.59	-3.44	34.11	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	34.21	-0.12%	0.29%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	34.73	-0.29%	-0.83%
	美國 5 年公債殖利率	4.22	-0.71	37.39	00788B	元大 10 年 IG 電能債	32.09	-0.12%	-1.29%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	30.09	0.07%	-1.21%
	美國 10 年公債殖利率	4.23	-1.38	35.25	00679B	元大美債 20 年	29.71	-0.27%	-3.70%
					00680L	元大美債 20 正 2	8.89	-0.89%	-12.24%
	美國 30 年公債殖利率	4.40	-1.83	36.89	00681R	元大美債 20 反 1	20.10	0.35%	6.57%
					00720B	元大投資級公司債	35.59	-0.31%	-1.14%
中國	中國 5 年期公債殖利率	2.21	-0.4	-17.7	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	34.57	-0.40%	-2.15%
					00721B	元大中國債 3-5	45.60	-0.22%	2.47%

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
02/23	雙率週報 - 會議記錄稱升息循環結束，但暫無意降息，美元持穩
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
03/01	雙率週報 - 美國消費動能無虞，支撐美元強勢
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
03/08	雙率週報 - 鮑爾釋放鴿派訊息，提振投資人風險偏好
03/11	市場風險監測 - 美股雖創新高，但領漲的權值科技股賣壓湧現衝擊盤面；美股籌碼壓力增大、行情隱憂浮現、攻勢疲態盡顯，投資人應提高警覺
03/11	總體經濟週報 - AI 將如何改變全球經濟與市場風貌
03/11	日股週報 - 聚焦春鬥初步結果、獲利了結需求，短線或小幅回檔
03/15	雙率週報 - 美通膨漲幅高於預期、收斂後續降息幅度
03/18	市場風險監測 - 通膨數據偏高及三巫日令美股再次創高後隨即拉回；本週 FOMC 且 VIX 期貨結算，市場屏息以待，投資人仍應保持警覺
03/18	總體經濟週報 - 失衡但仍具有韌性的美國家庭與非金融企業資產負債表
03/18	日股週報 - 貨幣政策明朗化，投資人風險偏好回穩
03/20	原物料市場週報 - 供不應求使油價有撐；通膨降溫不易提供金價上行燃料
03/22	雙率週報 - 鮑爾稱今年稍晚降息、殖利率回跌
03/25	市場風險監測 - FOMC 後美股大漲突破近期整理區間，為攻勢重拾一些動能；惟權值科技股高檔仍有賣壓湧現，投資人仍應保持警覺
03/25	總體經濟週報 - 放慢縮表速度意味著什麼？
03/25	日股週報 - 隨指數再創新高獲利了結需求出籠，日股或小幅拉回

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
03/12	日本電動車市場 - 純電動車初步處於落後階段，能否把握轉機點將是關鍵
03/14	美國商用不動產風險評析 - 商用不動產問題引發個別機構風險，然蔓延成系統性風險機率較低

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
03/11	美國信用債市場在高利率下仍然運作良好
03/12	接軌美國科技榮景，台灣出口表現亮眼
03/13	預期川普回鍋效應?黃金價格區間墊高
03/14	日圓小幅升值對股市衝擊有限，日銀調整政策不致扭轉日股上行格局
03/15	權值科技股的高度擁擠交易，與股市走入瘋狂尚有區別
03/18	K 線出現吞噬線型，但扭轉 Nvidia 的 AI 趨勢言之過早
03/19	通膨是否出現結構性上升，牽動央行利率政策走向

03/20	台灣錢淹腳目的榮景再現
03/21	FOMC 會後政策不確定性降低，有利風險資產
03/22	投資人看好經濟改善加碼歐洲及新興市場，但未押寶景氣擴張；資金轉出權值科技股，美股動能放緩
03/25	日銀「碎步」的貨幣政策，加上美國經濟強勁，以致日圓走勢由美元主導
03/26	抑制通膨預期，央行預防性升息半碼

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	03/11	03/12	03/13
03/14	03/15	03/18	03/19	03/20
03/21	03/22	03/25	03/26	

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
03/11	勞動市場緩慢趨於平衡當中，Fed 年中左右啟動預防性降息機率提高
03/13	美國 2 月 CPI： 通膨居高不下，Fed 將 High for longer
03/15	美國 2 月零售銷售： 所得成長趨緩降低支撐力度，消費動能減弱漸顯
03/22	美國 S&P Global PMI - 製造業景氣持續好轉，推動整體景氣升溫

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
03/20	日本 3 月份央行利率決議 - 薪資及通膨逐步達成正向循環，邁入貨幣正常化第一步
03/22	日本 2 月份進出口 - 出口擺脫去年低迷水平，給予景氣支撐

03/22	日本 2 月份 CPI： 春鬥加薪可望支撐服務價格增速續偏高，有望穩定達成通膨目標
-------	---

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
03/22	歐元區 S&P Global PMI - 製造業景氣仍顯疲軟，服務業持續回溫支撐經濟

台灣

日期	報告標題
02/01	台灣 2023 年第 4 季 GDP： 資本形成續減，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%
03/11	台灣 2 月出口： 人工智慧商機與工作天數較少相抵，出口成長降至個位數
03/21	台灣 2 月外銷訂單： 受農曆春節落點不同干擾，外銷訂單年率大幅回落
03/22	台灣央行 3 月理監事會議： 為抑制通膨預期心理，促進物價穩定，央行終止利率連 3 凍，出乎市場預料升息半碼
03/26	台灣 2 月工業生產、零售餐飲： 農曆年節錯月干擾，工業生產年率轉負，零售業營業額成長回彈，餐飲業營業額雙位數擴增

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