

元大戰情分析

美財政部穩定籌碼助攻，美債殖利率止漲回落

陳森林

Woods.Chen@yuanta.com

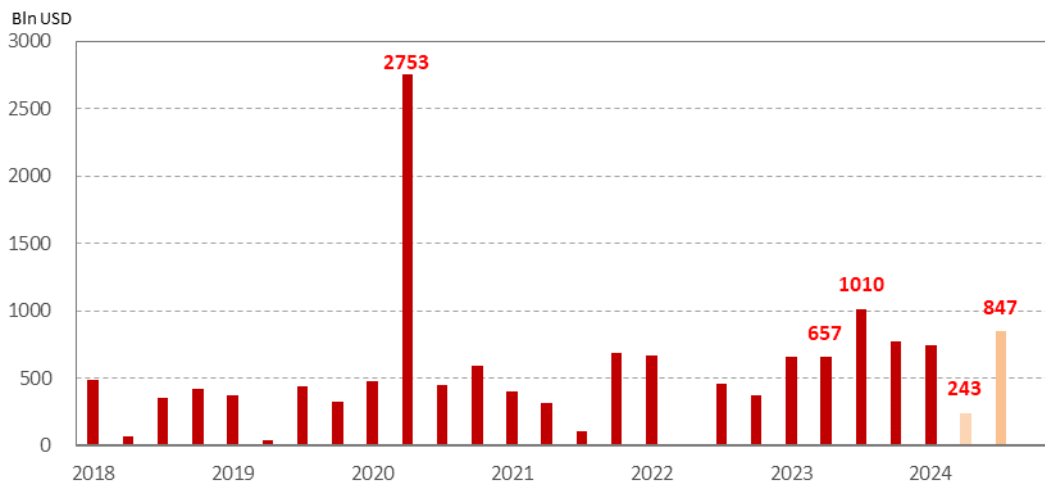
美國第二季發債計畫解析

- ◆ 融資需求：稱稅收不如預期，第二季融資需求增 410 億至 2430 億美元
- ◆ 融資方式：中長年期公債發行量不變，新增融資需求以擴大國庫券發行方式處理
- ◆ 聯準會救援：調整量化寬鬆退場步伐，緩和籌碼面壓力，具穩定債市效果

評論

- 美國財政部公布最新融資計畫，第二季融資需求增加 410 億美元至 2430 億，高於先前的預估額度，第三季初估金額則達到 8470 億美元，儘管額度龐大，但仍較去年同期小幅下滑，顯示財政缺口初步獲得控制。
- 儘管融資需求較預期為高，美國財政部並未擴大中長年期公債的標售額度，各年期公債維持四月份的標售金額，新增的資金缺口，將以增發國庫券的方式因應之，很可能是考慮到近期殖利率走揚，造成金融市場波動再起，穩定金融已成重要考量。
- 聯準會維持利率不變，稱通膨降溫未見進展，需要進一步觀察後續動向；然而，卻決議調整量化退場政策的步伐，其中，每月減碼公債持有的金額，從原本的每月 600 億美元降為 250 億，房貸抵押證券則維持在 350 億美元不變；這樣的調整，亦有助於緩和債市籌碼面的壓力。

圖 1：美國財政部淨融資需求(季資料)



資料來源：美國財政部、元大投顧彙整

資金缺口龐大，財政部擴大融資額度

- **收入不如預期，第二季融資額度將增逾 400 億美元**：美國財政部稱稅收不如預期，將擴大第二季的融資金額，從原本預估的 2020 億美元增至 2430 億美元，然而，檢視過去幾個月的稅收數據，已然轉為正成長的走勢，其中，2024 財年的上半年增幅達 6.8%，至於 2024 曆年第一季增幅達到 5.7%，個人所得稅與企業所得稅分別成長 7.5%、13.7%，表現遠優於去年，顯然資金缺口高於預期的癥結點，仍然是支出無法有效控制，尤其是補貼性質及國防相關支出持續高成長，且聯準會維持高利率政策，導致首季利息支出大增逾三成，占總支出比重已高達 13%。此外，近期國會兩院通過軍事援助法案，近千億元的軍事支出，又將加重後續的財政融通壓力。
- **新增融資額度，將以增發國庫券的方式因應**：美國財政部在稍後披露的融資模式，決定不再擴大中長年期公債的標售額度，其中，2~30 年期公債標售額度，均持平於四月份的水平，至於抗通膨公債的額度亦然；這樣的操作方式，有助於減低籌碼面對債市的不安氣氛，緩和近期公債殖利率的彈升壓力；另一方面，美國財政部決定自五月底至七月底的兩個月期間，將進行八梯次公債回購的操作，合計最大回購金額將達到 150 億美元，目的在於創造債市的流動性，若扣除上述回購金額後，後續新增公債籌碼可望進一步下修。

大選在即，穩定景氣及金融市場，料將是政策考量的重點

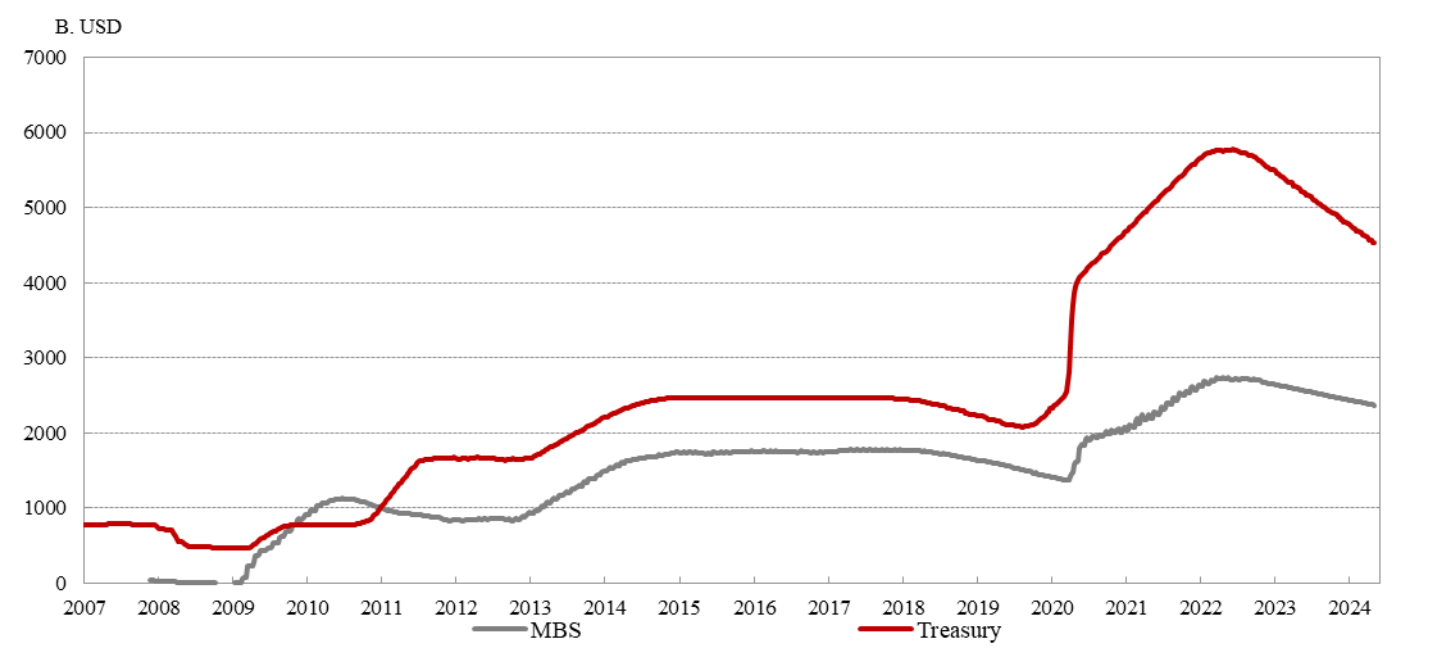
- **若有需要，聯準會將迅速降息回應**：聯準會決議維持基準利率不變，稱通膨降溫的進展停滯不前，這樣的說法與過去三個月通膨漲幅都高於預期的走勢一致，聯準會必須負起控制通膨的政治責任；在此同時卻決定放慢縮減資產負債表的縮減幅度，這樣調整的作法，與通膨過高的說詞有所牴觸，凸顯出聯準會的政策重心已經有所調整，從抗通膨轉向穩定景氣與金融市場，鮑爾在記者會中的談話已透露出這樣的轉變。
- **聯準會神助攻，放慢縮減資產負債表的金額**：檢視過去 23 個月來的縮表操作，聯準會分別減少 1.24 兆公債及 3354 億房貸抵押證券的持有額度，相當於每月分別減少 538、146 億美元，低於聯準會設定的每月 600、350 億元，凸顯聯準會在量化寬鬆政策退場上的操作，並非完全照表操課，其中，房貸抵押證券的減幅遠不及預期，很可能導因於高利率所致，目前動輒 7% 的房貸利率，讓民眾更不願意提前償還利率比較低的舊房貸，顯示目前的超高利率政策，已經無法進一步壓低通膨，反而造成扭曲民眾行為的效應，且對於想要換屋及首購族來說，更是一大困擾；這或許是為何日前拜登亦出面宣稱，今年稍晚將會降息，顯示高利率的民怨，一旦影響執政者的支持度，政策就必須適度回應。

圖 2：美國財政部各年期公債實際及預定標售金額

債券年期 標售月份	NOTE					Bond		TIPs			FRN
	2Yr	3Yr	5Yr	7Yr	10Yr	20Yr	30Yr	5Yr	10Yr	30Yr	2Yr
Oct-23	51,000	46,000	52,000	38,000	35,000	13,000	20,000				26,000
Nov-23	54,000	48,000	55,000	39,000	40,000	16,000	24,000		15,000		26,000
Dec-23	57,000	50,000	58,000	40,000	37,000	13,000	21,000	20,000			26,000
Jan-24	60,000	52,000	61,000	41,000	37,000	13,000	21,000		18,000		28,000
Feb-24	63,000	54,000	64,000	42,000	42,000	16,000	25,000			9,000	28,000
Mar-24	66,000	56,000	67,000	43,000	39,000	13,000	22,000		16,000		26,000
Apr-24	69,000	58,000	70,000	44,000	39,000	13,000	22,000	23,000			30,000
May-24	69,000	58,000	70,000	44,000	42,000	16,000	25,000		16,000		28,000
Jun-24	69,000	58,000	70,000	44,000	39,000	13,000	22,000	21,000			28,000
Jul-24	69,000	58,000	70,000	44,000	39,000	13,000	22,000		18,000		30,000
Aug-24	69,000	58,000	70,000	44,000	42,000	16,000	25,000			8,000	28,000
Sep-24	69,000	58,000	70,000	44,000	39,000	13,000	22,000		16,000		28,000
Oct-24	69,000	58,000	70,000	44,000	39,000	13,000	22,000	24,000			30,000

資料來源：美國財政部、元大投顧彙整；單位：百萬美元

圖 3：聯準會持有公債及房貸抵押證券餘額



資料來源：美國聯準會、元大投顧彙整

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	20,523.31	0.95%	14.46%	0050	元大台灣 50	159.20	1.43%	17.53%
					00631L	元大台灣 50 正 2	198.85	2.50%	31.51%
					00632R	元大台灣 50 反 1	3.85	-1.28%	-14.06%
					0056	元大高股息	38.88	1.12%	3.96%
					00713	元大台灣高息低波	57.00	0.97%	13.10%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	40.63	1.78%	15.56%
					006203	元大 MSCI 台灣	75.55	1.48%	14.12%
	台灣加權電子指數	1,059.16	0.95%	18.30%	0051	元大中型 100	79.00	0.51%	7.26%
	臺灣金融保險類指數	164.50	2.21%	8.76%	0053	元大電子	86.05	1.35%	20.10%
	富櫃加權指數	274.17	0.18%	5.95%	0055	元大 MSCI 金融	26.23	2.14%	8.75%
中國	滬深 300 指數	3,657.88	1.48%	6.61%	006201	元大富櫃 50	21.35	0.23%	6.75%
					0061	元大實滬深	17.84	0.11%	9.78%
					00637L	元大滬深 300 正 2	14.52	-0.55%	25.17%
					00638R	元大滬深 300 反 1	9.40	0.00%	-9.27%
					006206	元大上證 50	29.41	-0.44%	11.49%
美國	S&P500 指數	5,180.74	1.03%	8.61%	00739	元大 MSCI A 股	21.86	0.00%	10.46%
					00646	元大 S&P500	51.70	0.78%	13.01%
					00647L	元大 S&P500 正 2	79.70	2.05%	13.78%
	那斯達克 100 指數	18,093.57	1.13%	7.53%	00648R	元大 S&P500 反 1	5.88	-1.18%	-4.70%
	標普美國高息特別股指數	721.06	0.52%	3.67%	00861	元大全球未來通訊	38.45	0.92%	10.90%
					00876	元大全球 5G	37.56	1.27%	12.46%
歐洲	EURO STOXX 50 指數	4,956.96	0.72%	9.63%	00762	元大全球 AI	58.05	1.49%	15.87%
日本	日經 225 指數	38,236.07	0.00%	14.26%	00771	元大 US 高息特別股	17.52	0.17%	7.75%
					00660	元大歐洲 50	35.47	0.62%	7.32%
					00661	元大日經 225	49.66	1.82%	15.81%
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	5.12	-0.32	35.28	00719B	元大美債 1-3	31.52	-0.06%	3.04%
					00697B	元大美債 7-10	35.46	0.48%	0.71%
	美國 2 年公債殖利率	4.83	1.45	58.06	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	33.99	0.74%	-0.35%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	34.29	0.68%	-2.08%
	美國 5 年公債殖利率	4.49	-1.24	63.98	00788B	元大 10 年 IG 電能債	31.24	0.61%	-3.91%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	29.20	0.83%	-4.14%
	美國 10 年公債殖利率	4.49	-2.03	60.83	00679B	元大美債 20 年	28.97	0.80%	-6.09%
					00680L	元大美債 20 正 2	8.19	2.12%	-19.15%
	美國 30 年公債殖利率	4.63	-2.96	60.67	00681R	元大美債 20 反 1	20.96	-1.13%	11.13%
					00720B	元大投資級公司債	34.69	0.81%	-3.64%
中國	中國 5 年期公債殖利率	2.12	-5.3	-27	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	34.01	0.74%	-3.74%
					00721B	元大中國債 3-5	46.47	0.00%	4.43%

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
04/01	市場風險監測 - 再平衡交易致美股賣壓湧現，然多方適時拉抬帶領美股再創新高，維持上升慣性。不過空方籌碼明顯上升，投資人仍應保持警覺，居安思危
04/01	總體經濟週報 - 中美脫鉤令兩個世界正逐漸成形中
04/01	日股週報 - 投資人風險偏好收斂，日股短線震盪整理
04/03	原物料市場週報 - 供給受阻及需求復甦支撐油價；高通膨環境有利金價上揚
04/08	雙率週報 - 美就業強勁、降息時點料延後
04/08	市場風險監測 - 美股週四下午失守關鍵位置後引動賣壓，指數正式翻空；籌碼壓力不大、多方仍有抵抗餘力，不宜追空
04/08	總體經濟週報 - AI 決定 2024 年哪些製造業能否踏入高速成長新世界
04/08	日股週報 - 市場風險偏好改善，日股可望止跌回穩
04/10	原物料市場週報 - 供不應求格局提供油價支撐；通膨及央行購買推動金價上行
04/12	雙率週報 - 消費物價漲幅超預期，美元獨強
04/15	市場風險監測 - 美股再次走低，指標出現「無效翻空」訊號，行情短線不致波段重挫，且多方並未棄守，料為震盪整理小幅修正走勢
04/15	總體經濟週報 - 美國經濟獨強的態勢未變，而其餘國家經濟也逐漸趨穩
04/15	日股週報 - 即將進入財報密集公布，投資人轉趨觀望
04/17	原物料市場週報 - 地緣政治緊張情勢加劇，增加原油、黃金價格短期擾動
04/19	雙率週報 - 消費動能無虞、地緣風險升溫，美元續強
04/22	市場風險監測 - 指標二度翻空，美股股市展開修正；地緣政治局勢演變、央行趨鷹、及非 AI 半導體復甦力道及不如預期，帶動美股挫跌及波動放大；籌碼壓力並未減輕、資金動能出現逆轉，股市再失支撐
04/22	總體經濟週報 - 美國金融體系無顯著系統性風險，僅特定領域有失衡現象
04/22	日股週報 - 聚焦企業財報表現，主導本周股市走向關鍵
04/24	原物料市場週報 - 地緣政治風險降溫，原油及黃金價格漲勢暫歇
04/26	雙率週報 - 美 GDP 遜於預期、美元漲勢受阻
04/29	市場風險監測 - 助跌因素扭轉加上短線超跌，美股技術性反彈；行情將挑戰關鍵均線，未及底部進場者應等待方向明確再動作
04/29	總體經濟週報 - FOMC 需要更多的時間而不是空間來完成通膨降溫的工作
04/29	日股週報 - 內、外部利多因素支撐，日股可望延續小漲格局
04/30	原物料市場週報 - 原油及黃金漲勢暫歇，但緩步上升格局尚未轉變

05/03	雙率週報 - 穩定金融情勢，聯準會放慢縮表腳步
05/06	市場風險監測 - Fed 堅定鴿派立場，令市場以利多反映弱勢經濟數據；行情仍有缺點，若不能一舉突破走升，則整理期將會拖長；建議投資人待方向明確後再採取積極行動
05/06	總體經濟週報 - 投資人不怕「需求過熱通膨」，而是「停滯性通膨」或「經濟衰退」，目前尚屬於需求過熱通膨階段
05/06	日股週報 - 焦點關注多家大型企業財報，左右股市能否延續漲勢

觀點

日期	報告標題
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
03/29	外需回暖，今年台灣經濟可望常態成長；電價調漲，今年台灣物價料續破 2%

戰情分析

日期	報告標題
04/01	通膨風險溢酬與實質風險溢酬攀升，債券殖利率面臨上揚壓力
04/02	高息環境迫使企業減降債務，信用利差收斂至歷史新低
04/03	日銀短觀顯示日本景氣復甦層面擴大
04/08	美國製造業的真實樣貌，BEA 23Q4 企業獲利顯現的另一種光景
04/09	日圓貶值政策發酵，經常帳盈穩定回升
04/10	美國大選前瞻：就業、股市榮景加持，拜登支持度提升
04/11	通膨升溫雖令美股挫低；然暫無連續重挫之虞，投資人應保持平常心
04/12	製造業庫存回補正在展開，企業獲利可望改善
04/15	美股財報前瞻暨回顧：AI 供應鏈前景看俏，金融板塊喜憂參半
04/16	台灣首季稅收續超徵，景氣復甦政府部門也有感
04/17	通膨降溫路崎嶇，聯準會靜觀其變
04/18	總體經濟仍處上升循環，美股看回不看空
04/19	聰明錢報告：投資人看好景氣循環向上，但通膨居高風險浮現，「金髮女孩」式行情結束；資金轉出科技股及債市，轉進景氣循環股及金融股
04/22	美股財報前瞻暨回顧：Meta、微軟接棒上陣，大型科技股成止穩關鍵
04/23	美國經濟榮景應援，日銀可望再度升息
04/24	中東局勢雖有紛擾，但不致擴大及惡化
04/25	美股財報深度解析：市場活絡帶旺投資銀行股，需求支撐航空股高飛
04/26	經濟放緩但通膨升溫，Fed 的政策選擇牽動投資人布局循環股的思維
04/29	美股財報前瞻暨回顧：AI 題材化作營收，Google/微軟引領大盤止穩

04/30	第一季資金水位大增，支撐新台幣資產價格續漲
05/02	市場陷入記憶體不足的短暫當機，但目前並非停滯性通膨，中長線多頭格局未變
05/03	AI、車用晶片成日本半導體設備業者兩大營運動能
05/06	美股財報前瞻暨回顧： 財報季近尾聲，投資人目光轉向中小型股

國際金融市場焦點

04/02	04/03	04/08	04/09	04/10	04/11	04/12	04/15	04/16	04/17
04/18	04/19	04/22	04/23	04/24	04/25	04/26	04/29	04/30	05/02
05/03	05/06								

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
04/01	美國 2 月 PCE： 通膨延續下降趨勢，所得成長支撐消費
04/02	美國 3 月 ISM 製造業 PMI： 製造業景氣谷底回升，商品通膨蠢蠢欲動
04/08	美國 3 月份就業報告： 就業市場穩健，支撐經濟成長
04/08	3 月份 ISM 服務業 PMI 指數： 服務業溫和擴張，有助於通膨降溫
04/11	美國三月 CPI： 黏性通膨陰魂不散，Fed 今年降息不到三碼
04/17	美國 3 月零售銷售、工業生產皆優於預期，受消費者支出韌性支持
04/24	美國房市： 3 月房屋整體銷售下降，復甦力度持續受高利率拖累
04/26	美國第一季 GDP： 美國經濟看似放緩，實則是從過熱中降溫，惟降溫結構不佳
04/26	美國 3 月耐久財訂單： 耐久財訂單普遍回溫，但資本支出意願仍略顯疲軟
04/29	美國 3 月 PCE： 通膨居高不下、經濟仍保持韌性，降息恐再延遲
05/03	美國 4 月 ISM 製造業 PMI： 製造業仍在築底階段，商品通膨加溫
05/06	經濟數據評析 - 美國 4 月 BLS 就業報告： 勞動市場降溫，經濟朝向軟著陸
05/06	經濟數據評析 - 美國 ISM 服務業 PMI： 服務業成長放緩，通膨壓力仍存

日本

日期	報告標題
04/02	日本 Q1 短觀報告： 製造業、非製造業景氣續處擴張區間，整體經濟持續復甦
04/09	日本 2 月份勞工薪資： 勞工薪資穩健成長，提供日銀後續調整政策理由
04/18	日本 3 月份進出口 - 受惠主要外貿夥伴今年經濟穩健成長，日本出口可望持續好轉
04/22	日本 3 月份 CPI - 通膨續高於日銀目標，提供央行政策調整理由
04/29	日本 4 月份央行利率決議 - 實現通膨目標可能性逐步增加，央行或於下半年再度調升利率
05/02	日本 3 月份工業生產 - 國內、內外需求改善，帶動工業生產、信心逐步回溫

歐元區

日期	報告標題
04/10	歐元區銀行貸款調查： 貸款條件趨於寬鬆、需求持續回溫，整體金融環境趨穩
04/26	歐元區 4 月 S&P Global PMI： 經濟復甦，通膨壓力仍存
04/30	歐元區經濟信心： 製造業及服務業雙雙降溫，通膨壓力有望放緩

台灣

日期	報告標題
04/02	台灣 3 月 PMI、NMI： 製造業持續不景氣，非製造業熱度升溫
04/10	台灣 3 月 CPI： 年節服務漲價效應淡化，水果及蛋類供給回穩，CPI 上漲率回落
04/11	台灣 3 月出口： 人工智慧商機與庫存回補需求加持，出口雙位數成長
04/23	台灣 3 月外銷訂單： 新興科技需求熱絡與終端需求回升，外銷訂單年率恢復小增
04/24	台灣 3 月工業生產、零售餐飲： 資訊電子需求，帶動工業生產年率轉正，零售及餐飲業成長雖放緩，但仍符合、高於預期
04/29	台灣 3 月景氣指標： 燈號續亮象徵景氣穩定的綠燈，領先指標續揚
05/02	台灣第 1 季 GDP： 外需加溫，帶動資本形成恢復，加以民間消費穩健成長，經濟成長進一步攀高
05/03	台灣 4 月 PMI、NMI： 製造業不景氣減弱，非製造業熱度升溫

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