

元大戰情分析

PCE 報告後美債殖利率走升應是再平衡交易，季底流動性依然寬裕

顏承暉

fattiger@yuanta.com

事件

- ◆ 6 月 28 日美國 10 年期公債殖利率上升 11 個基點至 4.39%。
- ◆ ON RRP 餘額從 6 月 21 日的 4210 億美元上升至 6 月 28 日的 6645 億美元。
- ◆ 截至 6 月 27 日，隔夜 SOFR 利率從 6 月 21 日的 5.31% 上升到 5.34%。

評論

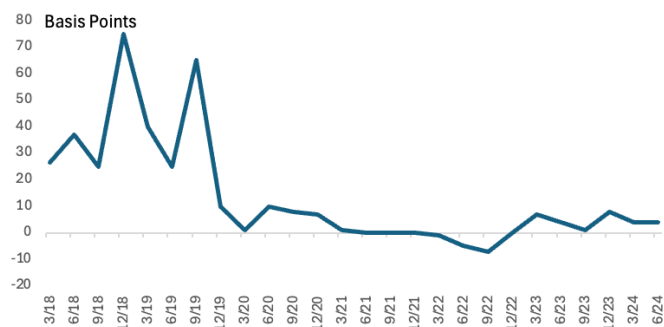
美國商務部公布的 5 月份 PCE 報告顯示通膨持續降溫（PCE 通膨月增率從 0.3% 降至 0.0%，符合市場預期，年增率從 2.7% 降至 2.6%；核心 PCE 通膨月增率從 0.3% 降至 0.1%，符合市場預期），然而數據發布後，美債殖利率只有在美股盤前走低，隨著 9:30 美股開盤，美債殖利率在美股開盤後一小時以及收盤前一小時兩波段上漲，10 年期公債殖利率甚至上漲 11 個基點，大出市場意外。由於上週五（6/28）正逢季底，投資人於是乎開始擔心，是否隨著 Fed 持續的縮表，美元資金市場已經開始出現流動性不足的問題。

然而基於以下幾點觀察，我們認為上週五美債殖利率的走升應該純屬於季底再平衡交易，美元流動性並沒有看到吃緊的情況：

- 一、**美元並未走升**：若市場資金緊張導致殖利率走高，美元理應相應走升，但因為週五之前，6 月美元升值 1.17%，但美債殖利率卻下跌 21 個基點，因此再平衡交易令美元走貶、美債殖利率走揚。
- 二、**美元貨幣市場報價並未異常走升**：SOFR 隔夜利率在 6 月 27 日的確上升至 5.34%，僅比 RRP 的利率 5.30% 高出 4 個基點，甚至低於 2023 年底的 8 個基點，更遠不及 2018 年四個季底平均的 40 個基點（圖 1）。
- 三、**Bloomberg 美國金融狀況指數更加寬鬆**：Bloomberg 美國金融狀況指數 > 0 代表資金寬裕，從去年 10 月 30 日後該指數就持續大於零，且上週還從 6/21 的 0.967 上升到 6/28 的 1.032（圖 2）。
- 四、**ON RRP 餘額仍有餘裕上升**：季底銀行為了滿足各種流動性要求來整理資產負債表，削減回購市場活動，並把多餘的流動性停泊在貨幣市場基金，導致貨幣市場基金回存更多的流動性回存到央行的 ON RRP，令 ON RRP 從前一週五（6/21）的 4210 億美元上升到上週五（6/28）的 6645 億美元。然而，在 2018 年時季底由於金融機構大多沒有過剩的流動性，因此 ON RRP 餘額在季底跳升的情況並不明顯（圖 3）。

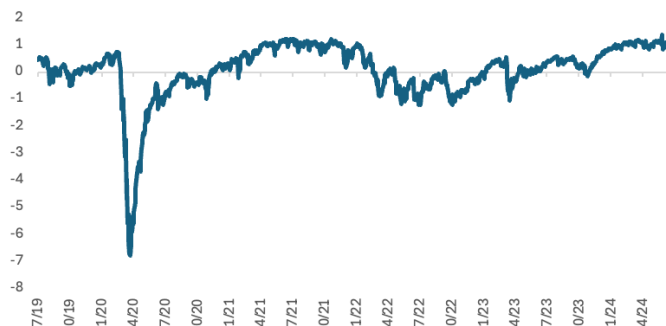
不過必須要強調的是，隨著 Fed 的持續縮表（儘管縮表速度已經減慢），市場資金已經不似 2020~2023 年那麼氾濫，且美國銀行的準備金也不再呈現增加的趨勢（圖 4），這意味著未來金融市場不太可能重演 2021 年的資金行情，股市繼續上漲需要基本面的配合，經濟數據的壞消息不會總是好消息。

圖 1：季底 SOFR 隔夜利率與 ON RRP 利差



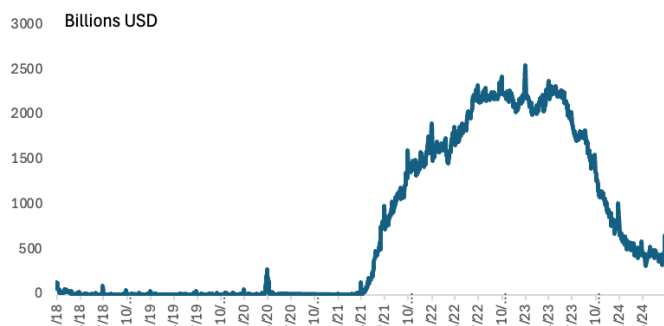
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 2：Bloomberg 美國金融狀況指數



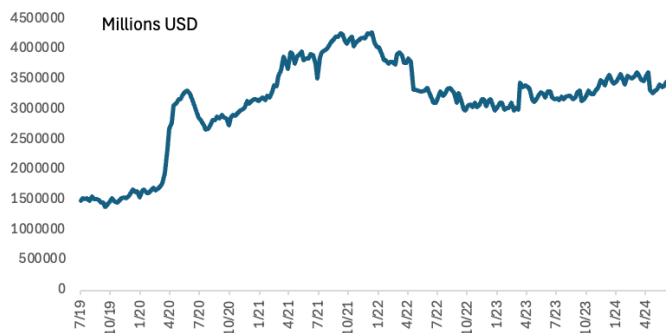
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3：ON RRP 餘額



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 4：商業銀行準備金餘額



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	23,032.25	0.55%	28.45%	0050	元大台灣 50	186.45	0.62%	37.65%
					00631L	元大台灣 50 正 2	250.80	1.64%	65.87%
					00632R	元大台灣 50 反 1	3.40	-0.58%	-24.11%
					0056	元大高股息	41.12	0.51%	9.95%
					00713	元大台灣高息低波	57.75	0.09%	14.58%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	46.01	0.88%	30.86%
					006203	元大 MSCI 台灣	88.60	0.85%	33.84%
					0051	元大中型 100	84.45	0.36%	14.66%
					0053	元大電子	101.85	0.69%	42.15%
					0055	元大 MSCI 金融	27.55	0.92%	14.22%
中國	滬深 300 指數	3,461.66	0.22%	0.89%	006201	元大富櫃 50	23.81	1.45%	19.05%
					0061	元大實滬深	16.88	0.60%	3.88%
					00637L	元大滬深 300 正 2	13.33	0.76%	14.91%
					00638R	元大滬深 300 反 1	9.81	-0.61%	-5.31%
					006206	元大上證 50	28.00	0.14%	6.14%
美國	S&P500 指數	5,460.48	-0.41%	14.48%	00739	元大 MSCI A 股	20.53	0.00%	3.74%
					00646	元大 S&P500	55.55	0.36%	21.42%
					00647L	元大 S&P500 正 2	90.35	0.95%	28.98%
					00648R	元大 S&P500 反 1	5.50	-0.90%	-10.86%
					00861	元大全球未來通訊	42.83	0.42%	23.54%
歐洲	EURO STOXX 50 指數	4,894.02	-0.18%	8.24%	00876	元大全球 5G	41.10	-0.10%	23.05%
					00762	元大全球 AI	64.40	1.58%	28.54%
					00771	元大 US 高息特別股	17.51	-0.23%	7.69%
日本	日經 225 指數	39,583.08	0.61%	18.28%	00660	元大歐洲 50	35.67	0.51%	7.93%
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	5.11	0.66	34.78	00719B	元大美債 1-3	31.94	-0.19%	4.41%
					00697B	元大美債 7-10	36.03	-0.03%	2.33%
	美國 2 年公債殖利率	4.75	4.15	50.36	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	34.28	0.18%	0.50%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	34.59	0.03%	-1.23%
	美國 5 年公債殖利率	4.38	7.92	52.94	00788B	元大 10 年 IG 電能債	32.03	0.00%	-1.48%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	30.26	-0.10%	-0.66%
	美國 10 年公債殖利率	4.40	10.97	51.7	00679B	元大美債 20 年	29.93	-0.03%	-2.98%
					00680L	元大美債 20 正 2	8.73	0.46%	-13.82%
	美國 30 年公債殖利率	4.56	13.26	53.01	00681R	元大美債 20 反 1	20.28	-0.15%	7.53%
					00720B	元大投資級公司債	35.62	-0.03%	-1.06%
中國	中國 5 年期公債殖利率	1.97	-0.4	-41.7	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	34.46	0.03%	-2.46%
					00721B	元大中國債 3-5	47.30	0.06%	6.29%

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
06/03	市場風險監測 - 月底再平衡交易令美股出現拉回；然而週五多方強力拉抬表態，美股繼續維持多頭架構；VIX 期貨籌碼仍在高位，三巫日前仍有機會出現軋空行情
06/03	總體經濟週報 - 除中國外，絕大多數國家債高築台的情況並不嚴重
06/03	日股週報 - 投資人關注 4 月薪資成長，日股走勢料橫盤震盪
06/05	原物料市場週報 - OPEC+縮小減產，油價重挫；通膨壓力降，金價小跌
06/07	雙率週報 - 加/歐降息一碼，公債殖利率回落
06/11	市場風險監測 - 多頭表態，配合科技股及總經數據題材，美股繼續維持多頭架構；VIX 期貨籌碼仍在高位，三巫日前仍有機會出現軋空行情
06/11	總體經濟週報 - 政治不確定性與經濟基本面拉扯下的全球經濟
06/11	日股週報 - 日銀利率決策重磅來襲，日股走勢料震盪盤堅
06/12	原物料市場週報 - 沙特表示 OPEC+可隨時減產；人行停止購金金價下跌
06/14	雙率週報 - 美台央行利率按兵不動
06/17	市場風險監測 - 美股在通膨降溫及 FOMC 利多下於週三明顯拉升，整體維持高檔整理穩步推升走勢；VIX 期貨籌碼仍在高位，三巫日前仍有機會出現軋空行情
06/17	總體經濟週報 - 即便沙國退出石油美元協議也不會改變美元霸權貨幣地位
06/17	日股週報 - 多空因素交錯下，限制日股短線表現
06/19	原物料市場週報 - 地緣政治升溫拉升油價、市場消化法國政治不確定性
06/21	雙率週報 - 日銀政策匍匐前進，日圓弱勢延續
06/24	市場風險監測 - 三巫日前的軋空行令美股衝高；然而月底再平衡交易令美股開始拉回，三巫日前的軋空走勢暫告一段落；再平衡交易加上籌碼壓力依然巨大，股市波動難免放大
06/24	總體經濟週報 - 上調今年台灣經濟成長率預測至 4.36%，物價上漲率預測至 2.22%
06/24	日股週報 - 經濟基本面的改善，日股可望小幅走高
06/26	原物料市場週報 - 終端需求回升提供油價支撐；金價多頭雖未死但人氣下滑
06/28	雙率週報 - 美國景氣相對穩健，支撐美元強勢

觀點

日期	報告標題
06/21	預測今年台灣經濟成長率高於 4%，物價上漲率高於 2%

戰情分析

日期	報告標題
06/03	市場正在押寶川普勝選機率上升，但這次不一樣
06/04	台灣超額儲蓄續增，支撐新台幣資產價格
06/05	刺激景氣政策不敵產業外移，中國五月景氣動能不如預期
06/06	跟 100 美元/桶的油價說再見
06/07	當經濟成長的果實不再是雨露均霑，大型股投資價值浮現
06/11	美國就業報告，勞工企業心情冷熱迥異
06/12	FOMC 前瞻： 重申下一步非升息、後續適時降息的方向
06/13	Fed 只是落後追趕市場定價，美股三巫日前軋空機率仍高
06/14	從私募基金到主權基金，外資湧入日本，多頭行情不墜
06/17	金價走勢背後的地緣政治因子
06/18	房市過熱疑慮籠罩，台灣央行再收銀根
06/19	考量財政、金融穩定，日銀緊縮政策匍匐前進
06/20	美股策略： 股票分割蔚為風潮，惟大環境與基本面缺一不可
06/21	聰明錢報告： 經濟風險不大，投資人只擔心科技股獨舞現象
06/24	日本新聞評析： 誤判 Fed 利率政策，農林中金苦吞巨額美債虧損
06/25	高利率導致供給不足，美國房價續創新高
06/26	美中利差擴大，人民幣貶值壓力未除
06/27	人民幣匍匐前進貶值無助於解決資產負債表式下行
06/28	法國國會選舉： 極右派崛起，但預計短線歐債危機 2.0 的可能性不大

國際金融市場焦點

06/03	06/04	06/05	06/06	06/07	06/11	06/12	06/13	06/14	06/17
06/18	06/19	06/21	06/24	06/25	06/26	06/27	06/28		

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
06/03	美國 4 月 PCE： 過熱的需求開始隨勞動市場降溫，通膨重返崎嶇降溫之路，並保留 Fed 預防性降息的空間
06/04	美國 5 月 ISM 製造業 PMI： 高利率導致需求疲軟，但產量與就業呈現擴張
06/07	美國 ISM 服務業 PMI： 服務業商業活動大幅成長，通膨壓力緩降
06/11	美國 5 月 BLS 就業報告： 數據充滿雜音，但勞動市場仍處於降溫格局
06/13	美國五月 CPI： 通膨降溫趨勢確立，給予 Fed 年內不止一次預防性降息空間
06/20	美國 5 月零售銷售、工業生產： 高利率高通膨影響消費動能，但工業生產回升

06/24	美國 6 月 S&P Global PMI： 商業活動小幅上升，價格壓力減輕
-------	--

日本

日期	報告標題
06/03	日本 4 月份工業生產 – 企業樂觀看待後市，生產可望重回正增長
06/06	日本 4 月份勞工薪資 - 所得成長優於預期，支撐內需消費動能
06/17	日銀 6 月利率決議： 隨通膨趨勢確立，日銀逐步調整超寬鬆貨幣政策
06/20	日本 5 月進出口： 主要貿易夥伴景氣穩健，出口料延續成長格局
06/24	日本 5 月 CPI： 受能源補貼退場，通膨將再度攀高

歐元區

日期	報告標題
06/24	歐元區 6 月 S&P Global PMI： 經濟持續擴張，但受製造業新訂單拖累
06/28	歐元區經濟信心： 經濟震盪回溫，消費者信心持續改善

台灣

日期	報告標題
06/04	台灣 5 月 PMI、NMI： 製造業景氣明顯轉熱，非製造業熱度續揚
06/07	台灣 5 月 CPI： 天候不穩推升蔬果價格，CPI 上漲率重新超過 2%
06/11	台灣 5 月出口： 人工智慧商機熱絡，但終端需求尚未普遍回溫，出口小幅成長
06/14	台灣央行 6 月理監事會議： 一如市場預期維持政策利率不變，但調升存準率 1 碼，以強化第 6 波房市選擇性信用管制措施效力
06/21	台灣 5 月外銷訂單： 新興科技需求暢旺與庫存回補需求湧現，外銷訂單穩健成長
06/25	台灣 5 月工業生產、零售餐飲： 資訊電子需求熱絡，工業生產年率進一步攀高；節慶商機及優惠促銷，帶動零售及餐飲業成長回升
06/28	台灣 5 月景氣指標： 燈號續亮象徵景氣轉向熱絡的黃紅燈，領先指標加速上揚

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