

元大戰情分析

缺口小於預期，美國財政部收斂融資額度

陳森林

Woods.Chen@yuanta.com

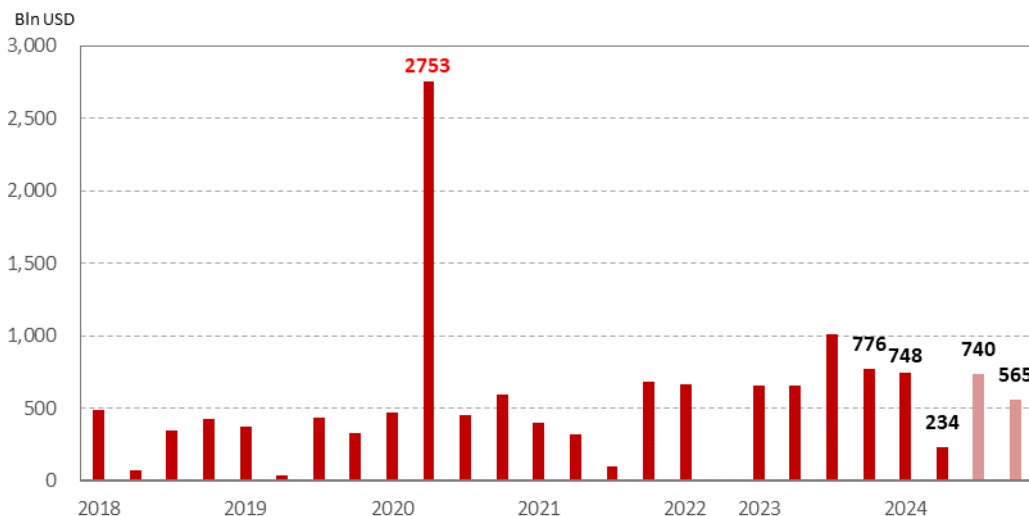
美國最新財政部發債計畫解讀

- ◆ 第三季：本季債務融資需求 7400 億美元，降幅達 1070 億美元
- ◆ 第四季：估計需融通缺口達 5650 億美元，低於去年同期的 7670 億美元
- ◆ 對債市影響：稅收觸底回升，財政缺口低於預期，緩和籌碼面對債市的壓力

評論

- 美國財政部公布第三、四季債務融資計畫。其中，更新第三季融資額度，調降幅度達 1070 億美元至 7400 億美元，至於第四季的債務融資需求則為 5650 億美元，低於去年同期的 7670 億美元，為連續三季呈現收斂的走勢。
- 債務融通需求下滑，主要受惠於今年政府稅收回升所致。今年上半年政府稅收年增 10.9%，遠優於去年的衰退 7.2%，其中，佔比最高的個人所得稅年增 14.4%，反映美國就業市場強勁及股債市雙雙走強的所得及財富效應。支出面則受到眾議院在野黨的牽制下，社福相關補貼支出成長轉趨放緩所致。
- 過去兩年多以來，政府公債籌碼大幅增加，成為債市氣氛偏空的背後原因之一。如今財政缺口獲得初步的收斂，對債市投資人來說，實屬正面的發展；展望明年，債市的短多格局能否延續，關鍵在於由哪位候選人最終勝出，又是否同時掌控國會兩院，將決定財政乃至於貨幣政策的走向，需密切關注選情變化。

圖 1：美國財政部實際及計劃融資額度



資料來源：Bloomberg、元大投顧

稅收止跌回升，美國財政部縮減融資額度

- **第三、四季融資額度進一步收斂：**美國財政部公布最新融資計畫，其中，第三季債務融資額度從原本預估的 8470 億美元降為 7400 億美元，降幅超過一成，若與去年同期的 1.01 兆元相較，減降幅度將近四分之一，十分顯著；至於第四季的融資需求初估為 5650 億美元，與去年同期的 7760 億美元相較，減降幅度亦達到 2110 億美元，相當於 27%，並且是連續第三季呈現收斂格局，影響所及，財政部建議的各年期公債標售金額，將持平於第二季額度水平，不再放大；與過去三季以來，美國公債殖利率呈現大區間的橫盤之勢，顯示籌碼面對於債市的不利影響，已然減輕不少。
- **收支成長逆轉，財政缺口初步獲得控制：**美國政府稅收有著顯著的改善，是財政缺口得以改善的主因。今年前六個月份稅收年增 10.9%，扭轉了去年衰退 7.2% 的不利發展，各項稅收中，除了關稅及遺贈稅之外，都呈現增漲格局，佔比五成的個人所得稅收年增 14.4%，企業營利事業所得稅更是大增 21%，反映美國經濟穩健擴張及今年股市表現亮眼，雙雙挹注政府稅收；另一方面，政府上半年支出增幅僅達 1.4%，其中，受惠於就業場穩健擴張，失業救濟金等支出持續衰退，此外，健康照護及救助等支出已轉為衰退，社福支出成長率降至 6.5%，為過去三年來的最小增幅；至於佔比最高的國防支出則成長 2.6%，低於過去五年的平均增幅 4.7%。顯示共和黨掌控眾議院後，確實對政府財政支出帶來部分制衡的效果。

總統及國會選舉結果決定後續政策走向，牽動後續公債籌碼多寡

- **兩黨政策手段的模式不同，投資人暫時停看聽：**近期國際股市劇烈波動，歸根究底與美國的大選息息相關，畢竟過去三年的經濟榮景，建構在美國政府財政支出的強力支持，抵銷高利率政策對私人部門的不利影響，甚至高利率政策變相成為支撐美國的原因之一。如今大選在即，最終由哪個政黨入主白宮，國會兩院由共和或民主黨掌控，將決定目前的運作模式是否持續，抑或是進入全新的政策模式，目前仍不得而知，況且政策從出爐到上路，乃至於對景氣產生推升的作用，需要一段期間，對投資人來說是一大變數。
- **信用利差擴大，不必然意味著景氣陷入衰退：**過去景氣進入下行循環時，公司債的價格下跌、與公債之間的信用利差擴大，被視為趨勢性的衡量指標。然而，受到聯準會激進升息的操作，過去兩年來企業發債量一度急凍，顯示公司債的籌碼成長趨緩，很可能是信用利差收斂的主因，另一方面，在政府擴張財政支出、補貼支出齊發的環境下，消費者的財務狀況良好，支出穩健成長，影響所及，企業獲利穩健擴張，手中現金滿滿，亦無舉債的急迫性；如今隨著大選逼近，將決定未來的政策是延續目前的大政府走向，抑或是回歸私人部門主導，聯準會勢必給予相對應的利率位置，屆時信用利差或將回歸正常走勢，脫離目前的低檔水位，但並不意味著景氣將陷入衰退格局。

圖 2：美國財政部未來五個月各年期公債標售金額

Term	NOTE					Bond		TIPs			FRN
Date	2Yr	3Yr	5Yr	7Yr	10Yr	20Yr	30Yr	5Yr	10Yr	30Yr	2Yr
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		19,000		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		17,000		28,000
Oct-24	69,000	58,000	70,000	44,000	39,000	13,000	22,000	24,000			30,000
Nov-24	69,000	58,000	70,000	44,000	42,000	16,000	25,000		17,000		28,000
Dec-24	69,000	58,000	70,000	44,000	39,000	13,000	22,000	22,000			28,000
Jan-25	69,000	58,000	70,000	44,000	39,000	13,000	22,000		20,000		30,000

資料來源：彭博資訊系統、元大投顧

圖 3：美國美元投資等級債利率及與公債之間利差走勢



資料來源：彭博資訊系統、元大投顧

全球金融行情

資料日期 (收盤日)：2024/08/06

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	20,501.02	3.38%	14.33%	0050	元大台灣 50	167.50	5.51%	23.66%
					00631L	元大台灣 50 正 2	194.00	9.67%	28.31%
					00632R	元大台灣 50 反 1	3.76	-4.33%	-16.07%
					0056	元大高股息	35.81	1.99%	-4.25%
					00713	元大台灣高息低波	54.70	1.96%	8.53%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	41.25	4.04%	17.32%
					006203	元大 MSCI 台灣	79.10	4.35%	19.49%
	台灣加權電子指數	1,083.88	4.64%	21.07%	0051	元大中型 100	73.75	0.14%	0.14%
	臺灣金融保險類指數	165.56	1.53%	9.46%	0053	元大電子	89.95	4.59%	25.54%
	富櫃加權指數	260.20	0.54%	0.55%	0055	元大 MSCI 金融	27.01	1.92%	11.98%
中國	滬深 300 指數	3,342.98	-0.01%	-2.57%	006201	元大富櫃 50	21.23	3.31%	6.15%
					0061	元大實滬深	16.71	-0.71%	2.83%
					00637L	元大滬深 300 正 2	12.33	-3.14%	6.29%
					00638R	元大滬深 300 反 1	10.23	1.69%	-1.25%
					006206	元大上證 50	28.09	-0.57%	6.48%
美國	S&P500 指數	5,240.03	1.04%	9.86%	00739	元大 MSCI A 股	20.25	-1.22%	2.32%
					00646	元大 S&P500	53.50	0.38%	16.94%
					00647L	元大 S&P500 正 2	81.85	0.68%	16.85%
	那斯達克 100 指數	18,077.92	1.02%	7.44%	00648R	元大 S&P500 反 1	5.78	-0.34%	-6.32%
	標普美國高息特別股指數	715.93	0.74%	2.93%	00861	元大全球未來通訊	39.94	3.31%	15.20%
					00876	元大全球 5G	36.28	5.22%	8.62%
	歐洲	EURO STOXX 50 指數	4,575.22	0.08%	1.19%	00762	元大全球 AI	55.95	2.85%
日本	日經 225 指數	34,675.46	10.23%	3.62%	00771	元大 US 高息特別股	17.56	-0.68%	8.00%
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	4.50	10.2	-26.6	00719B	元大美債 1-3	32.17	-0.06%	5.17%
					00697B	元大美債 7-10	37.81	-0.47%	7.38%
	美國 2 年公債殖利率	3.98	5.5	-27.48	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	35.61	-0.81%	4.40%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	35.94	-0.80%	2.63%
	美國 5 年公債殖利率	3.73	8.91	-11.59	00788B	元大 10 年 IG 電能債	32.94	-0.48%	1.32%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	30.86	0.16%	1.31%
	美國 10 年公債殖利率	3.89	10.35	1.28	00679B	元大美債 20 年	31.92	-0.87%	3.47%
					00680L	元大美債 20 正 2	9.70	-1.82%	-4.24%
	美國 30 年公債殖利率	4.18	10.71	15.1	00681R	元大美債 20 反 1	19.12	0.74%	1.38%
					00720B	元大投資級公司債	36.24	-0.58%	0.67%
中國	中國 5 年期公債殖利率	1.83	0.5	-55.3	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	35.75	-0.50%	1.19%
					00721B	元大中國債 3-5	48.88	0.58%	9.84%

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
07/01	市場風險監測 - 季底美股陷入盤整；週五美股拉回，但 VIX 指數僅微幅上升，美股暫無翻空疑慮；VIX 期貨籌碼變化顯示空方有讓路給多方的現象，有利股市短線表現
07/01	總體經濟週報 - 美國消費成長減速不代表經濟沒有韌性
07/01	日股週報 - 製造業景氣改善，日股有望延續前周漲勢
07/03	原物料市場週報 - 地緣政治升溫拉升油價；通膨趨緩使金價漲勢受阻
07/05	雙率週報 - 鮑爾釋鴿派訊號，壓抑美元漲勢
07/08	市場風險監測 - 權值科技股強漲帶動美股指數穩步走升；VIX 籌碼全面增加，短線上有可能形成軋空行情；美股攻勢欠缺廣度、曲高和寡，是潛在隱憂
07/08	總體經濟週報 - 我們應該要擔心川普的關稅政策嗎？至少現在還不是需要擔心的時候！
07/08	日股週報 - 多空因素交錯，日股或轉為區間震盪
07/10	原物料市場週報 - 供給擔憂緩解，油價回跌；降息預期增強，金價走升
07/12	雙率週報 - 鮑爾釋降息訊號，美元走軟
07/15	市場風險監測 - 籌碼量大且行情本有隱憂，美股高檔震盪；降息預期增強，部分資金轉進落後類股；大選存在變數，投資人應避免躁進
07/15	總體經濟週報 - 壞消息就是好消息，直到核心 PCE 年增率降至 2.5% 之下
07/15	日股週報 - 投資人觀望財報表現，日股漲勢或趨緩
07/17	原物料市場週報 - 需求回落趨勢未變，油價回跌；降息預期推動金價走升
07/19	雙率週報 - 川普聲勢上揚，美元受壓抑走弱
07/22	市場風險監測 - 美股內部結構原本就有隱憂，在半導體出口禁令傳言及拜登可能退選影響下，美股翻空。然而，市場變數仍多，投資人應稍作觀察再大舉行動
07/22	日股週報 - 財報正式進入密集公佈期，日股呈區間震盪
07/26	原物料市場週報 - 需求旺季不旺，油價下跌；美元走升使金價下跌
07/26	雙率週報 - 日圓急升，風險趨避氛圍籠罩
07/29	市場風險監測 - 美股跌深，空單逢低稍有回補，但籌碼壓力依然巨大，指數反彈遭遇沉重賣壓，局勢不利多方，做多宜慎
07/29	總體經濟週報 - 資金輪進非科技股等於多頭行情休息
07/29	日股週報 - 低接買盤進場回補部位，惟貨幣政策、財報不確定性或限制漲幅
07/31	原物料市場週報 - 市場擔憂需求不振，油價下跌；通膨降溫、避險需求提升，金價收斂跌幅
08/02	雙率週報 - 日銀轉鷹，日圓大漲

08/05	市場風險監測 - 美股反彈遇壓再次急挫，挫低中籌碼壓力上升，並非止穩跡象；內外經濟及政治局勢多變，局勢不利多方，做多宜慎
08/05	總體經濟週報 - 衰退？不！只是崎嶇的軟著陸
08/05	日股週報 - 投資人風險偏好低迷，日股料延續前周偏弱表現

觀點

日期	報告標題
07/17	歐洲極右翼崛起，歐盟分裂與歐債危機再起？
07/19	發展生產者服務業，有利於增強台灣經濟韌性

戰情分析

日期	報告標題
07/01	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
07/02	美國大選前瞻： 首次辯論，拜登落後幅度擴大
07/03	日銀短觀： 企業信心及資本支出穩健擴張
07/04	FOMC 會議記錄與鮑爾談話為預防性降息開啟綠燈
07/05	沒有雜音的股市— 多頭已經到頭了嗎？
07/08	美股財報前瞻： 降息預期有利科技股續攻高，銀行股揭開財報季序幕
07/09	美國大選前瞻： 川普聲勢高漲，稅改政策牽動股債多空走向
07/10	台灣通膨居高，牽動央行政策動向
07/11	鮑爾談話表明 Fed 進入背景音樂 (BGM) 模式
07/12	OECD 領先指標續揚，股市多頭行情可望延續
07/15	美股財報前瞻： 大型股輪動墊高指數，財報聚焦半導體產業風向球
07/16	台灣進出口動能強勁，景氣復甦層面擴大
07/17	日本經常帳順差擴大，弱勢匯率持續發酵
07/18	川普交易並未總是照著市場預想的方向發展
07/19	聰明錢報告： 主秀似已結束，只是不排除有安可；歌舞未絕，不敢離場
07/22	美股財報前瞻： 政治因素衝擊短線遭放大，靜待財報引領大型股落底
07/23	美國大選前瞻： 解讀川普提名演說，一旦上台政策大轉向
07/26	紐約聯儲總裁談中性利率，川普是否重返執政是變數
07/29	美股財報前瞻： 資金輪動道瓊一支獨秀，短線聚焦財報能否力挽狂瀾
07/30	台灣資金水位續增，動能創歷年同期新高
07/31	聚焦房市過熱，央行政策態度偏向緊縮
08/01	降息門檻雖不高，但不要過度篤定 Fed 一定會在 9 月降息
08/05	美股財報前瞻： 日圓暴走、衰退擔憂衝擊市場信心，應靜待止穩訊號
08/06	美國大選前瞻： 選情瞬息萬變，牽動市場多空情緒

國際金融市場焦點

07/01	07/02	07/03	07/04	07/08	07/09	07/10	07/11	07/12	07/15
07/16	07/17	07/18	07/19	07/22	07/23	07/26	07/29	07/30	07/31
08/01	08/02	08/05	08/06						

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
07/01	美國 5 月 PCE： 通膨持續降溫，但仍須關注勞動市場趨勢
07/02	美國 6 月 ISM 製造業 PMI： 製造業需求仍顯疲弱，商品通膨壓力持續降溫
07/08	美國 ISM 服務業 PMI： 服務業商業活動放緩，通膨重回降溫趨勢
07/08	美國 6 月 BLS 就業報告： 勞動市場從過熱回到均衡，但經濟沒有衰退疑慮
07/12	美國 6 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
07/19	美國 6 月零售銷售、工業生產： 商品消費回溫、製造業持續復甦
07/29	美國第二季 GDP： 經濟仍具韌性，且價格壓力下降
07/29	美國 6 月 PCE： 通膨持續降溫，經濟軟著陸
08/02	美國 7 月 ISM 製造業 PMI： 製造業需求仍顯疲弱，就業人數下降
08/05	美國 7 月 BLS 就業報告： 勞動市場全面降溫令美國經濟進入留校察看階段
08/06	美國 ISM 服務業 PMI： 服務業商業活動回溫，減緩經濟衰退的擔憂
08/06	美國第二季資深授信人員意見調查： 貸款需求回溫，有利經濟軟著陸

日本

日期	報告標題
07/01	日本 5 月工業生產： 汽車造假問題再起，生產活動勢難避免負面衝擊
07/02	日本 Q2 短觀報告： 雙雙透露製造業、非製造業景氣穩健格局
07/09	日本 5 月勞工薪資： 春鬥薪資談判陸續反映，加薪於日本逐步發酵
07/19	日本 6 月進出口： 暫時性負面因素拖累出口增速，然仍延續改善格局
07/22	日本 6 月 CPI： 通膨續高於央行目標，提供日銀政策調整理由
08/01	日銀 7 月利率決議： 今年第二度升息，且確立後續國債購買縮減量
08/01	日本 6 月工業生產： 各大產業生產活動回落，暫且落入萎縮區間

歐元區

日期	報告標題
07/17	歐元區銀行貸款調查： 貸款條件趨於寬鬆、需求持續回溫
07/31	歐元區經濟信心： 經濟震盪回溫，消費者信心持續改善

日期	報告標題
07/02	台灣 6 月 PMI、NMI： 製造業景氣穩健擴張，非製造業景氣明顯趨熱
07/08	台灣 6 月 CPI： 多雨天候推高水果價格，CPI 上漲率進一步加速
07/10	台灣 6 月出口： AI 商機熱絡，加上傳產回溫及低基期，出口增逾 2 成
07/23	台灣 6 月外銷訂單： 季底效應不如預期，手機、筆電終端需求仍疲，外銷訂單溫和成長
07/26	台灣 6 月工業生產、零售餐飲： 資訊電子需求熱絡，工業生產年率增逾 1 成；節慶商機及優惠促銷，帶動零售及餐飲業成長同步加速
07/30	台灣 6 月景氣指標： 燈號亮出象徵景氣熱絡的紅燈，領先指標續揚
08/01	台灣第 2 季 GDP： 企業加速投資，資本形成大增，但出口增幅不如預期為高，淨外需貢獻轉負，連累經濟增速自高檔拉回
08/02	台灣 7 月 PMI、NMI： 製造業溫和擴張，非製造業持續熱絡

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