

# 元大戰情分析

## 美債標售：交易商興趣缺缺，長期投資者仍是主要買盤來源

陳森林

Woods.Chen@yuanta.com

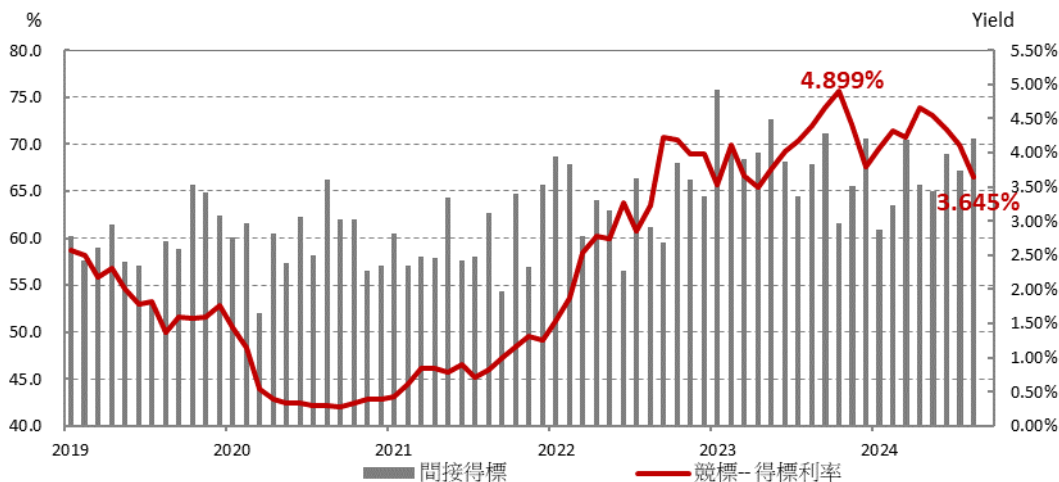
### 美國財政部標售中短年期公債結果分析

- ◆ 兩年期：得標利率 **3.874%**創兩年新低，間接得標比重近七成高於過去一年平均
- ◆ 五年期：得標利率 **3.645%**連四月下滑，投標金額倍數 **2.42** 倍與一年平均相當
- ◆ 七年期：得標利率 **3.77%**高於五年券，間接得標比重 **75%**，長期投資買盤強勁

### 評論

- 美國財政部上週標售 2、5、7 年期公債，其中，兩年期公債得標利率從前月 **4.434%** 降至 **3.874%**，創下兩年新低水準，聯準會政策轉向的預期心理發酵所致，從過去歷史經驗看來，兩年期公債殖利率與基準利率的水平相當，隱含目前債市強烈預期本次降息循環的累計幅度不小，降息終點的利率位置可能落在 **4.00%~3.5%** 之間。
- 2/5/7 年期得標利率分別為 **3.874%**、**3.645%**、**3.770%**，對照間接得標比重分別達 **69%**、**70.5%**、**75.1%**，顯示年期越長，越受到長期投資者的青睞，得標比重越高，顯示目前短期利率遠高於中長年期利率，養券持續套損的環境下，交易商參與的意願低落。
- 美國大選在即，明年的財政政策何去何從不得而知，同時牽動聯準會的利率走向及降息的積極程度，是目前債市的最大變數；尤其是目前美國財政部傾向以增發國庫券方式及中短年期公債融通赤字，中長年期則持平或減少，導致長端利率受到壓抑而偏低，這樣的情況是否在大選後持續，將視選舉結果而定，須密切關注。

圖 1：美國五年期公債標售結果：得標利率及間接得標比重



資料來源：美國財政部、元大投顧彙整

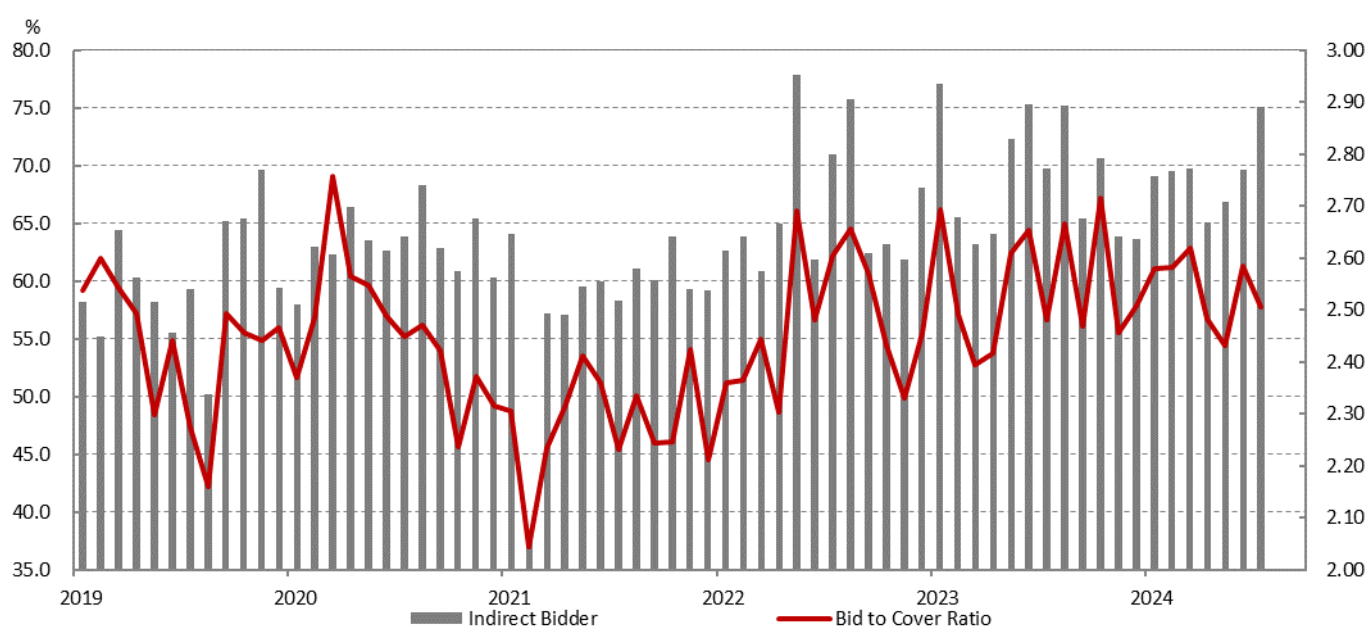
## 中短年期公債標售結果，顯示長期投資者仍是主要買盤來源

- **間接得標比重七成，長期持有者的穩定買盤持續發酵：**美國財政部上週標售 2、5、7 年期公債，間接得標金額占比分別達到 69.0%、70.5%、75.1%，比重高達七成或以上的水平，其中，交投相對清淡的七年券得標比重更高達 75.1%，不僅創下近一年新高，且遠高於過去一年的平均值 68.7%；顯示國外央行買盤及中長期持有者等的投資買盤不弱，尤其是年期越長的公債，間接得標者的得標比重越高，意味著這些中長期領息投資者是支撐債市多頭的主要動力來源，這樣的得標結構，與過去由交易商帶動的多頭走勢有很大的差別。
- **短期利率高於短中期債券收益率，交易商興趣缺缺：**對於交易商來說，目前資金成本仍高達 5.3%~5.5%，但中短年期公債的收益率已經從四月的高峰 5%~4.5% 區間，滑落至目前不到 4% 水平，因此，若以標入五年券為例，對於交易商來說每年將套損 165bps，兩年券則是損失 143bps/年，換言之，除非聯準會短期內累計降息幅度夠大，抑或是殖利率短期波動(進一步下跌)幅度足以涵蓋每天累計的利差損失，否則交易商將持續觀望；從得標分布數據，初級交易商及直接得標者的合計比重不到三成，與過去零利率時期動輒五成的比例相較，有著天壤之別，顯示目前負斜率的环境，債市仍是長期持有者(沒有資金成本壓力的長期領息者)的天下。

## 中長年期籌碼比重降低，大選後是否改變須密切關注

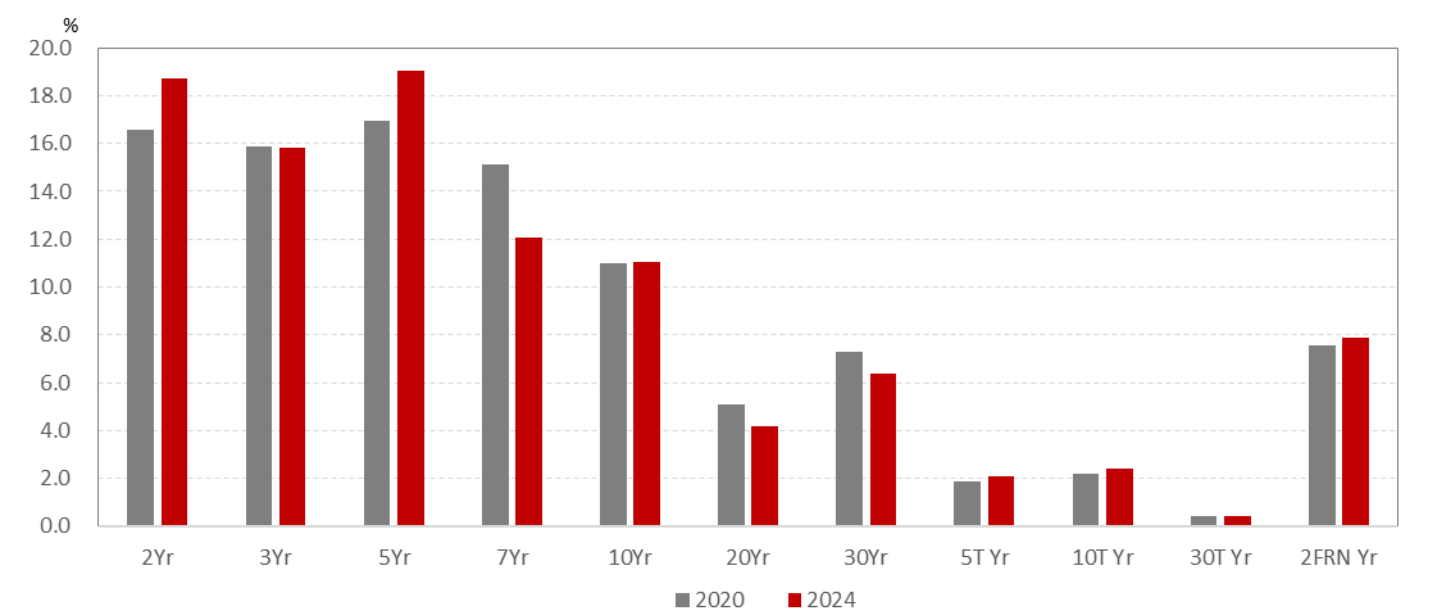
- **殖利率波動影響大，美國財政部刻意少發長券：**2022、2023 年公債殖利率兩度大幅揚升，債券價格崩跌之際，連帶影響金融穩定，導致美股顯著修正，最後都依賴美國財長葉倫出面喊話，且調整發債結構，才穩定金融市場。比較 2020 年及 2024 年各年期公債標售金額的比重，兩年及五年期公債金額的占比顯著提高，分別從 16.6%、16.9% 上升至 18.7%、19.0%，至於 7、20、30 年期公債的占比則下降，分別從 15.1%、5.1%、7.3% 降為 12.1%、4.2%、6.4%，短年期公債籌碼占比提高，中長年期卻逆勢下滑，很可能是殖利率曲線遭到扭曲的因素之一。
- **選票壓力解除後，美國新政府態度更具關鍵性：**美國財政部過去兩年的發債政策，確實有效穩定債市及股市。除了上述短中長期公債的分布變化之外，國庫券發行餘額從逼近 6 兆美元，更是這兩年融通資金缺口的重要管道。隨著拜登總統退選後，11/5 登場的總統及國會大選，將決定未來四年的經濟政策走向，牽動公債籌碼的增減及分布，下任總統及財長人選及政策動向，對於美國公債殖利率曲線變化走向，將更具有關鍵的影響力；川普的擴大及減稅政策，不利於財政缺口收斂、賀錦麗的提高富人稅及企業稅，則有助於收斂資金缺口，兩人政策對於債市的影響迥異，對投資人來說，將是短期內的最大變數。

圖 2：美國七年期公債標售結果：投標金額倍數及間接得標比重



資料來源：彭博資訊系統、元大投顧彙整

圖 3：美國財政部各年期公債標售金額占比：2020/2024 年比較



資料來源：彭博資訊系統、元大投顧彙整

# 全球金融行情

資料日期 (收盤日) : 2024/09/02

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	22,235.10	-0.15%	24.00%	0050	元大台灣 50	180.85	-0.28%	33.52%
					00631L	元大台灣 50 正 2	228.00	-0.83%	50.79%
					00632R	元大台灣 50 反 1	3.44	0.29%	-23.21%
					0056	元大高股息	39.06	0.00%	4.44%
					00713	元大台灣高息低波	58.45	0.34%	15.97%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	44.11	-0.14%	25.46%
					006203	元大 MSCI 台灣	85.40	-0.64%	29.00%
					0051	元大中型 100	81.60	-0.31%	10.79%
					0053	元大電子	97.75	-0.46%	36.43%
					0055	元大 MSCI 金融	28.98	0.80%	20.15%
	台灣加權電子指數	1,188.18	-0.10%	32.72%	0055	元大 MSCI 金融	28.98	0.80%	20.15%
	臺灣金融保險類指數	175.21	0.61%	15.84%	006201	元大富櫃 50	24.36	-1.22%	21.80%
	富櫃加權指數	306.03	-1.24%	18.26%					
中國	滬深 300 指數	3,265.01	-1.70%	-4.84%	0061	元大賣滬深	16.54	-0.96%	1.78%
					00637L	元大滬深 300 正 2	12.46	-3.56%	7.41%
					00638R	元大滬深 300 反 1	9.97	1.73%	-3.76%
					006206	元大上證 50	27.64	-1.57%	4.78%
					00739	元大 MSCI A 股	19.77	-1.74%	-0.10%
美國	S&P500 指數	5,648.40	0.00%	18.42%	00646	元大 S&P500	56.50	1.07%	23.50%
					00647L	元大 S&P500 正 2	92.25	1.49%	31.69%
					00648R	元大 S&P500 反 1	5.38	-0.74%	-12.80%
					00861	元大全球未來通訊	42.05	0.82%	21.29%
					00876	元大全球 5G	38.61	0.49%	15.60%
	那斯達克 100 指數	19,574.64	0.00%	16.34%	00762	元大全球 AI	58.85	0.68%	17.47%
	標普美國高息特別股指數	737.74	0.00%	6.06%	00771	元大 US 高息特別股	17.66	-0.17%	8.61%
歐洲	EURO STOXX 50 指數	4,973.07	0.30%	9.99%	00660	元大歐洲 50	36.24	0.06%	9.65%
日本	日經 225 指數	38,700.87	0.14%	15.65%	00661	元大日經 225	49.42	0.47%	15.25%
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	4.40	0	-35.99	00719B	元大美債 1-3	31.73	0.22%	3.73%
					00697B	元大美債 7-10	36.94	-0.05%	4.91%
	美國 2 年公債殖利率	3.92	0	-33.34	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	35.01	-0.34%	2.64%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	35.59	-0.39%	1.63%
	美國 5 年公債殖利率	3.70	0	-14.44	00788B	元大 10 年 IG 電能債	32.60	-0.46%	0.28%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	31.00	0.00%	1.77%
	美國 10 年公債殖利率	3.90	0	2.43	00679B	元大美債 20 年	30.74	-0.42%	-0.36%
					00680L	元大美債 20 正 2	9.25	-1.80%	-8.69%
	美國 30 年公債殖利率	4.20	0	16.73	00681R	元大美債 20 反 1	19.50	1.25%	3.39%
					00720B	元大投資級公司債	36.19	-0.33%	0.53%
中國	中國 5 年期公債殖利率	1.80	-4.7	-58.7	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	35.62	-0.34%	0.82%
					00721B	元大中國債 3-5	47.46	0.13%	6.65%

近期相關報告

季報

日期	報告標題
12/11	<a href="#">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</a>

週報

日期	報告標題
08/02	雙率週報 - <a href="#">日銀轉鷹，日圓大漲</a>
08/05	市場風險監測 - <a href="#">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</a>
08/05	總體經濟週報 - <a href="#">衰退？不！只是崎嶇的軟著陸</a>
08/05	日股週報 - <a href="#">投資人風險偏好低迷，日股料延續前周偏弱表現</a>
08/07	原物料市場週報 - <a href="#">經濟數據不如預期，油價下跌；股市重挫使金價承壓</a>
08/09	雙率週報 - <a href="#">市場動盪，日銀調整政策態度穩定局勢</a>
08/12	市場風險監測 - <a href="#">崩跌過後美股反彈並站上 100 日均線，然近月端籌碼壓力依然巨大，短線行情仍充滿不確定性，盤面方向有待關鍵表態</a>
08/12	總體經濟週報 - <a href="#">經濟衰退是一個過程，並不是一個開關</a>
08/12	日股週報 - <a href="#">第二季 GDP 可望擺脫首季低迷表現，日股可望重拾漲勢</a>
08/15	原物料市場週報 - <a href="#">地緣政治風險致油價上行；投資人建倉推動金價上漲</a>
08/16	雙率週報 - <a href="#">私人消費強勁，美元指數止跌</a>
08/19	市場風險監測 - <a href="#">籌碼壓力明顯減輕、多方關鍵表態，美股快速回升</a>
08/19	總體經濟週報 - <a href="#">從金融市場的脫鉤與重新配置談美股是否泡沫化</a>
08/19	日股週報 - <a href="#">基本面維持正面、聚焦日銀總裁談話，日股可望延續上周漲勢</a>
08/21	原物料市場週報 - <a href="#">以哈談判出現進展，油價走跌；降息預期回溫推動金價；智利礦產罷工推升銅價</a>
08/23	雙率週報 - <a href="#">FOMC 會議記錄釋降息風向，美元弱勢</a>
08/26	市場風險監測 - <a href="#">指數位於前高、短線波動加大；大選變數再現，入場宜慎</a>
08/26	總體經濟週報 - <a href="#">聯準會降息之路猶如自聖母峰之巔攀降，充滿挑戰</a>
08/26	日股週報 - <a href="#">多空因素交錯，日股轉趨震盪整理</a>
08/28	原物料市場週報 - <a href="#">中東戰事再起，油價收漲；Jackson Hole 談話推動金價；美元走低、礦商看好前景，銅價上漲</a>
09/02	雙率週報 - <a href="#">美消費動能穩健，降息兩碼預期略見消退</a>
09/02	市場風險監測 - <a href="#">高檔承壓、短線籌碼壓力大增，美股繼續區間整理；變數仍多，無須急躁</a>
09/02	總體經濟週報 - <a href="#">台灣人投資就是愛配息；但買台股也愛配息嗎？對，但與你想的不一樣！</a>
09/02	日股週報 - <a href="#">經濟基本面延續正面態勢，有助引導日股緩步墊高</a>

觀點

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

戰情分析

日期	報告標題
08/01	<a href="#">降息門檻雖不高，但不要過度篤定 Fed 一定會在 9 月降息</a>
08/05	美股財報前瞻： <a href="#">日圓暴走、衰退擔憂衝擊市場信心，應靜待止穩訊號</a>
08/06	美國大選前瞻： <a href="#">選情瞬息萬變，牽動市場多空情緒</a>
08/07	<a href="#">缺口小於預期，美國財政部收斂融資額度</a>
08/08	<a href="#">美股跌勢何時止？談本波美股修正的架構與止跌訊號如何觀察</a>
08/09	<a href="#">日圓利差交易平倉引爆黑色星期一，但規模不致引發更大系統性風險</a>
08/12	<a href="#">美股財報大多優於市場預期，且廣度明顯提升</a>
08/13	<a href="#">日圓期貨投機淨空單收斂，金融市場短期波動可望告一段落</a>
08/14	<a href="#">交易商追價意願不足，新債標售結果不如預期</a>
08/15	從擁擠交易、失衡累積、到部位出清— <a href="#">崩盤後的多頭反攻之路</a>
08/16	<a href="#">日本殭屍企業整併、倒閉，對景氣長期發展或帶來正面助益</a>
08/19	聰明錢報告— <a href="#">經濟風險略升，投資人敲碗 Fed 降息</a>
08/20	<a href="#">利多消息齊聚，金價多頭氣勢銳不可擋</a>
08/21	<a href="#">民主黨炒熱賀錦麗聲量，9/10 辯論將是關鍵轉折</a>
08/22	<a href="#">勞動市場降溫不怕，AI 與新移民改善實質購買力並提供美國經濟韌性</a>
08/23	<a href="#">相對於月初，市場少了衝動，而且理性許多</a>
08/26	鮑爾 Jackson Hole 談話解析- <a href="#">Time to Come</a>
08/27	美股策略： <a href="#">選前民調愈緊繃，總統大選後美股表現愈佳</a>
08/28	<a href="#">美總統選情混沌不明令市場缺乏主流，降息題材或成為資金停泊去處</a>
08/29	<a href="#">場外資金巨大，可望降低市場大跌的機率</a>
08/30	<a href="#">對於 S&amp;P 500 來說，Nvidia 很重要，但可能也沒那麼重要</a>
09/02	美股策略： <a href="#">PCE 提振市場軟著陸信心，近關情怯下選股不選市</a>

國際金融市場焦點

<a href="#">08/01</a>	<a href="#">08/02</a>	<a href="#">08/05</a>	<a href="#">08/06</a>	<a href="#">08/07</a>	<a href="#">08/08</a>	<a href="#">08/09</a>	<a href="#">08/12</a>	<a href="#">08/13</a>	<a href="#">08/14</a>
<a href="#">08/15</a>	<a href="#">08/16</a>	<a href="#">08/19</a>	<a href="#">08/20</a>	<a href="#">08/21</a>	<a href="#">08/22</a>	<a href="#">08/23</a>	<a href="#">08/26</a>	<a href="#">08/27</a>	<a href="#">08/28</a>
<a href="#">08/29</a>	<a href="#">08/30</a>	<a href="#">09/02</a>							



日期	報告標題
08/02	美國 7 月 ISM 製造業 PMI： <a href="#">製造業需求仍顯疲弱，就業人數下降</a>
08/05	美國 7 月 BLS 就業報告： <a href="#">勞動市場全面降溫令美國經濟進入留校察看階段</a>
08/06	美國 ISM 服務業 PMI： <a href="#">服務業商業活動回溫，減緩經濟衰退的擔憂</a>
08/06	美國第二季資深授信人員意見調查： <a href="#">貸款需求回溫，有利經濟軟著陸</a>
08/15	美國 7 月 CPI： <a href="#">符合預期的通膨有助市場修復情緒</a>
08/16	美國 7 月零售銷售、工業生產： <a href="#">消費保持韌性，經濟維持軟著陸的格局</a>
08/23	美國 8 月 S&P Global PMI： <a href="#">商業活動擴張，價格壓力續降</a>
08/27	美國 7 月房市： <a href="#">聯準會釋出降息訊號，房屋銷售初現回溫穩跡象</a>
09/02	美國 7 月 PCE： <a href="#">通膨壓力降溫，經濟再現金髮女孩樣態</a>

日本

日期	報告標題
08/01	日銀 7 月利率決議： <a href="#">今年第二度升息，且確立後續國債購買縮減量</a>
08/01	日本 6 月工業生產： <a href="#">各大產業生產活動回落，暫且落入萎縮區間</a>
08/07	日本 6 月勞工薪資： <a href="#">春鬥加薪、夏季獎金成長，勞工薪資增速強勁</a>
08/16	日本 Q2 GDP： <a href="#">負面因素消退，景氣重拾成長動能</a>
08/22	日本 7 月進出口： <a href="#">半導體設備、汽車主要出口產品續強，提振外貿</a>
08/26	日本 7 月 CPI： <a href="#">受能源補貼退場影響，通膨仍位居偏高水平</a>
09/02	日本 7 月工業生產： <a href="#">擺脫前月的萎縮，重回正成長格局</a>

歐元區

日期	報告標題
08/30	歐元區 8 月經濟信心： <a href="#">工業與服務業信心雙雙回溫</a>

台灣

日期	報告標題
08/01	台灣第 2 季 GDP： <a href="#">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</a>
08/02	台灣 7 月 PMI、NMI： <a href="#">製造業溫和擴張，非製造業持續熱絡</a>
08/07	台灣 7 月 CPI： <a href="#">蔬果價格加速上漲，推升 CPI 上漲率</a>
08/09	台灣 7 月出口： <a href="#">傳產外銷不穩，加上工作天數因颱風減少，出口小幅成長</a>
08/19	台灣 8 月主計總處預測： <a href="#">些微下調今年 GDP 成長預測至 3.9%，物價上漲率預測略為調升至 2.17%</a>
08/21	台灣 7 月外銷訂單： <a href="#">景氣回溫，加上新興科技應用續熱、消費性電子新品備貨，外銷訂單成長加速，優於預期</a>

08/26	台灣 7 月工業生產、零售餐飲： <a href="#">工業持續大幅增產，零售及餐飲業營收表現拉回</a>
08/28	台灣 7 月景氣指標： <a href="#">燈號雖重亮黃紅燈，但領先指標加速上揚</a>



# 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