

元大戰情分析

川普偏好低利率的使命必達，壓低殖利率已成財長的政策目標

陳森林

Woods.Chen@yuanta.com

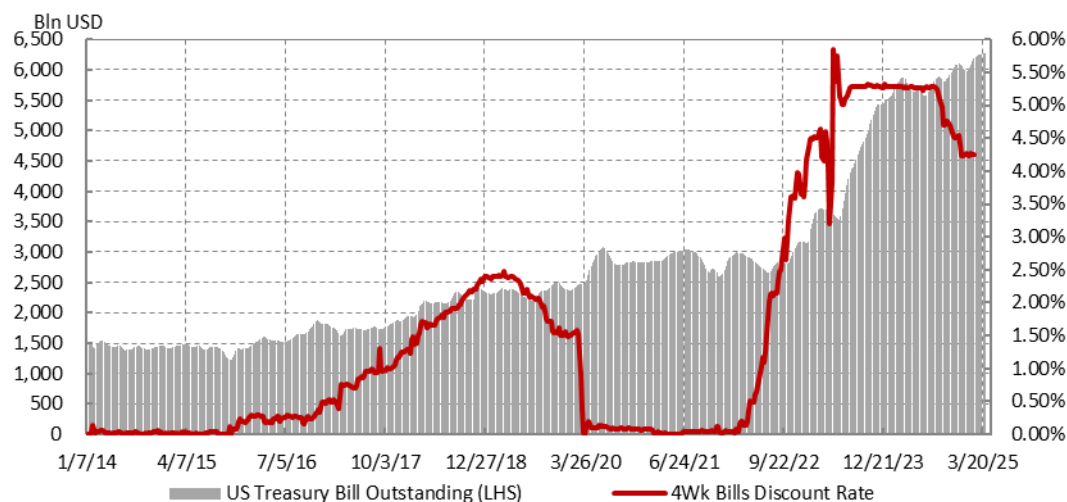
美國第二季發債計畫及財長政策談話解讀

- ◆ 發債計畫：首季融資金額下修、第二季融資額度大減，各年期公債標售金額持平
- ◆ 財長談話：稱尊重準會獨立運作，藉由調整發債籌碼，壓制中長年期殖利率漲勢
- ◆ 川普政策：微調關稅政策的手段，避免通膨預期再起，聯準會不至於轉向升息

評論

- 美國財政部於二月初公布第二季發債計畫，其中，第一季舉債融資額度下修 90 億至 8150 億美元，第二季融資金額則為 1230 億美元，為近三年同期新低水準，有助於緩和籌碼因素對於債市帶來的壓力。
- 財長貝森特稱：尊重聯準會的獨立運作，顯示無意介入或直接影響聯準會的貨幣政策。卻也提到，財政部對於利率也具有影響力，意旨藉由公債籌碼的多寡，直接影響短中期年期殖利率的走勢；最新發債計畫中，各年期公債的標售金額均與上季持平，凸顯其穩定殖利率走勢的政策態度，不樂見中長年期殖利率進一步攀升。這樣的做法，與先前批評前財長葉倫不願增發公債的說詞相左，政策態度明顯轉向。
- 至於投資人擔憂關稅將推升通膨一事，川普團隊的做法也有所調整，並未如競選時所言，在上任即推出全面性 10% 關稅，對於加拿大及墨西哥的關稅，在獲得善意回應其政策訴求，順勢延後一個月執行，最終僅對中國進口品課徵 10% 關稅，除了精準打擊競爭對手的考量之外，意在分散執行關稅政策，降低刺激通膨的副作用。

圖 1：美國財政部國庫券發行餘額及 28 天期國庫券折現率



資料來源：彭博資訊系統、元大投顧

聯準會決定基準利率，財政部可間接影響中長年期殖利率

- **尊重聯準會獨立運作，無意介入貨幣政策：**聯準會今年首季 FOMC 一如預期維持基準利率不變，儘管並未如川普所願，進一步降息，但新政府團隊亦釋出訊息，稱尊重聯準會獨立運作。新任財長貝森特在國會任命聽證及最新受訪時，都表達了相同的態度：不會評論聯準會未來該怎麼作為。這樣的說法，確實有助於行政部門與貨幣政策決策者的良性互動，聯準會決策將回歸經濟基本面的判斷，考量行政部門的政策需求，並非首要之務，此舉有助於維繫美元做為準備貨幣的地位。
- **行政部門握有多項工具，足以影響中長年期殖利率走勢：**站在財政部的立場，落實總統的政策主張，想必是首要任務。眾所皆知，川普對於低利率的偏好及高度期待，行政部門可以運用的工具也不在少數，中短期的部分集中在標債結構的調整，第二季發債計畫中，維持了各年期公債的標售金額與上季持平不變，大大緩和債市投資人對於籌碼面的疑慮，另外，第二季向來為稅收高峰，發債金額通常較首季大幅減少，將有助於緩和殖利率的上漲壓力；中期長的部分，川普主張增加國內能源產出，財長亦呼應此一作法，認為此舉有助於直接壓低汽油價格，提升民眾實質購買力，同時達到降低民眾的通膨預期心理，間接引導中短年期殖利率走低。

轉變經濟成長模式，適度壓低利率勢在必行

- **壓低利率勢在必行，方能順利轉換經濟成長模式：**美國財長稱，過去民主黨執政四年，藉由擴大政府支出的方式，確實維繫美國經濟成長的榮景，平均經濟成長率達 2.5%，遠高於聯準會所設定的長期潛在水平 1.8%。高出 0.7% 的代價，卻是美國政府債台高築，短短四年內債務暴增 8.4 兆美元至 36.2 兆美元，相當於增加了 30%，這樣的運作模式，恐怕難以為繼，亦有損美元做為準備貨幣的地位；因此，將經濟成長的動能，從目前的政府支出回歸私人部門投資，進而帶動私人消費支出的良性循環，是川普乃至於財長的主張，而適度壓低利率將是必要的條件。
- **微調關稅政策執行方式，避免刺激通膨預期心理：**川普上台後，並未如競選時所言，在上任第一天即推出全面性 10% 關稅，對中國的關稅也從先前宣稱的 60% 降為 10%，激進關稅政策並未出台，即便只是延後或分階段進行，將提供企業更充足的時間因應，同時減低對物價的衝擊程度，都有助於緩和投資人的疑慮。另一方面，誠如財長所言，關稅只是談判達成政策目標(公平貿易、平衡貿易逆差)的工具，貿易對手國若願意多採購美國產品、增加對美國本土的投資，間接挹注美國稅收，關稅將順勢遞延甚至取消，端視貿易對手國的回應而定。

圖 2：美國財政部各年期公債標售金額(單位：百萬美元)

Term	NOTE					Bond		TIPs			FRN
Date	2Yr	3Yr	5Yr	7Yr	10Yr	20Yr	30Yr	5Yr	10Yr	30Yr	2Yr
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
Feb-25	69,000	58,000	70,000	44,000	42,000	16,000	25,000			10,000	28,000
Mar-25	69,000	58,000	70,000	44,000	39,000	13,000	22,000		18,000		28,000
Apr-25	69,000	58,000	70,000	44,000	39,000	13,000	22,000	25,000			30,000
May-25	69,000	58,000	70,000	44,000	42,000	16,000	25,000		18,000		28,000
Jun-25	69,000	58,000	70,000	44,000	39,000	13,000	22,000	23,000			28,000
Jul-25	69,000	58,000	70,000	44,000	39,000	13,000	22,000		21,000		30,000

資料來源：美國財政部、元大投顧彙整

近期報告連結

市場風險監測

日期	報告標題
01/06	市場消化年底投組再平衡及年初獲利了結賣壓後，美股指數反彈站上支撐；連續重挫機會不大，但上升動能不強，投資人宜採杠鈴式布局
01/13	年初獲利了結及發債潮對市場的壓力仍在消化，且市場觀望川普新政，美股拉回；籌碼壓力仍低，連續重挫機會不大
01/20	數據顯示通膨壓力並未加重又台積電財報驚豔，美股止跌回升；川普即將就任，美股遠月避險部位大增，留意財政撙節措施
02/03	市場正消化 DeepSeek 問世影響，又川普正式對加、墨、中增稅，盤面由宏觀因素主導，市場不確定性上升；幸好籌碼壓力不算沉重、投資人不再重倉美股，預料美股快速重挫的機會不大
02/10	川普新政風風火火，訊息量過大令市場應接不暇；盤面由宏觀因素主導，在政策不確定性下攻勢不易凝聚，美股將持續震盪整理

總體經濟週報

日期	報告標題
01/06	金價驅動因素質變凸顯脫鉤令全球經濟走向多極分化
01/13	美國優先主義下，貿易戰將打向誰？
01/20	川普 2.0 政策起手式：美國優先的重塑與市場穩定的挑戰
02/03	川普 2.0 新政至今無意料之外，讓子彈飛一會
02/10	川普產業關稅與對等關稅的虛與實

美股週報

日期	報告標題
01/06	市場觀望川普 2.0，就業數據/貨幣政策主導走勢
01/13	重量級經濟數據和財報公布在即，預期指數區間盤整
01/20	川普 2.0 正式上路，政策因子為主線，財報/貨幣政策為輔
02/03	關稅戰與 DeepSeek 干擾，指數波動恐加劇
02/10	川普新政一波未平一波又起，投資人分散風險以不變應萬變

日股週報

日期	報告標題
01/13	對日銀政策不確定性及美川普總統即將上任，短線或壓抑日股表現
01/20	基本面穩健對日股帶來支撐；惟貨幣政策不確定或限縮股市
02/03	川普關稅政策擔憂、投資人觀望財報，股市面臨負面壓力

02/10	川普將宣布對等關稅措施，料使日股續面臨壓力
-------	---------------------------------------

原物料市場週報

日期	報告標題
01/07	庫存回落、消息面刺激，油價上漲；美債殖利率反彈，金價先升後降；流動性恢復、市場期待較緩和的貿易戰，銅價上漲
01/14	庫存持續下降、美宣布對俄羅斯制裁，油價連日上漲；人行黃金儲備續增、通膨預期揚升，帶動金價攀升；川普關稅擔憂及中國消費部分緩和，助漲銅價
01/21	庫存仍降但以哈達成初步停火，油價先升後降；通膨降溫及 Waller 言論帶動鴿派政策預期，金價攀升；美元走弱及中國銅礦需求轉強預期，激勵銅價上漲
02/04	川普要求 OPEC+ 降低油價，但關稅出台，油價先降後升；川普關稅政策帶動避險需求，金價創歷史新高；關稅推升銅價，惟美元走強及中國景氣不佳壓抑漲幅
02/11	美國堅定增產計畫，油價全週再度下跌；關稅政策擔憂、人行購金，帶動金價頻創新高；中國製造活動回升預期、關稅擔憂，銅價全週攀升

雙率週報

日期	報告標題
01/03	ECB 有意進一步降息，歐元續跌
01/10	美服務業景氣強勁，美元雙率雙升
01/17	美核心通膨放緩，殖利率漲多拉回
02/03	川普關稅在即，美元強彈
02/07	雙率週報 - 關稅高舉輕放，美元回落

總經策略報告

日期	報告標題
01/02	全球經濟持續復甦，惟近期波動較大
01/09	美國經濟保持穩健，勞動市場降溫
01/16	美國通膨降溫，降息趨勢可望延續
02/06	景氣基本面不變，川普 2.0 與 DeepSeek 擾動

觀點

日期	報告標題
01/02	2025 經濟及投資展望 - 經濟強韌的背後是財政及貨幣寬鬆，但市場已經極端超前部署
01/09	美國優先主義來臨，貿易戰打向誰？
01/16	美股財報 Preview - 標普 500 指數 4Q24 獲利估年增 7.1%，穩定增長

戰情分析

日期	報告標題
01/08	內外利多因素加持，美元延續相對強勢格局
01/09	股市中的熊勢力正在消失： 小心川普 2.0 的波動加大
01/10	川普在使用《國際緊急經濟權力法》推進關稅仍將面臨許多限制
01/13	對製造品汰舊換新需求，有助引導日本企業獲利成長
01/14	就業數據反映拜登經濟學的延伸，聯準會暫時觀望、不致轉向
01/14	加州大火對美國保險業影響： 星星之火可以燎原，但經濟影響可控
01/15	供應鏈重組，台美貿易關係更趨緊密
01/17	主要國家景氣普遍具韌性，全球經濟可望平穩成長
01/21	川普就職演說： 啟動美國黃金年代，內政優先、關稅從長計議
01/22	解讀準財長聽證會政策傾向： 挺關稅政策、削減赤字、助美元強勢地位
02/04	聯準會按兵不動，評估川普新政潛在影響
02/05	積極滿足川普訴求，加、墨關稅暫緩；對中國的訴求則相對難解
02/06	現階段美國對中國課徵對全球經濟不一定是壞事
02/07	貝森特維持發債規劃鋪路政府財政瘦身
02/10	日本承諾擴大對美投資及增加進口，回應川普政策方向
02/11	拜登政策餘威猶存，美國就業市場續強

國際金融市場焦點

01/03	01/06	01/07	01/08	01/09	01/13	01/14	01/15	01/16	01/17
01/20	01/22	02/04	02/05	02/06	02/07	02/10	02/11		

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
01/13	美國 12 月 BLS 就業報告： 勞動市場因暫時性需求轉強，確立暫緩降息立場
01/16	美國 12 月 CPI、PPI： 核心價格雙雙放緩，通膨仍處緩慢降溫格局
01/20	美國 12 月零售銷售、工業生產： 消費成長動能穩健，製造業生產加速回溫
02/04	美國 1 月 ISM 製造業 PMI： 製造業 PMI 反彈，仍需持續關注關稅政策後續影響
02/05	美國第四季資深授信人員意見調查： 銀根緊縮程度溫和，經濟維持穩健
02/10	美國 1 月就業報告： 勞動市場接近充分就業，3 月 FOMC 將不降息

日本

日期	報告標題
01/10	日本 11 月勞工薪資： 維持偏強成長格局，後續焦點轉向春鬥薪資談判
02/03	日本 12 月工業生產： 各產業生產表現分歧，生產活動仍尚不穩定
02/06	日本 12 月勞工薪資： 冬季獎金成長，激勵整體薪資加速攀高

歐元區

日期	報告標題

台灣

日期	報告標題
01/03	台灣 12 月 PMI、NMI： 製造業微幅擴張，非製造業加速擴張
01/08	台灣 12 月 CPI： 風災導致蔬菜漲幅加大，CPI 上漲率愈發高於 2%
01/10	台灣 12 月出口： 新興應用、旺季、提前出貨，出口持續穩健成長
01/22	台灣 12 月外銷訂單： 新興科技應用商機與農曆年前備貨效應，帶動外銷訂單成長跳升
02/03	台灣 12 月工業生產、零售餐飲： 新興應用及年前備貨帶動工業大幅增產，年節提前與年節商機，助長零售、餐飲業營收溫和提升
02/03	台灣第 4 季 GDP： 資本形成大增，支撐經濟成長優於預期
02/06	台灣 12 月景氣指標： 經濟現況強勁，2025 料溫和成長
02/10	台灣 1 月出口： 電子與新興市場雙引擎推動，製造業前景暢旺
02/10	台灣 1 月 CPI： 錯月效應現，待國際情勢明朗方能確立穩定降溫格局

全球金融行情

資料日期 (收盤日)：2025/2/11

股權									
類別	市場指標	收盤	日漲跌%	年迄今	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌%	年迄今
台灣	臺灣加權股價指數	23,384.05	0.57%	1.51%	0050	元大台灣 50	197.50	0.61%	0.89%
					00631L	元大台灣 50 正 2	242.75	0.81%	1.00%
					00632R	元大台灣 50 反 1	22.56	-0.49%	-1.48%
					0056	元大高股息	36.02	0.39%	-1.80%
					00713	元大台灣高息低波	53.75	-0.28%	1.13%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	46.23	0.50%	1.14%
					006203	元大 MSCI 台灣	91.40	0.11%	-0.65%
					0051	元大中型 100	77.60	0.58%	0.84%
					0053	元大電子	105.65	0.48%	1.78%
					0055	元大 MSCI 金融	28.70	0.24%	2.21%
	臺灣金融保險類指數	181.10	0.00%	2.46%	0055	元大 MSCI 金融	28.70	0.24%	2.21%
	富櫃加權指數	282.71	0.10%	-4.00%	006201	元大富櫃 50	21.76	0.00%	-3.50%
中國	滬深 300 指數	3,883.14	-0.46%	-1.32%	0061	元大實滬深	19.31	-0.26%	-1.78%
					00637L	元大滬深 300 正 2	15.32	-0.91%	-9.51%
					00638R	元大滬深 300 反 1	8.70	0.00%	4.57%
					006206	元大上證 50	30.79	-0.23%	-3.78%
					00739	元大 MSCI A 股	22.66	-0.31%	-1.73%
美國	S&P500 指數	6,068.50	0.03%	3.18%	00646	元大 S&P500	62.20	0.48%	2.73%
					00647L	元大 S&P500 正 2	101.90	0.15%	3.66%
					00648R	元大 S&P500 反 1	5.09	-0.20%	-2.49%
	那斯達克 100 指數	21,693.52	-0.29%	3.24%	00861	元大全球未來通訊	45.54	0.69%	3.69%
					00876	元大全球 5G	39.25	0.51%	4.95%
					00762	元大全球 AI	73.00	0.48%	4.96%
	標普美國高息特別股指數	722.02	0.01%	0.75%	00771	元大 US 高息特別股	17.80	0.17%	1.37%
歐洲	EURO STOXX 50 指數	5,390.91	0.61%	10.11%	00660	元大歐洲 50	38.55	0.65%	9.61%
日本	日經 225 指數	38,801.17	0.00%	-2.74%	00661	元大日經 225	49.81	-0.26%	-0.68%
債市									
類別	市場指標	收盤	日漲跌	年迄今	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌%	年迄今
美國	美國 1 年公債殖利率	4.24	1.31	10	00719B	元大美債 1-3	32.16	0.03%	-0.59%
					00697B	元大美債 7-10	36.42	-0.05%	0.66%
	美國 2 年公債殖利率	4.28	0.86	4.17	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	34.34	0.03%	0.82%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	34.21	-0.26%	0.83%
	美國 5 年公債殖利率	4.37	3.19	-1.22	00788B	元大 10 年 IG 電能債	31.50	-0.25%	-1.56%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	29.46	0.00%	0.55%
	美國 10 年公債殖利率	4.54	3.84	-3.38	00679B	元大美債 20 年	28.97	-0.31%	1.12%
					00680L	元大美債 20 正 2	7.67	-0.52%	0.52%
					00681R	元大美債 20 反 1	21.26	0.24%	-0.70%
	美國 30 年公債殖利率	4.75	4.04	-3.42	00720B	元大投資級公司債	35.07	-0.26%	-1.02%
					00751B	元大 AAA 至 A 公司債	33.92	-0.24%	0.33%
中國	中國 5 年期公債殖利率	1.43	0.8	3.1	00721B	元大中國債 3-5	-	-	-

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

© 2025 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 大安區仁愛路三段

157 號 4 樓