

2025年05月06日

主題趨勢報

美國債市

不確定性持續干擾債市，偏好高品質投等債



報告摘要

- 預期信用利差區間波動，留意短期利率上升風險
- 美國財政部公債再融資整體結果符合預期
- 面對物價滯漲與衰退，投等債表現相對穩定

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年05月06日

主題趨勢報

投顧觀點

關稅不確定性因90天互徵關稅暫停及川普對中國的和解態度而緩解，近期報導顯示，中國也考慮暫停部分美國進口關稅，顯示不確定性達局部高峰，帶動信用利差收窄、債市波動率下降。然而考量債市後續走向有三大關鍵，其一是經濟週期不確定性持續，過去兩個月政策不確定性對經濟的損害未明，衰退機率高於歷史平均，其二是通膨壓力將限制聯準會貨幣政策，故就結論來說，預期信用利差區間波動，隨著市場聚焦經濟週期持續性及避險路徑，須留意債券投資人可能會要求更高的風險溢價，使債市利率仍有上升的可能。

雖然面對物價滯漲與衰退兩項不確定與難以預測，我們認為投等債是相對穩定的投資。從利差角度來看，雖然衰退機率正在上升，且信用利差未充分反映此風險，但相較於非投資等級債，面對衰退時的投資等級債利差走升幅度較少，反倒會因為避險需求，當公債基準利率下降時能彌補信用利差上升所造成的影響。

風險方面，美國財政前景是過往歷史中沒有的變數，這可能會對報酬前景造成打擊，尤其近期的美國利率波動更加劇了市場關注度。好消息是，最新5月份美國財政部公債再融資計畫相關內容，債券拍賣規模不變，基本符合市場預估。考量量化緊縮(QT)放緩及財長貝森特專注於降低長天期殖利率，財政部2025年可能維持公債拍賣規模不變。

但中長線仍需要警惕的會是，先前4/10美國眾議院所通過的2025年預算框架，以及後續議程，按照現行預算框架，將會進一步推升未來10年的財政赤字與債務比例。

操作建議

預估10年期美債殖利率會在4-4.5%區間波動，隨著經濟週期不確定性環繞，風險溢價提升，投等債利差較難回到年初低點90bps區間，但預計將在100-130bps區間波動，以長線投資來說仍是有利價位，建議此時可趁殖利率區間高點時，分批布局。

近期大量資金外流，這表明需求端的技術面已開始減弱，但美元公司債提供了強勁的殖利率支撐，今年內美債的供需風險可控，在總經環境不確定性高的背景下，仍看好中等偏高品質債券。

2025年05月06日

主題趨勢報

美國財政部公債5月再融資計畫符合市場預期

美國財政部維持名義票面債券拍賣規模不變，基本符合市場預估，同時維持指引。「為保持TIPS占總可交易債務的穩定比例，逐步增加TIPS拍賣規模是謹慎的」。如預期，5月10年期TIPS重開拍賣規模維持18億美元，6月5年期TIPS重開拍賣規模增1億美元至23億美元，7月10年期TIPS新發行拍賣規模增1億美元至21億美元。

在量化緊縮(QT)放緩及財長貝森特專注於降低長天期殖利率，顯示財政部2025年可能維持拍賣規模不變，財政部指引稱「預計未來幾季維持名義票面和浮動利率債券(FRN)拍賣規模」，2025年全年很可能拍賣規模都不會有所變化，下次增加規模會是在2026年2月開始以及5月和8月再融資再增兩輪。整體結果符合預期，財政部維持前瞻指引、推遲下輪票面增加預期、未積極降低長期殖利率、未通過縮減長期拍賣規模或擴大回購計劃，並進而縮短整體債務之加權平均到期期限(WAM)，顯示財政部在作為「規律且可預測的借款人」，仍保持高可信度，回購計劃旨在通過定期、可預測的賣出機會提升市場流動性。

仍須注意，預算案或進一步推升未來財政赤字與債務比例

4/10美國眾議院以216：214票通過2025年預算框架，預算尋求至少1.5兆美元的政府開支削減，為5.3兆美元的減稅計畫與上調5.0兆美元的債務上限計畫鋪路(之前的版本是4.5兆美元減稅計畫與上調4.0兆的債務上限)，通過預算框架的關鍵在於：

- (1) 川普親自致電共和黨溫和派議員，保證不會削減合格版本的Medicaid受益人與機構的福利
- (2) 新增減稅措施，包括擴大州與地方稅抵扣、取消對小費工資的課稅等；
- (3) 目前只是框架版本，需要兩院協商後才能確定細節。美國總統川普希望最晚在5月底完成立法程序，而參議院則表示可望於8月前完成整套法案。

然而此前參院推出的年度預算法案未要求進行刪減的預算指引引來眾多財政鷹派組織的批評，非營利組織CRFB指出眾院版本預算是採用參院修訂後的預算指引，計劃削減2兆支出的同時，仍有2.8兆美元的財政缺口，與此同時，目標將允許立法者在2034年增加5.8兆美元的赤字，這樣的立法手段將使得債務/GDP比例在2034年進一步翻倍。

2025年05月06日

主題趨勢報

利差較難回歸年初低檔，但峰值已過

靠著高息收，投等債維持穩健報酬

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

美國參、眾兩院的2025年預算框架比較

資料來源：永豐投顧整理

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。