永豐銀行 Bank SinoPac

2025年07月2日

主題趨勢報

美國債市

財政失衡魅影糾纏，「這類」資產伴您抵抗干擾

報告摘要

- 當前債市的驅動力，聚焦在美國財政前景與美債供需問題
- 預計美債10年期殖利率未來一年將保持在區間4.1~4.7%
- 聚焦中短天期投資等級及非投資等級債券，兼顧收益與風險控制

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07月2日

主題趨勢報

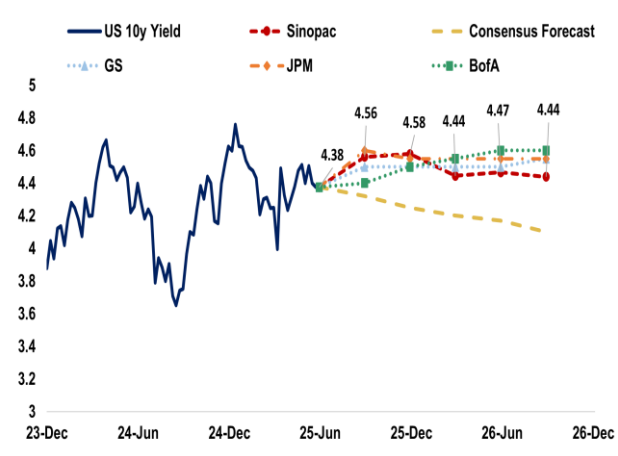
投顧觀點

6月FOMC會議略偏鷹派，總體符合市場預期。近期聯準會副主席Bowman表示，若通膨持續受控，支持最早7月底重啟降息，成為繼理事Waller後第二位支持7月降息的官員。但她強調需將利率調回中性水準，意味即使早於9月降息，終端利率不變，對長債殖利率下行影響有限。**當前債市驅動力聚焦美國財政前景與公債供需失衡，核心問題包括通膨、經濟政策制定及赤字展望，關稅及大而美法案的不確定性進一步加劇風險。**國會預算辦公室（CBO）預估，新財政計劃將在未來10年增加2.4兆美元赤字，關稅收入因法庭挑戰、貿易談判及選舉不確定性難持久，赤字與GDP比率平穩為最佳情境。儘管市場很可能已部分消化相對溫和的稅改法案影響，反映參議院可能小幅修改內容，不過解決公債供需失衡的方案包括三項:降低赤字、監管變革及縮短公債發行期限，但降赤字政治上難實現，SLR改革雖可提升流動性，但短期幫助相對有限，長期則有利市場功能維持良好運作。縮短公債期限是最可行方案，但僅為緩兵之計，非徹底解決之道。**總結來看，投資者對長天期公債持謹慎態度，美元空頭情緒接近高點，外匯風險成為重要考量，長債供需問題仍是市場憂慮的重點。**

操作建議

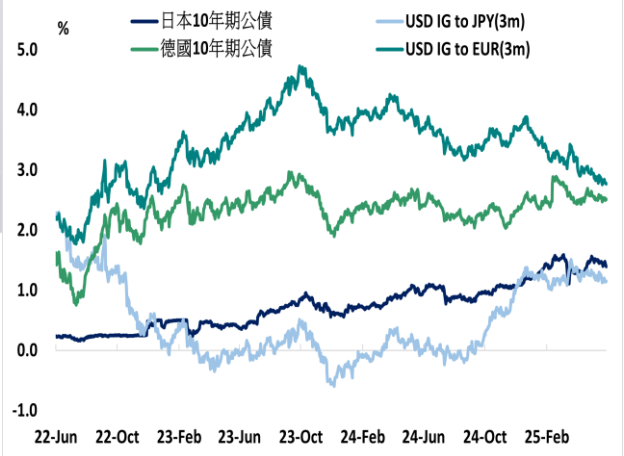
鑑於聯準會降息節奏緩慢及美國經濟數據仍處於穩健，建議低配長天期美國公債，優先配置中短期公債，短期債券風險較低且收益穩定。公債市場長端供需失衡加劇，長債風險較高，應避免過多曝險。企業債方面，**市場情緒改善，信用利差保持低位，關稅及地緣政治風險轉向可控。建議聚焦中短天期投資等級債及非投資等級債券，兼顧收益與風險控制，靜待財政政策及關稅影響明朗。**

預計美債10年期未來一年將保持在區間高位



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

外匯對沖後投資等級債殖利率仍低於當地公債殖利率



資料來源： Bloomberg ，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。

2025年07月2日
主題趨勢報

降息並非市場當前焦點

- 本次FOMC略顯鷹派，但總體內容與市場預期相差不太多。儘管近期Fed副主席Bowman表示若通膨持續受控，將支持最早於7月底的FOMC會議重啟降息，成為繼理事Waller後第二位表態支持 7 月降息的Fed官員，但這對長債殖利率大幅走低走勢幫助理論上有限，其發言提到「她認為應盡早將利率調回更接近中性水準」，**這意味著即使比原先預期的9月更早開始繼續降息，其目標終端利率是相同的。**
- 當前債市的驅動力，更多仍聚焦在美國財政前景與美債供需問題，簡短總結了美國公債供需失衡核心包括：(1)通膨 (2)經濟政策制定 (3)赤字展望。此外，關稅問題也加劇了不確定性。
- 美國財政赤字的展望: 國會預算辦公室(CBO)估計，最新的財政計劃將在未來10年增加2.4兆美元的赤字。關稅收入可能抵消一部分赤字，但由於法庭審議的相關挑戰、貿易談判和後續期中選舉的不確定性，使關稅收入可能不持久。美國經濟學家認為，目前最好的結果可能是赤字與GDP比率保持平穩。如果長天期利率無序飆升，可能迫使國會通過更具財政責任的和解法案，但以近期市場相對平穩的動態來看，這種可能性不大。市場可能已將相對溫和的法案內容納入定價，因參議院可能會對法案進行小幅修改。
- 潛在解決方案有限，但風險猶存: 解決公債供需失衡的潛在方案包括：(1) 降低美國赤字，(2) 監管變革，(3) 縮短公債發行期限。降低赤字在政治上難以實現，對低門檻的監管變革如SLR我們也持保守態度，最可行的方案為縮短公債總體發行期限，但也僅是緩兵之計，有其侷限性，並非供需問題的徹底解決方案。
    - 補充: SLR改革可能性高，特別是豁免儲備金和交易商公債部位，以提升公債市場流動性。然而，由於主要四大銀行其實未受SLR約束太多，短期內對公債需求和交換利差的影響有限。長期看，改革將促進市場功能，但融資條件不會大幅放鬆，需關注資本重新配置和公債供應增長的影響。
- 投資者持續保持謹慎: **市場對持有長天期公債一直保持謹慎態度，尤其美元空頭觀點接近近期的情緒高點，但目前尚未看到投資者大幅退出美國公債部位，暴露出外匯風險成為重要考量。**總體而言，這些因素使市場更加擔心長天期公債的供需問題。
- 公債交易策略: 由於聯準會按兵不動且美國經濟數據持續穩健，建議低配美國長天期債券，交易建議如下：(1) 由於美國經濟尚且穩健，經濟成長放緩跡象不多，建議優先持有短期債券；(2) 由於美國長期債券供需失衡，建議低配長天期債券。

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。

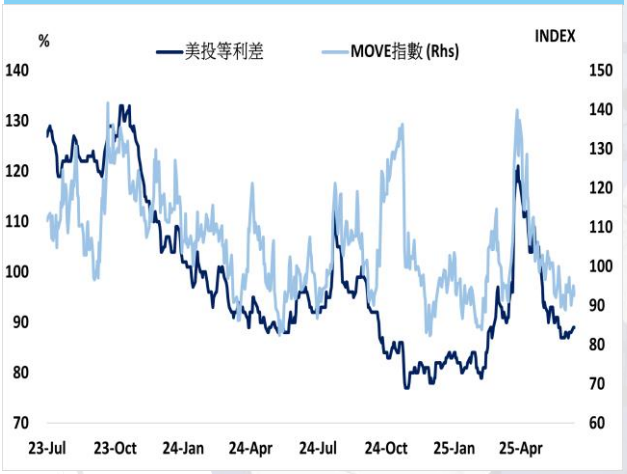
2025年07月2日

主題趨勢報

企業債投資策略

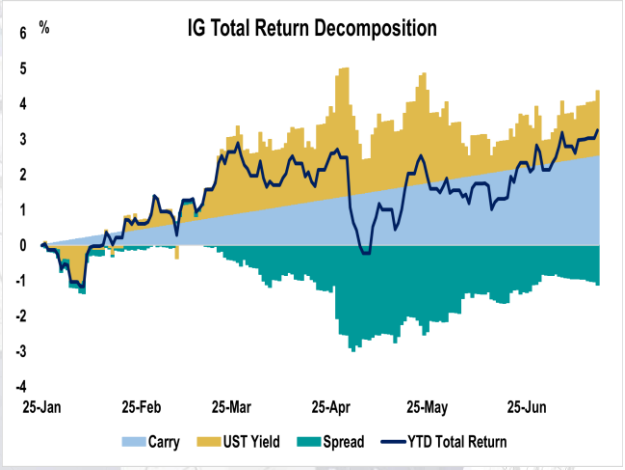
隨著市場情緒轉好，預計信用利差將在近期保持低位(具有吸引力的殖利率水準及較低的利率波動背景所驅動)，儘管關稅與地緣政治風險猶存，但情況在可控範圍內。近期市場開始注意到小型股的相對強勢，但這是由空頭回補及中美談判樂觀情緒推動反彈，這更像是低基期的追趕。以基本面來看小型企業仍有諸多挑戰，如銷售動能減弱、營運資金緊張、流動性受限等，儘管如此，大小型股估值差距低於其歷史水準，然而投等債與非投等債間並未看到這麼大的訂價差異，不足以驅動特別偏好。**因此在投資選擇上，緊隨公債交易策略的邏輯，偏好中短天期的投資等級債、非投資等級債。**

利率波動下降帶動利差壓縮



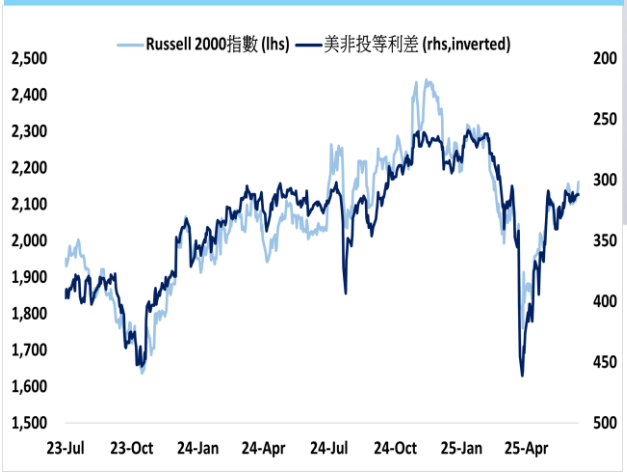
資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

投等債報酬呈現年內穩步向上



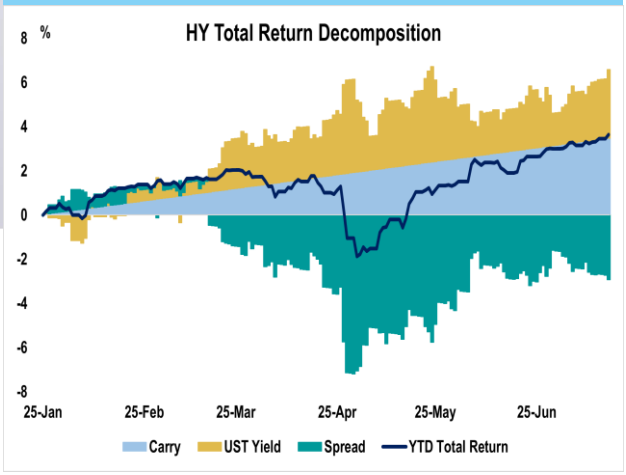
資料來源： Bloomberg ，永豐投顧整理

小型股反彈同時帶動非投等債利差壓縮



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

自4/2衝擊以來，非投等債表現良好



資料來源： Bloomberg ，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。