

元大戰情分析

聯準會降息=債券多頭? 那可不一定!

顏承暉

fattiger@yuanta.com

事件

- ◆ 8月份 OECD G20 國領先指標從 100.28 上升到 100.30，連續 22 個月上升。
- ◆ OECD 美國領先指標連續第二個月下滑，從 99.99 降至 99.96。
- ◆ 9/12 美元非投資等級債與投資等級債信用利差為 3.25%及 1.19%，低於長期平均 5.20%及 1.90%。

評論

許多人認為，當聯準會啟動降息，將迎來債券的多頭，真的是如此嗎?那可不一定!

一般來說債券殖利率包含兩個部分：無風險利率與信用利差，前者主要與央行貨幣政策的路徑高度相關，後者主要與發行債券公司的財務狀況、還款能力與市場風險偏好有關。

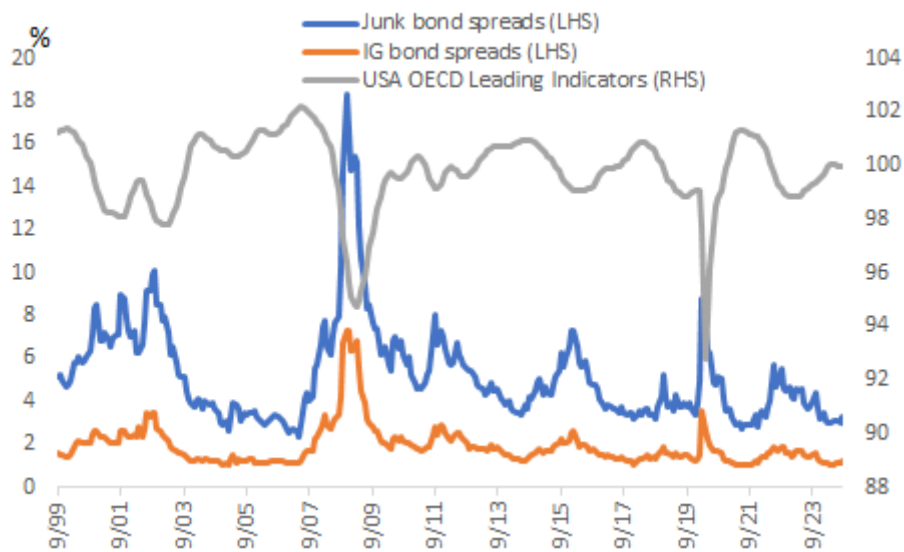
假設聯準會降息是因為經濟開始放緩，的確可能壓低無風險利率，但景氣降溫也意味著企業違約的風險升高。假若後者上升的幅度比前者快，很可能發生聯準會降息，拉低美國公債殖利率，但公司債信用利差卻反轉走高，導致公司債投資人看得到公債利率下滑，但自己投資的公司債利率卻沒有走低，甚至反轉走高。而這一次有不小機率就是如此，理由有二：

- 一、公司債信用利差過低：9/12 美國非投資等級債與 Baa 投資等級債信用利差分別為 3.25%與 1.19%，遠比去年同期的 3.94%及 1.47%低，也低於長期平均的 5.20%及 1.90%。
- 二、歷史上當經濟降溫，即便是軟著陸，信用利差也是上升：觀察 OECD 美國領先指標與投資等級債與非投資等級債信用利差，可以發現當景氣轉折向下時，即便美國經濟沒有陷入衰退，信用利差也會擴大。舉例來說，2011/2~2012/8、2014/8~2016/3、2018/4~2019/8、2021/6~2023/2 美國經濟沒有陷入衰退，但這段時間 OECD 領先指標轉折向下，顯示經濟正處在軟著陸狀態，Baa 投資等級債與非投資等級債信用利差平均擴大 51.5 個基點與 151 個基點，且這三次軟著陸時期兩類型債券信用利差均擴大到長期平均之上。

由此可知，儘管聯準會即將進入降息循環，但考慮到目前美國公司債(無論投資等級或者非投資等級債)信用利差過低，且美國經濟已經開始軟著陸，信用利差預料將會擴大，因此聯準會啟動降息循環，不一定等於公司債多頭市場的開始。

因此目前的美元公司債，比較適合單純以打敗通膨為目的買進類定存部位的投資人，而不是期待聯準會降息有債券多頭而想要賺價差的投資人。

圖 1：美元 IG 與垃圾債信用利差、OECD 美國領先指標



資料來源：Bloomberg、元大投顧

全球金融行情

資料日期 (收盤日) : 2024/09/12

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	21,653.25	2.96%	20.76%	0050	元大台灣 50	178.30	3.75%	31.64%
					00631L	元大台灣 50 正 2	216.75	6.93%	43.35%
					00632R	元大台灣 50 反 1	3.50	-3.85%	-21.88%
					0056	元大高股息	37.77	1.67%	0.99%
					00713	元大台灣高息低波	57.90	0.70%	14.88%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	43.08	2.74%	22.53%
					006203	元大 MSCI 台灣	84.00	3.19%	26.89%
					0051	元大中型 100	79.30	2.19%	7.67%
					0053	元大電子	95.65	3.52%	33.50%
					0055	元大 MSCI 金融	28.44	0.32%	17.91%
	富櫃加權指數	296.07	2.97%	14.41%	006201	元大富櫃 50	23.36	2.64%	16.80%
中國	滬深 300 指數	3,172.48	-0.43%	-7.54%	0061	元大實滬深	16.06	-0.19%	-1.17%
					00637L	元大滬深 300 正 2	11.70	0.78%	0.86%
					00638R	元大滬深 300 反 1	10.31	-0.29%	-0.48%
					006206	元大上證 50	26.75	0.11%	1.40%
					00739	元大 MSCI A 股	19.17	-0.05%	-3.13%
美國	S&P500 指數	5,595.76	0.75%	17.32%	00646	元大 S&P500	55.85	2.01%	22.08%
					00647L	元大 S&P500 正 2	89.70	3.64%	28.05%
					00648R	元大 S&P500 反 1	5.44	-2.16%	-11.83%
					00861	元大全球未來通訊	41.24	2.74%	18.95%
					00876	元大全球 5G	36.36	3.30%	8.86%
	那斯達克 100 指數	19,423.07	0.97%	15.44%	00762	元大全球 AI	58.50	3.54%	16.77%
	標普美國高息特別股指數	751.71	0.47%	8.07%	00771	元大 US 高息特別股	17.92	0.00%	10.21%
歐洲	EURO STOXX 50 指數	4,814.08	1.06%	6.47%	00660	元大歐洲 50	35.27	1.73%	6.72%
日本	日經 225 指數	36,833.27	3.41%	10.07%	00661	元大日經 225	47.18	4.33%	10.03%

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	4.08	-4.07	-68.45	00719B	元大美債 1-3	31.96	-0.03%	4.48%
					00697B	元大美債 7-10	37.80	-0.13%	7.36%
					00786B	元大 10 年 IG 銀行債	35.90	-0.17%	5.25%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	36.65	-0.33%	4.65%
					00788B	元大 10 年 IG 電能債	33.73	-0.03%	3.75%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	31.52	0.32%	3.48%
					00679B	元大美債 20 年	31.89	-0.65%	3.37%
					00680L	元大美債 20 正 2	9.94	-1.78%	-1.88%
					00681R	元大美債 20 反 1	18.77	0.75%	-0.48%
					00720B	元大投資級公司債	37.18	-0.16%	3.28%
中國	中國 5 年期公債殖利率	1.70	0.7	-68.5	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	36.69	-0.24%	3.85%
					00721B	元大中國債 3-5	47.64	-0.08%	7.06%

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
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
08/07	原物料市場週報 - 經濟數據不如預期，油價下跌；股市重挫使金價承壓
08/09	雙率週報 - 市場動盪，日銀調整政策態度穩定局勢
08/12	市場風險監測 - 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
08/12	總體經濟週報 - 經濟衰退是一個過程，並不是一個開關
08/12	日股週報 - 第二季 GDP 可望擺脫首季低迷表現，日股可望重拾漲勢
08/15	原物料市場週報 - 地緣政治風險致油價上行；投資人建倉推動金價上漲
08/16	雙率週報 - 私人消費強勁，美元指數止跌
08/19	市場風險監測 - 籌碼壓力明顯減輕、多方關鍵表態，美股快速回升
08/19	總體經濟週報 - 從金融市場的脫鉤與重新配置談美股是否泡沫化
08/19	日股週報 - 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
08/21	原物料市場週報 - 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
08/23	雙率週報 - FOMC 會議記錄釋降息風向，美元弱勢
08/26	市場風險監測 - 指數位於前高、短線波動加大；大選變數再現，入場宜慎
08/26	總體經濟週報 - 聯準會降息之路猶如自聖母峰之巔攀降，充滿挑戰
08/26	日股週報 - 多空因素交錯，日股轉趨震盪整理
08/28	原物料市場週報 - 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
09/02	雙率週報 - 美消費動能穩健，降息兩碼預期略見消退
09/02	市場風險監測 - 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
09/02	總體經濟週報 - 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！
09/02	日股週報 - 經濟基本面延續正面態勢，有助引導日股緩步墊高
09/04	原物料市場週報 - 需求持續不振，油價下跌；經濟數據推升美元，金價盤整；美元回升，擔憂需求不振，銅價下跌

09/06	雙率週報 - 降息預期發酵，美元弱勢
09/09	市場風險監測 - 首場辯論變數及首次降息在即，投資人減碼，美股翻空；籌碼壓力不大，行情以緩慢盤跌為主
09/09	總體經濟週報 - 降息的迷思：經濟正常化還是衰退的前兆？
09/09	日股週報 - 投資人風險偏好保守，或限制日股短線表現偏弱
09/10	原物料市場週報 - 非農就業不如預期，油價下跌；投資人減碼美股，金價上行受阻；美元與經濟數據交互影響，銅價震盪

觀點

日期	報告標題
09/03	台灣國民財富運用趨勢分析： 資金更傾向流往股票、ETF 等有價證券

戰情分析

日期	報告標題
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
08/07	缺口小於預期，美國財政部收斂融資額度
08/08	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
08/09	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
08/12	美股財報大多優於市場預期，且廣度明顯提升
08/13	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
08/14	交易商追價意願不足，新債標售結果不如預期
08/15	從擁擠交易、失衡累積、到部位出清— 崩盤後的多頭反攻之路
08/16	日本殭屍企業整併、倒閉，對景氣長期發展或帶來正面助益
08/19	聰明錢報告— 經濟風險略升，投資人敲碗 Fed 降息
08/20	利多消息齊聚，金價多頭氣勢銳不可擋
08/21	民主黨炒熱賀錦麗聲量，9/10 辯論將是關鍵轉折
08/22	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
08/23	相對於月初，市場少了衝動，而且理性許多
08/26	鮑爾 Jackson Hole 談話解析- Time to Come
08/27	美股策略： 選前民調愈緊繃，總統大選後美股表現愈佳
08/28	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
08/29	場外資金巨大，可望降低市場大跌的機率
08/30	對於 S&P 500 來說，Nvidia 很重要，但可能也沒那麼重要
09/02	美股策略： PCE 提振市場軟著陸信心，近關情怯下選股不選市

09/03	美債標售： 交易商興趣缺缺，長期投資者仍是主要買盤來源
09/04	與八月初似曾相似，但其實有那麼一點不同
09/05	台灣 2025 年中央政府總預算分析： 財政盈餘再現，公債籌碼有限
09/06	ISM 指數疲軟到底是美國經濟不好？還是外國經濟不好？
09/09	股市大跌反映市場情緒勒索 Fed (Cry for Fed)，並非衰退恐懼
09/10	降息預期壓制美元，亞洲貨幣扭轉長期弱勢格局
09/11	核心通膨降溫，台灣央行可望按兵不動
09/12	各界正面評價賀錦麗表現，但不足以衝擊川普基本盤；Taylor Swift 的支持推升賀錦麗選情；尾部風險去除，投資人回補持股

國際金融市場焦點

08/01	08/02	08/05	08/06	08/07	08/08	08/09	08/12	08/13	08/14
08/15	08/16	08/19	08/20	08/21	08/22	08/23	08/26	08/27	08/28
08/29	08/30	09/02	09/04	09/05	09/06	09/09	09/10	09/11	09/12
09/13									

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
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
08/15	美國 7 月 CPI： 符合預期的通膨有助市場修復情緒
08/16	美國 7 月零售銷售、工業生產： 消費保持韌性，經濟維持軟著陸的格局
08/23	美國 8 月 S&P Global PMI： 商業活動擴張，價格壓力續降
08/27	美國 7 月房市： 聯準會釋出降息訊號，房屋銷售初現回溫穩跡象
09/02	美國 7 月 PCE： 通膨壓力降溫，經濟再現金髮女孩樣態
09/04	美國 8 月 ISM 製造業 PMI： 總統大選與降息在即，製造業需求受到推遲
09/06	美國 8 月 ISM 服務業 PMI： 服務業商業活動回溫，減緩經濟衰退的擔憂
09/09	美國 8 月 BLS 就業報告： 勞動市場未見大幅衰退，聯準會 9 月降息並不遲

日本

日期	報告標題
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
08/07	日本 6 月勞工薪資： 春鬥加薪、夏季獎金成長，勞工薪資增速強勁
08/16	日本 Q2 GDP： 負面因素消退，景氣重拾成長動能
08/22	日本 7 月進出口： 半導體設備、汽車主要出口產品續強，提振外貿
08/26	日本 7 月 CPI： 受能源補貼退場影響，通膨仍位居偏高水平
09/02	日本 7 月工業生產： 擺脫前月的萎縮，重回正成長格局
09/06	日本 7 月勞工薪資： 薪資高於預期，BoJ 仍維持貨幣政策正常化路徑

歐元區

日期	報告標題
08/30	歐元區 8 月經濟信心： 工業與服務業信心雙雙回溫

台灣

日期	報告標題
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
08/07	台灣 7 月 CPI： 蔬果價格加速上漲，推升 CPI 上漲率
08/09	台灣 7 月出口： 傳產外銷不穩，加上工作天數因颱風減少，出口小幅成長
08/19	台灣 8 月主計總處預測： 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%
08/21	台灣 7 月外銷訂單： 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
08/26	台灣 7 月工業生產、零售餐飲： 工業持續大幅增產，零售及餐飲業營收表現拉回
08/28	台灣 7 月景氣指標： 燈號雖重亮黃紅燈，但領先指標加速上揚
09/03	台灣 8 月 PMI、NMI： 製造業、非製造業雙雙溫和擴張
09/06	台灣 8 月 CPI： 油料費下跌，以及基期走高，CPI 上漲率回落
09/10	台灣 8 月出口： AI 商機熱絡、備貨旺季到來、傳產回溫、風災後出貨因素同步發酵，出口大幅反彈

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