

債市—Trumponomics 降溫？美 GT10 月線收黑 1bps

綜觀美債 1 月 GT10 的走勢，美 4Q GDP 低於 2% 的成長並未嚴重扭轉市場美經濟前景正面看法，輔以官員談話傾向鷹派，為美債帶來負面壓力，然而影響最深莫過於市場對川普行情預期的降溫，加上市場謹慎等待就職演說到川普簽署簽證禁令，帶來的不確定性讓勝選後殖利率大幅走揚的恐慌得以暫緩，最終美 GT10 月線僅收黑 1bps 至 2.45%，GT10 殖利率最高、最低分別為 2.53%(1/25)、2.30%(1/7)。詳細多空因素如下：

總體經濟環境，美 4Q 景氣成長放緩，惟內需穩健以及前瞻指標續揚，中性偏空；受淨出口拖累影響，美 4Q 的 GDP 由 3Q 的 3.5% 降至 1.9%，不及市場預估 2% 以上的擴張幅度，惟民間消費以及投資等項目穩健成長。美公布去年 11~12 月的實際數據方面，從汽車銷售(年化)意外升至歷史次高的 1829 萬輛，帶動零售銷售大增 0.6%，加上去年 12 月核心耐久財訂單月增率升幅加速至 0.8%，以及由新屋開工持續好轉的跡象來看，反映美民間需求仍在擴張，惟受到房屋供給有限以及房貸利率與價格走高的影響，去年 12 月新屋、成屋銷售分別降至 53.6、549 萬棟；製造業生產穩健成長、營建支出意外大幅改善(惟其幅度恐難以為繼)，值得注意的是躉售、企業存貨大增，顯示經濟前景能見度好轉，激勵生產者備貨意願，總生產形勢良好，從具領先性質的調查指數續創年高的氣勢來看，(ISM 製造業、密大消費者信心、NFIB 中小企業分別創 2015、2004 年、2003 年以來高)，美景氣成長動能有望延續至今年初；通膨數據方面，受益於低油價造成的基期效應大幅上揚，美 12 月的通膨數據(進口、生產者、消費者物價)呈全面加速揚升，其中 CPI 更受穩定成長的房租價格推升，其年增率升至 1.7%，美供需形勢穩健輔以通膨上揚，基本面表現不利美債。

貨幣政策動向，Fed 縮減資產負債表議題再度端上檯面，官員們認為川普政策可能導致加速升息，利空：在貨幣政策方面，從 FOMC 會議到 Fed 官員談話，其政策談話重點可歸結為(1)川普經濟學與(2)縮減資產負債表時程；川普經濟學部份，從 1 月的 FOMC 會後聲明隱約可知官員對擴張財政對景氣的刺激狀況已進行討論，惟方案的執行時程、內容尚未明確，對景氣刺激的狀況有待商榷，然隨就業市場改善的過程，政策的推行可能增加通膨壓力，從官員的談話來看，Harker、Rosengren、Brainard、Lacker 等官員皆認為政策刺激將存在加速升息的可能，主席 Yellen 與 Williams 則認為得等到財政措施公布後才可定論；由於景氣穩健以及新政府提振經濟方案，Harker、Kaplan、Bullard 以及 Williams 皆談到縮減負債表的議題，儘管細節尚不明確，但 Williams 表示景氣擴張時縮減資產負債表將不會是“破壞性的”，亦即 Fed 在削減資產過程或許也是“漸進式”步伐。

政治因素，美總統 Trump 言行變化莫測，利多：市場擔憂 1/20 川普總統就職演說存在不確定性，美債賣壓力道減弱，美債 GT10 殖利率一度回落至 2.30%，川普實際的就職演說並未令市場感到擔憂，然內容並未著墨太多財政政策，導致美債回吐的升幅相對有限，GT10 殖利率最升高至 2.51%，然 1/27 川普以行政命令簽署暫停部分伊斯蘭國家的簽證發放並撤換司法代理部長，政治不確定性升高，也導致市場風險偏好下降。

資金因素，川普行情可能導致債市存在超賣，資金回流，利多：美總統 Trump 勝選後，刺激政策改善市場對美景氣與通膨的看法，金融市場也出現股上債下的走勢，儘管道瓊續創新高，但根據 EPFR 統計至 1/27 的週數據顯示，美股資金流出創 4 個月來最大，美債資金流入則創 2016/7 以來最大，反映部份投資人美股獲利了結並轉進債市靜觀其變。

圖：美債走勢



資料來源：Bloomberg；永豐投顧經濟研究處整理，Feb.2017

全球債市 1 月及年至今表現

主要債市	美國	加拿大	德國	日本	澳洲	南韓	台灣
2016/12/30	2.44	1.72	0.21	0.05	2.77	2.09	1.19
2017/1/31	2.45	1.76	0.44	0.09	2.71	2.16	1.15
1月漲跌(bps)	1	4	23	4	-5	6	-4
年來漲跌(bps)	1	4	23	4	-5	6	-4

資料來源：Bloomberg；永豐投顧經濟研究處整理，Feb.2017

展望 2 月，多空因素影響如下：

- (1)總體經濟環境(中性偏空):**展望 2 月將公布的經濟數據，1 月 ISM 製造上揚(56.0, 2014/11 以來高)且加上非製造業穩定(56.5, 2014/11 以來高)反映美景氣仍在擴張；實體數據方面，1 月非農就業表現重返 22 萬大關，有助美未來內需表現；由於汽車銷售(年化)回降至 1748 萬輛，市場預估零售銷售月增率將減緩至 0.2%，企業補庫存需求力道減緩，市場預估工業生產狀況與上月相同，在就業市場改善、景氣溫和擴張的環境下，市場預估 1 月 CPI、PPI 月增率將分別加速 0.3%、0.2%，但須留意 1 月房屋銷售狀況是否持續惡化。
- (2)貨幣政策(偏空):**1/31~2/1 FOMC 會議按兵不動，會後聲明維持對美景氣與通膨樂觀的看法，也並加強暗示升息的訊號；2/3 舊金山分行總裁 Williams 為 Fed 官員中首度提出 3 月亦有升息可能的官員，預期多數 Fed 官員傾向鷹派談話，部份 Fed 官員討論縮減資產負債表、川普基建觀點須格外關注。

(3)政治事件(中性偏多):近期歐洲政治變數雖多,但荷、法大選民粹政黨執政可能性不高;英國脫歐在進入談判前,其事件影響投資人信心的較為有限,上述政治風險目前仍在可控範圍,不致引發市場恐慌;惟希臘貸款審查進度以及義大利提前大選的變數仍可能為金融市場帶來意外;美國總統 Trump 的百日新政,仍可能兌現政治、貿易保護主義的支票,在市場仔細評估對景氣影響前,可能謹慎操作為宜。

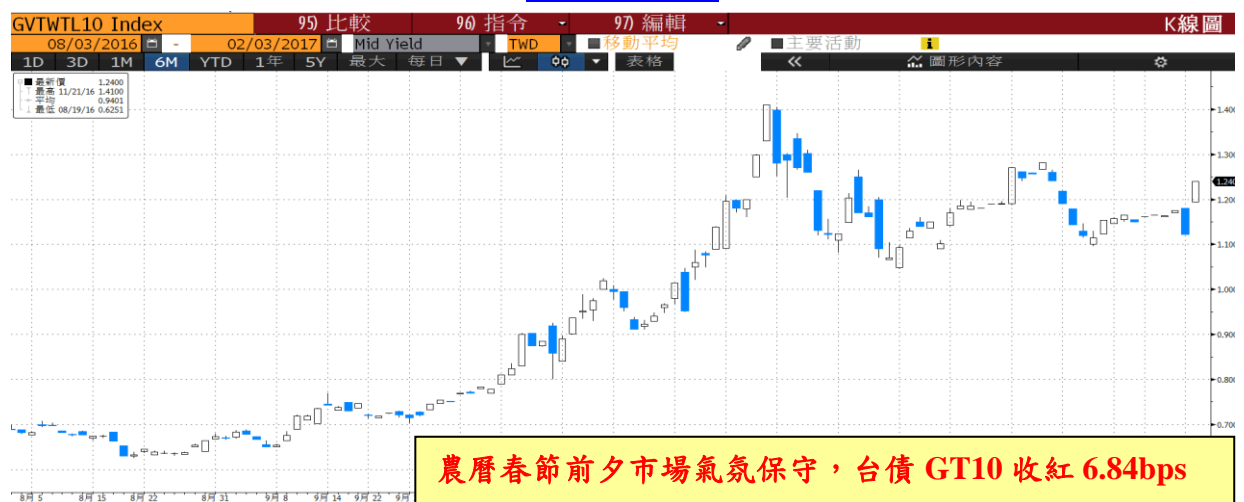
展望 2 月,近期美基本面表現穩健,然而川普的財政政策在公布更多的細節前,較難更進一步帶來強勁經濟成長預期,另美總統 Trump 為履行部份競選時的保守主義承諾,也為美帶來政治不確定性,美債超賣的回調行情可能持續,預估美債空方暫時偃兵息鼓,交易區間為 2.20%~2.65%,但預期 Fed 官員將持續發表較為鷹派談話,鞏固升息預期的同時,容易壓抑短天期債券,令美債殖利率曲線轉為平坦。

通膨預期升溫, 台債殖利率隨美債殖利率大幅走揚

月初因國際債市氣氛偏多且銀行資金寬裕、多方買盤進場,加上 1/4 美國公布 12 月 FOMC 會議紀錄未如預期鷹派帶動台債殖利率隨美債殖利率明顯下滑,1/6 台債 5 年券 106/2 期發行前交易開盤跌破 0.80% 關卡,盤中最低至 0.7788% 的 1 個半月以來低;後因時近農曆春節封關期間,市場交投轉趨清淡且出現獲利了結賣壓收斂殖利率部分跌幅,台債 GT5 月線收紅 8.50bps 至 0.8300%,GT10 月線收紅 6.84bps 至 1.1216%。

展望 2 月,近期國際資金偏向匯入,市場游資充沛有利債市,加上 1/31~2/1 FOMC 會議按兵不動,Fed 並未釋出明確升息訊號緩和空方氣氛;惟財政部 106/4 10 年期新債 2/7 將進入發行前交易,市場態度保守,預期殖利率大幅下行空間有限,預估 5 年券波動區間 0.76%~0.96%,10 年券 1.07%~1.16%。

圖：台債走勢



資料來源：Bloomberg；永豐投顧經濟研究處整理，Feb.2017