

債市—Fed 想儘快縮表，美債多方攻勢趨緩

回顧 7 月美債表現，延續 6 月 ECB 論壇的債市緊張情緒，加上美國 ISM 指數與就業報告穩健，曾令美債 GT10 走升至高點的 2.39%(7/7~10)，然而美 7 月物價意外疲軟以及市場鴿派解讀 Fed 主席 Yellen 的國會證詞，加上歐洲與加拿大央行如市場預期實現承諾後，短線利空出盡，美債進入緊張情緒的修復期，美債殖利率下行月內低點的 2.21%(7/21)，美債 10 年券期貨隱含的波動率指數甚至下探至 2013 年 5 月縮減恐慌(Taper Tantrum)以來低，不過最終在 7 月的 FOMC 會後聲明顯示 Fed 有意提前展開縮表下，美債 GT10 殖利率出現較為明顯地上升，最終美 GT10 月線收於 2.29%，月線收紅 1 bp，詳細多空因素如下：

總體經濟環境，通膨持續疲軟，惟 6 月景氣出現好轉，中性偏空：美國在 7 月所公布的指標，大抵只有 6 月零售銷售(月增率由-0.1%→-0.2%)與 CPI(月增率意外持平於零成長)疲軟令市場倍感意外，從工業生產、新屋開工(營建許可)到耐久財訂單等生產數據好轉。由於 6 月 NFP 新增 22.2 萬人且 LMCI 上升 1.5，就業市場仍持續好轉，民間消費落後於景氣表現應為暫時現象。

整體來看，花旗的驚奇指數也由 7/14 低點的-68.1 改善至 7/28 的-44.5，另評估多項指標的 Fed 芝加哥分行公布的 6 月全國活動指數 mom 由-0.30→0.13，顯示 6 月時的經濟活動已經出現好轉，提振後續的景氣表現。不過 7/28 公布的 2Q GDP 從下修值的 1.2%→2.6%，略低於市場預期 2.7%，然而從平減物價指數(由 1Q 年增率的 2.6%→0.8%)大幅下滑可以看出美通膨受暫時性因素衝擊至深，令美債殖利率一舉向下突破 6 月收盤時的 2.30%，成美債月線收紅主因。

貨幣政策動向，金融穩定優先，升息先看通膨表現，中性偏多：市場解讀 7/12~13 Fed 主席 Yellen 的證詞僅陳述 6 月會議上的聲明，但與先前 ECB 論壇歐、英、加央行鷹派談話形成鮮明對比，遭市場解讀證詞偏向鴿派。綜觀 7 月官員談話、6 月會議記錄以及 7 月 FOMC 會議，核心焦點仍爭論通膨是否為暫時性的疲軟；7 月 FOMC 會議聲明對景氣與通膨看法大抵維持 6 月時的觀點不變，同時缺乏對下次升息的暗示，不過對展開縮表的陳述由今年(this year)轉為儘快(相對較快, relatively soon)，美債在會議記錄公布後並沒有賣事實(Sell The Truth)，市場認為 9 月宣布並啟動縮表的可能性升高。

政治風險，川普「通俄門」延燒，醫改陷入僵局，利多：美國特別檢察官 Mueller 將川普通俄門的調查從原先的競選團隊擴大至川普女婿 Kushner，也涵蓋川普過去的房地產生意；美國參院版醫改在議員 Moran 與 Lee 公開反對後，不支持的議員上升至 4 位，以共和黨掌握參院 52 席來看，醫改投票付諸流水幾成定局。

顯而易見地，7/26~27 參議院分別針對兩項醫改議案的投票皆宣告失敗，市場評估美總統川普在政治與政策的掌握度不足，從而打擊後續的稅改與基建前景，令投資人大失所望。

金融風險，歐、英以及加國央行列隊加速緊縮行列，利空：綜觀歐洲(暗示政策前景出現轉向)、加拿大央行(升息1碼)在7月時的會議上已兌付6月底在ECB論壇上的所開出的支票，然並未促成更強烈的升息預期，英國央行的緊縮預期也因6月物價表現不如預期與多數官員避開對貨幣政策評論而降溫，債市緊張情緒暫時緩解；儘管美國6月物價意外疲軟，不過油價與大宗商品物價走勢趨穩，因此包括像10年期的通膨損益平衡率或5年期通膨交換等通膨預期走勢相當平穩，對多方支撐有限。

圖：美債走勢



資料來源：Bloomberg；永豐投顧經濟研究處整理，Jul.2017

全球債市 10年券 7月及年至今表現

主要債市	美2年債	美10年債	美30年債	德10年債	日10年債	台10年債
2017/06/30	1.38	2.30	2.83	0.47	0.09	1.08
2017/07/28	1.35	2.29	2.90	0.54	0.08	1.04
一週漲跌(bps)	-3	-1	6	8	-1	-4
年來漲跌(bps)	16	-16	-17	33	3	-18

資料來源：Bloomberg；永豐投顧經濟研究處整理，Aug.2017

展望8月，多空因素影響如下：

(1)總體經濟環境(中性偏空)：儘管7月製造業PMI上升至53.2，然7月芝加哥製造業PMI、紐約、費城地區的製造業樂觀情緒下降，而市場預期ISM製造業與非製造業指數分別下降至55.8、56.8，景氣僅些微走緩，不過市場預估汽車銷售由1641萬輛回升至1695萬輛，有助提振零售銷售終結連2降；市場預期非農就業穩健成長17.5萬人，平均薪資月增率由0.2%→0.3%。備受矚目的通膨數據，市場預期CPI與PPI(mom)將同步上揚0.1%，實際經濟數據持續好轉，指標較不利美債。

(2)貨幣政策(中性偏空)：8月成為歐美日三大央行會議的空窗期，然市場將8/24~26舉辦的 Jackson Hole 央行年會視為一項風險，不過短期來看，美國上半年通膨動能慣性減低，市場雖預期7月物價再度上揚，惟須經數月改善的驗證，才有說服力，因此 Fed 官員對升息的評論料將保持謹慎，降低對美債威脅。

(3)政策(治)風險(中性偏多)：美國會8月休會前，市場將目標擺在能否解決債務上限與稅改進度，由於美國白宮西翼(West Wing，代表建置派)以及東翼(East Wing，以川普女婿 Kushner 為標竿)的鬥爭越演越烈，加上通俄門調查事件尚未告終，政治風險仍在累積。

(4)金融市場(中性偏空)：市場預期美國夏季原油庫存出現明顯下降，有助提振油價走勢且受到中國景氣較市場預期良好激勵，自7月中旬，英國倫交所金屬商品價格開始上漲，再通膨交易似有點火跡象，短期通膨預期得以穩固；美元迅速走弱，對歐、日等低利率國家固定收益買盤形成強烈的匯率風險，倘若「弱美元」較機構預期強烈，養老金與壽險等機構也不得不調整持倉，導致降低潛在的買盤。

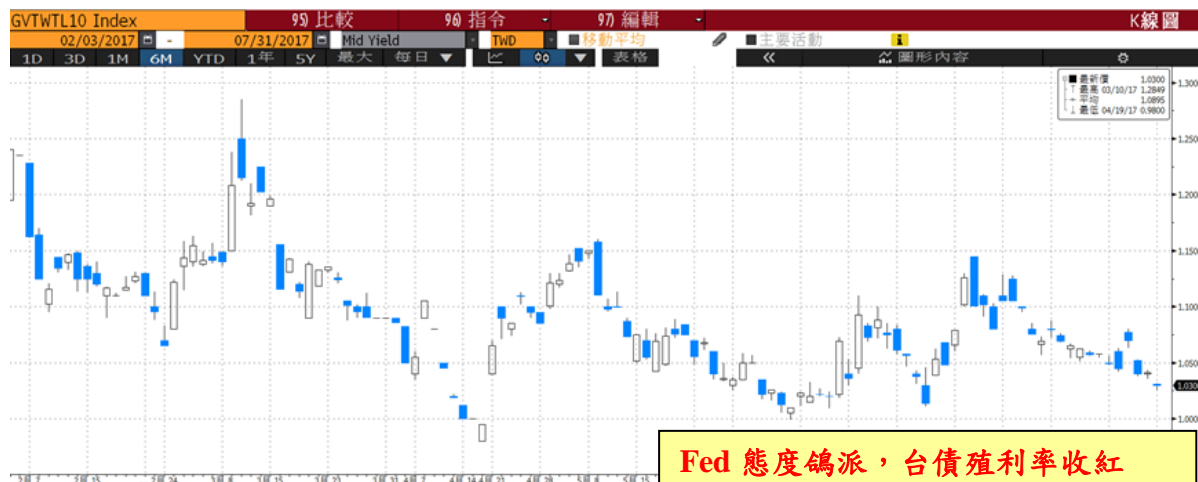
基於上述分析，利空美債的消息居多，但集中在短中期債券影響較大，主要是全球景氣持續好轉，國際主要央行陸續透過預期管理收緊市場的寬鬆預期，疊加 Fed 尚未放棄年內剩餘1次的升息機會，預期市場對中短期債券走空的押注將捲土重來。對長債而言，即使 Fed 有意加快縮表步伐，加上7月時公布的指標屬好轉居多，但需要更多強勁的經濟數據說服投資人美國景氣成長出現顯著改善，因此長債上行速度相對緩慢，長短債利差可能較不易打開且鑒於金融市場波動性仍“相當低迷”，難以形成單邊的多空走勢，且在缺乏能夠造成市場倍感震驚的消息之下(例如川普的政策意外地暢通無阻)，預期美債將緩步震盪偏空，GT10 殖利率預估區間在 2.20%~2.50%。

Fed 態度鴿派淡化 12 月升息預期，台債殖利率收紅

月初因美國經濟數據表現亮眼令 Fed 升息預期轉強，主要央行態度鷹派令國際債市氣氛偏空，台債殖利率隨美債殖利率走揚，7/3 台債 10 年券盤中最高升至 1.1299% 的近 2 個月高；然台債殖利率彈升後大型金融機構買盤進駐，7/14 央行標售 250 億元台債 106 年甲類 5 年券，得標利率雖由 0.7690% 上升 1.4bps 至 0.7830%，然投標倍數由 1.52 倍上升至 2.04 倍，顯示市場游資充沛，加上 Fed 主席 Yellen 在國會聽證時強調通膨存在諸多不確定性，升息和縮表的速度將會非常緩慢，7/25~7/26 FOMC 會議市場亦偏向鴿派解讀，且美國 6 月通膨、零售數據表現不佳令 Fed 12 月升息機率跌破 50%，參議院版醫改無法通過導致投資氣氛轉趨謹慎，台債殖利率隨美債殖利率明顯走低；終場 GT5 月線收紅 4.6bps 至 0.7329%，GT10 月線收紅 3.8bps 至 1.0410%。

展望 8 月，由於景氣對策燈號已連續 3 個月亮出黃藍燈，顯示台灣景氣成長力道放緩，且市場資金浮濫有利台債，惟台債殖利率走低後市場追價意願不高，料台債殖利率於低檔震盪整理，預估 5 年券波動區間 0.66%~0.85%，10 年券 0.94%~1.13%

圖：台債走勢



資料來源：Bloomberg；永豐投顧經濟研究處整理，Aug.2017