

2023年08月09日

主題趨勢報

債券市場

近期美債殖利率大幅攀升 無礙長期債市多頭格局延續



報告摘要

- 日本央行調整YCC及Fitch降評對美債屬短期影響
- 美國財政部發債雖超出預期，但結構上並不偏向長天期
- 短線美債殖利率仍存上行可能，長期預計將緩步下降

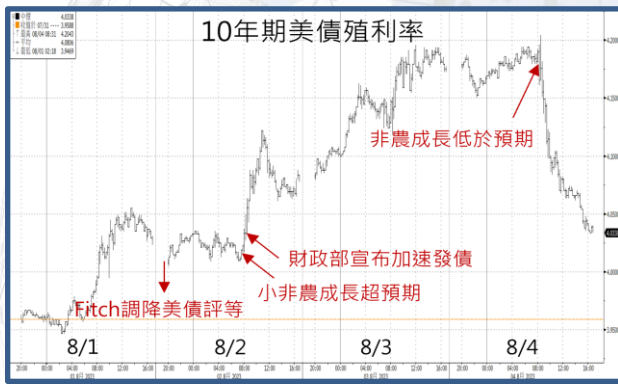
2023年08月09日

主題趨勢報

事件背景

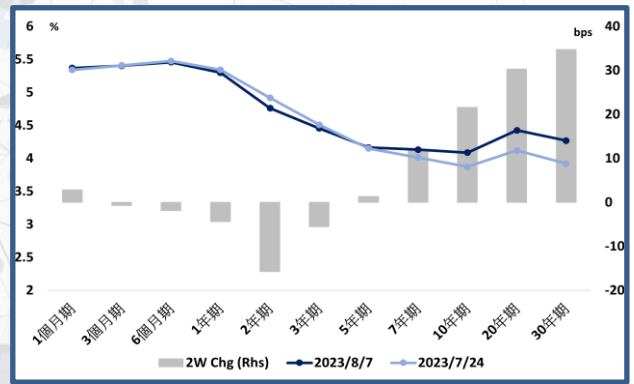
過去兩週，美國長期債券遭遇大幅拋售，美國10年期公債殖利率最高升至4.2%，主要驅動因素為日本央行調整YCC政策、Fitch下調美國信評以及美國財政部增發公債超出預期，但以上三者的實質影響並不能完全解釋殖利率跳升的原因，從公允價值模型來看，過高的基本面估值為此殖利率跳升增添了動能。同時即使在就業數據公布後殖利率走勢有出現逆轉，但殖利率曲線出現的熊市陡峭化現象仍值得注意，這可能暗示著投資者對公債要求更高的風險溢價。

市場反應來看財政部加速發債影響最大



資料來源: Bloomberg · 永豐投顧整理

短天期在事件中並未遭到拋售



資料來源: Bloomberg · 永豐投顧整理

日本央行調整YCC對美債影響屬於短期溢出效應

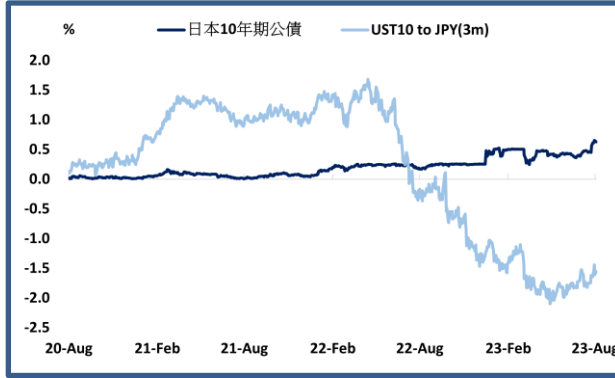
在日本央行將固定利率操作的殖利率門檻從0.5%提高至1%，同時維持+/-0.5%的目標作為10年期日本公債殖利率的參考水平。除了對日本公債市場的直接影響，市場開始擔心對美國公債或公司債券的需求轉向日本國內替代品的可能性。

然而即使10年期日本公債殖利率再額外上行10-15 bps，對美國的溢出效應將會是短期影響，並預計日本投資者不會出現太激烈的拋售。就日本國內外匯對沖的投資者來說，美國公債的相對價值一直偏疲軟，在扣除了3個月外匯遠期計算的公債殖利率後，其吸引力一直落後於日本10年期公債殖利率。尤其從日本壽險外國債券流量來看，對美債拋售多數已在2022年完成。但假如日圓強勁和快速的升值，這部份則可能衝擊到日本投資者資產配置中美元資產未對沖的部分，這可能會增加美債市場資金流出的下行風險。

2023年08月09日

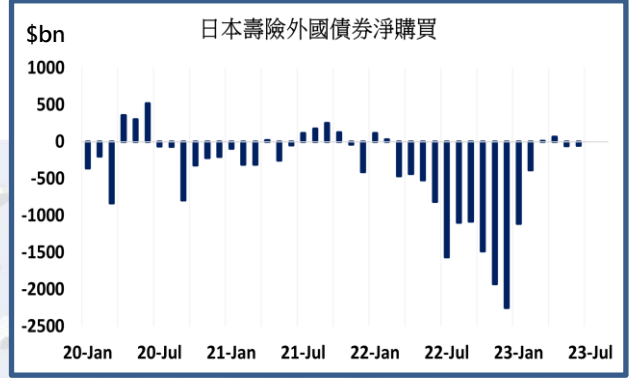
主題趨勢報

匯率對沖過後美國公債本就不具吸引力



資料來源: Bloomberg · 永豐投顧整理

日本壽險外債拋售潮集中在2022年



資料來源: Bloomberg · 永豐投顧整理

Fitch調降美國長期信評並不會導致拋售潮

信評機構Fitch 8/1將美國長期信評從AAA調降至AA+，展望從負面調整至穩定，Fitch調降美國信評的理由是財政惡化、政府負擔債務加重。

但降級對殖利率水準的影響有限，在2011年S&P下調了主權評級，雖然對市場情緒產生了負面影響，但當時並未出現明顯的拋售，就市場反應來看，此次引起的意外更小。

此外美國公債是非常重要的資產類別，其他資產定價或是監管制度也都是指定美國公債，而不是“AAA級政府債務”。因此美國公債的主要持有者並不會因為惠譽此次下調而被迫出售美國公債。

美國財政部發債雖超出預期，但結構上並不偏向長天期

財政部高於預期的融資和加速發債，很可能是此次殖利率跳升的主要催化劑。某方面來說，上行的公債拍賣規模可能會帶給殖利率更多的上行壓力，特別是在聯準會正在進行QT的當下，市場多數買家對於公債價格更為敏感。

但參考JPM的預期結果，在財政部下週將拍賣420億美元的3年期、380億美元的10年期以及230億美元的30年期之中，僅有10年期公債超出預期。儘管未來的發債供給確實很大，但從預期結果來看，整體結構並不太偏向長天期，預計在後續供給上行的環境下，長天期公債殖利率上揚壓力將逐漸淡化。

2023年08月09日

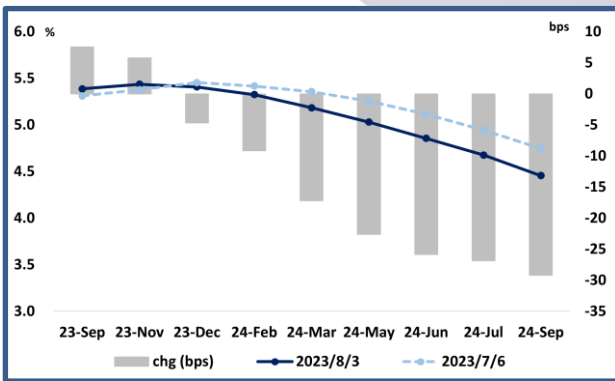
主題趨勢報

財政部公債發行計畫(8/2)								單位: \$bn	
2023	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	20Y	30Y	原估	實際
Jan	42	40	43	35	32	12	18	263	263
Feb	42	40	43	35	35	15	21	262	262
Mar	42	40	43	35	32	12	18	259	259
Apr	42	40	43	35	32	12	18	267	267
May	42	40	43	35	35	15	21	268	268
Jun	42	40	43	35	32	12	18	263	263
Jul	42	40	43	35	32	12	18	263	263
Aug	45	42	46	36	38	16	23	275	278
Sep	48	44	49	37	35	13	20	281	285
Oct	51	46	52	38	35	13	20	300	303
Nov(f)	54	48	55	39	41	17	25	313	318
Dec(f)	57	50	58	40	38	14	22	317	323

結論:短線仍存上行可能，長期預計利率將緩步下降

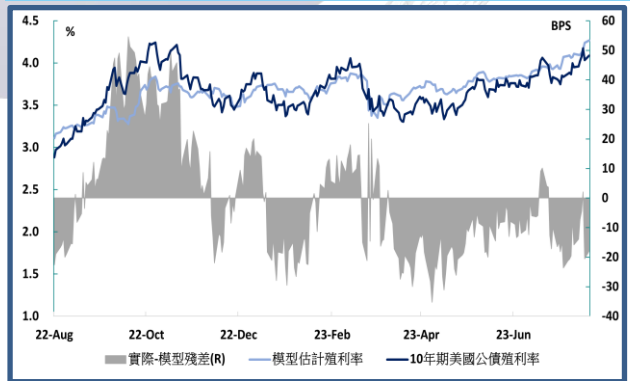
終歸來說，近期的波動說明市場可能仍在重新調整對軟著陸預期的變化，這同時推動了遠期通膨再定價和更陡峭的殖利率曲線，然而可注意到短天期在近期變化不大，這裡可能也存在一定殖利率上行修正風險，因為如果經濟確實比原先設想得更為強勁，就不應該期望聯準會在24H1大幅降息；此外基本面所驅動的估值因素也發揮了推動作用，在控制了利率預期、遠期通膨預期、經濟預期等主要三項變數後，過去幾個月公允價值模型隱含美國10年期公債殖利率一直保持著溢價狀態，直到殖利率跳升至4.2%後當日的溢價才收斂，考量流動性較為疲軟的背景以及強勁經濟基本面等因素，短期殖利率仍存在上行的風險；長線上仍有望隨時間的推移、通膨放緩，利率將呈現下降趨勢，維持美國公債正向評等並預計10年期公債殖利率年底目標價3.5%，但因市場對風險溢價的要求有所提高，這將限制殖利率進一步下探的空間。

OIS利率市場持續預期24H1大幅降息



資料來源: Bloomberg，永豐投顧整理

模型顯示當前仍溢價達18bps



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。