

2025年1月2日

主題趨勢報

美國債市

2025展望： 財政前景初探與公債後市前瞻



報告摘要

- 預計2025年底美國公債10年期殖利率預測為4.3%
- 公債供需相關問題的風險溢價將持續
- 美國公債殖利率達到5%可能性仍較低

2025年1月2日

主題趨勢報

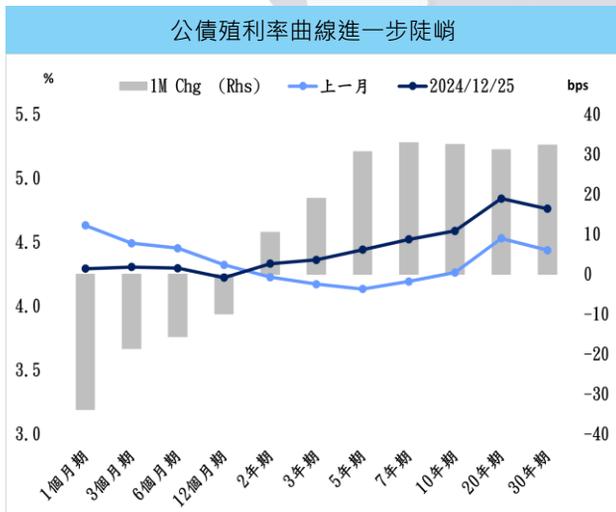
投顧觀點

12月聯準會意外鷹派引發了美國公債市場拋售，並暗示幅度相對淺的降息路徑，主要意外點是在前瞻指引之中。然而1/27的FOMC會議適逢總統就職，川普的政策主張並非全然推高通膨，仍需時間釐清政策組合及其影響，將在2025年3月FOMC的經濟預測摘要看到更具體評估。由於聯準會整體基調仍傾向降息，導致公債殖利率曲線的上行壓力出現在後端的部分，為了反映2025年底更高的政策利率，預期明年底美國公債10年期殖利率為4.3%，但並未改變對於明年經濟穩健成長、通膨緩步下降的看法。

至於美國公債殖利率達到5%可能性？市場擔心美國經濟與通膨再次增速將導致聯準會重啟升息的風險上升，這將推動市場對美國公債殖利率的重新定價，然而從近期的經濟動態來看，聯準會由目前寬鬆立場轉變到重啟升息的門檻仍然很高，此外，對財政持續性擔憂所導致的供需失衡，長天期殖利率飆升的可能性是存在的，但可能性仍較小，因此**預計美國10年期公債長期升至5%以上的概率依舊不高。**

操作建議

儘管10年期公債殖利率估值看起來相當便宜，但10月以來結合川普交易的趨勢表明，市場定價隱含了對未來財政路經擔憂的風險溢價，直接的觀察指標為美國公債相對掉期利差的持續貶值(負掉期利差持續擴大成因：1.公債流動性下降；2.交易商提供流動性和資金的能力有限；3.公債供應上升)。這現象基本隱含了一種觀點，即市場已普遍認知到上述情況，並且在可見的未來，財政赤字擴張將繼續，國會預算辦公室的赤字預測可能會再次低估未來幾年的實際路徑。即使財政部長的提名人持續呼籲縮小赤字，但傳統認知上要在不對成長和情緒產生負面影響的情況下，提高稅收或大幅削減支出，幾乎不大可能。總結來說，即使用傳統框架去看現行公債顯得便宜，但因為市場普遍不看好財政赤字路徑能得到大幅改善，期限溢價會隨著時間推移持續惡化，公債市場的供需風險將持續存在。在這背景下資本利得空間相當有限，主要報酬來源將來自於票息，建議可於4.5%~5%之間分批佈局。



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理



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1月2日

主題趨勢報

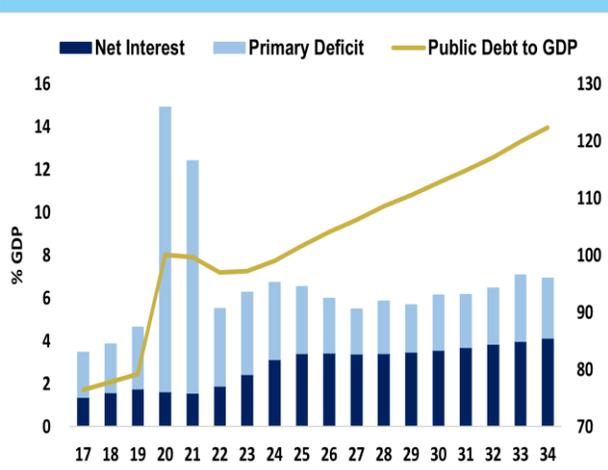
財政赤字的主要來源

利息支出的上升是預期赤字將維持在歷史高點的主要原因之一。由於赤字融資刺激措施激增與利率上升，利息佔GDP的比例從2019財年的2.0%上升至2024財年的3.3%。隨著債務展期利率上升和債務存量成長，利息支出會繼續攀升。除了利息支出增加外，未來三年基本赤字佔GDP的比例應超過3%。原因之一是預計實施減稅措施。第二個原因是福利支出，社會安全、醫療保險、醫療補助、收入保障和退伍軍人福利，可能會隨著人口老化而攀升。基本上如果不考慮削減福利計劃或是國防支出，那麼將很難找到可觀的節省，可見得要消除所有這些支出可能是一項艱鉅的任務，實際能削減幅度相對較小，按照政府會計辦公室，即使透過提高效率來實現節省，這些變化最多可節省2000億美元。

美國財政狀況的可持續性

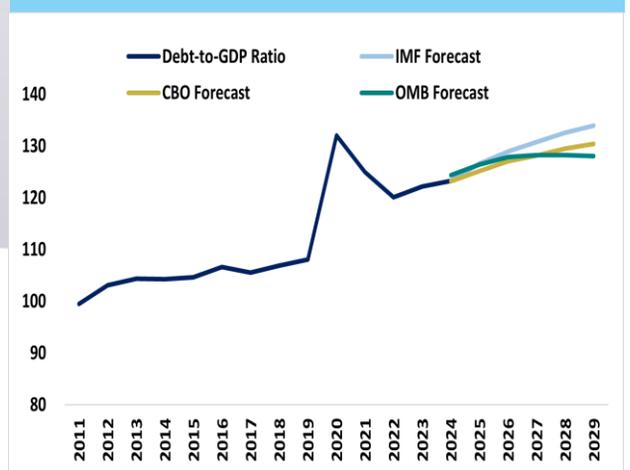
美國長期以來一直處於持續上升的財政軌道上。這可以從國會預算辦公室對公共債務的長期預期中看出，然而近期引起市場進一步擔憂。首先，為因應疫情而發行的債務數量出現了顯著的水平變化。其次，利率上升意味著利息成為赤字成長最快的部分。目前債務利息為3.3%，較疫情前水準大幅上升。然而，它仍然低於名目GDP成長率。也就是說即使美國存在基本赤字，理論上也能實現可持續的財政軌跡。市場普遍了解美國財政前景，風險是已知的，但對未來很可能仍是低估的，最可能發生的情境是所謂的期限溢價會隨著時間推移持續惡化，公債市場的供需風險將持續存在。後續可能的情境是，聯準會可能允許美國公債殖利率上升，並間接地收緊金融狀況、限制經濟活動，同時公債市場運作功能變弱，屆時一旦金融或經濟狀況收緊，聯準會可能會透過降息或直接購買美國公債來應對；此外如果國會或DOGE明年的支出削減幅度超出預期，那麼政府可能會在一定程度上得到較低的公債殖利率。

利息支出未來將成為主要支出來源



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理

未來債務占比存在低估可能



資料來源：Bloomberg · 永豐投顧整理