

利率市場週報

2012年1月30日~2月4日

台灣貨幣市場：

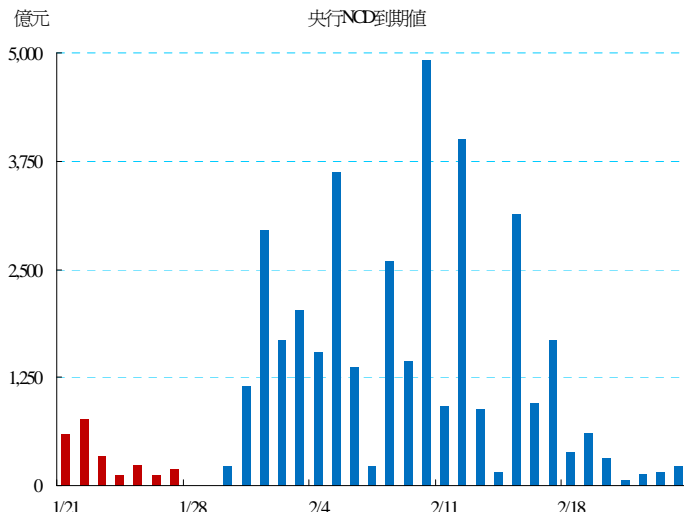
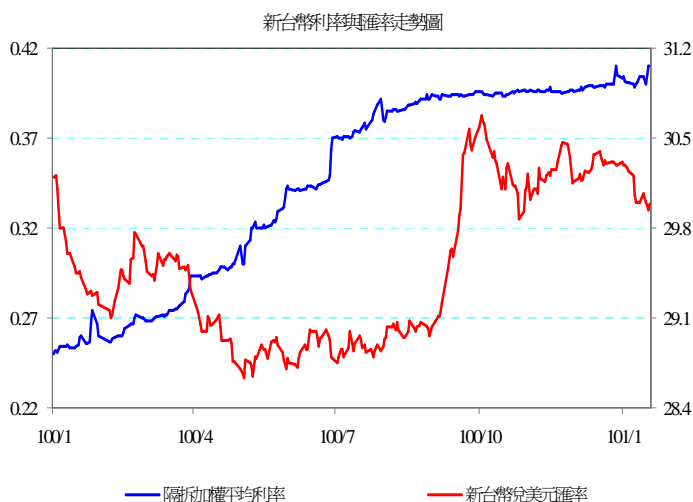
上週(1/16~1/20)銀行間資金分配不均，加上為農曆年前的最後一週，農曆春節9天假期過後隨即進入提存期底，大多數銀行資金調度保守，預先補足積數，拆款利率穩中帶緊，買票亦願意不高，30天期的短票市場賣票利率也因此區間上移1-2bp至0.85%~0.87%，30天期的票券附買回交易主要成交利率則在0.69%~0.73%。

本週(1/30~2/4)受到年後通貨回籠加上外資大量匯入的影響，銀行端資金錢滿為患，但央行持續發行NCD沖銷到期游資，減緩短期利率下降幅度。30天期的短票RP利率因資金回籠小幅下跌至0.67%~0.72%，30天期的賣票利率則因政府基金與委代操基金等部份資金投入股市，仍維持在0.85%~0.87%。

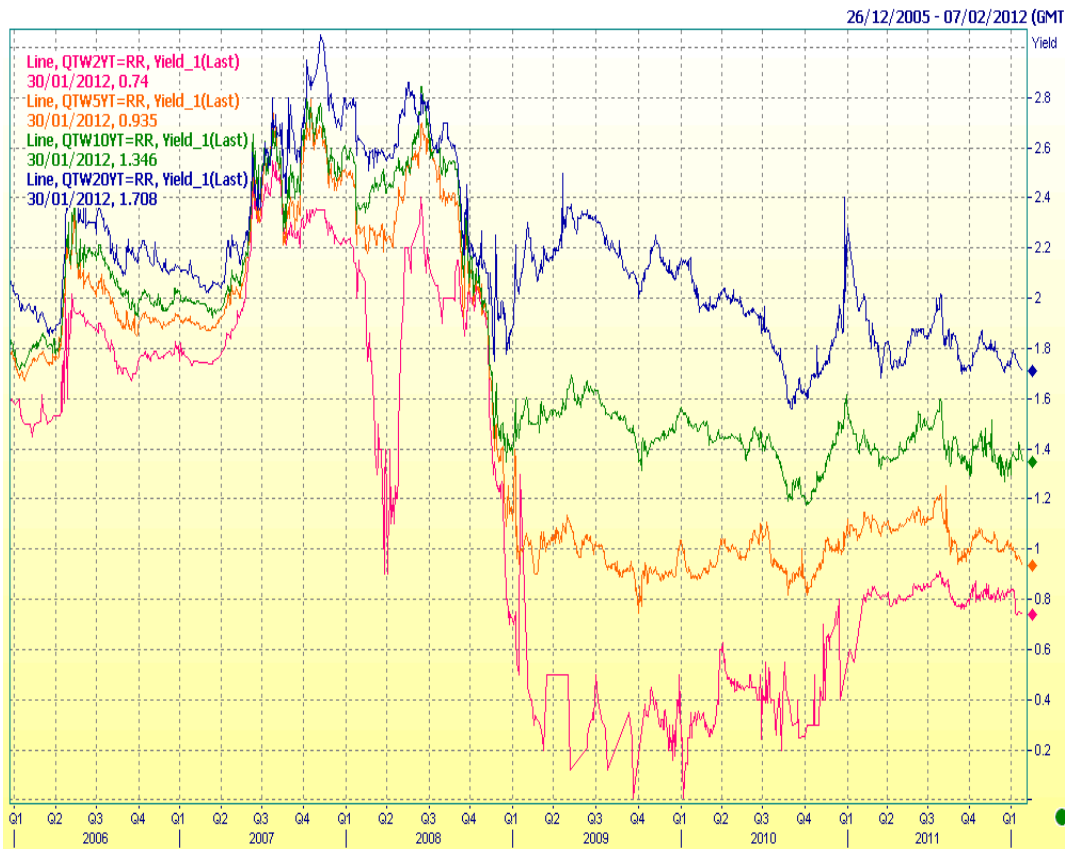
年前債券RP市場資金呈現先緊後鬆局面，在許多券商1/19、1/20不上班及市場在放長假前夕不想造成流動性風險的情況下，資金調度多集中在前面三天，但由於1/20有20年期公債400億交割的緊縮因素影響，讓1/18的資金情況起伏較大，不過整體來說市場仍算平穩，利率也持平在近期區間0.66%~0.69%。

本週為農曆年後第一週市場資金陸續回籠，市場資金更加寬鬆，加上年節期間國外股市漲聲四起，外資匯入力道不容小覷，只會令銀行端資金更加充沛，對債券RP市場是一項利多，預估本週利率應持穩於近期區間0.66%~0.69%，但低檔成交機會較大。

	寬鬆因子	緊縮因子
本週(1/30~2/4)	1、央行存單到期 11,934.7 億 1/30 2,578.00 億 1/31 1,149.00 億 2/01 2,951.50 億 2/02 1,685.50 億 2/03 2,025.70 億 2/04 1,545.00 億	1、菸酒稅、貨物稅、營業稅等例行性稅款繳庫。



台灣公債市場：



上週 10 年券波動區間：

無成交。

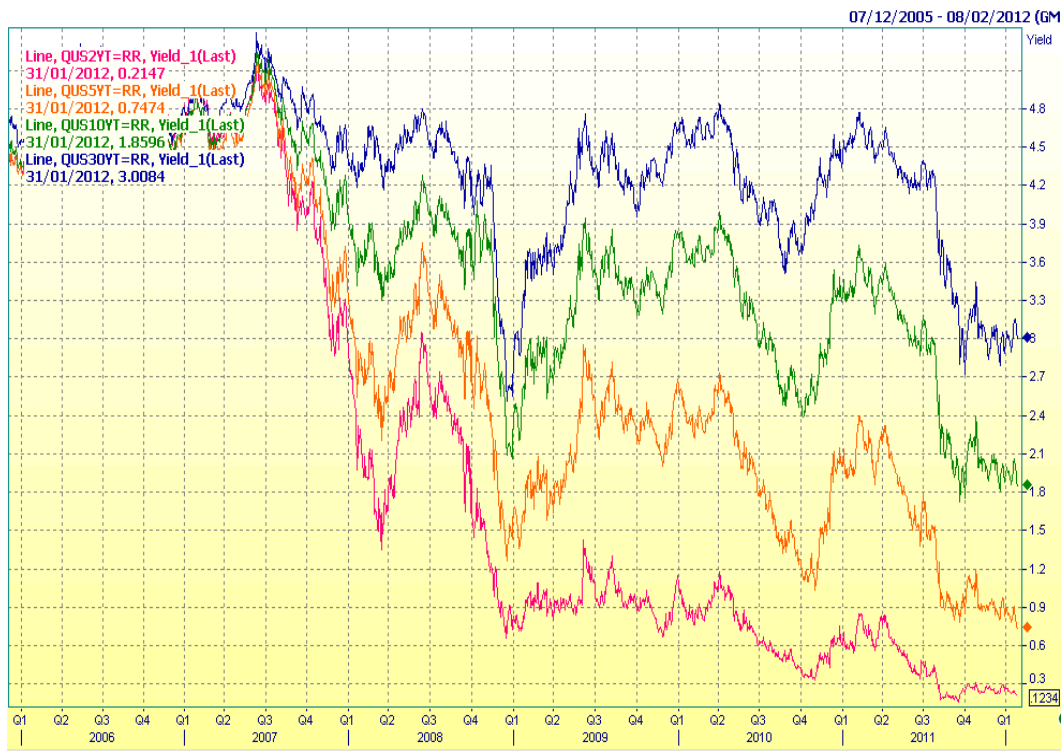
上週市況：

上週休市。

本週市況：

本週三將標購 2 年券 A01103，近期台幣匯率強勁，預料在特定買盤挹注下，得標利率暫看 0.75%至 0.78%區間。在市場預期 FED 將在 3 月或第 2 季實施 QE3 帶動下，配合年節前後，包括巴西、俄羅斯、印度等金磚國家均降息或調降存準率，國際資金回流商品市場與新興市場，而先進國家股市表現亦不弱，特別是與資本財及科技產品關聯較大之德國 DAX、美國 Nasdaq 及費半指數表現較佳，在外資大舉匯入資金行情帶動下，不排除股、債、匯市同步走多。預估 5 年債殖利率將在 0.94%~0.98%間整理，而 10 年債殖利率將於 1.25%~1.29%間整理。

美國公債市場：



上週重大事件與影響：

上週三 FED 表示，經濟溫和成長，但力道不強，將 2012、2013 年經濟增長預測分別調降為 2.2%-2.7%、2.8%-3.2%。基於通膨走勢溫和，長期通膨平穩，可使 FED 保持聯邦基金利率 0-0.25% 不變至 2014 年下半年，且若經濟復甦未如 FED 預期，不排除實施 QE3。在此利多激勵下，股債市全面翻多，上週殖利率曲線下跌，10 年期公債跌幅較大，通週下跌 13.3 個基本點，收在 1.891%；30 年期通週下跌 4.5 個基本點，收在 3.0574%。

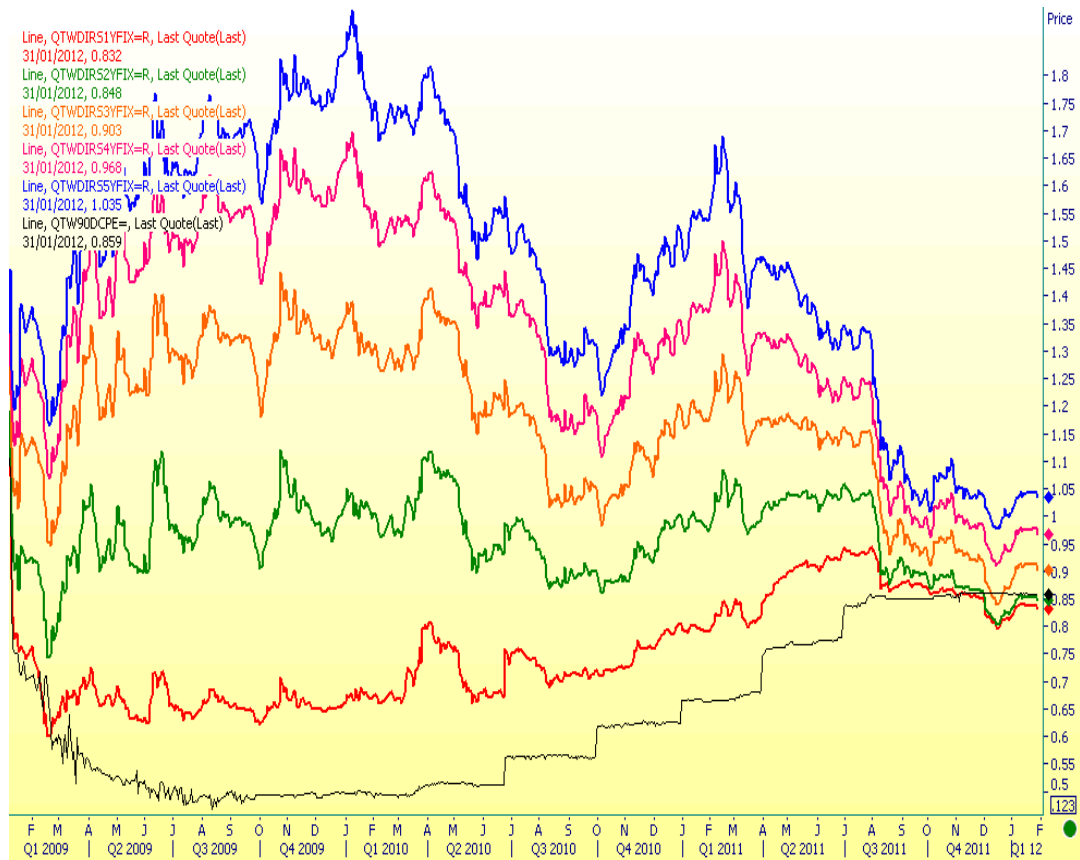
本週總經數據公佈：

1. 本週一將公佈 12 個人支出、個人收入及 Core PCE 物價指數。
2. 本週二將公佈 1 月芝加哥 PMI 指數及消費者信心指數。
3. 本週三將公佈 12 月建築支出、1 月 ISM 製造業指數及 ADP 民間就業人數。
4. 本週五將公佈 12 月工廠訂單、1 月失業率、非農就業人數、時薪及 ISM 服務業指數。

預期本週波動區間：

受聯準會主席表示不排除實施 QE3 影響下，歐元雖持續面臨希臘債務危機談判無法達成協議之利空，在農曆春節期間仍自低檔反彈至 1.32，同時美元指數則由 81.5 跌至 79，但在交易員預先卡位 FED 實施 QE3 之重大利多下，美債表現強勁，漲勢高於美股，預測 10 年期公債維持區間震盪在 1.8%~2.15%，30 年期公債則維持區間震盪於 2.8%~3.15% 之間。

利率衍生性商品市場：



上週市況：

上週休市。

本週市況：

本週重點觀察 1 月 ISM 製造業指數、失業率及非農就業人口等美國總經濟數據。自 12 月中以來，雖美股穩健緩漲，惟歐債前景堪憂，加上 FED 意外宣布維持低利政策至 2014 年底，預計短期內 IRS 將不脫區間盤整。近期外資湧入台灣推升台幣匯率，春節期間國際股市表現平穩，後續資金行情仍可期待。

目前 1 年與 2 年期 IRS 利率仍在 90 天 CP 短率之下，雖因歐債對股市利空影響漸減下，整體 IRS 利率下跌幅度有限。惟在歐元區主要國遭惠譽降評，以及美國 FED 政策調整下，短期操作仍應趁利率反彈建置收固定部位，並適時設停利點。

1 年期利率交換暫看 0.78%~0.84%、2 年期利率交換暫看 0.82%~0.87%、3 年期利率交換暫看 0.88%~0.93%、4 年期利率交換暫看 0.94%~0.99%、5 年期利率交換暫看 1%-1.06%。

總體經濟指標分析：

台灣：

去年 12 月外銷訂單 363.05 億美元，較 11 月減少 3.5 億美元，較前年同期減少 0.7%，為 2009 年 9 月以來首度較上年度同期減少。主要接單地區之訂單除美國、新加坡、東歐、中東以外，包含來自中國、日本、歐元區、英國等訂單均下滑。去年 12 月工業生產指數為 125.45，經季節調整後較 11 月下降 0.3%，較前年同期則下跌 8.1%。綜合工業生產與外銷訂單表現，顯示 12 月製造業景氣較 11 月下滑。企業調查報告顯示，第 1 季外銷訂單動向指數依家數計算為 36.83，依金額計算為 31.29，顯示今年第 1 季訂單將較去年第 4 季持續減少，且接單金額下滑幅度會更高，而第 1 季製造業生產動向指數為 45.05，也顯示製造業第 1 季產出將較去年第 4 季下滑。

綜合工業生產與外銷訂單指標來看，12 月景氣較佳之產業包括金屬製品(模具)、科技產品(PCB)、高爾夫球具、冷凍食品、整車與汽車零件、玻陶等非金屬礦物製品，而表現較差之產業包括科技產品(太陽能電池、LED、TFT LCD)、智慧型手機、煉油、機車、飲料等，而基本金屬、5 大通用樹脂等化學材料、醫藥生化、加工絲、成衣服飾等產業則開始反彈。

美國：

去年第 4 季經濟成長率為 2.8%，較市場預期之 3.2% 略差。經濟持續溫和成長主要受民眾增加對汽車、家具、家電等耐久消費財之消費支出，以及企業擴大備料庫存，其中耐久財消費支出帶動經濟成長 1.1%，民間非農庫存則帶動經濟成長 1.9%，而主要削弱美國經濟成長動能之因素為政府支出縮減。第 4 季消費支出物價較前年同期上漲 2.6%，核心消費支出物價年增率則為 1.7%，顯示通膨仍保持在聯準會通膨目標區 2% 以下。

12 月消費者物價持平，較去年同期則上漲 3%，核心消費者物價月增 0.1%，較去年同期則上揚 2.2%，消費者物價與消費支出物價均出現高檔止穩情況。價格下跌之商品與勞務主要來自於能源相關產品與服務如汽油、燃油、電力、瓦斯，另汽車、資訊通信產品、消費性電子產品、教科書等，而醫院服務、藥品、食品(肉、蛋、油脂、糖)、汽車零件、童裝、娛樂服務等價格則上漲。

12 月生產物價較 11 月下跌 0.1%，較去年同期則上漲 4.8%，核心生產者物價上漲 0.3%，年增率則為 3%。國際原物料價格受歐債危機擴大衝擊，投資與投機性需求轉弱而回檔整理為生產者物價走低最大因素，包括能源商品與服務(原油除外)、石化原料與中間財、農糧食品(黃豆、玉米、小麥、蔬菜、肉、糖、麵粉、加工食品、飼料)、纖維、紙等重要原物料價格均走低，而影音家電、資訊通信產品、重卡車等價格亦走跌。價格上漲之商品則包括原油、鐵礦砂、廢鋼、廢鋁、家禽、家畜、機械(營建、冶金、動力)、金屬製品(馬達、軸承、導軌、凡爾)、瀝青、石膏板等非金屬礦物製品、輕卡車等。

國際原物料價格之向後遞延效應仍反應在金屬製品與汽車零件等中間財與相關機械等資本財上，但因零售業降價促銷刺激買氣，消費財價格普遍走跌，使得通膨走勢逐漸緩和。

12 月領先指標月增 0.4%，連續第 3 個月走揚，成長力道主要來自於長短期利差、首領失業救濟金人數、工時、ISM 訂單指數、核心非國防資本財訂單、消費財訂單等，而金融信貸領先指數與消費者信心指數則限制領先指標漲幅，顯示歐債危機擴大導致金融信用緊縮以及消費者信心轉弱。12 月同時指標月增 0.3%，包括工業生產、非農就業人數、企業銷售、個人所得等指標均成長。12 月落後指標亦月增 0.3%，成長力道來自於服務業物價、勞動成本、消費信貸，而企業貸款走弱則限制指數漲幅。景氣指標顯示美國實體經濟在 12 月普遍好轉，但市場氣氛持續受歐債危機衝擊而不佳，成為限縮美國經濟成長動能主因。

12 月芝加哥聯邦儲備銀行全國景氣指數由 0.46 大幅翻揚為 0.17，MA3 指數亦由 -0.19 上升為 -0.08，美國經濟持續溫和成長，但成長力道仍低於長期歷史平均值，而通膨則持續保持溫和走勢。全國景氣指數強勁上揚主要受生產指標如工業生產、製造業生產、產能利用率，與就業市場指標如失業率、首領失業救濟金人數等改善所帶動，但房市指標持續低迷則限制了經濟擴張動能。

12月耐久財訂單月增3%，扣除運輸設備之耐久財訂單則增加2.1%，核心非國防資本財訂單則在連續兩個月下跌後首度增加，月增2.9%，顯示企業在年末追加備料庫存。除資訊產品、電機設備、金屬製品外，多數產業訂單成長包括基本金屬、機械、資訊零組件、通信設備、航太、汽車零件等。

12月工業生產月增0.4%，製造業生產則成長0.9%。擴產之產業包括基本金屬、金屬製品(螺絲螺帽、濺鍍)、機械(營建、採礦、馬達、動力、金屬加工)、科技產品(半導體、精密儀器、資訊零件)、化學(基本化學、石油化學、生醫化學、農業化學、合成洗劑)、塑橡膠產品、木材、食品、紡織上游等，而機械(工業、商務)、科技產品(資訊產品)、非金屬礦物製品(石膏板)、電機設備、軟性飲料等產業則減產。

12月芝加哥聯邦儲備銀行製造業景氣指數月增1.7%，除紙、非金屬礦物業景氣下滑外，其餘產業景氣均擴張，包括鋼鐵、機械、汽車、化學、木材、食品等。

1月紐約聯邦儲備銀行製造業景氣指數由8.19上升為13.48，預期指數亦由45.61上揚為54.87，景氣擴張動能加速，且未來6個月在備料庫存訂單加速回籠帶動下持續樂觀，而1月費城聯邦儲備銀行製造業景氣指數與去年12月相較近乎持平為7.3，但預期指數亦由40上升為49，景氣擴張動能雖不如紐約強勢，但對於未來6個月景氣亦在備料庫存訂單回流帶動下而偏向樂觀。

綜合紐約、費城、芝加哥等美國東部與中部主要工業重鎮製造業景氣數據顯示，如同前年底與去年年初，美國經濟再度出現假期消費在降價促銷帶動下買氣熱絡後之庫存回補情況(可由第4季經濟成長率看出)，若今年上半年歐債危機可以順利渡過，下半年景氣可望持續成長，但如果與去年相同情況，則企業勢必又會在第2季面臨庫存升高之難題。

今年相較去年最大不同在於上半年蘋果即將陸續推出iPad 3與iPhone 5，且NB供應鏈因泰國水災衝擊致庫存水位不高，但仍須提防3月發生天災(如去年日本地震)或人禍(如以伊衝擊)之意外事件發生對於金融市場之衝擊，以及若聯準會未如市場之樂觀預期在今年上半年實施QE3，提前卡位之投機資金拉高出貨之衝擊。

1月聯準會公開市場操作會議決議維持聯邦資金利率在0-0.25%不變，並將持續進行扭轉操作(OT)。聯準會表示美國經濟在去年第4季成長腳步略有加快，但前景仍十分脆弱，持續面臨金融市場信用緊縮與房市低迷等不利因素衝擊，就業市場有所改善，但失業率仍居高不下，而近期通膨走勢有所緩和。

聯準會調降2012年經濟成長率預測區間為2.2%-2.7%，核心通膨預估區間也調降為1.5%-1.8%，失業率預估值則在8.2%-8.5%，為達成聯準會最大就業與通膨穩定之雙重政策目標，基於資源利用率仍低，通膨展望遲緩，將可確保現行低利率政策持續至2014年下半年，等同於最多將延長低利率政策實施時程18個月。設若後續失業率仍舊無法明顯改善，而通膨偏離聯準會目標2%太多之情況，不排除加碼收購房貸抵押證券，即QE3。

日本：

11月第3產業指數較10月下跌0.8%，較去年同期亦下跌0.8%。景氣下跌之產業包括零售(家電等機械器具)、躉售、娛樂服務、壽險與金融結算、營建服務、綜合服務等產業，而景氣上升之產業則包括修車、行動通信服務、資訊服務、集合住宅銷售等。

12月零售銷售在汽車、汽油、藥妝、服飾等銷售業績好轉帶動下，較去年同期成長2.5%，僅家電等機械器具銷售受今年第1季新產品即將上市效應與基期較高等因素影響而較為弱勢。

12月躉售銷售因國際原物料價格走低導致礦物、非鐵金屬、化學材料、農畜產品等銷售疲軟，且服飾、家電等機械器具銷售亦不佳等不利因素衝擊而較去年同期減少1.6%，而綜合躉售與食品飲料躉售業之業績相對較佳。

12月消費者物價、核心消費者物價與11月持平，超核心消費者物價則下跌0.1%，相較去年同期消費者物價、核心消費者物價、超核心消費者物價分別下跌0.2%、0.1%、1.1%，顯示日本經濟正面臨消費買氣不振，致平面電視、冰箱等家電與資訊通信產品零售業者必須大幅降價刺激買氣帶動物價走跌，超過汽油、燃油、電力等能源相關產品與服務價格上揚之通貨緊縮情況。

12月工業生產在泰國水災對於汽車、消費性電子產品供應鏈衝擊逐步緩和效應帶動下出現強勁反彈，較11月大幅成長4%，增幅主要來自於汽車等運輸設備、手機等資訊通信產品、半導體設備等電子與IC元件。12月包括汽車、礦工業生產相關機械、資訊通信產品、電子與IC元件、服飾等產業庫存銷售比均大幅下降，顯示年終期間企業庫存回補需求大幅回升。企業評估1月工業生產將增加2.5%，增幅主要來自於汽車、資訊通信產品、機械等，而2月工業生產將持續成長1.2%，增幅主要來自於電子與IC元件、鋼鐵、紙等。雖然因企業回補庫存可望帶動第1季工業生產上揚，但鑒於企業預期成長力道逐步放緩，且歐債危機與日本升值等不確定因素太多，經產省評估工業生產走勢持平。

日本央行與日本政府同步調降明年財政年度經濟成長預測，受日圓強升與歐債危機導致海外需求可能減弱等不利因素衝擊，經濟成長預估值調降為2%。日本政府也不斷表示將不會對日本強勁升值坐視不管，以維護日本企業之海外獲利。

歐元區：

11月歐元區工業訂單較10月減少1.3%，扣除大型運輸設備之工業訂單亦減少0.5%，減幅主要來自於資本財與中間財各2.1%與1.3%，其中中間財訂單為連續第3個月走跌，主要受紙、化學、基本金屬等國際價格走弱與需求轉弱等不利衝擊交互影響，而汽車、航太、工具機、電機設備、精密儀器等資本財訂單亦在國際需求受景氣不透明度大幅提高而減緩下單之衝擊，包括瑞典、德國、荷蘭等工業化較高國家訂單均大幅減少。

但在假期銷售效應帶動下，雖然歐債危機發酵，但服飾、藥品、光學等消費財訂單仍反彈，另貨卡等運輸設備、農業機械與輸送帶等機械訂單亦增加。

