

利率市場週報

2021年7月12日~2021年7月16日

台灣貨幣市場：

上週(7/5~7/9)有綜所稅款繳庫，致部份銀行資金操作轉趨保守因應，市場新錢難尋，除降低資金流動性外，亦令短率滯留於上月底水準，未因月初而回落低點，一週拆款利率 0.17~0.21%。短票市場方面，因繳稅國庫的因素使銀行端會稍微緊一點使部分銀行對短票利率較為堅持，但月初短票量能有限資金缺口不大，使得短票利率續即有區間變化不大，賣斷 30 天期自保短票主要成交 0.21%~0.23%。

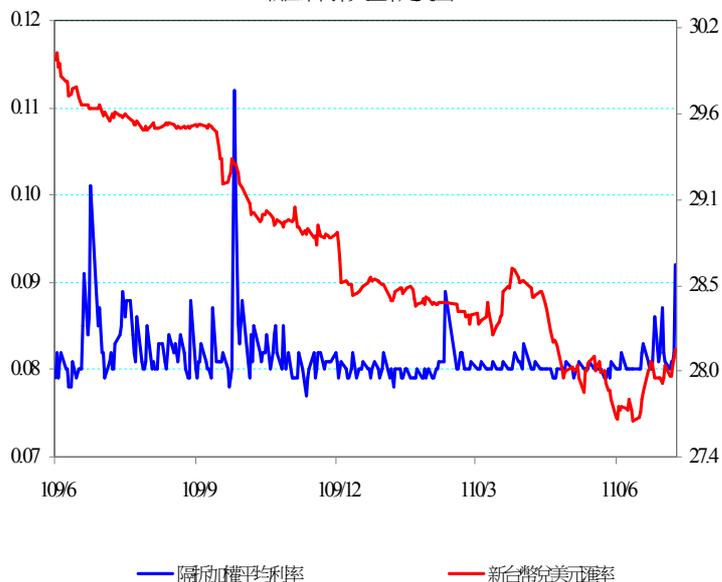
本週(7/12~7/16)央行存單到期金額約 1.9 兆元。將持續關注稅款繳庫及企業發放現金股利等緊縮因素，預估央行將透過公開市場維持適當寬鬆，成交利率維持區間，預估賣斷 30 天期自保短票利率區間在 0.21%~0.23%。

上週(7/5~7/9)緊縮因子有:週一央行發行一年期定存單 1,700 億台幣、和鑫光電發行公司債 9 億台幣；週三法國興業銀行發行 0.39 億澳幣債、聯電發行 4 億美元債；週四 Emirates NBD Bank 發行 2.5 億美元債、怡華發行公司債 3 億台幣；週五凱基證券發行公司債 50 億台幣、銀行繳交稅款入庫。進入月初市場資金受稅款繳庫影響而未明顯寬鬆，債 rp 調度延續前週平穩的態勢，利率維持在既有水準。上週利率區間，公債成交 0.14%~0.16%，公司債成交 0.16%~0.19%。

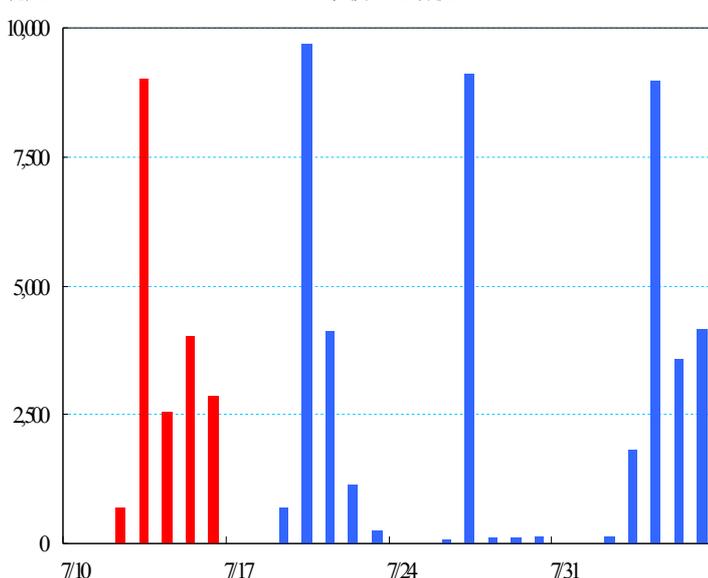
本週(7/12~7/16)緊縮因子有:週一卡達石油發行 40 億美元債、合庫金發行公司債 100 億台幣、長春石化發行公司債 80 億台幣；週二台灣大發行公司債 25 億台幣、Emirates NBD Bank 發行 11.25 億人民幣債；週四瑞士信貸銀行發行 2.8 億南非幣債、央行標售兩年期定存單 800 億台幣。稅款入庫後整體市況緩步轉佳，投信端資金維持平穩，致債 rp 缺口不大，調度順利，預期利率將在既有區間。預期利率區間，公債成交 0.14%~0.16%，公司債成交 0.16%~0.19%。

	寬鬆因子	緊縮因子
本週 (7/12~7/16)	1、央行存單到期 19,121.00 億元	1、菸酒稅及貨物稅等例行性稅款繳庫。
	7/12 702.00 億元	
	7/13 9,008.20 億元	
	7/14 2,541.10 億元	
	7/15 4,030.50 億元	
	7/16 2,839.20 億元	

新台幣利率與匯率走勢圖



央行 NTD 到期值



台灣公債市場：



上週 10 年券波動區間：

0.3916%-0.3995%

上週市況：

台債市場，月初買盤資金充沛，10年公債利率跌破0.40%整數關卡，長端債券亦見到買盤追逐，整體殖利率曲線趨平。貨幣市場寬鬆，但短天期利率持穩不易向下。本土疫情緩和之際，衛福部推動各縣市微解封但地方保有自主彈性。台股漲多回跌，屬合理調節，台幣兌美元匯率因而趨貶。全球確診病例日增數上升至40-50萬人區間，Delta型病毒在亞洲國家擴散，缺乏歐美國家那般充足的疫苗因應，確診人數跳升。美元觸高位震盪，美股盤整，美國公債殖利率大幅下跌。台債終場5年期公債收0.2600%，較前周持平；10年期公債利率收0.3990%，較前周下跌2.6個基本點；20年期公債利率收0.5350%，較前周下跌2.4個基本點。

經濟數據公佈：

1. 5月份景氣對策信號綜合判斷分數為41分
2. 6月份經季節調整後之臺灣製造業採購經理人指數為64%

本週市況：

我國台灣央行6月份理監事會議，維持原利率決議不變，雖因本土疫情爆發抑制民間消費，所幸出口動能與民間投資持續，上調下半年預期CPI和經濟成長率。5月景氣對策信號綜合判斷分數為41分，與上月持平，燈號續呈紅燈；同時指標持續上升，但領先指標續呈走緩，顯示當前國內景氣仍處穩健成長，惟須關注後續發展。本土疫情逐漸抑制，第三及警戒雖延長至7/26但衛福部指引微解封，開放部分育樂場所及有條件放寬餐廳室內用餐。本周因利率已下跌許多，繼續帶動公債利率下行的機會不大，維持區間盤整，預估5年期公債交易區間0.2%5-0.30%；10年期公債交易區間0.38%~0.43%；20年期公債交易區間0.53%~0.58%。

美國公債市場：



上週重大事件與影響：

上週美國公布的經濟數據 5 月份 Markit 服務業指數、ISM 服務業指數。景氣數據略收縮。全球確診病例日增數上升至 40-50 萬人區間，全球累計 1 億 8763 萬人確診，405 萬人死亡。油價終止上漲，因疫情干擾及 OPEC+ 未針對減產取得進一步共識拖累。美元指數高點震盪，不排除為部分獲利了結賣壓。美國債市，因上週沒有公債發行，加上再通膨交易平倉以及經濟數據或許反應景氣見頂，公債殖利率通週再度走跌，不過仍然是中年期利率下跌較多，殖利率曲線保持前週陡峭。2 年期公債利率收 0.2146%，較前週下跌 1.90 個基本點；10 年期公債利率收 1.3561%，較前周下跌 6.77 個基本點；30 年期公債收 1.9869%，較前週下跌 5.35 個基本點。2 年和 10 年公債利差約 114 個基本點，10 年和 30 年公債利差約 63 個基本點。

本週總經數據公佈：

1. 本周二將公布 6 月份 CPI(年比)
2. 本週三將公布 6 月份 PPI(年比)
3. 本週四將公布 6 月份進口物價(月比)、出口價格(月比)、工業生產、產能利用率
4. 本週五將公布 6 月份零售銷售及 7 月份密西根大學消費者信心指數

預期本週波動區間：

本周聚焦物價數據及聯準會褐皮書報告公布。聯準會主席鮑威爾將於本週四(6/15)出席國會證詞，料能揭露更多美國就業環境改善近況的消息。美元指數高點回落，CFTC 淨空倉增加，美元近期似乎較難攀越 3 月前高。10 年通膨預期下跌至 2.25%，近期公債大幅度回落，除了技術上修正還包括放棄再通膨交易的平倉，但整體而言，利率長期上行基調應不變，除非接下來登場的財報週有跌破市場預期的差強人意表現，否則美國經濟放緩是指相對成長比率收斂，而非絕對數字減少，不過短多下測空間仍有，因買在預期實在事實，財報公布後或引發股市獲利了結，加上領先全球景氣表現的中國出現擴張疲軟，致使人行降準 2 碼，減緩企業的流動性準備。本週美國財政部將標售 3、10、30 年期公債。預估本週 2 年期公債交易區間 0.2%~0.25%；10 年期公債交易區間 1.2%~1.45%；30 年期公債交易區間 1.95%~2.15%。

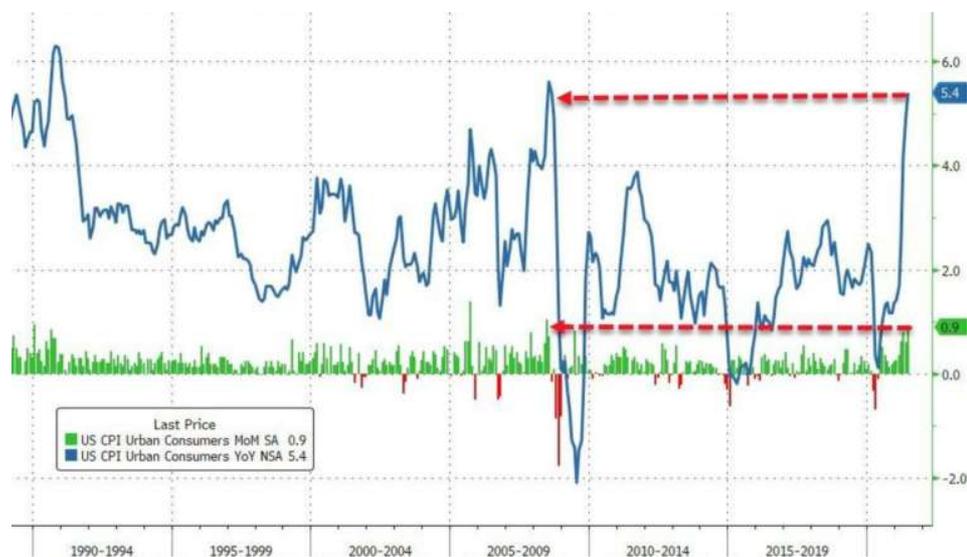
總體經濟指標分析：

美國：

美國 6 月 CPI、核心 CPI 分別年增 5.4%、4.5% 均高於預期 核心 CPI 增幅創 1991 年以來最高

美國 6 月整體和核心消費者物價指數 (CPI) 繼續上揚，年、月增率均高於市場預期，顯示隨著疫情改善，經濟重啟相關商品與勞動力成本持續加劇通膨壓力。

美國勞工統計局 (BLS) 報告顯示，6 月 CPI 年增 5.4%，高於預期的 4.9%，及 5 月的 5%，為 2008 年 8 月以來最大漲幅；CPI 月增 0.9%，高於預期的 0.5%，及 5 月的 0.6%，也是 2008 年以來最大增幅。



綠：美國 CPI 月增率，藍：美國 CPI 年增率 (圖：Zero Hedge)

排除食品和能源價格後，6 月核心 CPI 年增 4.5%，增幅為 1991 年 11 月以來最大，高於預期的 4%，及 5 月的 3.8%；核心 CPI 月增 0.9%，高於預期的 0.4%，及 5 月的 0.7%。

6 月大部分的漲價壓力主要來自受疫情影響而停產的行業，包括二手車價格、機票價格、運輸成本及服飾價格等。當月 CPI 有三分之一來自二手車與卡車價格指數的貢獻，月增 10.5%，增幅寫下歷史最高，年增 45.2%。

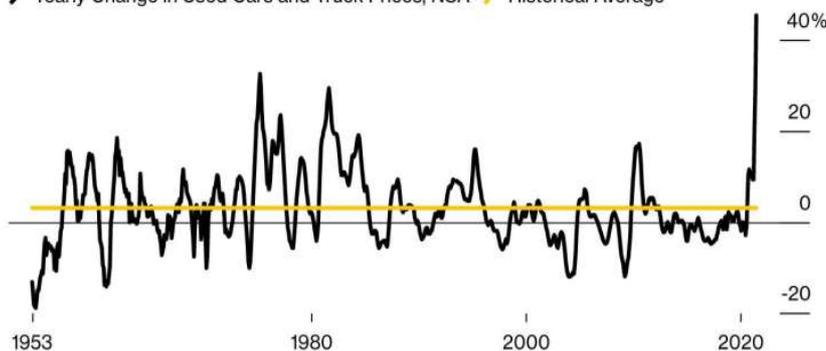
全球半導體晶片短缺削弱了汽車生產，新車價格持續上漲，需求目前主要由租賃公司推動。根據產業數據，二手車和卡車價格將很快降溫。

6 月食品和能源價格分別月增 0.8% 和 1.5%，食品價格年增 2.4%；汽油價格指數月增 2.5%，年增 45.1%。此外，燃油價格指數月增 2.9%，新車價格指數月增 2%，運輸服務價格指數月增 1.5%，反映出隨著防疫限制令解除，消費者對旅行及交通相關商品與服務的需求也急遽攀升。

Here in My Car

Used vehicle prices in the U.S. rise fastest on record

Yearly Change in Used Cars and Truck Prices, NSA Historical Average



Source: BLS

美國 6 月二手車及卡車價格增幅創下有記錄以來最大 (圖：Bloomberg)

聯準會部分委員認為美國房市已經出現過熱情形，要求 Fed 停止購買房貸抵押證券，而 6 月住房物價指數也持續走高，該指數占 CPI 近三分之一，月增 0.5%，年增 2.6%。

根據美國勞工統計局另一份報告指出，消費者物價指數每月大幅上漲，轉化為工人的實際薪資則呈現負數；本月實際的平均時薪下降 0.5%，因為平均時薪成長 0.3%被 CPI 漲幅所抵消掉。

白宮官員持謹慎且樂觀的態度，認為目前的價格上漲將是暫時性的，主要因為木材和其他商品的遠期價格持續下跌，日前由於供應鏈瓶頸，這些商品的價格一度飆升。

近月來，市場對於通膨上漲以及是否促使 Fed 採取政策行動的相關訊息抱持謹慎態度。然而，周二發布通膨數據後，市場對於大幅上升的通膨數據反應平淡，主要指數小幅開低震盪，美債殖利率不增反減。

BMO Capital Markets 利率策略主管 Ian Lyngen 認為，6 月 CPI 數據雖令人感到意外，但並非各個項目普遍上揚的結果，比較傾向於異常值。美國銀行美國經濟主管 Michelle Meyer 也稱，上月數據再度因為幾個項目價格而大幅上揚，強化了暫時性通膨的觀點。

維吉尼亞海軍聯邦信用合作社 (Navy Federal Credit Union) 經濟學家法里克 (Robert Frick) 表示，6 月的 CPI 數據看起來很可怕，但同時也可以發現，主要是暫時性的價格上漲，推高了這些數據。

地區金融公司首席經濟學家穆迪 (Richard F. Moody) 表示，6 月物價漲幅最大的類別，以疫情期間受創最大的機票、旅館餐飲、出租車等為主。

賓州 PNC Financial 首席經濟學家弗徹 (Gus Faucher) 表示，目前最大的擔憂是，當前的高通膨已被納入消費者和企業的預期，導致長期通膨走高，就像 1970 年代曾發生的狀況。然而當前通膨壓力的暫時性，以及聯準會的警覺性應該可以防止這種狀況發生。

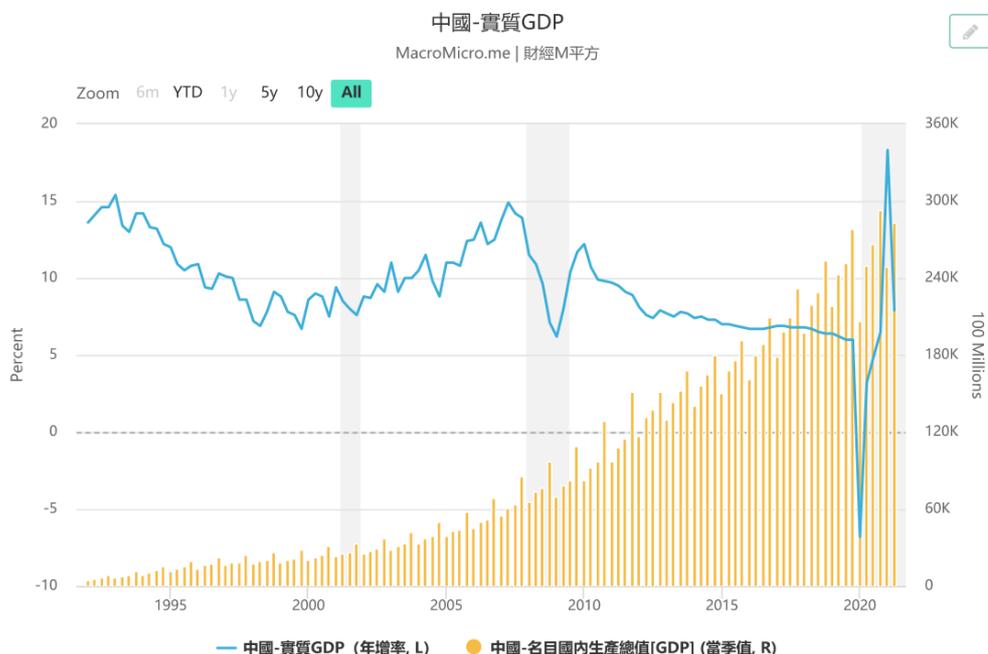
中國：

中國第 2 季 GDP 增長 7.9% 下半年復甦可能進一步放緩

7 月 15 日，中國國家統計局公布最新經濟數據，今年第 2 季中國國內生產總值(GDP)年增 7.9%，比今年第 1 季的 18.3% 的成長率顯著下滑。上半年中國 GDP 成長率達到 12.7%。

今年第 1 季中國經濟的超高增長率的背景是去年第 1 季年跌 6.8% 的超低基期的結果。同樣，去年第 2 季中國 GDP 增長 3.2%，今年第 2 季成長 7.9%，還是存在去年低基期的影響。

受訪專家認為，中國在去年一季度控制住疫情後，經歷了一年的經濟復甦後，目前復甦的步伐正在放緩，不過依然保持著增長的勢頭。



資料來源：財經 M 平方

香港科技大學經濟系首席教授朴之水（Albert Park）解釋稱，該數字是將每個季度的 GDP 與去年同期進行比較，使用這種方法，第二季度的增長率自然會放緩，因為去年二季度 GDP 要比去年一季度高得多。但如果將今年二季度 GDP 與今年一季度進行比較，就得到環比增長率，這個數字更有意義。

根據中國國家統計局公布的數據，從環比看，二季度國內生產總值增長 1.3%。朴之水表示，這表明增長正在放緩，反映出過去一年的復蘇進程逐漸結束。

不過，香港中文大學商學院助理教授胡榮向 BBC 中文表示，從數據中可以看出，儘管有通貨膨脹的擔憂和疫情持續帶來的挑戰，中國依然保持著增長勢頭。

整個上半年來看，GDP 同比增長 12.7%，計算出兩年平均增長 5.3%，距離疫情前 6% 左右水平還有一些距離。

從數據的細節分析，經濟學人智庫（EIU）經濟學家蘇月向 BBC 中文表示，最新的數據顯示出中國經濟復蘇的不平衡，國內需求仍是薄弱環節，零售總額還沒有恢復到疫情前水平。雖然平均工時連續幾個月增長，但居民收入提升速度還沒有經濟總體增長快。這些因素都限制了消費，因為缺少時間和錢來消費。

「提振（中國）國內需求將是一個挑戰，兩個月來失業率不再下降，（為了克服挑戰）我們預計未來幾個月，銀行貸款將向大型僱主傾斜。」蘇月稱。

朴之水認為，由於全球一些地區出現變種病毒而帶來新一波疫情，以及中國央行採取比較謹慎的貨幣政策，使中國面臨一些增長阻力。

值得一提的是，不到一周前中國央行一改謹慎的立場，宣佈於今日（7月15日）下調金融機構存款準備金率 0.5 個百分點（又稱「降準」）。這次全面降準估計釋放長期資金約 1 萬億元。無論是時間之快還是力度之大都「驚呆」了市場。這次降準對中國經濟的刺激作用還有待持續觀察。

蘇月認為，從剛剛公布的數據來看，二季度房地產投資在固定資產投資中份額繼續增加，顯示出最近阻止貸款流向樓市的措施對於引導資金流向其他行業（比如製造業）幫助不大。「這意味著，儘管最近降準，但政府不太可能放鬆樓市限制。」

對於未來經濟，路透社預期，下半年增速將進一步放緩，主因原材料價格上漲擠壓企業利潤並遏制製造業投資，消費持續低迷、並沒有出現預期般的反彈，而且下半年出口增速也勢必逐漸放緩。經濟面臨的下行壓力加大，要求有更多支撐經濟增長的政策出台。

「考慮到基數效應消退，二季度多數經濟指標同比可能有所走弱，」瑞銀首席中國經濟學家汪濤稱，她預計中國下半年 GDP 同比實際增速可能放緩至 5-6%。

鑒於近期經濟增長動能偏弱，尤其是消費的復蘇慢於預期，汪濤認為自己對 2021 年中國 GDP 實際增速為 9% 的預測面臨更多風險。

中國銀行研究院周一發佈 2021 年三季度經濟金融展望報告稱，下半年外部環境變化帶來的不確定性是影響中國經濟的最大變數。全球疫情防控不同步、經濟復蘇不平衡、政經博弈加劇、美聯儲貨幣政策轉向預期升溫等都加大了外部不確定性。中國貨幣政策預計將繼續堅持「以我為主」，但需警惕外部輸入性風險帶來的傳遞效應。

全球在疫情影響下，多國處於封鎖或半封鎖狀態，直接導致全球製造業產能繼續向疫情控制好的地區轉移，比如東亞各國，其中中國外貿數據的暴漲，恰好印證了這種替代效應。

胡榮認為，疫情無疑帶來了巨大挑戰，由於各國在處理經濟危機和獲得疫苗的能力上存在巨大差異，疫情後的世界經濟在不同國家和地區將更加不平衡。

舉例而言，隨著發達國家疫苗接種率大幅提高，新冠病毒致死率大幅下降，對疫情控制也進入新的階段，美國、英國和歐盟經濟開始快速放開。但印度、東南亞、非洲依然深陷疫情的封鎖之中。由於疫苗接種速度很大程度上取決於經濟發展水平，疫情對低收入國家的影響將日漸嚴重。

也有分析認為，極端情況下，全球經濟將形成雙軌運行，各個較發達經濟體由於疫苗接種率高，控制得當，形成一個大的經濟氣泡，而低收入國家將在疫情中持續掙扎，游離在氣泡之外。這將加劇全球收入分配不均，形成馬太效應，這意味著後疫情時代的經濟後果，將進一步帶來社會後果。

