

專題研究報告

美國債券第2季研究報告

2020.07.07

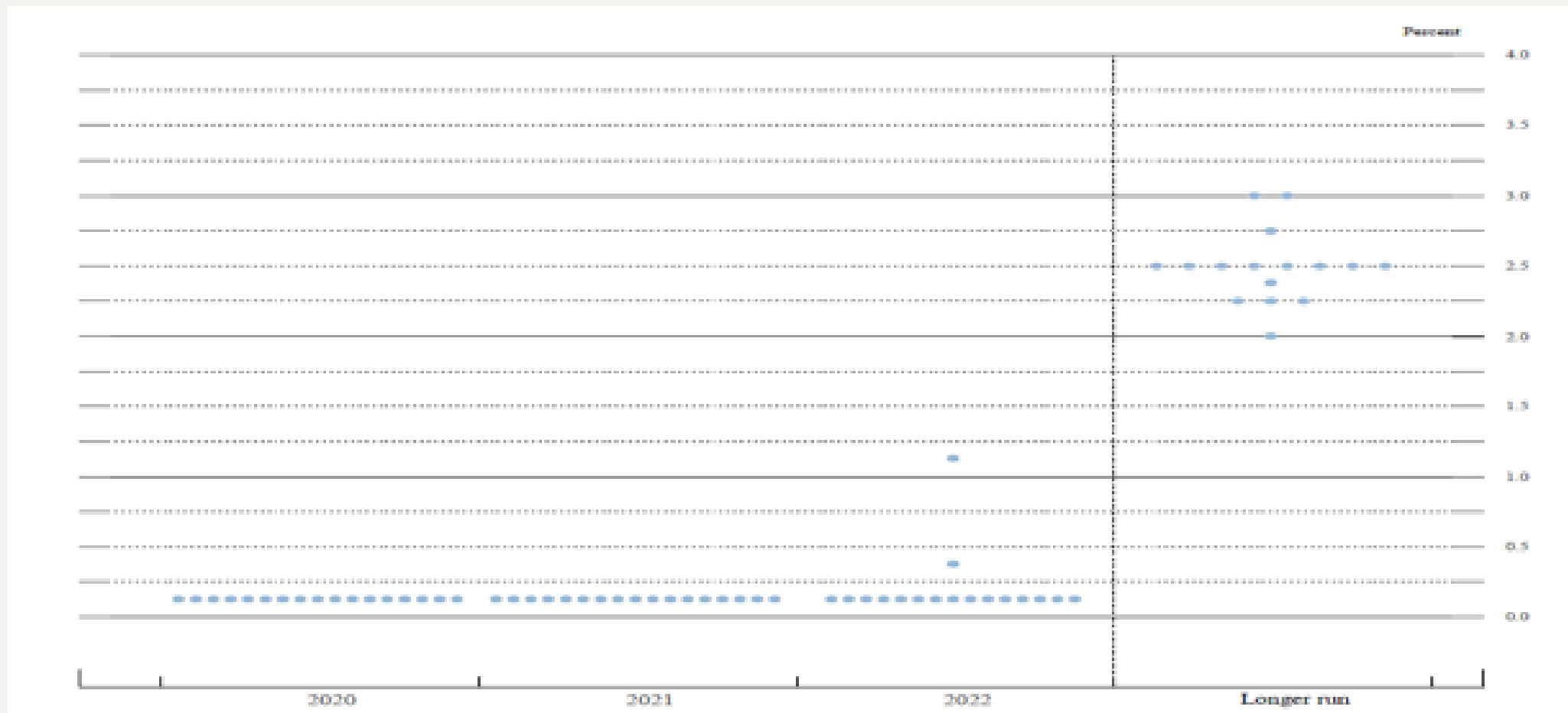
聯準會目前已釋出的救市措施

- 在疫情影響擴大後，美國聯準會開始大動作連續兩次進行緊急降息，並於3/15日同步宣布將重啟量化寬鬆(QE)規模將達7,000億美元。
- 3/23日聯準會發布聲明稿，暗示將持續購入債券，支撐市場流動性，暗示無限QE。此措施為聯準會破天荒首次採取無限QE之措施。
- 聯準會降至零利率後，市場開始臆測未來是否將採取負利率政策，但鮑爾於5/13之談話中表示，目前聯準會採取負利率之可能性極低，打消市場預期。

聯準會近期救市措施			
日期	救市措施	降息前	降息後
3/3	3/3 降息2碼	1.5%~1.75%	1.00%~1.25%
3/15	3/15 再降4碼，並重啟量化寬鬆7,000億美元	1.00%~1.25%	0~0.25%
3/23	無限量QE、大量購買國債	-	-
4/9	再釋出2.3兆美元救市	-	-

聯準會持續維持零利率

- 聯準會於6/10召開利率決議，最終並無採取任何動作，仍維持0 - 0.25%利率區間。
- 本次會議為疫情後首次揭露利率點陣圖，以利率點陣圖觀察聯準會未來意向，目前傾向持續維持零利率水準，較無採取負利率或升息之可能。

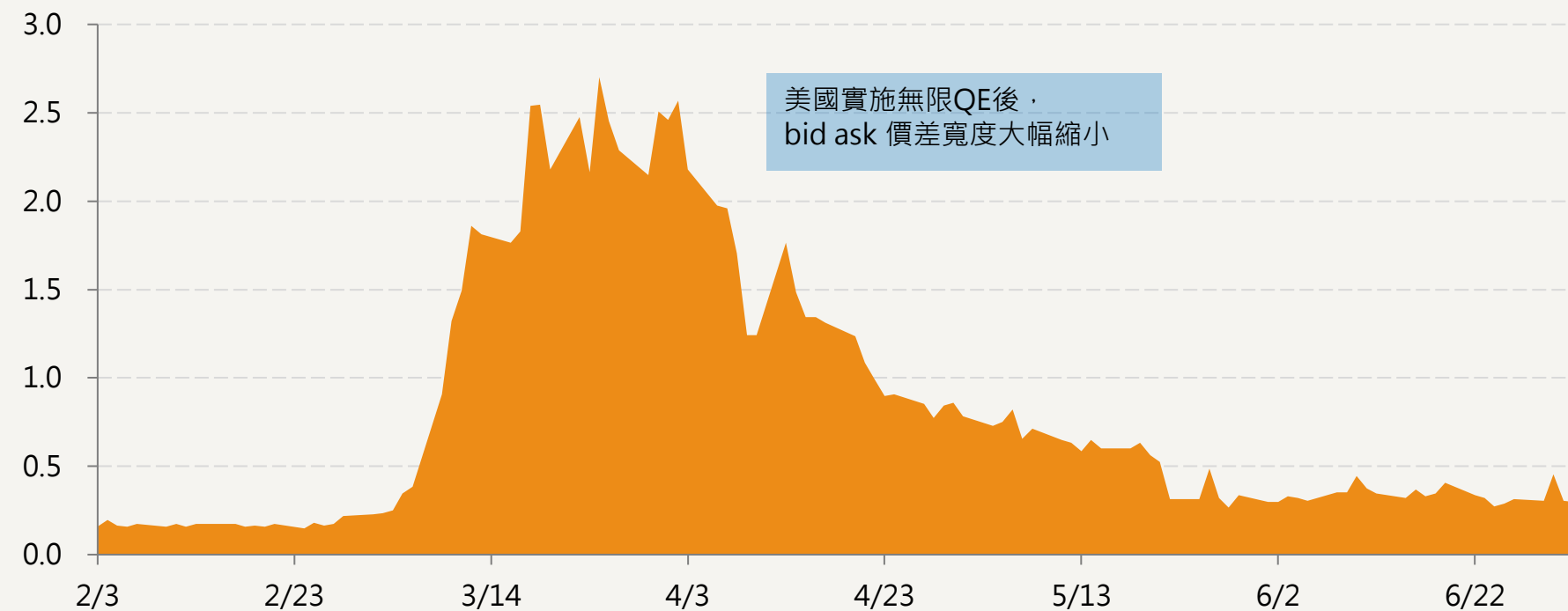


美國流動性緊縮問題趨緩

- 三月初時，因著全球疫情爆發，市場恐慌情緒飆升，投資人傾向持有現金而出現資產拋售潮。導致美債 bid ask 價差寬度放大，債市流動性極度稀缺。起初美聯儲大幅降息，並增加回購市場資金，但仍無法解決流動性問題。直至3/23才被迫實施無限QE，拯救市場流動性。
- 美聯儲大舉為市場注入資金後，美國債市供需面回復正常，雖然淨價 bid ask 價差寬度還未回到疫情前0.2%的水準，但流動性危機已經大幅趨緩。

美國公債淨價 bid ask 價差寬度 (%)

下圖指數是利用即將到期的美國 7 – 10 年公債所編制的bid ask 價差寬度指數



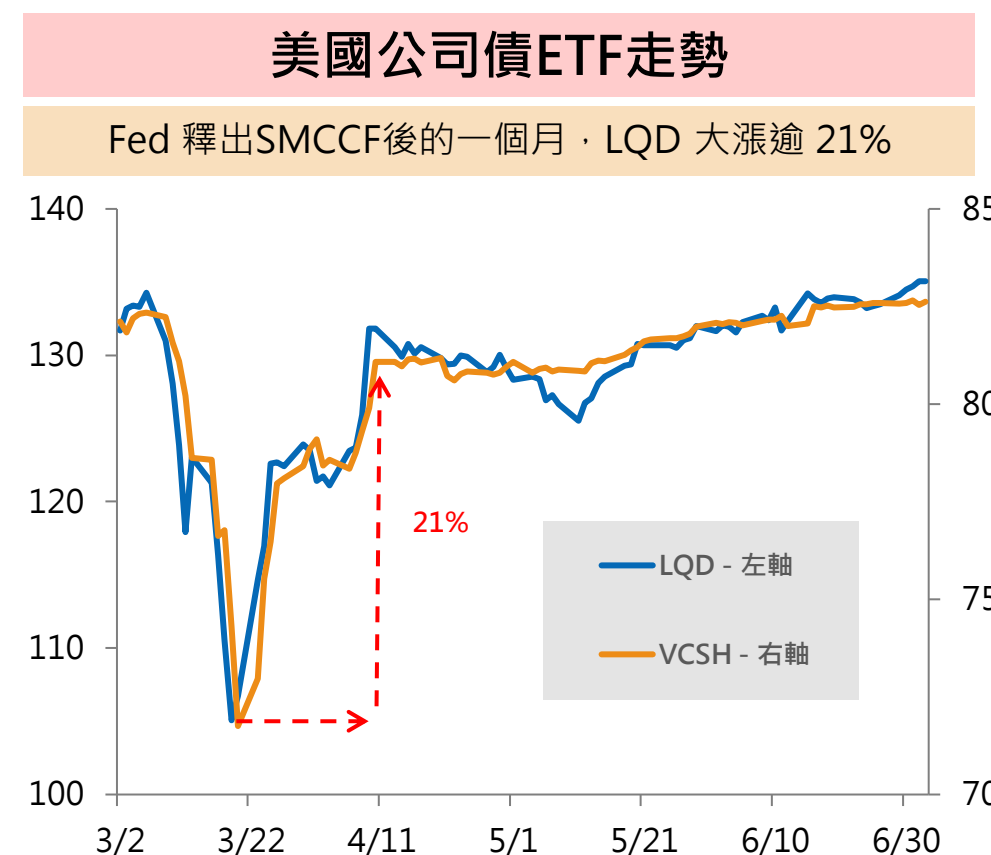
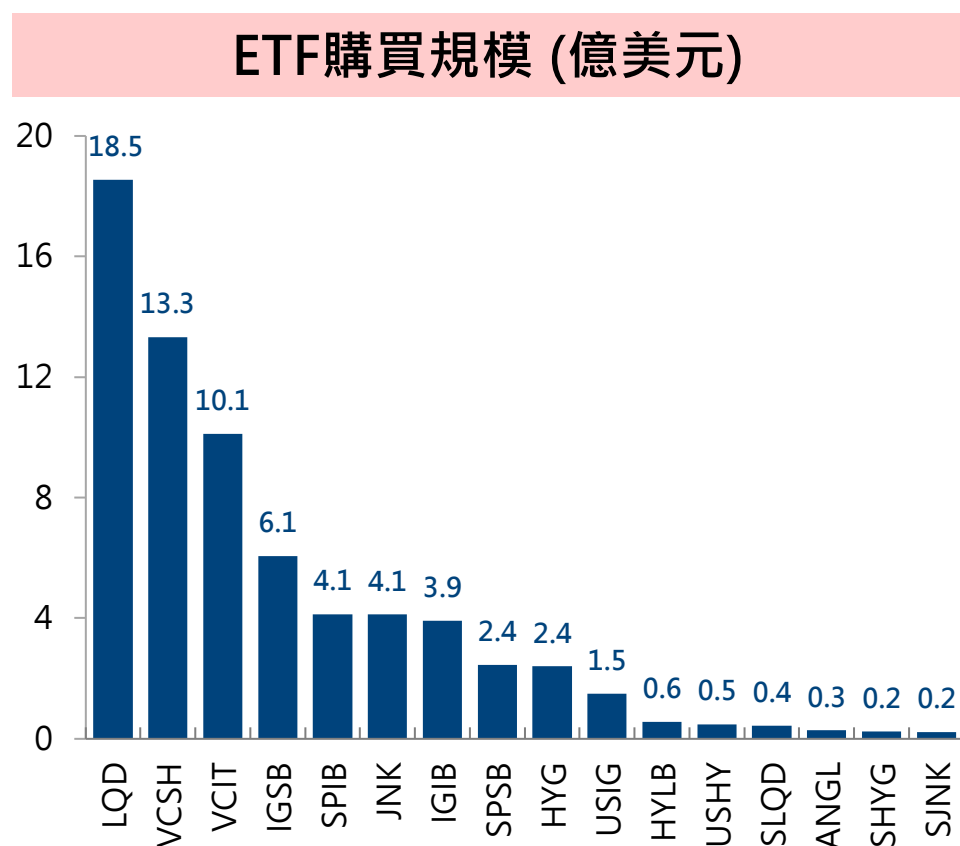
美國購買公司債與ETF進程

- 美國3月23日宣布無限QE同時，一併建立了初級市場企業信用機制(PMCCF)、次級市場企業信用機制(SMCCF)，預計購買規模分別為5,000億與2,500億。不過直至5/12美聯儲才正式啟動SMCCF，而PMCCF方面，美聯儲則是在6/29發起。
- SMCCF可在二級市場上購買投資級的美國公司債券，以及截至2020年3月22日前為投資級評級，且在購買時評級至少為BB- / Ba3的公司發行之公司債券。用以支持受疫情影響較為嚴重但體質良好的公司企業。
- 美聯儲在6月16日特別建立了一項美國公司債券指數，作為後續購債基礎。值得注意的是，債券指數的納入標準除了發行人必須在美國創立或組織，並不包含絕大多數的運作以及員工必須位於美國之標準(原先合格債券發行者的標準)。對於多數員工不在美國的企業為一項利多消息。



美聯儲SMCCF公司債購買ETF規模

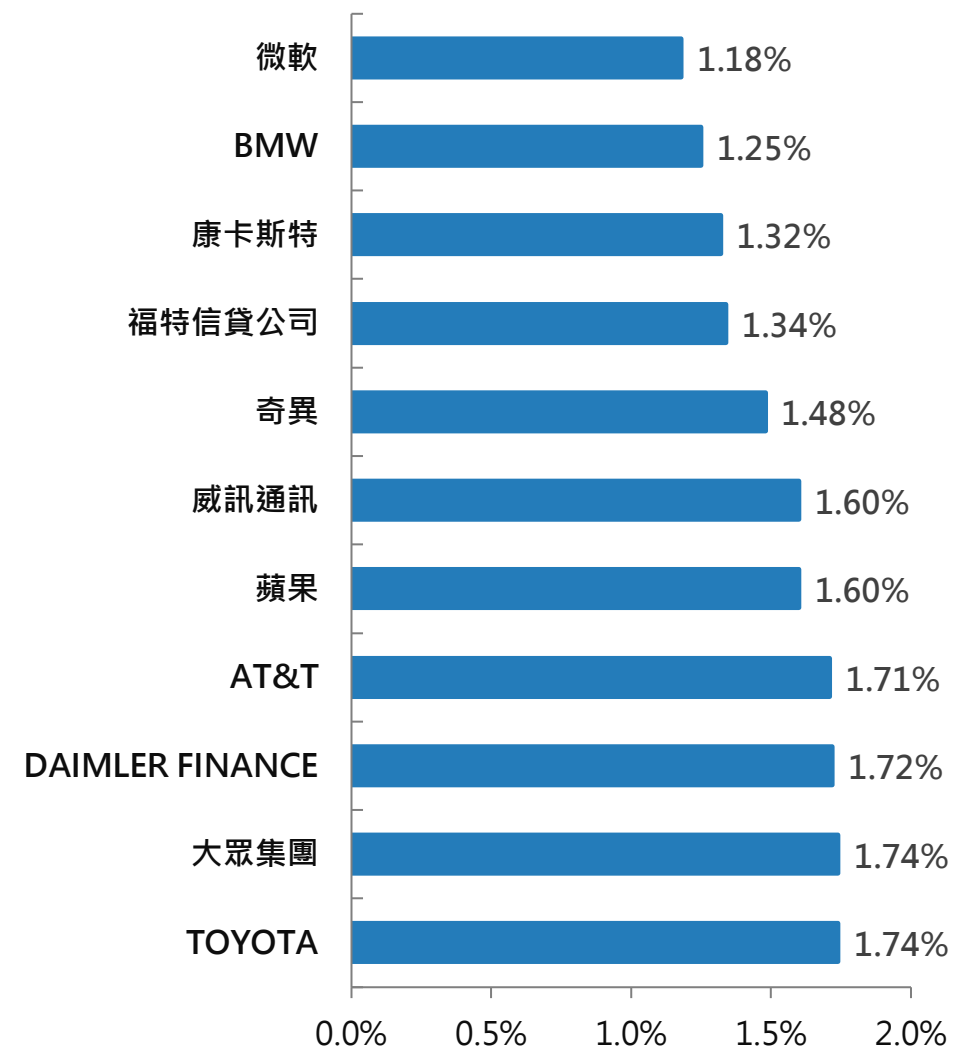
- 截至6月16日，美聯儲已購買超過65億美元的公司債ETF，其中購買規模最大的兩項ETF分別為，18億美元的iShares iBoxx投資級公司債ETF (LQD)，以及13億美元的Vanguard短期公司債券ETF (VCSH)。
- 不過聯準會主席鮑威爾於6月17日在眾議院表示，Fed正在降低對於ETF的購買力度，後續將以債券指數的成分股作為主要購買標的。



美聯儲SMCCF公司債購買規模

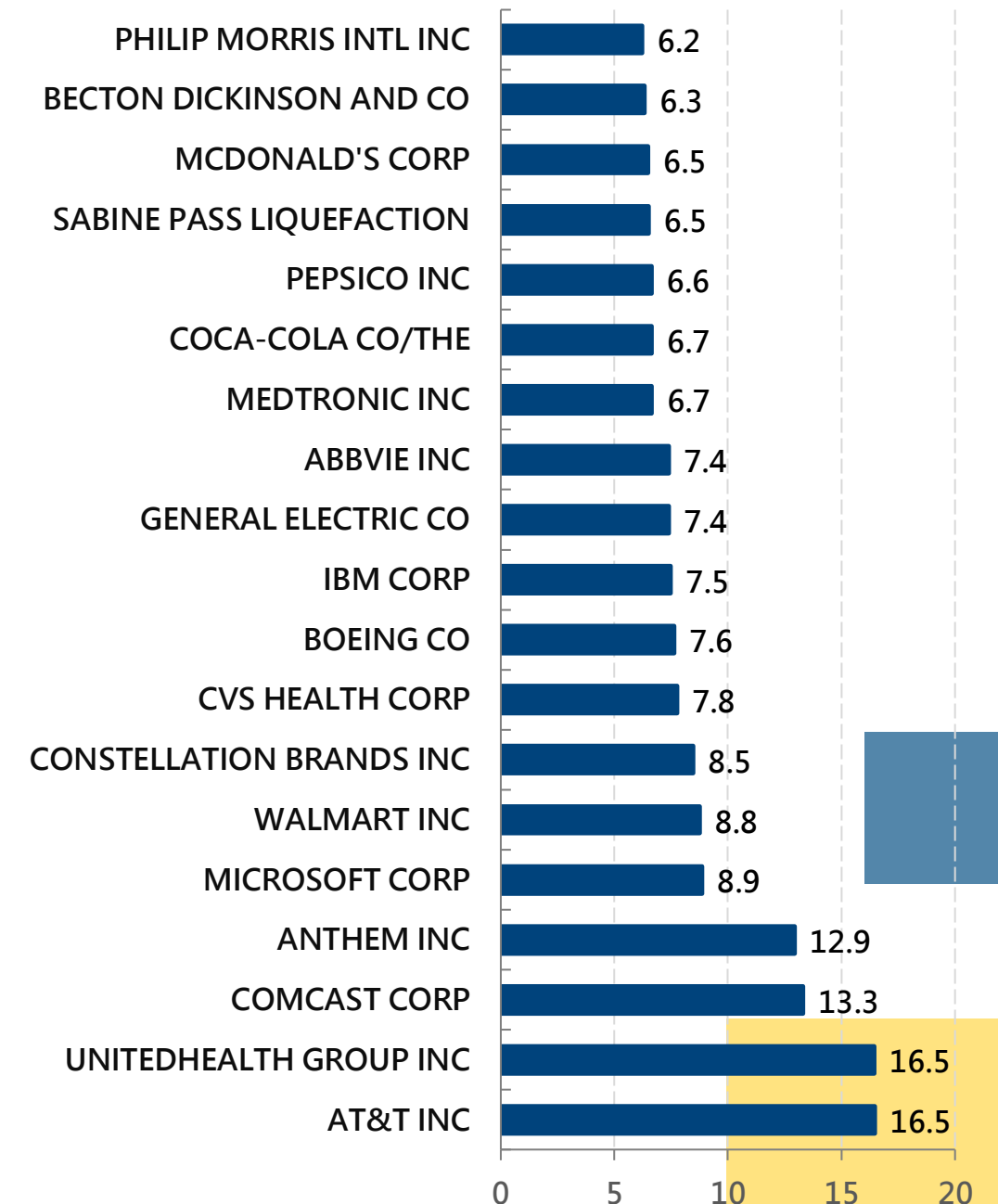
- 美聯儲6月16日啟動該計劃，預期將購買794家公司的債券，計畫終止時間為9月30日。截至目前為止，美聯儲已購買86家公司的債券，總額超過4.28億美元，其中消費板塊的公司（包括周期和非周期）占指數權重的36%。
- 從Fed的購買清單中包含亞馬遜、蘋果等科技巨頭可看出，其目的並不是要救援特定企業，而是為了避免大規模破產潮出現。

Fed 編制的債券指數權重占比



Fed實際的公司債購買規模 (百萬)

下圖只陳列購買額超過600萬美元的公司



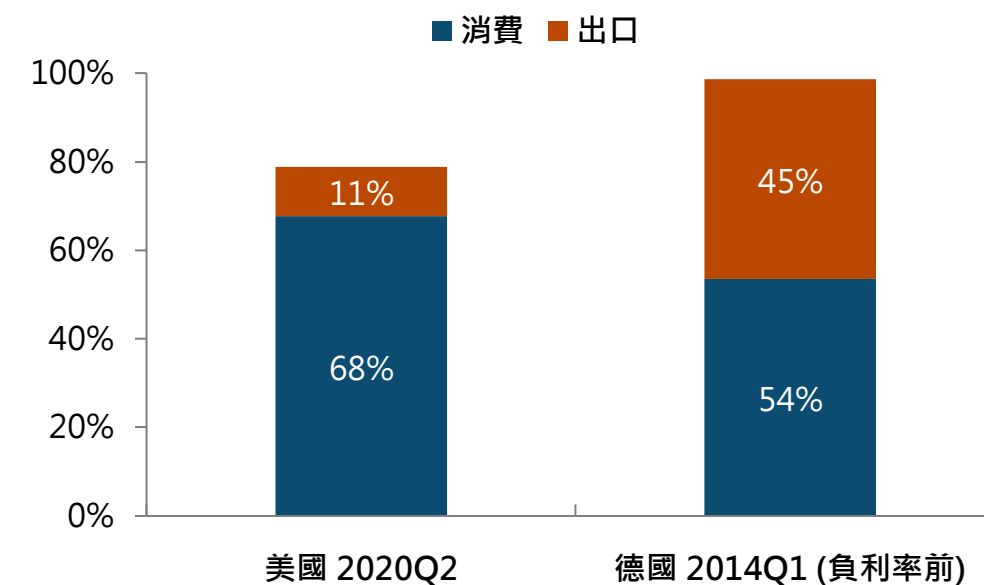
美國實施負利率的誘因不充分

- 在今年五月上旬聯邦基金利率期貨合約多次突破100，代表市場預期Fed最快將在2020/11實施負利率。不過在聯準會官員多次強調不考慮此一政策，以及美國經濟數據優於預期的激勵下，市場目前已逐步淡化負利率預期。
- ECB在2014年實施負利率，使歐元兌美元出現大幅貶值，有利於商品出口。而歐洲國家的GDP組成，出口占比普遍不低（德國較美國高出4倍）。也就是說，負利率導致的弱勢歐元，將有利於歐洲國家的經濟成長。
- 美國GDP占比方面，將近70%來自於消費，出口僅占11%。若Fed實施負利率，提升美國的出口競爭力，也未能解決新冠疫情導致國內消費力萎縮的窘境。因此控制疫情與盡速解封，才是振奮國內消費的當務之急。

ECB實施負利率使歐元大幅走貶

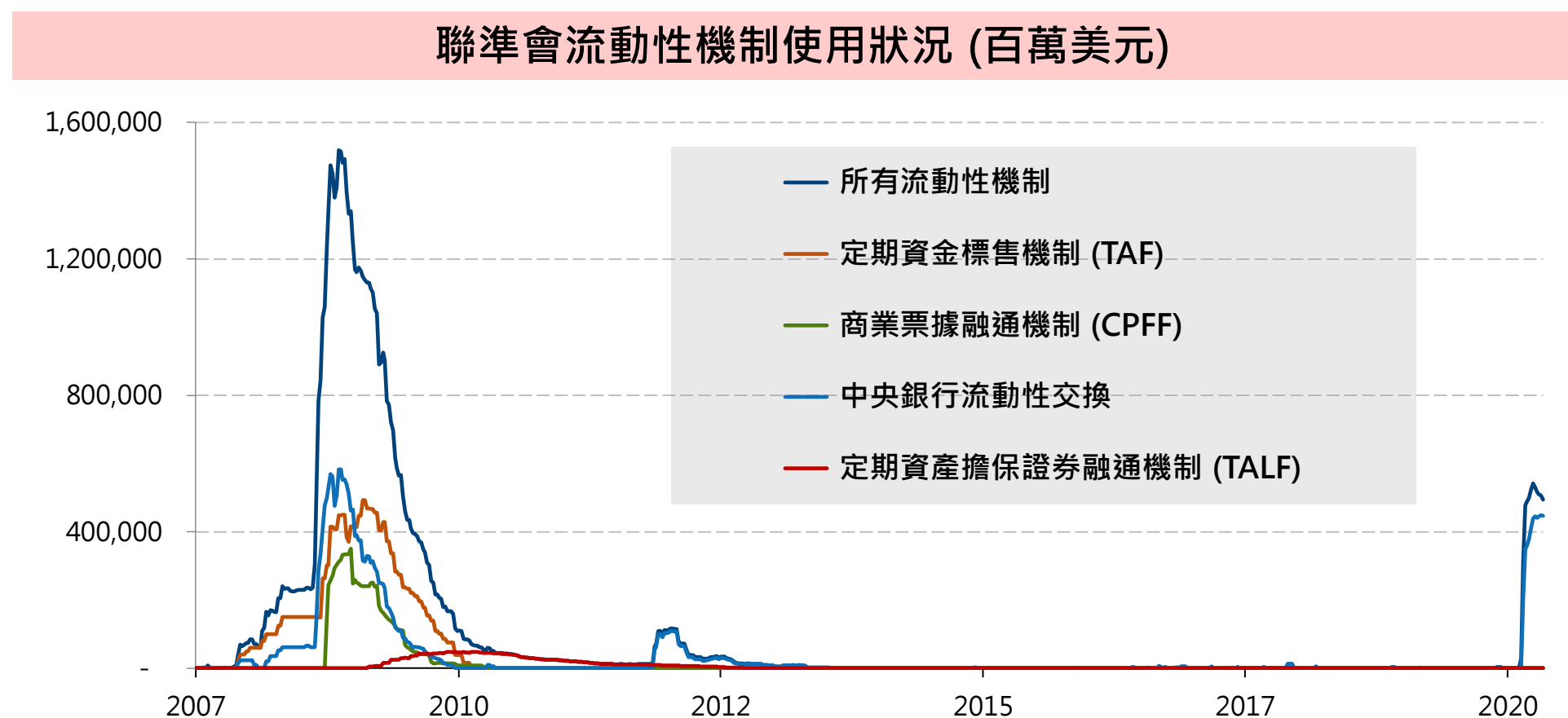


美、德GDP細項占比



美國無限QE 尚未火力全開

- 美聯儲在三月中旬的回購市場救市宣告失敗後，在3/23正式啟動無限QE。Fed在當日的聲明中還推出了多項流動性機制，包含 PMCCF 和 SMCCF (初級與次級市場融資)、MMLF (向信託基金購買商業票據、市政短債)、TALF (購買汽車、信用卡貸款與學貸等次級貸款為擔保品之證券)。
- 在美聯儲推出一系列舉措後，並未實際發動所有機制，市場流動性稀缺與資產拋售問題就已得到緩解。因此如同聯準會主席所言，Fed仍握有許多救市工具，目前負利率不在考慮範圍內。



利率商品市場結論

- 疫情衝擊下使各大研究機構紛紛下調全球經濟成長率，聯準會兩度緊急降息，並宣布無限QE，債市短期上漲，但受到已降至零利率，後續再無空間可降影響，中期傾向於震盪整理。
- 美聯儲表示後續將加大公司債購買力度，而消費板塊的公司（包括周期和非周期）占指數權重超過三分之一，預期此類公司債與相關ETF有望持續走高。
- 美國聯準會目前仍握有許多救市工具，包括流動性舉措以及殖利率控制政策，短期內實施負利率政策的機率不高。

利率期貨合約規格表

	美庫10
商品代碼	TY
契約規格	100,000美元
最小跳動點	1/64點=15.625美元
原始保證金	1,870 美元
交易時段	0600 – 0500
交易月份	3、6、9、12月
交易所	芝加哥期貨交易所(CBOT)

資料日期：2020.7.7

免責宣言、警語

- 期貨及選擇權交易財務槓桿高，交易人請慎重考量自身財務能力，並特別留意控管個人部位及投資風險。
- 投資人仍應獨立判斷及行使交易決定，所有交易衍生之風險及利益，由投資人自行負擔與享有。
- 本投資報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性及正確性做出任何陳述或保證。對於報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。
- 本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶作為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見不構成任何買賣有價證券、衍生性金融商品及其他投資標的之邀約、宣傳或引誘等事項。對於本投資報告所討論或建議之任何投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。
- 本投資報告並非(且不應解釋為)在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券、期貨經紀或交易人士或公司，為該管轄區內從事證券、期貨經紀或交易之游說。
- 本投資報告內容屬統一期貨投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。

統一期貨各據點資訊

台北總公司

電話：(02)2748-8338

地址：台北市東興路8號B1之1

103年金管期總字第001號

台中分公司

電話：(04)2202-5006

地址：台中市進化北路369號5樓

102年金管期分字第012號

台南分公司

電話：(06) 208-2088

地址：台南市開元路280號6樓

100年金管期分字第002號

高雄分公司

電話：(07) 222-2788

地址：高雄市中正三路55號13樓之1

104年金管期分字第005號

