



〔投資研究報告〕

2025/01/23

美國國債- 降息背後的價格迷思

目錄

- 一、降息預期的市場趨勢
- 二、價格反應失靈的結構性因素
- 三、降息效應與美債市場：結論與觀察指標

美國國債:降息背後的價格迷思

2025/01/23 新光投顧

2024 年底，當市場終於等到降息來臨，多數投資人對美債價格上漲抱持樂觀期待。然而，作為全球金融市場的核心資產，美國國債在本輪降息週期中呈現出與歷史經驗屬於全然不同的走勢。本文將通過數據分析，深入探討這個市場迷思背後的結構性變遷。

目錄

- 一、 降息預期的市場趨勢
- 二、 價格反應失靈的結構性因素
- 三、 降息效應與美債市場：結論與觀察指標

一、 降息預期的市場趨勢

樂觀預期的數據基礎

根據 Bloomberg 2024 年 12 月調查顯示，超過 80% 的經濟學家預測 Fed 將在 2025 年進行 3-4 次降息，累計降幅 75-100 基點。支撐這一預期的關鍵經濟指標包括：

- GDP 增速持續放緩：2024 年 Q4 降至 1.8% (第三季度為 2.2%)
- 就業市場降溫：失業率攀升至 4.1% (年初 3.7%)
- 通脹壓力緩解：核心 PCE 從 2.8% 下滑至 2.3%

降息的歷史經驗

過去三次降息週期 (2001 年、2008 年、2019 年) 的美債表現引發市場預期：

- 平均漲幅：12.5% (降息後 12 個月)
- 最高單次漲幅：15.3% (2001 年週期)
- 最低單次漲幅：8.4% (2019 年週期)

市場期待

市場普遍預期，美國聯邦儲備局 (Fed) 進入降息週期後，是提前布局債市的良機。然而，情況似乎並非如此。

二、價格反應失靈的結構性因素

2024 年到 2025 年的市場發展

雖然投資人對降息後的債券市場有高度期望，但 2025 年的市場環境比過去更為複雜。以下幾個因素可能使得美債價格反應不如歷史經驗所顯示的明顯：

1. 通膨韌性超出預期

雖然降息通常會推動債券價格上漲，但若通膨持續高於正常水平會讓市場反應更複雜。一方面，通膨侵蝕債券的實質收益，削弱吸引力；另一方面，投資者擔心美聯儲可能被迫重新加息或推遲進一步降息，限制收益率下降空間。此外，通膨的不確定性提升風險溢價需求，讓債券價格無法按傳統邏輯上升。

最新數據顯示通膨壓力揮之不去：

- 核心 CPI 維持 3.2%，遠高於 Fed 2% 目標
- 房租年增率居高不下：4.2%
- 服務業通脹持續：3.8%
- 薪資壓力未減：年增率 4.5%

2. 市場提前反應的稀釋效應

在 Fed 正式宣佈降息前，市場早已根據經濟數據和央行言論，預測到降息的可能性，並提前進行資產配置。降息消息一旦落地，市場反應便有限，導致價格未明顯波動。

2024 年第四季度觀察到大量提前布局：

- 美債 ETF 淨流入：387 億美元
- 機構投資者多頭部位：創四年新高
- 10 年期美債交易量：較前季增加 35%

3. 供需結構根本轉變

主要持債國行為改變：

中國

中國過去幾年逐步減少美國國債持有量，這一趨勢持續延續。減持主因包括地緣政治緊張（中美關係惡化）、降低對美元資產的依賴，以及加強外匯儲備的多元化。中國可能將資金轉向增加黃金儲備或投資其他新興市場，以降低美國資產波動對經濟的影響，並提升外匯儲備的穩健性。這種

策略性調整反映了中國在全球資金配置上的獨立性，對美債需求形成長期壓力。

中國持債變化：

- 2021 年：1.25 萬億美元
- 2024 年底：8,350 億美元
- 淨減持：4,150 億美元 (33.2%)

日本

日本作為美國國債的最大單一國家持有者，2024 年顯著減少持倉，主要受國內經濟壓力驅動。隨著日圓持續貶值，日本央行可能減持美債以干預匯市，穩定日圓匯率。同時，日本國內債券收益率因央行政策調整而上升，提供更具吸引力的回報，使資金回流國內市場成為更佳選擇。這種動作反映了日本在維穩經濟與資本市場之間的政策權衡，並對美債需求構成挑戰。

日本動向：

- 2024 年單年減持：2,180 億美元
- 佔其外匯儲備比量：降至 35.8%

美國財政赤字壓力

美國目前面臨的財政挑戰不僅加劇了國債供應壓力，也使市場對未來經濟政策和金融環境更加擔憂。這些因素可能進一步抑制降息對美債價格的正面推動效果。

- 2024 財年財政赤字：達到約 1.7 萬億美元，反映出政府開支與收入間的巨大差距，這使得政府需要依靠發行國債來填補資金缺口。
- 2025 年發債規模：預計突破 4 萬億美元
- 債務佔 GDP 比：98.2%

美債市場面臨供需結構性失衡，表現在兩個層面：需求端，最大買家中日均大幅減持 - 中國因地緣政治考量減持三成以上，日本也因國內經濟因素明顯縮減部位；供給端，美國政府因財政赤字龐大而需持續擴大發債。這種供給擴張但主要買家撤離的結構性轉變，使美債市場正面臨著供過於求的失衡風險，將為美債價格帶來持續性壓力。

三、降息效應與美債市場：結論與觀察指標

本輪降息週期突顯出美債市場已進入新時代：

1. 通膨韌性削弱了降息的推擠效果
2. 市場過度提前反應，透支上漲動能
3. 供需結構失衡加劇價格壓力

對於將美債視為避險工具或穩定收益來源的投資者，持有美債依然是一個可行的策略。然而，若是希望藉由降息周期中美債價格的波動來獲取資本利得，則需要密切關注以下指標與市場走向，並採取更為靈活的投資策略。

- **美國聯邦基金利率：**該利率是美聯儲調控貨幣政策的主要工具，影響短期借貸成本。美聯儲的目標通常是將其維持在 2% - 3% 之間，以促進經濟穩定增長，同時防範通脹風險。
- **核心通脹率與 CPI 數據：**這些數據反映消費價格的變化，是衡量通脹的重要指標。聯準會的通脹目標通常為 2%，這被認為是促進經濟增長與價格穩定的平衡點。
- **失業率與非農就業數據：**失業率是衡量勞動市場健康狀況的核心指標，非農就業數據則反映就業增長的強度。一般認為，3.5% - 4.5% 的失業率範圍屬於充分就業，顯示經濟處於穩健狀態。
- **全球資金流向：**觀察國際投資者對美債的需求變化，特別是來自主要經濟體的購債趨勢。穩定或增長的外國資金流入通常顯示美債市場的吸引力增強。
- **美國財政赤字與債務水平：**財政赤字占 GDP 的比重是衡量政府財政健康的重要指標，通常 3% 以下被認為是可持續的水平，而債務占 GDP 比重低於 100% 則表示國家債務負擔較為穩定。

在當前複雜的市場環境下，投資者必須突破傳統思維，重新審視美債投資策略。過往單純依據降息週期進行布局的方法，可能無法在結構性因素轉變的新環境中獲得預期收益。投資者應建立更全面的分析框架，將通膨韌性、財政政策影響及全球資金流動等關鍵因素納入考量。唯有透過對經濟基本面的深入剖析，結合市場技術面的即時觀察，才能準確把握美債投資機會，有效發揮其在資產配置中的戰略價值。這種多維度的投資思維，不僅有助於降低投資風險，更能在市場波動中創造更穩健的投資回報。