



〔投資研究報告〕

2026/8/10

長端拒絕衰退交易

目錄

- 一、就業訊號分裂
- 二、長端四種定價
- 三、五月低標重設門檻
- 四、結論：曲線優於方向

8/13 標售驗證需求

2026/8/10 新光投顧

7月美國就業報告呈現「標題疲弱、組成分歧」。非農就業減少 2.3 萬人，5 月與 6 月合計下修 10.3 萬人，過去 12 個月平均每月僅增加 3.4 萬人，勞動需求已降至接近停滯；民間部門仍增加 3 萬人，政府部門減少 5.3 萬人，其中地方政府教育單月減少 5 萬人。這份報告足以改變聯準會近期政策路徑，尚未形成完整的民間衰退訊號。

美債反應準確映射這項分歧。8 月 7 日 2 年期殖利率由 4.25% 降至 4.19%，下滑 6 個基點；10 年期由 4.69% 降至 4.65%，下滑 4 個基點；30 年期由 5.22% 降至 5.19%，僅下滑 3 個基點。殖利率全面下行，前端跌幅約為長端兩倍，2 年與 30 年利差擴大。弱就業已壓低政策利率路徑，長端仍要求通膨、實質利率與久期需求提供更多確認。

這組價格目前不足以支持「長端供給增加」的結論。財政部 8 月再融資維持 3 年、10 年、30 年期發行規模在 580 億、420 億與 250 億美元，並預期至少未來數季維持名目附息券與浮動利率券標售規模。增量融資需求仍可透過國庫券及現金管理券調節。真正值得研究的問題已收斂為：**在長端邊際發行量沒有提高的情況下，投資人是否仍要求更高的久期補償。**

8 月 12 日消費者物價指數、8 月 13 日上午生產者物價指數，以及同日下午 250 億美元 30 年期標售，將依序把通膨與長端需求拆開。若通膨數據降溫後 30 年債仍無法取得正常需求，期限溢價與長久期資產的估值壓力才具備升級為主判的條件。

目錄

- 一、 就業訊號分裂
- 二、 長端四種定價
- 三、 五月低標重設門檻
- 四、 結論：曲線優於方向

一、 就業訊號分裂

7 月總非農減少 2.3 萬人，民間部門卻增加 3 萬人。商品生產部門增加 2.5 萬人，其中營建增加 2.2 萬人；專業與商業服務增加 1.8 萬人，醫療保健增加 2.2

萬人。弱點集中在零售減少 1.9 萬人、金融活動減少 1.4 萬人、休閒餐旅減少 4 萬人，以及政府減少 5.3 萬人。民間就業廣度已偏弱，仍有產業維持招聘。這個組成解釋了長端拒絕完全進入衰退交易的第一個原因。地方政府教育減少 5 萬人，對長期私人需求與企業資本支出的訊息含量較低；營建、專業服務與醫療仍增加就業，債市缺乏足夠理由立即大幅下修長期名目成長。如果 8 月、9 月民間非農也轉負，這層保護才會消失。

疲弱仍具有趨勢性。過去 12 個月平均每月非農僅增加 3.4 萬人；5 月由 12.9 萬下修至 6.3 萬，6 月由 5.7 萬下修至 2 萬。勞動參與率由 61.5% 降至 61.4%，勞動力單月減少 26.4 萬人，失業率也因此由 4.2% 降至 4.1%。平均時薪年增 3.2%，薪資通膨持續降溫。

前端殖利率只跌 6 個基點，也有政策背景。聯準會 7 月會議以 9 比 3 決議將政策利率維持在 3.50% 至 3.75%，三名反對者主張立即升息 25 個基點；聲明同時認定通膨仍高於 2% 目標。就業公布後，CME 聯邦基金期貨所反映的 9 月升息機率由報告前 54.7% 降至 44.0%。弱就業降低近期緊縮機率，通膨與聯準會內部鷹派立場仍限制前端的下行幅度。

因此，8 月 7 日的曲線變化沒有提供單一「衰退」答案。政策路徑開始下修，民間需求尚未全面收縮，長端的經濟成長假設只完成局部調整。

二、長端四種定價

長端抗跌目前有四項解釋：就業組成、通膨黏性、實質利率與期限補償，以及短期部位因素。四者可以同時存在，8 月 7 日單日走勢無法直接指定唯一主因。

第一項是就業組成。民間就業仍增加 3 萬人，使總非農負值的衰退訊息打折。未來數月民間就業若跌入負值，30 年期仍停留 5% 以上，期限溢價的解釋權重將自然提高。

第二項是通膨。美國商務部經濟分析局確認，6 月整體個人消費支出物價指數年增 3.7%，核心指數年增 3.3%；月增率分別為負 0.1% 與正 0.1%。短期價格

動能已降溫，年增率仍遠高於聯準會 2% 目標。這種組合限制長端快速進入低通膨定價。

第三項是實質利率與期限補償。8 月 6 日至 7 日，30 年期名目殖利率由 5.22% 降至 5.19%，30 年期實質殖利率由 2.98% 降至 2.96%。名目殖利率下跌 3 個基點，其中實質部分下跌 2 個基點，長端的有限反應無法由通膨預期單獨解釋。

2.96% 的 30 年實質殖利率仍處高位，當中同時包含未來實質短率預期與實質期限溢價。這個數字本身無法證明財政風險正在推高期限溢價，需要標售價格與最終投資人承接比例進一步辨識。

第四項是技術與部位。30 年期殖利率 8 月初已位於 5.2% 左右，長端空頭、退休基金久期需求、月初資產配置及交易商部位均可能影響數據公布日的價格彈性。單日相對反應可以產生研究假設，還不足以形成結構性結論。

供給論亦需重新定義。財政部沒有提高本季 30 年債標售規模，當前缺乏「新增供給突然增加」的證據。財政赤字、債務存量與未來融資需求仍可能提高投資人要求的期限補償，其作用會先反映在既定供給量需要付出多高殖利率才能成交。因此，8 月 13 日若標售疲弱，最精確的定性會落在「久期需求不足與期限補償提高」，再由後續發行政策判斷供給因素的長期權重。

三、五月低標重設門檻

5 月 13 日的 250 億美元 30 年債標售不能作為中性基準。財政部官方結果為得標利率 5.046%、票面利率 5%、投標倍數 2.30；間接投標者承接 166.10 億美元，占競爭性得標約 66.6%，直接投標者 21.7%，一級交易商 11.7%。這是自 2007 年 8 月以來首度以 5% 以上得標利率發行 30 年債，也是近二十年來重新出現 5% 票面利率。

市場微結構顯示這場標售本身偏弱。得標利率高於標售前交易水準 5.041% 約 0.5 個基點，為連續第二場正尾差；投標倍數 2.303 低於之前六場平均 2.43，並創 2025 年 11 月以來最低。間接投標比例 66.6% 則高於 4 月的 64.1%，接

近近期 66.8% 均值，說明總投標需求偏弱，海外與大型機構承接沒有同步崩落。

因此，8 月 13 日需要使用分層門檻。

第一，得標尾差。5 月已有正 0.5 個基點尾差，單純出現正值不構成新的惡化。高於正 1 個基點才升級為需求警訊；介於 0 至正 1 個基點屬偏弱；零尾差或負尾差代表價格承接改善。

第二，投標倍數。低於 2.30 代表跌破 5 月弱標，需求進一步惡化；2.30 至 2.43 仍低於此前六場均值，只能定性為偏弱；高於 2.43 才代表整體投標需求恢復到近期正常區間。5 月 2.303 本身已是低標，不能再把 2.30 視為中性線。

第三，間接投標比例。5 月 66.6% 高於 4 月 64.1%，也接近近期 66.8% 平均。8 月落在 64% 至 67% 可視為正常波動；跌破 64% 才構成海外與大型機構承接轉弱的較強證據；重新高於 67% 則提供正面需求訊號。

第四，一級交易商承接。5 月交易商承接 11.7%。8 月若升至 15% 以上，代表更多庫存停留在造市商資產負債表，可視為最終投資人需求不足的警訊；維持 12% 左右或更低，則不支持需求惡化。11.7% 本身沒有顯示交易商被迫大量接貨。

四項指標至少三項同方向惡化，才足以把「長端需求門檻提高」升級為主判。單一投標倍數或單一尾差不足以支撐結構性結論。

事件時間軸亦需要修正。8 月 12 日上午 8 時 30 分公布 7 月消費者物價指數；8 月 13 日上午 8 時 30 分公布 7 月生產者物價指數，下午 1 時才進行 30 年期標售。這使 8 月 13 日成為一個先接受兩輪通膨資訊、再接受久期需求檢驗的事件窗口。

若消費者物價與生產者物價均降溫，30 年期仍出現超過 1 個基點正尾差、投標倍數跌破 2.30、間接投標者跌破 64%，期限溢價與久期需求不足將取得相對乾淨的實證。若任何一項通膨數據重新升溫，標售疲弱首先代表長端要求更高名

目補償，期限溢價與通膨風險的比重仍須等待實質殖利率與損益兩平通膨率進一步分解。

四、結論：曲線優於方向

7 月就業報告確認美國勞動市場正在降溫，尚未確認私人部門進入衰退。非農總量轉負、前兩月大幅下修、12 個月平均月增僅 3.4 萬人，均指向招聘動能接近停滯；民間就業仍增加 3 萬人，營建、專業服務與醫療保持增長，限制了長端對單一弱數據的反應。

目前最有資訊含量的價格訊號是曲線。2 年期下跌 6 個基點，30 年期只跌 3 個基點，顯示近期政策利率與長期資金成本的驅動因子正在分離。2 年 / 30 年曲線陡化的交易邏輯因此優於單向押注長債上漲；前端受就業降溫牽制，長端仍承擔 3% 以上核心個人消費支出物價、接近 3% 的實質殖利率與久期需求門檻。

對權益市場的傳導也只能確認第一段。弱就業降低 9 月升息機率，政策折現率壓力下降；30 年期殖利率仍停留 5.19%，長久期高估值資產的終值折現率沒有同步完成下修。高倍數科技與成長股要取得真正的估值修復，需要長端殖利率突破目前 5.17% 至 5.20% 的高位區間向下。

8 月 13 日可建立三層決策矩陣。

期限溢價上修。 消費者物價與生產者物價沒有重新升溫，30 年債尾差高於正 1 個基點、投標倍數低於 2.30、間接投標比例跌破 64%、交易商承接高於 15%，四項至少三項成立，30 年期殖利率並站上 5.20%。此時長端需求不足取得實證，降息或停止升息只能改善前端，高倍數資產仍需承受較高終值折現率。

需求偏弱但未惡化。 投標倍數介於 2.30 至 2.43、間接投標比例 64% 至 67%、尾差低於正 1 個基點。這組結果代表市場胃納仍弱，尚未跌破 5 月低標。期限溢價維持高位，缺乏進一步擴張的確認。

長端重新接軌。 通膨數據降溫，標售平尾或負尾、投標倍數高於 2.43、間接投標比例高於 67%、交易商承接回到 12% 左右或以下，30 年殖利率進一步跌破

5.17%。久期需求恢復後，弱成長到政策路徑下降，再到長端折現率下降的傳導鏈才算完整。

最重要的後續失效檢驗落在民間就業。8 月或 9 月民間非農若轉負，長端殖利率依然守在 5% 以上，「7 月只是政府就業拖累」的組成解釋將失去支撐，期限溢價與財政風險的權重需要進一步提高。

現階段的核心判斷可以收斂為一句話：**就業已逼前端重新定價，長端仍沒有接受衰退交易；8 月 12 日至 13 日的通膨與標售結果，將決定這段背離究竟只是數據組成，或已演變為高期限溢價的新常態。**

點我加入新光證券官方 Line 帳號，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告