

ABN AMRO 中央銀行研討會

壹、前言

本人奉派參加ABN AMRO 於四月二十三日至二十七日於荷蘭舉辦之中央銀行研討會，該研討會共有六十名來自全球中央銀行及國際金融機構人員參加。

研討會之主題涵蓋甚廣，內容包括各國經濟情況、外匯市場、匯率變動、短期投資工具、衍生性金融商品等金融市場投資產品，本報告係整理外匯市場分析工具、全球經濟展望、債券投資策略、資產抵押債券的介紹與評價、最佳外匯投資組合管理等課程內容。

貳、美、日、歐元外匯市場概況

匯率主要取決於貨幣間之供給與需求，換句話說，外匯市場中，匯率除受到短期資金及投機性資金因素影響外，主要也受到該國經常帳，直接投資及證券投資等資金流動之影響：

$$\text{匯率決定因素} = \text{經常帳} + \text{直接投資} + \text{證券投資}$$

此外，每日市場間傳遞之消息面因素也會影響資金流動方向，進而造成各國匯率變動。

一、美國經濟概況：

從投資及消費者行為來看，投資資金成本與投資資金之報酬率比例顯示，市場尚未出現過度投資，反觀在美國境內，公司持有之存貨上揚，資本性支出下降，且一般人所擁有之實質資產價值下降，財富縮水，消費者信心不足，再者，全美採購經理人指數(NAPM)及對資訊工業投資，自1999年迄今均呈現下跌。

惟基於最近發表之部分經濟數據，例如汽車，輕卡車銷售，以及新屋開工率數據已有回升現象，故美國財長預期，美國經濟成長率明年將會回升至3%以上，他同時說“我比FED主席葛林斯潘更加樂觀”，他坦白說“我想，我們的經濟並不是還在下滑，而是已經開始反彈，過去半年表現較好的部份展開了低成長”。

二、目前美元所面臨的問題包括：

- (一) 市場資金之流向：市場資金大量流入美國，追求高報酬之投資收益，造成對美元之需求增加，在2000年第四季時，美元價格已呈現過度升值。
- (二) 美國經濟仍然疲弱：美國經濟成長依舊緩慢，直接影響美元匯率。

(三) 政府政策對美元之影響：美國聯邦理事會調降利率對美元之影響，或可提振美國經濟，另美國政府現正計劃採行匯率及財政政策，以解決美國經濟蕭條。

截至2000年，外國資金流入美國加速擴大美國經常帳赤字成長，而外國資金主要係投資民間部門，包括長期直接投資、股票投資、購買公司債券、投資公營企業發行之債券，此外，在現有美國財政盈餘之環境下，外國資金對政府公債之投資金額則呈現負成長。

三、歐洲經濟基本面是否已改善？

- (一) 該行預期歐洲地區2001年之經濟成長將會超過美國。
- (二) 預期歐洲中央銀行 (ECB) 利率調降之幅度不會超過25bp，而未來美國利率水準將會低於歐元之利率水準。

鑒於上述分析，該行指出：

- (一) 資料顯示，歐洲地區各國之經常帳仍有小幅赤字。
- (二) 直接投資：依舊為負成長，預計2002年在德國稅制變更下，有助於直接投資金額之成長。
- (三) 股票投資：在MORGAN STANLEY全球股票指數市場指標

(benchmark) 可能調降對歐洲地區之投資比例之情形下，將會降低投資人對歐洲股票市場投資之比重。

(四) 債券投資：基於未來美國與歐洲利差縮小，對歐洲債券市場將有正面影響。

針對上述歐洲基本面之預期，基金經理人仍會持續加重持有歐元之比重。

四、對日圓之看法：

(一) 日本目前經濟緊縮，零利率水準，及經濟不振之情形下，經常帳仍是盈餘，使日圓避免大幅貶值。

(二) 日本境內公司行號資產體質不佳，可避免公司匯出資金，造成大量資金外流。

(三) 日圓近來走弱，係因投機性賣盤所致。

(四) 以日本政府對日圓態度，日圓溫和走弱為其所樂見。

該行認為當美元對日圓之匯率超過130時，將會導致亞洲金融之動盪。

五、未來經濟看法：

從全球經濟現況來看，美國經濟數據顯示，第二季經濟成長持續疲弱，第三季可能與第二季相距不遠，市場預期FED近期仍有再調降利率之可能；而日本經濟仍處於衰退現象；

歐洲，特別是德國，經濟活動依舊緩慢，未來歐洲中央銀行亦有寬鬆貨幣之可能。

依據ABN AMRO分析資料顯示，美國經濟成長率在2000年為5%，日本為1.7%，歐洲地區為3.3%，經濟學家並預期在目前全球景氣不振情形下，美國經濟成長率在2001年將調降為1.5%，日本為0.3%，歐洲地區為2.5%。

六、技術分析與外匯市場：

(一) 技術分析工具包括：

- 1、美國長條圖 (Bar Charts)
- 2、直線圖 (Line Charts)
- 3、圈叉圖 (Point & Figure Charts)
- 4、市場剖面圖 (Market Profile Charts)
- 5、日本蠟燭圖 (Candlestick Charts)
- 6、計量與數學方法 (Quantitative and Mathematical Methods)
 - (1) 線性迴歸與統計分析
 - (2) 移動平均
 - (3) 超買與超賣指標
 - (4) 週期性分析
- 7、(Artificial Intelligence Methods and Neural Networks)：型態學分析

（二）技術分析特質：

- 1、以經濟基本面分析匯率走勢，通常會落後三到六個月，而技術分析則可同時預知市場方向。
- 2、技術分析已被廣泛運用於預測外匯市場匯率變動，實務上僅須從一些短期指標，即可達成經濟預測結果。
- 3、結合市場心理面，反應於價格變動，技術分析圖表清楚反應其應有價值。
- 4、是最佳且唯一可規畫何時交易，何時進入市場、何時退出市場之時點。

參、債券市場投資策略

一、影響債券市場因素：

經濟基本面支撐

- （一）世界經濟成長緩慢，並且趨於衰退。
- （二）各國中央銀行基於本國經濟成長減緩，故採取更寬鬆的貨幣政策。
- （三）股票市場因企業獲利不佳，持續下跌。

惟從市場資金流向顯示，並未增加對債券投資部位之持有：

- （一）從技術分析資料顯示，短期而言，對於債券投資之需求似乎有減緩現象。

(二) 而投資人亦縮短對於投資組合之年期部位 (DURATION EXPOSURE)。

二、美國公債價格是否高估？

以十年期公債為例：

- (一) 低通貨膨脹已在債券價格中反應。
- (二) 投資人多已投資債券市場。
- (三) 技術分析顯示，短期債券價格或有下跌現象，惟長期而言，仍受債券價格經濟景氣低落因素支撐。

以美國聯邦準備銀行 (FED) 自今年上半年，已連續調降六次聯邦資金利率，公債市場之殖利率曲線較先前比較，趨於陡峭，而對於公債投資策略，須先考慮未來之利率走向及利率對殖利率曲線之影響，採取正確投資策略，達到最佳投資收益。

ABN AMRO對於美國債券市場未來三個月的榮景仍持正面看法，在未來FED仍有調降利率情形下，該行認為，二年短期債券似乎較吸引投資人喜好。

肆、歐洲央行外匯存底投資組合管理

中央銀行管理外匯存底主要以安全性為主，再者則為流動性及獲利性。目前歐洲各國央行對於該國外匯存底之管理，獲利性考量似已超越其流動性，多數央行較願意承擔較

大風險以獲得較高收益，而對於資產投資組合分配，從過去僅投資於黃金與政府公債之情形，增加對股票及衍生性金融商品之投資。

例如：

---投資以信用評等為考量之產品：

- 1、國際性組織發行之債券。
- 2、美國聯邦政府機構發行之抵押品債券。
- 3、公司債或股票。

---衍生性金融商品為考量之產品，例如：選擇權、可贖回公司債或期貨商品。

歐洲金融體系近來因歐元使用而產生重大變革，愛爾蘭央行曾指出：往後，央行所伴演的角色將更主動、靈活，即在已有的投資範圍限制下，承受較大風險以獲得較高收益。

伍、市場最佳投資組合策略模型

--所謂最佳投資組合，係以降低風險情形下，追求最大投資收益。

ABN AMRO集團中最佳投資組合策略研究發展小組設於倫敦，主要在信用資產投資，及資產組合投資方面發展計量模型（PREMIUM MODEL），提供全球客戶服務。

PREMIUM模型是根據MARKOWITZ的均數及標準差理論設

計(又稱現代投資組合理論MODERN PORTFOLIO THEORY),即一般所稱有效率的投資組合界限(EFFICIENT FRONTIER)。

一、PREMIUM模型有下列特點：

- (一) 追求投資組合最大收益。
- (二) 依據客戶對市場的預期需求。
- (三) 依照不同顧客對幣別,投資到期日(MATURITY)及投資組合年期(DURATION)之需求。
- (四) 控制投資風險。

二、何謂有效率投資組合?

- (一) 追求高收益
 - 依據對市場預測。
- (二) 對於收益率的變動
 - 從資產組合歷史資料來估計。
- (三) MARKOWITZ證明
 - 除非在有效率的投資組合下,才會獲得最高收益。
- (四) 最有效率的投資組合之收益,係在各個資產投資風險相互避險下達成。

三、ABN AMRO最佳投資組合模型特徵：

- (一) 以外匯市場及債券利率曲線對預期收益之預測產生許多投資方案。
- (二) 從市場歷史有關收益之資料, 估計資產組合之變動性及相關性。
- (三) 自數學模型計算最佳資產組合。
- (四) 目標: 對總體經濟之評估, 在年期, 幣別及不同信用風險考量下, 建構最佳投資組合。
- (五) 依不同客戶投資需求。
- (六) 進行幣別避險, 以控制投資組合中之匯率風險。

陸、美國聯邦國家抵押品協會(Fannie Mae)發行之抵押債券的介紹

Fannie Mae亦稱FNMA, 公司成立於1938年, 是依據國家住宅方案(NATIONAL HOUSING ACT)第三號成立, 於1954年國會將上述法案修正為Federal National Mortgage Association Chartered Act, 1970年FNMA成為私人公司, 管理美國目前超過一兆美元之屋貸款資金。

一、FNMA是美國房屋貸款市場主要領導者, 經由下列二種途徑將資金提供給房屋貸款者:

- (一) 將提供貸款資金之金融機構所持有之抵押品證券化, 發行房屋抵押品債券, 從中賺取手續費並保證房屋

貸款者對本金及利息之定期支付。

(二) 買進房屋抵押品，及房屋抵押品債券，並從資本市場投資人手中獲得資金。

二、FNMA之抵押品債券(MBS)種類：

(一) FNMA CL(Construction Loan)

為一30年期傳統不動產放款抵押債券。

(二) FNMA CIs或DWARGs。

(三) FHA30年期債券。

(四) FHA PL(PROJECT LOAN)。

FNMA所發行之債券雖沒有美國政府之保證，但是財政部最高得購買該公司債券US\$2.25BILLION，以支持其信用評等，惟FNMA債券之利息收入不得免徵州及地方稅，此外，近來美國市場之相關政府機構發行債券量逐年上揚，截至2001年1月資料顯示，FNMA之債券發行量已占相關政府機構債券發行量之2/3。

三、不動產抵押債券(MORTGAGE BACKED SECURITIES, MBS)

乃指以不動產為抵押品而發行之債券，債券發行人按月將此房貸集合體(MORTGAGE POOL)之還本付息及提前還本款項轉交債券投資人，而債券投資人則按月按持有比例收到其投資部份之本金及利息款。

(一) 何謂不動產抵押品債券(MBS)：

- 1、以房屋為抵押品發行之債券。
- 2、房屋為抵押品之還款來源為其抵押之房屋。
- 3、通常抵押品係來自於商業銀行，財務公司等機構。

(二) 投資MBS之風險包括：

1、信用風險

係指不動產所有人無法償還房貸，以及其抵押品拍賣之價值低於房屋餘額所產生之風險，此類風險在不動產債券化過程可與免除。

2、價格風險

債券價格與利率成反向變動，當利率上升時，價格下降，而MBS因具有提前還款之因素，故當利率下跌到一定水準後，因投資人害怕提前還款加速，而不願追高買進債券，故其價格上升速度將較一般普通債券緩慢。

3、提前還本之風險

房屋借款人可提前還款之因素，增加投資者現金流量之不確定性，當利率上升，提前還款速度減緩，當利率下降，提前還款增加，故投資人可以投資不同期別之MBS來降低提前還款之風險。

(三) 投資MBS之優點：

MBS之投資收益較同年期之美國公債為高，雖然

流動性不如美國政府債券市場，相對於其他債券，仍有極佳之流動性，此外MBS產品係有聯邦政府抵押品協會(GNMA)，聯邦國家抵押品協會(FNMA)及聯邦房貸抵押品公司(FHLMC)所保證，在信用風險上應無問題。

柒、結語

此次參加研討會的收獲，即是再次對金融市場各類金融投資工具，有一廣泛的認識，及溫故知新之機會，尤其是對於目前新金融商品之交易及最新經濟情勢之變化，有深入的了解和學習，與各國央行及金融機構之交流，更擴大在金融領域之視野。