

JP Morgan Chase 中央銀行研討會

壹、前言

本人奉派參加 JP Morgan Chase 於五月十三日至十八日於美國紐約舉辦之中央銀行研討會，該研討會共有四十名來自全球中央銀行及國際機構人員參加，研討會之主題涵蓋甚廣，本報告乃整理外匯市場分析工具、投資程序和市場指標的建立、資產抵押債券的介紹與評價、最佳外匯存底投資組合管理、衍生性商品和風險管理等課程內容。

貳、外匯市場分析工具

匯率是相對價格的表示，而要瞭解匯率的變動，非只總體經濟可以完全解釋，另須考量貨幣政策、短期資金移動、風險偏好、及市場累積的部位而定。

一、 總體經濟：這包括經濟成長率、失業率、能源價格、工業生產、消費者信心、進口出成長、通膨率等等。這些數據是市場人士所密切觀察，也已經成為匯價決定的基本因素，唯如實際數據和市場預期不同時，將是引起匯價波動的

重要原因。

二、 貨幣政策：央行貨幣政策會影響利率和通膨走向，同時對匯率走勢也有重要影響。JP Morgan Chase 認為央行的貨幣政策可在目前的外匯市場發揮重要力量，如果其政策能符合下列四項要件：信用度、追求成長、政策有前瞻性、及有足夠的政策空間。

三、 短期資金：投資人對市場流動性風險（可觀察美國國庫債券與其他債券的價差。價差愈大，表示投資人愈重視流動性風險）、信用風險（可觀察高收益公司債的價格。價格愈低，表示投資人愈重視信用風險）和價格風險（可觀察外匯市場的價格波動，如 Risk Reversals）的敏感度不同，會造成短期資金的移動，而影響匯率走勢。

四、 風險偏好：市場投資者對風險接受程度不同時，願意投資部位的大小就有所不同，因而影響匯率方向。基本上，當市場上的投資者偏好風險時，會追求較高利率的貨幣，因此資金會從

低利率貨幣流入高利率貨幣，投資者亦樂於從事槓桿交易以累積高收益貨幣部位；反之，當市場投資者有風險規避傾向時，資金會從高利率貨幣流入低利率貨幣，投資人不致累積槓桿部位，甚會結清現有部位。

五、市場部位：市場對匯率走向有一致看法時，會過度累積某貨幣，反而限制其上漲空間；或是過度賣超某貨幣，而蘊釀反轉的能量。

JP Morgan Chase 預測匯率走勢，即是先衡量基本經濟總體面，且對基本面看法是長期性看法；然後隨時審視實際發佈的經濟數據、貨幣政策是否和市場預期的數據、貨幣政策有所不同，如不同就構成意外 (Surprise)，這可能引起市場價格的激烈波動。另外目前各國貨幣政策觀察的重點，在於政策是否著重在激勵股市，如是亦會引起資金的移入；另會每日審視短期資金的移動，找尋市場是否有過度追求風險或規避風險的情況；亦會每週審視市場資金部位，以判斷市場是否過分樂觀或過度悲觀；最後如是為短期交易為目的，尚會加入技術分析，以尋找最佳買賣點。

總之，該行的匯率走勢預測，即考量下列因素：

基本面分析 + 基本面的意外 + 貨幣政策面的意外 +
短期資金移動 + 市場累積部位 + (技術分析) 匯率
建議

參、投資程序和市場指標的建立

一般投資過程可分以下數個步驟：

投資目標 資產管理程序 風險與報酬 執行
持續追蹤 績效衡量

投資目標：指的是投資組合目標和適當的市場目標為何？

資產管理程序：蒐集、分析市場資訊，選擇投資標的。

風險與報酬：建立效率前緣，尋找相對有利投資標的。

執行：決策系統協助各項投資政策。

持續追蹤：風險審核程序。

績效衡量：審核實際和目標差異。

投資者為了衡量長期投資目標，必須設立市場指標。為了利用短暫有利的市場情勢，則必須做積極的投資管理。至於市場指標的選定，則必須反映央行的長期目標（為配合負債或達成設定的目標）、反映政策和操作上的限制、及必須為一個可接受、有實際意義和可投資的策略。

總之，一個對央行有意義的投資程序，須包括設定一個有意義的市場指標，且此市場指標必須符合央行目標，設定方法內容能夠用來計算負報酬的可能性（以做為內部解釋）。而以過去市場指標的統計資料來看，有匯率避險的市場指標可有較低的波動性；一至三年期市場指標發生負報酬機率低。

肆、資產抵押債券（Asset-Backed Sec.，ABS）的介紹與評價

一、何謂資產抵押債券

1. 以資產為抵押發行的債券；
2. 資產抵押債券的還款來源來自其抵押資產；
3. 資產抵押債券通常由銀行、財務公司、和公司所發行；
4. 抵押資產通常可分兩類：
 - A. 消費貸款：汽車貸款、信用卡應收帳款、第二順位貸款、活動屋貸款、或學生就學貸款。
 - B. 商業貸款：機器設備貸款、汽車交易商貸款、或小型企業貸款。

二、資產抵押債券基本架構

應收帳款（信用卡、汽車貸款、第二順位貸款、學生就學貸款等每月本金和利息的支付） 發行人（銀行、財務公司、和公司） 出售給特別目的公司（Special Purpose Vehicle , SPV） 發行資產抵押債券出售給投資者。

三、 資產抵押債券的優點

1. 發行人：

- A. 較低融資成本；
- B. 資產負債表財務比率美化；
- C. 進入國際市場；
- D. 發行不同期限的債券；
- E. 移轉風險至投資者。

2. 投資人：

- A. 高信用產品；
- B. 比同等級公司債和國庫債券有較高收益率；
- C. 具備流動性；
- D. 相對穩定的現金流量；
- E. 投資至不同到期期限的債券。

四、 資產抵押債券的信用加強方式

- 1. 額外差額（Excess Spread）：保留應收帳款收入扣除

支付給投資者本息後的差額，做為信用加強的第一道方式；

2. 次級債券 (Subordination)：如應收帳款收入不足支付較高級債券時，原預計支付次級債券的現金，將優先支付給較高級債券；

3. 準備金帳戶 (Reserve Fund)：發行者提存現金做為特定用途帳戶；

4. 超額擔保 (Overcollateralization)：應收款款面額高於資產抵押債券面額；

5. 信用狀或保險單：由第三者提供額外信用擔保。

五、資產抵押債券相對價值評估

這可考慮以下四點：

1. 架構：包括發行者、應收帳款型態、發行金額、信用評等、發行期限、本金一次償還或多次償還、及信用加強；

2. 信用：

- A. 發行者/服務者 (Servicer) : 操作管理、主要競爭者、財務狀況、及高層管理經驗 ;
- B. 應收帳款的特性和績效 : 分散程度、成長程度、信用狀況、過去績效表現 (收益率、違失等);
- 3. 流動性 : 抵押資產內容、發行者、發行量、信用評等、擔保品績效、投資者分佈、及資訊取得容易度 ;
- 4. 價差分析 : 進行同一抵押資產、其他抵押資產、公司債、及聯邦贊助機構債券的收益比較。

六、 資產抵押債券風險管理

- 1. 利率風險 : 資產抵押債券發行期限短 , 且多為浮動利率債券 , 其利率風險一般不大 ;
- 2. 信用風險 :
 - 經由下列方式可有效減輕 ABS 的信用風險。
 - A. 成立獨立的 Special Purpose Vehicle
 - B. 信用加強 :
 - 甲. 超額擔保 ;

乙. 發行者提供額外現金準備帳戶；

丙. 由第三者提供額外信用擔保。

伍、最佳外匯存底投資組合管理

傳統上，央行的外匯存底是用來管理其匯率，並在有危機時做為保護其貨幣之用。但如今央行扮演角色已漸漸從短期流動性供給者，轉為國家財富的投資者。這乃因政治和社會壓力，要求央行更有效率的管理其外匯存底。這種轉變驅使央行追求提供較高報酬率的投資品，投資組合從政府債券，漸次擴充至資產抵押債券、不動產抵押債券、公司債和股票等投資品。但央行擴大其投資範圍，就需面臨風險和報酬的替代關係，這時乃有發展專業投資技術與知識的需要。央行一方面可委託外部基金經理人來操作其部分外匯存底，以從中學習其交易技術，並可做為市場指標以與內部操作績效相互比較。另一方面則自己發展較複雜的投資策略，以追求較高的資產報酬率。

央行對風險一向是採相當保守的態度，因央行需在外匯市場有危機時，能適時提供流動性。另外，為保持央行的地位和獨立性，避免政治上的壓力，央行也無法

忍受任何投資損失。基此，JP Morgan Chase 由簡而繁提出三投資策略，以配合央行低風險的投資哲學。

一、靜態資產分配：

此投資策略限制投資品只可投資於美國國庫債券。投資策略主要考慮點在於央行可忍受多少風險，所以投資重點在於分配資產於不同的風險領域。基此，央行可將外匯存底分為三個投資組合。

1. 流動性投資組合：投資於高品質、高流動性的短期債券，以應付平常的貿易需求和外匯干預。此投資組合的市場指標可用三個月期的國庫票券指數。
2. 緩衝性投資組合：投資於一至三年期的債券，如此可有較高的報酬率，且在有緊急處分需要時，不會出現重大資本損失的情況。此投資組合的市場指標可用一至三年期國庫債券指數。
3. 財富性投資組合：平均投資期間高於五年，目的在

追求較高財富的機會。此投資組合的市場指標可用整條收益率曲線組成的國庫債券指數。

二、動態資產分配：

此投資策略亦限制只可投資於美國國庫債券，但為增加投資報酬率的機會，投資內容會在較高風險和較低風險的投資品中動態轉換。並為尋求較有利投資機會，必須預測資產未來價格變化。此投資組合可在美國國庫券和整條收益率曲線做動態調整。

三、信用市場機會：

為在美國國庫債券供給量減少的環境下，追求較高的報酬率，央行可考慮投資信用市場債券（指有信用風險的債券）。由於信用市場債券跟國庫債券兩者報酬率的相關係數小於 1，所以投資在信用市場債券有分散化的效果，但必須注意不能過度集中投資在某一債券上，以減少信用風險。此投資組合可包括美國國庫債券、資產抵押債券、不動產抵押債券、和信用評等 A 以上的公司債。

陸、衍生性商品

一、 定義：

衍生性商品是一種契約，而其價值（或支付型態）衍生自某特定標的物（或某些標的物的組合）在某特定時間內的變化。

衍生性商品可包括：

1. 交易所交易的期貨和選擇權；
2. 店頭交易的遠期、交換和選擇權；
3. 可贖回債券和不動產抵押債券；
4. 非金融性的衍生性商品，如優先購買權等。

二、 衍生性商品新發展：

1. 新的標的物，如地震強度、下雪量等；
2. 新的支付型態；
3. 新的交易策略。

三、 衍生性商品的優點：

1. 可消除或減少某些已存在或潛在的特定風險；
2. 可規避投資組合績效與市場指標有所差異的風險；
3. 增加報酬率；
4. 實現對市場的預期；

5. 增加流動性；
6. 增加槓桿性；
7. 增加新的市場機會；
8. 利用有利租稅、會計或法規的機會。

柒、風險管理

JP Morgan Chase 本身有一套風險管理程序，以管理該行面對的市場風險、信用風險、內部控管、會計租稅考量和績效評估等問題。

該行主要是依 Group of Thirty 在一九九三年提出的「Derivatives: Practices and Principles」報告內容，來制定該行的風險管理程序。Group of Thirty 在該報告提出在使用衍生性商品時所會面臨的四項主要風險：

1. 市場風險：因市場變動所引起投資組合價格與流動性不確定性的風險；
2. 信用風險：交易對手無法履行契約責任的不確定風險；
3. 操作風險：因缺乏控管、人為錯誤引起損失的不確

定性風險；

4. 法令風險：契約可能失效的不確定風險。

該行採用 Group of Thirty 建議的一個明確作法是所謂「4：15 報告」，即該行每工作天的下午四時十五分會整理出一頁彙總該行市場總風險的報告，呈給該行高級管理階層做為決策之用。

Group of Thirty 的建議重點是整體的風險管理程序，所以該行尚執行下列風險管理架構：

1. 風險透明度：可取得的資訊有那些？報告的型式為何？經理人是否以清楚的用語討論風險？風險如不能被確認或瞭解，就不能有效的被管理。
2. 嚴謹完整的衡量：分析風險的方法為何？
3. 資訊的適時和品質：資訊報告的頻率為何？資訊是否正確？資訊要具速度和正確是需花費高成本的，所以如何取得其中的平衡，是風險管理程序很重要的一環。
4. 分散化：風險管理系統是否衡量及獎勵分散化？因市

場變化和分散化兩者關係需經常監督。

5. 有效的政策和控制：現行政策是否夠完整？政策文件

是否有正式被使用？

6. 獨立的監督：風險監督部門與風險發生部門兩者間必

須相互獨立。風險監督部門必須隸屬於最

高管理階層。

7. 嚴格的判斷：公司是否採取適當的風險範圍？管理階

層是否瞭解風險？風險監督人員是否具

備相當能力？

捌、結論

JP Morgan Chase 認為央行已從流動性供給者的角色，逐漸轉為財富保護者的角色，因為資金在國界的流動，其規模已大到單一央行難以抗衡，所以如一國真有匯率危機，央行捍衛匯市能力將相當有限。

另一方面，外界對央行的期望亦有所改變，除了要求央行做好其傳統角色外，亦進一步期待央行能提高其外匯存底收益率，以充實國庫，增加國家財富。因此，JP Morgan Chase 認為央行在國際金融市場投資的角色會趨向複雜化，投資內

容和策略也會愈來愈多樣化，甚而最後成為專業投資者。

在本研討會上，JP Morgan Chase 講師認為短期影響國際投資績效最重要的因素是匯率變動，該行也提出其預測匯率走勢的觀察重點。而要增加投資績效，則必須增加其他非傳統性的投資，如不動產抵押債券、資產抵押債券和公司債等。如要進一步擴展投資收益或增加避險，衍生性商品是很好的選擇。

惟報酬和風險關係永遠是並存的，當為增加投資收益，央行將無可避免會面臨投資風險增加的情況，因此，如何做好風險管理是未來央行在增加投資複雜化時，必須加以重視的課題。