

行政院及所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

參加「BIS Advanced Asset Management」

心得報告

服務機關： 中央銀行外匯局
姓名職稱： 單家禎 四等專員
派赴國家： 瑞士
報告日期： 九十八年九月二十四日
出國時間： 九十八年八月八日至十六日

目 次

壹、前 言	1
貳、市場與總體分析 ~ 金融海嘯相關回顧	3
一、階段一 ~ 貝爾斯登被合併前	3
二、階段二 ~ 雷曼破產前	5
三、階段三 ~ 雷曼破產引發之全球信心危機	7
四、階段四 ~ 全球經濟之衰退	9
五、階段五 ~ 衰退減緩時期	12
六、目前狀況與未來展望	13
參、自行操作 ~ 策略性資產配置 (SAA, Strategic Asset Allocation)簡介	17
肆、委外操作簡介	21
伍、結論	23

參加 BIS 舉辦之 Advanced Asset Management 心得報告

壹、前言

^職奉 派於民國 98 年 8 月 8 日至 16 日，赴瑞士參加國際清算銀行(BIS)舉辦之高等資產管理研討會(Advanced Asset Management Seminar)。BIS 成立於西元 1930 年 5 月 17 日，是目前最早設立之國際金融機構，由世界主要國家共 55 國之央行或貨幣當局(包括阿爾及利亞、阿根廷、澳洲、奧地利、比利時、波士尼亞、巴西、保加利亞、加拿大、智利、中國、克羅埃西亞、捷克、丹麥、愛沙尼亞、芬蘭、法國、德國、希臘、香港、匈牙利、冰島、印度、印尼、愛爾蘭、以色列、義大利、日本、韓國、拉脫維亞、立陶宛、馬其頓、來西亞、墨西哥、荷蘭、紐西蘭、挪威、菲律賓、波蘭、葡萄牙、羅馬尼亞、俄羅斯、沙烏地阿拉伯、新加坡、斯洛伐克、斯洛維尼亞、南非、西班牙、瑞典、瑞士、泰國、土耳其、英國、美國、歐洲中央銀行)所共同設立。

目前 BIS 共有 570 餘位員工，其國籍分布廣達 53 國，除瑞士巴塞爾之總部外，還有兩個辦事處分別位於香港和墨

西哥市。目前 BIS 為各國中央銀行所管理之外匯儲備資產，佔全球外匯儲備總額約 4%。

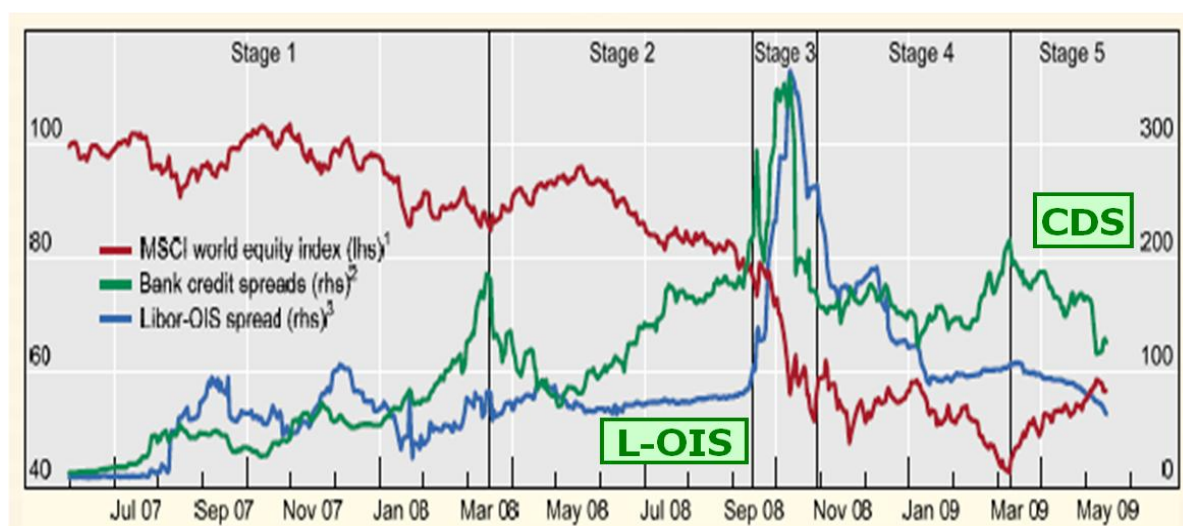
本次之研討課程，大致上是透過四個面向來觀察資產管理之全貌。這四個面向包括：

- 一、主要架構，包括：資產管理之原理、趨勢與簡介策略資產配置；
- 二、自行管理，包括：其管理程序、方法與資產之類別；
- 三、委外管理，包括：其挑選經理人與其執行情序、後續追蹤觀察；
- 四、風險與績效，包括：其分析與定量方法。

由於所涵蓋之主題相當多，於研討期間許多主講人往往無法將所準備之教材充分講授完畢，故^職將上課內容分成三大部份(市場與總體分析、自行操作與委外操作)，做重點之摘述。

貳、市場與總體分析--金融海嘯相關回顧

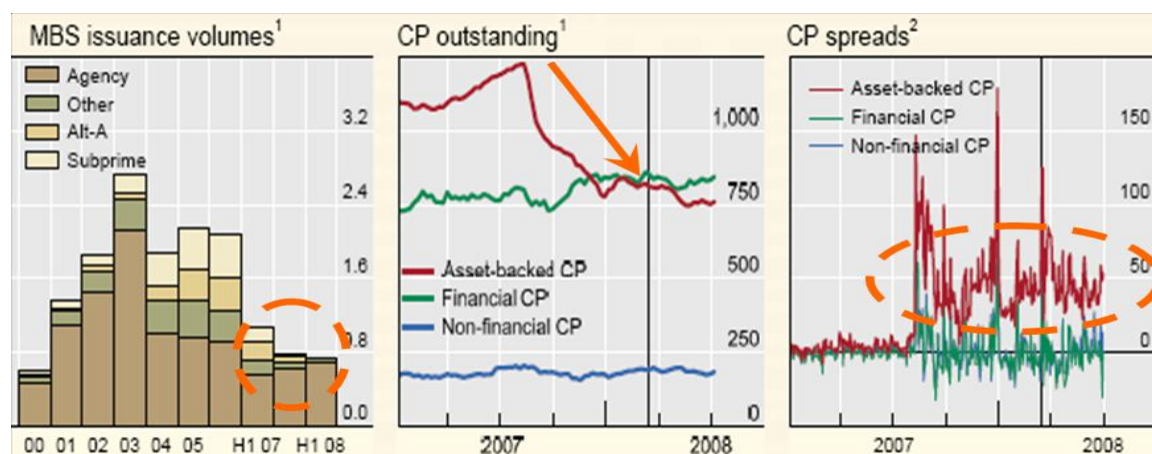
本次金融危機可分為 5 個階段，階段一是指貝爾斯登被合併前，期間是由 2007 年初至 2008 年 3 月；階段二則是指雷曼破產前，期間是由 2008 年 3 月至 9 月；階段三是雷曼破產引發之全球信心危機，期間是 2008 年 9 月 15 日至 10 月下旬；階段四是全球經濟之衰退，期間是 2008 年 10 月下旬至 2009 年 3 月；階段五為衰退減緩時期，期間為 2009 年 3 月至 5 月底。我們可由圖一得知整個金融海嘯期間之市場大致變化(紅色線代表 MSCI 全球指數；綠色線代表 18 家主要國際性銀行之 CDS；藍色線代表美國 3M-Libor 與 OIS 之差額)。



圖一

一、在階段一(貝爾斯登被合併前，期間是由 2007 年初至 2008 年 3 月)時：

次級房貸違約率已開始上升，尤其令市場擔心與惶恐的是：整體損失金額與分布狀況並不明朗，投資者無法辨識較不透明資產之真實價值，導致以資產證券化產品做為基礎現金流之商品在短時間內失去流動性，進而使貨幣市場出現緊張情勢。從圖二之左圖可以看出此階段 MBS 發行人因市場恐慌已大幅萎縮；由圖二之中與右圖亦可看出，做為貨幣市場重要工具之資產證券化商業本票(CP)，其發行人大幅萎縮外，其利差也大幅上揚。



圖二

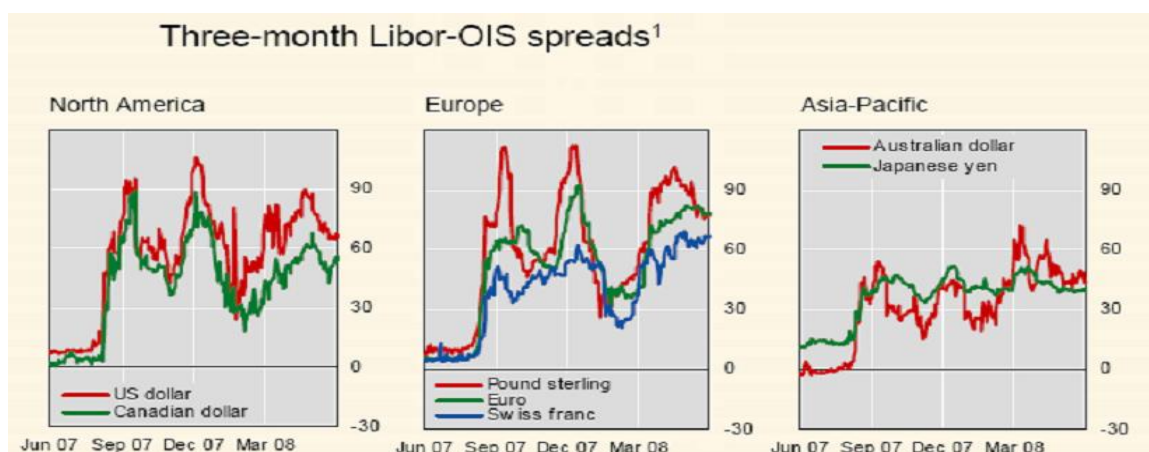
於階段一時，已開發國家成長趨緩，由圖三可看出英、



圖三

美央行已積極展開降息行動。至於歐洲央行，則因傳統上對通膨控管採較積極之作為，故未加入降息之行列。

由圖四可看出，在此階段短期拆款市場利率大幅飆升，可見貨幣市場之恐慌狀態。為化解貨幣市場之緊張情勢，各國政府也對市場進行流動性之挹注動作。

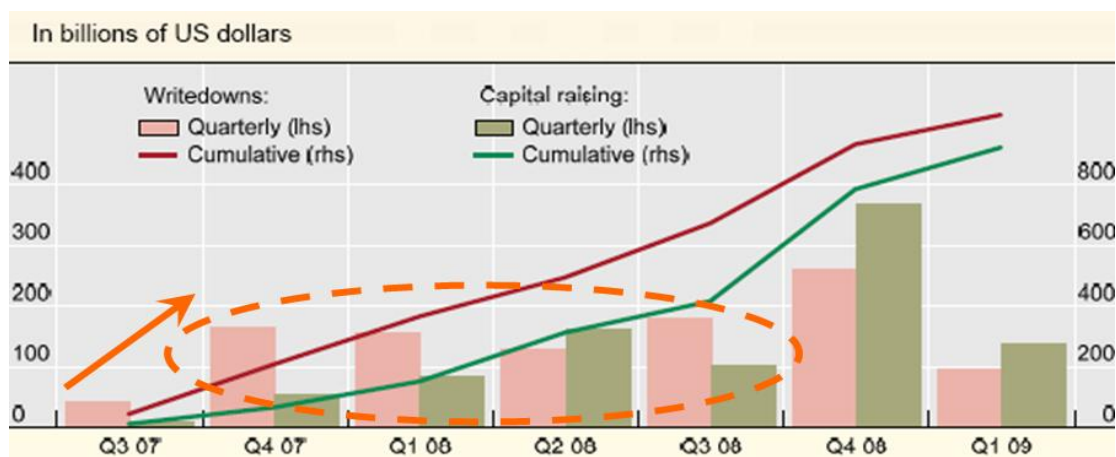


圖四

相形之下，由於新興國家仍舊維持成長動能，其貨幣政策著重於通膨之控管，故多數新興國家持續進行升息動作。

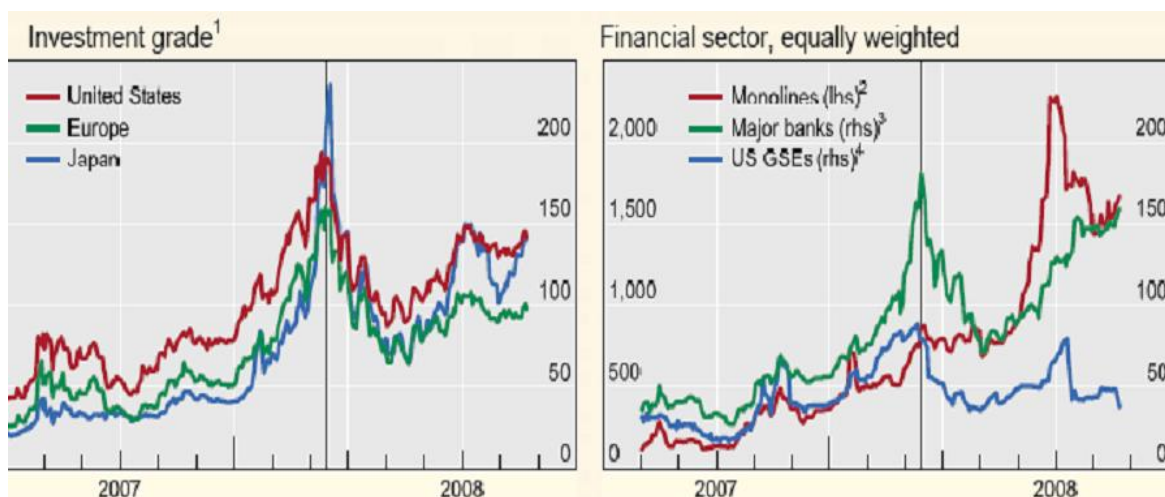
二、進入階段二(雷曼破產前，期間是由 2008 年 3 月至 9 月)時：

貝爾斯登收購案雖然暫時避免市場之信心崩潰，但相關次級房貸及信用衍生性商品之壞帳損失仍持續累積。由圖五可以看出，在階段二，隨著壞帳損失的快速累積，銀行也必須提昇資本來因應其不斷弱化之財務結構。另外，市場對金



圖五

融機構(即使是投資等級公司)之清償能力出現質疑聲浪，這樣之狀況可由圖六之五年期 CDS 報價大幅度走闊獲得印證。



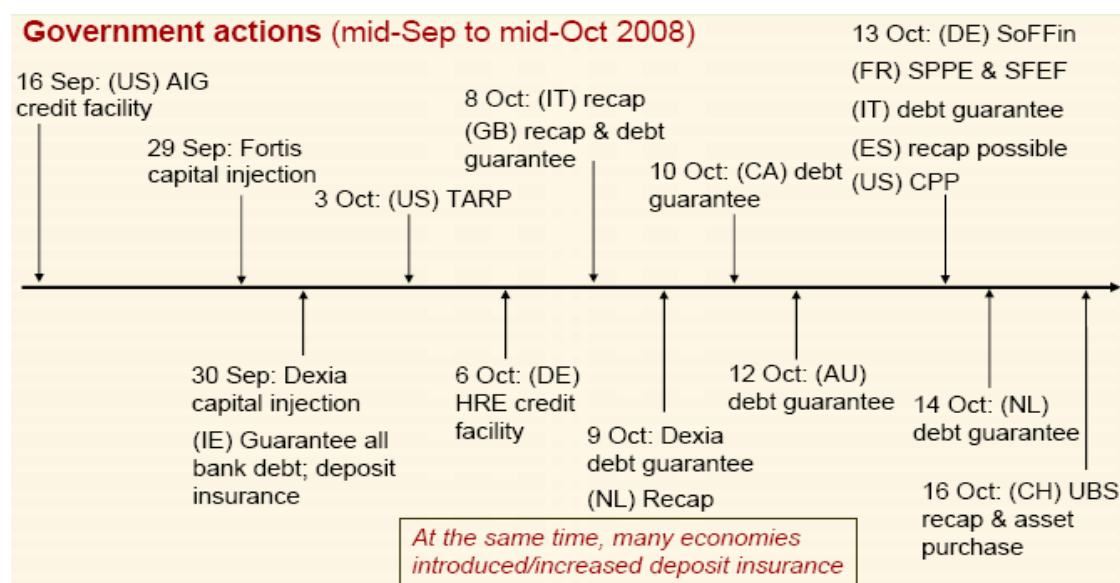
圖六

已開發國家部份，G3(美、日、歐)經濟在階段二出現收縮狀況，各國央行祭出更多之降息措施與流動性支撐，來挽救市場信心，同時美國政府也接管之前被市場人士視為不倒神話之 GSEs(FNMA、FHLMC)。

至於新興國家在 6 月後經濟成長亦出現減速之狀況，但仍著重通膨之控管，持續進行升息，以對抗通膨。

三、階段三(雷曼破產引發之全球信心危機，期間是 2008 年 9 月 15 日至 10 月下旬)：

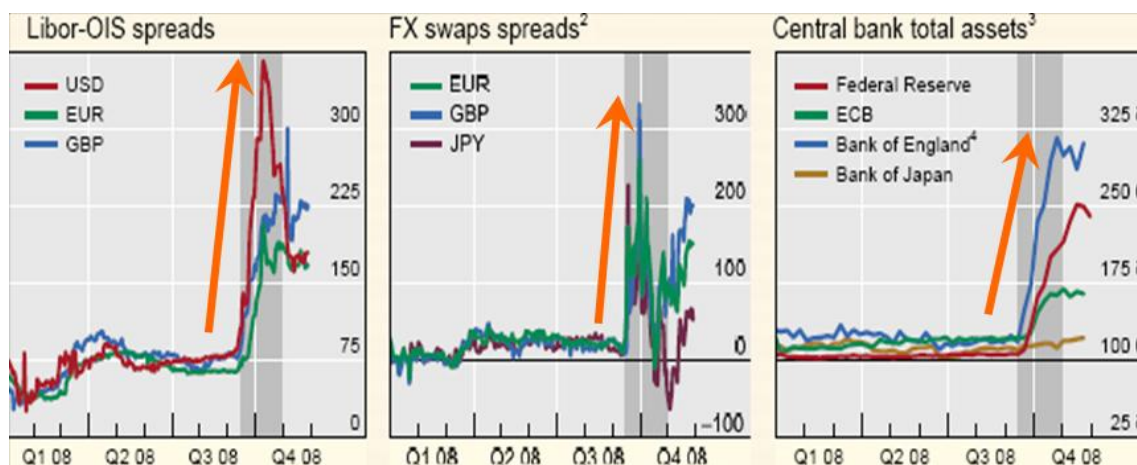
此階段可以說是整場金融海嘯最驚心動魄之時期，資金因信心完全崩潰而大規模撤出市場，眾多金融機構亦面臨破產危機，需要政府進行干預與支持。圖七是 BIS 整理各國政府(以已開發國家為主)之救市行動，由參與國家之眾與行動之密集，可以看出金融海嘯已經席捲全球。



圖七

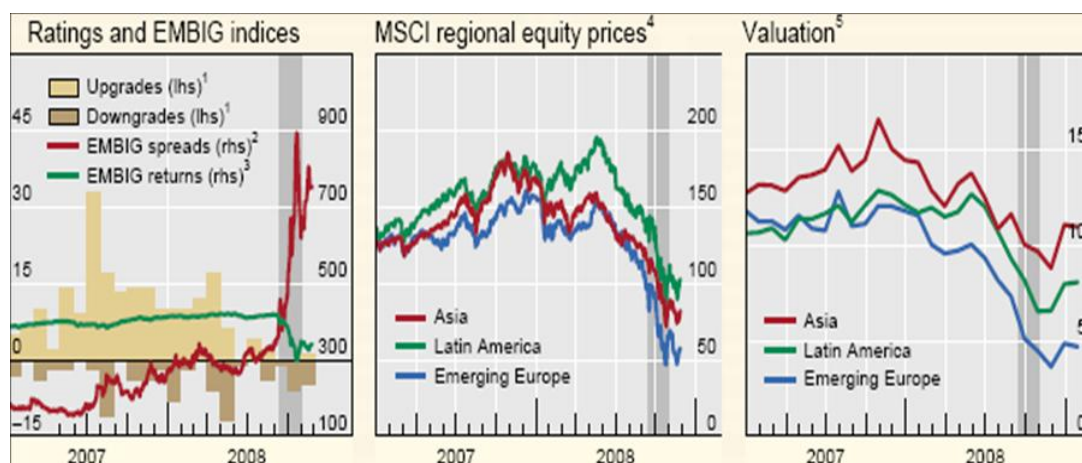
已開發國家於階段三之風雨飄搖時刻，大眾對金融體系信心潰散，市場融資條件嚴重緊縮，經濟前景迅速惡化。政府以政策對金融業進行大規模支撐，並輔以更多之降息措施，希望能紓解貨幣市場之壓力。但由於此時金融市場互信基礎已蕩然無存。由圖八左圖可以看出，短期借款成本於此階段竟飆升數倍；由圖八中圖可以看出，因市場恐慌而亟欲

擁有美元做為避險資產，導致以外匯換匯拆入美元之成本也大幅彈升；至於圖八右圖則是顯示，於此金融市場存亡危急之秋，美、英、歐盟與日本央行為救市而溢注大量流動性至市場內，而導致其資產負債表大幅膨脹。



圖八

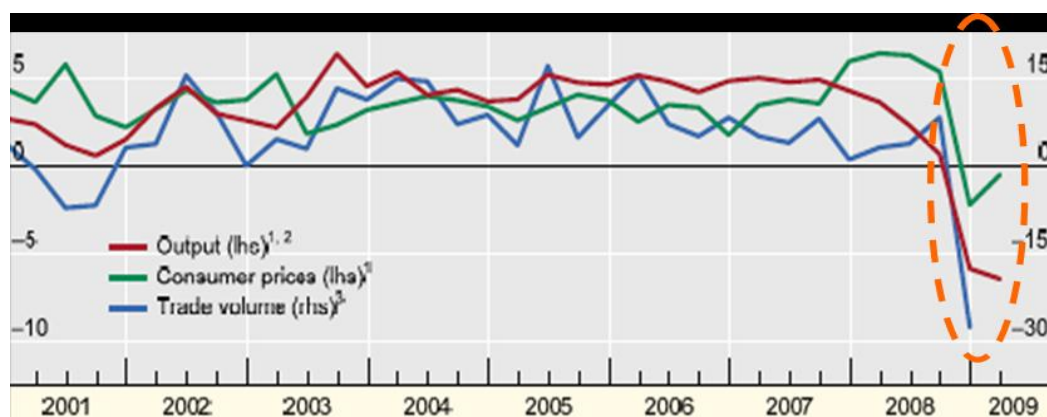
新興國家方面，由於外資資金撤出，雖然未處於雷曼事件之風暴中心，但整體信心亦受到衝擊。尤其部分外債比例過高之新興國家(如南韓)，更是因為外資大舉逃離而風聲鶴唳。由圖九左圖可以看出在階段三期間，新興國家之信評惡化且主權債券利差大幅度擴大；由圖九中圖可以看出新興國家(包含亞洲、歐洲與拉丁美洲)股市均受到重創；至於圖九右圖則是以 P/E 值為基礎計算之企業估值，在雷曼破產期間呈現大幅下滑之狀況。總的來說，新興國家為了救市，除以大量以政策來支持金融業外，其貨幣政策已轉為寬鬆。



圖九

四、階段四(全球經濟之衰退，期間是 2008 年 10 月下旬至 2009 年 3 月)期間：

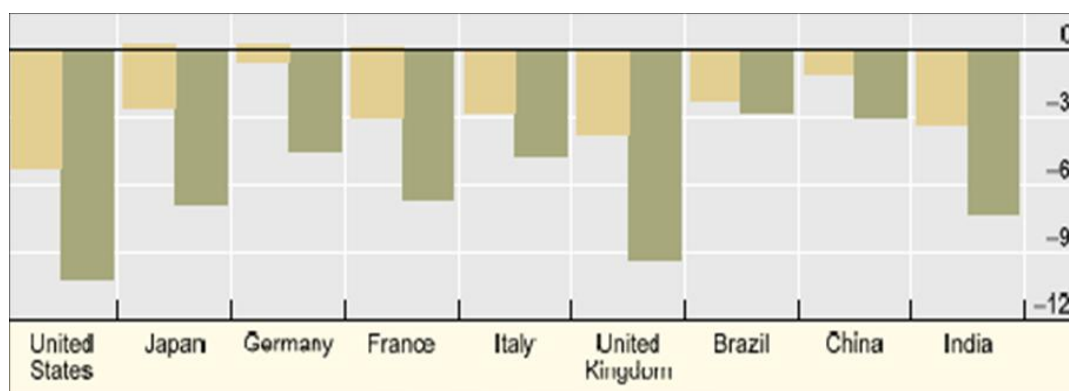
金融市場持續震盪，金融面之殘破已擴散至實體經濟層面。圖十是近年來全球產出、貿易量與消費者物價之年化季變動率，由此圖可以明顯看出，在此階段實體經濟受到金融面影響已經明顯惡化。



圖十

由於源自於已開發國家金融體系之金融海嘯規模太過龐大，市場對於政府之干預效果並無信心，隨著經濟數字之惡化與企業獲利預警伴隨而至，市場預估信貸損失將會持續

上升，也迫使各國政府持續擴大救市規模。圖十一是各國財政預算數據(佔 GDP 比率)，淺色柱狀圖為 08 年 9 月前各國

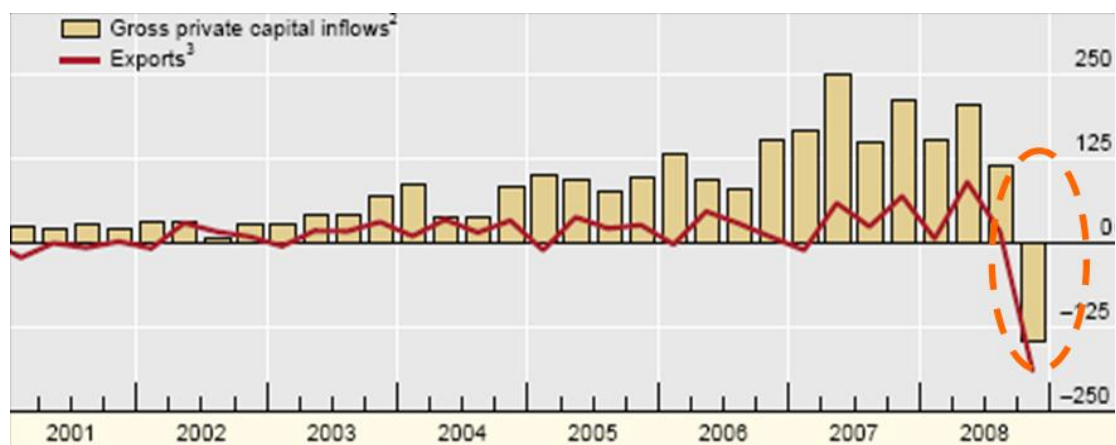


圖十一

之預估數字，深色柱狀圖為各國最新之預估數字。由此圖可以發現：在雷曼事件後，各國投入救市導致財政預算以倍數增加。

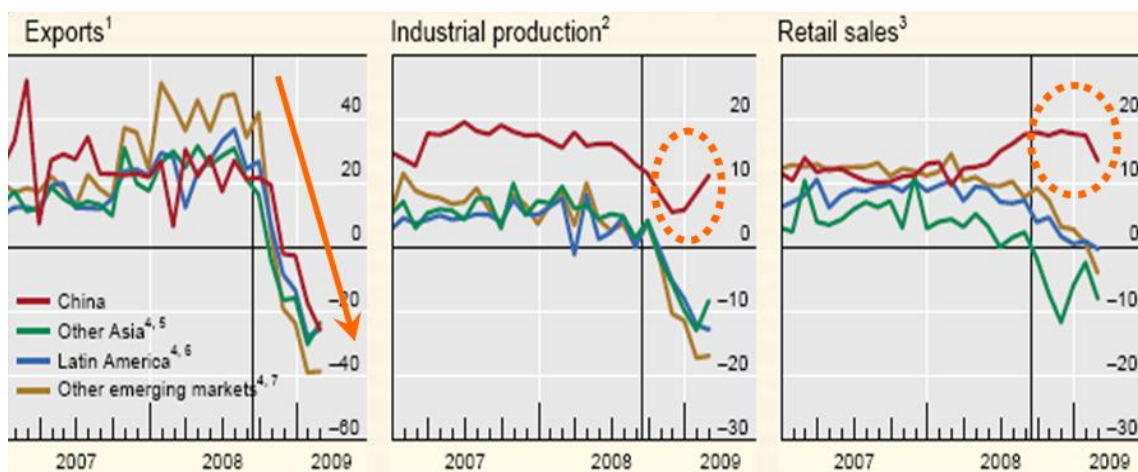
已開發國家此時政策利率已趨近零或是處於該國歷史低點，光靠利率政策已不足以挽回市場信心，故非傳統救市政策與大規模財政刺激方案相繼出籠。

新興國家雖然未面臨已開發國家金融體系崩解之危機，不過因歐美日外資大舉退出新興市場，嚴重打擊新興市場之股債市與匯率，加上歐美之需求銳減，導致出口嚴重衰退，第四季 GDP 亦急遽下滑。圖十二即顯示新興市場私部門資本流入與出口之變化。

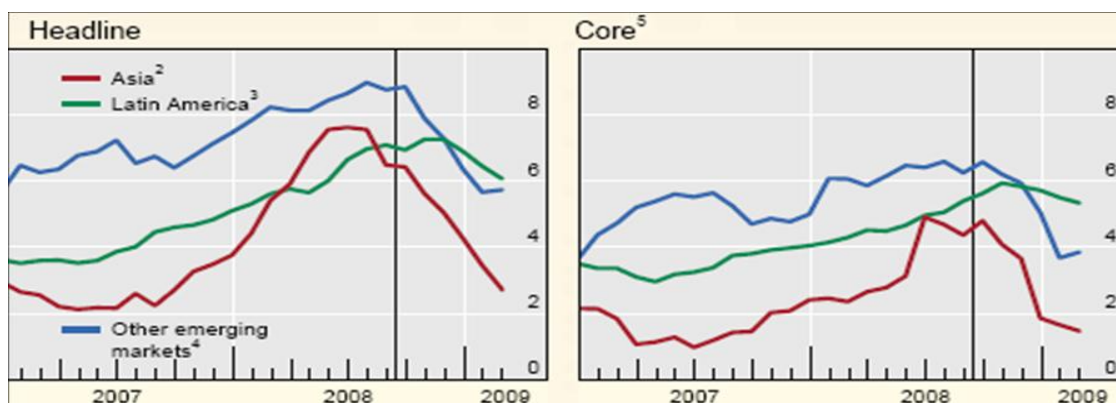


圖十二

圖十三則是顯示新興市場經濟活動大幅衰退之過程；圖十四則為先前居高不下之新興市場通貨膨脹，在此時終於因需求面大幅走軟而呈現下滑之狀況。



圖十三

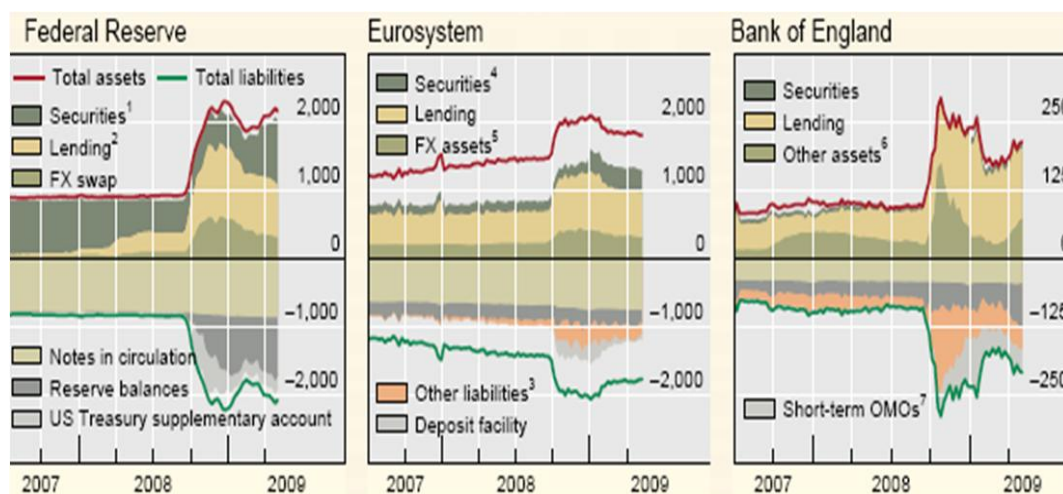


圖十四

新興國家政府持續延續寬鬆貨幣政策與挹注流動性，並大舉推出財政刺激方案，雖然未能在當下力挽狂瀾，但以中國為首的新興亞洲，卻是呈現相對較佳之狀況。這點可由圖十三中圖與右圖之工業生產與零售銷售分別觀察得知：中國相關數據分別呈現最早反彈與相對抗跌。

五、階段五(衰退減緩時期，期間為 2009 年 3 月至 5 月底)：

市場最恐慌時期已經過去，雖然金融運作機制尚未完全恢復，且信貸損失仍持續累積，不過資產價格已初步止跌回穩。各國政府之救市行動雖取得基本成果，但主要國家央行之資產負債規模也同時擴大許多(參圖十五)，未來如何在不衝擊市場之狀況下回到常軌，勢必會是眾人所討論之重點。



圖十五

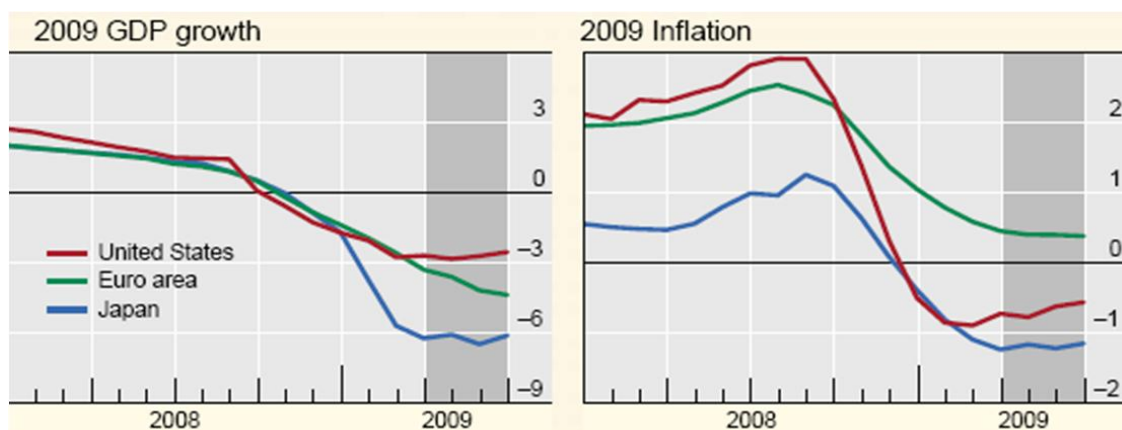
此階段已開發國家持續以寬鬆政策支撐金融市場，同時

也檢討並放鬆金融業處理相關資產之會計準則。

至於新興國家之資產價格出現明顯彈升，在政策方面則較著重於官方對業界之外部性支持。

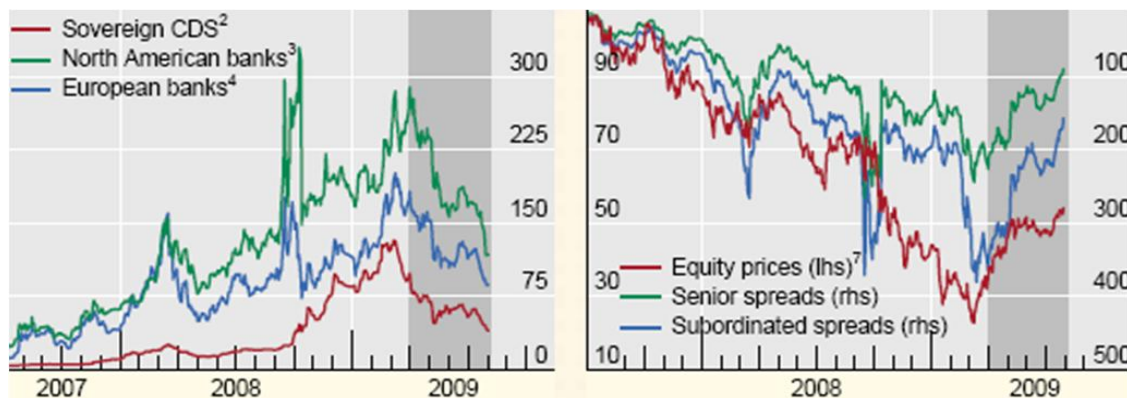
六、目前狀況與未來展望：

總的來說，目前金融市場已經止穩，由圖十六 G3 經濟



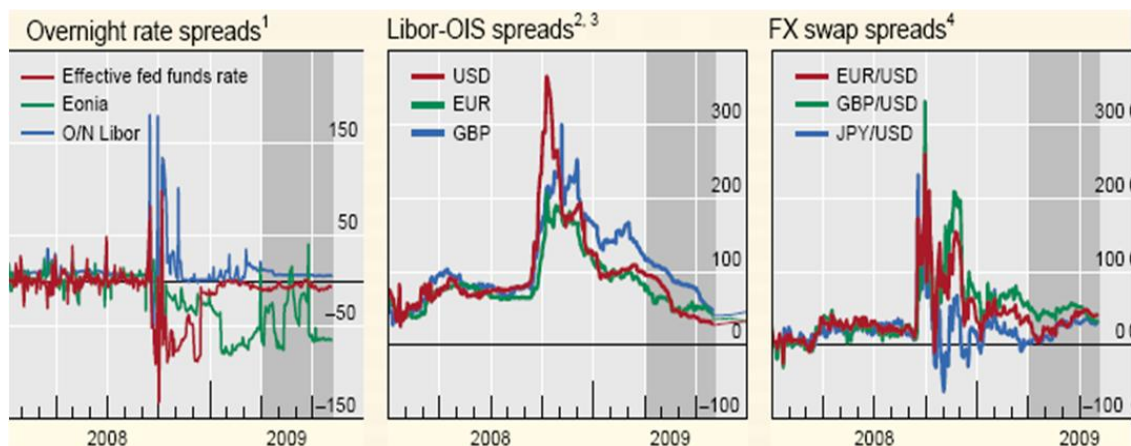
圖十六

數字預估來看，不論是 GDP 成長率或是通膨數據，均已見止跌揚升之態勢。若就此次金融海嘯之風暴核心—歐美金融產業相關指標來看(參圖十七)，無論是 CDS 或債券利差均已大幅收斂，股價亦呈現由谷底大幅彈升之狀況。



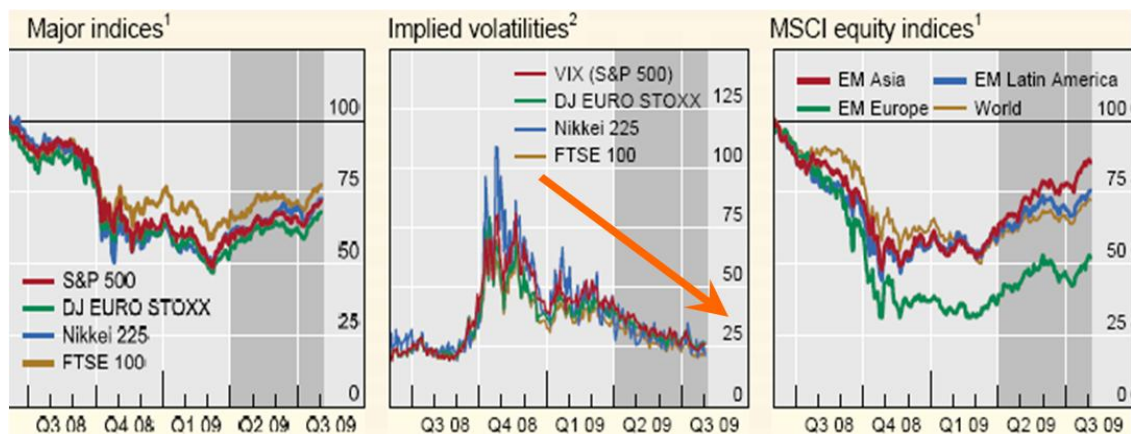
圖十七

一度接近癱瘓之貨幣市場，其相關指標(參圖十八)均已



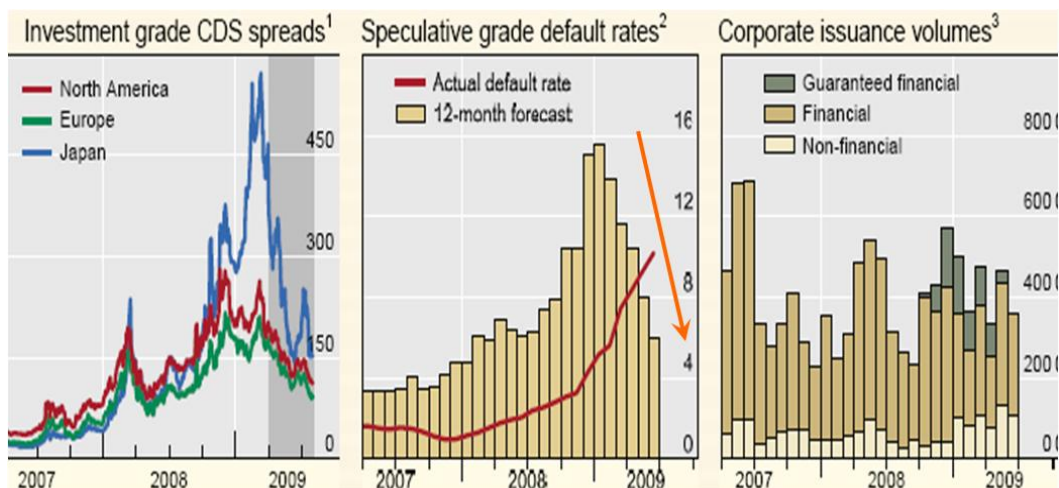
圖十八

顯示先前流動性枯竭之狀況已改善許多；至於在股票市場方面，圖十九左與右圖均顯示，各國股價均已自金融海嘯低點大幅彈升，尤其以新興亞洲表現最為亮眼；圖十九中圖則顯示，在投資人信心逐漸回籠之狀況下，股價指數隱含波動率已大幅下滑至一般水準。



圖十九

在信用市場方面，圖二十左圖顯示投資等級之 CDS 利差已大幅收斂；圖二十中圖則是顯示市場預期投機等級之債券違約率高峰已過；圖二十右圖則顯示公司債發行市場有回溫

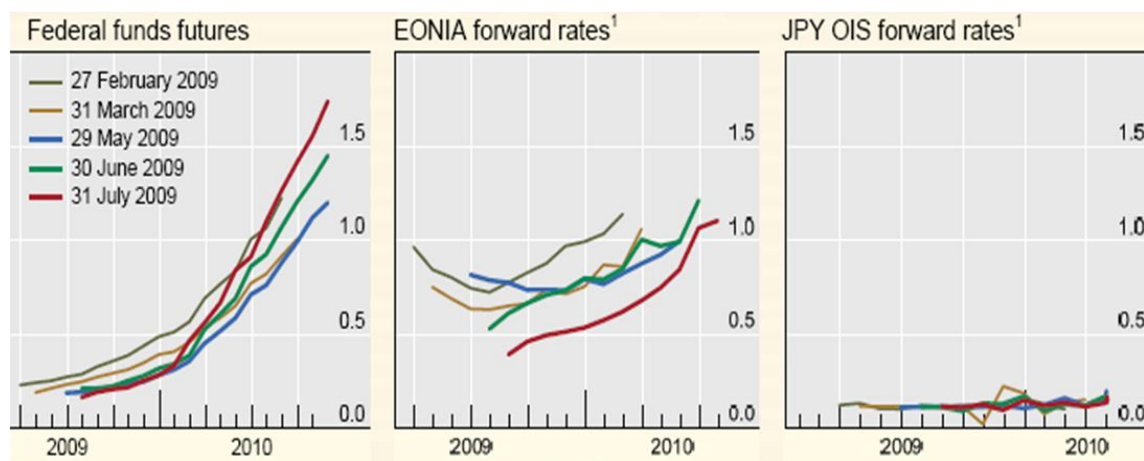


圖二十

跡象。

雖然眾多跡象顯示總體經濟已經回穩，但市場對未來展望仍有雜音，主要分歧點在於復甦過程(V型、W型或L型等)仍未有共識。

隨著總體情勢好轉，市場已預估 G3 政策利率將逐漸上調(見圖二十一)。但是此次各國政府為救市所釋放之史無前



圖二十一

例流動性，仍然讓市場關注重點集中在擴張財政政策之穩定性，並對未來通膨之預期與發展惴惴不安；此外新興市場(特

別是亞洲區)所顯現之較快復甦步調，亦成為市場所關注之亮點。

未來金融市場將面對三大挑戰，也將會牽動未來復甦之路的順遂與否。第一是不均衡之調整，尤其是美/中之間消費/生產不均衡。由最近國際貿易之發展來看，保護主義似乎有死灰復燃之跡象，如果美中之間貿易摩擦問題未能妥善解決，對未來全球經濟復甦之路，定會帶來衝擊；

其次是實體經濟與金融面之交互影響。實體經濟層面在金融風暴後遭到嚴重摧殘，許多國家與民眾並涉入次級房貸或相關衍生性金融產品，但也無端捲入此場風暴當中。這樣之結果導致以往高高在上之華爾街金融鉅子們，現在轉變為人人喊打之肥貓，而適當之金融監管呼聲也日益高漲。自由市場競爭與合理監督制度兩種聲浪未來勢必激烈拉鋸；

最後則是救市之貨幣政策及其他相關措施之退場時機與方式。史無前例之流動性挹注，就目前來看幾乎已經讓此場金融海嘯最壞時刻度過，但由金價近日突破 1000 美金來看，市場對未來通膨疑慮已有加溫跡象。於是乎何時與如何回收這些流動性，才能將市場實質與心理上之衝擊降至最低，將是各國政府一大考驗。

參、自行操作 ~ 策略性資產配置(SAA, Strategic Asset Allocation)簡介

在進行資產配置時，需同時考量配置選擇之風險與報酬，其選擇可以包括幣別配置、資產類別配置或到期年限(主要指固定收益商品)配置等各式選擇；換句話說，資產配置可以說是投資者對風險與報酬間偏好所形成之預期，希望透過對此預期之投資執行，來達成效用之最大化(可以是相同報酬下，維持風險最低；或是相同風險下，達成報酬最高)。

資產配置又可因其判斷預期之區間為長期或短期，再分別區分為策略性資產配置與戰術性資產配置(TAA, Tactical Asset Allocation)兩大類別。根據研究指出，投資組合報酬主要來自策略性資產配置之影響。

在進行策略性資產配置時，其大致流程可分為下列六項：

一、切割/分配資產(Tranching)：

針對不同之資產區塊，先訂定各自之投資收益與風險目標。例如將資產分配為：營業用資本、流動需求與投資需求等三大類，因為這些區塊對投資者而言，有不同風險承受度與流動性需求，故應該

有不同之收益目標。

二、訂定可投資資產項目：

對各國央行而言，傳統投資項目是首重安全性與流動性，收益率則是次要考量。故如貨幣市場工具與信用評等高之政府債券、機構債券與評等高之超國家債券，均是各國央行傳統偏愛之投資項目。

但為因應資產分散與提高收益之需求，近年來各國中央銀行開始將一部分資產分散到較長期債券、MBS/ABS、TIPS、公司債與股票上。

在金融危機後，因資產價格出現大幅波動，曾有輿論質疑中央銀行是否該持續進行資產分散之動作。就 BIS 觀點認為：選擇適度分散資產仍是較佳選擇，惟應同時考量整體投資組合能夠承擔極端風險之強度，以避免流動性出現問題。

三、選定風險/報酬衡量單位：

此處之衡量單位是指用來衡量風險與報酬之單位，比如說美金或台幣。若在匯率波動不大之時期，選擇衡量單位看似無關痛癢，但是一旦遭遇匯率劇烈波動時，選擇衡量單位就會成為舉足輕重之議題。

就事後觀點來看，衡量單位之選擇關係到資產價值與報酬之呈現；而就事前觀點來看，衡量單位之選擇則反映投資者風險/報酬之預期與偏好。

通常會被考量當做衡量單位不外乎為本國貨幣、該國央行主要之外匯儲備貨幣或一籃子貨幣組合。

四、決定貨幣配置：

如何決定貨幣配置對各國中央銀行而言，通常有下列考量：外匯市場之干預需求、因應外債與進口所需與穩定國內資產價值。此外對於風險/報酬之考量與預期，亦會影響各國中央銀行對貨幣之配置。

五、確立風險/報酬偏好與相關限制：

風險之來源即為未來報酬之不確定性。故以前瞻性之觀點，方能較好地捕捉風險/報酬之特性，而過往之報酬往往無法充分體現未來報酬之變異程度。

所謂限制條件，可以是最低之流動/變現性或最大之容忍損失。通常機構投資者會設定其專屬之限制條件，以反映它們所面對之特定風險。

六、確認投資組合與執行：

在進行完上述步驟後，投資者即可確認自己之策略性資產配置，並加以執行。從另一個角度來說，執行策略性資產配置相當於確認 -- 投資者能接受之風險報酬水準下之投資基準指標(benchmark)。

所謂投資基準指標通常是市場指數(market index)，而投資組合之基準指標就是這些市場指數之組合。值得注意的是，投資基準指標須在事前即選定，不能事後再回溯建立，以保持其一貫性。另外較佳之投資基準指標，其報酬與風險也必須能被適當衡量，所以該指數能否及時提供客觀報價，就是衡量的一大考量。

最後，投資基準指標須要定期檢視，而這個步驟也是在反映投資者對資產類別之風險/報酬預估之變化。

肆、委外操作簡介

對各國中央銀行而言，會採取委外操作之動機，不外乎下列各項：增加收益、資產分散、人力或能力限制、專業知識移轉、相關基礎設施不足或基於作業風險之考量。

而委外操作可分為四個階段：

一、第一階段為投資經理之選擇：

包括定量分析、定性分析與實地查核。

二、第二階段為投資政策執行：

包括選擇保管銀行、資訊流彙整與報表產生。

三、第三階段為事後監測：

包括績效與風險監測、法規遵循與進行監測循環。

四、第四階段則是事後調整：

包括經理人替換政策與移轉管理。

至於在選擇投資經理時，一般會著重在下列考量點上：

一、投資技巧：

最直接之衡量指標為其績效，但須注意投資經理所呈現之績效須符合 GIPS 規範，並不得使用無

實績之模擬績效，或是採用接續方式來拼湊過往績效；此外分析投資經理之風格與超額報酬來源也相當重要。

二、持久性：

績效越能持久之投資經理，代表其可靠度越佳。最重要之觀察在該投資公司是否有足夠健全之投資程序，包括其內部監理/控制架構、獎金制度、人才流動率與投資決策過程。

三、分散度：

透過「多重經理人」之委外方式，可提昇資訊比例(information ratio)，進而享受投資風格分散所帶來之好處。

投資者可透過定量分析來確定單一投資經理之風格，在投資組合之觀點下，使用多個不同風格之投資經理，即可達成分散之目的。

雖然儘可能分散有機會得到較大之長期投資回報，但仍應同時考量使用過多投資經理所增加之成本。

伍、結語

在雷曼兄弟破產屆一週年前夕，有機會參與 BIS 所舉辦有關資產管理之研討會，實在是相當難得之經驗。一方面有機會回顧此段歷史，並檢討金融風暴對儲備管理所帶來之影響；另一方面也有機會接觸到各國央行之代表，了解其對國際情勢與儲備管理不同之觀點，進而反思自己以往思維上之盲點，更是有其意義。

在金融海嘯前，包含信用、地產在內之多項金融資產，在高倍之槓桿效應追逐下，往往呈現相當亮麗之績效，甚至一些有毒資產經過層層包裝後，也可以變成金蘋果。在當時氛圍下，追求高收益成為顯學。然而一場金融風暴，有機會讓投資大眾重新檢視風險與報酬之關係；讓法規制定者重新評估市場自我修復之機制；也讓金融業者重新反省貪婪與責任之間的關係。

許多金融創新並非原罪，但是過度包裝或是過度槓桿，卻往往卻是問題之起點，加上為人詬病之高額分紅與不透明之產品定價機制，讓許多立意良好之金融產品設計完全走調。未來如何在金融監管與自由機制下尋得一個適當之平衡

點，將是一場漫長與嚴格之辯證。