

出國報告（出國類別：研究）

債券投資及發行之研討

服務機關：臺灣銀行財務部

姓名職稱：高級辦事員李姿慧

派赴國家：英 國

出國期間：101年9月9日至9月23日

報告日期：101年12月14日

摘要

本次出國研究主題為債券投資及發行之研討。為更進一步瞭解金融市況，以及投資固定收益商品業務所需，職乃應邀參加由巴克萊銀行(Barclays Bank Plc) 於 2012 年 9 月英國倫敦所舉辦的官方機構投資人研討會(Official Institutions Conference)，並參訪本行倫敦分行與其它金融同業如匯豐銀行、摩根大通銀行、蘇格蘭皇家銀行、美國銀行和高盛證券交易研究人員，就英國經濟概況、歐債危機發展與因應之道、2012 年下半年和 2013 年金融情勢和投資策略等議題進行討論與意見交流，除專業知識之提昇外，亦增加與同業的交流與認識，深感獲益匪淺。

本研究報告分兩大主題，第一部份為固定收益市場發行概況；第二部份為 2013 年債券投資策略，內容包括 2013 年債券市場展望、資產配置建議(摘錄各家投資銀行包括全球股債至亞洲地區債券資產配置建議)和市場關注焦點。最後，統整本次出國見聞，提出包括擴大本部及本行之投資標的、加強本行與國際金融同業的交流、評估建立定期培訓可能性之建議。

目錄

壹、	目的	3
貳、	過程	3
一、	固定收益市場發行概況	4
二、	2013 年債券投資策略	11
(一)、	2013 年債券市場展望	11
(二)、	2013 年資產配置建議	17
(三)、	2013 年市場關注焦點	26
參、	心得及建議	27
一、	擴大本部及本行之投資標的	27
二、	加強本行與國際金融同業的交流	27
三、	評估建立定期培訓的可能性	28
四、	其它	28
肆、	附件	30
一、	研討會議程	30
二、	行程內容	33

壹、 目的

為更進一步瞭解金融市況，以及投資固定收益商品業務所需，職應邀參加由巴克萊集團(Barclays PLC：以下稱 Barclays) 於 2012 年 9 月英國倫敦所舉辦的官方機構投資人研討會(Official Institutions Conference)，並參訪本行倫敦分行與其它金融同業如匯豐銀行、摩根大通銀行、蘇格蘭皇家銀行、美國銀行和高盛證券，以期進一步提昇專業知識，並增加與同業的交流認識的機會。

貳、 過程

在本次研討會中，除由主辦單位 Barclays 介紹歐美金融現況和國際經濟情勢外，亦與 EBRD 等知名國際組織合作，於研討會中簡介其目前發展現況及未來幾年的規劃，並邀請荷蘭等央行分享其將股票納入投資項目的現況，讓學員對國際組織及央行投資國際股市經驗有更深一層認識與了解。研討會結束後，續拜訪本行倫敦分行與其它金融同業如匯豐銀行、摩根大通銀行、蘇格蘭皇家銀行、美國銀行和高盛證券交易研究人員進行討論與意見交流，除專業知識之提昇外，亦增加與同業的交流與認識，深感獲益匪淺。

本次研討會主要內容包括：

1. 歐美經濟和外匯、利率市場概況
2. 央行資產配置建議

本次拜訪本行倫敦分行與其它金融同業主要討論內容包括：

1. 英國經濟概況
2. 歐債危機發展與因應之道
3. 2012 年下半年和 2013 年金融情勢和投資策略

由於資料豐富，本文謹就研究主題「債券投資及發行之研討」報告固定收益相關部份。

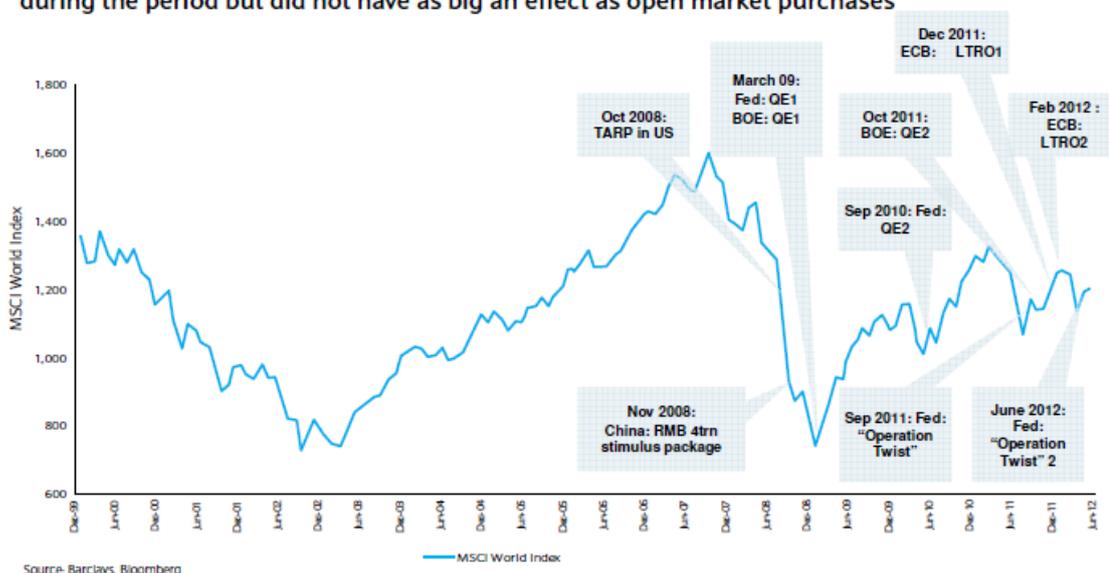
一、固定收益市場發行概況

自從 2008 年金融海嘯發生以來，全球經濟成長趨緩，金融市場波動幅度加大，各國政府為刺激經濟成長穩定金融市場，除採取寬鬆貨幣政策外，紛紛運用公開市場操作來達成目標，這是過去不常見的情況。

圖一：各國政府紛紛採取公開市場操作

Increasing political intervention

The chart includes extraordinary non-conventional monetary policy tools but excludes such measures as collateral easing, swap lines, FX interventions, loans etc, which were rampant during the period but did not have as big an effect as open market purchases



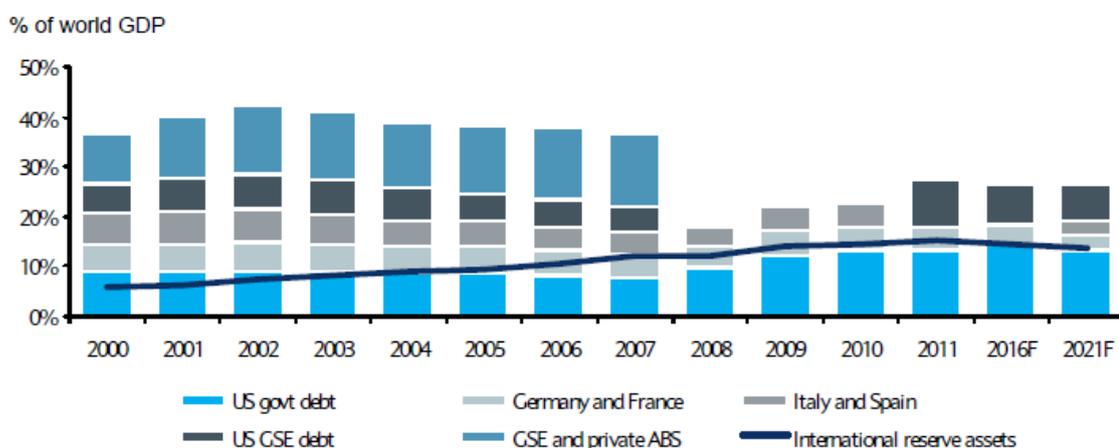
在市場資金充足，然而市場安全性固定收益資產卻自 2007 年美國次貸風暴後明顯大幅減少(如美國政府支持抵押貸款債券和資產擔保債券等)，再加上 Fed 持續實施 QE，一直買回抵押貸款債券和長期公債，以支持美國經濟成長，在投資人擔憂歐債危機、美國財政懸崖和全球經濟成長趨緩等問題，且安全性固定收益資產供不應求的情況下，使得各國主要公債殖利率紛紛創歷史新低，歐美投資等級債券信用利差也多已回到金融海嘯前水準。

近期美國政府支持抵押貸款債券發行量增加，今年至 11 月發行規模已達 1.6 兆美元，高於 2011 年的 1.2 兆美元，除了美國政府和 Fed 政策推動外，房屋貸款利率降至歷史新低，使得美國房市再融資規模大幅上升，再加

上 Fannie Mae 和 Freddie Mac 自 12/1 起將擔保佣金提高 10bps，讓貸款機構趕在二房提高擔保佣金前擴大債券發行規模，亦是推升美國政府支持抵押貸款債券發行量大增的原因。

圖二：市場安全性固定收益資產大幅減少

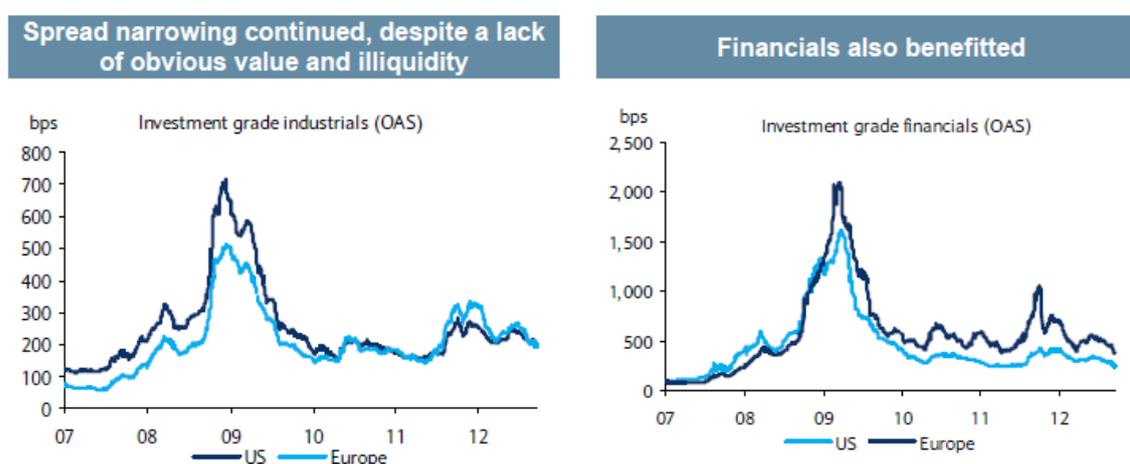
The safe asset shortage



Source: Federal Reserve Flow of Funds, Haver Analytics, IMF COFER, Barclays Research

圖三：投資級債券信用利差創金融海嘯後新低

Credit: Investment-grade spreads converging on post-crisis lows

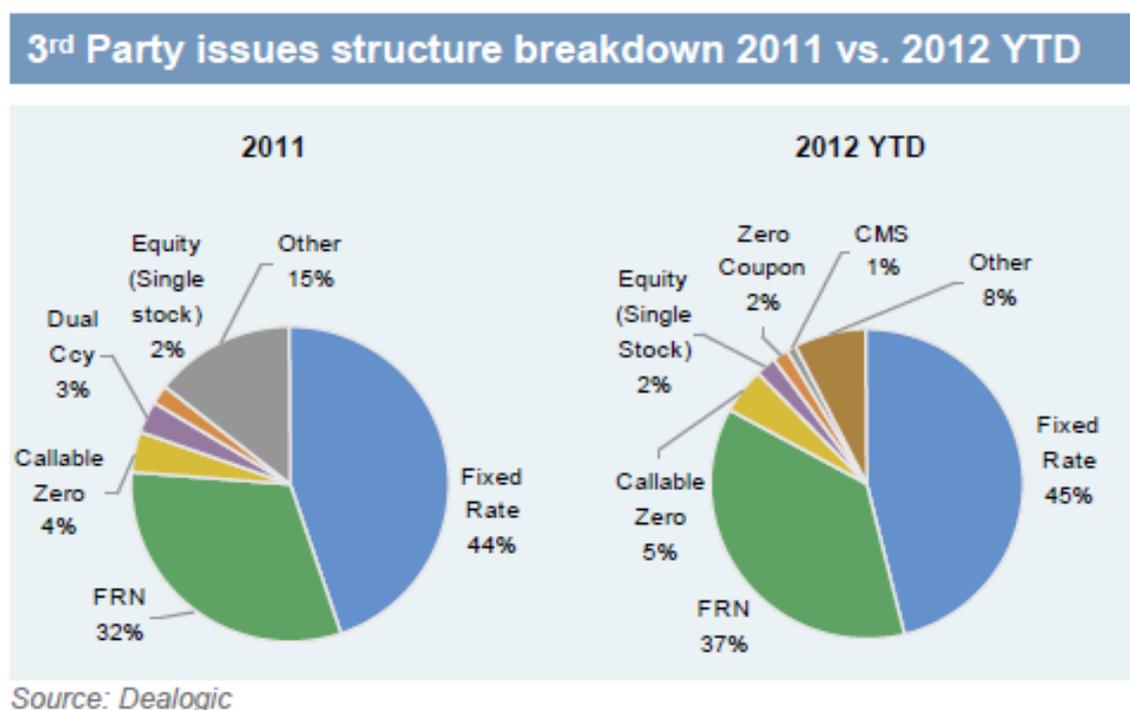


Source: Bloomberg, Haver Analytics, Barclays Research (AA)

在利率處於歷史低檔，信用利差偏低，且市場流動性過剩的情況下，有利於發行人出來發債籌資，所以除了金融機構為了因應 Basel III 的規範和業務需求積極於市場發債籌資外，許多公司企業也紛紛於此時出來發債籌資取得長期低利率資金(如美國的 Chevron 和 Amazon 等公司)，目前全球公司債發行也已接近 2009 年 3.9 兆美元的創紀錄規模，今年整體發行金額可望再創歷史新高。

根據 JPMorgan 的統計報告顯示，2012 年下半年的債券發行結構仍以固定利率債券比重佔最高，達 45%，浮動利率債券則由 2011 年的 32% 上升至 37%。

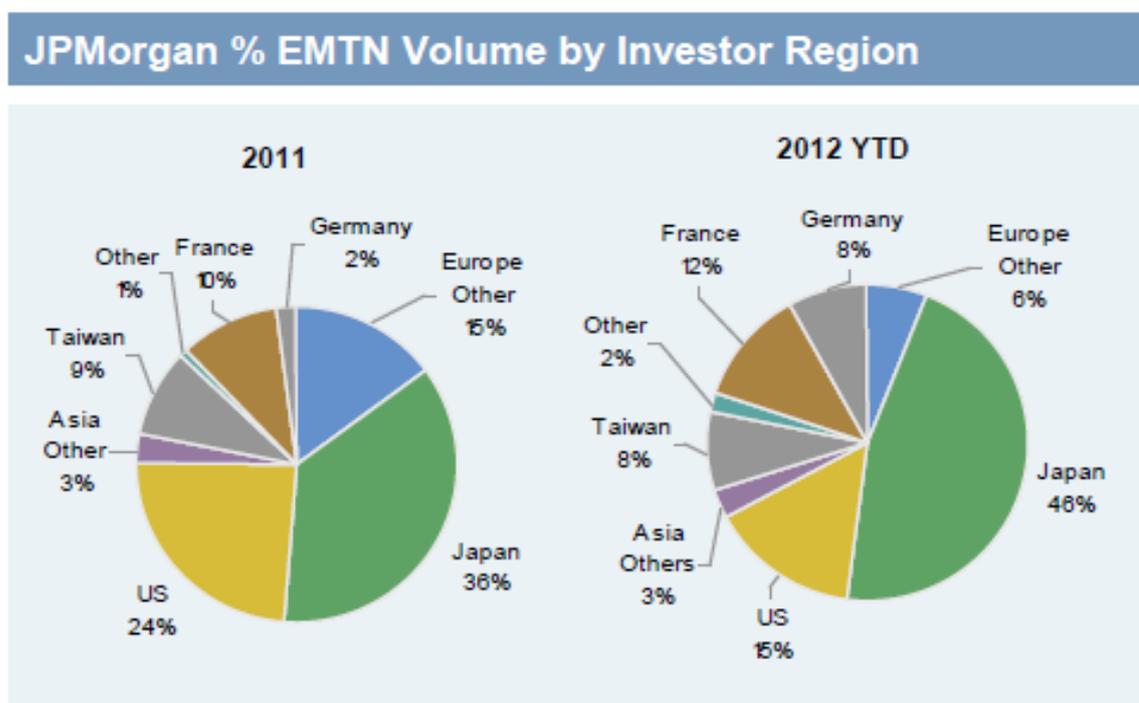
圖四：2011 年和 2012 年債券發行結構



在安全性考量下，2012 年投資人紛紛以投資自己國家或區域當地企業所發行的債券為主。若從 EMTN 投資人地域分佈來看，日本投資人比重仍最高，達 46%，歐美投資人比重則有較明顯的下降，主要是因隨著美國公債與 Libor 之間的利差縮小，使得美國政府支持抵押貸款證券的收益優於超國際

組織所發行的債券，讓美國投資人將資金投入美國政府支持抵押貸款證券，而歐洲投資人則主要購買歐洲當地企業或金融機構發行的債券所致；亞洲投資人除了持續投資韓國和中國企業或金融機構發行的債券外，隨著其風險偏好的提升，亦開始將高收益的公司債和結構型的產品如 Range Accruals 等納入投資組合中。台灣地區的投資人除了將高收益貨幣計價債券如 AUD 和 NZD 也納入其投資組合外，也開始投資中東和中南美洲發行人所發行債券以提升整體投資收益。

圖五：JPMorgan 統計 EMTN 投資人分布情形



Source: J.P. Morgan

根據 Barclays 的研究報告顯示，在過去 4 年裡，由於歐洲銀行業因應 (1)State-aid Rules(在 2008~2009 年金融海嘯期間有接受政府注資歐洲銀行必須因應 EC(European Commission)要求進行結構重整，降低資產規模改善營運模式，目前已有三分之二的銀行已完成)； (2)EBA(European Banking Authority)要求(2011 年 9 月歐洲銀行業 Core Tier 1 Ratio 須達 9%以上，目前已完成)； (3)Basel III 的規範(包括投資銀行因 Basel III 的規範增加交易對手風險

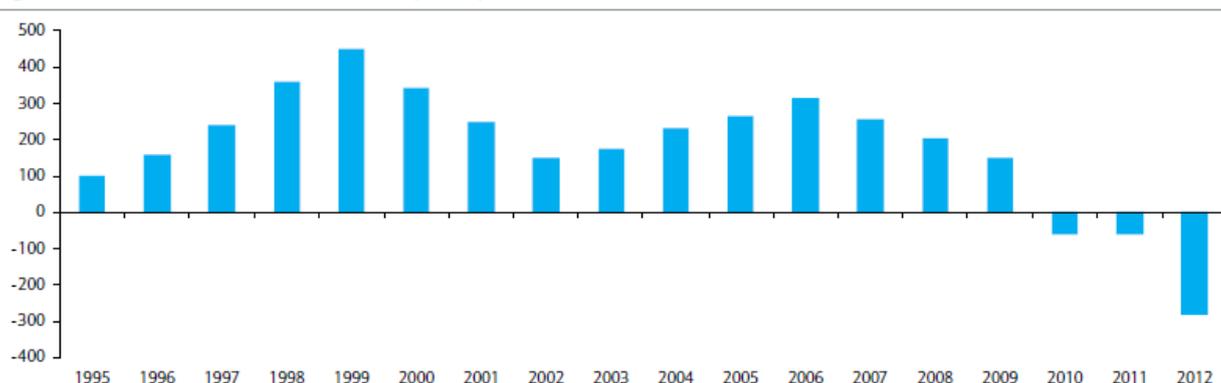
認列而積極降低資產負債表規模如 Credit Suisse 和 UBS，和歐洲銀行為達成 Basel III 要求的資本比率而降低資產規模)；

(4)資金移轉(由於將美元資金從貨幣市場基金抽出匯回歐洲相當困難的現象，目前已隨著 ECB 提供 LTRO 等額外援助措施而減緩)；

持續去槓桿化，再加上歐洲銀行業佔整個信用市場比重高達 40%，風險太過集中，歐洲銀行業又面臨信評下調的風險，和銀行投資風險波動度大增等因素影響下，使歐洲銀行業籌資成本上升(歐洲銀行業信用利差 2005 年平均約 35bps，2012 年平均約高達 200bps，比歐洲其他產業還高)，讓歐洲銀行業優先無擔保債券淨發行量自 2010 年來持續萎縮。

圖六：歐洲銀行業歷年優先無擔保債券發行量

Figure 9: Net issuance of unsecured debt by European banks, €bn



資料來源:Dealogic, Barclays

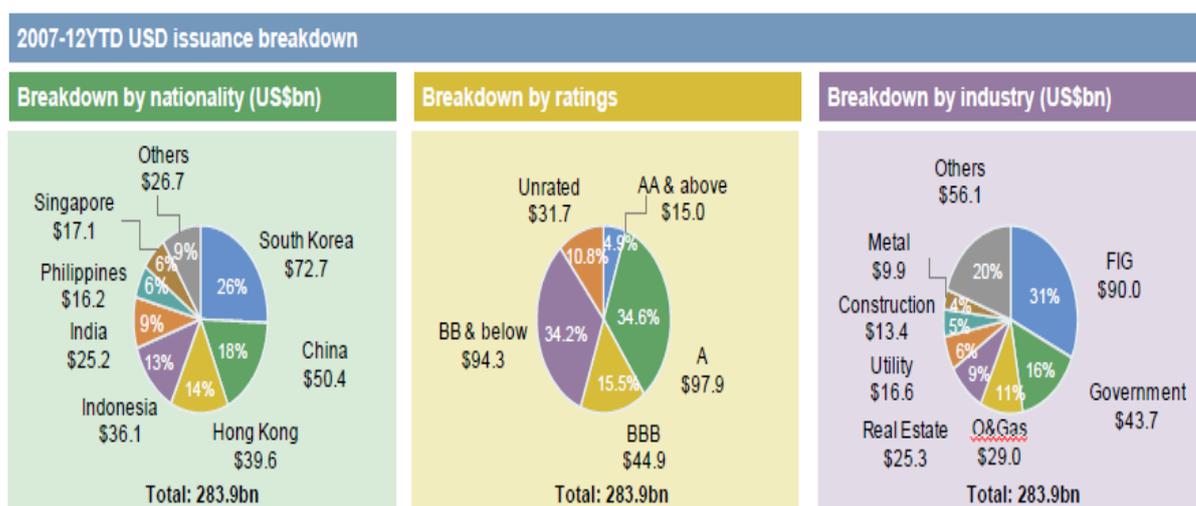
在 ECB LTRO 和 OMT 政策的幫助下，及有些主要的歐洲銀行 2012 年籌資計畫已 100%達成(如 Lloyds 和 Socgen 等)，甚至已籌得 2013 年所需資金(如 BNP 等)，而歐洲銀行業 2012 年的融資需求僅 2011 年的一半，2013 年的融資需求估計也僅 2012 年的一半，再加上也有不少銀行採取私募方式籌措資金的情況下，2013 年歐洲銀行債券公開發行量將持續下降。此外，歐洲銀行業債券受惠於 ECB 政策和市場流動性過剩的影響目前評價偏貴，在市場仍擔憂歐債危機的情況下，預料投資人未來仍對歐洲地區採取相對保守的投資策略。

根據 JPMorgan 的統計報告顯示，若以 2007~2012 年來亞洲地區的債券發行狀況來看，美元債券今年發行量為 5 年來最高，2007 年累積至今債券發行金額比重前三大之國家依續為南韓(26%)、中國(18%)和香港(14%)，債券信評比重前三大依續為 A(34.6%)、BB&Below(34.2%)和 BBB(15.5%)，發行者產業前三大依續為金融機構(31%)、其它產業(20%)和政府公債(16%)。

圖七：2007~2012 年 7 月底亞洲地區美元債券發行趨勢



Source: Dealogic as of Jul 30, 2012

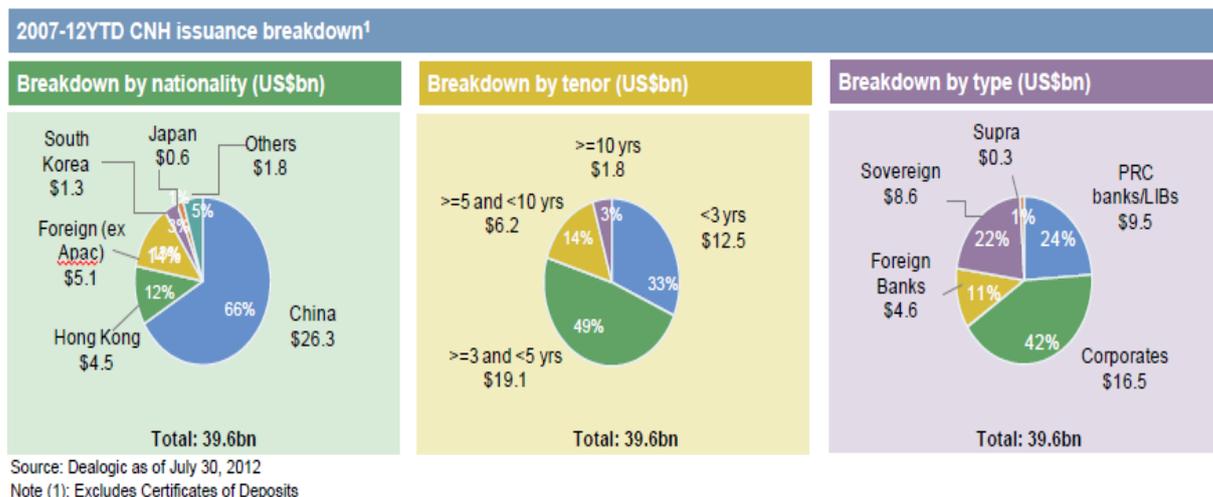
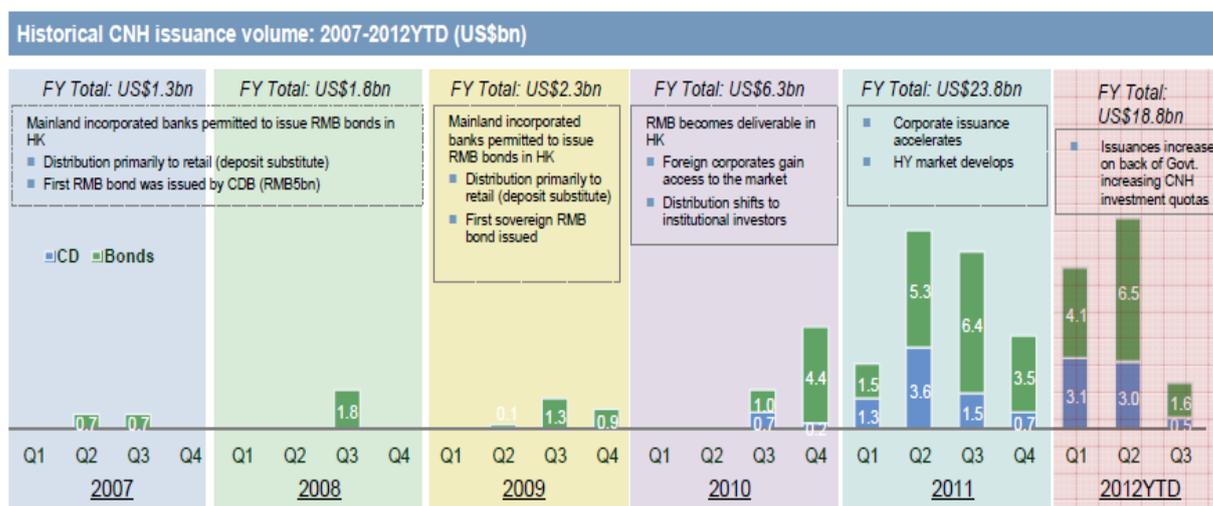


Source: Dealogic as of Jul 30, 2012

根據 JPMorgan 的統計報告顯示，人民幣債券發行量則是近兩年來隨著中國政府政策開放而大幅增加，在排除可轉讓定期存單之後，2007 年累積至今債券發行金額比重前三大之國家依續為中國(66%)、其它不包含亞太地區國家(14%)和香港(12%)，債券存續期間前三大依續為 3~5 年(49%)、3 年

內(33%)和 5~10 年(14%)，發行者分類前三大依續為企業(42%)、政策性銀行(24%)和政府相關企業(22%)。

圖八：2007~2012 年 7 月底點心債券發行趨勢



隨著中國經濟穩定增長，中國領導人致力推行人民幣國際化，除了中國政策性銀行(中國建設銀行)首次至倫敦發行人民幣債券外，也看到外國政府首次發行人民幣債券(加拿大的 British Columbia 省發行人民幣債券)，在近期人民幣升值持續吸引資金流入，人民幣變成各國央行資產配置的選項之一等因素影響下，點心債發行量在中國企業、中國政策性銀行、外國企業等推動下，根據 HSBC 的統計報告預估，2012 年點心債發行量可望達到 2,600~3,100 億人民幣(超過 2011 年的 1,890 億人民幣)，再創歷史新高。

二、2013 年投資策略

(一) 2013 年債券市場展望

今年年初在市場擔心歐債危機擴大影響全球經濟成長的情況下，債券市場信用利差呈現擴大，各國政府為刺激經濟成長紛紛採取寬鬆貨幣政策和降息動作，再加上資金避險買盤持續進駐，使利率來到歷史低位水準，整體市場波動風險也大增，但在今年 9 月 ECB 宣佈實施 OMT(Outright Monetary Transactions Program)和 Fed 實行 QE3 後，市場關注焦點已漸漸由歐債危機轉向美國財政懸崖問題、各國經濟成長展望和某些特定風險等，債券市場信用利差也持續縮小，目前已趨近歷史平均水準，所以各家投資銀行紛紛預估 2013 年債券的平均報酬將低於前兩年，但仍可望呈現正報酬。在考量收益的情況下，信用評等為 BBBs 的投資級債券和信用評等為 CCCs 的高收益債券可望呈現落後補漲的現象。

1. 固定收益資產仍將呈現供不應求的情況

在各國政府採取寬鬆貨幣政策，市場流動性充足，美國經濟相對其它成熟國家仍呈穩定復甦，歐元區極端風險(Tail Risk)持續消退，新興市場仍呈現穩定成長，歐美國家資產購買計畫仍可望持續，然而 2013 年固定收益資產發行量將較 2012 減少，使得 2013 年固定收益資產仍將呈現供不應求的情況。

以美國固定收益市場為例，根據 JPMorgan 的研究報告顯示，就算把 Fed 買回債券的部份計算在內，因為企業持續買回流通在外債券和美國公債發行量減少的緣故，2013 年美國固定收益債券市場發行量預料將大幅下降，在排除美國公債的部份之後，美國固定收益債券市場發行量將由 2012 年的 3,420 億美元下降至 2,280 億美元。

根據 JPMorgan 的預估，2013 年 Fed 將是美國固定收益市場最大的買家，除了每個月 400 億的 MBS 買回計畫外，Fed 也可能於 2012 年 12 月底或明年 1 月初啟動約 450 億公債買回計畫，暗示 2013 年 9 成的新發行固定收益債券(約 1.02 兆美元)都將被 Fed 買回。此外，共同基金也將是美國固定收益市場第二大的買家，尤其在

現在實質利率和經濟成長率偏低，但股市卻表現不錯的情況下，共同基金購買的金額(約 4,960 億美元)也會增加。其它依序為外國投資人(約 4,930 億美元)、保險公司(約 1,700 億美元)、商業銀行(約 1,300 億美元)、退休基金(約 340 億美元)，市場對美國固定收益債券的整體需求將高達 2.343 兆美元。

由於 2013 年美國固定收益債券市場發行量僅 2,280 億美元，需求卻高達 2.343 兆美元，在美國經濟持續改善，歐洲極端風險(Tail Risk)持續下降，Fed 寬鬆貨幣立場不變，債券供不應求的情況下，信用利差將持續呈現縮小的狀態。

圖九:JPMorgan 對美國各類債券歷年發行量統計和 2013 年預估

Exhibit 11: We expect net issuance across fixed income markets to decline in 2013

Historical data and J.P. Morgan forecast for long-term (>1Y) net issuance in 2012 and 2013; \$bn

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 E	2013 E
IG corporates	206	156	305	393	85	69	192	297	354	215
HY corporates	-44	-57	-20	-37	-34	77	103	36	116	118
EM Corporates	54	68	78	90	36	99	157	135	223	217
EM Sovereign	35	36	27	14	2	40	32	35	25	39
Municipals	156	201	176	206	85	112	111	-28	-2	14
Non-Agency MBS	418	598	501	202	-334	-364	-266	-202	-202	-144
Agency MBS	-24	97	269	510	512	460	-120	31	25	-75
CMBS	70	86	184	180	-42	-46	-58	-55	-48	-30
ABS	1	50	90	76	-67	-41	-109	-61	-10	5
CLOs	25	43	86	76	5	-17	-18	-30	20	20
Agency Debt	116	54	86	-64	-39	-19	-119	-164	-160	-150
Treasuries	296	263	177	135	396	1,549	1,611	1,325	1,002	893
Total	1,309	1,596	1,959	1,781	605	1,920	1,516	1,318	1,344	1,121
Total ex-Tsy	1,013	1,333	1,782	1,646	209	371	-95	-7	342	228

Source: Thomson, Bloomberg, J.P. Morgan

根據 Barclays 的研究報告指出，由於 2012 年美國投資級和高收益債券發行量均創歷史新高，隨著企業已完成部份籌資，2013 年整體發行量將下降，而過去新債折價發行的狀況將隨著債券出現供不應求的情況而可能轉為溢價發行，定價的信用利差也將越來越小。新興市場美元計價債券發行整體而言則仍將呈現穩定增長的情況，以亞洲地區來說，2013 年仍將以不動產開發商的債券發行為主；至於拉美和中東，高信評等級的公司仍將會視市況於市場發行債券籌資。至於歐洲，隨著金融機構因應 Basel III 和歐債危機國家企業積極降低財務槓桿，2012 年投資級債券整體發行量呈現大幅下降的情形，高收益債券發行量則仍維持 2010 年以來的發行量並未明顯下降；此外，由於歐洲市場波動風險大，也使得許多公司轉去美元市場和 Yankee 市場籌資。隨著歐洲金融機構去槓桿腳步可望趨緩，歐洲企業可望順利在當地籌資，歐洲債券市場 2013 年發行量可望呈現微幅增加的狀況。

表一:Barclays 對全球各類債券今明兩年發行量預估

債券市場	2012 年發行量預估	2013 年發行量預估	年成長率
美國投資級	\$1080bn(歷史新高)	\$1000bn	-8%
歐洲投資級	€ 445bn	€ 480bn	+8%
亞洲投資級	\$94bn(歷史新高)	\$70-80bn	-20%
美國高收益	\$335bn(歷史新高)	\$275-300bn	-14%
歐洲高收益	€ 37bn	€ 40bn	+8%
亞洲高收益	\$24bn	\$20-30bn	+5%
拉美/中東	\$159bn(歷史新高)	\$128bn	-19%

資料來源: Barclays

2. 美國金融債的表現仍將優於公司債

在各國政府採取寬鬆貨幣政策，市場資金充足的情況下，金融債和公司債今年的報酬率都創歷史新高。以美銀美林指數為例，至今年 10 月底，金融債報酬率高達 15.4%，已超過 2009 年所創歷史新高的報酬率 15.2%；此外，金融債的報酬率也

比公司債的報酬率多出約 4.3%，創下歷年來金融債表現優於公司債的最佳紀錄。由於金融債和公司債價格已連漲 4 年，目前市場預測兩者 2013 年報酬率將略為下降。

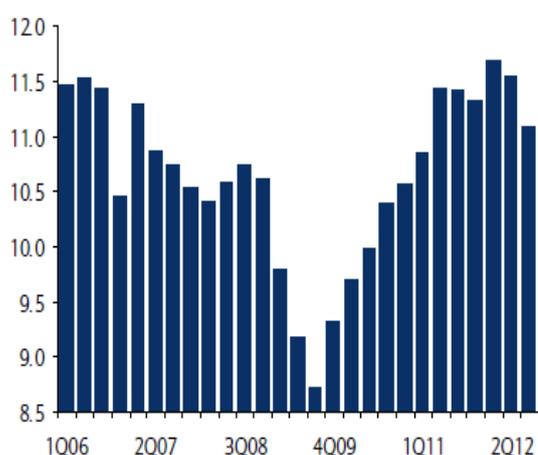
根據 Barclays 研究報告，以美國投資級公司債券為例，雖然企業營利率仍創近 20 年新高，但企業基本面受全球經濟成長趨緩，公司增加財務槓桿倍數(主要受企業自金融海嘯後債務水準持續上升而近幾季營業利益卻成長緩慢所致)和股東報酬率(如因股價表現不佳而買回庫藏股像 Coca Cola、Pfizer 和 IBM 等公司)而惡化，企業又積極發行長天期低利率新債來取代之前所發行的高利率舊債，目前平均債券到期年限已達 12.2 年接近 2007 年的水準，只有約 12% 的債券將在 2 年內到期。

雖然公司的財務槓桿倍數增加，然而公司債的信用利差卻未明險擴大，主要是因新債成本低讓企業利息保障率反而上升，企業也有更多的彈性來管理其資產負債表，再加上今年以來專業機構投資人共同基金和 ETF，以及私人銀行客戶對公司債需求旺盛，市場投資級公司債持有比重最大者 — 保險公司(2012 年比重估計達 34%~37%)對公司債資產配置規劃(買入並持有到到期)並無任何明顯改變，使公司債目前信用水準處於歷史低檔，在 Fed 和 ECB 等國家又積極救市降低市場波動性，維持寬鬆貨幣政策刺激經濟成長率的情況下，此趨勢將延續至 2013 年。

圖十(左圖):企業利息保障率自金融海嘯後持續增加

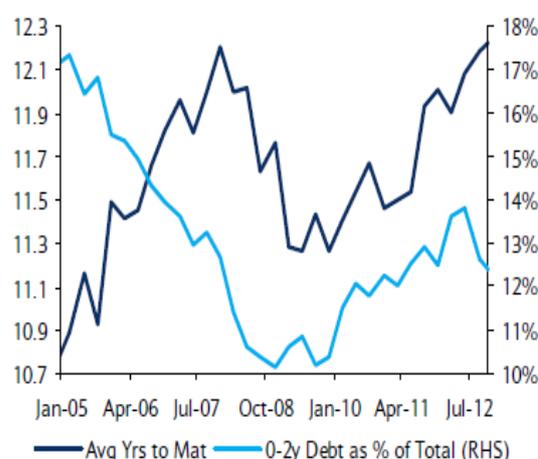
圖十一(右圖):投資級公司將其平均到期債務年限延長

Figure 9: Median EBITDA/Interest Expense Is Close to Pre-Crisis Levels Despite Higher Leverage Today



Source: Capital IQ, Barclays Research

Figure 10: Investment Grade Companies Have Extended Their Maturity Profiles

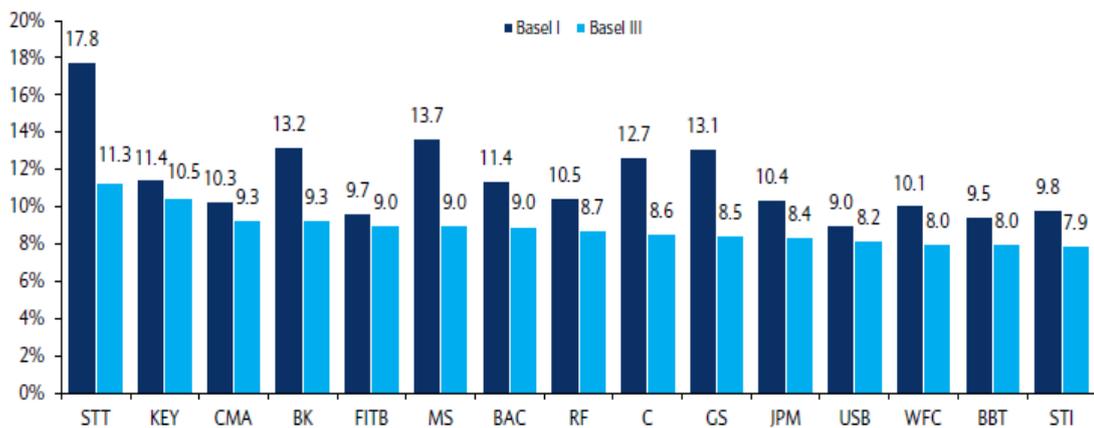


Source: Capital IQ, Barclays Research

相形之下，金融機構(尤其是銀行)受到政府法令和 Basel III 等規定積極提升資本比率改善資產品質打銷壞帳，再加上 Fed 維持低利率環境有助於銀行淨利差收入的穩定和交易業務盈餘的增加，使其基本面持續改善，以美國銀行業為例，除不良資產和呆帳金額持續下降外，其 Basel I Tier 1 common capital ratio 已達 10.75% 創金融海嘯以來新高，且銀行業信用利差相對整體信用仍有約 25bps 的空間，目前評價仍略為偏低。

圖十二:美國各主要銀行 Basel I Tier 1 common capital ratio

Figure 17: Company-disclosed Tier 1 Common Capital Ratio Estimates, 3Q12

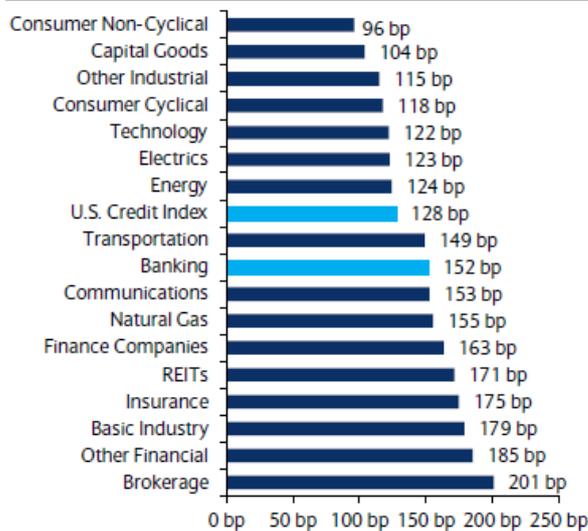


Source: Company reports, Barclays Research

圖十三(左圖):美國各產業 11 月底信用利差水準

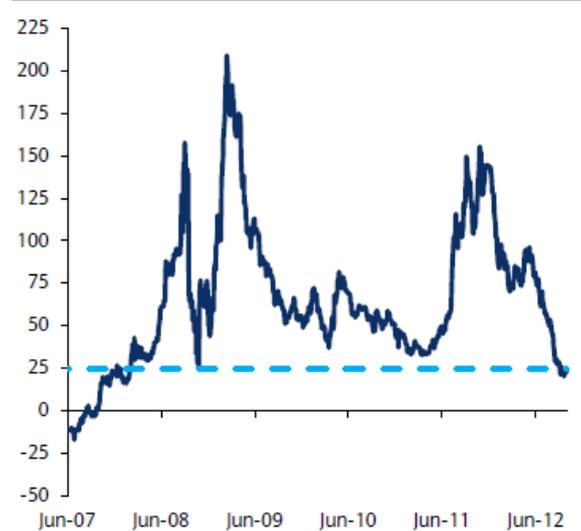
圖十四(右圖): 美國銀行業信用利差與美國整體信用平均利差差異走勢圖

Figure 20: OAS by Sector of U.S. Credit Index (bp)



Source: Barclays Research

Figure 21: Banking Sector-U.S. Credit Index Basis (bp)



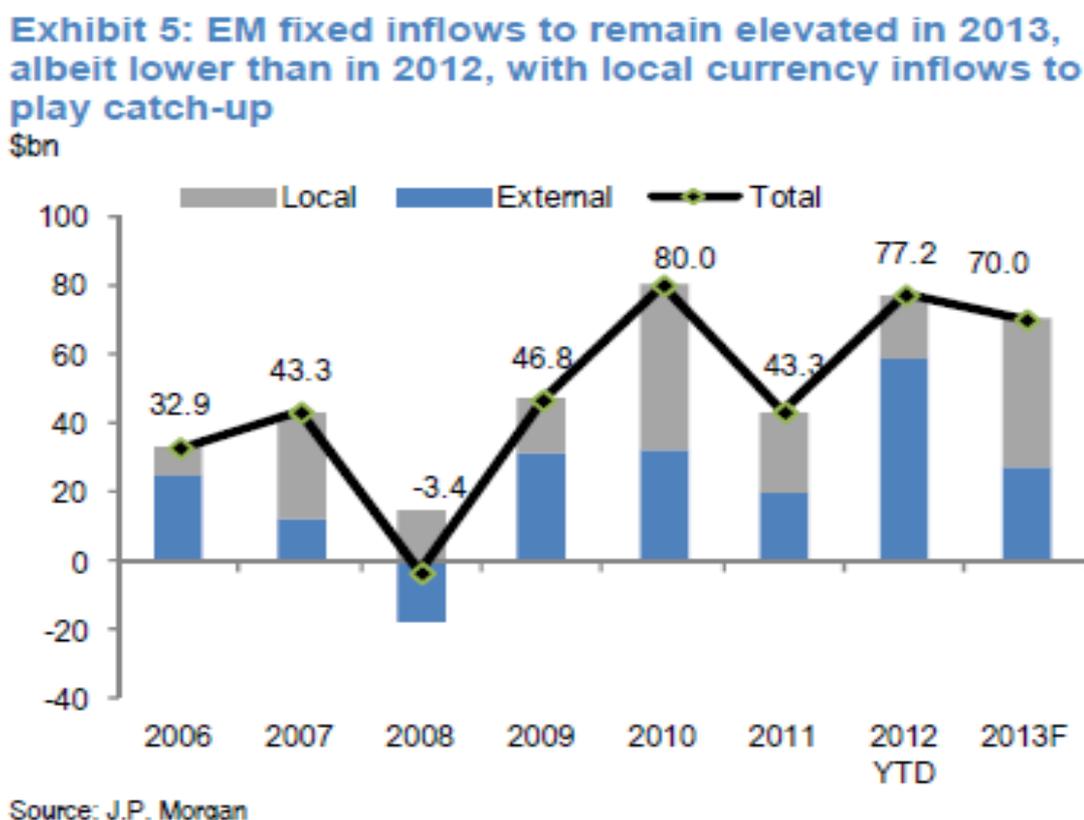
Note: Banking sector within the U.S. Credit Index. Source: Barclays Research

在企業持續增加財務槓桿操作，而金融機構卻積極改善其基本面的情況下，金融債的信用利差可望持續縮小，且目前金融債的評價相對整體信用市場仍略為偏低，因此 Barclays 預期 2013 年美國金融債的表現仍將優於公司債。

3. 新興市場債券仍深具投資價值

在新興市場國家 2013 年經濟成長仍將優於成熟市場國家，新興市場債券供給有限(尤其是美元計價債券)的情況下，雖然新興市場如亞洲地區，信用債券市場仍處於蓬勃發展中狀態，但許多當地投資機構已將投資標的從以往只能投資成熟市場信用債券，擴大至將新興市場信用債券也納入投資組合。雖然壽險公司仍是信用債券的投資主力，但基金公司和 ETF 已成為近期信用債券市場成交量擴大的主要力量，退休基金也將部份股票資金轉配置到新興市場信用債券以提高收益降低風險，因此在新興市場信用債券供不應求的情況下，2013 年投資等級的新興市場債券預期報酬仍將有不錯的表現。

圖十五: 歷年新興市場固定收益資金流向



(二) 2013 年資產配置建議

茲將各家投資銀行 2013 年資產配置建議摘錄如下(包含全球股債至亞洲地區債券資產配置建議):

1. Barclays

● 2013 年全球股債資產配置建議

2013 年全球經濟成長展望依然疲弱，美國財政懸崖和歐債危機問題將持續發燒，但各國政府仍可望維持寬鬆貨幣政策，積極採取行動刺激經濟成長的情況下，Barclays 建議投資人採取”Barbell”投資策略(例如將一半金額佈局於美國 S&P 500 指數，一半資產金額佈局於美國 10 年期公債)，將資產分別佈局於全球股票(目前 PE 仍偏低具投資價值，且更具風險報酬性)和安全性資產(尤其是美國公債，避險效果最佳)，以分散風險提高收益率。

表二：Barclays 2013 年全球股債資產配置建議

資產類別	投資建議	理由
成熟市場股票	加碼	
美國	加碼	美國經濟雖呈復甦疲弱但不脆弱，美國房市可望持續好轉，Fed 仍將積極採取行動刺激美國經濟成長。
英國	加碼	股票股利殖利率具吸引力。
歐洲	中立	股價 2012 Q3 已上揚。
德國	中立	股價 2012 Q3 已上揚。
西班牙	加碼	股票價格已跌深。
日本	中立	
新興市場股票	中立	
巴西	加碼	市場過度悲觀，評價具相對吸引力。
南非	加碼	股價仍呈落後反應，具補漲行情。

全球政府公債	加碼	
安全性國家公債	加碼	與全球股票呈負相關。
其他周邊國家公債	減碼	風險報酬率低於股票。
新興市場政府信用債券	減碼	弱勢貨幣展望。
全球信用資產	減碼	
投資級債券	減碼	債券評價已偏貴，風險報酬率不吸引人。
高收益債券	中立	仍較投資級債券具投資價值。
抵押貸款債券	加碼	美國房市持續復甦。

資料來源：Barclays

● 2013 年債券資產配置建議

雖然 2012 年許多市場如美國、亞洲投資級等債券發行量創歷史新高，但因利率來到歷史低點的位置，市場流動性充足，信用利差持續縮小等因素，使得債券價格持續攀升。展望 2013 年，在整體低利率環境不變的情況下，信用基本面將成為主導 2013 年債市的最主要因素。

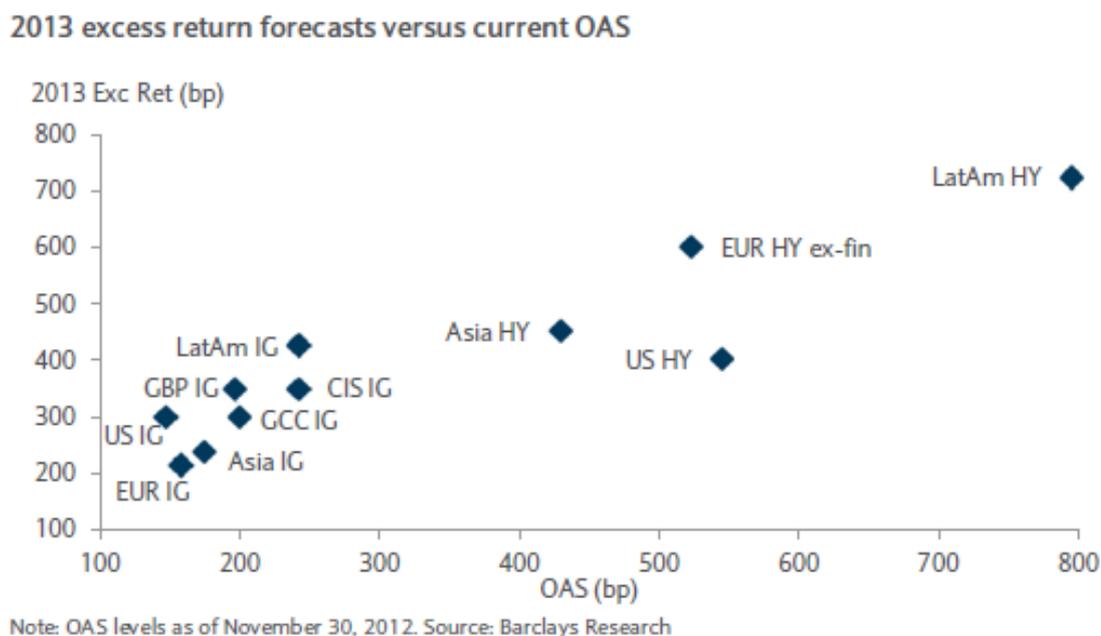
表三：Barclays 2013 年債券資產配置建議

成熟市場	
債券市場	投資建議
美國投資級 (US IG)	隨著金融機構持續改善其資產負債表，買回次級金融債 (Subordinate Financial Bond)，使得金融債相對公司債(財務槓桿持續增加)更具投資價值。
歐洲投資級 (EUR IG)	信用狀況穩定的產業公司債。
美國高收益	高票面利率和流動性風險溢酬將抵消企業成長疑慮，使得債券報

(US HY)	酬率仍可望維持高品質高收益債券水準。
歐洲高收益不含金融業 (EUR HY)	歐債危機國家中體質較佳者之債券波動率可望下降，市場關注焦點將轉向這些國家的景氣循環和經濟成長。
新興市場	
債券市場	投資建議
亞洲投資級 (ASIA IG)	隨著市場對中國經濟成長的擔憂降低，機構投資人對中國和香港信用評等為 BBBs 和 As 的債券的需求將轉強。
海灣投資級 (GCC IG)	雖然地緣政治風險會造成短期債券賣壓，但只要重要基礎設施(如 the Strait of Hormuz)營運未被中斷，信用利差擴大幅度將有限，且這些賣壓將只是短期現象。
獨立國家國協投資級 (CIS IG)	蘇聯石油和天然氣產業債券供給量大增將影響其債券表現，尤其是 10 年期債券影響將最大。
拉美投資級 (LatAm IG)	由於巴西經濟成長率將由 2012 年的 1% 上升至 2013 年的 3%，不良資產率仍呈現穩定，債務負擔能力強，將使巴西金融債的信用利差持續縮小。
亞洲高收益 (ASIA HY)	以中國不動產債券來說，信用評等為 BBs 級債券信用利差縮小幅度有限，但信用評等為 Bs 級中型不動產開發商債券仍可有 8%~12% 的高收益。
拉美高收益 (LatAm HY)	在市場持續尋找高收益債券的情況下，拉美次級債券(Subordinate Bond)可望受惠。

根據 Barclays 的研究報告，以 2012 年 11 月底的信用水準(OAS)水準來預估，美國投資級和拉美投資級債券相較其他投資級債券 2013 年可望有較高的超額報酬。

圖十六:Barclays 對各類債券 2013 年超額報酬預估分佈圖



2. JPMorgan(以下簡稱 JP)

● 2013 年新興市場債券資產配置建議

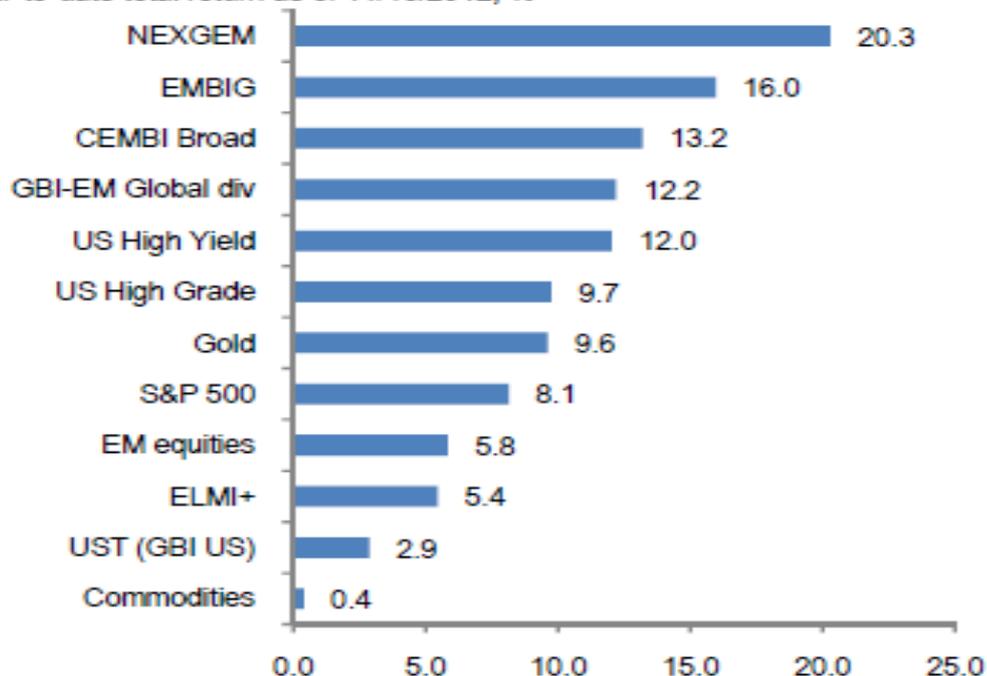
根據 JP 的研究報告，以 JP 各類固定收益指數計算，截至 11/16，新興市場投資級債券指數(如 GBI-EM Global、CEMBI Broad 和 EMBIG 指數)2012 年報酬率高達 12%~16%，遠高於成熟市場股市如美股 S&P 500 的 8.1%和債市如美國投資級債券指數(US High Grade)的 9.7%，主要是因新興市場主權債被視為安全性資產之一持續吸引資金流入，目前新興市場公司債券流通在外規模預估達 1 兆美元，已與美國高收益債券市場規模相當，讓新興市場投資級債券變為投資級資產的主要項目之一，新興市場高收益債券指數(NEXGEM)更有超過 20%的報酬率。

*註:NEXGEM 為 Next Generation Markets 的縮寫，乃 JPMorgan 所創，是指非投資等級包含歐非中東、中南美洲和亞洲等地區小型新興市場經濟體如越南、埃及、白俄羅斯、貝里斯等 18 個國家。

圖十七:各類資產截至 11/16 整體報酬率比較圖

Exhibit 1: EM fixed income returns outperformed other asset classes

Year-to-date total return as of 11/16/2012; %

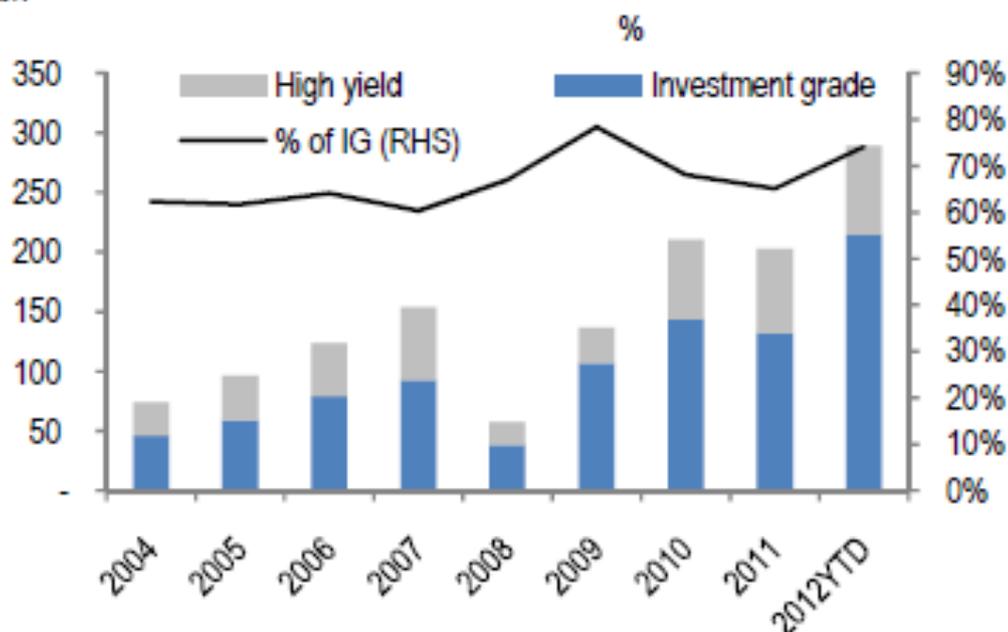


Source: J.P. Morgan

圖十八:新興市場公司債歷年發行情形

Exhibit 2: EM corporate issuance reached a record in 2012, with growing contribution from higher-rated issuers

EM corporate international bond issuance (\$bn) versus IG as percentage of the market
\$bn



展望 2013 年，在 Fed 上半年將持續買回債券，美元固定收益資產短缺，新興市場政府債信可望緩步調升，新興市場最大經濟體如中國、印度和巴西 2013 年經濟仍將呈現溫和成長走勢，新興市場債券發行量可望持續增加，資金持續流入新興市場的情況下，2013 年新興市場投資級債券報酬率預估仍高達 6%~8%，遠優於美國投資級債券報酬率 5.4%和歐元投資級債券報酬率 1.5%。隨著成熟市場國家維持寬鬆貨幣政策，新興市場因經濟成長預期幅度增溫(可望由 2012 年的 4.7%上升至 2013 年的 5.1%)，而再採取寬鬆貨幣政策的幅度有限之情況下，外匯因素將取代存續期間成為主導 2013 年新興市場債券報酬率的主要因素之一，JP 因此預期新興市場當地貨幣計價債券將表現亮眼。此外，若市場因美國財政懸崖和歐債危機問題而動盪，都將是增加新興市場債券曝險部位的好時機。以新興市場主權債券來說，JP 建議加碼拉丁美洲，石油輸出國和利率相對較高的非投資等級新興市場國家 (NEXGEM)，減碼歐非中東(尤其是中東歐國家(CEE))，但若以新興市場公司債券相對價值來說，歐非中東反而是首選。

表四:JP 2013 年新興市場債券資產配置建議

新興債券市場	投資建議	理由
亞洲 (EM Asia)	加碼	經濟成長幅度增加，債務情況改善，目前債券評價偏低但仍具利差優勢，利率仍有下調的空間，如印尼和印度。
歐非中東 (EMEA)	減碼新興市場主權債券 加碼新興市場公司債券	這地區國家經濟成長幅度下降。尤其是中東歐國家(CEE)，除了政治風險考量外，因為這個區域經濟成長疲弱，債務負擔也高於整體新興市場平均。但若以新興市場高收益債券來看，中東目前債券平均信評為 A2/A-，存續期間約為 6.7 年，目前信用利差約 259bps 相較於新興市場公司債(信評為 A，信用利差約 218bps)具相對投資價值。新興歐洲的大

		公司和銀行(信評為 BBB-)，也因基本面良好且信用利差較類主權債券高具投資價值。
拉丁美洲 (Latin America)	加碼	經濟成長幅度增加，債務情況改善，區域內跨國貿易整合將成為 2013 年新趨勢，國家信評有被調升的機會，目前債券評價偏低，如委瑞內拉和巴西。

3. Bank of American & Merrill Lyn(以下簡稱 BOAML)

● 2013 年亞洲地區債券資產配置建議

根據 BOAML 的研究報告，在 2013 年在美國經濟成長率低於 2%，歐洲經濟衰退情況趨緩，亞洲經濟仍持續成長，整體市場低利率環境不變，再加上中國和印度經濟成長趨於穩定，和資金仍持續流入新興市場高收益債和新興市場債券市場的情況下，BOAML 預估亞洲投資級債券報酬率可達 2%~3%，高收益債券報酬率可達 6%~7%。

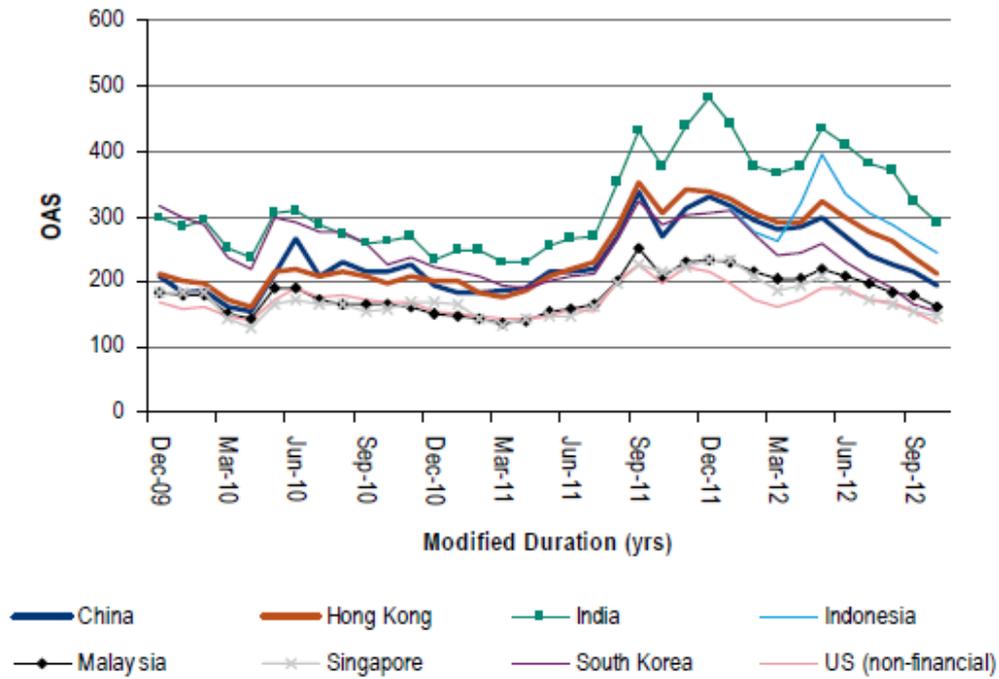
以亞洲投資級債券來說，在目前企業籌資成本仍然低廉的情況下，2013 年債券發行量預估仍將呈現穩定增長的情況。在公司債方面，香港的不動產開發商、中國的類政府機構(海外購併需求)、韓國的類政府機構(資本支出需求)和印度企業(基礎建設需求)的發行量將較大；在金融債方面，則以印度和韓國的銀行為大宗。

表五：BOAML 2013 年亞洲可能會地區債券資產配置建議

項目	投資建議
相對價值	在考量目前的信用利差和收益率情況下，亞洲公司債的投資價值優於亞洲主權債和類政府機構債券。
國家	建議加碼香港和印尼，對中國則中性偏多，對印度持中立看法，減碼南韓投資級債券。
債券種類	存續期間 5~7 年的投資級公司債具收益率和信用利差的優勢。

圖十九：亞洲各國投資級公司債信用利差走勢圖

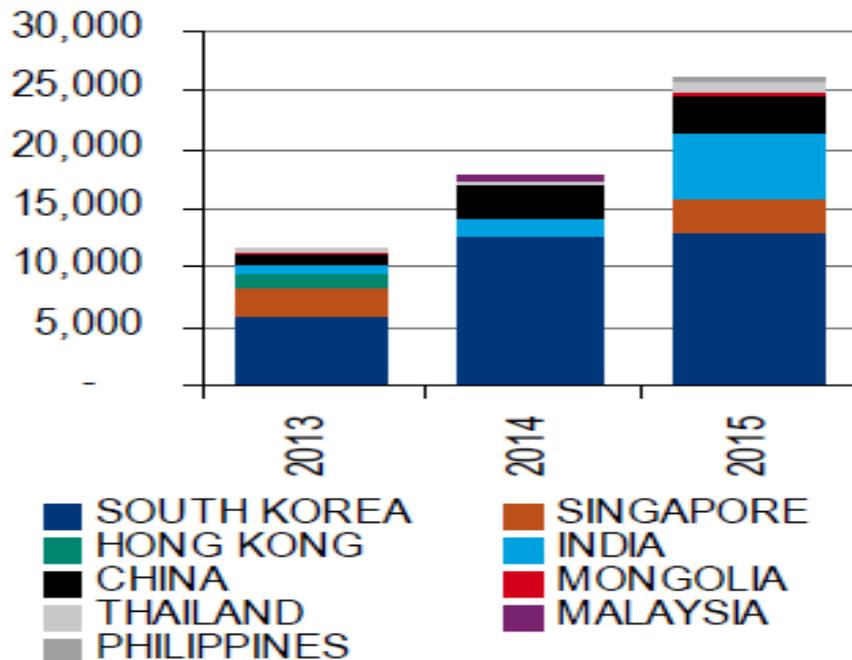
Chart 25: Country spread relationship (ACIG)



Source: BofA Merrill Lynch Global Research

圖二十：亞洲各國 2013~2015 年美元資金需求預估(單位：美元)

Chart 39: Upcoming USD refi needs by country

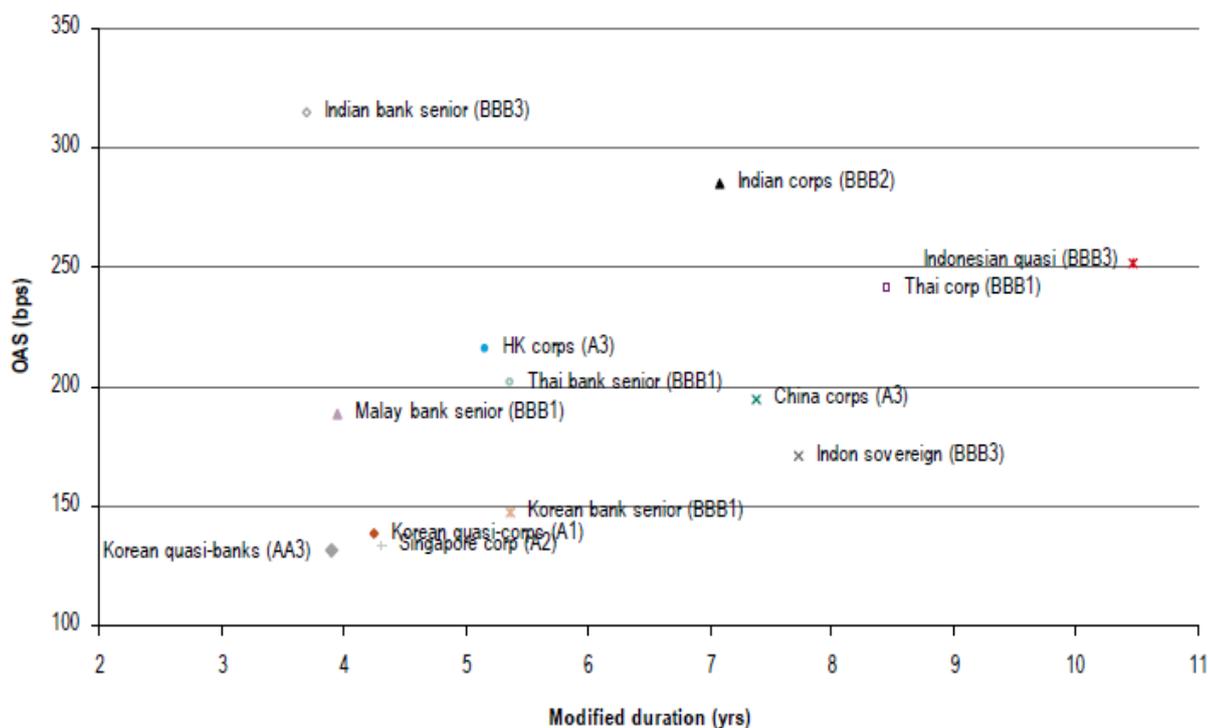


表六：BOAML 2013 年亞洲各國債券資產配置建議

國家	投資建議	理由
中國	中立至 略為加碼	<p>中國經濟呈現穩定增長情況，中國投資級債券相對美國公司債利差已由最寬約 120~125bps 縮小至目前約 55bps。儘管信用利差未來仍有持續縮小空間(約 15~20bps)，但由於預期 2013 年將有不少石油公司出來籌資，在債券供給量增加的情況下，建議採取中立至略為加碼策略。</p> <p>在高收益債部分，建議加碼中國不動產企業債券，對資源和產業債券則持中立看法。</p>
香港	加碼	<p>香港經濟呈現穩定增長情況，債券供給量減少(企業融資需求減少，銀行流動性改善)和評價相對具吸引力(無論是香港金融債或是公司債，與美國公司債利差可望持續縮小)。</p>
印度	中立	<p>儘管目前債券評價相對其他亞洲國家具吸引力，但仍不及巴西金融債來的誘人，且若印度政府政策改革推行停滯的話，市場擔憂 2013 年 3 月前印度國家債信將失去投資級評級。</p>
印尼	加碼	<p>看好上半年印尼主權債和類政府機構債券走勢，主要受惠於印尼市場對美元需求增溫和資金持續流入的影響，且債券評價相對菲律賓和巴西債券具吸引力。此外，將有兩個主要的類政府機構出來市場籌資，信用利差調整可望讓債券評價更具吸引力。</p>
南韓	減碼	<p>南韓市場債券供給量將增加，雖然南韓銀行明年籌資規模將約與今年相當，但類政府機構將持續發債以因應資本支出需求，且自南韓國家債信升級至 AA 後，南韓主權債和類政府機構債券吸引非傳統新興市場資金流入如美國投資級債券基金，使得韓國債券目前信用利差相對美國非金融機構債券僅 10bps(目前信用水準已與美國公司債水準相當)，未來縮小空間有限。</p>

圖二十一：亞洲各國投資級債券存續期間和信用利差分佈圖

Chart 27: Asian investment grade segments spread/duration relationships



(三) 2013 年市場關注焦點

國家	日期	事件
美國	2012 年年底	財政懸崖問題。
	2013 年 2 月初	達到美國債務上限。
歐洲	2013 年第 1 季	西班牙可能提出主權紓困要求。
	2013 年 4 月	義大利選舉(隨著義大利總理蒙提宣布有意辭職影響，可能提前至 2 月)。
	2013 年 10 月	德國選舉。
	整年	希臘降低債務負擔問題。
	整年	歐盟討論銀行聯盟和財政聯盟議題。
中國	2013 年第 1 季	採取額外的寬鬆貨幣政策或財政政策。

資料來源：Barclays, BOAML

參、心得及建議

職有幸奉派參加巴克萊集團所舉辦官方機構投資人研討會，除專業知識之提昇外，所謂「讀萬卷書，不如行萬里路」，實地造訪英國倫敦，增進對全球金融中心倫敦的認識與了解，亦藉由此機會增加與同業的交流與認識，深感獲益匪淺。主要心得及建議如下：

一、擴大本部及本行之投資標的

根據本行國際金融作業準則規定和其他規範，財務部目前對投資金融債的信評要求為投資級以上，對公司債的信評要求為 A-以上。依目前市況，公司體質已有顯著改善，手上現金充沛，營運狀況佳，惟信評達 A-以上者居少數，且多發行中長天期固定利率債券。由於目前本行債券投資部位以金融債比重較高，雖然本行有藉著投資債券型基金如高收益債券型基金或新興市場債券基金來擴大投資部位，做適當資產配置分散風險，但目前比重仍低，且信評等級多為 BBs 水準，在考量資產配置和風險分散的情況下，建議將對公司債的信評要求改為投資級以上，以擴大部位提升本行整體投資獲利之績效。

雖然目前各國央行的外匯存底投資標的仍以固定收益商品和外匯為主，黃金亦已成為央行投資標的之一，在考量目前處於低利率環境、外匯風險和未來通膨風險，再加上股票和債券通常呈現負相關的特性，已可見部份國家央行開始著手研究將國際股票也納入其投資組合的可行性，甚至已藉由委外代操國際股票的方式提升其整體外匯存底投資組合績效。本行目前是藉由投資少量境外基金的方式投資國際股市，可再研究將國際股票納入本行投資組合之最適化資產配置，以提升本行整體投資獲利之績效。

二、加強本行與國際金融同業的交流

職有幸獲邀參加巴克萊銀行於 2012 年 9 月英國倫敦所舉辦的官方機構投資人研討會，並參訪本行倫敦分行與其它金融同業如匯豐銀行、摩根大通

銀行、蘇格蘭皇家銀行、美國銀行和高盛證券交易研究人員，除就金融情勢進行討論外，亦見識到海外分行業務運作、各家投資銀行不同的管理風格，和英國政府維持倫敦金融城為全球金融中心地位的努力。本行可藉由多參與國際性研討會的機會，增加本行人員國際化視野，及與國際金融同業業務合作機會的可能性。

三、 評估建立定期培訓的可能性

職於本次與金融同業交流的機會中得知，亞洲部份央行目前已有針對某特定研究主題每年定期派員去海外向其它國際金融同業研習一段期間(如三個月)的制度，國內金融同業亦有派員去海外研習一段期間(如一個月)的制度。職有幸錄取本行 101 年度派員出國研究計畫核定項目「債券投資及發行之研討」，得有此機會參與國際性的研討會，並拜訪本行倫敦分行，並與其它金融同業進行交流。在目前本行派員出國研究計畫為財務部提出，並未制度化的情況下，可研究能否仿照金融同業作法，將出國研究計畫制度化，定期就某特定研究主題派員出國培訓一段時間。此外，依目前本行「國內外進修及出國研究人員甄選作業要點」，甄選結果公布後通常已經是當年度下半年，往往錯失上半年參與國際性會議的機會，可研究能否提前進行甄選，或採取其它方式，以提升本行人員素質，並提升本行專業程度與投資績效。

四、 其它

職有幸在各位長官們的指導之下，錄取本行 101 年度派員出國研究計畫核定項目「債券投資及發行之研討」。於 Barclays 人員的邀請之下，有機會參加官方機構投資人研討會，與各國央行人員進行交流。在本行倫敦分行華經理、交易室同仁和其它同仁們的指導與協助下，對海外分行業務有更深一層的認識與了解。並在劉經理、張副理、陳科長，及匯豐銀行、摩根大通銀

行、德意志銀行、蘇格蘭皇家銀行、美國銀行和高盛證券台灣或亞洲人員們的幫助下，讓職有機會參訪各家投資銀行倫敦分行，與金融同業進行交流，得到很多的資訊和研究資料，深感獲益匪淺，在此特別謝謝各位長官與金融同業們的幫忙。

附件

一、研討會議程

Barclays Official Institutions Conference Agenda (Monday 10 September – Wednesday 12 September 2012)	
Monday 10 September	
08:30 – 09:00	<u>Registration</u>
09:00 – 09:15	Opening remarks
	Jerome Bru
09:15 – 10:00	US Economics
	Dean Maki, Chief US Economist
10:00 – 10:45	US Money Market and The Fed
	Joe Abate, US Fixed Income Strategy
10:45 – 11:00	Refreshment break – The Plaza
11:00 – 12:00	US Interest Rates
	Ajay Rajadhyaksha, Head of Rates and Securitized Products
12:00 – 13:30	Buffet lunch – The Plaza
13:30 – 14:30	International Economics
	Julian Callow, Head of International Economics and European Economics
14:30 – 15:45	European Sovereign Issuer Panel
	Lee Cumbes, Managing Director, Frequent Borrower Origination Laurent Fransolet, Managing Director, Moderator
15:45 – 16:00	Refreshment break – The Plaza
16:00 – 17:00	European Interest Rate Strategy
	Laurent Fransolet, Managing Director, Head of European FICC

	Research
17:00 – 18:30	<u>Drinks reception, Arsenal Emirates Stadium</u>
18:30	Welcome dinner at the Arsenal Emirates Stadium
Tuesday 11 September	
09:00 – 09:15	<u>Registration</u>
09:15 – 10:00	Global Technical Trends – Charting Outlook for the Global Economy
	Phil Roberts, Technical Analysis Research
10:00 – 10:45	FX Strategy
	Guillermo Felices, Director, Head of European FX Strategy
10:45 – 11:00	Refreshment break – The Plaza
11:00 – 11:45	AUD Economic Update
	Kieran Davies
11:45 – 12:30	Allocating Assets in a Changing Economic Landscape
	Jeff Ludwig, Head of Portfolio Engineering, Barclays Funds and Advisory
12:30 – 14:00	Buffet lunch – The Plaza
14:00 – 14:30	QPS Long Horizon Dynamic Allocation
	Jay Hyman, Managing Director, Quantative Portfolio Strategies EMEA
14:30 – 15:00	Asset Allocation Themes
	Sreekala Kochugovindan, Associate Director, Global Asset Allocation Strategy
15:00 – 15:30	Equity Volatility As An Asset Class
	Christian Kober, Director, Equity Derivatives Research
15:30 – 15:45	Q and A
15:45 – 16:00	Refreshment break – The Plaza
16:00 – 17:00	Panel Discussion

	“Central Banks sharing their experience in diversification into Equity”
	Will Tovey, Head of European Product Distribution
	Alexis Depaepe, Director, EU Prime Services Sales
	Fred Wouters, Dutch Central Bank
	Eva Zamrazilova, Czech National Bank
18:30	<u>Tour of the Jewel House at the Tower of London followed by dinner.</u>
Wednesday 12 September	
09:00 – 09:15	<u>Registration</u>
09:15 – 10:00	Market Infrastructure and Regulation
	Andy Challis, Mitch Coen
10:00 – 11:00	Covered Bond and SSA Markets Update
	Michaela Seimen, Covered Bonds and SSA Strategy
11:00 – 12:00	SSA Issuer Panel
	Lee Cumbes, Managing Director, Frequent Borrower Origination
12:00 – 13:30	Buffet lunch – The Plaza
13:30 – 14:15	Gold
	Jon Spall, Head of Precious Metals
14:15 – 15:00	Our top picks in EM Fixed Income
	Koon Chow, Head of EM Strategy
15:00 – 15:15	Refreshment break – The Plaza
15:15 – 16:00	Inflation Linked Markets
	Alan James, Global Inflation-Linked Strategy
16:00 – 16:45	BarCap Live Analytics
	Stuart Urquhart, Fixed Income Strategy
16:45 – 17:00	Closing remarks
	Jerome Bru

二、行程內容

日期	行程內容
9/9~9/9	飛行/台北-倫敦
9/10~9/12	參加巴克萊集團舉辦的研討會 Official Institutions Conference 研討會內容涵蓋歐美金融概況和金融資產配置。
9/13~9/14	參加巴克萊集團針對台灣客戶所提供的信用與交易研討會，並參訪巴克萊集團交易室。
9/15~9/16	假日
9/17~9/20	拜會匯豐銀行等金融機構之財務操作從事人員，就英國經濟、歐債危機發展與因應之道、2012年下半年與2013年金融情勢和投資策略等議題進行研討與意見交流。
9/17	上午:拜訪匯豐銀行(HSBC Bank) 會晤固定收益分析師和歐洲金融交易人員，就前列議題做研究討論。
	下午:至倫敦分行就財務操作和海外分行業務進行交流與研習。
9/18	上午:至倫敦分行就財務操作和海外分行業務進行交流與研習。
	下午:拜訪摩根大通銀行(JPMorgan Chase & Co.) 會晤承銷與全球資產配置策略等人員，就前列議題做研究討論。
9/19	上午:拜訪德意志銀行(Deutsche Bank) 會晤信用策略分析師，就前列議題做研究討論。
	下午:拜訪蘇格蘭皇家銀行 會晤美債交易員、貨幣市場交易員和信用交易員，就前列議題做研究討論。
9/20	上午:拜訪美國銀行(Bank of America Merrill Lynch) 會晤該行經濟研究分析等人員，就前列議題做研究討論。
	下午:拜訪高盛證券(Goldman Sachs Group) 會晤該行經濟研究分析等人員，就前列議題做研究討論。
9/21	整天: 至倫敦分行就財務操作和海外分行業務進行交流與研習。
9/22~9/23	飛行/倫敦-台北