

摘 要

近年來，已開發國家經濟前景未明，歐、美等國深受財政問題所苦；相形之下，新興國家之經濟成長率與財政健全性則持續進步。已開發經濟體與新興經濟體間之風險與報酬關係異於過往之際，調整外匯準備貨幣組合及投資多元化，成為迫切課題。

進行資產配置時，若能視貨幣為獨立資產類別、並進行主動式管理，則可望降低匯率風險、提高投資報酬率。實務操作時，除需通盤考量全球經濟基本面及市場評價相關變化，並應保持彈性、時時進行風險控管，以適時調整外匯資產部位、進行外匯交易。

另一方面，新興經濟體高度成長、新興國家貨幣展現升值潛力、新興國家債券市場日趨成熟，均使新興市場債券成為追求較高報酬、分散投資風險時之重要選項。然而，此次研討會偏重講述新興市場債券之投資優勢，卻幾乎未提及其投資風險，若考慮增持相關部位時，仍需慎選標的及市場，且深入研究其潛在風險。

壹、前言

職奉 派參加 BNP Paribas 之美國子公司 Fischer Francis Trees & Watts(FFTW)於紐約市舉辦之 2012 中央銀行資產管理訓練研討會 (Central Bank Asset Management Training Seminar)，本次研討會以小型密集講座方式進行，講者均為 FFTW 內部相關資深策略分析師或交易員。職與來自丹麥央行、香港金融管理局、印尼央行、義大利央行、匈牙利央行、奧地利央行、瑞士央行、中國國家外匯管理局(SAFE)、沙烏地阿拉伯金融總局等 11 名資產管理或風險管理專業同儕共同參與，時間雖短仍自彼此間的意見交流與互動中獲益良多。

此次研討會議主要探討美國房貸市場(US Mortgage Market and the GSEs)、房貸交易策略(Mortgage Trading Strategies)、抵押擔保債券與相關衍生性商品(CMOs and MBS Derivatives)、殖利率曲線管理(Yield Curve Management)、風險預算(Risk Budgeting)、期貨與利率衍生性商品(Futures, IRS Swaps and Use of Derivatives)、新興市場債(Emerging Market Debt)、美國公司債(US Corporate Market)、匯率避險技巧(Currency

Management, Overlays, and Hedging Techniques)、通膨連結債券(Inflation Linked Securities)、美國大選與美元展望(US Elections and Outlook)、美國經濟(US Economy)等議題，並粗略認識 FFTW 之展望與投資策略，使職不虛此行。

本報告共分為五個部分，除前言外，第二部分簡述 FFTW 分析之全球經濟與金融市場現況及前景；第三部分簡介 FFTW 之主動式貨幣投資管理；第四部分為 FFTW 對新興市場債券之介紹與相關投資建議；第五部分為心得與建議。

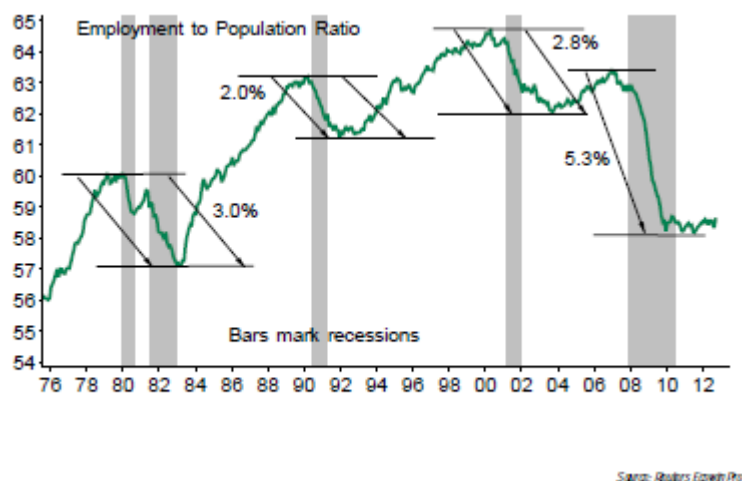
貳、 全球經濟與金融市場現況及前景

本次研討會舉行期間，適逢美國總統大選進入選前最末一周之倒數階段、財政懸崖危機一觸即發，輔以歐元區主權債務危機與財政赤字問題方興未艾，加上眾多與會者深具興趣的中國經濟展望議程遭到取消，故以下僅粗略介紹 FFTW 對歐元區與美國經濟之現況與展望，及該看法對其投資策略之影響。

一、美國經濟前景不明、美元恐將趨貶

2011 年 6 月底 QE2 結束後，由於歐美主權債務問題延宕未解且美國主權評等遭標準普爾調降，全球景氣走緩、金融市場波動加劇。聯準會因而於同年 9 月宣布維持低利率政策至 2013 年中，並實施扭轉操作(operation twist)，藉由同時賣出 3 年期以內的短期公債並買入相同金額的長期(6-30 年期)公債，壓低長期利率，穩定整體金融情勢。2012 年 9 月，美國宣布將每月購買 400 億美元的 MBS，且無預定結束日期。2012 年 12 月，聯準會宣布扭轉操作操作結束後，將無限期每月購買美國政府公債 450 億美元……。美國近年來接連推出寬鬆貨幣政策，雖然暫時或有刺激景氣之效，但失業率仍位於高點，且其潛在經濟成

長率亦呈跌勢，美國經濟前景堪慮(如下圖)。

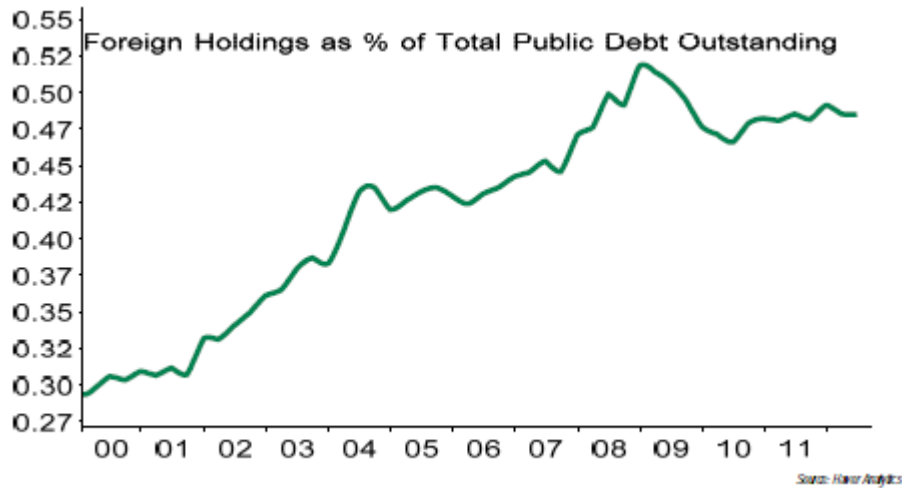


此外，一連串的寬鬆貨幣政策亦造成美元走弱的趨勢。FFTW 認為，不論美國採行何種財政措施因應財政懸崖，從歷史經驗來看，現行寬鬆貨幣政策均將使得美元貶值(如下圖)。

strong \$		weak \$
Tight money	Easy money	
Clinton2	Nixon/Ford W_Bush1	
Tight fiscal	Tight fiscal	
Tight money	Easy money	
Reagan1 Reagan2 Bush	Carter Clinton1 W_Bush2 Obama	
Loose fiscal	Loose fiscal	
ambiguous \$		weak \$

另一方面，美國預算赤字屢創新高，不但造成政治風險

上升，若為降低赤字而緊縮財政，又可能抑制經濟成長；政府公債又多為外國持有(如下圖)，倘若外國投資人不再購買美國政府公債，則美國政府公債之價格恐將下滑。



二、歐債危機方興未艾，財政健全與經濟發展似難兼顧

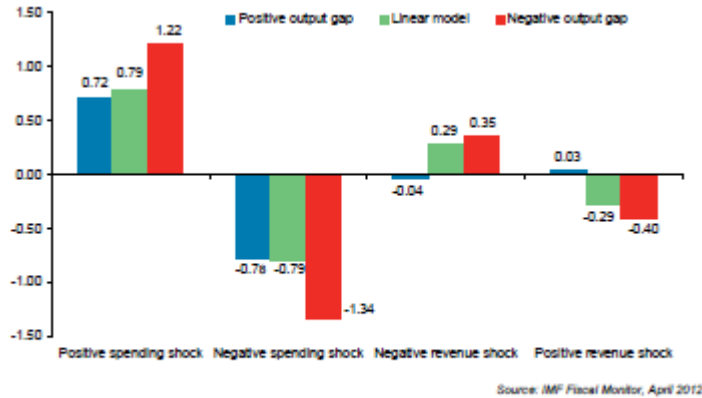
美國經濟前景雖然不明，惟相較於同受財政赤字與沉重債務負擔問題所苦的歐元區，仍較具有競爭力。美國的勞動生產力高於歐元區(如下圖)，因此其資金安全避風港的地位亦較後者穩固。



FFTW 認為歐元區國家習慣在市場遭受壓力或面臨危機時，才會採取行動 推出因應政策，而後若情況略有改善，又易陷入自滿，再度造成危機，如此周而復始，難以跳脫惡性循環(如下圖)。



另一方面，歐元區諸國主權債務危機尚未解決，本該緊縮財政、改善財政收支，以降低政府公債殖利率。然而，緊縮財政則可能阻礙經濟成長，使得預算赤字進一步惡化，並推高公債殖利率。如此兩難與惡性循環短時間內似難解決。事實上，國際貨幣基金(IMF)發現，七大工業國(G7)在經濟衰退時，財政乘數造成的負面衝擊高於其經濟成長時帶來的正面影響(如下圖)。



除此之外，國際信評機構基於歐洲諸國之國家違約風險上升和經濟前景堪慮，不斷下修其主權信用評等，亦使歐債危機成為當前全球金融市場揮之不去的陰霾。

三、主動式貨幣投資管理與新興市場債券投資成為重要課題

近年來，國際金融市場動盪不安，2007年美國爆發次貸風暴，2010年緊接發生歐元區主權債務危機且延燒至今。高信用評等的政府債券原本即各國央行與市場投資人在金融危機時的投資首選，因此資金持續流向美國與德國政府公債等安全性較高的固定收益債券。然而，金融危機發生逾5年後，已開發國家復甦緩慢、經濟前景充滿不確定性，其中不少國家主權評等更遭調降；相較之下，新興國家展現亮眼經濟成長、主權評等屢獲調高。再加上全球經濟成長低迷，各國央行維持超低利率，導致歐美債券實質收益率可能呈現負值。已開發經濟體與新興經濟體間之

風險與報酬關係已迥異往常，新興市場債券不僅報酬較高且風險亦未必較高，因而成為投資新寵。

另一方面，已開發國家為刺激經濟，競相推出寬鬆貨幣政策，使得資金流竄、匯率波動劇烈。值此時刻，外匯資產之貨幣配置因而更顯重要。

鑑於本次研討會於美國金融中心紐約市遭遇罕見重大天災中勉強舉行，多名講者強調系統風險之難以避免與其毀滅能力，及只重押美元及美國市場之風險性，因而更強調分散風險、投資多元化之重要。FFTW 認為已開發國家債券殖利率與利率水準均偏低，進行固定收益債券投資與外匯資產幣別配置時，更宜積極進行主動式管理，以分散風險、提高報酬。

最後，由於美元趨弱、新興國家相較財政健全且經濟前景看好、已開發國家去槓桿化、歐債危機方興未艾、美國經濟前景不明、貨幣政策普遍寬鬆，FFTW 建議增持新興市場債券，並進行主動式貨幣投資管理。因此，職選擇主動式貨幣投資管理、新興市場債券作為本次報告主題。

參、簡介 FFTW 之主動式貨幣投資管理

一、貨幣戰爭風險攀升

近年來，已開發國家紛紛推出量化寬鬆政策—Fed 繼 QE1、QE2 與扭轉操作後，又宣布將無限期每月購買美國政府公債 450 億美元；日本新任首相安倍晉三亦要求 BOJ 實施無限制的寬鬆貨幣政策，藉以促貶日圓、增進通膨、提振經濟；英國及歐洲央行為促進經濟成長，也紛紛維持低利率、推出量化寬鬆政策。影響所及，各國為維持出口競爭力，紛紛調降利率或推出寬鬆貨幣政策因應。此外，新興國家保護主義興起，熱錢跟隨市場變化於國際間快速移動，各國匯率波動幅度因而上升，導致全球貨幣戰爭之風險攀升，使得分散外匯存底幣別更顯重要。

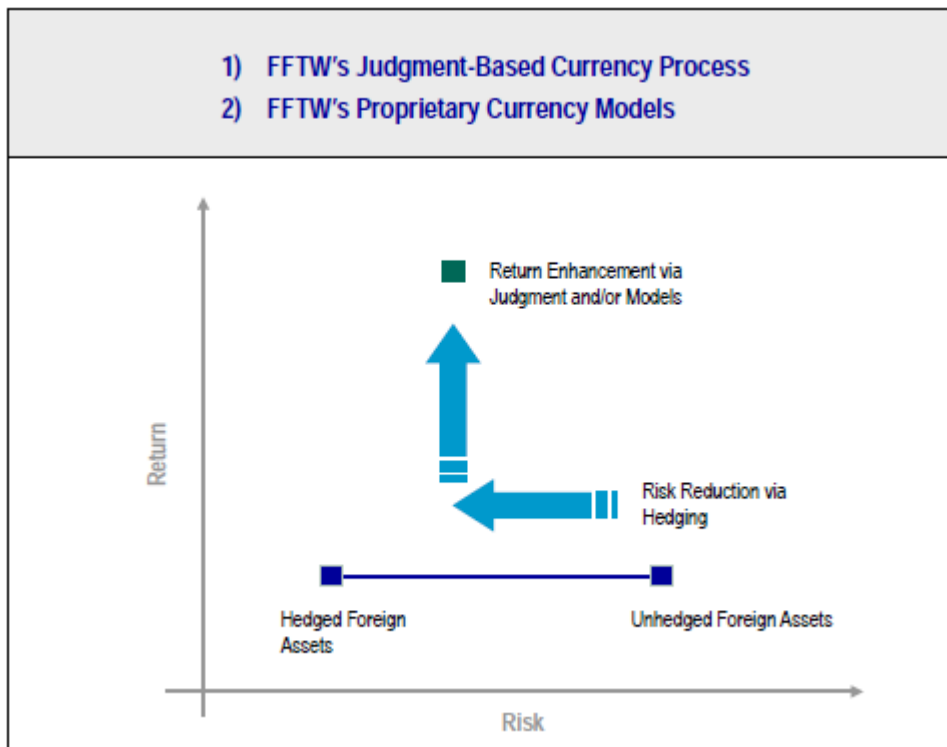
二、外匯準備貨幣邁向多元化

目前各國外匯準備貨幣主要由美元、歐元、英鎊、日圓與瑞郎等 5 種多數投資人視為最安全的貨幣構成，美元則長期穩居準備貨幣之首。然而，隨著美國與歐元區諸國赤字迭增、債台高築、信評遭降、經濟前景不明，美元與歐元等貨幣之地位與安全性亦逐漸動搖。

IMF 於 2012 年公布的「官方外匯準備貨幣組合」(Composition of Foreign Exchange Reserves) 報告中指出，各國央行對加幣及澳幣之外匯準備需求持續增強，且該等主要商品出口國的經濟基礎佳，IMF 因而考慮將澳幣與加幣加入官方外匯準備貨幣(international reserve currency)之列。雖然 IMF 新增澳幣與加幣為準備貨幣的時程表尚未明朗，但這將是歐元於 1999 年上路以來，IMF 首度指定新的準備貨幣。影響所及，外匯資產管理人亦紛紛買進 AAA 主權評等的澳洲和加拿大貨幣，如何調整外匯準備貨幣組合恐怕已成為各國央行必須深入研討之重要課題。

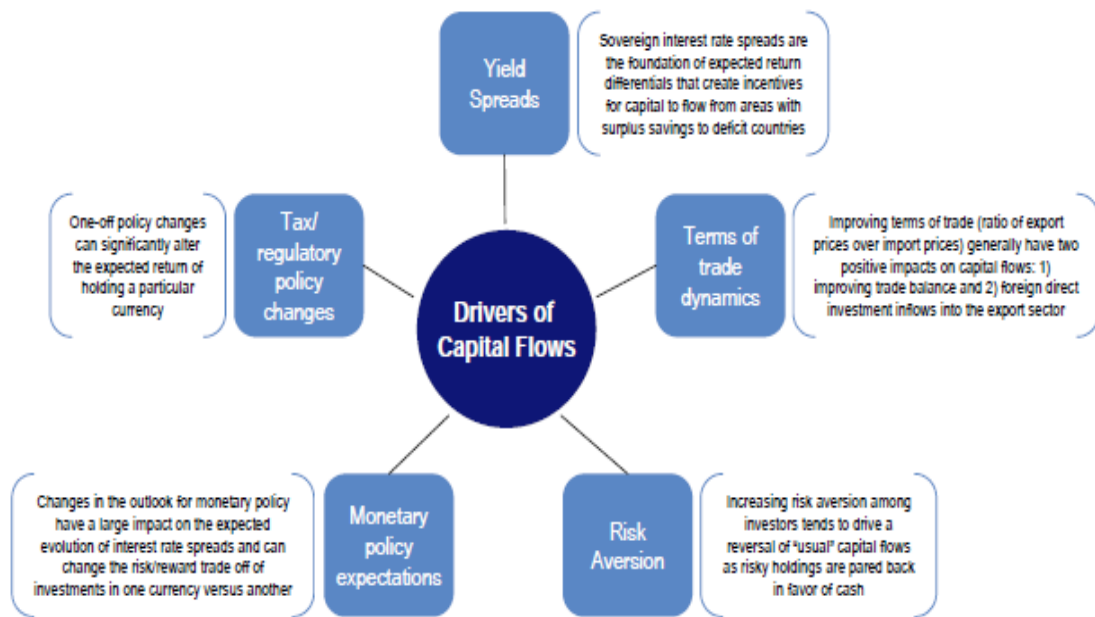
三、FFTW 之主動式貨幣投資管理

FFTW 表示，消極持有貨幣本身無法帶來任何報酬，且所持國外債券的價值若未進行匯率避險，則報酬會受貨幣價值影響。進行資產配置時，若能考量幣別配置，甚至把貨幣視為一種資產類別(currency-as-an-asset-class)，則通常能夠降低匯率風險、提高報酬率(如下圖)。



因此，FFTW 認為主動式貨幣投資管理十分重要。所謂主動式貨幣投資管理，乃藉由預測政策改變(如寬鬆貨幣政策或低利率環境)和資本流動，以預測匯率之升貶，並據此決定各種國外資產之持有比率、及進行外幣投資或交易。

FFTW 認為影響貨幣市場主要因素有 5 項，分別為利差、貨幣政策、貿易條件、稅務規定、風險趨避(如下圖)，分述如下：



1. 利差：各國利率差異，是持有貨幣之主要報酬來源，高利率國家自會吸引超額儲蓄國家的資金流入、進而推升匯率；例如美國近年來維持低利率環境，美元因而積弱不振。

2. 貨幣政策：貨幣政策改變之展望對預期利率差異影響甚大，並會因而影響投資特定貨幣之風險與報酬關係；例如美國一再推出寬鬆貨幣政策，美元因而長期趨貶。

3. 貿易條件：貿易條件改善，出口額超越進口額之國家，不但能夠改善貿易收支餘額，也能吸引外國直接投資之資金流入出口產業；兩者皆能帶來推升幣值；例如澳洲出口經濟與中國緊密相連，因此受中國近年來經濟成長趨緩

之累，亦造成澳幣連帶難以如先前大幅升值。

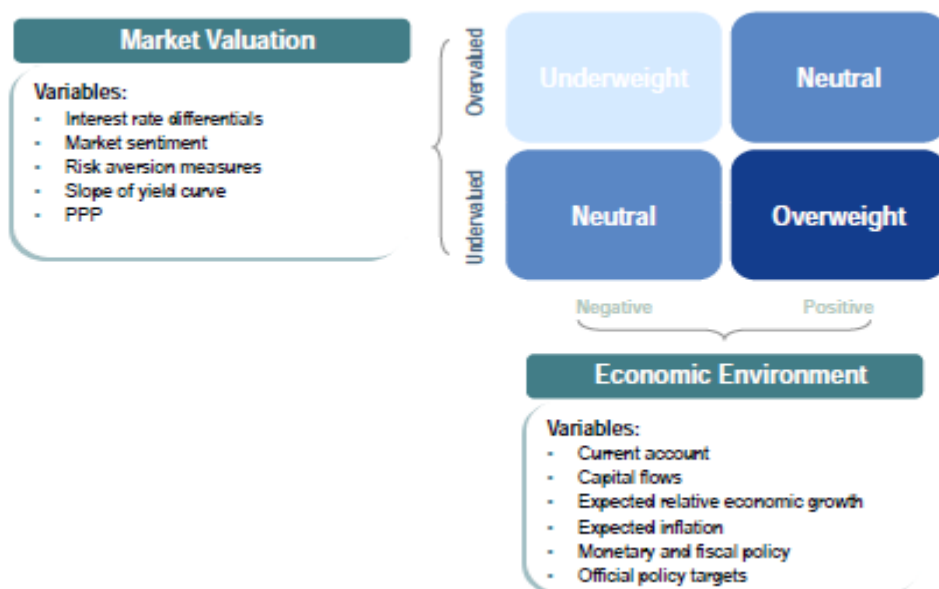
4. 稅務規定：稅務政策能大幅改變持有特定貨幣之預期報酬，進而影響匯率；例如巴西政府便曾為抑制國外投機資金進入巴西、造成市場泡沫，而對外國證券投資徵稅 2%，亦於 2011 年擴大對國外貸款課稅，藉以抑制巴西幣升值。

5. 風險趨避：投資人愈偏向風險趨避，愈可能偏向握有現金或美金、導致原本為追求較高報酬而流入風險性資產的資本反向流動；例如雷曼兄弟倒閉後，市場瀰漫不安情緒，資金大量流向安全避風港，美元因而升值。

在實務操作方面，FFTW 追求貨幣投資超額報酬的過程中，主要採取判斷模式與系統模式 2 種貨幣投資管理型態，分述如下：

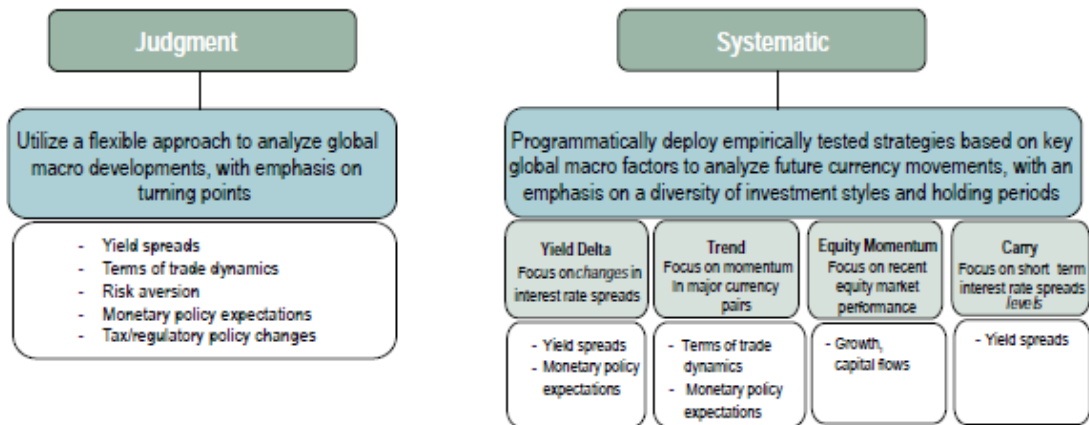
1. 判斷模式(judgment-based style)，即依據前述 5 項影響貨幣市場的主要因素，評估全球總體經濟發展，並不斷將匯率與市場評價相互比較；過程中強調不間斷(ongoing)的風險控管與分散，且考量貨幣市場瞬息萬變的本質，保持彈性和風險意識，以防範趨勢發生預料之外的轉折。其中，經濟環境考量包含經常帳、資本流動、預期相對經濟成長、預期通膨率、貨幣政策與財政政策、官方

政策目標等變數；市場評價則包括利率差別、市場氛圍、風險趨避、殖利率曲線斜率、購買力平價等變數。兩者關係如下圖所示。



2. 系統模式(systematic style)，則是基於全球總體經濟主要因素，採取實徵驗證過之策略，分析貨幣對(currency pair)動能、短期利差水準與利差變化、近期股市表現動能等趨勢，以分散各種貨幣之投資方式、市場與持有期間。

FFTW 之判斷模式與系統模式詳如下圖：



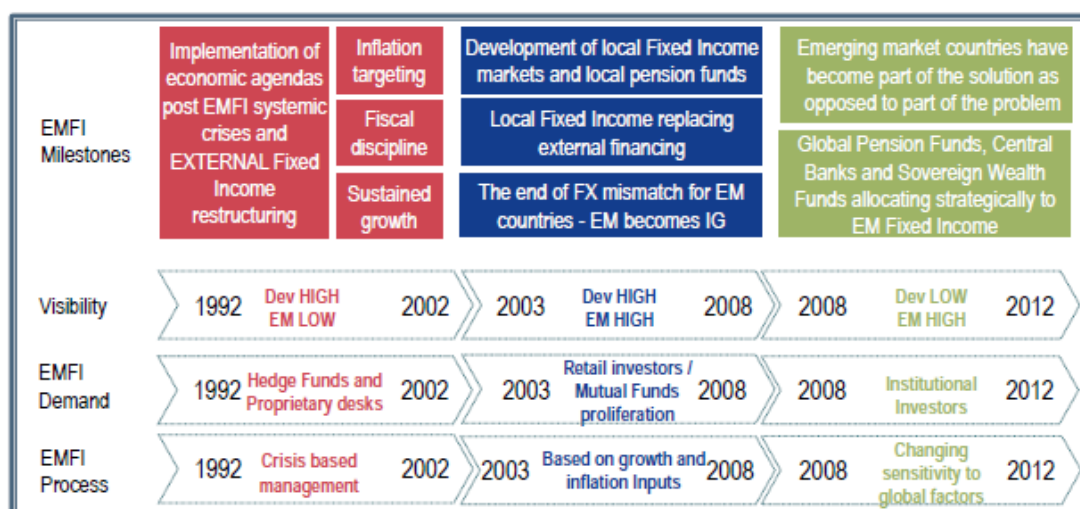
FFTW 指出，全球投資不免面對各種外幣曝險，央行以及投資人應主動管理此種貨幣曝險，並視其為獨立之資產類別，且避免全部資產均為單一貨幣持有。進行主動式貨幣管理能夠增加報酬、減少風險，惟貨幣市場波動並非科學分析即能全盤理解預測，因此進行主動式貨幣投資管理最重要的，便是時時保持彈性、進行風險控管。此外，FFTW 根據判斷模式及系統模式分析指出，鑑於資金流入新興市場股市、已開發國家利率普遍偏低、新興經濟體經濟成長動能較佳，建議可多考慮增持美元、歐元以外的新興市場貨幣。

肆、新興市場債券

FFTW 指出，新興市場債券過去較少受到投資人青睞，然而，自從 2008 年美國爆發次貸危機後，新興市場債券已不再只是追求超額報酬時短期投資的特殊工具(directional exotic alpha play)，而是蛻變為成份多元且報酬率高的資產類別，成為投資多元化所不可或缺的投資工具(a diversification must-have)。相較於殖利率偏低的已開發國家債券，新興市場債券對投資者的吸引力日益增長，再加上已開發國家經濟金融危機四起、主權評等頻遭調降，更使新興市場債券成為新的投資主流。

一、不斷蛻變、持續成長的新興市場債券

FFTW 表示，新興國家債券市場發展大約可分為 3 個階段，其演變詳如下圖。



1.1992年-2002年間，眾多新興國家遭遇系統性危機、進而外債重組後，開始將通膨目標、財政紀律、永續發展等議題設為經濟目標。當時，新興市場債券前景不明，投資者多為避險基金，其關注焦點主要為各新興經濟體之危機處理。

2.2003年-2008年間，新興國家逐漸發展出本地退休基金與國內固定收益市場，新興經濟體也開始發行本地貨幣計價債券以取代外部融資，且許多新興經濟體主權信評獲調升為投資等級。當時，已開發國家債券與新興市場債券之前景均十分明朗，一般投資人與共同基金亦開始積極投資新興市場債券，其關注焦點主要為各新興經濟體之經濟成長與通膨程度。

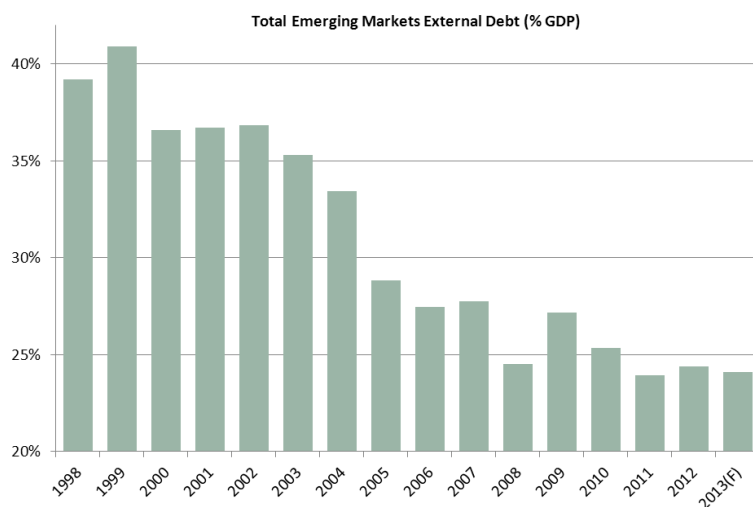
3.2008年至今，新興國家進入成長與穩定兼具時期，以往曾被視為問題來源的新興國家蛻變為全球經濟困境解決之道，新興市場債券前景明朗，更勝已開發國家債券。此時，全球退休基金、各國央行、主權財富基金均策略性布局新興國家債券市場，惟新興市場與全球經濟亦緊密相連。

二、新興市場債券的投資優勢與市場趨勢

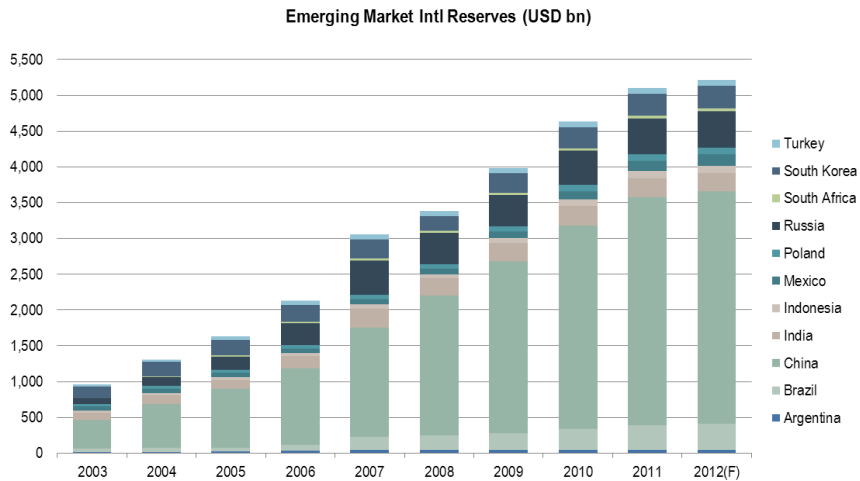
究其成因，新興市場債券吸引全球增加投資部位，主要憑藉經濟基本面健全、流動性持續改善、技術指標強勁、報酬率較高和投資風險持續降低等優勢，分述如下。

1. 就基本面而言，新興市場經濟體質持續改善中。以往全球經濟主要動力的已開發國家正面臨債台高築、收支失衡、成長緩慢等問題；反之，新興經濟體則擁有數項有利的基本面因素：

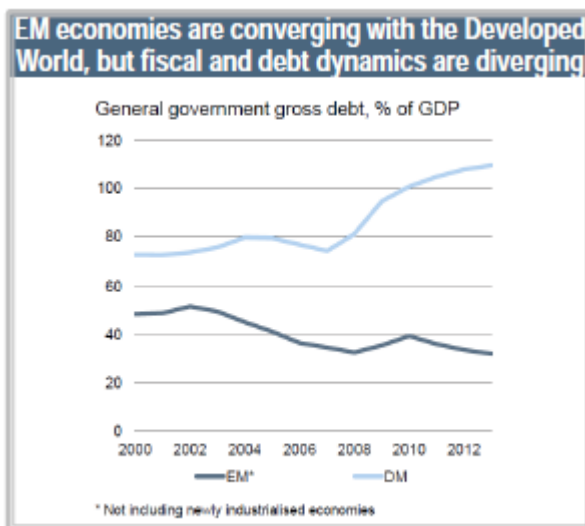
(1) 新興經濟體外債佔 GDP 比率持續下降(如下圖)。



(2) 新興國家外匯存底不斷攀升(如下圖)，大幅增強該等國家因應外部衝擊與資本市場波動的能力。



(3) 自 2008 年起，已開發國家債務佔 GDP 比率節節高升，新興國家債務佔 GDP 比率則持續下降(如下圖)。



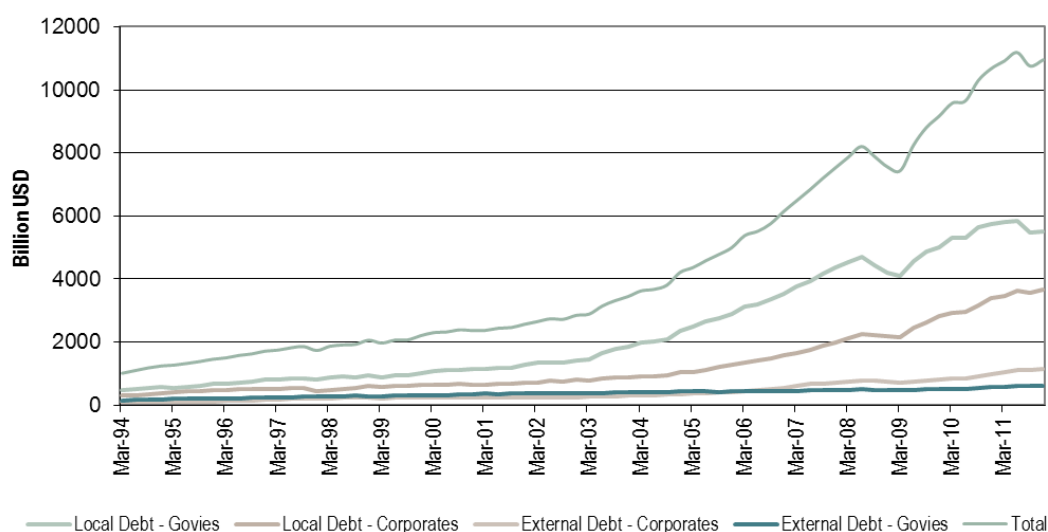
(4) 新興國家經濟成長率遠超過歐、美、日本等已開發國家，成為推動全球經濟主要動力(如下表)。

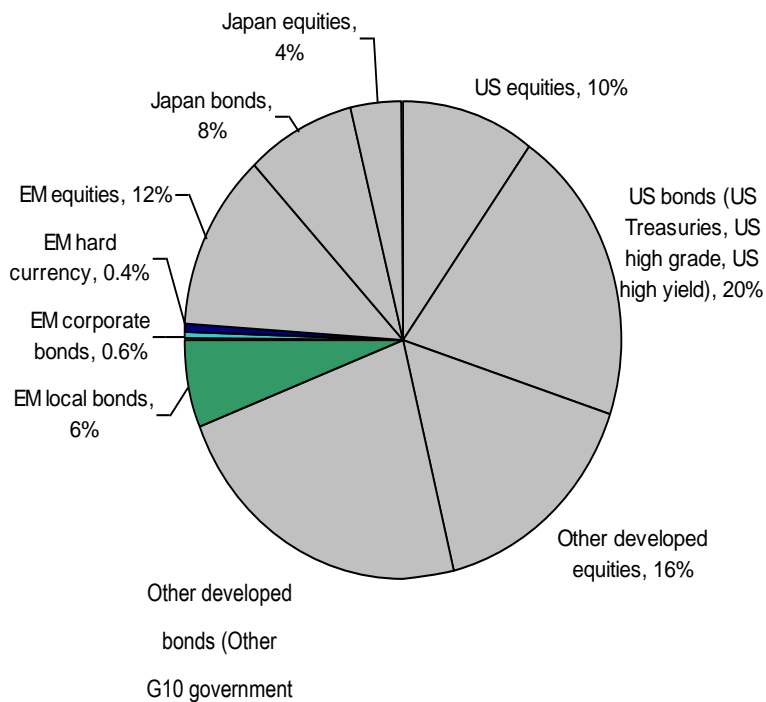
Higher growth in emerging markets

	GDP growth, %			
	2010	2011	2012F	2013F
G7	3.0	1.4	1.9	2.2
US	3.0	1.7	2.7	3.0
Japan	4.5	-0.7	2.8	1.5
Euroland	1.9	1.5	-0.2	0.8
EM Asia	9.5	7.4	7.1	7.5
China	10.3	9.2	8.6	8.6
India	9.9	7.3	7.3	8.0
EMEA	4.5	4.6	3.2	4.0
Russia	4.3	4.3	4.6	4.9
Latam	6.2	4.0	3.6	4.3
Brazil	7.5	2.7	3.2	5.0
Advanced economies	2.8	1.4	1.7	2.1
EM economies	7.7	6.0	5.5	6.1
Global	5.1	3.5	3.5	3.9

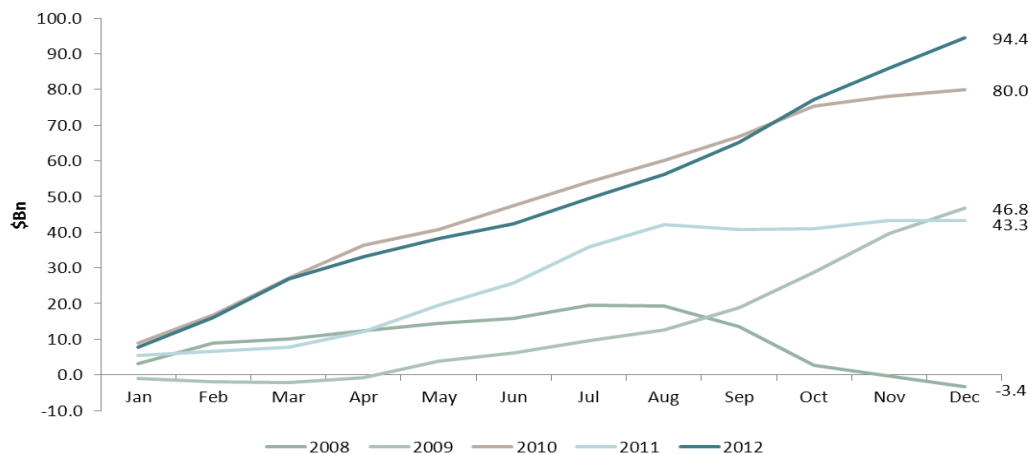
2. 從流動性來看，新興市場債券流動性持續提昇，成為不可忽視的資產類別，其市場資本總額已逼近 10 兆美元；新興市場本地貨幣債券規模更已相當於全球可投資資產的 6%(如下圖)。

Growth of EM Fixed Income Markets

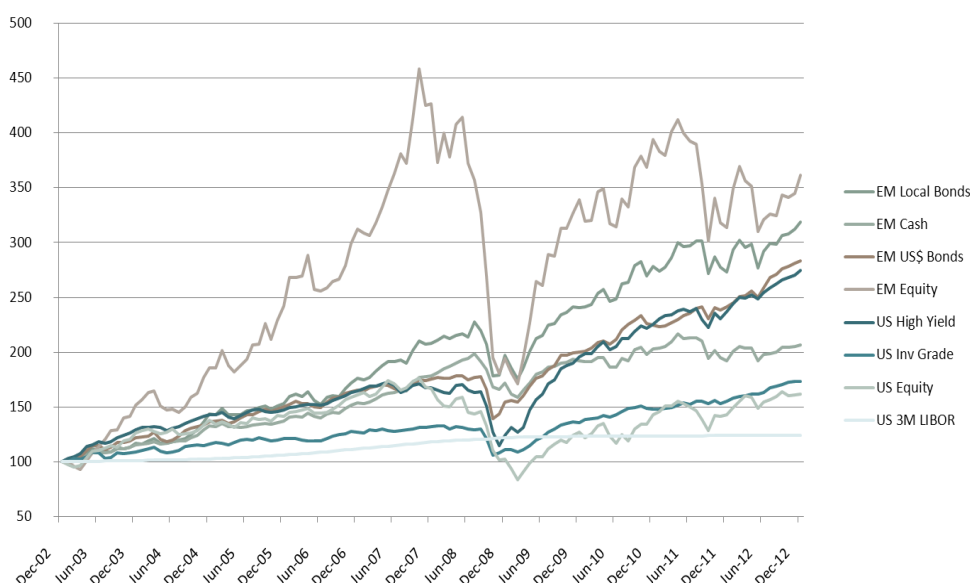




3. 就技術面來說，新興市場債券發行量雖有限，卻獲得各國央行與退休基金等機構投資者青睞，即使市場波動較大時，仍不斷吸引法人資金流入，且預期未來亦將如此。此種供不應求的狀況，料可推升新興市場債券之價格，其資金流入變化如下圖。



4. 就報酬率而言，新興市場債券得利於新興經濟體成長力道強勁、通膨相對較高等基本面因素，擁有較高之殖利率。此外，新興國家生產力與經濟成長均優於已開發國家，預期其貨幣亦將持續升值，使得新興市場債券更具投資前景，各種資產類別投資報酬率如下列圖、表所示。



CORRELATION OF MONTHLY RETURNS MATRIX

	EM Local Bonds	EM Cash	EM US\$ Bonds	EM Equity	Euro Govt Bonds	Euro Inv Grade	Euro Equity	Euro Cash
EM Local Bonds	1.00							
EM Cash	0.80	1.00						
EM US\$ Bonds	0.68	0.72	1.00					
EM Equity	0.63	0.44	0.33	1.00				
Euro Govt Bonds	0.15	-0.02	0.19	-0.16	1.00			
Euro Inv Grade	0.21	0.00	0.26	-0.07	0.97	1.00		
Euro Equity	0.37	0.17	0.06	0.73	-0.17	-0.11	1.00	
Euro Cash	-0.13	-0.04	-0.18	-0.23	0.04	-0.03	-0.24	1.00

RISK/RETURN CHARACTERISTICS

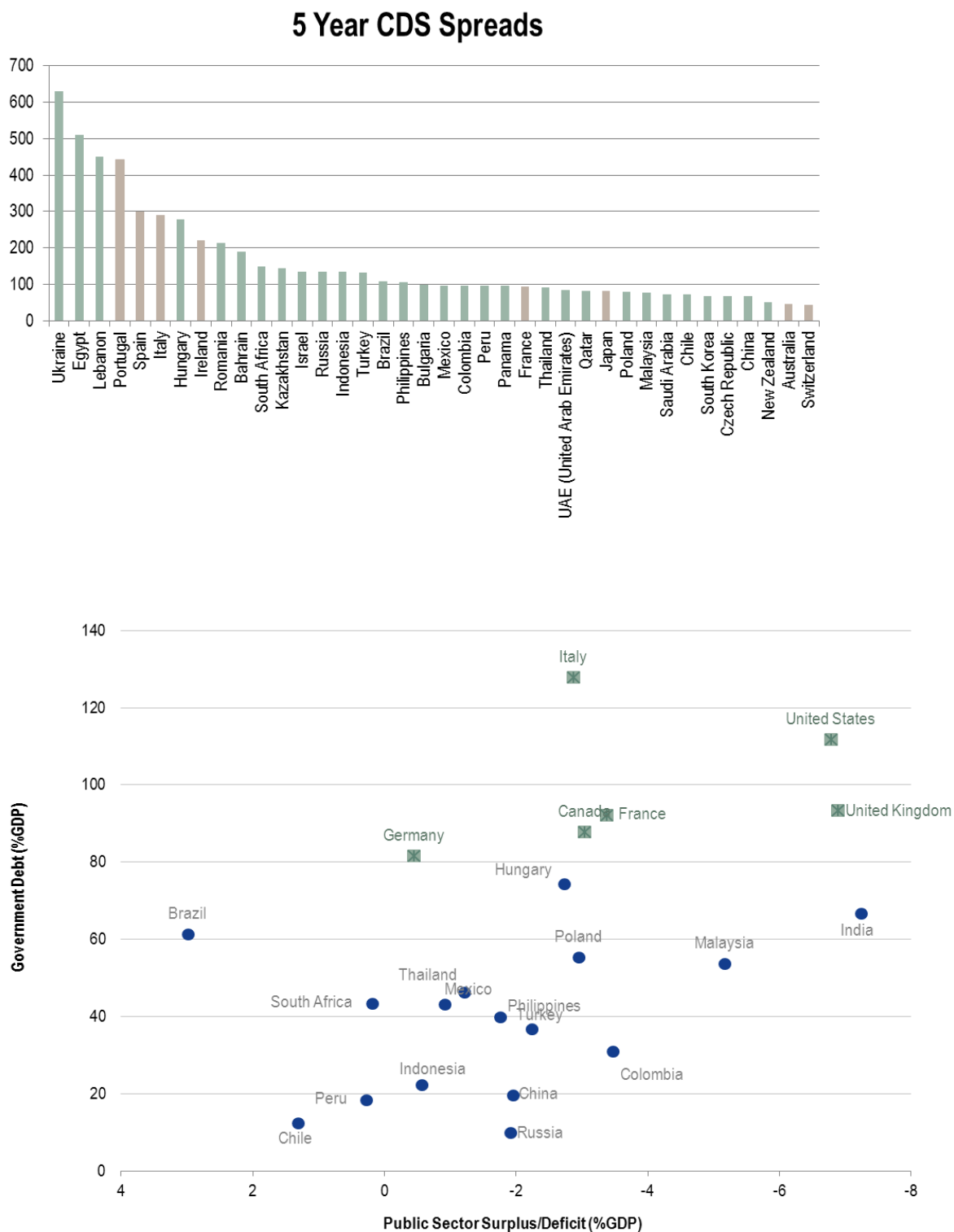
	EM Local Bonds	EM Cash	EM US\$ Bonds	EM Equity	Euro Govt Bonds	Euro Inv Grade	Euro Equity	Euro Cash
Annualized Return	9.68%	5.06%	8.40%	11.04%	4.54%	4.71%	0.99%	2.31%
Annualized Vol	8.57%	6.22%	10.06%	20.29%	3.92%	3.36%	17.98%	0.41%
Sharpe Ratio	0.86	0.44	0.61	0.43	0.57	0.71	n/a	n/a

Notes: Source: Bloomberg

Index returns are unhedged in EUR

Statistics calculated over the period from 31 Dec 2002 to 31 Dec 2012

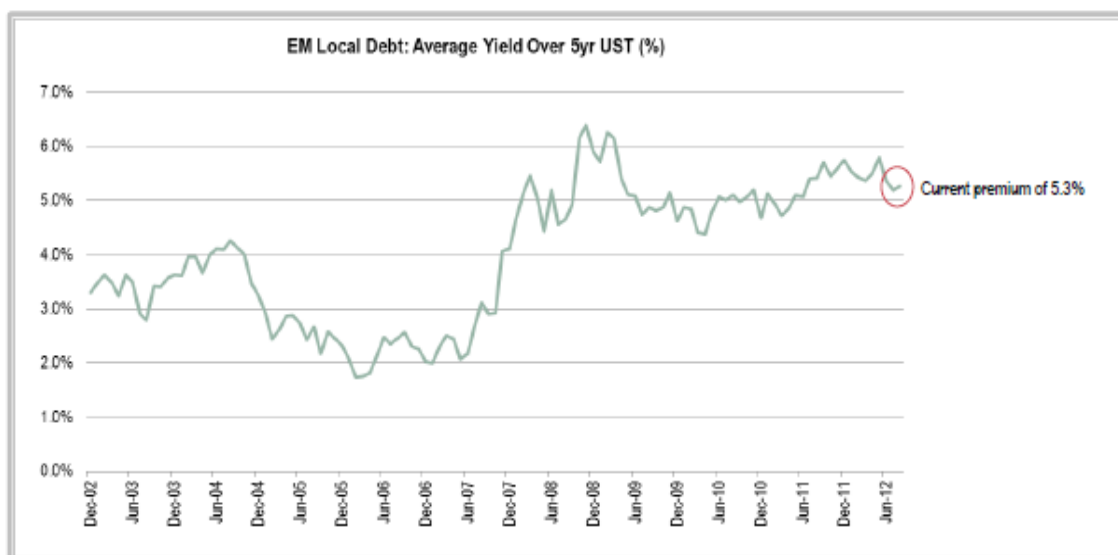
5. 隨著新興國家信用評等持續提昇、新興國家債券市場日趨成熟，新興市場債券不再被視為高風險投資工具，其投資風險甚至優於部份已開發國家(如下圖)。



三、新興市場債券為當前極佳投資工具

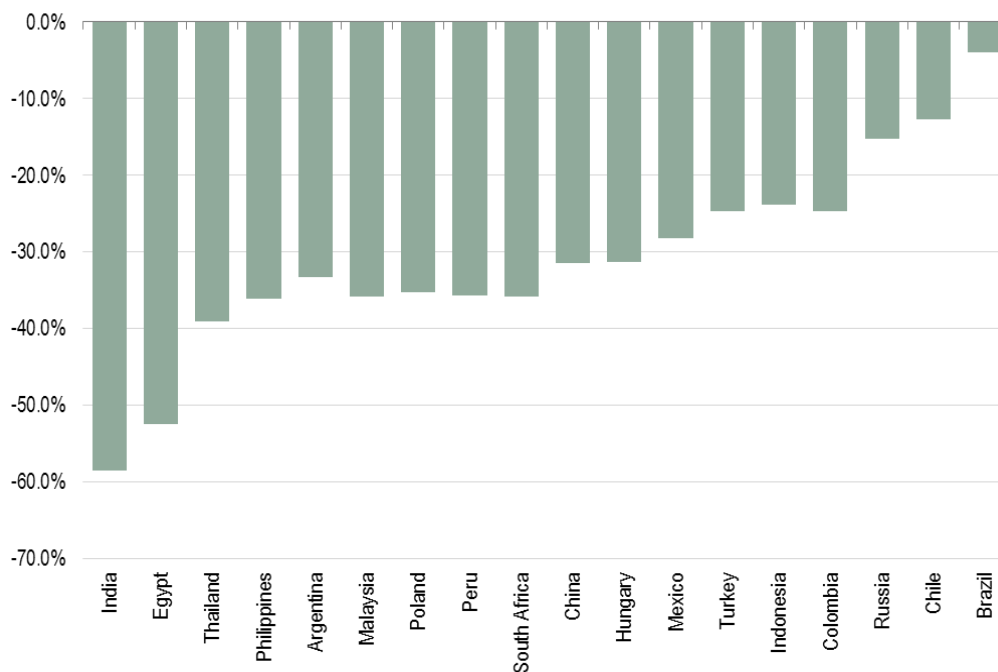
FFTW 表示，現今許多新興市場債券已不再釘住美元，而是改由本地貨幣計價，可得利於本地貨幣升值而提高報酬率。此外，新興市場國內退休基金擺脫以往只能購買已開發國家債券之限制，新興市場債券需求量有所支撐。此外，當前全球經濟主力不再限於歐、美已開發國家為主的八大工業國(G8)，而是由擴及亞洲、大洋洲、非洲等新興國家的 20 國集團共同推動。FFTW 認為，新興市場債券代表的是地理位置與經濟上均更加多元分散的投資機會，且指出新興市場債券投資不足 (underinvested)，當前正是投資該固定受益產品的大好時機，主因分述如下。

1. 新興市場本地債券殖利率與美國公債殖利率之利差持續擴大，前者平均高於 5 年期美國公債殖利率 4% (如下圖)。

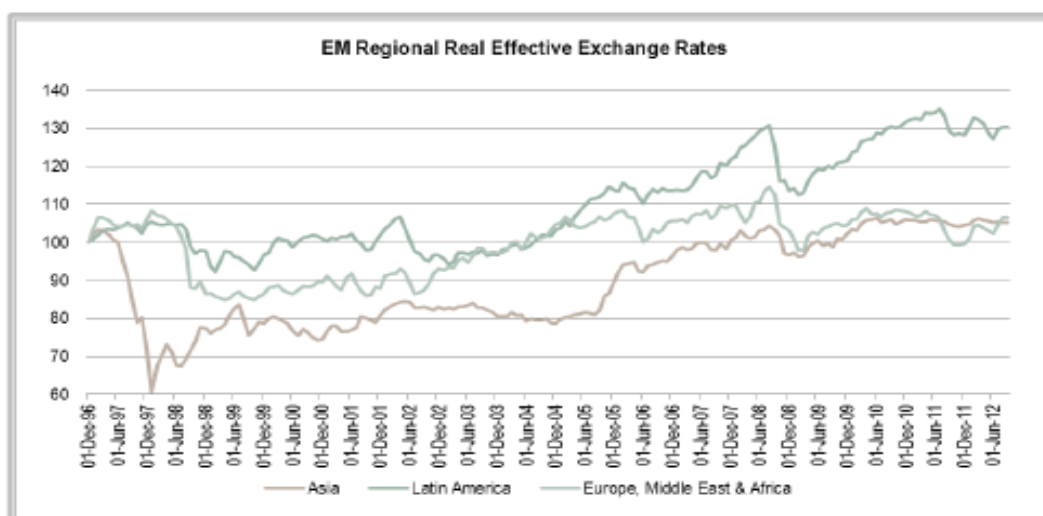


2.雖然新興市場貨幣已有實質升值，但相對於購買力平

價仍具有投資價值(如下圖)。



3.近十多年來，新興市場貨幣中，唯有拉丁美洲貨幣匯率漲勢較為明顯，且新興國家本地貨幣雖然持續升值，但尚未包含生產力上升之影響(如下圖)。



課後，針對部份與會學員質疑新興國家債券市場是否過熱而有泡沫化的隱憂，FFTW 指出，目前流入新興經濟體的資金相對於其產能仍十分合理，再加上資金均轉為外匯存底或作為推動經濟發展之用，且其股市與經濟均持續成長，新興市場債券目前仍供不應求，尚無需擔心資產泡沫化的問題。

此外，FFTW 回應某些學員詢問新興市場眾多國家中如何挑選較佳標的，則表示該機構經常藉由實地造訪該等國家，瞭解其總體經濟狀況，再視實質經濟與債券價格的差距，進行交易並調整持有部位。目前，FFTW 較看好政治較為穩定且經濟成長未造成嚴重通膨的巴西與天然資源豐富的哥倫比亞。

簡言之，FFTW 認為新興市場本地債券已成為成長快速的主流資產類別，憑藉其優渥報酬率、明顯貨幣升值潛力與高度預期經濟成長，已成為不可忽視的固定收益投資工具。

伍、心得與建議

職此次奉 派參與 FFTW 研討會，瞭解其對全球經濟與金融市場之分析、及其對多種固定收益投資工具之看法，深感獲益良多。

近年來，歐、美等國競推量化寬鬆政策、美國有財政懸崖隱憂、歐元區則債務危機未解、貨幣市場波動加劇、已開發國家債券殖利率偏低……，值此已開發經濟體與新興經濟體間之風險與報酬關係異於過往之時，調整外匯準備貨幣組合及投資多元化，成為迫切課題。

進行資產配置時，若能視貨幣為獨立資產類別、並進行主動式管理，則可望降低匯率風險、提高投資報酬率。實務操作時，除需通盤考量全球經濟基本面及市場評價相關變化，並應保持彈性、時時進行風險控管，以適時調整外匯資產部位、進行外匯交易。

另一方面，相對於已開發國家正面臨經濟發展與改善財政健全難以兩全之困境，新興國家則蛻變為投資者寄望解決全球經濟困境的焦點。新興經濟體高度成長、新興國家貨幣展現升值潛力、新興國家債券市場日趨成熟，均使新興市場債券成為追求較高報酬、分散投資風險時不可或

缺的工具，亦為投資多元化之重要選項。然而，此次研討會偏重講述新興市場債券之投資優勢，卻幾乎未提及其投資風險，若考慮增持相關部位時，仍需慎選標的及市場，且深入研究其潛在風險。

本次研討會涵蓋的議題與投資策略，雖未必符合本行現行之資產管理投資準則，仍具其參考價值，期盼本報告能有拋磚引玉之效。