

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「2013年PIMCO投資研討會」出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：徐桂華 一等專員

曹體仁 副研究員

派赴國家：美國

報告日期：102.12.31

出國時間：102.9.22~102.10.6

摘 要

此次為期二週的PIMCO投資研討會，內容包括有，各類證券及商品說明、相關市場概況與資產配置，同時PIMCO也分析全球經濟趨勢，進而搭配內部研究工具介紹，最後建議透過資產類別多元化的投資管理，以因應美歐債券市場未來的可能走向、安倍經濟學的效應、中國大陸經濟轉型的契機、新興市場債券的最新發展，如此可降低投資風險、提高資產獲利。

從研討會課程內容、投資模擬操作、以及與PIMCO基金經理人之間的互動問答，可歸納出PIMCO的投資獲利模式和資產管理模式，這此應能作為本行投資管理之參考。

目 次

| | |
|--------------------------|----|
| 壹、前言..... | 1 |
| 貳、PIMCO的總經觀點與投資建議..... | 3 |
| 一、美國債券市場..... | 3 |
| 二、歐洲主權債券..... | 4 |
| 三、安倍經濟學..... | 5 |
| 四、中國大陸經濟轉型..... | 6 |
| 五、新興市場債券..... | 7 |
| 六、資產類別多元化..... | 8 |
| 參、PIMCO課程對本行投資管理的啟示..... | 11 |
| 一、PIMCO投資獲利模式..... | 11 |
| 二、PIMCO資產管理模式..... | 12 |
| 肆、結語..... | 14 |

壹、前言

職等奉 派於9月22日至10月6日，赴美國加州參加2013年PIMCO投資研討會。此次研討會為期二週，第一週課程主題為新時代投資，內容包括各類證券及商品說明、相關市場概況與資產配置，而第二週課程主題則為政府機構投資，從央行與主權基金投資角度，分析全球經濟趨勢，搭配內部研究工具介紹，進而給予投資建議。

參與 PIMCO 第一週課程的學員數約 70 人，身分大多為私部門機構的財務投資人員，僅少部份來自公部門組織，如本行、大陸央行和外管局、新加坡 GIC 和 MAS、以及印尼、菲律賓和埃及等國央行。至於參與第二週課程的學員數則僅有 15 人，身分皆為央行或中央級政府投資機構人員。

以下章節將回顧參與 PIMCO 這兩週研討會的內容重點。首先彙整出 PIMCO 現階段的總經觀點及其投資建議，內容主要涵括美歐債券市場未來的可能走向、安倍經濟學的效應、中國大陸經濟轉型的契機、新興市場債券的最新發展、以及投資管理上如何進行資產類別多元化以降低投資風險、提高資產獲利的好處。

接著，職等則提出此次 PIMCO 課程對本行投資管理的啟示。從上課

內容、投資模擬操作、以及與 PIMCO 基金經理人之間的互動問答，職等嘗試歸納出 PIMCO 的投資獲利模式和資產管理模式，作為對本行投資管理之參考。最後依據上述介紹，作出結論。

貳、PIMCO 的總經觀點與投資建議

本節依照 PIMCO 所提出的下列六個議題，分別簡述其總經觀點與投資建議：(一) 美國債券市場、(二) 歐洲主權債券、(三) 安倍經濟學、(四) 中國大陸經濟轉型、(五) 新興市場債券及 (六) 資產類別多元化。

一、美國債券市場

2012 年 12 月份，美國聯準會訂定失業率低於 6.5% 和通膨年增率不超過 2.5% 的前瞻利率指引。而 QE 也因為美國過去一年以來的經濟呈現溫和通膨，爰由柏南克在最近一次的 FOMC 貨幣決策會議後宣布，從 2014 年 1 月份啟動 QE 減碼（即每個月購債額度減碼 100 億美元，由 850 億元降為 750 億美元）。

市場預期，雖然 QE 即將縮減，聯準會最快也要到 2015 年才會開始調高利率，在此之前，聯邦資金目標利率（Federal Funds Target Rate）都將維持於超低水準。然而，隨著 QE 將逐步退場，全球金融市場亦可望回歸常態。

對於政府公債部份，美國勞動市場仍待改善，加上財政爭議持續延宕，Fed 不僅會謹慎進行 tapering，升息時點與速度也將較

以往升息緩慢。因此，預計今年底前利率水準應會保持在相對低檔位置，殖利率上漲即是買點；展望未來，短期公債將比中長期公債更具吸引力。

對於房貸證券部份，預期美國房市將會溫和復甦，而政府擔保機構 Fannie 與 Freddie 最後可能合併為一，並繼續向市場提供聯邦政府擔保；因此，美國房貸證券的信用風險不大，惟市場利率波動所形成的提前還款風險與債券價格風險等則可能升高。

二、歐洲主權債券

歐債危機的根源在於結構性問題。由於經濟長期失衡，造成部分歐洲國家經常帳赤字及財政赤字過高，加以區域內 GIIPS 國家為透過消費刺激經濟成長而過度舉債，政府償債利率高於名目 GNP 成長率，反使政府因債務負擔過重，舉國陷入財政赤字惡化、經濟蕭條、失業嚴重的慘況。

歐債危機未來可能的解決途徑有三：拖延法、金融整合、歐元解體。鑒於歐元區內各國政經背景、民情文化的差異，加以歐洲主要核心國家及歐洲央行面對歐債的處理態度，預期未來以採行拖延戰術、且戰且走的可能性最高。

短期內，由於歐元區缺乏明確的財政整合政策，債務融資成本仍將持續影響債務利息支出與償債能力；惟鑒於GIIPS等國之政府債務有相當大比例係由外國人持有，且債務係以歐元計價，無形中已避免加重其債務負擔。

對於歐洲主權債券部份，由於歐元區要邁向銀行、財政與政治三種聯盟之難度頗高，故邊陲國債信仍相當脆弱；因此，未來市場只要有任何風吹草動都可能造成它們價格大幅波動，故投資上對其信用風險的關注程度會遠大於利率風險

三、安倍經濟學

針對安倍經濟學影響，到目前為止，安倍內閣的政策已成功帶給市場信心，但要維持下去則端視其能否推出有效的經濟結構改革方案，否則未來日本經濟的均衡點將會被推向停滯性通貨膨脹。

按照首相安倍晉三的財政整頓計畫，日本銷售稅率將在2014年4月由現行的5%調升至8%，2015年再進一步升至10%。儘管日本調高消費稅將導致消費趨緩，但因受其國內穩定的需求與政府祭出多項政策刺激所致，國內經濟可望持續復甦，日本政府仍

樂觀預估 2014 年度 GDP 成長率預計為 1.4%。而隨著經濟復甦，企業稅收亦可望增加，估計國庫將進帳 50 兆日圓（約 4,800 億美元）稅收。

另外，BOJ 大量購買 JGB，使得殖利率走勢受到壓抑，但終有一日投資人會要求更高的風險貼水，最後造成 JGB 殖利率攀升。

四、中國大陸經濟轉型

與全球相比，大陸內需市場膨脹，國際貿易量大幅增長，經濟成長率仍然強勁。自 2010 年躍居為全球第二大經濟體之後，中國對全球經濟重要性明顯提升。隨著中國境內自由貿易區一一成立，與中國具有貿易或金融業務往來且關係密切的國家，受到人民幣匯率波動影響相形擴大。

雖然大陸官方已開放銀行標購可轉換定期存單（NCD），以反映短期資金變化。大陸金融現存問題仍在於，缺乏有效的長期融資市場，使得殖利率曲線未能回應真實的通膨與資金狀況。

值得注意的是，2012 年大陸官方極力推動利率自由化，企圖於短期內健全固定收益市場，長期目標則為匯率自由化，並使人

人民幣得以超歐趕美，成為全球通用貨幣及各國的外匯儲備貨幣，以確立其強權地位。一旦人民幣躍居為準備貨幣之一，國際投資人的資產組合乃至各國央行外匯存底管理上，將會由美元為主的配置策略彈性調整為多幣別策略的資產配置。

依據市場動態及數據顯示，人民幣的國際化及長期升值趨勢，成為吸引國際投資者渴望持有人民幣的重要因素。未來，如大陸官方重點發展頗具流動性的證券市場，再加上資本帳管制的放寬，人民幣可望成為地區性準備貨幣或輔助性準備貨幣。

展望未來中國大陸的經濟成長要維續下去，勢必得從依賴投資與信貸的發展模式轉變為以消費為主的經濟結構，故投資上應調整對原先相關產業的資金比重。另外，在中國大陸經濟轉型的過程中，先前所受惠的原物料供應國，如澳洲、巴西，其經濟表現將受到負面衝擊，故應降低對該國相關的投資曝險。

五、新興市場債券

就國家債務占 GDP 比例而言，新興國家財政負擔原即相對較低。過去數年，新興國家開始倚重國內市場發行債券，藉以取得穩定資金，支持其融資需求。

近年新興市場國家為沖銷外匯市場干預而發行公債，伴隨實質經濟成長率的增長，財政體質較若干已開發國家，甚至是歐、美等國均優，但對於平均債務成本，在新興國家與已開發國家之間仍未形成逆轉的趨勢。未來，預期在新興國家的債券市場達一定規模後，投資者數目的增加與來源的分散，均有助於提升其整體流動性。

六、資產類別多元化

對於資產類別多元化，因在不同的景氣循環階段，各類資產報酬表現互異；因此，擴大可投資的資產類別可降低風險過度集中問題，並且提高資產管理績效。研究顯示，酌量投資股票、不動產、公司債與原物料等資產類別可增加單位風險報酬；不過，並非投資愈多資產類別就可達到上述效果，因為資產間的相關性呈現動態變化，而此需靠專業投資人員隨時密切掌握。

此外，審慎使用衍生性商品可幫助投資人降低投資風險、提高資產獲利。特別是針對極端損失的左尾投資風險，在全球經濟連動性攀升、金融資產價格高度相互影響的情形下，投資人應留意資產報酬的左尾損失風險，建議適時使用衍生性商品進行避險，可避免整體投資部位出現巨額損失的情況。

表1以債券投資組合管理為例，投資人因為使用目的不同，可挑選合適的衍生性商品以規避風險、增加報酬。相關說明列舉如下：

表1 使用衍生性商品目的與可運用商品項目

| 使用目的 | 可運用的衍生性商品 |
|----------|---|
| 規避投資風險 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 遠期外匯可使所購的海外債券免於匯率曝險。 2. 賣出美國國庫券期貨可降低持有長天期債券之利率風險。 3. 透過信用違約交換（CDS）可降低所購債券之違約風險。 |
| 取代直接投資 | 買入美國公債期貨取代長期公債現貨部位。 |
| 尋求投機價差 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 利用相關資產間的價格不平衡，尋求賺取價差的機會。 2. 透過債券選擇權買權（Call）可規避利率上升的風險，保有利率下跌的潛在資本利得。 |
| 調整存續期間 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 利用利率期貨及利率交換調整債券種類、曝險程度、整體投資組合存續期間或凸性（convexity），亦有助於降低交易成本。 2. 利用利率交換選擇權（Swaptions）利率上限（Caps）利率下限（Floors）客製化的優點，將投資組合作特定運用。 |
| 調整信用基差風險 | 買入信用違約交換可降低特定發行者的信用基差風險，亦可調整整體投資組合的信用曝險程度。 |

| 使用目的 | 可運用的衍生性商品 |
|------------------|--------------------------------------|
| 取得短期利率曝險 | 貨幣市場期貨可以規劃短天期存續期間的利率曝險。 |
| 建立潛在結構性 α | 將部分原本擬用於買入標的證券的現金，用於投資衍生性商品，使潛在報酬提高。 |

參、PIMCO 課程對本行投資管理的啟示

本節歸納職等參加此次投資研討會所觀察到 PIMCO 投資獲利模式及資產管理模式，作為對本行投資管理之參考。

一、PIMCO 投資獲利模式

作為一家尋求資產管理規模成長、同時兼顧公司盈餘穩定的公司，PIMCO 在投資標的方面，已從早期單純的債券投資管理延伸到多元資產類別投資，而其追求報酬方式，則從掌握經濟趨勢變化以確保基本面報酬（beta return）擴大到尋找市場效率失靈處以獲取超額報酬（alpha return）。

對於如 PIMCO 此類資產管理公司而言，投資的獲利性必定是首要考量，並且因為多數客戶並非長期持有者，勢必得更重視短期績效。相對於此，各國央行的外匯存底管理與操作，須同時兼顧安全性、流動性與獲利性，因此操作思維上必定有所不同。舉例而言，PIMCO 的資產管理規模約 2 兆美元，其經濟規模值得該公司投入大量人力、物力進行數量研究以增加短期幾十個基本點（basic points）的超額報酬。

至於各國央行的外匯存底投資是配合該國的長期匯率政

策，再加上其資產負債表的特殊性，因此，央行可集中研究資源進行基本面分析以從事投資，在透過時間換取空間方式下，長期績效不會不如專業資產管理公司。

二、PIMCO 資產管理模式

PIMCO 的投資策略形成模式在歷經長時間發展與演變下，已建構出相當嚴謹的決策過程，此值得本行加以參考。目前該公司內設一投資管理委員會，除有高階經理人擔任常務委員外，中低階投資研究人員亦有機會輪流擔任該會委員。

投資管理委員會每年按例邀請全公司投資相關人員進行為期一週會議，討論未來3至5年全球經濟趨勢展望；此會議一旦確認未來趨勢，接下來至少一年，該公司的資產將遵照此一共識進行配置。

不過，為因應市場波動，同時提高PIMCO的超額報酬，投資管理委員會每季會再進行未來6至9個月的景氣循環討論，並針對特定議題，邀請相關投資研究人員進行報告。

投資管理委員會本身則是每週一至四進行例行會議，每次會議時間約三小時，主要工作是檢討投資績效與策略。另外，投資

管理委員會還要求投資相關人員定時提出自己認為最佳的五種投資建議，並於投資管理委員會進行報告與討論。

肆、結語

本次PIMCO投資研討會涵蓋範圍甚廣，討論議題包含貨幣政策、通膨展望、歐元區危機、美國聯邦預算懸崖、日本安倍經濟學、避險策略、新興市場等，涉獵商品遍及股市、債券、外匯、衍生性商品、不動產及受益證券等。

由於PIMCO在全球主要金融市場均設有營運據點或研究單位，透過其內部分工，並搭配網路與視訊系統，使得不同地區或國家之各單位間得以分享其分析研究成果，為客戶進行資產管理，著實達到規模經濟的效益。

PIMCO建議，透過資產多元化配置分散投資風險，以建構最適投資組合。由於高報酬極可能具有高風險，權衡投資績效須同時考量報酬與風險，尤應依據自身風險承受能力，設定預期的投資報酬率。投資風險源於國家風險、信用風險、市場風險、流動性風險、作業風險及法律風險等；因此，須妥善管理各類風險，取得風險與報酬間之平衡，確保各類風險曝險額維持於可承受範圍之內。

全球中央銀行對於外匯存底的運用管理首重安全性與流動性，其次才是獲利性。然而，鑒於最近5年接踵而至的美國次貸風暴、歐洲債務

危機、中東政情動盪，再加上日本 311 地震等，人禍天災導致全球金融市場瞬息萬變。以往認為安全無虞的投資標的，也不再讓投資者可以高枕無憂。

雖然在投資管理上，可以儘量使個別風險 (idiosyncratic risk) 減至最低，也難以確切掌握其系統風險 (system risk)。因此，唯一的應變原則在於，加強風險控管、動態調整策略因應，透過多元化資產配置，分散及降低投資風險。

展望全球市場變化，新興市場國家除了在全球經濟與金融的重要性逐漸增加外，其與已開發國家經濟發展狀況也出現差異擴大的情形。近年來，已開發國家極力謀求財政與貨幣政策的正常化，用以改善其因過度舉債而脆弱的財政體質；然而，新興市場國家則急於採行調控物價及穩定需求的措施，矯正其過熱的經濟。

由於中國、印度、巴西與其他新興經濟體的崛起，新興國家的經濟成長持續高於已開發國家，然而，同時間美國先後發生金融風暴與財政僵局，加上歐債危機，造成全球投資者對歐美國家債信產生疑慮，甚至思考如何確保未來投資安全與收益不再被先進國家所綁架。

目前全球投資者對於人民幣的期待，似乎威脅著美元國際性貨幣的

霸主地位，部分中央銀行也已有所行動，接連調整外匯存底中原有的幣別，增列人民幣資產，此趨勢值得本行密切注意，以及時因應其結構性變化。