

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：研討會)

參加「Western Asset Management 投資管理研討會」出國報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：單家禎（四等專員）

黃珮雯（練習員）

出國地區：美國加州/Pasadena

出國期間：103年06月07日至103年06月22日

報告日期：103年09月11日

目 錄

壹、前言.....	4
貳、WAM研討會摘要.....	5
一、公司介紹.....	5
二、市場看法總結.....	7
三、美國總體分析.....	10
四、新興市場(公司)債券簡介.....	16
參、GCF Repo實證分析.....	20
一、GCF Repo 介紹.....	20
二、實證資料來源及說明.....	22
三、實證分析.....	23
四、實證結論.....	30
肆、中國貨幣市場流動性探討.....	31
一、人民幣國際化的現況與發展路徑.....	31
二、中國貨幣市場.....	37
三、結論.....	52
伍、心得及建議事項.....	54

壹、前言

本次 Western Asset Management (以下簡稱 WAM) 「投資管理研討會」主要聚焦於總體經濟及固定收益商品，舉辦期間每日均有不同研討主題，安排相當緊湊及豐富，有助於與會者於最短時間內增進總體經濟及固定收益投資之整體了解。本次研討會參加學員約 20 位，分別來自美國(1 名)、哥倫比亞(1 名)、英國(1 名)、巴林(1 名)、中國大陸(1 名)、韓國(2 名)、日本(8 名)、台灣(2 名)及菲律賓(3 名)。故在充實之研訓課程外，有機會與各國學員交換市場心得及投資經驗，更是難得之收穫。

以下^{職等}將研習心得區分為 4 個部分，第 1 部分為此次研討會之摘要；第 2、3 部份則為受此次研討會啟發，^{職等}收集相關資料後之整理；最後則是心得及建議事項。

- (1) WAM 研討會摘要；
- (2) GCF Repo 實證分析；
- (3) 中國貨幣市場流動性探討；
- (4) 心得及建議事項。

貳、WAM研討會摘要

一、公司介紹

(一) 公司近況更新及投資架構

目前 WAM 共管理 4,687 億美元資產，在 8 個國家¹設有辦公室，員工人數總計 839 人。

WAM 投資架構依地理區分為歐洲(英國倫敦)、美洲(美國紐約/Pasadena、巴西聖保羅)及亞太區。若依產品屬性則可分為多元化固定收益(短、中、長存續期間、總回報與另類策略)、單一策略(抗通膨/美國、信用/美國、新興市場、結構型產品/美國與市政債券/美國)及全球固定收益(公債、信用、貨幣、抗通膨與多元化產品)三大類型。

(二) 投資哲學

1. 著重長期投資及基本面價值

同時採用「上而下」及「下而上」兩種投資方式，結合總體經濟分析及個別證券價值評估之優點。

2. 投資策略多元化

強調集團資源整合及全球佈局，達成投資策略之多元配置，主要使用投資策略有 5~7 種類型。

¹ 包括美國(Pasadena 及紐約)、巴西(聖保羅)、英國(倫敦)、阿拉伯聯合大公國(杜拜)、香港、新加坡、日本(東京)及澳洲(墨爾本)。

3. 績效及風險並重

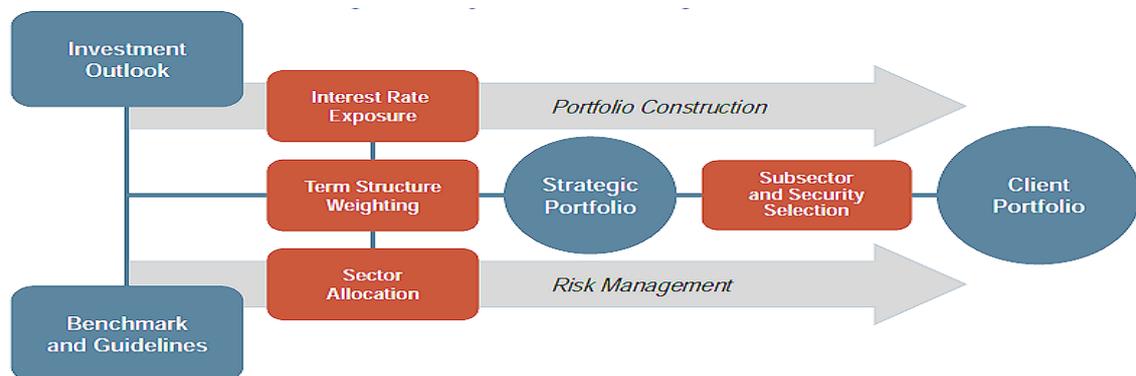
藉由相對價值分析進行風險控管，並強化投資透明度及與客戶之溝通。

(三) 決策過程(如圖 1)：

1. 第一階段：

研判投資前景(變動因子)，並結合客戶投資準則與投資基準(benchmark)之限制(固定因子)。據此擬訂投資組合可行之利率曝險、存續期間配置及投資類別(sector)。

圖 1：WAM 投資決策圖



2. 第二階段：

建立策略性投資組合，以追求長期投資目標；同時間並展開風險控管流程。

3. 第三階段：

透過個別證券及次投資類別之選擇，完成投資組合之建構，並適時結合短期交易機會，增加投資組合收益。

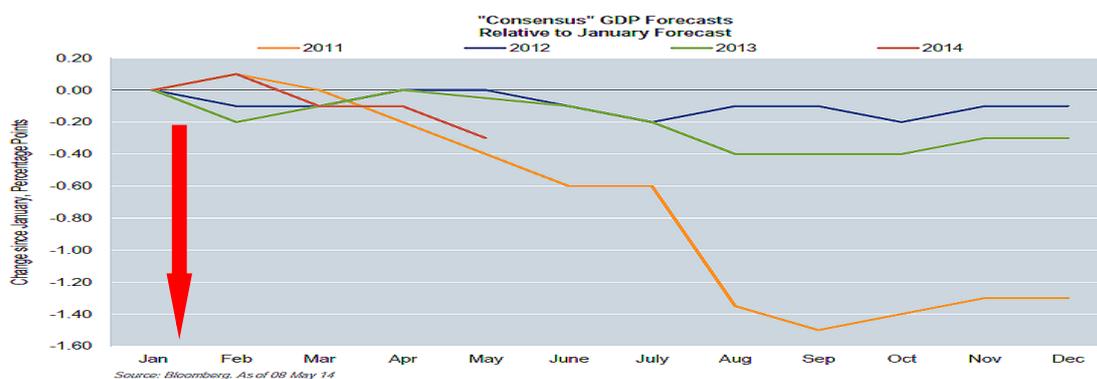
二、市場看法總結：

(一) 投資展望

1. 全球經濟成長力道減緩，但仍持續改善。

美國過去 3 年皆於年初對經濟預測有過於樂觀之情形(如圖 2)，今年是否重演，尚待觀察。但工資成長幅度有限等因素，恐成為勞動市場表面復甦下之隱憂。

圖 2：近年美國經濟不若預期之樂觀



2. 通膨狀況依舊保持穩定。
3. 美國儘管實施 tapering，但整體貨幣環境依然寬鬆，且貨幣政策仍將以充分就業及穩定通膨為主要考量。
4. 市場對經濟數字敏感度將提高，因為這將是 Fed 改變政策之主要驅動力。
5. 公司債基本面良好，依舊具備投資吸引力。

企業資產負債表處於相當健康之狀況，雖然其發行公司債之價格並不便宜，但考量全球資金狀況維持寬鬆，公

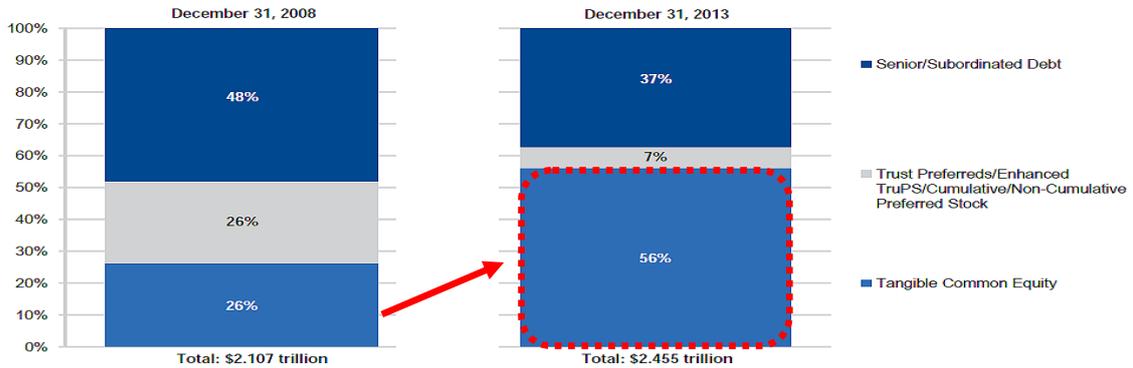
司債仍會有其表現空間。

6. 房市及房貸抵押證券基本面良好，且其狀況持續改善。
7. 新興國家面臨較挑戰性之環境，但不同國家之分歧性將加大。部分負債比率及財政良好之國家將脫穎而出。
8. 歐洲衰退狀況持續改善，但低通膨狀況將持續。
9. 中國大陸仍處在調整內部結構時期，經濟狀況最可能發展為軟著陸。

(二) 投資策略

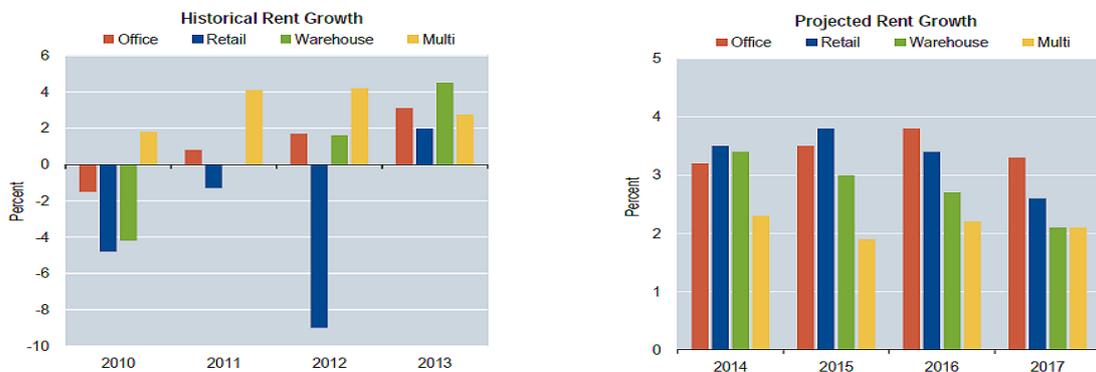
1. 對存續期間及殖利率曲線採取較短期之戰術(tactical)觀點進行管理。
2. 對較長期美國公債採適度加碼之態度，一方面可分散投資組合，另外也為極端事件提供避險。
3. 對投資等級公司債採取加碼之策略。因銀行整體資本結構改善(如圖 3)，加上經濟持續復甦，尤其看好銀行產業。對電子業及公用事業採取減碼應對，至於能源產業則持中立態度。
4. 在美國機構(agency)房貸抵押證券及美國公債間，進行相對價值之低買高賣。對美國市政債券則採取減碼應對。

圖 3：美國銀行業資本結構改善



- 由於基本面持續改善，將適時投資非機構(non agency)之房貸抵押證券及 CMBS。以預期租金成長率來觀察，未來 3~5 年可望達到年成長率 3%(如圖 4 右)，對 CMBS 基本面構成支撐。

圖 4：各類型不動產歷史(左)及未來預估(右)租金收益成長率



- 適時增加對美元計價之新興市場公債及公司債。例如墨西哥公債及投資等級公司債，因其展望相當正向。
- 維持高收益債券及銀行貸款之投資部位。
- 對部分先進國家貨幣看法較為偏空，並對部分新興國家

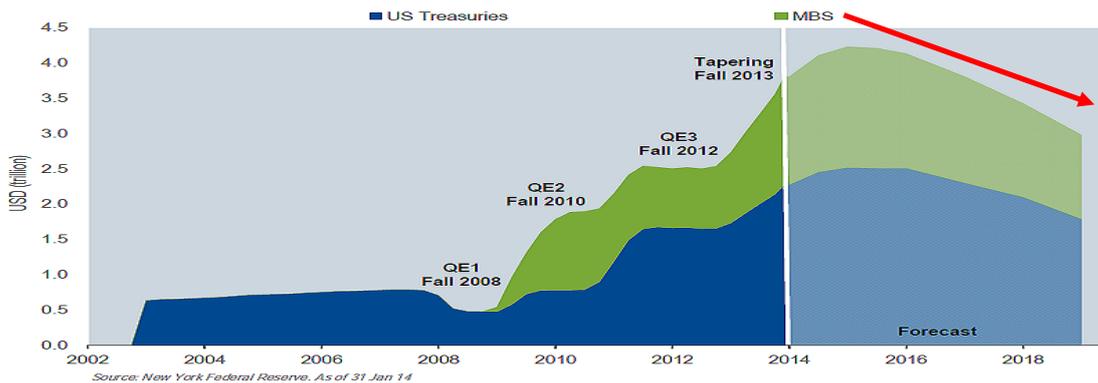
貨幣持偏多看法。

三、美國總體分析

(一) Fed 走向

即使 Fed 已展開 tapering，但因其沒有出售之前購入證券的規劃，預計 Fed 資產負債表將會在 2014 年底至 2015 年 達到最高值，約 4.2 兆美元，之後其規模才逐步下降(如圖 5)。

圖 5：Fed 資產負債表

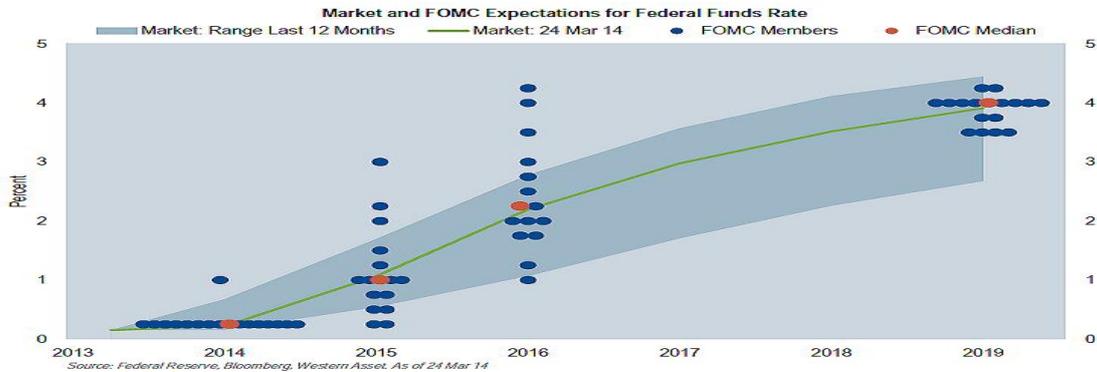


至於在 Fed 前瞻指引(forward guidance)部分，WAM 認為 Fed 將會藉由每季公布之 FOMC 成員對利率預期分佈圖(如圖 6)，來試圖引導市場共識。而 Fed 也表示將會在較長時期內，把利率保持在低於會議成員共識值之下。

WAM 認為未來 Fed 之寬鬆政策尚稱不上出現反轉，僅能說是由以往針對金融危機之緊急措施，逐步調整進入正常化階段。故 Fed 之政策走向相當重要，觀察重點在 Fed 如何看待經濟前景，及如何與市場溝通，但不需特別在意

tapering 細節，因整體貨幣環境仍屬相當寬鬆。

圖 6：市場與 FOMC 成員對利率預期



(二) 經濟成長

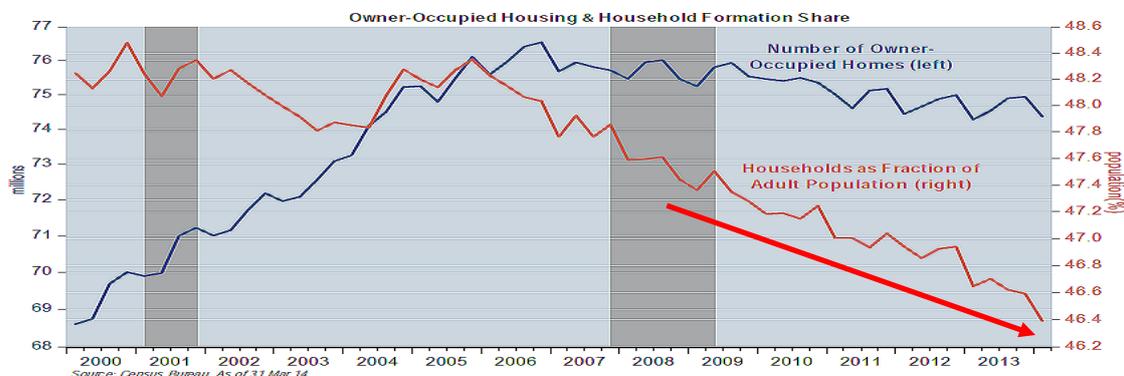
WAM 對美國經濟成長基本上持較為謹慎之看法，觀察零售銷售及新屋開工數據可以發現，2013 年終公佈之初值良好，一度使市場及 Fed 研判經濟將加速成長；但之後公佈之修正值或其他房屋數據(營建許可、新屋完工)，則證明經濟只呈現溫和增長。至於在就業數字方面，也仍未出現加速回溫狀況，而與市場期待仍有落差。

房屋市場之基本面不差，且持續改善，但仍須密切觀察其後續發展。除前述房屋營建數據外，在房屋銷售方面，其再成長動能似乎也有限²。另外由持有房屋總人數及成年人持有房屋比率來觀察(如圖 7)，此兩項指標於 2008 年後均同時呈現下降狀況，可能原因除了美國啃老族及租屋族增加外，也間接證明美國這波房屋復甦相當程度是來自投

² 新屋銷售及成屋銷售在 2013~2014 年期間均有見頂跡象。

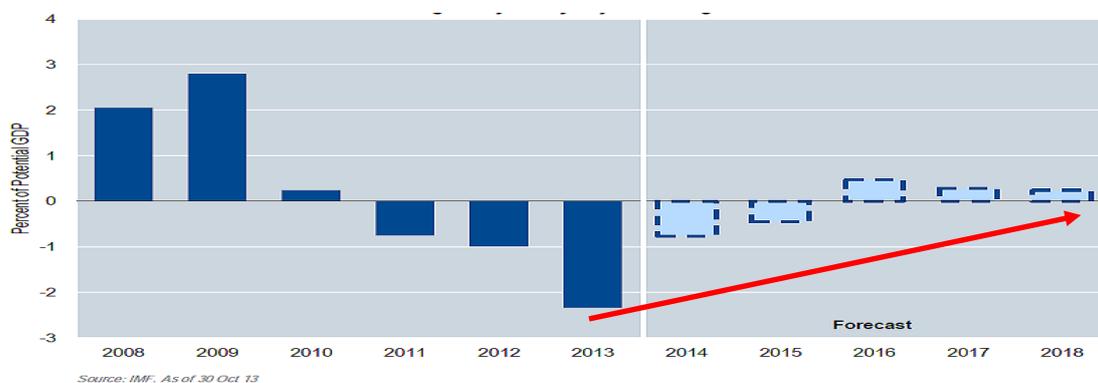
資行為。

圖 7：房屋擁有者相關統計數據



好消息部分則是過去 3 年拉低經濟成長之財政緊縮因素，可望於 2014 年起逐步減低其影響，並在 2016 年轉為對美國經濟呈現正向貢獻(如圖 8)。

圖 8：財政政策對美國 GDP 影響



由於 2011~2013 年市場連續 3 年，金融市場於年初對美國經濟成長預估均過於樂觀，WAM 不排除這樣之狀況仍會在 2014 年發生。總的來說，美國不易再出現 3% 之經濟成長，而 2% 成長則是較可能之狀況。

(三) 通膨

WAM 認為即使 Fed 採行相當寬鬆之貨幣政策，但美國通膨數據在勞動市場牽制下，依舊可望維持穩定狀態。首先，近年來工資成長受到相當壓抑，在薪水增加有限情況下，民眾消費亦會受限，這相當於替通膨增長設下無形之上限。Fed 主席 Janet Yellen 表示³：工資成長率介於 3%~4% 尚稱合理，惟目前此數據僅達 2%(如圖 9)，顯示勞動市場仍然疲弱。

圖 9：近年美國工資成長率低於長期平均



另外由工資占產出之角度⁴觀察，此數據在 2000 年後便持續下滑，全球化及其他與經濟週期無關之因素是其主因，且此一趨勢有可能持續。這也造成美國通膨壓力減低。

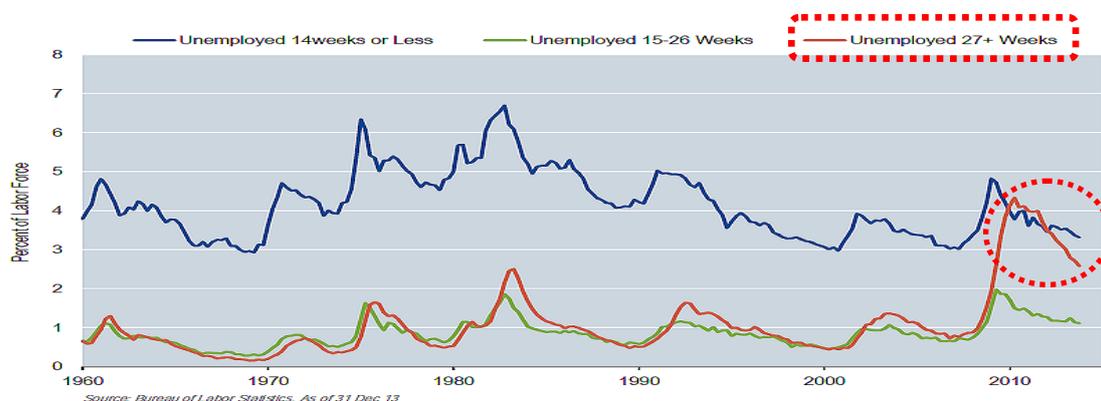
若將失業數據依失業時間區分為「低於 14 週」、「介於 15~26 週」及「多於 27 週」，可以觀察到前兩組之失業率

³ 2014 年 3 月 19 日。

⁴ 該數據是以美國非農企業部門做為統計對象。

持續改善，已與金融危機前水準相去不遠；然而在長期失業「多於 27 週」這組，其失業率數據雖然也呈現下降，但還有相當之改善空間(如圖 10)。Fed 主席 Janet Yellen 表示⁵：長期失業過高且不易改善，她正密切觀察此一狀況。

圖 10：美國失業率狀況(依失業時間長短分類)



Janet Yellen 表示⁶：在低通膨環境中，菲利浦曲線描寫之通膨及失業之抵換關係，對比於高通膨時來得不明顯。現階段菲利浦曲線即是呈現較為平坦之狀況。

(四) 美國總體與固定收益市場之關連

WAM 認為在所述美國總體經濟情勢下，應該採行多元化固定收益投資組合，而不必刻意降低投資組合之存續期間。換言之，相對於市場一般看法與基準指數，WAM 將偏好增持長期公債，而減碼短期公債。

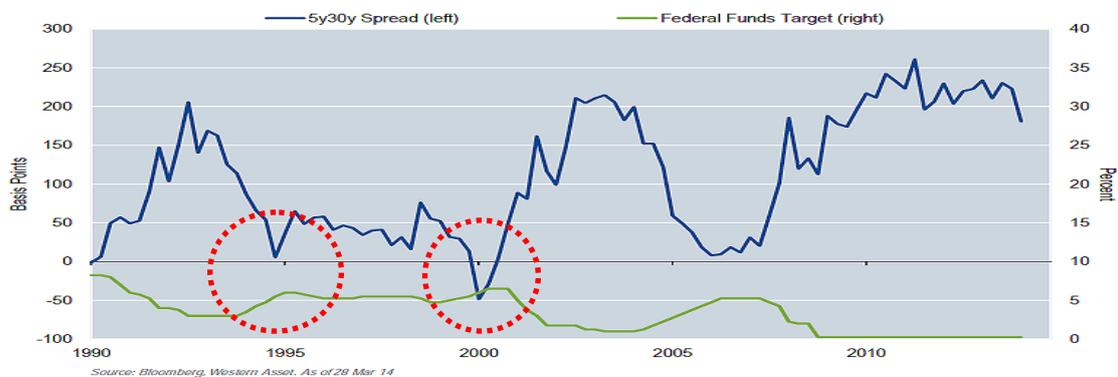
⁵ 2014 年 3 月 19 日。

⁶ 2012 年 6 月 6 日。

首先，增持長期公債以維持多元化，有助於投資組合對抗不可預期之風險。若以「美國 20 年以上長債」、「美國高收益公司債」及「新興市場本國貨幣公債」3 種資產類別來看，過去 4 年之風險事件⁷中，「美國 20 年以上長債」表現較佳，可替投資組合提供 tail-protection。

其次，10 年期利率期限溢酬(term premium)已經轉正⁸，這標誌美國利率環境將逐步回歸正常。當利率期限溢酬為負時，持有較長期公債者，得不到額外之風險溢酬；但當利率環境回到常態後，持有適度之長債部位，將享有投資部位多元化之潛在好處。

圖 11：美國升息與殖利率曲線斜率變化



⁷ 於 2010 年 5 月歐債危機、2011 年 8 至 9 月美國信評遭降、2012 年 5 月歐債危機再起，「美國 20 年以上長債」均表現一支獨秀，成為表現最好之資產類別；在 2013 年 5 至 6 月，Fed 釋出 Tapering 訊息，雖「美國 20 年以上長債」表現最差，但也與「新興市場本國貨幣公債」相去不遠。

⁸ 根據 Fed 數據顯示，2011 年第 3 季至 2013 年第 2 季，10 年期之利率期限溢酬為負值，但之後已經逐步轉正。

此外觀察自 1990 年以來之利率循環，當 Fed 展開升息時，30 年減去 5 年之公債利差，過往均呈現收斂(如圖 11)。目前此利差約在 150 至 200 基點，處在相對高之位置。未來一旦 Fed 進入升息循環，長短期利差可能縮減，這也是支持 WAM 加碼長債之理由。

四、新興市場(公司)債券簡介

(一) 新興市場定義

根據 JPMorgan 所編纂之全球新興市場債券指數(EMBIG, Emerging Market Bond Index Global Diversified)，能納入該指數有兩項原則：(1) 依照世界銀行之定義，至少連續兩年人均所得處於中/低之國家；(2) 過去 10 年內，曾經或現在正在重整其外債或國內債務之國家。

至於 MSCI 對新興國家之分類作法則是定期檢視每個國家之經濟發展、規模、流動性及可投資性，並與投資圈內之重要參與者進行廣泛溝通後，在每年 6 月公佈每個國家之評估內容及分類結果。

目前新興國家佔全球 GDP 總量之 38.6%；佔全球股票⁹市值約 9.5%；佔全球債市¹⁰市值約 6.3%；佔全球政府債¹¹市

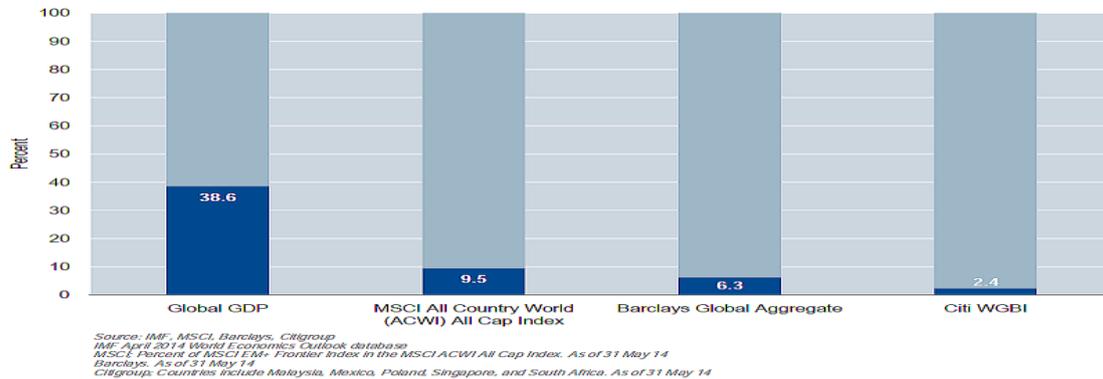
⁹ 依據 MSCI All Country World All Cap Index。

¹⁰ 依據 Barclays Global Aggregate Bond Index。

¹¹ 依據 Citi World Government Bond Index。

值約 2.4%(如圖 12)。

圖 12：新興國家以各種指標來衡量其所占權重



(二) 新興市場預期報酬高，但風險也高

相較先進國家，新興市場被視為具備「後發優勢」，因為其資本相對稀少，勞動力相對豐富，有機會藉引進先進國家之技術及資本，創造出高之經濟成長率。不過也由於新興國家之政經等基礎不見得完善，導致其經濟快速成長果實常常因政治、社會或外來衝擊，而短時間出現大幅後退之狀況。

世界銀行在其 1957 年報告曾以下兩段話分別描述兩個亞洲國家：

「...Achieved a position in the Far East second only to Japan. The prospects ...sustained long term growth are good.」；及

「...made remarkable economic progress...long run potential compares favorably with those of other countries in

South East Asia.」

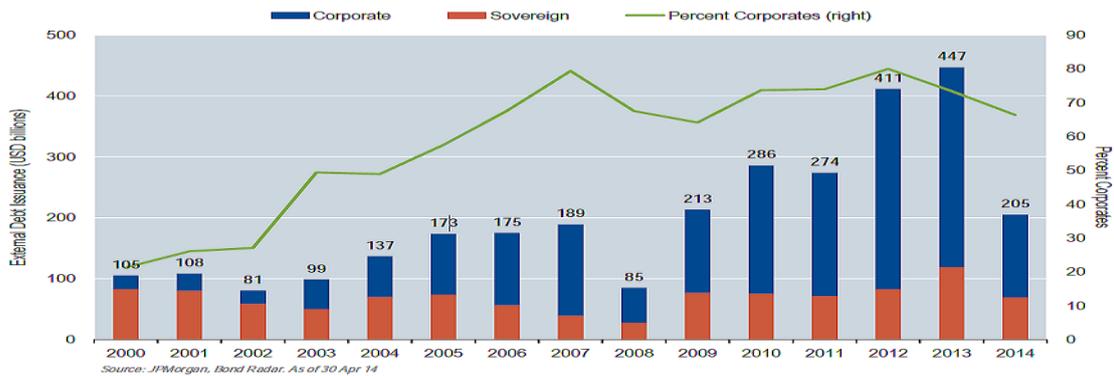
然而以目前之狀況，很難讓人聯想到這兩個國家分別是菲律賓及緬甸。

此狀況也不只發生在亞洲，根據 1960 年「GDP per worker」資料顯示，若美國為 1，則瑞士為 0.825，加拿大為 0.797，澳洲為 0.788；而委內瑞拉當年此數據高達 0.837。

(三) 新興市場公司債崛起

自 2004~05 年後，新興市場公司債募資規模便超過新興市場公債，目前新興公司債規模佔所有新興市場債券約 65%(如圖 13)。

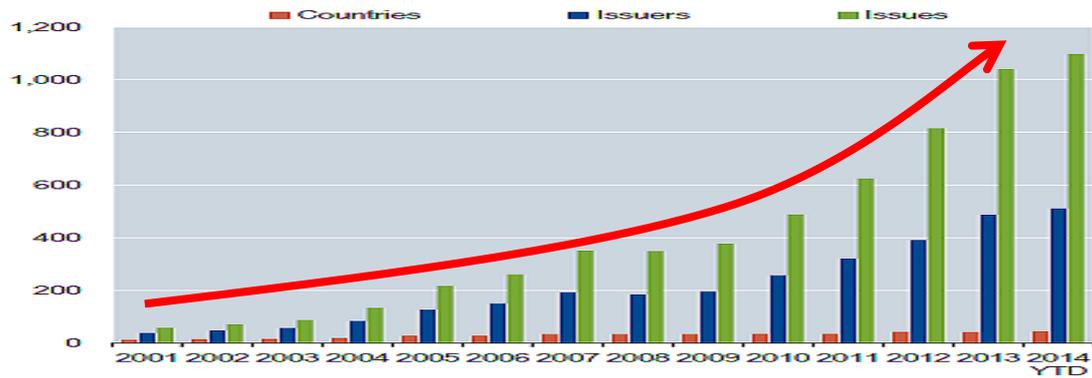
圖 13：新興市場公債及公司債所占比率圖



新興市場公司債規模成長迅速，於 2013 年首次超過美國高收益債券市場規模，預估 2014 年總規模將接近 1.2 兆美元。

比較 2014 年 5 月底與 2001 年數字¹²可發現，這 13 年期間，整體新興市場公司債發行者之廣度及深度均有顯著提升，發行國家由 13 個增為 45 個，發行企業由 39 家增為 511 家，發行債券數由 58 支增為 1,098 支(如圖 14)。

圖 14：新興市場公司債成長快速



¹²依據 JP Morgan 新興市場公司債指數。

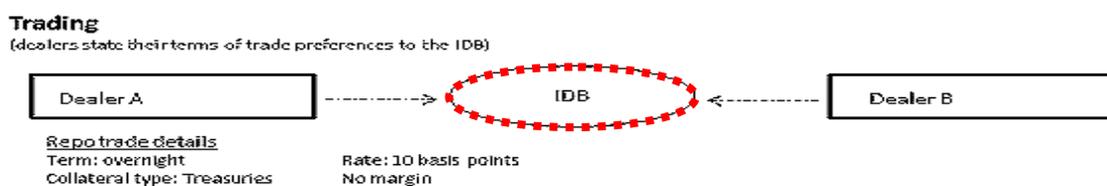
參、GCF Repo實證分析

一、GCF Repo 介紹

目前在美國貨幣市場運作中，General Collateral Financing Repo(以下簡稱 GCF Repo)於資金需求者以及提供者間，扮演角色逐漸受到矚目。據 Bloomberg 新聞¹³報導，GCF Repo 平均日成交量達 5,000 億美元。^{職等}引用 Fed 於本年 4 月出版之報告¹⁴，介紹關於 GCF Repo 之實證分析。

GCF Repo 由 FICC (The Fixed Income Clearing Corporation) 於 1998 年引進。其最大特徵在降低傳統 Repo 交易時，承做雙方所面臨之交易對手風險。GCF Repo 交易時由獨立且不持有倉位之 IDB¹⁵ (interdealer brokers) 擔任中介(如圖 15)。

圖 15：GCF Repo 交易時由 IDB 進行搓合



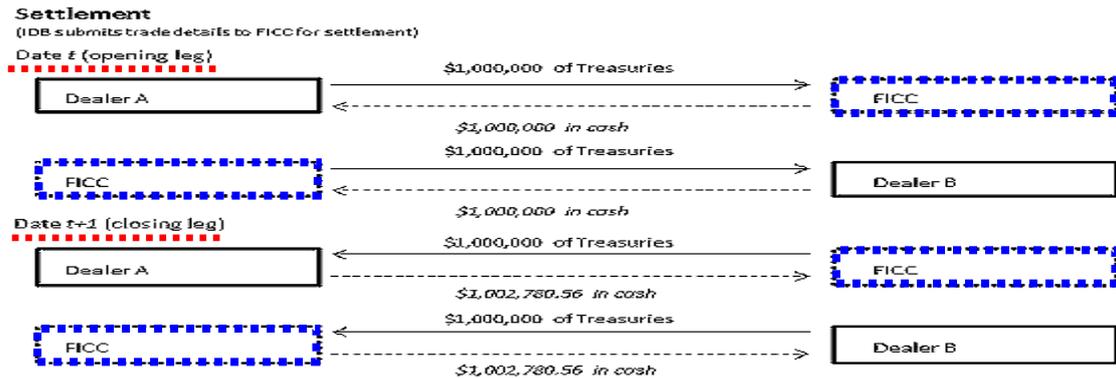
¹³ Bloomberg 新聞本年 4 月 25 日報導。

¹⁴ Part3: An Empirical Analysis of the GCF Repo Service by Adam Copeland, Isaac Davis, and Antoine Martin. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 671 April 2014.*

¹⁵ IDBs 包括 Tradition, BGC, Tullet Prebon, Hill Farbe, 及 ICAP (包括 Garban 與 Brokertec)。

個別交易商在透過 IDBs 交易時，仍可保持匿名性。而當交易成立後，則改由 FICC 擔任交易雙方之交易對手，並處理後續款券交割事宜(如圖 16)。

圖 16：GCF Repo 交易後由 FICC 擔任雙方之交易對手



FICC 能接受之擔保品共分為 10 類¹⁶(如表 1)。另外 FICC 亦提供清算(netting)之服務，讓個別交易商在每個擔保品類別內，僅須對其買/賣之 GCF Repo 淨額進行交割，可大為降低個別交易商須交割之款/券總額，同時降低整體 GCF Repo 系統之不穩定性。

表 1：FICC 所接受之 10 類擔保品

Fannie Mae and Freddie Mac adjustable-rate MBS
Fannie Mae and Freddie Mac fixed-rate MBS
FDIC guaranteed corporate bonds *
Ginnie Mae adjustable-rate MBS
Ginnie Mae fixed-rate MBS
Non-MBS U.S. agency securities
U.S. Treasuries with maturities of ten years or less
U.S. Treasuries with maturities of thirty years or less
U.S. Treasury inflation-protected securities
U.S. Treasury STRIPs

¹⁶ 其中 FDIC 已不再擔保企業債券，故目前之擔保品類別為 9 類。

FICC 為降低本身被個別交易商違約交割之風險，不僅對欲參加 GCF Repo 之交易商事前進行適格性審查，且要求交易商存入擔保品及現金至 FICC 之結算基金。

二、實證資料來源及說明

Adam Copeland 等 Fed 研究人員透過 2011 年 3 月 1 日至 2012 年 9 月 30 日之保密性(confidential)資料，對 GCF Repo 進行實證分析。

這段期間內，GCF Repo 日成交均量達 4,930 億美元，且前述 10 種擔保品類別均有成交。其中 Fannie Mac & Freddie Mac 固定利率 MBS(以下簡稱 FFR MBS)及 30 年期內之美國公債是最受交易商青睞之擔保品類別，佔總成交量分別達 42.5%及 40.6%。

統計樣本中共有 65 家交易商，其中 33 家每日均進行 GCF Repo 交易，而有 40 家在統計期間內至少有 90% 之天數有交易行為。一般來說越活躍之交易商成交量越大，但交易商間交易量差距頗大，活躍交易商之日成交量可達 240 億美元，而不活躍交易商則僅約 24 億美元左右。

這些交易商之背景各異，但大致可依是否屬於 BHC (bank holding company) 與否區分為兩類，因為若屬於 BHC 成員，則理論上較易透過集團內管道取得資金。但 BHC 間資產規模差距也甚大(從 130 億美元至 2.3 兆美元)，故可再以 5,000

億美元資產規模區分 BHC 成員規模大小。故以下之實證分析，交易商依屬性共分為三類：大型 BHCs、小型 BHCs 及非 BHCs。

三、實證分析

(一) 每日淨活動(net activity)分析

首先分析的是三類交易商每日使用 GCF Repo 進行資金之借貸行為，透過式 1 可以得知交易商 j 之交易日 t 淨部位(即 Repo 與 Reverse Repo 交易量差額)，其中 i 為擔保品類別。

$$netcash_{jt} = \sum_{i=1}^{10} (repo_{ijt} - reverse_{ijt}), \quad (\text{式 1})$$

若式 1 之 netcash 值為正，即表示交易商從 GCF Repo 市場中借入現金並提供擔保品；而當該數值為負，則該交易商貸出現金並收取擔保品。

分析結果得知，大型 BHCs 每日平均貸出 11 億美元，小型 BHCs 每日平均貸出 16 億美元，而非 BHCs 則每日平均借入 34 億美元(如表 2)。

表 2：各類型交易商於 GCF Repo 之借貸行為分析 (單位:10 億美元)

	10 th percentile	20 th percentile	Median	75 th percentile	90 th percentile	Mean	Num Dlrs
All	-8.2	-2.0	0.2	2.5	7.2	0.1	65
Large BHCs	-11.2	-4.1	-0.2	0.8	7.2	-1.1	14
Small BHCs	-10.8	-2.7	-0.0	1.8	7.5	-1.6	30
Non-BHCs	-2.8	0.2	0.7	5.3	6.6	3.4	21

此外，分析亦發現交易商之借貸行為有相當之延續性，如果於交易日(t-1)為借入現金者，則交易日 t 維持借入行為之機率高達 96.0%(如表 3)；而交易商延續其貸出行為之機率亦高達 95.1%。

表 2：交易商借貸行為有其延續性

t-1	t	
	Net Borrower	Net Lender
Net Borrower	96.0%	4.0%
Net Lender	4.9%	95.1%

(二) 擔保品流向分析

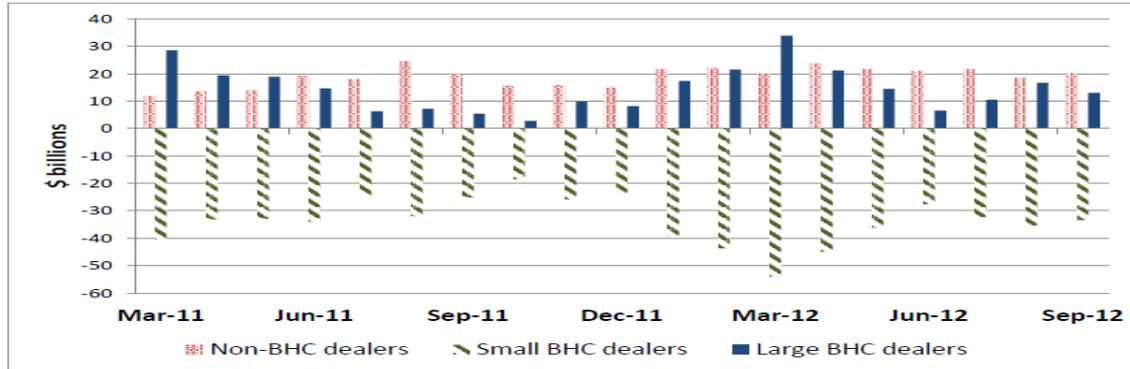
一般來說交易商之策略可分為「借入資金」、「尋找擔保品」及「提供流動性」等三類。因為 Repo 交易相當於是透過市場機制重新分配現金及擔保品之流向，故前兩個策略不難理解。至於「提供流動性」則是包含不屬於另兩種策略之統稱，這類策略主要是交易商扮演中介角色，當市場欠缺現金或擔保品時，以提供報價來賺取中間價差。

因「30 年期內之美國公債」及「FFFR MBS」兩類別即佔所有擔保品 8 成以上，故若以每月作為計算期間，針對其流向做進一步分析，可進一步推論各類型交易商之可能採行策略。

由圖 17 可知，小型 BHCs 為公債擔保品之主要收受者，平均貸出金額約為 200 至 300 億美元；而大型 BHCs 及非

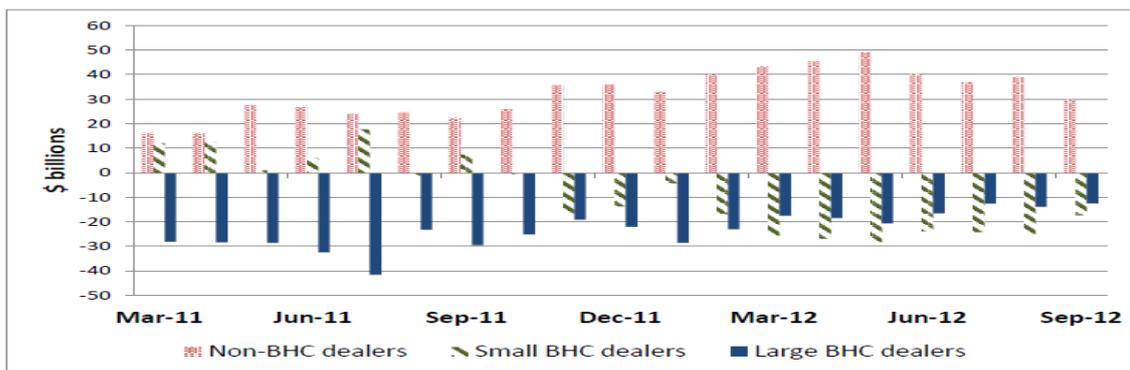
BHCs 均以公債為擔保品進行融資。

圖 17：擔保品「30 年期內之美國公債」流向分析



由圖 18 可以得知，大型 BHCs 為 FFR MBS 擔保品之主要收受者；非 BHCs 則以 FFR MBS 為擔保品進行融資；至於小型 BHCs 於此擔保品類別內，由一開始之借款者轉為後來之貸放者。

圖 18：擔保品 FFR MBS 流向分析

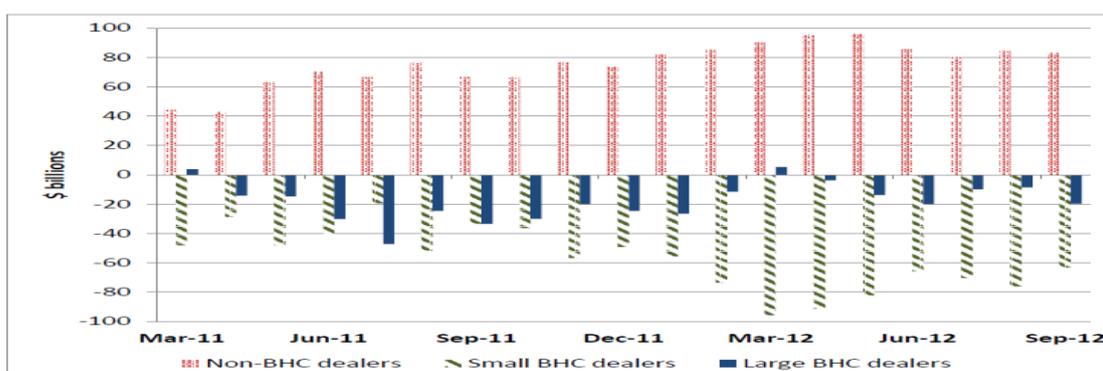


由圖 17 及圖 18 可以推斷，小型 BHCs 於此段分析期間內，主要採行「尋找擔保品」與「提供流動性」策略，因其初期將 FFR MBS 當作擔保品而拿進公債，進行擔保品提升(collateral upgrade)；後又轉為提供資金。非 BHCs

則主要採用「借入資金」策略，以公債及 FFR MBS 換取資金。而大型 BHCs 則偏向採行「提供流動性」，以公債抵押取得資金，同時取得 FFR MBS 作為擔保品以將資金貸出。

若不區分擔保品類別，亦可發現非 BHCs 為主要資金借入者，資金需求約 400 至 800 億美元(如圖 19);而小型 BHCs 則為主要之資金提供者。

圖 19：擔保品流向分析



(三) 活動淨額與總額比率(NtG, net-to-gross ratio)分析

藉由式 2，可以定義交易商 j 於交易日 t 之 GCF Repo 之 NtG (淨額/總額)比率，其中 i 為擔保品類別。

$$NtG_{jt} = \frac{\sum_{i=1}^{10} (repo_{ijt} - reverse_{ijt})}{\sum_{i=1}^{10} (repo_{ijt} + reverse_{ijt})} = \frac{netcash_{jt}}{\sum_{i=1}^{10} (repo_{ijt} + reverse_{ijt})}, \quad (\text{式 2})$$

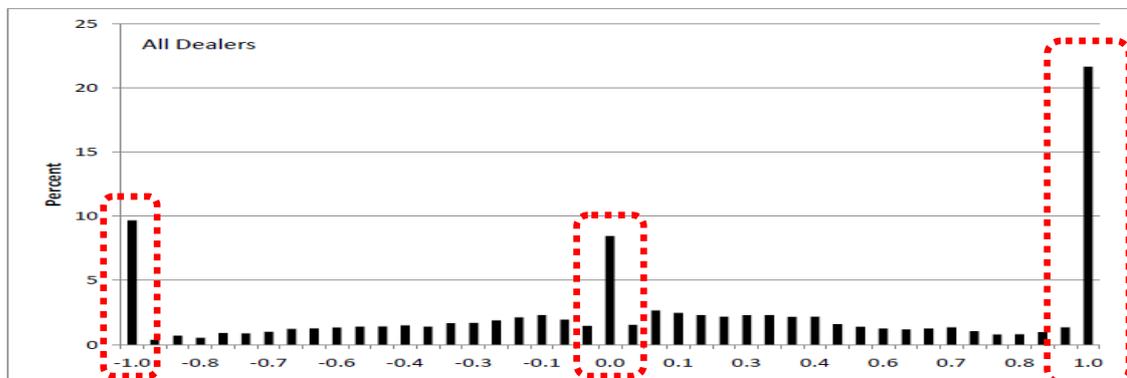
NtG 比率之分子即為前述之淨部位(式 1)，而分母部分為交易商從事 Repo 及 Reverse Repo 之交易量總和。依定義

NtG 比率會介於-1 與+1 之間，且該數值為正時表示此交易商借入現金，若為負值時則為資金提供者。

當 NtG 比率越接近+1 時，表示該交易商主要策略為「借入資金」。當該數值越接近-1 時，該交易商主要策略為「尋找擔保品」。當 NtG 比率接近 0 時，有可能此交易商在特定資產類別內 Repo 及 Reverse Repo 交易淨額接近 0，代表其策略為「提供流動性」；亦有可能此交易商於跨擔保品類別上交易淨額接近 0，則此時其可能從事擔保品交換 (collateral swap)。

首先觀察所有交易商之 NtG 比率分佈(如圖 20)，發現有 23% 交易商僅從事 Repo (即僅借入資金，NtG 比率為+1)，10% 交易商僅從事 Reverse Repo (即僅貸出資金，NtG 比率為-1)，而有約 8.5% 之交易商將其 Repo/Reverse Repo 淨部位維持於 0。

圖 20：所有交易商 NtG 比率分佈圖



在非 BHCs 之 NtG 比率分佈方面(如圖 21)，有 35% 交易

商僅從事借入資金交易，5%交易商僅從事貸出資金交易，而有約 10%之交易商將其淨部位維持於 0。

在小型 BHCs 之 NtG 比率分佈方面(如圖 22)，有 17%交易商僅從事借入資金交易，13%交易商僅從事貸出資金交易，而有約 9%之交易商將其淨部位維持於 0。相較於非 BHCs 有較多比例分佈在 0 至+1 區間，小型 BHCs 於-1 至+1 間之分配則較為平均。此外非 BHCs 與小型 BHCs 兩類交易商均有相當之 NtG 比率集中於 0、+1 與-1 三點附近。

圖 21：非 BHCs 之 NtG 比率分佈圖

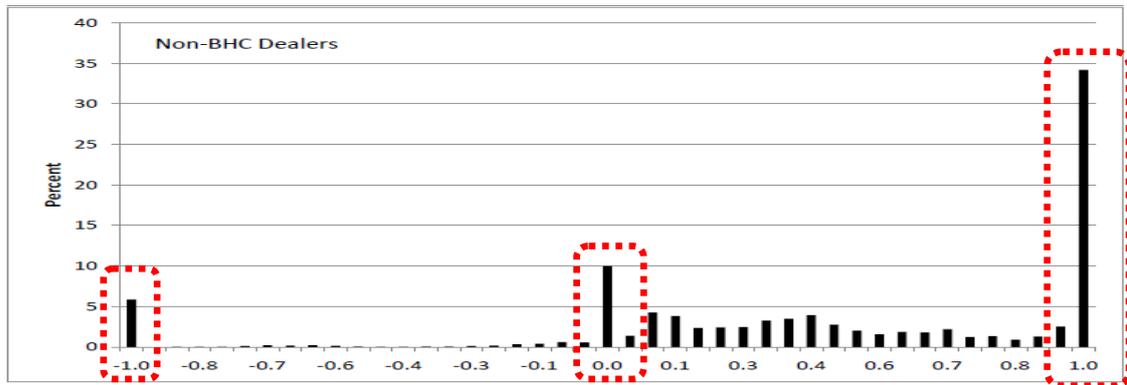
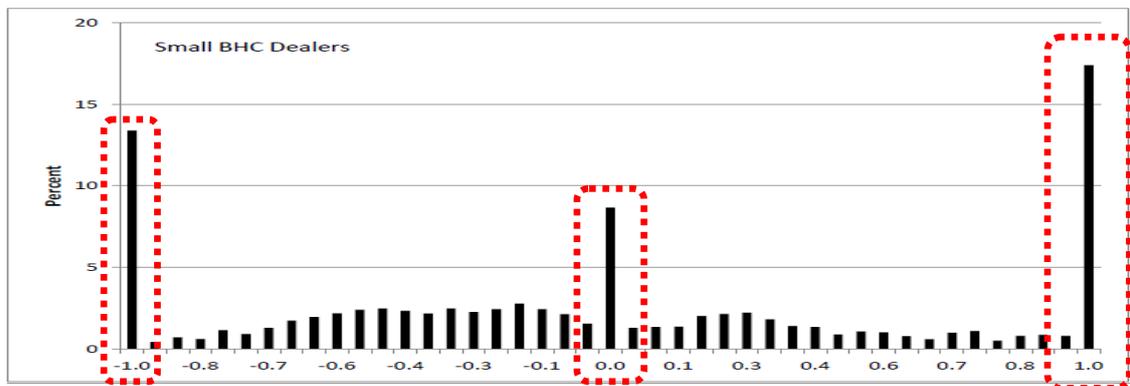
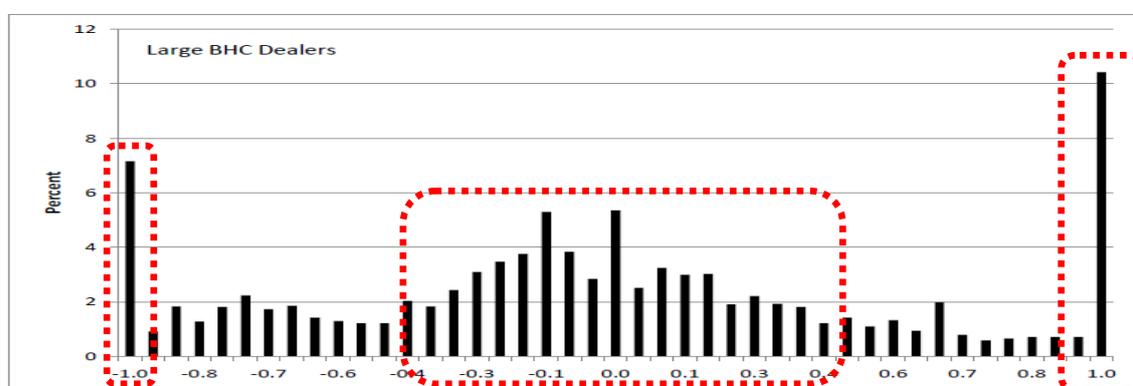


圖 22：小型 BHCs 之 NtG 比率分佈圖



在大型 BHCs 之 NtG 比率分佈方面(如圖 23)，與其他兩類交易商較明顯之不同在於，NtG 數值為+1 或-1 之比率顯著較低(分別為 10%及 7%)，另有相當比率分佈於 0 附近。可以推測大型 BHCs 同時進行 Repo/Reverse Repo 交易比率，較另兩類交易商來得高。

圖 23：大型 BHCs 之 NtG 比率分佈圖



(四) 擔保品交換比率(swap ratio)分析

儘管 NtG 比率能幫助判斷交易商是否承做 Repo/Reverse Repo 交易，及其承做之集中度；但是若要分析交易商是否從事擔保品交換，還可藉助下列式 3，即每一交易商 j 於每日 t 之交換比率(swap ratio)。

$$swap\ ratio_{jt} = \frac{|\sum_{i=1}^{10} repo_{ijt} - reverse_{ijt}|}{\sum_{i=1}^{10} |repo_{ijt} - reverse_{ijt}|} \quad (式 3)$$

如果交易商於交易日 t 幾乎不從事擔保品交換之交易，則是式 3 之分子數值將會接近分母；反之則分子會因有從事擔保品交換而讓數值小於分母。當交換比率越接近 0，此

交易商越投入於擔保品交換之交易。

故交換比率為 1 時，交易商不從事擔保品交換；當比率 χ 介於 0~1 間時，則表示該交易商淨部位中有 $(1-\chi)$ 比率為擔保品交換之交易。

將所有交易商之每日資料計算交換比率，可以獲得以下結果(表 3)。首先可以發現表 3 之分佈中位數為 1，代表所有交易商於至少一半時間以上，沒有從事任何擔保品交換交易。

表 3：擔保品交換比率分佈

	5 th percentile	10 th percentile	25 th percentile	50 th percentile	75 th percentile	90 th percentile	95 th percentile
Swap Ratio	0.24	0.42	0.85	1.00	1.00	1.00	1.00

表 3 也顯示 10 (5)分位數為 0.42 (0.24)，代表有 58% (76%) 之交易為擔保品交換。換言之，以擔保品交換為主的交易商約佔 10% 左右。

四、實證結論

根據以上分析，可以得出下列結論：

- 至少 23% 交易商使用 GCF Repo 以籌措資金(即僅從事 Repo 交易)。
- 至少 20% 交易商使用 GCF Repo 以管理其持有固定收益

證券。其中，

- ✓ 至少 10% 交易商著重在取得擔保品(即僅從事 Reverse Repo 交易，貸出資金)。
- ✓ 至少 10% 交易商重點在從事擔保品交換。
- 其餘至多 57% 之交易商，則同時承做 Repo 及 Reverse Repo，而交易出發點各有不同，其策略可統稱為「提供流動性」。
- 交易商之屬性不同亦會影響其交易模式，大型 BHCs 及小型 BHCs 以貸出資金，取得擔保品為主；而非 BHCs 則著重於提供擔保品以借入資金。

肆、中國貨幣市場流動性探討

有鑒於中國近幾年致力於推動人民幣國際化，人民幣在國際金融市場重要性日益提升，投資者漸漸了解到關注中國貨幣市場流動性以及中國政府當局對貨幣政策的立場，對金融投資的重要性。以下分別就人民幣國際化、中國貨幣市場等主題作探討。

一、人民幣國際化的現況與發展路徑

(一) 人民幣國際化的發展路徑

貨幣國際化是指一國貨幣跨出國境在國際間發揮交易媒介、價值儲藏和計價標準的功能，而一國貨幣是否能夠達到有意義的國際化，取決於該貨幣在國際範圍內的可得性與可用性，因此一國貨幣國際化的前提條件是該國貨幣可以自由兌換、金融市場的自由化程度高、金融部門的發展程度高。綜合而言，一國貨幣國際化的路徑，就空間而言是先周邊化，再區域化，最後全球化；就貨幣功能而言是作為國際貿易的計價與結算貨幣(貿易貨幣)，再發展為國際金融交易與投資的計價與結算貨幣(投資貨幣)，最後成為各國的官方準備貨幣(準備貨幣)；就政策而言是先實施利率自由化與匯率自由化，再實施資本帳與金融帳的自由化。

就貨幣國際化的空間路徑與貨幣功能路徑而言，人民幣目前主要是處於周邊化階段和貿易貨幣階段；就貨幣國際化

的政策路徑而言，人民幣還在利率自由化與匯率自由化的起步階段。

由於國際貨幣的使用具有很強的慣性，以美元與歐元為主的國際貨幣具有先佔者優勢，加上中國的貿易結構、資本管制與金融發展程度偏低等因素的制約，人民幣要成為全球性的國際貨幣，應該是很遙遠的事。但是基於地緣關係、經貿關係與相對的經濟實力，短期內(例如 3 至 5 年)人民幣應該可以周邊化，在周邊國家扮演貿易計價貨幣的角色。如果中國能夠在這段期間逐步實現利率自由化與匯率自由化，放鬆資本管制，並提高金融市場發展程度，人民幣可望逐漸在周邊國家發揮金融交易計價貨幣與外匯準備貨幣的功能，並進入區域化的階段，在泛亞洲地區發揮國際貨幣的功能。

(二) 人民幣國際化的現況

2008 年美國的次級房貸問題引發全球金融危機，反映出當前國際貨幣體系的內在缺陷，國際上要求改革現行貨幣體系的呼聲不斷。國際貨幣體系的合理改革不只需要一段漫長的時間，而且主動權也不在中國，在這樣的背景下，中國國內要求加快推動人民幣國際化的呼聲也日益高漲。金融危機爆發後，中國啟動跨境貿易人民幣結算，並與其它國家的貨幣當局簽署貨幣互換協議。這兩大措施標誌著

中國在人民幣國際化上踏出了實際的一步。

人民幣跨境結算是指在中國與境外地區的跨境交易上使用人民幣結算，中國政府推動人民幣跨境結算的順序大致是先由跨境貿易開始，再到跨境直接投資，最後為跨境金融投資，推動策略則是過去三十多年的經濟改革中慣用的「摸著石頭過河」的試誤策略，先開放部分跨境交易、境內部分地區、部分企業與境外部分地區，作為測試地區，再逐步擴大範圍，最後到全面推廣到所有跨境交易、境內所有地區、所有企業與境外所有地區。

自從 2009 年 4 月 8 日中國國務院常務會議決定，在上海、廣州、深圳、珠海、東莞等城市率先開展跨境貿易人民幣結算，邁開人民幣走向國際化的關鍵一步。在測試地區內的企業，可以使用人民幣報關及與境外企業進行國際貿易結算，進口商可以透過人民幣進行進口付匯，出口商可以使用人民幣進行出口收匯。跨境貿易人民幣結算的境外範圍侷限於港澳地區和東協國家。到 2011 年 1 月 6 日，中國人民銀行發佈「境外直接投資人民幣結算試點管理辦法」，將範圍擴大至境外直接投資人民幣結算，境內企業可以辦理境外直接投資人民幣資金匯出和境外投資企業增資、減資、轉股、清算等人民幣資金匯出入手續。然後直到 2011 年 10 月 13 日，中國人民銀行制定「外商直接投資人民幣結算業務管理辦法」開放境外投資者辦理外商

直接投資人民幣結算業務。人民幣跨境結算隨著政策推動正積極拓展中。

然而，雖然人民幣的跨境結算金額迅速成長，但結算貨幣並不等於「計價貨幣」(Invoice Currency)。對貿易商來說，以本國貨幣作為「計價貨幣」才能真正規避匯率風險，以本國貨幣作為結算貨幣並不能規避匯率風險。舉例來說，中國的貿易商品可能還是使用美元計價，但是國外的貿易對手願意接受中國的貿易商以人民幣支付，在這種情況下，中國的貿易商雖然是使用人民幣結算，但是人民幣的結算金額並不是固定的，而是隨著支付時的匯率而變動，所以匯率風險還是由中國的貿易商承擔。反之，國外的貿易對手雖然接受人民幣支付，但是人民幣的支付金額折合為美元的金額(或是其它外幣的金額)是固定的，因此他們並沒有承擔匯率風險。

自中國開放跨境貿易以人民幣結算以來，人民幣的進出口結算出現嚴重的不平衡現象，使用人民幣結算的出口金額始終小於以人民幣結算的進口金額，這與中國的貿易結構明顯不一致。近幾年，中國的總出口額一直都大於總進口額，若以人民幣結算的出口金額小於以人民幣結算的進口金額，表示以美元結算之出口金額會更大於以美元結算之進口金額，導致外匯準備增額大於單純由貿易順差引起的增額。中國推動人民幣國際化的目的之一是減少對美元的

依賴，可是開放跨境貿易以人民幣結算的結果，卻反而使外匯準備的增幅擴大，加重對美元的依賴。

人民幣的進出口結算之所以出現嚴重的不平衡現象，導致使用人民幣結算的出口金額始終小於以人民幣結算的進口金額，部分原因是人民幣對美元升值的預期心理強烈，外國出口商樂於接受中國進口商以人民幣支付進口貨款，但是，外國進口商使用人民幣支付中國出口品的意願就低很多了。另外，香港的人民幣匯價常比中國境內的人民幣匯價高，同樣金額的人民幣在香港可以換到的美元金額大於在中國境內換到的，外國出口商也樂於接受中國進口商以人民幣支付進口貨款。

使用人民幣並大量流通的離岸人民幣交易地區首推香港的離岸人民幣市場，自香港於 2004 年 2 月 25 日開放人民幣存款業務至今，香港的人民幣存款餘額快速增長，除了 2006 年及 2012 年之外，人民幣存款餘額的增長速度高於同期的港幣存款和外幣存款。

2004 年年底，香港金融機構的人民幣存款餘額僅為 121.27 億元人民幣，只占香港總存款的 0.31%，截至 2012 年年底，香港的人民幣存款餘額已經大幅增長為 6,029.96 億元人民幣，占香港總存款的 7.27%。

值得一提的是，自中國在 2005 年 7 月 21 日宣佈進行匯率機制改革以後，人民幣大致是對美元呈現逐步小幅爬升的

走勢，自 2005 年 7 月到 2012 年年底，人民幣共計對美元升值約 30%，由於港幣是釘住美元，因此在這段期間人民幣對港幣也升值約 30%。近年來，香港的人民幣存款餘額之所以大幅增長，有部分原因是人民幣持續對美元升值所引發的投機行為，一旦人民幣對美元升值的態勢不再那麼明顯，香港的人民幣存款是否還會大幅增長，還有疑問。

此外，近年來，一些國家開始使用人民幣充當外匯準備貨幣，2006 年 12 月 1 日，菲律賓將人民幣納為外匯準備貨幣，2010 年 9 月馬來西亞將人民幣債券作為外匯準備，2010 年 11 月白俄羅斯公佈國家外匯準備新增 60 億人民幣，2011 年 9 月奈及利亞宣佈將人民幣納入其外匯準備，2011 年 11 月泰國表示已經開始將人民幣納入外匯準備，2011 年 12 月中國人民銀行同意日本政府購買中國的人民幣國債。另外，智利、巴西與委內瑞拉也將人民幣納為外匯準備貨幣。

雖然已經有一些國家將人民幣作為外匯準備貨幣，但是，這些國家持有的人民幣規模應該有限，因為人民幣在資本帳與金融帳交易上仍然不可兌換，在這種情況下，其它國家的貨幣當局很難或無法使用人民幣進行國際支付。

綜合以上分析，近年來人民幣在交易媒介、計價標準與價值儲藏等功能上的國際化都有可觀的進展，雖然如此，由

於受限於各種制約因素的限制，整體而言，人民幣的國際化程度仍然很低。

二、中國貨幣市場

(一) 貨幣政策種類、方式及目的

一般來說，掌握一國貨幣政策方向及策略的單位是該國的中央銀行。中央銀行會依國家經濟狀況，調整貨幣供給量及利率，從而管控貨幣政策的鬆緊程度，適時調控當下的經濟情勢。

中央銀行的貨幣政策具體操作有兩個種類、三種工具，次要工具則有兩種，屬於質的控制。貨幣政策的兩個種類分別為緊縮性貨幣政策及擴張性貨幣政策：

1. 緊縮性貨幣政策：在經濟過度繁榮存在資產泡沫風險時，央行減少貨幣供給量或提高利率，以緊縮信用的政策，主要目的為經濟及潛在的資產泡沫風險降溫。
2. 擴張性貨幣政策：在經濟成長動能減緩時，央行增加貨幣供給量或降低利率，以擴張信用的政策。目的為避免經濟陷入衰退或是停滯性低成長。

貨幣政策的三種工具分別是：

1. 法定準備率政策：中央銀行透過提高或降低法定準備

率，以影響貨幣乘數，進而降低或提高銀行存款貨幣創造能力，以達到控制貨幣供給量的目的。

2. 重貼現率政策：央行藉由調整重貼現率，影響銀行向央行借款的意願，以達到控制貨幣供給量的目的。
3. 公開市場操作：央行透過公開市場買賣有價證券，以控制貨幣供給量。

次要工具有兩種，屬於質的控制，分別是：

1. 選擇性信用管制：央行對金融市場某些特定業務採取信用管制措施，以達成特定經濟目標。例如：延長消費者房屋貸款期限以擴張信用，降低股票買賣融資比例，以緊縮信用。
2. 道德勸說：央行透過道德說服的方式，遊說銀行配合央行貨幣政策。但由於不強制具約束力，故效果有限。

（二） 近代特殊貨幣政策—QE 的使用及效果

2008 年美國次級房貸風暴，許多衍生性金融商品暴發信用危機，頓時全球金融市場陷入資金流動性停滯，金融機構紛紛開始對於貸放業務保守以對。過去以融資消費度日的全球第一大經濟體—美國，其消費力道明顯大幅衰退，間接也衝擊到許多以製造出口為導向，提供美國消費的許多亞洲新興經濟體，自此經濟衰退的蝴蝶效應就此展開。2008

年中至 2009 年上半年，是本波次級房貸風暴影響最嚴重的期間，沒有一個國家可以倖免，也因此造就後續大家有一致共同的救市政策，那便是量化寬鬆貨幣政策 (Quantitative Easing; QE)，其實就是公開市場操作的一項，但此類大張旗鼓並設定目標的政策措施，是歷史罕見。當時美國聯邦準備理事會(FED)展開積極救市行動，除了連續調降利率之外，為了強化市場資金的流動性，更於 2009 年 3 月 18 日決議買進 1 兆 7350 億美元的公債，為期一年至 2010 年 3 月，市場將其稱之為 QE1。此後並陸續推出 QE2 及 QE3，規模皆相當驚人。

雖然根據凱因斯的經濟理論認為，量化寬鬆貨幣政策有助於刺激經濟活動的成長，可謂是經濟復甦的強心針；然而其後續所帶來的影響不容小覷。尤其是當前金融市場的變化可說是牽一髮而動全身，更何況美國是世界第一大經濟體，再加上美元是世界的準備貨幣，因此，美國的貨幣政策及財政政策都會隨時影響著全球金融市場的運作。美國第一次 QE 就對全球市場的穩定性及復甦帶來正面的影響，在 2010 年推出第二波 QE 時，部分新興市場股、債市及匯市都獲得一定程度的推升，經濟從海嘯前的回檔復甦

到正常的循環中。

(三) 中國人民銀行的貨幣政策工具

由中國人民銀行採用的貨幣政策工具，從而了解貨幣市場中的貨幣政策訊號，對於投資者判斷人民幣走勢以及其國際的影響力有極大的幫助：

- 中國人民銀行每週至少干預貨幣市場兩次，可從中獲取政策方向的線索
- 央行有各種工具，從定期的公開市場操作以及新增的短期流動性調節工具和類似貼現窗口機制的 Standing Lending Facility(SLF)
- 每種工具都有不同的含義，因此可通過分析央行的選擇判斷貨幣政策的動向

中國的主要政策利率包括 1 年期貸款利率、1 年期存款利率和法定存款準備金率。人民銀行只會偶爾調整這些基準利率，但會更頻繁地干預貨幣市場，以控制體系內的貨幣供應量並微調貨幣政策。鑒於此類貨幣市場干預要比主要政策利率調整來得更頻繁，市場參與者應對其密切關注，以掌握貨幣政策動向。

近來 SHIBOR 的重要性逐漸顯現，中國人民銀行於 2007 年推出上海銀行間同業拆放利率(Shanghai Interbank Offered Rate；SHIBOR)，希望推動該利率成為中國的基

準貨幣市場利率。但是市場參與者已經習慣了早在 2000 年就已實施的附買回交易利率。在中國，附買回交易利率已被視為比 SHIBOR 更加可靠的貨幣市場指標，因為絕大多數銀行間交易參與者都參與附買回交易利率的定價，而 SHIBOR 則只是由 18 家銀行制定。SHIBOR 遠期利率的定價效率之低特別明顯。例如，2014 年春節假期之前，7 天附買回交易利率和 7 天 SHIBOR 均固定在 4.72%。但 3 月期附買回交易利率為 6.7%，而 3 月期 SHIBOR 則為 5.6%。

市場普遍認為，缺乏競爭性的定價導致了 SHIBOR 定價相對附買回交易利率時而過高，時而過低。但很明顯，中國人民銀行一直試圖推動更多銀行採用 SHIBOR。像是 2013 年年底根據 SHIBOR 定價推出的可轉讓定期存單。

隨著更多可轉讓定期存單的推出，SHIBOR 的相關性和定價效率肯定會提高。這將使 SHIBOR 利率交換和 SHIBOR 浮動利率債券等採用 SHIBOR 的產品其流動性更加為投資者所接受。然而，SHIBOR 的重要性超過附買回交易利率的可能性很小，因為這將需要全面改變 SHIBOR 的定價機制，以納入更多金融機構。

可供央行使用的貨幣市場工具包括公開市場操作、短期流動性調節工具、Standing-Lending Facility、Local Standing-Lending Facility 和中央國庫現金管理。

1. 公開市場操作(Open Market Operation ; OMO)

中國人民銀行每週二和週四透過公開市場操作收回或注入流動性。如果認為體系內的流動性充足，央行也有可能跳過該操作。

公開市場操作有三種主要工具：附買回交易、附賣回交易和央行票據。承作附買回交易和發行央行票據是為了回收體系內的流動性，而承作附賣回交易則可提高體系內的流動性。因此，公開市場操作選擇使用的工具能代表貨幣政策立場。例如，今年 1 月份人民銀行承作附賣回交易向銀行提供資金，讓銀行安然度過 1 月底和 2 月初春節期間流動性較緊的時期。

然而，市場參與者認為此類援助只是臨時性的，中國人民銀行可能會在春節後轉為承作附買回交易，以減少體系內的資金。事後結果印證此判斷：人民銀行在 2 月 18 日開始承作附買回交易。由於自 2013 年 6 月份以來央行一直沒有承作附買回交易，重啟附買回交易因此引發投資者對貨幣緊縮的憂慮，導致當天市場收益率上漲。除工具選擇之外，投資者還需關注公開市場操作的其他兩個因素。第一是發行量，第二是發行利率。發行量顯示流動性收回或注入的規模；通過與歷史資料比較，投資者可以大致瞭解貨幣政策的緊縮或寬鬆程度。另外，央行很少調整這些工具的利率(即附買回交易利

率、附賣回交易利率或央行票據利率)。任何利率變化都具有重大意義，也可能導致市場猜測主要政策利率(即 1 年期貸款利率)是否很快會有調整或貨幣政策立場是否開始改變。

2. 短期流動性調節工具(Short-term Liquidity Operations ; SLO)

中國人民銀行於 2013 年 1 月推出短期流動性調節工具，目標是在一周內任何一個工作日承作 7 天或更短期限的附買回交易或附賣回交易，降低貨幣市場波動性。然而，與向 48 個主要交易商的定期公開市場操作 (OMO) 不同，短期流動性調節工具僅向人民銀行選擇的 12 家具有流動性系統重要性的銀行提供。

儘管短期流動性調節工具於 2013 年 1 月份推出，但直到 2013 年 10 月 28 日才啟動。截至 2014 年 2 月底，中國人民銀行共使用該工具 10 次，其中 8 次是通過附賣回交易提高流動性，另外 2 次是通過附買回交易收回流動性。與定期公開市場操作不同，短期流動性調節工具的資訊揭露不是即時的。操作細節在操作一個月後才公佈。此外，在定期公開市場操作中，利率由中國人民銀行決定，該利率很少變化，而各家銀行會按訂定利率提交各類工具的需求。但對短期流動性調節工具而言，每次通過短期流動性調節工具執行的附買回交易和

附賣回交易利率都有可能不同，從而讓投資者瞭解中國人民銀行的政策立場。

3. Standing-Lending Facility(SLF)

中國人民銀行在 2013 年還新增了 SLF，2013 全年通過該工具提供了 2.365 兆人民幣的流動性供給。截至 2013 年 12 月，通過 SLF 提供的流動性援助為 1,000 億人民幣。短期流動性調節工具和 SLF 之間有三個主要區別。首先，同時也是最常提及的一個區別，是協議期限。短期流動性調節工具使用的附買回交易和附賣回交易期限為 7 天或更短，而 SLF 的協議期限更長，為一個月到三個月不等。第二個區別是關於資訊揭露。短期流動性調節工具細節延後一個月發佈，而 SLF 細節被無限期延後，沒有固定的發佈時間表。

最後一個但可能也是最重要的一個區別是中國人民銀行在兩種操作中所扮演的角色。央行在短期流動性調節工具中扮演積極角色，通過短期流動性調節工具注入或撤回流動性都是有意調節貨幣基礎的政策動作。但央行在 SLF 中所扮演的角色比較被動，通常是回應銀行的資金需求。

4. Local Standing-Lending Facility(SLF)

在中國北京開始 SLF 操作一年之後，人民銀行意識到

該工具在抑制貨幣市場波動性方面的作用。然而，一個重要限制是 SLF 僅向大型銀行提供。為提高其可用性，該行於 2014 年 1 月 20 日宣佈十個省市(北京、江蘇、山東、廣東、河北、山西、浙江、吉林、河南和深圳)的中小型金融機構可向當地中國人民銀行支行提出申請，使用 SLF。

地方 SLF 與原先北京所操作的 SLF 有幾個區別。首先，地方 SLF 只提供隔夜、7 天和 14 天資金，而由中國人民銀行總部執行的 SLF 可提供一到三個月不等的流動性援助。其次，隔夜、7 天和 14 天地方 SLF 的利率分別固定為 5%、7% 和 8%，而原來 SLF 的利率不被揭露。第三也是最重要的區別是，此試行項目總限額為 1,200 億人民幣，而人民銀行總部 SLF 的限額未知。

5. 中央國庫現金管理

由於稅收收入與政府支出的時間不一致，中國財政部通常將剩餘資金寄放在中國人民銀行。中國人民銀行可隨時向銀行拍賣這些資金。這相當於向銀行系統內注入流動性。過去，市場視此類國庫存款拍賣為單純的現金管理活動，態度中立，即不認為對貨幣政策有影響。然而，在 2013 年 6 月錢荒後，此類拍賣被越來越多的人解讀為貨幣政策舉動。

例如，中國人民銀行在 2013 年 6 月以及幾乎整個 7

月的錢荒時期沒有通過公開市場操作承作附賣回交易調節流動性，而是選擇不透明的 SLF 來提供流動性援助。然而，中國人民銀行在 2013 年 7 月 4 日宣佈將在 2013 年 7 月 11 日和 18 日各拍賣價值 500 億人民幣的國庫現金，投資者認為這是央行放寬先前的緊縮立場。

儘管此類國庫現金的拍賣和期限可能對貨幣市場產生直接影響，但從全年的累計操作來看，淨注入或回收流動性極小，因此對流動性狀況的長期影響有限。

（四） 中國貨幣市場對全球的影響

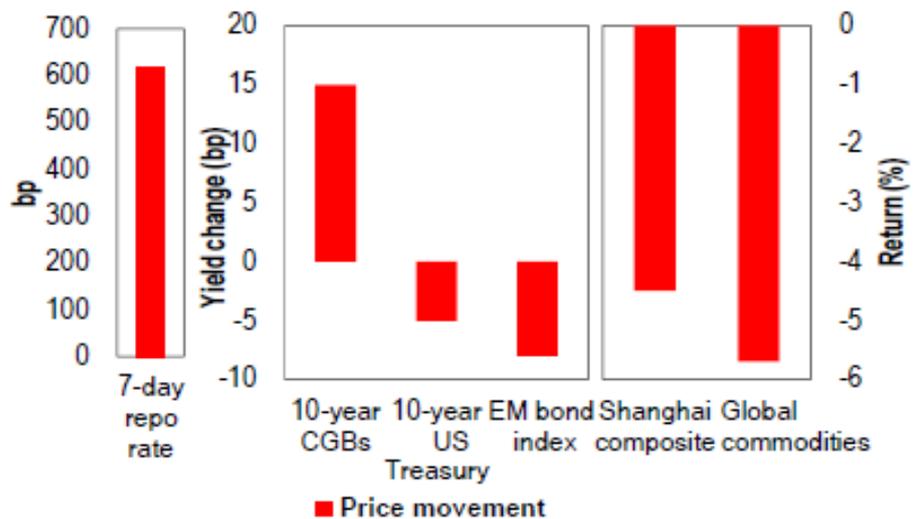
- 過高的中國貨幣市場利率可以影響全球各類別資產
- 貨幣市場過度緊縮可能導致中國國內的債市和股市下跌，美國國債則可能受益
- 中國貨幣市場對全球具相當影響力，但並非絕對。因為過於寬鬆的中國貨幣市場對全球資產的影響有限

中國貨幣市場的波動對全球資產類別的影響逐漸擴大。這波動不但影響中國國內股市，甚至影響亞洲的債市、股市及美國國債市場。中國人民銀行在中期應該還會偏向謹慎的貨幣政策，貨幣市場與其他資產類別的關聯性可能會因而更加顯著。目前，滙豐中國採購經理人指數數值呈現類似的趨勢。只要採購經理人指數低於 50 或偏離市場預

期，全球投資者就會特別敏感。

例如在 2013 年 6 月，7 天附買回交易利率飆升至創紀錄的 10.8%，暗示了中國人民銀行的緊縮政策立場。上海證券交易所綜合股價指數下跌 5% 以上，10 年期中國政府債券(CGB)收益率在 6 月份最後一周上漲 15 個基點。那次的錢荒不僅對中國國內市場造成影響，而且影響了全球資產類別(圖 24)：10 年期美國國債收益率下跌近 5 個基點，新興市場本幣債券的平均收益率則下跌近 8 個基點。

圖 24：6 月份中國錢荒期間全球個別資產的價格走勢

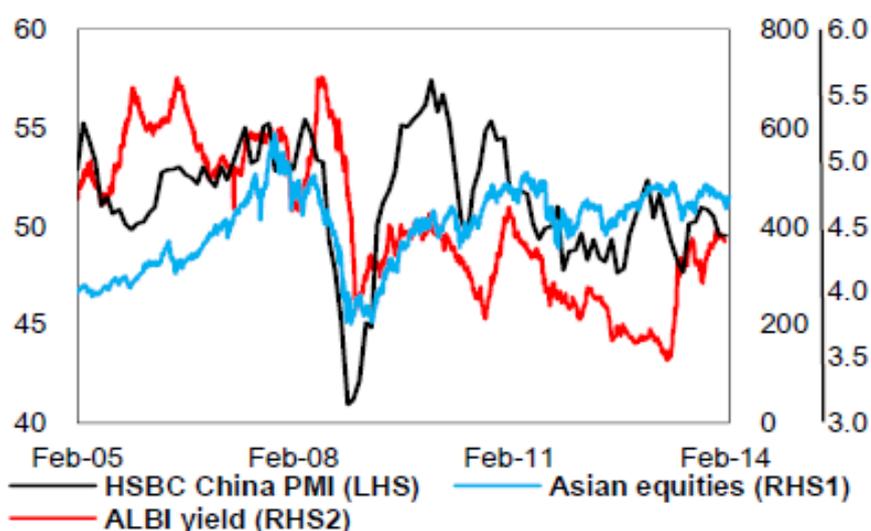


Source: HSBC, Bloomberg

2 月份匯豐中國採購經理人指數數值 48.3，創 7 個月以來

新低，同樣影響了其他市場。摩根史坦利資本國際(MSCI)亞洲股票指數下跌 1%，亞洲本幣債券收益率平均下跌約 3 個基點(圖 25)。

圖 25：亞洲股市和匯豐亞洲本幣債券指數(ALBI)平均收益都受匯豐中國採購經理人指數影響



Source: HSBC, Bloomberg

近年來，中國經濟與全球資產類別之間的聯繫日益緊密。下面的比較表顯示了 7 天附買回交易利率和匯豐中國採購經理人指數與全球各種資產類別過去 10 年的關聯性(表 4)。

該圖顯示，採購經理人指數所體現的中國經濟數據影響了全球大宗商品和新興市場資產類別。此外相比 2004-2008 年間，這種關聯性在過去 5 年(2009-2013)裡有所上升。

表 4：中國與全球各資產類別之間日益緊密的關係

	2009-2013		2004-2008	
	7-day repo rate	HSBC China PMI	7-day repo rate	HSBC China PMI
7-day repo rate	1.00	-0.25	1.00	0.00
HSBC China PMI	-0.25	1.00	0.00	1.00
10-year CGBs	0.58	0.22	0.63	0.31
Shanghai composite	-0.36	0.79	0.57	0.29
Global commodities	-0.60	0.40	-0.29	0.04
Australia equities	0.39	0.38	0.36	0.27
10-year Australian Gov't	-0.38	0.62	0.65	0.54
Asian equities	0.63	0.25	0.51	0.31
HSBC Asia local bond Index yield	-0.28	0.47	0.15	-0.11
EM Equities	0.54	0.34	0.55	0.25
Bloomberg local EM bond index yield	-0.03	0.36	n/a	n/a

Source: HSBC, Bloomberg

從表中可以看出 7 天附買回交易利率與其它資產類別之間的關聯性比較低。但在出現資金嚴重短缺時，如去年 6 月的錢荒，這種關聯性會強化。在貨幣市場狀況比較寬鬆的時候，這種影響很有限，說明了中國貨幣市場利率與其他資產類別之間的不對稱關係。

以 7 天附買回交易利率升幅高於 30 日 z-score 的不同資產類別數據評估中國貨幣市場利率跳升期間對各種資產類別的影響，在貨幣市場利率高漲期間，上海股市與 7 天附買回交易利率之間的關聯性飆升至-0.7，對比長期相關係數為-0.36 有很大差別。按過去 5 年的數據來看，這個結果與中國政府債券市場殖利率恰恰相反。該市場與 7 天附買回交易利率的正相關性高達 0.6。但是，這種相關性在貨幣市場大幅波動期間跌至 0.3，回購利率的上升並未帶動中國債券市場殖利率預期般的顯著上揚。這可能是因為附買回交易利率的大幅波動導致市場更加擔心經濟

成長放緩，因而反過來對收益率造成下跌壓力。

除了國內市場，10 年期美國國債收益率和 7 天附買回交易利率之間的負相關性也達到 0.4。美國國債收益率在中國錢荒期間下跌，表示中國貨幣市場的極度緊縮可能會促使資金湧向避險貨幣，拉低美國國債收益率。

將這種分析推廣至滙豐銀行 ALBI(亞洲本幣債券指數)，在中國貨幣市場利率上升期間，ALBI 平均收益率與 7 天附買回交易利率之間也呈現 0.6 的負相關性。7 天附買回交易利率每上升 100 個基點，ALBI 收益率將下跌 12 個基點。對於澳洲和韓國之類與中國經濟緊密相連的經濟體，本幣債券收益率受到的影響更大。

整體而言，有更多證據表示中國貨幣市場利率正影響全球其他資產類別的估值，特別是在流動性緊縮和波動擴大期間。鑒於中國人民銀行將在接下來幾年繼續推行利率自由化，貨幣市場的波動可能會更明顯，未來中國貨幣市場可能在全球金融市場裡扮演越來越重要的角色。

(五) 中國歷史性的錢荒看政策立場

去(2013)年 6 月，中國成了全球媒體的頭版頭條，這並不是因為這個國家經濟成長等經常被討論的議題，而是因為歷史性的「錢荒」事件。當時資金需求較高，因為銀行需要為 6 月 10 日至 12 日端午節的連續假期以及年中會計

結算做好準備，人民銀行卻沒在正常應該會採行的公開市場操作中承作附賣回交易注入流動性，反而繼續發行央行票據，導致市場憂慮加劇。在這些因素的綜合作用下，7 天附買回交易利率在 6 月 20 日達到當日最高的 25%。

該事件表示，新一屆中國領導政府希望控制國家貨幣基礎量，以及遏制地方政府和產能過剩行業的過度投資泡沫。也從去年六月的此次錢荒起，中國貨幣市場吸引了全球投資者的關注，因為這個市場傳達了最及時的政府政策立場，全球投資者關注中國政府在調結構的過程中，是否將影響穩增長的推行，進而影響全球經濟成長的穩定。

中國貨幣市場的波動性有時令投資者困擾不已。按標準差衡量，2013 年的 1 周美元拆借利率的波動性為 0.02，而中國 7 天附買回交易利率的波動性為 1.17。即使避開討論 2013 年錢荒的影響，回顧 2012 年，中國 7 天附買回交易利率的波動性仍然是 1 周美元同業拆借利率的約 75 倍。這種波動性在一定程度上可歸因於季節性因素，例如支付稅款、政府支出和季末會計結算。但仍受其他臨時性因素影響，例如資本流入流出和 IPO(首次公開募集上市)。瞭解這些因素很重要，畢竟 2013 年的「錢荒」事件是因眾多此類因素而導致的。

儘管附買回交易利率是最常被參照的中國貨幣市場利率，但由於貨幣市場基金越來越受歡迎，觀察這類貨幣基

金指標也變得日益重要。這些貨幣市場基金的收益率遠高於活期和定期存款利率，正在不斷加速利率自由化進程。因此，投資者可透過觀察這些貨幣市場基金收益率，以提供更具有代表性的中國融資成本衡量標準，並作為債券和利率走勢的領先指標。

三、結論

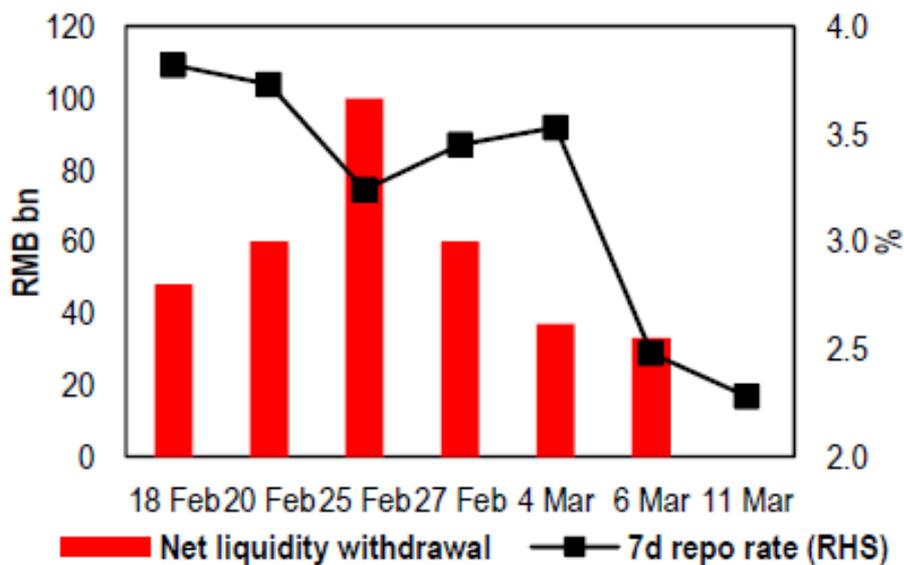
市場參與者已經普遍接受 2013 年錢荒的出現是由於中國人民銀行希望推動去槓桿的過程、遏制產能過剩行業的投資泡沫以及限制地方政府的可用貸款所致。很多人也認為，由於改革是政府工作中的重點，此種去槓桿的決心將會持續，但 2014 年年初貨幣市場的跡象顯示，即使中國政府繼續推行改革，央行的政策立場已經開始有所鬆動。

首先，中國人民銀行在 2014 年 1 月 20 日 7 天附買回交易利率升至 6.32% 時使用官方微博帳號告知公眾，已通過 SLF 向多家銀行提供流動性援助。此外，還表示將在次日的公開市場操作中通過附賣回交易提供更多的流動性。這種積極主動的姿態令人印象深刻，表示中國央行正努力減少市場恐慌。其次，春節過後，貨幣市場利率大幅下降，2 月 17 日 7 天附買回交易利率降至 3.87% (對比 2013 年平均值 4.1%)。中國人民銀行開始通過承作附買回交易展開流動性回收操作。然而，中國人民銀行僅發行了 14 天附買回交易協議，而非通常的 28 天附買回交易。使用期限更短的工具

表明中國人民銀行在回收流動性時極為謹慎。

最後，儘管 2014 年 3 月 12 日 7 天附買回交易利率降至 21 個月低位 2.2%，但該周的淨流動性回收僅為 400 億人民幣，低於上一周的 700 億人民幣以及兩周前的 1,600 億人民幣流動性回收(圖 27)。

圖 27：儘管 2014 年 3 月的 7 天附買回交易利率達到 21 個月低位，但流動性回收規模卻下降



Source: CEIC, Bloomberg, HSBC

中國人民銀行當時可以加大回收力度，但似乎再次選擇保守操作。可能中國人民銀行依然希望推動體系內去槓桿化以及控制貨幣基礎規模，然而，防範系統性風險和保護經濟成長的需求可能導致 2014 年的貨幣政策立場較為溫和。

伍、心得及建議事項

於 WAM 研討會期間，該公司詳細介紹其固定收益商品之投資哲學、投資過程及風險機制，並分享其對本年度固定收益投資前景及策略，值得參考。會議期間並有機會認識來自其他國家之投資者，並與其交換投資心得，亦是相當難得之機會與收穫。

在投資建議方面，WAM 本年度對美國經濟看法較為保守，對長期公債將會採取加碼之策略。市場部分參與者擔憂整體利率環境走高而縮短投資組合之存續期間，此策略雖然可以達成保本之目標，但會使操作彈性略為減少。WAM 建議採用類似 Barbell 之策略，一方面兼顧客戶欲縮短存續期間之要求，但另一方面依舊可達成欲加重長債投資之策略。

在 GCF Repo 方面，實證分析指出，至少 23% 交易商之策略為籌措資金；至少 20% 交易商以管理其持有證券為其主要策略；其餘最多 57% 交易商則著重於「提供流動性」。另外交易商之屬性不同亦會影響其交易模式，大型 BHCs 及小型 BHCs 以貸出資金為主，而非 BHCs 則著重於借入資金。

在中國貨幣市場流動性方面，近幾年，傳統成熟市場貨幣諸如美元、歐元及日圓接連受到經濟成長放緩拖累而走弱，特別是長期趨弱的美元又肩負大部分國家準備貨幣主要角色之特性，因而加大貨幣利差交易的盛行。去年開始，人民幣的強勢走升吸引全球目光，中國政府野心勃勃致力推動人民幣國際化並逐漸在國際貿易上希冀扮演取代美元的主交割貨幣功能，投入人民幣投資及套利交易的投資人越來

越多。不過也在去年，一連串令人擔憂的貨幣流動性風險引起市場恐慌，說明了人民幣目前的不透明及政策干預的無形之手仍深入主導這個貨幣市場而影響交易的運行。對投資人而言，了解中國政府對於人民幣貨幣市場的政策工具及流動性影響因子是至關重要的。相信隨著中國持續執行調結構、穩增長的政策目標，以及海外人民幣市場的逐步開放，未來人民幣商品交割及外匯存底的國際需求將逐漸普及。

參考文獻

1. 量化寬鬆貨幣政策的前因及後果(Quantitative Easing; QE) 中興大學企管系 (林金賢)
2. Why China's money market matters, By André de Silva and Pin Ru Tan. *HSBC Research, March 2014.*
3. An Empirical Analysis of the GCF Repo Service by Adam Copeland, Isaac Davis, and Antoine Martin. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 671 April 2014.*