

摘 要

美國 Fed 於 2014 年初開始逐步縮減購債規模，市場並預測可能於 2015 年中開始升息，對新興市場而言，將面臨資金撤出、流動性減少，尤其以仰賴外部融資之新興國家影響甚鉅，若資本流出問題加劇，資產價格過度高估之國家，將有價格大幅修正之隱憂。

由於近期新興國家金融壓力沉重，加上地緣政治紛擾，例如中東及烏俄軍事行動，國際資本移動頻繁，導致資產價格及匯率波動加劇；此外，全球股市雖於 2014 年上半年普遍上漲，然已開發國家公債利率卻仍處於低水平，歐洲周邊國家公債利率亦持續下跌，顯示資金在苦無更佳去處與追求更大報酬情況下，股市似成為資金最佳停泊之處，潛伏股市資產泡沫化問題。

目前歐洲金融市場資金流動性已漸改善，金融監理並趨於整合，周邊國家如西班牙及葡萄牙等出現早期經濟復甦徵兆，其公債殖利率大幅下跌，市場已漸恢復信心，改革重點已由過去財政緊縮，轉為注重提高生產力與出口競爭力，朝向出口導向之經濟體邁進。另歐洲央行提供歐元區銀行長期固定低利率貸款給非金融企業，將有效提昇區內企業生產與創新競爭力。

墨西哥幣交易量近年來增加迅速，已成為全球 10 大交易貨幣之一，但先前非金融機構大量承作複雜性高的匯率選擇權，因錯誤預期墨幣升值，以致 2008 年 9 月雷曼兄弟倒閉後，墨幣反向持續大幅貶值，蒙受損失慘重，可見匯率衍生性商品如水可載舟，亦可覆舟，如不當使用，將付出嚴重金融危機代價，恐非全民之福。

目 錄

壹、前言	3
貳、全球經濟與投資	4
一、全球經濟概況分析	4
二、歐元區探討	6
三、資產配置與投資	9
參、財政改革與貨幣政策專題	20
一、西班牙經濟與財政改革	21
二、葡萄牙經濟與財政改革	26
三、墨西哥外匯市場與政策	31
肆、結語與建議	39

壹、前言

此次研討會有來自歐洲、美洲、亞洲、中東等地區、共計 24 國央行、15 個官方機構(包括國家主權基金)以及 4 個發債機構近 60 位代表參加，除西班牙對外銀行(BBVA)之經濟學家及外匯與債券分析師外，並邀請 ECB、歐洲部分國家財政部及央行官員等擔任講師。本次研討會內容主要係探討歐美總體經濟、歐元區發債國財政現況、歐洲銀行監理趨勢與發展、以及資本市場投資等議題，課程安排多元。

本文首先探討全球經濟概況，就美國、歐元區及中國大陸經濟現況加以分析，並進一步探究歐洲央行貨幣政策與監理趨勢之近期發展，以及歐洲金融穩定基金（EFSF）及歐洲穩定機制（ESM）等運作情形。再者，根據 BBVA 資產管理之投資模型，分析未來十年主要資產類別報酬表現及其資產價格變動因素，另討論拉丁美洲經濟與投資展望，與相關風險評估。

歐債危機爆發至今，歐洲周邊國家公債殖利率多已大幅下滑，顯示金融危機壓力緩解，除歐洲央行、歐盟與 IMF 等提供融資管道、加強金融監理外，受援國亦採取財政改革措施與緊縮政策，特就西班牙及葡萄牙經濟現況與財政改革成效，舉例說明。

墨西哥幣交易量位居新興國家之首，成績斐然，在此探究其外匯市場蓬勃發展原因；及該國於金融海嘯期間，曾造成匯率大幅貶值與波動原因，以資為鑒。

貳、全球經濟與投資

BBVA 首席經濟學家 Jorge Sicilia 表示¹，整體而言，2014 年上半年全球經濟成長穩健，已開發國家景氣循環較新興國家表現良好，投資人情緒(investor sentiment)逐漸增強，且金融緊縮情況緩解，反觀新興國家卻未見好轉。相關具體指標及數據，說明如下：

一、全球經濟概況分析

(一) 美國

1. 美國在歷經去槓桿化過程後，經濟基礎趨穩並持續擴張，已經恢復到 2008 年金融海嘯暴發之前水準，家庭負債占 GDP 比率從 2008 年 96% 降至 2014 年上半年 76% 左右。歐元區目前非系統風險偏高，景氣循環落後美國(其主要面臨系統性風險，金融風險相對較低)。
2. 美國勞動市場雖已見好轉，失業率顯著降低，然經濟情況仍顯疲弱，受氣候不佳因素影響，2014 年第 1 季經濟成長數據不佳應屬短暫，BBVA 預估 Fed 將於 2014 年底結束購債計畫，並於 2015 年下半年開始升息。
3. 2013 年 5 月底 Fed 透露可能提前縮減購債計畫，市場臆測 Fed 資產負債表將開始縮減，以致全球金融資產價格及匯率波動擴大，尤其以仰賴外部融資之新興國家為最。

(二) 歐元區

1. 整體融資狀況已漸改善，財政緊縮幅度亦較放寬，經濟成長於 2014 年第 1、2 季分別為 0.3% 及 0.2%，較預期佳，且經濟

¹ Jorge Sicilia, "The Global Outlook, the US and eurozone", Barcelona, Spain, May 2014

成長恢復動能，私人消費、投資與國內需求增加；然而 2014 年上半年歐元持續升值，將使得外部需求下降，對出口產生負面影響。

2. 歐元區銀行監理續朝向銀行業聯盟(banking union)進行，單一金融監理機構將使金融機構受到一致性規範，目前金融緊縮狀況緩解將有助於銀行信貸金額擴張，BBVA 估計歐洲將於 2015 年走出歐債危機困境。
3. 自 2013 年 8 月以來，歐洲周邊國家風險溢價(risk premium)較新興國家低，下降幅度亦較高，顯示經歷諸多財政改革後，政府赤字有序降低，促使金融風險逐漸下降。
4. 自 2009 年以來，歐元區經濟衰退，內部需求不振、通貨膨脹下跌，加上 2014 年上半年歐元升值及進口原物料價格調降，若長期處於低通膨將導致通膨預期下降，通縮風險加劇；倘若未來內部需求持續增加、金融壓力減緩及信貸擴張將緩和目前通縮疑慮。

(三) 中國大陸

1. 中國大陸經濟成長於 2014 年放緩，工業生產年增率下滑，債務占 GDP 比率自 2008 年金融海嘯以來上升幅度持續攀高，截至 2014 年第 1 季為止，尚未見趨緩，尤以非金融業之債務增加較為顯著。
2. BBVA 認為其經濟成長將朝向 7%之容忍範圍，政府將進行貨幣寬鬆政策以促進資金流動性與信貸成長，若面臨經濟成長低於 7%之風險時，可能將以財政刺激方案及擴大公共建設等方式來促進成長。

- 近年諸多國家出口至中國大陸之貿易比重增加，一旦中國大陸經濟成長大幅衰退，將使這些國家經濟受到不同程度之衝擊，BBVA 研究顯示，歐盟、日本及拉丁美洲等區域所受到之衝擊將高於美國及全球平均值。

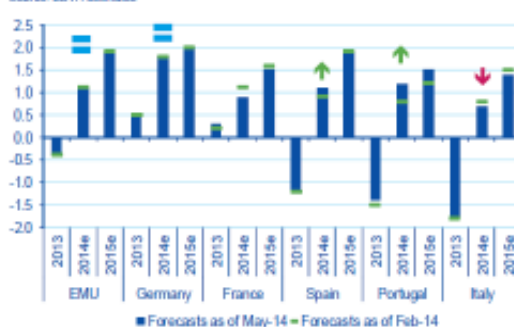
二、 歐元區探討

BBVA 歐洲總體經濟及國家主權債券分析部門主管 Ángel Gavilán 指出²，只要歐洲總體經濟持續改善及歐洲央行與金融機構強力支持金融市場，未來幾年將維持目前經濟穩定成長步調，然而仍需注意區域內部失衡情況依舊。

Global: GDP growth rates (% YoY)
Source: BBVA estimates



EMU: GDP growth rates (% YoY)
Source: BBVA estimates



資料來源:BBVA Global Market Research

(一) 歐洲央行貨幣政策與監理

- 歐元區通貨膨脹自 2011 年底 3% 降至 2014 年 5 月 0.5%，遠低於歐洲央行的 2% 目標，通貨緊縮風險增加，倘若歐元區持續處在低通膨環境下，將增加通膨預期的風險，使得周邊國家經濟復甦之路坎坷，截至 2014 年 7 月為止，通膨進一步降至 0.4%，此為 2009 年金融危機以來之最低點，由於產出缺口和勞動市場產能閒置問題仍在，短期內將難以推升物價。

² Ángel Gavilán, José Miguel Rodríguez, and Pablo Zaragoza, "European Govies: convergence II", Barcelona, Spain, May, 2014

2. 有鑑於此，歐洲央行於 2014 年 6 月 5 日³將存款利率從 0% 調為 -0.1%，並將全額維持主要再融資操作(main refinancing operations, MROs)，且為支撐歐元區經濟的中小企業放款，歐洲央行推出長期再融資操作 (Targeted Long Term Refinancing Operation, TLTRO)，將提供銀行長期低利貸款給非金融企業，直到 2018 年 9 月到期，並採固定利率，不會受未來升息影響，此外，並準備購買資產擔保證券等。
3. 銀行業聯盟將有助於降低歐元區金融市場區隔，使得區域內各國銀行業受到跨國之一致性規範。2014 年初起，歐洲央行擔任歐元區所有銀行之最高監理機構，使金融監督集中化，直接管理區域內前 130 大系統重要性銀行。此外，預計於 2015-2016 年間由各銀行分擔籌資成立單一紓困基金 (Single Resolution Fund, SRF)，最後朝向泛歐存款擔保機制(Single Depo Guarantee Scheme)目標邁進。

(二) EFSF 及 ESM⁴

希臘主權債務危機發生後，其債務因無法在金融市場獲得再融資，加上愛爾蘭、葡萄牙及西班牙等國接連爆發危機後，在歐盟委員會的協調組織及安排下，先後設立歐洲金融穩定基金 (EFSF) 及歐洲穩定機制 (ESM)，主要目的乃藉由提供歐元區會員國財務救援協助以保障金融穩定，EFSF 及 ESM 以發行債券或其他債務工具籌措所需資金，以下係 ESM 官員 Siegfried Ruhl 就其目前運作概況所作之說明。

1. 使用現況(截至 2014 年 5 月為止)

³ ECB press release, June 5 2014

⁴ Siegfried Ruhl, “European Financial Stability Facility & European Stability Mechanism”, Barcelona, Spain, May 2014

單位:億歐元

	國家	融資期間	借款金額	未還款金額
EFSF (共 4,400 億歐元)	愛爾蘭	2010-2013	177	0
	葡萄牙	2011-2014	260	0
	希臘	2011-2014	1,446	38
ESM (共 5,000 億歐元)	西班牙	2012-2013	413	0
	塞浦路斯	2013-2016	90	42

資料來源: EFSF、ESM

2. 對銀行資本重整

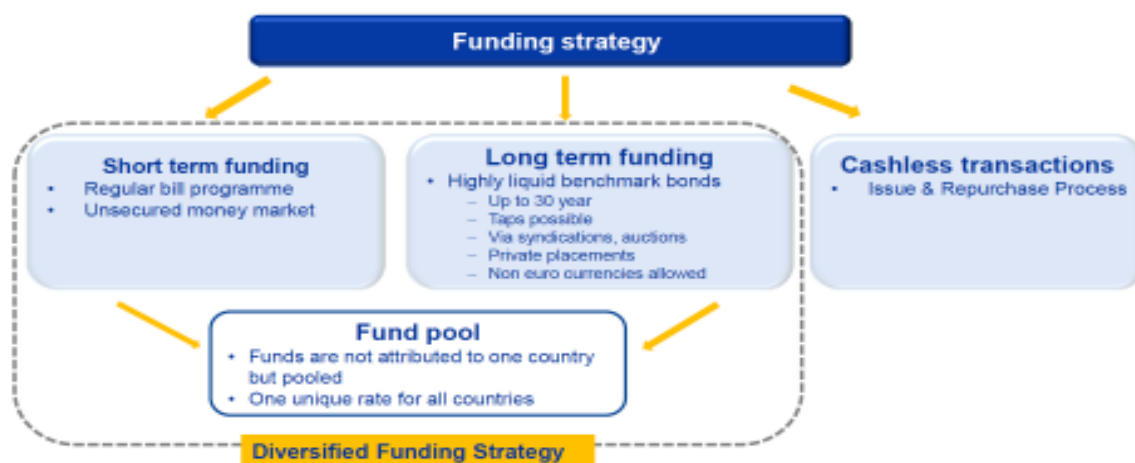
2013 年 6 月 20 日歐盟財長會議(Eurogroup)達成政治協議，未來將可直接對銀行挹注資金進行資本重整(direct bank recapitalization instrument)，最高動用 ESM 金額為 600 億歐元；惟實施該項措施之先決條件須經歐盟全體會員國一致通過後，方可啟動。

適用該措施之前提，須滿足該受援會員國之金融及財政已無法救援其國內問題銀行，必需仰賴協助方得保障歐元區各會員國之金融穩定；接受援助之問題銀行，則因違反資本適足規定導致能否繼續經營產生重大危機，亟需仰賴資本挹注與重整，且其亦無法募集足夠資本，而將危害金融穩定等各項條件。

3. 融資策略

EFSF 及 ESM 之融資策略與操作團隊相同，主要操作考量為降低 ESM 融資壓力與利率風險，將融資成本與期間配置最佳化。短期融資以例行性短債計畫及未擔保之貨幣市場工

具為主，長期融資最高期限為 30 年期，經由聯貸或拍賣方式進行，可私人持有及發行非歐元債券，詳如下圖。



資料來源: EFSF、ESM

截至 2014 年 5 月 20 日止，投資 EFSF 者以銀行居多占 40%，其次為政府機構(包括央行、國家主權機構)占 29%，再者為基金經理人占 22%；投資 ESM 者同樣以銀行居首占 40%，其次為政府機構 36%，基金經理人則占 17%。

若以區域劃分，截至 2013 年 12 月 31 日止，投資 EFSF 者以來自歐元區比重最高占 55%，亞洲次之占 18%，政府機構投資 EFSF 比重則由 2011 年之 41% 降至 2013 年之 25%。

三、資產配置與投資

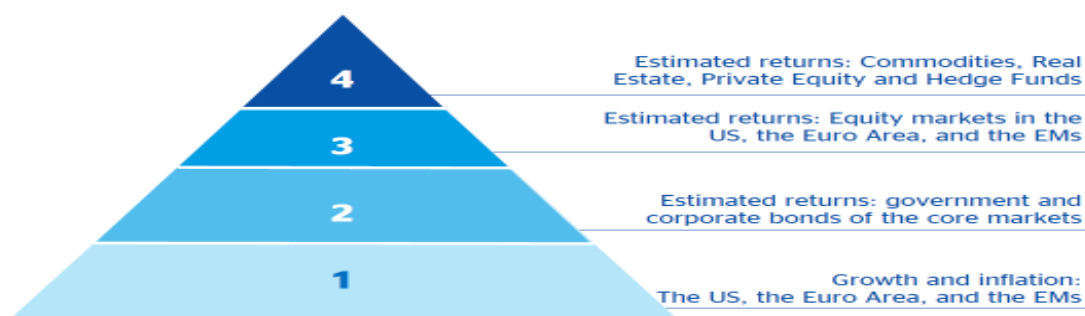
(一) 全球資產配置

BBVA 全球資產配置及策略主管 Joaquin Garcia Huerga 根據目前全球經濟現況及金融假設情境，探討未來十年主要資產類別報酬將如何表現⁵，縱然其假設及推論將隨經濟或市場因素變動而改變，頗具高度不確定性，惟仍可就其所設定影響資產價格變動因素，加以分析未來報酬。

⁵ Joaquín García Huerga, “Global Asset Allocation: Long-Term Asset Returns”, Barcelona, Spain, May 2014

1. 分析架構

其分析架構主要由總體經濟表現開始，然後估計政府公債、公司債收益率，進而估算證券市場投資報酬，最後評估商品、房地產、私募基金及對沖基金等資產收益，由總體至個類別資產依序探討，如下圖。



資料來源:BBVA Asset Management

2. 經濟成長假設

- (1) 美國：根據 Solow 經濟成長模型，潛在實質 GDP 成長主要與勞動人口及生產力成長率攸關，BBVA 模型預估美國實質經濟增長率將為 2.2%(即勞動人口將成長 0.7%，生產力成長 1.5%)，加上 Fed 長期通膨目標 2%，故名目 GDP 成長率將為 4.2%。
- (2) 歐元區：該區最嚴重的問題來自於年齡老化及勞動人口下降，歐元區勢必執行結構性改革以改善目前較低之生產力，BBVA 模型預估該區實質經濟增長率將為 1.1%(即勞動人口將成長-0.6%，生產力成長 1.7%)，加上歐洲央行長期通膨目標 2%，使得名目 GDP 成長率將為 3.1%。
- (3) 新興國家：BBVA 估計新興國家長期 GDP 成長將低於過去 10 年平均，其經濟基本面與金融危機處理能力較以往佳，惟部分較大經濟體將面臨經濟成長模式變更之課題，且大

部分新興國家將有勞動人口成長降低及年齡老化問題。BBVA 模型預估其實質經濟增長率將為 4.5%，且長期將趨近於央行通膨目標 3.5%，故名目 GDP 成長率將為 8.0%。

3. 資產預期收益

- (1) 現金：BBVA 以泰勒法則(Taylor rule)⁶推算長期政策利率，即預期短期(一個月)利率乃實質利率(潛在成長率)加上央行通膨預期，現金預期總收益(total return)於美國約 3.0%，歐元區則為 2.3%。
- (2) 已開發國家公債：由於美國目前經濟成長低於潛能，歐元區仍處經濟衰退情況且通膨近乎於零，加上地緣政治與俄國緊張，將使得預期收益率減少；考量實質 GDP 成長、通膨預期、通膨波動度及國家主權風險等因素，未來美國 10 年期公債預期總收益將為 2.5%，德國則為 1.1%，此似乎與目前水準相去不遠。
- (3) 新興國家公債：考量當地貨幣相對於美元之購買力平價 (PPP)，新興國家 10 年期公債預期總收益以當地貨幣計價將介於 3% 至 13% 之間，若以美元計則介於 6% 至 12% 間。

Expected Total Returns for EM Government Bonds

	Emerg.	Mexico	China	Turkey	Brazil
Govt Bond Returns (local currency)		6.9%	2.9%	9.0%	13.0%
Currency Ann. Change vs \$*		3.3%	3.3%	1.9%	-0.6%
Govt Bond Returns (\$)	8.3%	10.4%	6.3%	11.1%	12.4%

* + apprec. / - deprec.

資料來源:BBVA Asset Management

- (4) 已開發國家公司債：公司債信用價差受到國家經濟成長率、企業舉債槓桿比率、公司債價格波動度、無風險利率

⁶ 經濟學上「泰勒規則」指央行根據中性利率(neutral rate)、實質 GDP 與潛在 GDP 以及預期通膨率與通膨目標的差距等，調整名目利率(nominal interest rates)。

(risk free rate)等因素影響，而公司債收益率將由上列因素加上美國 10 年期公債殖利率；模型顯示投資等級之預期總收益將介於 2.9-3.7%，而高收益債券則介於 5.9-6.5%。

Expected total returns derived from beta analysis

	IG US	IG EUR	HY US	HY EUR
Price return from fundamental model	-1.3%			
Beta against IG US		0.67	2.08	2.64
Price return from betas		-0.9%	-2.7%	-3.4%
Average coupon from fund. models	4.9%	3.8%	9.2%	9.3%
Expected return	3.7%	2.9%	6.5%	5.9%

資料來源:BBVA Asset Management

- (5) 權益證券：長期來說，權益證券預期收益率主要受到股利、長期實質 EPS 成長率、通貨膨脹及 P/E 變動率等因素影響，依市場別，未來 10 年平均名目收益率於美國 S&P 500 指數將為 5.9%，MSCI 歐洲為 8.0%，MSCI 新興市場則為 9.8%。

	DY%	L/t Real EPS growth	Inflation	E[R] Nominal 10Y
S&P 500	2.0%	1.9%	2.0%	5.9%
MSCI Europe	3.5%	2.5%	2.0%	8.0%
MSCI Emerging	2.6%	3.7%	3.5%	9.8%

資料來源:BBVA Asset Management

- (6) 商品：商品投資收益與全球景氣循環及經濟成長攸關，假設未來商品價格將較目前為高，根據商品遠期價格成長率 5.5%，以及考量新興市場加權平均之長期全球經濟成長率 2.9% 顯示，預計 CRB 指數(Commodity Research Bureau Futures Price Index)⁷年增率將為 8.4%。
- (7) 房地產：就不動產投資信託 (REITs) 來說，其收益來源分為價格收益及股利(租金)收益。價格收益主要受房價、GDP 成長、三個月短期利率及權益證券收益影響。

⁷ CRB 係美國商品研究局彙編之商品期貨價格指數，於 1957 年正式推出，涵蓋能源、金屬、農產品、畜產品和軟性商品等期貨合約，為國際商品價格波動的重要參考指標。

- 價格風險：未來十年，無論短天期或長天期利率上漲機率較高，將使得融資成本墊高，而價格上漲則來自於未來房價展望，兩者未必成正相關，根據 BBVA 模型顯示，美國 REITs 將每年上漲 3%，而歐洲為 1.5%，且就經濟成長層面來看，預期未來十年平均價格將比過去十年平均高。
- 股利收益：投資人往往將股市收益用來投資第二間房屋或其他房地產。BBVA 預估 REITs 股利收益率每年平均為 4%，預期總收益於投資美國將為 7.5%，歐洲則為 6.1%。
- 具抗通膨性：BBVA 根據 1993-2012 年間資料，將美國及歐洲 REITs 與股價作迴歸分析比較，其結果發現 REITs 報酬率在通貨膨脹上漲時期表現較為顯著，意謂房地產投資具有抗通膨性。
- 分散風險效果：當通貨膨脹上漲時期，REITs 價格表現近似股票價格，然其經風險調整後報酬(Sharpe ratio)⁸較佳，表示新增房地產投資將對投資組合具有分散風險效果，惟該模型統計上之 R² 偏低，代表模型之解釋能力偏弱。

Relationship between US REITs and Equities (Prices)

	Number Obs.	Constant	Beta	R ²
Whole sample	241	0.0127	0.7925	0.38
With inflation down	115	0.0127	0.8971	0.50
With inflation up	126	0.0251	0.5827	0.18

Sample: 1993-2012

Relationship between Europe REITs and Equities (Prices)

	Number Obs.	Constant	Beta	R ²
Whole sample	241	-0.0016	0.857	0.60
With inflation down	140	-0.0167	0.8739	0.68
With inflation up	101	0.0205	0.8157	0.46

Sample: 1993-2012

資料來源:BBVA Asset Management

總之，從上述 BBVA 各項模型顯示，未來新興國家 GDP

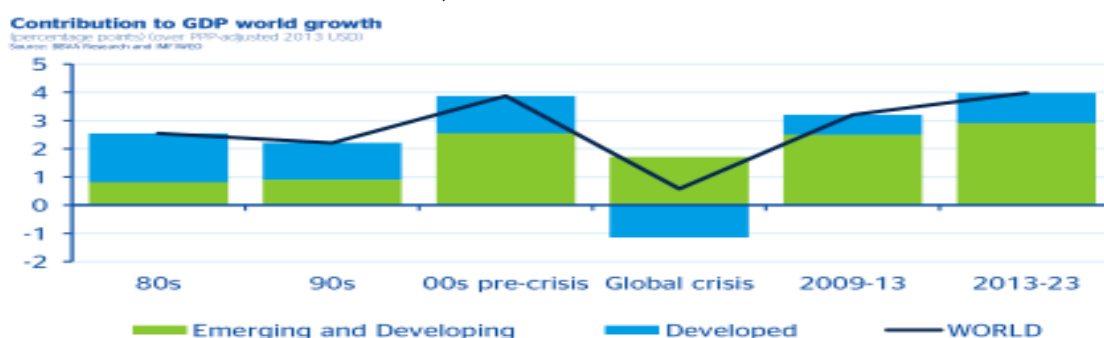
⁸ Sharpe Ratio 指將資產預期報酬與無風險利率之差，除以該資產波動度(或標準差)；當比較各類資產之 Sharpe ratio 時，比率愈高代表其風險調整後之報酬愈高。

成長將高於美國，歐洲則將低於美國；由於目前已開發國家利率水準低，使得其債券收益亦將偏低；反觀新興國家債券收益則較具吸引力，未來十年股票收益將呈正報酬，與美國相比，BBVA 偏好新興市場及歐洲股市投資。若同時考量風險與報酬，其認為 REITs 將表現最佳，具分散風險效果；簡言之，BBVA 於未來較偏好股票、新興市場債券及 REITs 等投資。

(二) 拉丁美洲

BBVA 在南美洲有諸多海外分行，對該區經濟亦有相當研究，以下針對拉丁美洲未來經濟與投資展望，加以介紹。

1. BBVA 南美洲首席經濟學家 Juan Ruiz 於研討會中探討南美洲之投資風險與報酬⁹。他認為未來新興市場將領導全球經濟成長，其中巴西與墨西哥將是成長之主要帶動者；此外，哥倫比亞、秘魯及智利等國，亦是拉丁美洲成長主要動力，與其他新興國家相比，該區整體將呈現較高經濟成長及較低投資風險，以下就其主要觀點加以彙評。



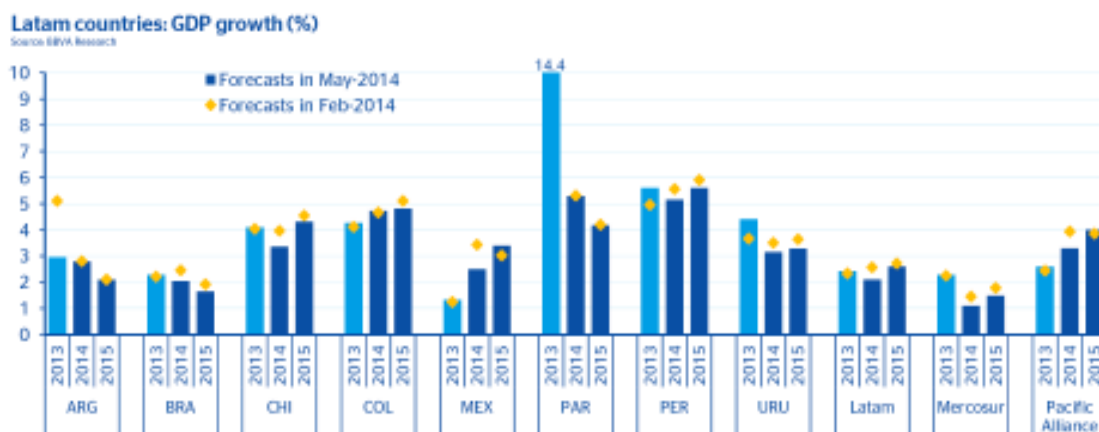
資料來源:BBVA Global Market Research

- (1) 生產力提升有助經濟成長：目前由於美國刺激性貨幣政策及中國大陸經濟成長持續，將有利於該區抵抗外部風險。

⁹ Juan Ruiz, “Latam Outlook: A favorable risk/return”, Barcelona, Spain, May 2014

拉丁美洲國家目前力促提昇生產力與強化機構效能之經濟改革，將有助於該區朝向正確方向邁進。BBVA 預計拉丁美洲 2014 年經濟成長將為 2.1% 且 2015 年將為 2.6%，尚低於經濟產能，未來將可望朝向產能充分利用、進而促進區域成長提高為 3.5% 左右，預估 2015 年太平洋聯盟(Pacific Alliance)¹⁰ 將成長將高於南方共同市場 (Mercosur)¹¹。

- (2) 區域整合與開放促進經濟成長：BBVA 預估未來十年哥倫比亞、秘魯及智利等國經濟成長將達 5%，主因係其進行總體審慎經濟改革及與全球經濟整合(包括亞太地區)所致。儘管拉丁美洲整體經濟成長將高於歐美等已開發國家，區域內部各國經濟成長迥異，屬於太平洋聯盟國家因總體經濟政策較為穩定，市場亦較為開放，經濟成長將於 2014-15 年大幅提升，哥倫比亞、秘魯及智利等國家則將可維持快速成長，而屬於南方共同市場之巴西將因 2014 年之貨幣政策緊縮及結構性問題浮現等因素，使其經濟成長減緩。



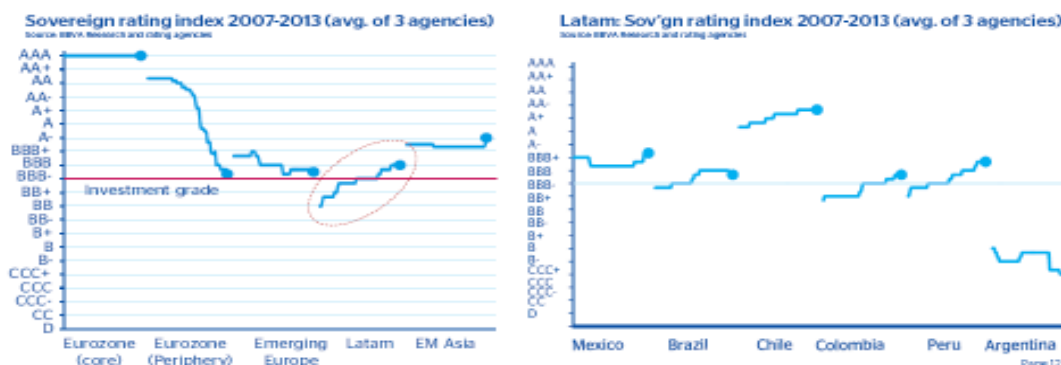
資料來源:BBVA Global Market Research

- (3) 國家信用評等提升：由於拉丁美洲具有區域金融整合、彈

¹⁰ Pacific Alliance 係由智利、哥倫比亞、秘魯及墨西哥發起組成，主要目標係推動貨品、服務及人力自由化。

¹¹ Mercosur 會員國包括巴西、阿根廷、烏拉圭、委內瑞拉和巴拉圭等南美洲國家的區域貿易協定。

性匯率、公共債務及外部赤字較低(去除景氣循環部分，整體結構性赤字低於 3%)等優勢，故提供較佳之投資風險與報酬。自 2007 年全球金融海嘯發生以來，三大家信用評等公司對該區域之信評逐漸提升，2007-2013 年間以太平洋聯盟國家表現最佳。



資料來源:BBVA Global Market Research

- (4) 資產價格並未高估：鑒於美國 QE 將逐漸退場，中國大陸經濟成長將減緩，總體經濟對拉丁美洲而言，將造成負面衝擊，其是否可以抵擋未來全球資金流動性降低？BBVA 認為因其並未有資產價格過度高估及過度依賴短期外部資金問題，且其外部赤字主要來自於對外直接投資（FDI），較不受金融市場波動影響，故應可度過難關，而提高生產力與經濟改革將是長期成長關鍵，例如採取穩定總體經濟審慎政策、機械設備投資增加及鼓勵人才培養等，近年來中產階級崛起，亦有助於經濟成長穩定。
- (5) 通貨膨脹溫和：除巴西及烏拉圭等通膨壓力較高外，該區域國家通貨膨脹大抵而言與其央行目標相近。
- 利率調升機率偏高：由於食物價格上漲及匯率貶值，通貨膨脹將會攀升，然多數國家通膨尚屬緩和；由於太平洋聯盟國家景氣改善以及美國 Fed 可能於 2015 年調高利率，

因此，BBVA 預測 2015 年許多國家之官方利率可能調升。

- 面臨通膨問題國家：巴西及烏拉圭因採浮動匯率制加上通貨膨脹攀高，將會面臨匯率貶值壓力，另祕魯及烏拉圭則因外債偏高問題，通膨將持續高漲。

2. BBVA 拉丁美洲策略分析師 Alvaro Vivanco 認為拉丁美洲當地利率市場，主要受美國與中國大陸經濟影響¹²，如何評估未來風險，其看法如下。

(1) 風險評估

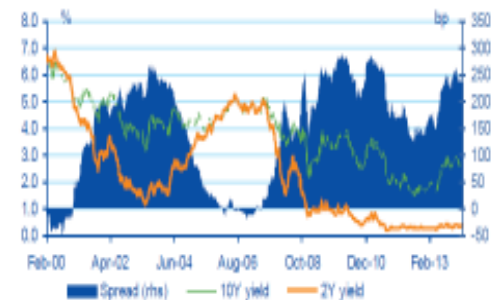
- Fed 與利率:美國 Fed 在通膨與就業數據呈現顯著進展後，終將開始升息，市場資金寬鬆情況亦將告終。美國十年期公債利率仍處於 2.5% 低點，期限貼水(term premium)自 2012 年底以來則有較顯著上升，殖利率曲線陡峭(steeplen)，顯示未來經濟成長看好，故利率自低點反彈機率高；BBVA 預測未來美國 GDP 成長將由過去由內需為主轉型為外部需求所驅動。

10Y US Treasury: Rising term premia
Source: BBVA GBR based on Bloomberg



資料來源:BBVA Corporate and Investment Banking

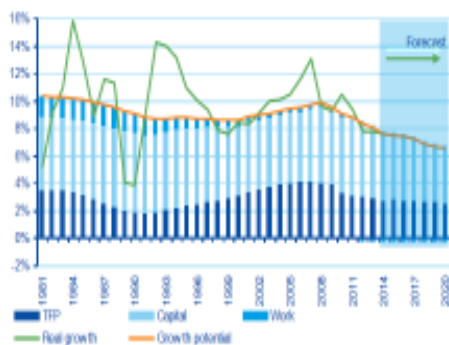
The US curve remains very steep
Source: BBVA GBR based on Bloomberg



- 中國大陸經濟成長減緩:長期而言，中國大陸將無法維持高經濟成長率，與過去 2001-2010 期間相比，2011-2020 期

¹² Alvaro Vivanco, "Opportunities in Latin America-Where is the value in local rate markets", Barcelona, Spain, May 2014

間之總要素生產力（total factor productivity）對經濟成長貢獻度將降低，資本與勞動成長率亦將同步放緩，因此，未來潛在經濟成長率將趨緩。目前政策目標雖朝向消費者驅動成長之經濟模式進行，但結構性調整需較長時間，短期內無法改變經濟仰賴國內公共建設投資與出口成長。另外，其國內影子銀行問題嚴重、地方政府債務龐大以及銀行資產惡化等因素，未來金融改革將持續進行，利率朝向市場自由化發展，BBVA 認為其 2014 年及 2015 年經濟成長將仍可維持 7.5%。



Contributing factors	TFP	Capital	Labour	Potential growth	Actual growth
1981-1990	2.9%	5.5%	1.5%	9.8%	9.3%
1991-2000	2.4%	5.5%	0.7%	8.7%	10.5%
2001-2010	3.8%	5.2%	0.3%	9.3%	10.2%
2011-2020	2.8%	4.8%	-0.2%	7.5%	--

資料來源:BBVA Corporate and Investment Banking

- 債券利率水準將走升:目前外資投資拉丁美洲國家之債券情況分歧，截至 2014 年 3 月止，墨西哥與秘魯之外資持有比率較高，約占 50% 左右，巴西約占 20%，哥倫比亞則將近 10%。就利率而言，目前處於歷史低點，未來因通膨上揚及國際市場資金流動性趨緊，利率上漲空間較大，但由於拉丁美洲債券利率與美國利率之相關係數偏低，其對投資組合具有分散風險功能。
- 總體經濟發展穩健:近年來，拉丁美洲經歷重大總體經濟變革與進展，例如進行結構性改革以增強競爭力，採行彈性外匯制度及通膨目標等創造穩定投資環境，在國家主權債

務信用評等改善情況下，當地信用市場發展趨於蓬勃。國家主權債務仍在可控範圍內，財政赤字降低及外匯存底持續累積將有助於抵抗外部危機並提供資金外流之緩衝，整體來看，未來區域內部各國經濟成長趨同，就目前而言，經濟發展尚屬健全。

(2) 問題與挑戰

- 瞭解債券市場屬性：綜上所述，拉丁美洲未來經濟固然面臨許多困境，但由於其經濟基本面已較以往佳。於債券投資評估時，事先須探討諸多問題，例如那些國家較具競爭力，目前資本流入是否屬於結構性流入(或屬短期熱錢流入)，是否已從過去失敗歷史學到教訓，正確之市場比較為何(應與自身過去經驗、新興國家或與已開發國家比較)，當地利率升降原因為何(是否因信用評等或純粹金融性交易)等，唯有經過深入探討，方能瞭解目前與未來之債券市場差異性。
- 資金流動性問題：投資人應注意，拉丁美洲資金流動性突然枯竭之可能性。目前市況良好並非代表未來將持續不變，在目前較佳之經濟基本面及總體經濟認知下，必須回顧市場走勢與狀況如何，例如改變現在市場均衡之臨界點為何，市場對流動性及償債能力之預期如何，是否可能有任何政策轉彎，導致利率與其他因素之相關係數改變等，導致償債能力轉弱，產生債務或赤字迅速膨脹等問題。
- 經濟與政策分析：投資人應有總體經濟認知包括政策彈性與否，國家債務是否較低，該國央行遵循通膨目標執行貨

幣政策之可信度，該國債務水準是否較低等，過去歷史雖然可以提供相當程度資訊以供判讀，然不應全然過度仰賴，必須隨時關注上述總體經濟狀況而加以判斷。

- 現況分析：BBVA 研究顯示，墨西哥在控制通膨目標方面較其他拉丁美洲國家良好，且在抗景氣循環之貨幣政策方面與智利之政府效率較佳，祕魯在國家債務揭露方面較為透明，反觀巴西則有通膨高漲及新政府執行政策能力堪憂等疑慮，阿根廷問題則在於能否擺脫過去倒債窘境。

參、財政改革與貨幣政策專題

歐債危機爆發至今，歐洲周邊國家公債殖利率多已大幅下滑，西班牙 10 年期公債殖利率由 2012 年 7 月 7.6% 降至 2014 年 8 月 2.4%，葡萄牙則由 2012 年 1 月 17.3% 降至 2014 年 8 月 3.6%，顯示金融危機壓力緩解，然此得來不易，除歐洲央行、歐盟與 IMF 等積極通力合作提供資金流動性外，條件為受援國亦須採取相當程度之財政改革與緊縮政策，故稍後將就西班牙及葡萄牙之經濟現況與財政改革成效加以說明。

此外，由於墨西哥幣交易量於近年來成長迅速，研討會特別邀請墨西哥央行官員介紹其外匯市場，其國內廠商於雷曼兄弟倒閉前因預期墨西哥幣升值，大量承作複雜的匯率衍生性商品，包括目標可贖回遠期契約(Target Redemption Forward；TRF)¹³之匯率選擇權(賣出美元)，然而全球金融海嘯爆發後，墨幣大幅貶值，導致廠商被迫履約，追繳美元之需求大增，央行被迫干預外

¹³ 目標可贖回遠期契約係屬匯率選擇權類之衍生性金融商品，對客戶而言，獲利有限但槓桿損失無限，常見的契約存續期間約為一年或兩年，於存續期間內會進行多次比價動作（每月或是每兩周），風險極高。

匯市場¹⁴，透過各種方式賣出美元以穩定匯市，值得引以為鑑。

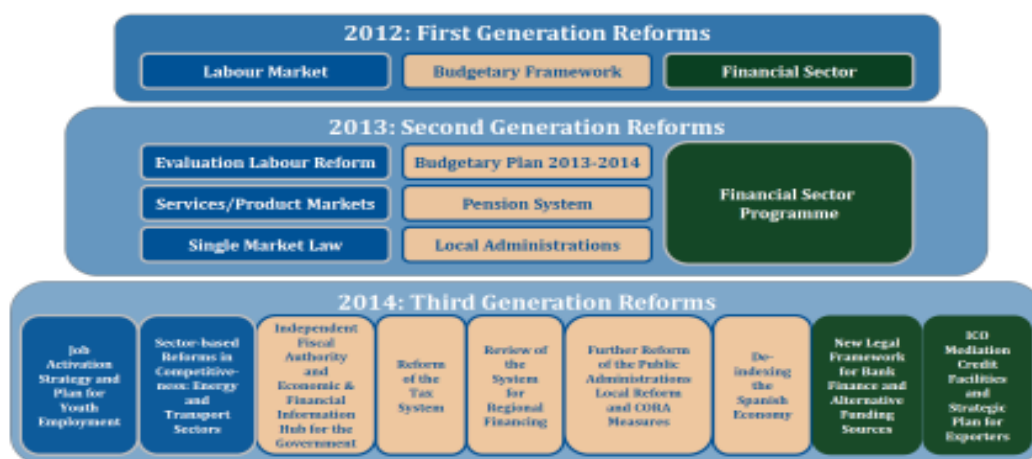
一、西班牙經濟與財政改革

西班牙經濟和財政部(The Ministry of Economy and Finance) 祕書長 Mr. Iñigo Fernandez de Mesa 講述目前西班牙經濟策略與概況¹⁵，其主要內容如下。

(一) 失衡與改革

歐債危機爆發以來，歐元區周邊國家面臨嚴重金融危機，西班牙面臨總體經濟、財政、銀行業及私人部門失衡等問題，渠等必須改革。

1. 歐元區改革分別由強化單一貨幣政策、歐元區國家財政協調及銀行業聯盟等方面進行；銀行業聯盟將使歐元區金融機構受單一監理架構規範。
2. 西班牙政府則針對結構性、公部門、及金融業等方面加以改善，期望能促進經濟成長與創造就業率，以達到經常帳盈餘。



資料來源: The Ministry of Economy and Finance of Spain (Tesoro Público)

(二) 總體經濟現況

¹⁴ Randall Dodd, “Exotic Derivatives Losses in Emerging Markets: Questions of Suitability, Concerns for Stability”, IMF Working Paper, July 2009

¹⁵ Iñigo Fernandez de Mesa, “The Kingdom of Spain’s Economic Policy Strategy and Funding Programme”, Barcelona, Spain, May 2014

今(2014)年以來，西班牙總體經濟逐漸改善，預計其全年經濟與就業將恢復成長，且預估未來4年將呈現經常帳盈餘。

1. **經濟恢復動能**：西班牙經濟與財政部預估其2014年經濟成長為1.2%，歐盟預估1.1%，OECD預估1.0%，IMF則預估0.9%。
2. **就業成長提升**：失業率將由去(2013)年26.1%降至今年24.9%，就業成長由-3.4%提高至0.6%，單位勞工成本則由-1.6%增加至-0.4%。
3. **去槓桿化過程不易**：政府債務占GDP比率則預估將由去年93.9%擴增至99.5%，顯示短期尚無法改善，需較長時間解決。私人部門去槓桿化過程持續，資產負債表之債務漸由股東權益取代。非金融機構企業債務占GDP比率由2010年之143.8%降至2013第四季之129.0%，家計債務占GDP比率由2010年之87.4%降至2013第四季之77.1%。
4. **房地產價格止跌**：由2008年之高點至目前為止已下降30%，惟已止穩，成屋銷售則遠高於新屋開工與銷售，空屋率下降，目前建築業尚未見起色，預計2020至2023年不動產貸款金額將進一步減半。

(三) 財政改革

西班牙財政改革自2012年開始分階段進行，主要注重於結構性、公部門、以及金融業等層面，改革重點如下：

1. **結構性改革**

- (1) 勞動市場改革：勞動市場失衡乃西班牙目前最重要之議題，包括高年輕失業率與失業波動率、以及薪資高漲限制其生產競爭力等問題。

- (2) 執行年輕就業輔助計畫：輔以社會福利金補助、專業進修訓練及國家職務就業網站窗口等。
- (3) 退休金制度改革：去年 12 月退休制度改革法案通過，將每年退休金制度、退休人員數量以及平均退休金額等與國家財政狀況作連結，並於 2019 年將預期壽命納入考量。

2. 公部門改革

- (1) 預算整合：由獨立的中央政府預算審查會根據各部會財政收支統籌規劃預算支出，設置地方政府融資檢核系統，並審核地方政府支出優先順序以掌控政府支出。
- (2) 降低政府支出：預計政府支出占 GDP 比率將於今年降至 5.5%，此後逐年下降至 2017 年之 1.1%；債務占 GDP 比例將於 2015 年至 2016 年達到高峰，約略高於 100% 後再逐漸下降，2017 年可望達到結構性盈餘。
- (3) 行政改革：訂定公共行政改革法案以簡化公共管理或行政程序，促進行政效能與紀律。

3. 金融業改革

- (1) 訂定新的融資規範：鼓勵銀行提供創投融资協助，並提供企業優惠信用貸款與策略輔助出口商之融資方案。
- (2) 成立壞帳銀行以協助金融業重整¹⁶：銀行將房市泡沫時之壞帳沖銷並進行增資，自 2008 年至 2013 年清理之壞帳高達 2,700 億歐元，尤其以 2012 為最(1,200 億歐元)。西班牙銀行業損失承受度因此大為提升，藉由清理其資產負債表方式進行去槓桿化，且得將資金貸放於企業以促進經濟成長。

¹⁶ SAREB 銀行係由西班牙政府於 2012 年 11 月所組建的資產管理銀行，旨在處理來自西班牙接受援助貸款銀行的不良資產(房地產資產為主)，並將問題資產進行有序的處理，以降低這些銀行面臨的風險，即所謂的「壞帳銀行」。

- (3) 加強資訊透明化與再融資規範：要求銀行資料提供之質與量提升，揭露事項要求將所有可能遭受損失之貸款項目透明化，包括再融資貸款(refinance loans)；根據西班牙央行統計，銀行於 2013 年底可能成為問題貸款之餘額由原先揭露之 717 億歐元增加至 1,086 億歐元。

(四) 出口導向經濟模式

西班牙經濟模式將由原以內部投資及內需市場為主之經常帳赤字經濟體，轉為以出口為導向之經常帳盈餘經濟體。

1. 出口占 GDP 比率由 2009 年之 23.9% 增加至 2013 年第四季之 34.1%，經常帳由 2007 年之赤字 10% 至 2013 年已轉為盈餘，自 2013 年 3 月至 2014 年 2 月累積經常帳盈餘占 GDP 比率為 0.7%，出口之產品與目標區域亦趨分散。
2. 多項經濟指標顯示西班牙經濟已見復甦，尤其在服務業，近期外部需求與生產力上升，使西班牙內需及就業得以改善。

(五) 後金融危機時期

歐債危機開始迄今，西班牙銀行業經營架構逐漸蛻變，金融市場更加注意潛在風險，使得資金流動性降低且成本更加昂貴，BBVA 研究部門主管 Jose Manuel 針對西班牙金融體系於後金融危機時期概況，加以說明如下¹⁷。

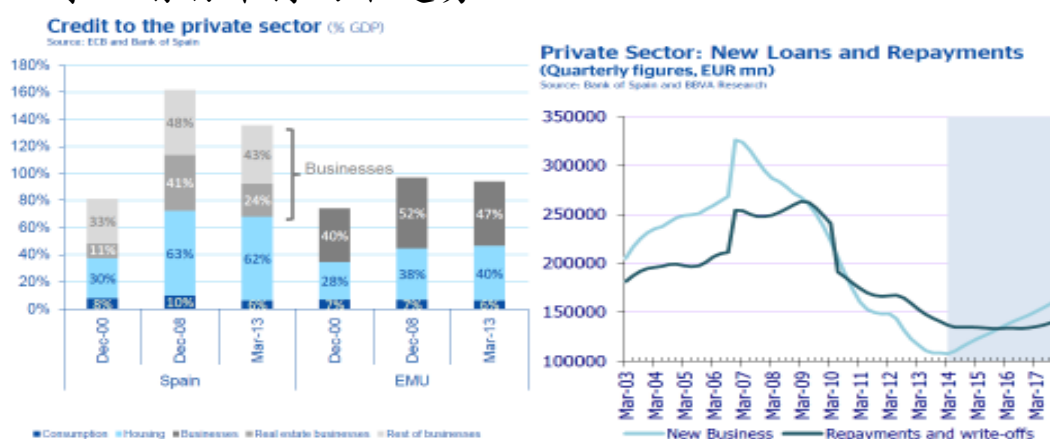
1. 銀行在降低不動產曝險後，償債能力已經加強，銀行第一類資本適足率由 2010 年 10% 以下提高至 2013 年近 12%，資產品質亦逐漸提升。
2. 不良貸款(non-performing loans, NPLs)主要集中在建築業及不動產，2006 年以來不良貸款不斷攀升，然因目前經濟復甦及

¹⁷ Jose Manuel, "The Spanish Financial System: After the Crisis", Barcelona, Spain, May 2014

銀行採較嚴格之放款管理，2014 年第一季始好轉，不良貸款將可望下降。

3. 由於短期利率水準低，去槓桿過程持續，以及風險趨避提高及更嚴格之銀行監理等因素，使得銀行未來平均獲利將難以回到歐債危機發生前之水準。
4. 銀行業重整接近完成，2014 年歐洲央行壓力測試結果將有助於消除投資人對歐洲銀行業償債能力之質疑，且破產法改革將減輕公司債務重整負擔，惟仍有諸多待解決議題：

- (1) 壓力測試對於西班牙銀行評估之衝擊將如何？西班牙於 2012-2013 年曾進行與歐洲央行類似之壓力測試，因此其結果可能並無意外，未能提供實質上幫助。
- (2) 與歐元區相比，私人部門負債槓桿比率仍偏高，主要在於不動產及房貸之比率較高，有待進一步縮減。
- (3) BBVA 資料顯示新放款金額於 2013 年第四季見底，且於 2014 年第二季將開始回升，然因 2015 年底新放款業務將不會超過還款金額，因此整體信用金額之存量於 2016 年第一季之前將維持向下趨勢。



資料來源:BBVA Global Market Research

5. 鼓勵銀行放款給非銀行機構並提供中小企業其他融資方案，

促進經濟發展，並修改公司破產法以降低破產程序進行，使金融債權人有誘因與其債務人進行重整，以避免造成經濟成長延宕。

二、葡萄牙經濟與財政改革

葡萄牙 2014 年 5 月初宣布，退出為期 3 年、規模 780 億歐元的紓困計畫，而且不會動用預防性信貸額度(Precautionary Credit Line, PCL)¹⁸，歐債危機爆發時，葡國因參與紓困計畫而被迫大幅刪減政府支出，在預算赤字減半後重返債券市場。然而，擺脫國際紓困僅兩個月，其市值最大銀行聖靈銀行(BES)於 7 月初即傳出母公司聖靈國際(ESI)倒債消息，葡萄牙央行於 8 月 3 日宣布，接管聖靈銀行，並提供 49 億歐元(66 億美元)紓困¹⁹，

然此次聖靈銀行紓困危機並未導致葡萄牙公債利率大幅攀升，顯示投資人視此為單一事件，並未波及其公債發行，以下就葡萄牙財政部(IGCP)官員 Cristina Casalinho 就近年來該國總體經濟發展與財政改革加以說明²⁰。

(一) 結構型調整

1. 去槓桿化持續

自 2008 年以來經濟融資需求(包括政府、金融機構、非金融機構及家計等)降幅超過 13%，尤其 2011 年以來降幅最高。

(1) 家庭儲蓄率自 2008 年至 2013 年，呈倍數成長，家計債務

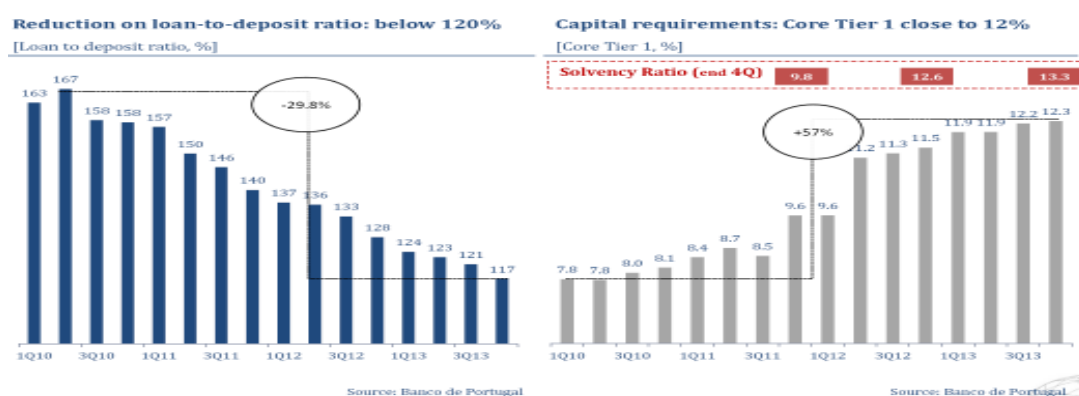
¹⁸ 預防性信貸額度(Precautionary Credit Line; PCL)乃 IMF 於 2011 年 11 月推出的融資工具，對象為因外部衝擊面臨流動性危機的個別國家。

¹⁹ 聖靈銀行之紓困將動用 2012 年成立的重建基金，將聖靈銀行的存款和大部分資產拆開，另成立所謂「好銀行」Novo Banco；其餘問題資產留在「壞銀行」聖靈銀行；此外，聖靈銀行存款戶和優先債持有人權益無損，但股東和次順位債權人將承擔「壞銀行」之損失。

²⁰ Cristina Casalinho, "The Way Forward", Barcelona, Spain, May 2014

占 GDP 比率由 2010 年初 105.9% 降至 2013 年底 97.7%，去槓桿化持續進行。

- (2) 整體產業之債務自 2012 年開始明顯下降，惟目前來看，運輸、資訊科技及金融業等債務比率仍屬偏高。
- (3) 銀行體系持續進行去槓桿化，並加強資本適足率，放款占存款比率自 2010 年第二季 167% 降至 2013 年第四季之 117%，且第一類資產資本適足率由 2012 年第一季度 9.6% 增加至 2013 年第四季 12.3%，改善顯著。



資料來源:IGCP、葡萄牙央行

- (4) 2009 年至 2013 年期間，預算縮減占 GDP 比率 5% 與歐元區整體 3% 相比，幅度較大，私人消費自 2007 年至今共計下降 10.1%。

2. 經濟模式轉型

經濟成長改以出口為導向，自 1960 年以來，經常帳餘額由過去巨額逆差轉為 2013 年之順差，經濟結構逐漸轉型。

- (1) 進出口服務與貿易收支餘額成長，於 2010 年底呈現較明顯差異，出口成長持續上升而進口則是下滑，且近年來兩者差距不斷擴大，以往經常帳赤字得於 2013 年開始轉為盈餘。
- (2) 出口成長主要因素包括出口之標的國家分散，其中歐盟地

區增加 27%；另出口產品多樣化亦促進貿易額成長，例如增加漁業、礦產品、橡膠及化學等類別之出口，提高產能以促進出口競爭力，2012 年開始出口有顯著成長。

3. 勞動市場改革

此為葡萄牙結構性改革重點之一，內容主要由失業救濟金、離職給付、薪資調整及工時安排等多方面同時進行。

- (1) 裁減不必要人力與失業補助，強調工作效率及生產力，降低人力成本與工時，薪資條件以保障企業及個人利益之平衡為考量，提供就業輔導以降低勞工長期失業風險。
- (2) 2013 年離職給付縮減方案開始執行，使其與歐盟平均水準相近，有效降低勞動市場區隔性；離職給付縮減按階段進行，逐步降低企業所需支付之離職金，降低員工周轉性。

4. 商品市場改革

主要刪除過於繁瑣法規，加速企業申請與產品審核程序，並簡化法院公司訴訟調解規範，鼓勵企業創新、開發新商品及提高生產競爭力，以及調降能源成本等優惠。

- (1) 根據 2014 年世界銀行公布之企業經營難易度指數(Ease of doing business index)，在 189 個國家中，葡萄牙居第 31 名，在歐盟國家中占第 12 名。世界銀行報告指出，葡萄牙優勢在於跨境貿易、創業審核、薪資及勞工長期合約等方面簡化程序及刪除不必要法規。
- (2) 葡萄牙政府逐步調降公司稅使其接近於歐盟水準，鼓勵企業投資與財務健全，提高產品競爭力，另中小企業享有增值稅給付之優惠。

(二) 財政整合

1. 財政赤字與預算刪減

- (1) 結構性財政調整持續進行中，整體財政赤字占 GDP 比率由 2009 年-10.2% 大幅縮減至 2012 年 4.7%(低於該年設定目標 5%)，2013 年則為 4.5%(低於該年設定目標 5.5%)，預計 2014 年可望進一步降至-2.5%，財政赤字刪減主要來自於政府主要支出減少，其中又以刪減資本支出及員工薪資為大宗。
- (2) 政府預算支出將持續縮減，與 2013 年相比，估計 2018 年縮減幅度占 GDP 比率將為 5.8%，財政調整以支出縮減為主要目標，包括員工薪資、社會福利、健保成本、國防及投資等方面進行調降，政府收入則將維持目前水準，整體而言，政府收支將於 2014 年產生盈餘。

2. 歐洲財政協定

葡萄牙乃是首先採用「歐洲財政協定」(Fiscal Compact) 之歐盟國家之一。

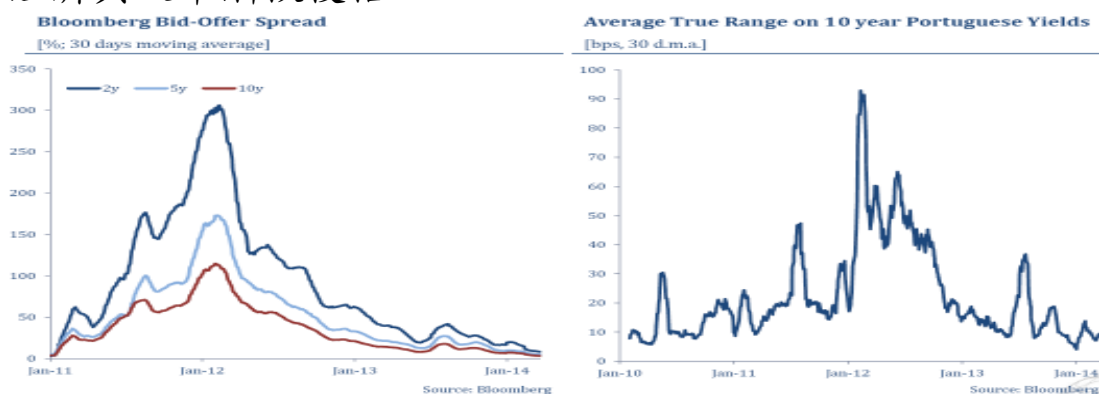
- (1) 限制每年結構性一般政府赤字不得超過名目 GDP 之 0.5%，每年降低政府債務超過 GDP 60% 部分之 1/20。
- (2) 成立新的財政委員會監督財政政策透明度與可信度，並檢視政府收入及財政計畫。
- (3) 重整國營企業，降低營運成本，嚴格控管投資限制，刪除非核心業務，並加強對財政部對其控管能力。

3. 政府債務與融資

- (1) 政府債務仍持續增加，將於 2014 年達到高峰，約占 GDP 之 130%，預計此後逐漸下降，並於 2018 年降為 116.7%，

向 IMF 及歐盟之借款隱含利息成本，平均為 2.8%。

- (2) 部分國營企業已在私有化計畫下紛紛出售，屬於此部分之政府債務隨之減少，亦將納入評估中。
- (3) 政府融資策略朝向延長債務存續期間及拓展多元融資管道進行，期望國際投資人增加參與及恢復常規性發債。
- (4) 由於葡萄牙政府積極努力改善財政問題及加強控管政府預算支出，使其發債利率得以大幅下降，顯示投資人對該國經濟與改革漸恢復信心。



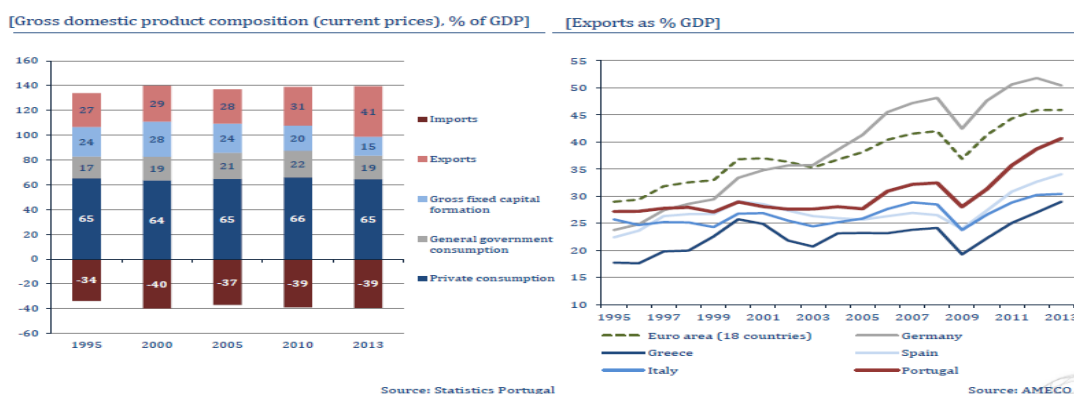
資料來源:IGCP、Bloomberg

(三) 近期總體經濟發展

1. 經濟恢復成長

國內需求與投資項目於 2014 年第一季持續改善，然外部需求卻轉為負數，GDP 成長已連續於 2013 年第四季及 2014 年第一季等兩季連續呈現正成長。

- (1) 由於出口對 GDP 貢獻度逐漸提升，出口競爭力增加，與其他歐元區周邊國家相比，葡萄牙出口占 GDP 比率成長表現突出，由 2010 年 31% 增加至 2013 年 41%。
- (2) 機械及運輸設備投資成長轉為正數，營建類別雖仍屬負數成長，惟已漸改善，顯示經濟步入復甦軌道。



資料來源:IGCP, Statistics Portugal

2. 經濟指標持續改善

整體而言，多項經濟指標自 2012 年初開始好轉，2013 年加速成長，截至 2014 年初其仍持續改善中。

- (1) 同步指標顯示自 2013 年以來經濟復甦快速，信心指標自 2013 年亦開始持續改善，兩者指出短期經濟活動已改善。
- (2) 工業生產年增率自 2012 年初-10%逐漸攀升至 2013 年 12 月 5%，零售銷售年增率亦於 2013 年底轉為正數。
- (3) 失業率自 2012 年中之高點 15%下滑至 2014 年第一季之 13%左右，就業人口成長自 2008 年以來雖呈負成長，但 2013 年第二季開始好轉，且於第四季開始轉為正成長，勞動市場呈現早期復甦徵兆。

三、墨西哥外匯市場與政策

研討會邀請於墨西哥央行負責外匯及貨幣政策研究員 Rodrigo Cano 以墨西哥央行匯率政策為例，闡述其外匯市場現況及自由浮動匯率制度下之外匯干預²¹。

(一) 自由浮動匯率制度

1. 墨西哥自 1994 年 12 月起採行自由浮動匯率制度，並維持該

²¹ Rodrigo Cano, "FX intervention under a free floating exchange rate regime-The case of Mexico", Barcelona, May 2014

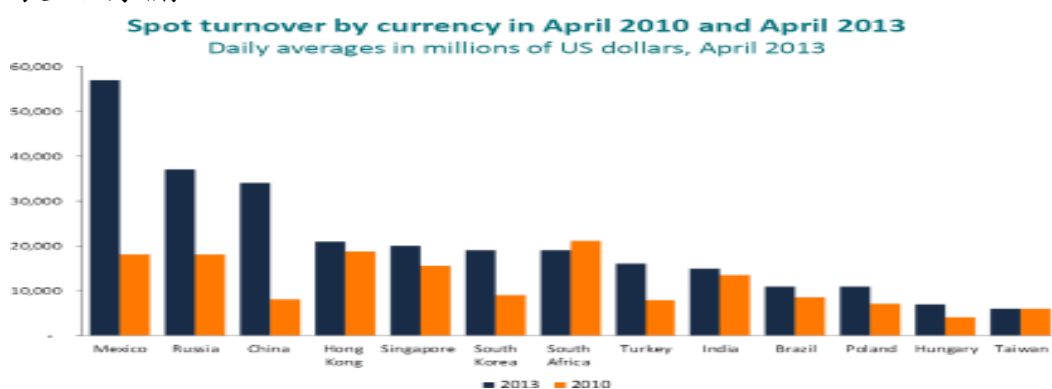
匯率制度至今。

2. 一般外匯干預措施僅限於事先公佈及以規則性機制(rule-based mechanism)方式進行；自由裁量(discretionary)的外匯干預方式僅限於非常時期，例如 1998 年亞洲金融風暴及 2008-2009 年全球金融海嘯時期。
3. 外匯政策由外匯委員會(Foreign Exchange Commission)所制定，由財政部長擔任主席(缺席時則由央行總裁擔任)，主席擁有決定性一票，成員主要來自於兩部分，一為財政部，包括財政部長及副部長，另一為央行，包括總裁及兩位副總裁。

(二) 墨西哥外匯市場現況

1. 全球前十大交易貨幣

根據 BIS 報告指出²²，截至 2014 年四月之統計為止，墨西哥幣成為全球前十大交易量之幣別，並位居新興國家之首，Cano 認為此與其政策透明、總體經濟健全及政府財務基本面良好有關。



資料來源: BIS Triennial Survey, 墨西哥央行

- (1) 多年審慎貨幣及財政政策：通貨膨脹維持在央行通膨目標上下 3% 之間，並依法遵循財政紀律。
- (2) 健全外部帳戶：低經常帳赤字(2014 年 3 月為 GDP 之 1.8%)

²² BIS, "Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results", September 2013

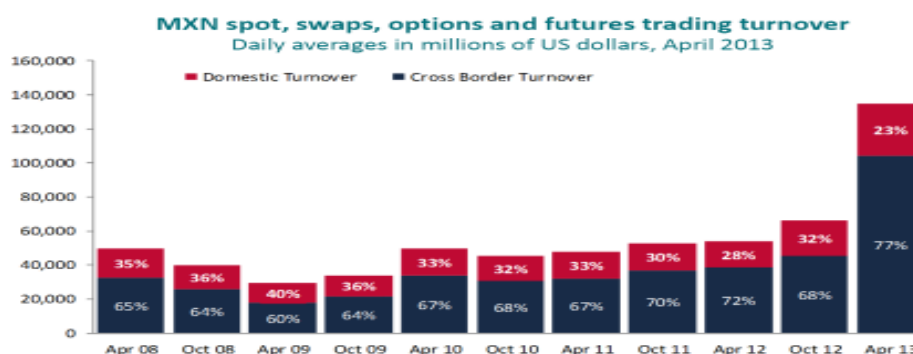
及外債(2013 年為 GDP 之 20%)，較高外匯存底(於 2014 年 6 月為 1,860 億美元)及擁有 IMF「彈性信用額度」(Flexible Credit Line, FCL)²³(共計 730 億美元)。

- (3) 債券市場具高流動性：其當債券以納入多項國際指數(例如 WGBI 及 Citibank)。
- (4) 結構性改革方案：已於 2014 年中國會通過，將有效促進經濟發展，繼續使墨幣被廣泛使用。

2. 成為國際性貨幣

墨幣每日平均交易量僅約 23% 在墨西哥境內發生，其餘均於境外交易。

- (1) 境外交易比重提高：墨幣境外交易比重，於 2013 年 10 月至 2014 年 4 月期間增加最為迅速。

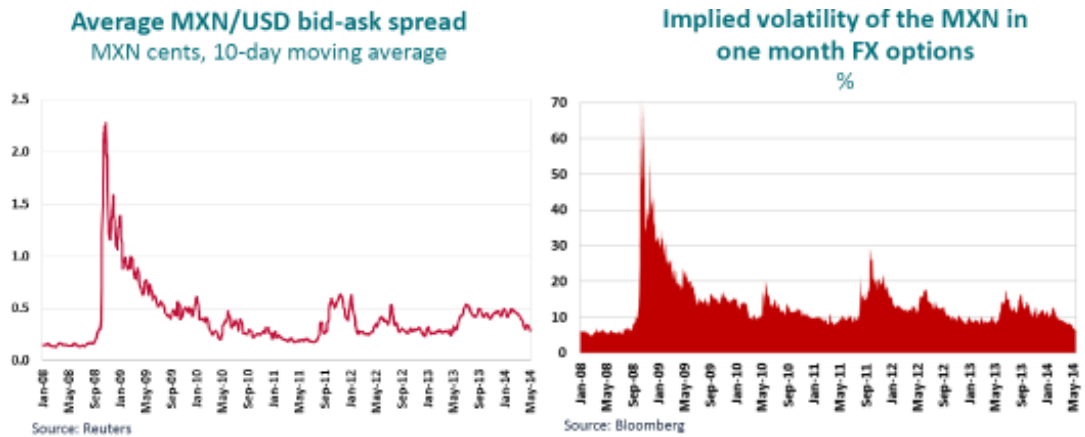


Source: BIS Triennial Central Bank Survey, Federal Reserve FXC Survey, Bank of England FXJSC Survey and Banco de Mexico.
Note: For April 2010 and April 2013 data is taken from the BIS triennial survey, other volumes are estimated using data from the other sources adjusting for double counting.

資料來源: BIS Triennial Survey, 墨西哥央行

- (2) 買賣價差縮小：墨幣之流動性與買賣價差自 2008 年以來改善許多，在雷曼兄弟 2008 年 9 月倒閉時，墨幣一個月期之匯率選擇權隱含波動度曾大幅飆高至近 70%，此後下滑並維持在 10% 至 20% 之間，仍較雷曼倒閉前之 5% 左右高出許多，此與墨幣於境外交易比重增加似有關連。

²³ 彈性信用額度：IMF 對經濟基本面與政策紀律良好之會員國提供大額融資，其可做為預防性工具和國際收支實際需求等雙重用途。



資料來源:墨西哥央行

- (3) 24 小時交易時間:自 2008 年起加入全球最大之多幣別現金交割系統—連續聯結清算(Continuous Linked Settlement, CLS)之後，墨幣交易量顯著提升，交易量以其早上 7 時至下午 3 時為最。

(三) 2008-2009 全球金融危機期間之外匯干預

1. 規則性最低美元價格拍賣機制(auctions of USD with a minimum price)

- (1) 2008 年許多當地廠商錯誤地預期墨幣將於未來持續升值，故以複合式選擇權方式(exotic options)放空美元，藉由賣出多筆深價外之買權(買入美元)，賺取權利金，以支付其所欲購買價內之賣權(賣出美元)。
- (2) 然而，當雷曼兄弟倒閉時，許多新興國家貨幣大幅貶值(包括墨幣)，使得這些廠商賣出深價外之買權，不幸成為價內而被履約執行，造成廠商重大虧損，由於這些被迫履約之買權須支付美元，因此美元需求龐大造成墨幣進一步貶值(買美元賣墨幣)，導致墨西哥爆發金融危機。
- (3) 在金融危機期間，外匯委員會為提供外匯市場美元流動性，防止墨幣持續大幅貶值，故於 2008 年 10 月 8 日宣布

採行規則性的外匯市場干預機制(rule-based mechanism)，以下列規則性最低美元價格拍賣機制，賣美元給當地銀行。

- 每日公開拍賣 400 百萬美元；
 - 央行拍賣最低價格為前一營業日匯率之 1.02 倍；
 - 因此，商業銀行僅在前一營業日匯率貶值 2% 或更多時，才會提出買價(bid)購買美元；
 - 每日公開拍賣時間分別為上午 9 時整、中午 12 時整以及下午 3 時整等三梯次，第二及第三次拍賣時間僅有在第一次拍賣無法滿足分配時，方予以進行。
- (4) 該項公開拍賣機制維持至 2010 年 4 月才結束，經由此機制央行共計賣出 83 億美元。匯率水準並非干預之主要目標，主要乃為確保市場參與者瞭解央行將於必要時提供流動性，以降低匯率波動。

Exchange rate and minimum price auctions of USD, 2008-2010
MXN/USD



資料來源:墨西哥央行

2. 特殊性美元拍賣機制(extraordinary auctions of USD)

- (1) 由於 2008 年金融危機時，墨西哥幣匯率嚴重扭曲，以致上述經常性最低美元價格拍賣機制無法滿足當地廠商對美元之需求，因此，2008 年 10 月外匯委員會指示央行，額外進行未經事先宣布、特殊性美元拍賣機制。

- (2) 該項特殊性美元拍賣目的係為滿足這些已經購買複合式選擇權、放空美元之當地廠商的美元需求，因此，所拍賣美元總額相當於央行估計該類選擇權流通在外之總額。干預期間由 2008 年 10 月 8 日~23 日，共計賣出約 110 億美元。
- (3) 同樣的，該項干預目的並非為特定匯率水準，而是為滿足市場對美元之超額需求。該項機制自 1994 年採浮動匯率制度後從未使用，2008 年 10 月啟用過後，即未再啟用。

Exchange rate and extraordinary auctions of USD, 2008-2010
MXN/USD



資料來源:墨西哥央行

3. 直接賣出美元方式(direct sales of USD)

- (1) 鑒於上述兩項美元拍賣機制仍無法有效恢復外匯市場流動性、降低匯率波動或重建對外匯市場信心，因此，2009 年 2 月外匯委員會指示央行，採直接於市場賣出美元方式進行干預，進行方式如下。
- 以電話方式執行賣出美元；
 - 交易對手採隨機方式選取；
 - 賣出日期僅於 2009 年 2 月 4、5、6、20 及 27 日。
- (2) 匯價並非干預目標，主要係為減緩匯率波動度。該項措施僅於 1998 年 9 月及 2009 年 2 月共採用過兩次，2009 年 2 月央行干預金額共計 18 億美元。

Exchange rate and direct sales of USD, 2008-2010
MXN/USD



資料來源:墨西哥央行

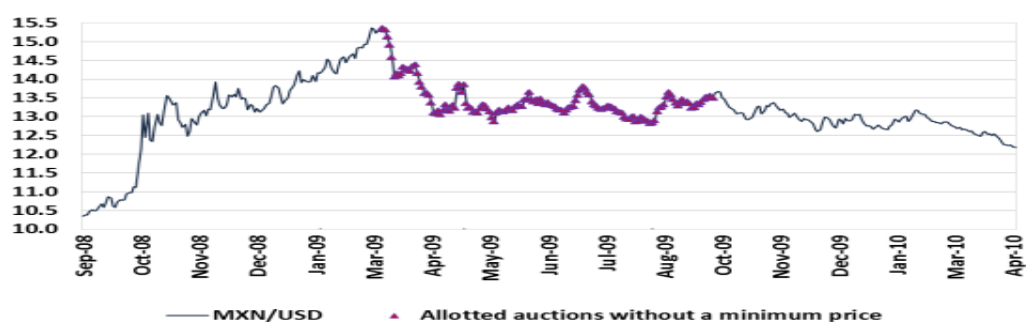
4. 無最低美元價格拍賣機制 (auctions of USD without a minimum price)

(1) 在以直接賣出美元方式進行匯市干預一個月後，匯率持續大幅波動且匯率買賣價差仍居高不下，反映出外匯市場仍舊失調，故 2009 年 3 月外匯委員會指示央行，再額外每日以無最低美元價格拍賣方式，進行外匯干預。

- 每日於公開市場拍賣 100 百萬美元，對於銀行提出買價 (bid)，並無前述最低價格限制；
- 每營業日早上 9 時 10 分於外匯市場進行拍賣(較規則性最低美元價格拍賣機制晚 10 分鐘)。

(2) 該項機制亦非以匯價為干預目標，而同樣只希望降低匯率波動幅度，這項措施以前從未採用過，且於 2009 年 9 月結束干預後即未再使用，而央行共計賣出約 103 億美元。

Exchange rate and direct sales of USD, 2008-2010
MXN/USD



資料來源:墨西哥央行

(四) 外匯存底累積

1. 央行外匯干預累積賣出美元

- (1) 經由上述所有外匯干預機制，央行共計動用外匯存底 315 億美元以因應金融危機，截至 2009 年 9 月為止，墨西哥外匯存底僅剩 908 億美元。
- (2) 由於央行於 2008-2009 年持續賣出美元，使外匯存底餘額不斷降低，以致國際信評機構認為其外匯存底偏低，必需增加外匯存底，以避免國家主權信用評等被調降。

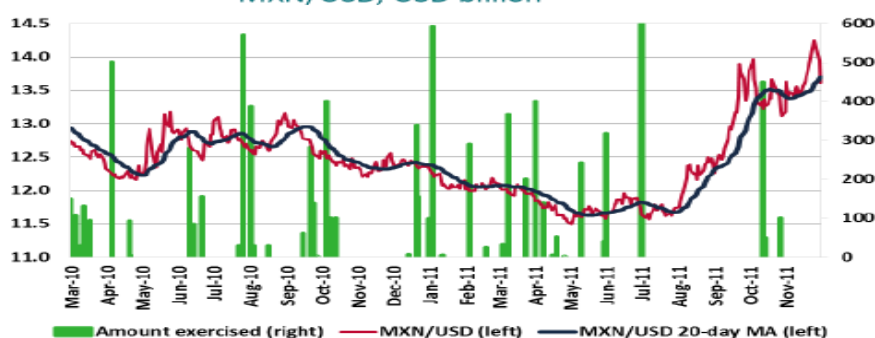
2. 規則性拍賣選擇權賣權(put options)機制賣出美元給央行

- (1) 為增加外匯存底，外匯委員會指示央行重新啟用 90 年代使用過之規則性拍賣選擇權賣權機制，即銀行持有選擇權賣權(賣出美元之權利)，使央行可因銀行執行賣權時，得以買入美元，累積外匯存底。
- (2) 2010 年 2 月央行開始拍賣選擇權賣權予當地銀行，使其得以賣出美元給央行，其特點如下：
 - 拍賣日與金額：每月最後一營業日，央行公開拍賣名目本金為 600 百萬美元之選擇權賣權給銀行；
 - 履約日：拍賣後隔月，銀行有權於任一營業日履行賣權，賣出美元給央行；
 - 履約價格：非事先設定，而以執行賣權當日之前一營業日匯率；
 - 履約限制：規定僅可在前一營業日匯率低於 20 日移動平均匯率時(即墨幣升值情況下)，銀行才可執行其賣權。
- (3) 該項拍賣選擇權賣權機制與浮動匯率制度並不違背，因履

約價格並非事先決定，且履約與否將取決於商業銀行。

- (4) 截至 2011 年 11 月止，央行透過此方式於 2010-2011 年期間累積外匯存底共計 91 億美元。2014 年 5 月 16 日外匯存底餘額已達 1,863 億美元，均符合國際所有安全適足性指標之標準。

MXN/USD rate and amount exercised in the put options mechanism
MXN/USD, USD billion



資料來源:墨西哥央行

3. IMF「彈性信用額度」

- (1) 根據 IMF，僅對經濟基本面及過去政策紀錄良好之國家授予該項額度，當發生潛在國際收支問題時即可動用。
- (2) 2009 年 4 月墨西哥央行取得 IMF 彈性信用額度(FCL)470 億美元(目前為 730 億美元)，目前為止，墨西哥央行從未動用該項額度，對墨西哥而言，此屬備而不用之機制，與外匯存底有互補之作用。

肆、結語與建議

美國 Fed 於 2014 年 1 月開始逐步縮減購債計畫，對新興市場而言，意謂著將面臨資金撤出、流動性減少問題，特別是對仰賴外部融資之新興國家影響甚鉅。由於美國勞動市場好轉，失業率顯著降低，諸多經濟數據顯示美國經濟已步入復甦軌道，市場預期 Fed 將於 2015 年底開始調升利率，屆時預料將進一步使得

新興國家資本流出問題加重，資產價格過度高估之國家將遭遇價格大幅修正，故應防患於未然，採取總體審慎金融措施加以控管，杜絕問題發生的可能性。

2014 年上半年全球經濟成長堪稱穩健，已開發國家景氣較新興國家表現良好，金融緊縮情況緩解，但新興國家卻面臨更大壓力，加上地緣政治紛擾，導致國際資本移動頻繁，資產價格及匯率波動加劇等負面影響，部分國家經濟成長放緩，採取升息或財政刺激方案來吸引外資投資，亦有少許國家逆向採取降息與財政刺激方案同步進行，均表示新興國家承受經濟或出口衰退壓力，與日俱增。

全球股市於 2014 年普遍上漲，而已開發國家公債利率卻仍處於較低水準，顯示資金在苦無更佳去處與追求最大報酬情況下，股市似成為資金最佳停泊之處，然而，在經濟尚未恢復潛能，企業獲利並非同步上揚之際，股市屢創新高否意味著資產泡沫化問題，值得加以留意。因此，任何資產類別投資，應同時考量經濟與財務基本面是否與價格相符，並做好相關風險控管。

此外，自金融海嘯爆發以來，已開發國家金融市場價格波動較以往平穩，投資人長期處於該環境下，風險意識降低，一旦國際金融情勢反轉，恐將措手不及，蒙受巨額損失。金融海嘯伴隨著歐債危機，使得已開發國家經濟衰退，熱錢流入新興國家，使其資產價格飆漲、獲利增加，於是金融機構或企業風險胃納度大幅提升，若僅追逐獲利但卻未考量其伴隨而來之風險，未來市況反轉時，將可能付出慘痛代價，值得金融監理機構省思，做好應有之把關動作及穩定金融市場之職責，切忌隨波逐流。

歐洲方面，整體融資狀況已漸改善，周邊國家如西班牙及葡萄牙等出現早期經濟復甦徵兆，過去經常帳赤字於 2014 年開始轉為盈餘，財政緊縮程度放寬，目前改革重點除持續降低政府赤字與債務外，對於預算審核朝向由中央統籌規劃，從嚴審查，減少資源浪費，並簡化法規程序，注重提高生產力與效率，增加出口競爭力，致力轉型為出口導向之經濟體。此外，歐洲央行推出長期再融資操作，將提供銀行長期低固定利率貸款給非金融企業直到 2018 年 9 月到期，將有效提昇企業生產與創新競爭力，未來新興國家出口至歐元區可能將受若干程度影響，應儘早採取因應措施。

墨西哥幣交易量近年來增加迅速，已成為全球 10 大交易貨幣之一，主要係因其與美國貿易關係往來密切，此外，其央行官員表示此與其政策透明、總體經濟及政府財政基本面良好有關，債券市場流動性高亦有助於資本市場健全，加以近期通過之結構性改革方案，皆促使墨幣廣泛使用。

然而，由於非金融機構大量承作複雜性高的匯率選擇權，錯誤地預期墨幣將於未來持續升值，2008 年 9 月雷曼兄弟倒閉後墨幣持續大幅貶值、匯率波動劇烈，廠商損失慘重，並付出嚴重金融危機代價，導致央行必須於外匯市場執行多項外匯干預機制，賣出美元以支應市場美元需求，央行共計動用外匯存底 315 億美元以穩定匯市，值得引以為鑑。

* 以上所載內容由本人自負文責，不代表服務機關發表之意見