

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書  
(出國類別：其他)

**JP Morgan 固定收益投資管理研討會  
心得報告**

服務機關：中央銀行

姓名職稱：賴怡君(三等專員)、張祐禎(辦事員)

派赴國家：英國倫敦

出國期間：104年3月23日至104年3月27日

報告日期：104年6月16日

列印

## 提要表

系統識別號：	C10400811					
計畫名稱：	J.P.Morgan固定收益投資管理研討會					
報告名稱：	JP Morgan「固定收益投資管理研討會」					
計畫主辦機關：	中央銀行					
出國人員：	姓名	服務機關	服務單位	職稱	官職等	E-MAIL 信箱
	賴怡君	中央銀行	外匯局	三專	薦任(派)	聯絡人ichun@mail.cbc.gov.tw
	張祐禎	中央銀行	外匯局	辦事員	薦任(派)	
前往地區：	英國					
參訪機關：	JP Morgan					
出國類別：	其他					
出國期間：	民國104年03月23日至民國104年03月27日					
報告日期：	民國104年06月17日					
關鍵詞：	債券、貨幣					
報告書頁數：	47頁					
報告內容摘要：	<p>Fed貨幣政策決策方向的變動，包括啟動升息的時點與再投資政策對MBS市場都可能產生相當大的衝擊，因此未來MBS投資決策主要仍將受到Fed貨幣政策的行動影響。美國房市展望亦與房貸市場息息相關，各項政府擔保貸款均具有不同的特性，影響MBS之未來提前還款趨勢。整體而言投資人需求前景仍然是正向的，提供了有利MBS市場的支持。當前主要國家多採取非傳統性貨幣政策來達成政策性目標，然貨幣政策仍有其侷限性，再加上瑞士央行宣布放棄兌歐元匯價上限之決策，使得瑞士法郎短期匯價急遽變動進而影響其經濟表現，更凸顯了貨幣政策一致性的重要性。各國應採取提振內需的相關財政政策，而非僅專注於使貨幣貶值以提升出口、「以鄰為壑」的策略（且此亦將進一步降低實質工資，不利消費及經濟發展）；畢竟以全球的角度觀之，所有貨幣升貶值將會是零和遊戲。</p>					
電子全文檔：	C10400811_01.pdf					
出國報告審核表：	C10400811_A.pdf					
報關與否：	否					
專責人員姓名：						
專責人員電話：						

列印

## 目 錄

壹、前言.....	2
貳、GNMA MBS 投資分析與市場展望.....	3
一、Ginnie Mae 與美國政府房貸政策.....	3
二、GNMA MBS 之房貸組成與其提前還款分析.....	5
三、GNMA MBS 提前還款模型.....	12
四、美國房貸保險政策對 GNMA MBS 的影響.....	17
五、GNMA MBS 投資展望.....	23
參、貨幣戰爭再起?研析貨幣政策及市場參與者之因應之道.....	25
一、前言.....	25
二、貨幣政策的重要性及其限制.....	25
三、貨幣戰爭再起?當前主要國家(地區)採取的貨幣政策研析.....	26
四、結論與市場展望.....	43
肆、心得與建議.....	44
參考資料.....	46

## 壹、前言

此次<sup>職</sup>參加 JP Morgan 於 3 月 23 至 27 日舉辦之「固定收益投資管理研討會」，會議探討包括資產配置管理、通膨前景及避險策略、新興市場現況、金融政策及經濟展望，主題內容涵蓋債券投資工具管理、信用分析個案研究、固定收益資產配置、新興市場債券、全球總體經濟展望等。一共 5 天的課程內容豐富、密集充實，有助提昇金融投資專業及風險評估素養，並促進對 JP Morgan 之金融市場投資策略及資產配置管理哲學之瞭解。

本次 JP Morgan 「固定收益投資管理研討會」共十人與會，除了來自央行或主權財富基金，其餘部份來自全球機構投資人；研討會課程分為一般主題探討與投資模擬(Portfolio Management Simulation)二部份，學員與講者間互動較為頻繁。

鑑於此次研討會對於金融市場未來發展與契機等議題有許多分析討論，本報告共分為四個部分，除前言外，第二部分為 GNMA MBS 投資分析與市場展望，第三部分簡介貨幣戰爭及其投資意涵；第四部分為心得與建議。

## 貳、GNMA MBS 投資分析與市場展望

### 一、Ginnie Mae 與美國政府房貸政策

Ginnie Mae 為美國政府國民抵押貸款協會(Government National Mortgage Association, 簡稱 GNMA)係美國住宅暨都市發展部 (Department of Housing and Urban Development, 簡稱 HUD)轄下之政府單位, 其主要任務在於保證 GNMA 擔保之 MBS 本金與利息能按時全額支付。

不同於政府贊助機構(Government Sponsored Entities, 簡稱 GSE)的 Fannie Mae 與 Freddie Mac, GNMA MBS 由美國政府提供明確的直接保證。

雖然 GNMA 之各類政府擔保貸款借款人須額外支付貸款保險費(MIP), 包括 Upfront MIP 與 MIP 月費, 然而其與傳統房貸有兩個主要的不同:

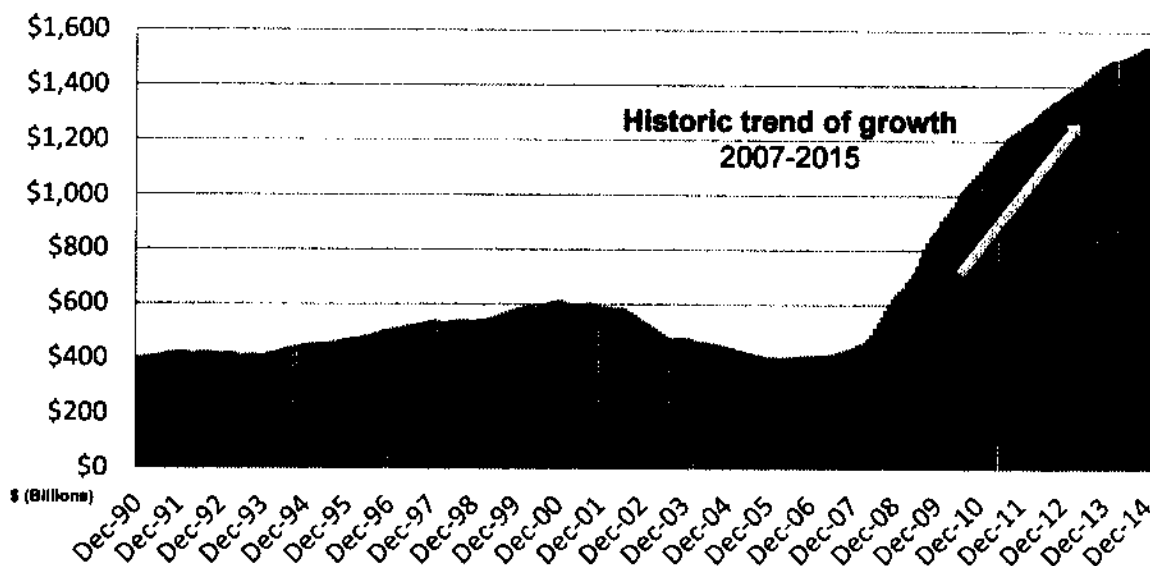
1. GNMA 擔保之貸款, 其貸款保險費主要是基於 LTV(房貸成數)比率而忽略其他貸款戶特性, 例如借款人的信用狀況。

2. 其次, 對於 LTV 達 80%以上的 GNMA 擔保貸款並不會要求支付民營貸款保險費, 因此對於高 LTV 貸款的整體保險成本相對較低。(雖然 GNMA 擔保貸款的保險費自 2009 年以來大幅增加, 使得 Fannie Mae、Freddie Mac 與民營企業的貸款保險費已經成為高 LTV 貸款借款人的另一項選擇。)

因此, 這些因素可提供高 LTV 借款成本最低的選擇, 使得高風險的借款人自行選擇進入 GNMA 擔保貸款的比重大幅增加。尤其在 2008 年金融風暴後, 美國銀行業對於貸放標準轉趨緊縮, 使得許多信用條件不佳的購屋者申

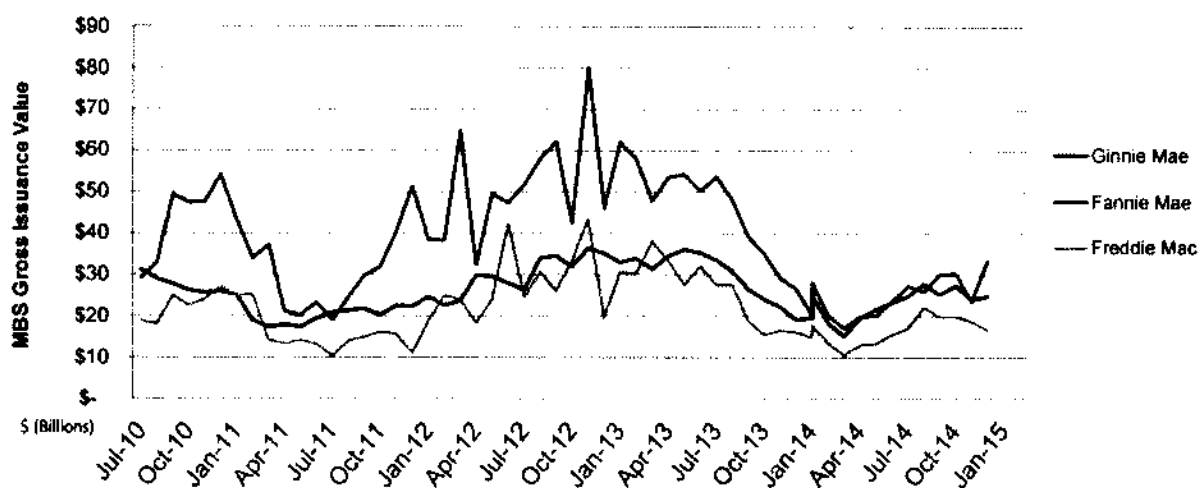
請政府擔保房貸，推動 GNMA MBS 發行在外餘額從 2007 年約 1 兆美元快速上升至 2014 年底約 1.5 兆美元，約占 MBS 市場發行總量之 32%。

圖 2-1 1990-2014 年 GNMA MBS 發行在外餘額



資料來源：Ginnie Mae

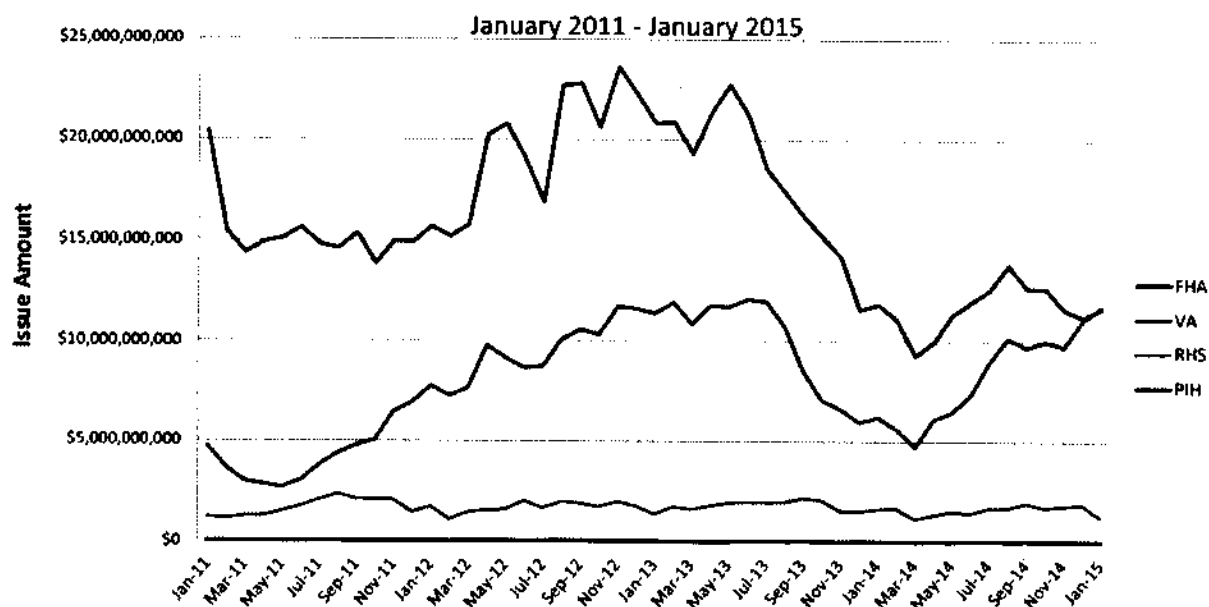
圖 2-2 2010-2015 年 1 月 MBS 市場之發行組成



資料來源：Ginnie Mae

## 二、GNMA MBS 之房貸組成與其提前還款分析

圖 2-3 2011-2015 年 GNMA MBS 之各項政府擔保貸款餘額



資料來源：Ginnie Mae

(一) GNMA MBS 資產池係由 4 種政府擔保貸款組成：

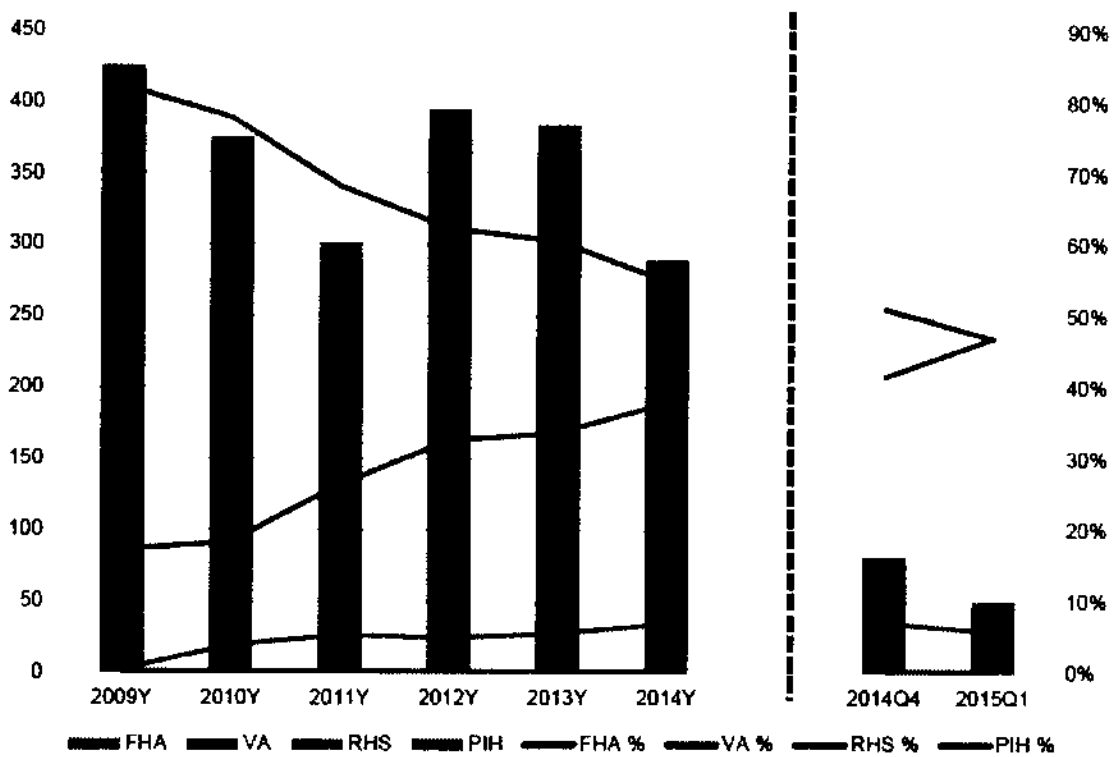
1. 美國聯邦住房管理局 (Federal Housing Authority, 簡稱 FHA)：此為占率最大的政府擔保貸款項目，目前借款人支付最高 175 bp 的房貸保險費 (UFMIP)，以及最高 85 bp 的 MIP 年費，此外借款人還需支付 3%至 5%的頭期款。

2. 退伍軍人管理局 (Veterans Administration, 簡稱 VA)：此為占率第二大的政府擔保貸款項目，係專門提供予退伍軍人(包括現役軍人、預備役與陣亡官兵配偶)。借款人僅需支付最高 3 bp 的申貸費用(相當於 UFMIP)，但沒有 MIP 年費，而且無需支付頭期款。

3. 美國農業部(U.S. Department of Agriculture Rural Housing Service, 簡稱 RHS): 此為占率第三大的政府擔保貸款項目, RHS 貸款僅適用於農村居民。借款人需支付 1.5 至 2bp 的申貸費用, 以及 30 bp 的房貸保險年費, 不需支付頭期款。

4. 公共與印地安人住宅辦公室(Public and Indian Housing, 簡稱 PIH): 占 GNMA 貸款比率最小的政府擔保貸款項目, 僅構成總量的不到 1%。

圖 2-4 2009-2015 年第一季 GNMA MBS 之各項貸款組成比率



資料來源：Ginnie Mae

鑒於 PIH 貸款於 GNMA 發行總量歷史資料之占率不到 1%，本文的分析



將著重於討論前三大政府房貸計劃與其於 GNMA 資產池中的影響，根據 GNMA 之統計，截至 2014 年 GNMA MBS 貸款統計數據顯示，整體 GNMA MBS 係由 55% FHA 貸款、38% VA 貸款、6% RHS，以及 1% PIH 的貸款所組成。

## (二) FHA 與 VA 貸款比較與其對提前還款的影響

相較於 FHA 貸款，VA 貸款對於房貸利率具有更高的敏感性，因其主要受到下列三個因素影響：

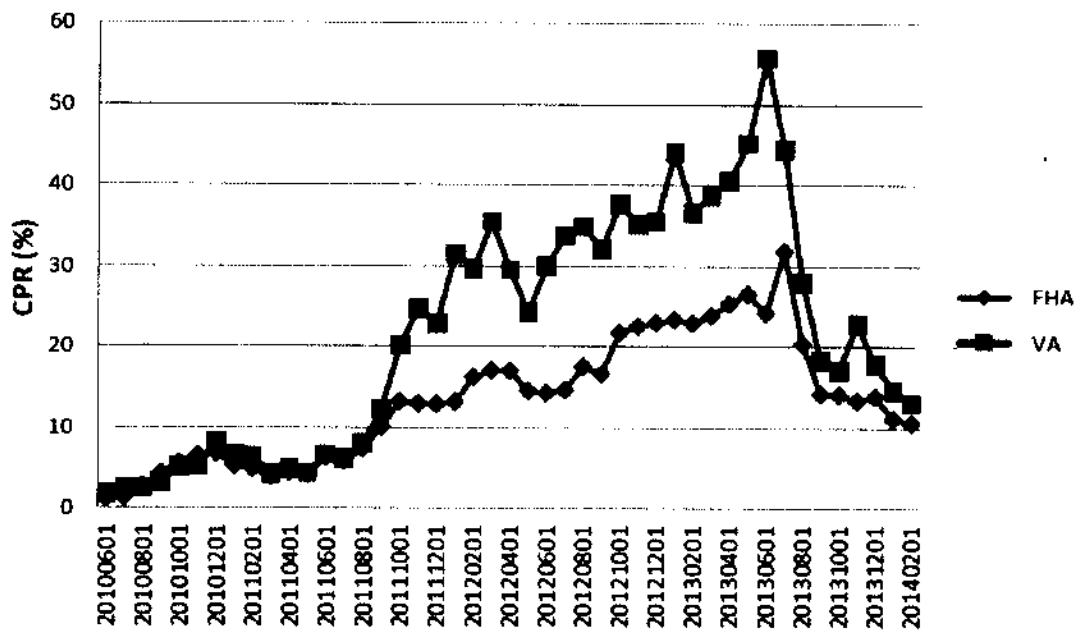
1. 通常 VA 貸款往往有較高 FICO 信用評分，以及較大的貸款規模。
2. 一般而言 VA 貸款的承貸標準更加寬鬆。例如：沒有最低年數限制的要求，就可以再融資 VA 貸款，借款人也被允許移轉相關貸款費用成本至新抵押貸款。
3. 由於從 2010 年底以來，FHA 大幅增加了房貸保險之保費(MIP)。

分析 MBS 市場之 FHA 與 VA 貸款提前還款速度之趨勢分析顯示出：2009 年 5 月之後發行之 GNMA MBS 通常情況下，其資產池中 FHA 和 VA 貸款提前還款速度呈現分歧趨勢，其中 VA 貸款之提前還款速度較 FHA 貸款提前還款速度更快。

採用 GNMA (包括 GN-I 和 GN-II) 2010 年發行之 30 年 4.5% MBS 資料進行分析其 VA 與 FHA 貸款資產池可以發現，兩者從 2011 年底開始發生大幅

的提前還款速度差距，其中 VA 資產池明顯較 FHA 資產池快得多，特別是在房貸利率下降時期(例如 2012 年中至 2013 年中期間)。

圖 2-5 2010 年發行 30 年期 4.5% GNMA MBS 之 FHA、VA 貸款提前還款率



資料來源：Ginnie Mae

雖然 GNMA 貸款中以 FHA 為最大宗，但 VA 貸款所占份額最近持續上升，部分原因是由於 FHA 的 streamline refinance 方案轉趨緊縮。

FHA 與 VA 提前還款比較：

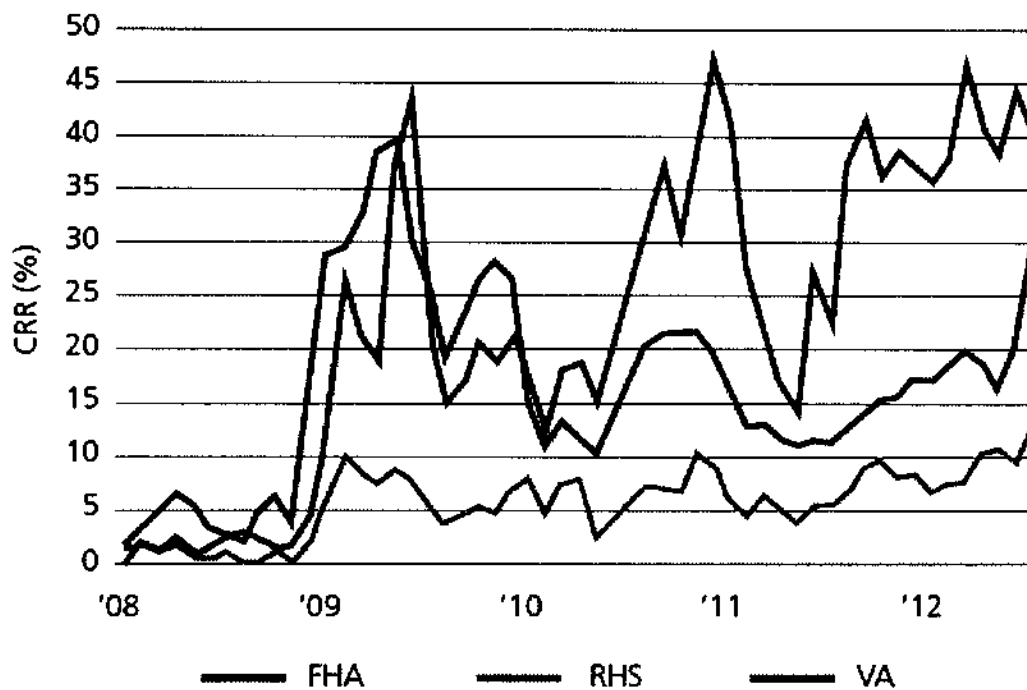
1. 儘管 FHA 與 VA 這兩種貸款都會吸引信用分數較低、LTV 較高的貸款人，但 VA 貸款的 LTV 通常會更高 (因為 VA 借款人融資額度可達房屋價

值的 100%)，但其他方面的條件可較佳。

2. 雖然 VA 的貸款規模通常會比 FHA 大，但其信用分數往往也比較高。
3. 此外 VA 之 streamline refinance 方案運作比 FHA 的更有效率，尤其是近期 FHA 轉趨緊縮後。
4. 因此 VA 貸款通常提前還款較快，且逾期貸款比率更低。

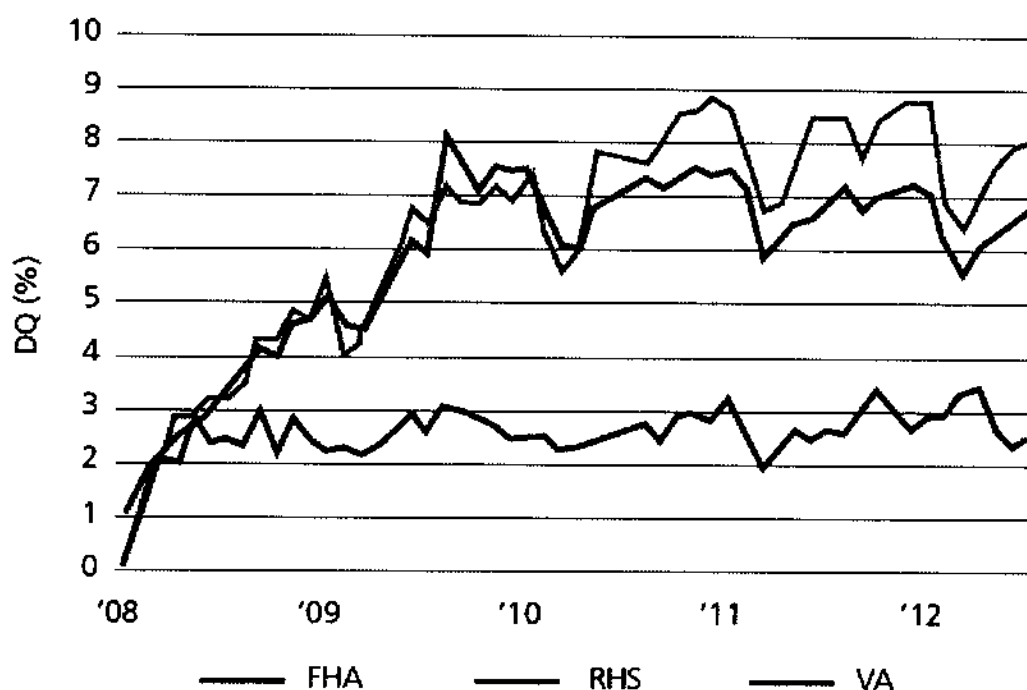
雖然提前還款模型大部分的預測估算係依據貸款類別的各項指標特性，但基於 VA 之 streamline refinance 方案運作的高效率，對其設定較低的再融資門檻。

圖 2-6 2008 年發行 GNMA MBS 各政府擔保貸款類別之提前還款率



資料來源：Ginnie Mae

圖 2-7 2008 年發行 GNMA MBS 各政府擔保貸款類別之逾期貸款率



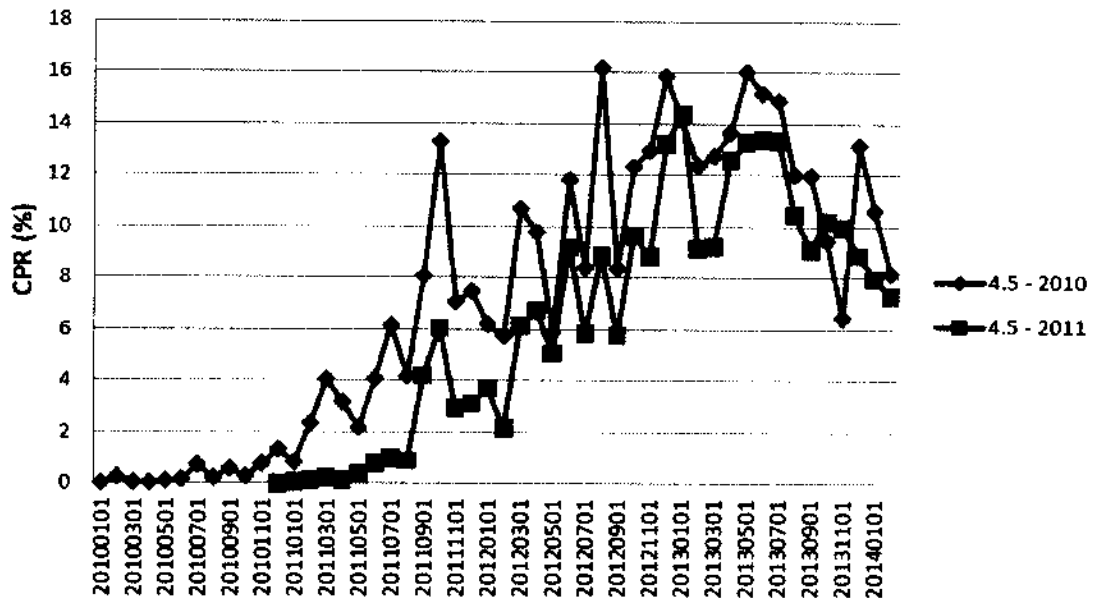
資料來源：Ginnie Mae

### (三) RHS 貸款之提前還款速度與其 GNMA MBS 的影響

與 FHA、VA 貸款相較，RHS 貸款一般具有較小的貸款規模以及較低的信用評分，此外 RHS 貸款都有規定收入上限，超過則該貸款申請被取消資格。因此當整體 GNMA 貸款的提前還款速度上升時，RHS 貸款的自願提前還款速度相對要低得多。當利率下降，RHS 貸款組成之資產池成為少數能提供 call protection 的來源，也可讓 specified pool 增加 payup。

圖 2-8 2010、2011 年發行 30 年期 4.5% GNMA MBS 比較：RHS 貸款

比重愈高，則其提前還款速度愈平穩



資料來源：Ginnie Mae

鑒於 VA、FHA 與 RHS 貸款均表現出不同的特性，提前還款模型須能反應出 GNMA 資產池中各資產池的細微差別，此外亦需考慮將 FHA MIP 預期變化的影響納入整體模型估算。

### 三、GNMA MBS 提前還款模型

Agency MBS 提前還款模型中係將 GNMA 資產池提前還款資料區分成四個部分：

提前還款=換屋(Turnover)+ 套現(Cash-out) +收購逾期貸款(Buyout)+再融資(Refinance)

#### (一) 換屋(Turnover)

換屋(Turnover)係衡量由於借款人搬遷而導致的提前還款。整體而言為現有房屋的銷售；而在提前還款模型中其相當具週期性，且關係到貸款歷經年限、目前的 LTV 與貸款標準的年齡，但與利率水準的相關性則較低。

#### (二) 套現(Cash-out)

當房價升高得以符合貸款標準，提前還款模型將預估會有額外套現付款出現。在模型中，信用較差的借款人更偏好套現，然而由於現今貸款標準較為嚴格，因此目前基本上可略過套現部分的影響。

整體而言，房貸戶換屋與套現的影響因素較為類似。與傳統房貸相較，GNMA 貸款因房價變動而收購逾期貸款的敏感度較高，然而換屋比例則較低。

美國政府房貸的一個重要特徵是可轉讓繼承(assumability)：在特定條件情況下，政府擔保貸款可以由新的屋主在購買該抵押房地產後繼承(轉移)。因此如果原屋主(賣方)有低利率房貸，買家就可以獲得此利益。然而如果房價較

原本承貸時上漲，則買家仍需額外支付更高的頭期款。由於買賣房屋時還須權衡多項因素，房貸會被轉讓繼承的比例仍存在不確定性。

然而在利率顯著上升但房價還未隨之變動的情境分析中，GNMA 貸款的提前還款將較傳統房貸更為減少。因為當 GNMA 貸款的換屋比例較低，則其房貸可轉讓繼承的影響性也將減少。

### (三) 收購逾期貸款(Buyout)

收購逾期貸款係 MBS 資產池中逾期 4 個月的貸款將被貸款銀行(或房貸公司)收購而從 GNMA 資產池中移除。

提前還款模型係通過信用移轉矩陣衡量逾期模式，而每月計算逾期貸款占 MBS 資產池比重則是以信用分數(FICO)、現今 LTV、房屋價格上揚幅度，以及貸款類別(例如 15 年之貸款顯示其信用品質較佳)等變數所組成之函數估算。若逾期貸款未能及時收購或進入止贖程序，則逾期貸款最終仍必須收購。

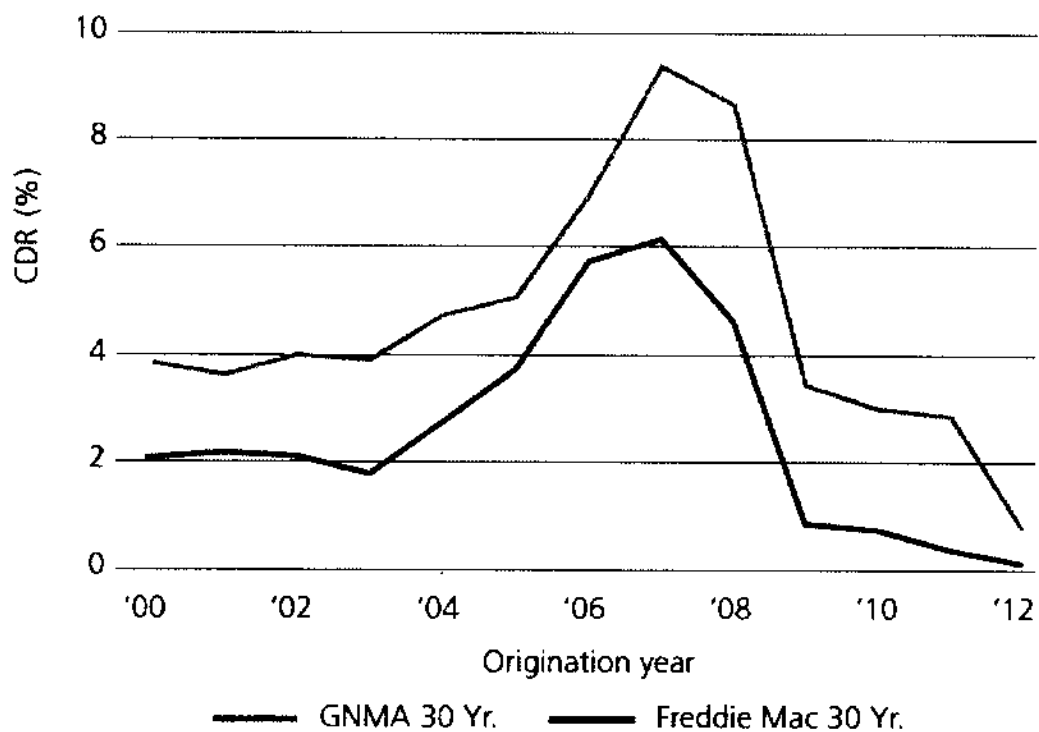
雖然逾期貸款將在清算過程中退出資產池，但不同於傳統房貸，其收購逾期貸款係由 GSE 進行，在 GNMA 則是由放款銀行完成收購逾期貸款，因此影響其收購決策的因素完全不同。

鑑於 FHA 與 VA 借款人的信用狀況較差，因此 GNMA 貸款的收購率較傳統房貸更高，例如 30 年期 MBS 歷史資料顯示出 GNMA 收購率約為 Fannie Mae 兩倍。

在傳統房貸方面，Fannie Mae 與 Freddie Mac 公佈的政策變化係影響逾期

貸款收購的主要因素。在一般情況下，GSE 大都會在逾期貸款發生後立即予以收購（少數例外情況為 2008-2010 年期間，當時 GSE 傾向於延遲執行）。而對於 GNMA 逾期貸款的收購，則需通過建立模型估算放款銀行收購率（例如對於利率較高的貸款，放款銀行對其收購意願將升高。

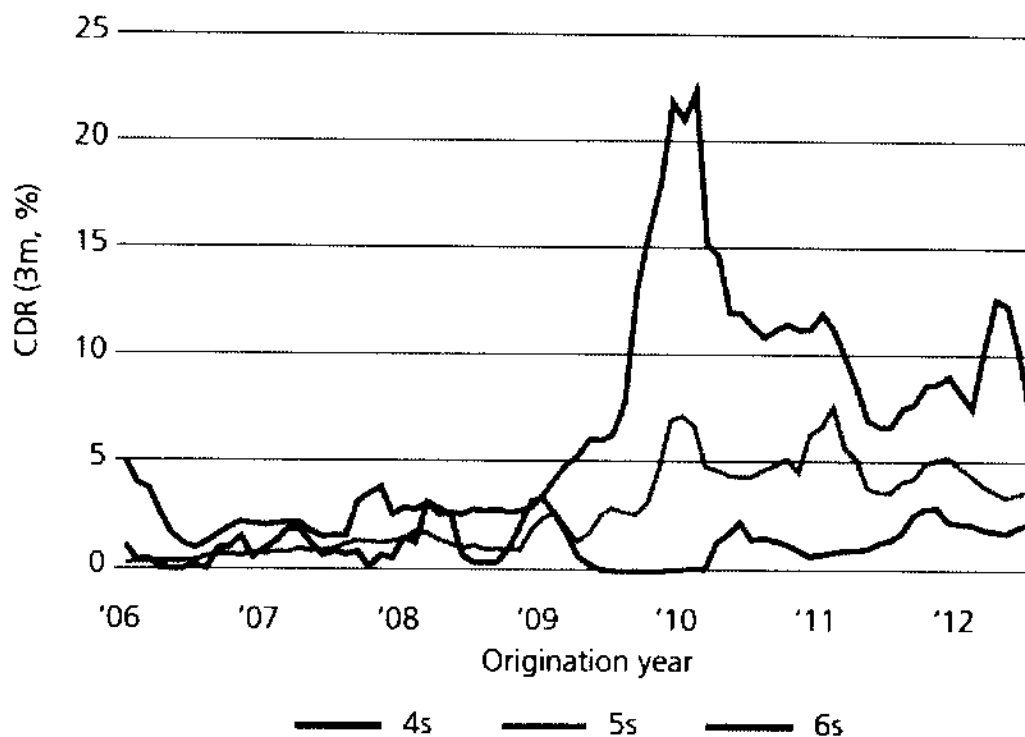
圖 2-9 2000-2012 年發行之 30 年期 MBS 逾期貸款收購率



資料來源：Ginnie Mae (8/1/2012)



圖 2-10 2006-2012 年發行之各票面利率 GNMA MBS 逾期貸款收購率



資料來源：Ginnie Mae (8/1/2012)

#### (四) 再融資(Refinance)

再融資係指借款人終止原有房貸，轉換為新房貸契約，藉以獲得較低利率的情況，因此原有房貸須從 GNMA 資產池中移除。

提前還款模型中再融資部分主要是由貸款利率相對於貸款初級市場利率所驅動，然後根據借款人的信用、貸款標準、貸款規模與目前 LTV 調整，同時也納入美國政府新版房貸再融資計畫(HARP)的影響。

此外，再融資誘因在長時間作用後，較佳的貸款大都已再融資，再融資行為將產生疲乏效果(burnout effect)，使得提前還款趨於穩定。

鑒於 GNMA 貸款的定價有利於低信用品質與高 LTV 的借款人，使得此類貸款在低收入以及首次購屋者中相當受歡迎。

GNMA 貸款不僅是信用分數較低與 LTV 更高，還包括其他特徵，例如貸款規模較小，此特性也使得 GNMA 貸款的提前還款機率較低，因此可發揮抵消信用較差的效果，然而大多數 GNMA 貸款再融資係透過 FHA 與 VA 提供之 streamline refinance 方案。(當借款人的信用或貸款 LTV 改善也可能再融資成為傳統房貸，因為其較 streamline refinance 方案便宜或者更加容易。)

表 2-1 GNMA 貸款與傳統房貸之比較 (30 年期房貸)

	GNMA			Conventional		
	Rate	Volume	Originations	Rate	Volume	Originations
2010	94.4	701	181	71.9	759	223
2011	94.7	697	178	73.0	758	216
2012	94.6	709	189	73.5	760	227

資料來源：Ginnie Mae

#### 四、美國房貸保險政策對 GNMA MBS 的影響

##### (一) 美國房市改革政策- FHA 房貸保險費

為因應 2008 年金融風暴後美國房市全面崩跌，美國政府公布新 FHA 房貸再融資計畫(Streamline Refinance Program)房貸保險費(MIP)政策以增進房市發展，係其後曾多次予以修訂，包括 FHA 曾經於 2012 年 3 月更新 MIP 費用時間表，以協助許多美國仍為房價下跌後而無法取得再融資的負資產房貸戶，使得 2009 年 5 月之前的 FHA 貸款在再融資時已不會再受新調高的 MIP 費用規定影響，而有效提振了 FHA 貸款再融資。

美國總統 Obama 於 2015 年 1 月 7 日發表有關振興房市政策，承諾為協助減輕美國民眾房貸負擔，MIP 年費將由 135 bp 大幅調降 50 bp 至 85 bp，而 Upfront MIP (一次性費用仍維持於 175 bp 不變)，生效日為 1 月 26 日，此次 MIP 費率調降適用於包括新購屋與再融資之全部 FHA 房貸戶，都可以取得較低之貸款利率。

表 2-2 FHA 房貸保險費歷史變動列表

GNMA MIP Changes Over the Past Few Years

Origination Date	pre - Oct	Oct 2008 -	Apr 2010 -	Oct 2010 -	Apr 2011 -	Apr 2012 -	Jun 2012- Mar 2013		After April 2013		Currently Announced	
	2008	Mar 2010	Oct 2010	Mar 2011	Mar 2012	May 2012	Regular loans	Pre-May 2009 loans	Regular loans	Pre-May 2009 loans	Regular loans	Pre-May 2009 loans
UFMP	1.50%	1.5% for streamline refinance, 1.75% others	2.25%	1%	1%	1.75%	1.75%	0.01%	1.75%	0.01%	1.75%	0.01%
Annual MIP	LTV<=95	50 bp	50 bp	50 bp	85 bp	110 bp	120 bp	55 bp	130 bp	55 bp	80 bp	55 bp
	LTV>95	50 bp	55 bp	55 bp	90 bp	115 bp	125 bp	55 bp	135 bp	55 bp	85 bp	55 bp
MIP Incentive (current)			(30 bp)	5 bp	30 bp	40 bp	40 bp	(30 bp)	50 bp	(30 bp)		

資料來源：HUD

表 2-3 FHA 房貸保險新費率計畫內容係依據借款人之 LTV 與信用分數

Refi incentive change after MIP reduction based on LTV and FICO

	60-70	70-75	75-80	80-85	85-90	90-95	95-97
> 760	0	0	0	0	0	0	12
740-759	0	0	0	0	0	0	16
720-739	0	0	0	0	0	0	22
700-719	0	0	0	0	0	12	50
680-699	0	0	0	0	0	19	50
660-679	0	0	0	5	25	50	50
640-659	0	0	0	18	37	50	50
620-639	0	0	0	18	50	50	50
< 620	0	0	0	18	50	50	50

Loan Type	Origination Date	LTV	Upfront MIP (bps)	Running MIP	New Running MIP
30Y	before June 2009	> 95	1	55	55
		≤ 95	1	55	55
	after May 2009	> 95	175	135	85
		≤ 95	175	130	80
30Y High Cost	after May 2009	> 95	175	155	105
		≤ 95	175	150	100
15Y	after May 2009	> 90	175	70	70
		≤ 90	175	45	45

資料來源：HUD

1. 30 年期新房貸：LTV>或<= 95 之房貸的 MIP 年費將分別由 135bp、130bp 調降為 85bp、80bp。
2. 30 年期大型房貸(> 625,500 美元)：MIP 年費仍高於一般房貸高 20bp。LTV >或<= 95 之房貸，其 MIP 年費將分別由 155bp、150bp 調降為 105bp、100bp。
3. 15 年期新房貸：MIP 費率並沒有調整，目前 LTV>或<= 95 之 15 年期房貸 MIP 年費分別為 45bp、70bp。
4. 此次 MIP 新費率並不適用於 2009 年 6 月以前的 FHA 貸款，因其 MIP 費率更低。

## (二) 新 MIP 政策對 GNMA MBS 提前還款之影響評估

與傳統型房貸 (例如 Fannie Mae 和 Freddie Mac) 的借款人相較之下，FHA 貸款借款人一般須支付兩種房貸保險費，分別是 Upfront MIP 以及 MIP 年費，因為其 LTV 通常高於 80，而且往往具有較低的 FICO 信用評分和/或更高的負債與收入比。

Upfront MIP 是在承作貸款時支付一次，此外 FHA 貸款借款人每年還必須支付 MIP 年費，其相當於每年支付房貸利息的額外費用，MIP 年費約 55bp 至 120bp 之間。

因此當其符合承貸條件，FHA 貸款借款人會有強烈的動機再融資轉換為

傳統型房貸，以免於支付 MIP 年費。例如，當房價上漲的幅度足夠，使得 LTV 可以下降到 80，這就可能使得 FHA 借款人再融資轉換成為傳統型房貸的抵押貸款。

除此之外，重要的是與 FHA 貸款不同，VA 貸款並不須付 MIP 年費，所以 VA 借款人普遍缺乏相同的動機再融資到傳統型房貸，這也可能有助於解釋 FHA 的提前還款速度較快的原因。

由於再融資的新 FHA 貸款可降低房貸保險費用，一方面使得 FHA 貸款的提前還款速度因再融資推動上揚；另一方面預估此次調降 MIP 費率預計將可吸引部分貸款轉向 FHA。例如，比較 GNMA 5.0 2008 年 MBS 之提前還款速度，雖然在 2011 年中至 2012 年中的期間，其 FHA 貸款仍較 VA 慢，但由於之後 FHA MIP 幾次上漲，有助於縮小與 VA 貸款之間的提前還款速度。

#### 1. 預期此次調降費率將使得 FHA 之提前還款速度加快：

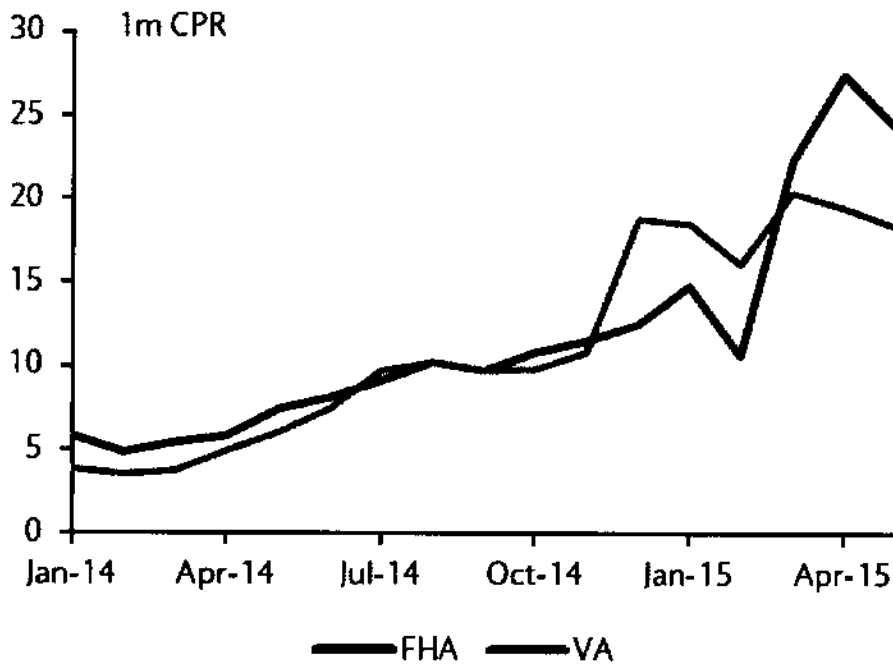
許多過去支付較高房貸保費的貸款人將更積極於申請再融資以降低保費，但是採用 2008 年以前的舊式房貸保費方案則不受此次新政策影響。

2015 年 1 月白宮新聞稿中估計約有 80 萬房貸戶可受惠進行再融資，而估計 FHA 房貸保險戶約有 4 百萬，因此可換算出 CPR 變動約為 20，將持續關注未來政策進展與提前還款之變動。

但由於 MBS Originator 可能會提前採用較低費率以因應未來變動，因此

對於 Ginnie Mae MBS 市場的影響仍有許多不確定性，將持續關注未來政策進展與提前還款之變動。

圖 2-11 2015 年 1 月調降 MIP 後之提前還款速度比較 (2013 年發行之 G2 3.5%)



資料來源：Ginnie Mae

G2 3.5% (2013 年發行) 受到 2015 年 1 月調降 MIP 的影響，其 FHA 貸款提前還款速度 3 月隨即跳升超過 VA 貸款，雖然稍後提前還款速度就開始下降，但由於仍有許多符合資格的房貸戶尚未採取行動，因此預期 FHA 貸款的提前還款速度在未來幾個月仍將居高不下，除非房貸利率大幅上升。

## 2. 調降 MIP 費率有助於增加 FHA 比重

表 2-12 2015 年 1-3 月 G2 總發行量之占率

Program / Purpose / Annual MIP	G23.0			G23.5			G24.0		
	Jan-15	Feb-15	Mar-15	Jan-15	Feb-15	Mar-15	Jan-15	Feb-15	Mar-15
FHA	31%	28%	41%	44%	41%	61%	70%	73%	81%
Purchase	26%	23%	20%	33%	30%	25%	41%	37%	31%
>55 to <=85 bp	0%	2.0%	14.9%	0%	1.7%	16.5%	0%	0.7%	12.7%
>85bp	25.3%	20.9%	4.8%	32.1%	28.0%	7.9%	40.2%	35.4%	16.6%
Refl	6%	5%	21%	11%	11%	36%	29%	36%	50%
<=55	1.5%	1.2%	1.0%	2.8%	2.9%	5.1%	16.9%	21.6%	31.2%
>55 to <=85 bp	0%	0.6%	19.0%	0%	0.5%	28.0%	0.2%	0.6%	7.8%
>85	4.1%	3.2%	1.0%	7.8%	6.7%	2.3%	9.7%	10.4%	6.4%
VA	63%	64%	55%	51%	50%	35%	24%	20%	16%
RHA	5%	8%	4%	5%	8%	3%	5%	6%	2%
Total issuance (\$bn)	4.0	5.0	9.1	12.1	9.7	10.9	5.5	4.1	3.1

資料來源：Ginnie Mae

美國政府於 1 月將 MIP 費率大幅調降 50 bp，對於 MBS origination 的市場發行面衝擊於已經逐漸擴展，3 月份 G2 發行組成比例已經產生顯著性的變化：在 G2 3.5、4.0 的部分，FHA 比重分別由 44%、70% 上升至 61%、81%。



## 五、GNMA MBS 投資展望

### (一) 未來 Fed 貨幣政策的可能方向及其影響

2014 年以來美國非農就業人數持續增加，企業也開始提供更多工作職缺，顯示勞動市場穩健復甦，但薪資上升幅度卻相當有限，經濟活動各項指標好壞不一，通膨仍處於低檔，2015 年第一季經濟成長率呈現倒退，但 Fed 官員認為此僅為暫時性因素影響，之後仍會同時觀察房市復甦狀況，以及檢視各項經濟指標，保留升息時機決策更大的靈活性。因此在未來幾個月，GNMA MBS 投資決策主要仍將受到 Fed 貨幣政策的行動影響。

Fed 貨幣政策包括啟動升息的時點與再投資政策對 MBS 市場都可能產生相當大的衝擊，因為若首次升息延後三個月，則 Fed 的再投資也將最起碼再持續三個月。投資人需對於 Fed 貨幣政策信號更加謹慎，不能完全排除再投資持續進行至比目前市場預期更久的可能性。

Fed 於三個月期間的 MBS 再投資總額約有 750 億美元，如果 Fed 提早升息，則較早結束的再投資將導致債券供給增加，使得 Fed 之外的市場投資人須再額外吸收 750 億美元 MBS 債券供給。

### (二) 美國房市展望

金融風暴後銀行業處理逾期放款的成本大幅升高，另一方面包括 Dodd-Frank 等新金融監理法規的要求的不確定性，都降低了銀行業的貸放意願，雖然市場普遍預期金融監理單位與銀行業者將共同合作尋求更適當的貸

款標準，但其協商過渡期間可能需費時數年。由於美國勞動市場持續穩健成長，預計年輕世代財務狀況將改善，未來自有住宅率可望回升。

### (三) Fed 之外的市場投資人對於 MBS 之需求依然穩健

鑒於 GNMA MBS 係由美國政府提供明確的直接保證，因此其信用風險相當於美國公債，但卻能提供相對較高收益。依據美國財政部統計資料顯示，貨幣市場基金、銀行，以及海外投資人持續快速增加 Agency MBS 持有餘額，其中 Ginnie Mae MBS 的主要投資人為各國央行、商業銀行與保險公司，近期亞洲投資人需求相對成長幅度較大，歐洲投資人需求也開始升高。

大多數固定收益市場投資人所採用的 Barclays US Aggregate 指數中，目前 Agency MBS 占率為 29%，使得以此指標指數做為衡量基礎的投資人傾向於增持至 neutral，甚至略為 overweight。例如，美國前 20 大固定收益基金管理的總資產約 6,500 億美元，其中 MBS 占率已經從 2014 年底約 30% 上升至目前約 33%。

## 參、貨幣戰爭再起？研析貨幣政策及市場參與者之因應之道

### 一、前言

「貨幣戰爭」一詞，早先見於 2007 年出版的《貨幣戰爭》<sup>1</sup>，該書主要以貨幣史觀為軸，對國際貨幣金融情勢進行戰略分析；後亦由巴西財政部長 Mantega 於 2010 年針對全球間競相惡意貨幣貶值之現象公開以 "currency wars" 提出警訊，Rickards 更在其於 2011 年出版之《Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis》<sup>2</sup>一書中進一步對 "currency wars" 闡述，認為在政策影響下的貨幣貶值，不僅影響經濟貨幣情勢，甚或帶有戰略性意味，影響力可達國安層級。此一概念雖由來已久，然在各國央行紛採非傳統性貨幣政策之今日，勢將再成議題中心。

### 二、貨幣政策的重要性及其限制

由於一國的貨幣政策勢將影響該國幣值升貶，而其將進一步影響該國出口競爭力與 GDP，如以更長遠的角度觀之，其對於進口價格、通膨預期及薪資成長等亦有密切的關係，對該國總經情勢將產生通盤性的影響；然誠如 Mundell-Fleming 著名之不可能的三位一體原則 (the Impossible Trinity) 所述，固定匯率、資本自由移動與貨幣政策的自主性三項目標無法同時達成，貨幣政策在實行上仍有其限制。

然各國在決定其貨幣政策的採行上，除了須考量其國內經濟情勢，在跨境資本可移動，且其規模及波動性亦逐漸擴大的情況下，更須考慮到其貨幣政策可能在國際上產生的外溢效果（尤其是新興、小型經

---

<sup>1</sup> 《貨幣戰爭》，宋鴻兵編著，2007 年中信出版社出版。

<sup>2</sup> Rickards, James G. (2011), "Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis", *Portfolio of Penguin Group*

濟體)。Rey<sup>3</sup>更進一步認為，先進國家的貨幣政策會造成全球金融循環(global financial cycle)，在資本自由移動的情況下，全球金融循環會牽動短期國際資本移動；不論何種匯率制度，皆會使得貨幣的自主性受到限制。國際貨幣基金 IMF 甚至在本(2015)年 6 月呼籲美國延緩其升息腳步之時提及，聯準會之決策除了須審慎衡酌其國內經濟是否已有實質改善外，更需考量其升息可能引發國際上資金大幅且急遽的變動，將提高市場波動性，更甚者可能影響全球金融穩定。

此外，因各國幣值間的變化（匯率）係相對而論，任一國家貨幣政策變動影響下的匯率波動，如以全球性角度觀之，將會是零和遊戲(zero sum game)。印度央行總裁 Rajan 亦表示，新興市場常因國際外溢效果的影響，常需因應先進國家央行政策的改變對其國家造成的影響，此亦不甚合理，渠並呼籲 IMF 等國際組織應協助建立共識，各國央行的政策不應忽視其國際責任，而應建立更清楚的規則，重申國際間貨幣政策協調的重要性。

### 三、貨幣戰爭再起？當前主要國家（地區）採取的貨幣政策研析

自 2007 年次貸危機與 2008 年雷曼兄弟倒閉所致之全球金融風暴以降，因基準利率水準多已趨近歷史新低，再加上金融危機造成銀行風險意識升高、貸放意願降低，致資金流動性趨緊，各國政府除傳統的貨幣政策工具外，亦推出多項短期融通機制和大規模資產購買計畫(Large Scale Asset Purchase, LSAP, 即所謂的量化寬鬆(quantitative easing, QE) 政策) 措施，期能透過非傳統性的貨幣政策來挽救凍結

---

<sup>3</sup> Rey H. (2013b), "Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," 乙文挑戰了不可能的三位一體學說；其跨國實證研究發現，大國（特別是美國）的貨幣政策會透過資本移動，影響其他國家，形成全球金融循環，在此循環過程中，大量的資金在國際間快速進出，即使採取浮動匯率也無法隔絕國際資金流動，進而無法達成貨幣政策獨立性。

的信用市場、刺激總體經濟。然在各國/區域於近年紛紛推出相關舉措之時，其所為究係因應各國/區域之總經情勢，抑或在某種層次上係為避免其他國家/區域採取之 QE 政策造成之資金潮而採取的反制手段，或可由研析其採取之政策內容、實施背景及成效觀之。

### (一) 美國：量化寬鬆(QE)政策<sup>4</sup>

#### 1. 實施背景

由於短期聯邦基金利率已降至 0%~0.25%，趨近零利率底限，傳統貨幣政策效果有限，如藉由大規模購買長期債券，降低長期利率，將可降低企業與消費者利息負擔，進一步鼓勵借貸，促進消費與投資支出。

#### 2. 政策內容

量化寬鬆政策主要目的，除了降低長期利率外，亦可壓低美元匯價、增加金融機構準備金、推升資產價格與提高通膨預期等。自 Fed 2008 年 12 月起執行大規模資產購買計畫，至 Fed 主席葉倫 (Yellen) 於 2014 年 10 月 29 日正式宣布結束資產購買計畫期間之量化寬鬆政策內容摘錄如下表。

---

<sup>4</sup>為因應 2007-2008 年之次貸危機與全球金融風暴，Fed 採行許多非傳統貨幣政策工具，包括金融機構短期借貸機制以提供金融機構流動性、對特定信貸市場融資機制、大規模資產購買計畫(QE 量化寬鬆)與前瞻性指引(forward guidance)，本文將以 QE 為主要分析內容。

表 3-1 美國量化寬鬆貨幣政策內容摘錄

	LSAP1 (QE1)	LSAP2 (QE2)	MEP	LSAP3 (QE3)
背景	因應自 2007 年次貸危機與 2008 年雷曼兄弟倒閉所致之全球金融風暴，全球經濟衰退	美國通膨率過低，失業率高，再加上歐債危機的爆發，致美國經濟缺乏成長動能	勞動市場仍疲弱，失業率高，經濟並未好轉	景氣略有回升，但失業率仍逾 8%
執行時間	2008 年 11 月~2010 年 3 月*	2010 年 11 月~2011 年 6 月	2011 年 9 月~2012 年 12 月**	2012 年 9 月~2014 年 10 月
購債規模	美國公債：3,000 億美元 機構債：2,000 億美元 MBS：1.25 兆美元	美國公債：6,000 億美元	美國公債：6,670 億美元 (賣短債、買長債)	美國公債：8,100 億美元 MBS：8,700 億美元
特色	壓低長期利率，促進消費與投資需求	漸進式實施量化寬鬆政策	僅調整資產負債表內容，但並未增加 Fed 資產	購債無期限與金額的上限
經濟表現	S&P500：上漲 31.3% 房價：下降 2.5% 失業率：由 7.3% 上升為 9.9%	S&P500：上漲 7.4% 房價：下降 1.9% 失業率：由 9.8% 下降為 9.1%	S&P500：上漲 21.2% 房價：上漲 5.6% 失業率：由 9% 下降至 7.9%	S&P500：上漲 34.2% 房價：上漲 18.8% 失業率：由 9% 下降至 5.8%

資料來源：張天惠(2015)，「參加美國紐約聯邦準備銀行 2014 年「第 38 屆中央銀行研討會」(2014 Central Banking Seminar)出國報告」，頁 5。

註 1：LSAP，大規模資產購買計畫。

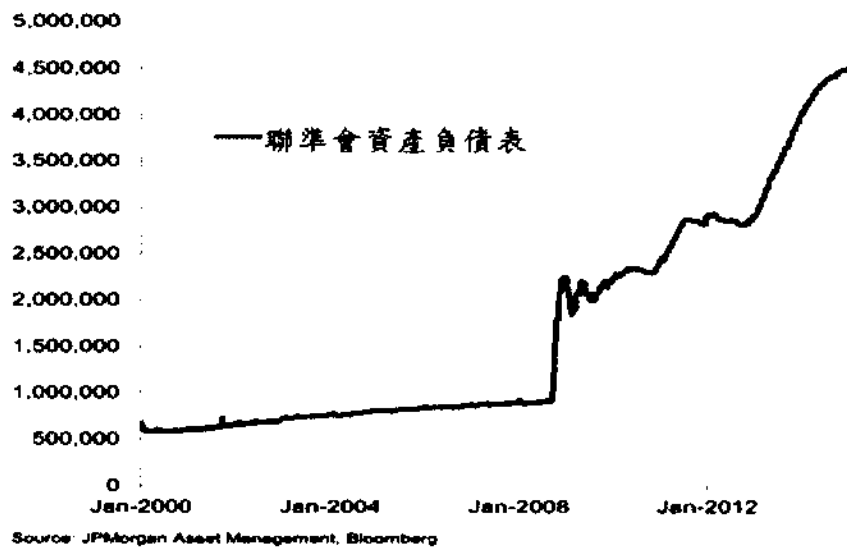
註 2：MEP(maturity extension program)，債券到期年限延長計畫，一般稱作扭轉操作(operation twist, OT)，操作方式為賣出短期債券，再買入等額的長期公債，目的在不增加 Fed 資產的情況下，引導長期利率下降，提供市場資金寬鬆的環境，鼓勵資金轉入不動產及長期投資。

### 3. 實施影響與成效

(1) 聯準會資產負債表顯著擴張：

大規模購買資產(如長期債券)，雖藉由增加長期債券需求，推升債券價格，降低了長期利率，降低了企業與消費者利息負擔、促進消費與投資支出，然其帶來的直接效果即為 Fed 資產負債表之顯著擴張。

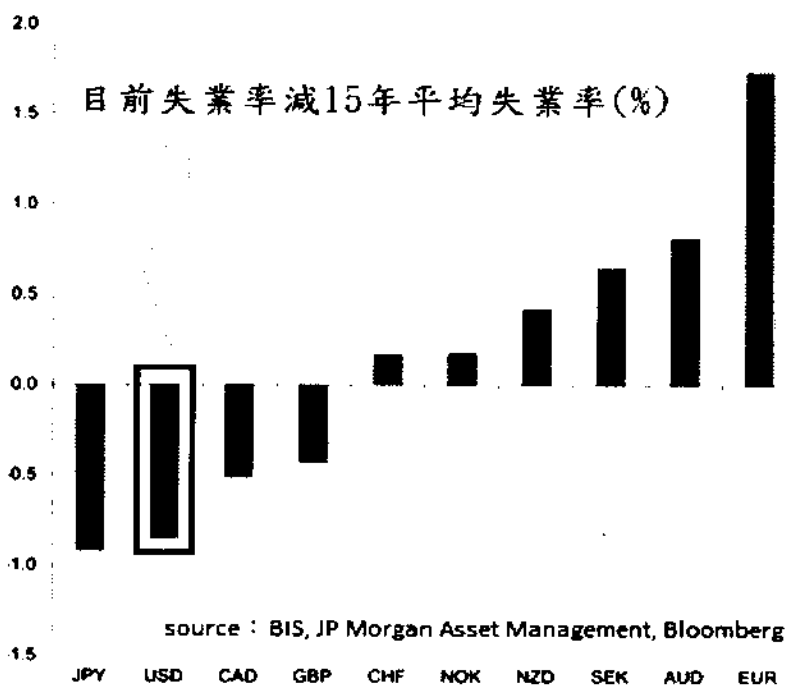
圖 3-1 聯準會資產負債表



然隨著美國經濟回歸、零利率底限不再成為限制，大規模資產購買計畫與前瞻式指引等之新工具終將退場，屆時勢必重新使用聯邦資金利率作為操作工具之際，Fed 現有龐大的資產負債表是否將成為隱憂？前聯準會主席柏南克前於本(2015)年四月公開表示，此將不會影響 Fed 緊縮貨幣政策之能力，因其仍可運用附賣回操作、對超額準備金付息利率(IOER)等工具來管理。

(2) 整體經濟情勢改善

圖 3-2 美國與其他國家/區域就業市場表現比較



自 2008 年 QE 政策推出以來，美國長期利率下跌、帶動股價與房價上揚，提振美國經濟成長與就業(如圖 3-2)；更甚者，今年年初市場對於美國經濟數據預期看法樂觀，包括 GDP 成長率將不受美元升值之影響可進一步提升，而偏低的油價及就業創造將可提高民間可支配所得及刺激消費，且隨著經濟成長加速，進一步還可帶動資本支出及民間投資等，引發了年初市場對於 Fed 將調高利率之預期。

圖 3-3 美元實質匯率

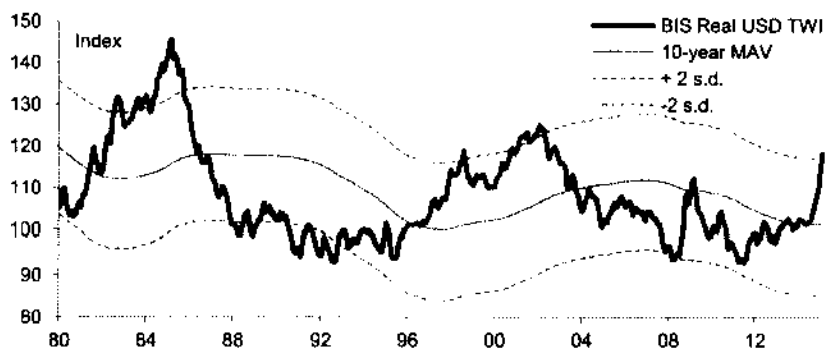


圖 3-3 顯示，自 QE 推出以來，美元實質匯率逐漸上升；然據 JP Morgan 於今年年初之觀察，此仍未對其出口有顯著影響(如圖 3-4)。

Source: BIS, JP Morgan Asset Management, Bloomberg



圖3-4 美元匯率對出口影響



4. 未來看法

至於美元未來匯率走勢如何？JP Morgan 研究認為，目前正處於美元看漲之階段(如圖 3-5)，且其實質匯率已高於應有水準(如圖 3-6)，升值速度也明顯攀升。Roubini 並於上(5)月指出，隨著美元升值速度較眾所預期的快速，其對美國本(2015)年第一季淨出口、通膨率的影響已顯著提升，於此同時，民間消費成長趨緩及資本支出表現不佳均顯示內需力道仍不足。

圖3-5 美元漲跌趨勢分析

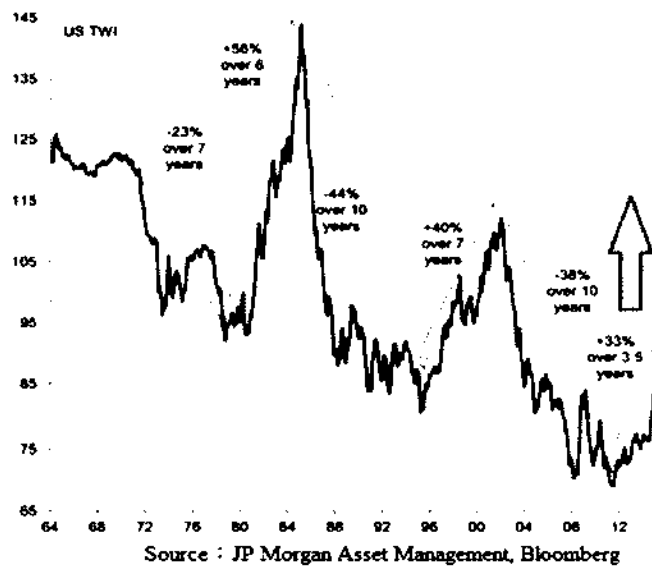
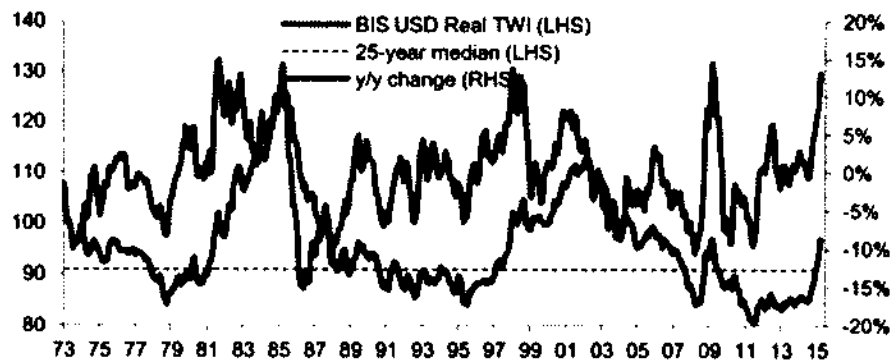


圖3-6 美元實質匯率與其長期水平



Source : JP Morgan Asset Management, Bloomberg

隨著美國經濟復甦不再強勁，聯準會近期也公開表示美元匯率的波動將對其淨出口、通膨率及經濟成長產生影響，此也引發市場對於美國是否將採取相關措施（如延緩利率調升）以阻升美元的預期，IMF 甚至也出面呼籲 Fed 延緩升息腳步<sup>5</sup>。

## (二) 日本：安倍經濟學三箭

### 1. 實施背景

安倍經濟學的三箭計畫，係 2012 年 12 月 26 日安倍晉三就任首相後，為擺脫日本 15 年通貨緊縮的困境及重振經濟，達到目標 GDP 成長率而由三個面向推動的相關政策。其中第一箭(寬鬆貨幣政策)主要實施原因，也是因當時名目利率已接近零，安倍首相希望透過寬鬆貨幣政策適度拉高預期通膨率、降低實質利率，以激勵民間投資消費，甚至能透過日圓貶值讓日商出口產品更具競爭力。

### 2. 政策內容

<sup>5</sup> Ian Talley (2015), "IMF urges Fed to wait on interest rates until 2016", *Wall Street Journal*, June 4.

安倍首相原本推出的三個經濟策略方針主要如下：

<p>積極的貨幣 寬鬆政策</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2 年內達成通膨目標 2%<sup>6</sup></li> <li>● 無上限的量化寬鬆</li> <li>● 以日本銀行的金融操作增加建設國債的金額、擴大資產收購基金額度，使資金流入市場</li> </ul>
<p>彈性的財政 政策</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 日圓貶值</li> <li>● 降低利息政策</li> <li>● 大規模的公共投資於整備防災、基礎建設等公共建設</li> <li>● 健全的財政再建(增加消費稅、消解現金財政赤字)</li> <li>● 推出 20 兆日圓經濟振興方案(其中 10.3 兆日圓為政府擴大支出)</li> </ul>
<p>提升民間投資的成長改革政策</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 振興產業計畫</li> <li>● 產業結構活化與創新計畫</li> <li>● 促進貿易計畫，包括利用加入跨太平洋戰略經濟夥伴關係協議(TPP)等政策，配合財政、金融政策以提高民間企業投資意願</li> </ul>

<sup>6</sup>2014 年 10 月 31 日日本央行聲明稿將通膨目標的達成改為無期限(open-ended)，刪除原 2 年內達成之用語。

然日本於去(2014)年 4 月調升消費稅率，影響其國內需求，再加上當時原油價格大幅下跌，造成物價下滑壓力，面對兩大政策目標——刺激經濟成長與擺脫通貨緊縮之進度落後，日本央行於 2014 年 10 月 31 日宣布進一步擴大資產購買規模，包括提高每年增加貨幣基數 (monetary base) 金額、擴大每年購買日本公債(JGB)規模、延長購買 JGB 的平均到期年限(maturity)及擴大每年購買指數股票型基金(ETF)及不動產投資信託基金 (J-REIT)的金額<sup>7</sup>等。

### 3. 實施影響與成效

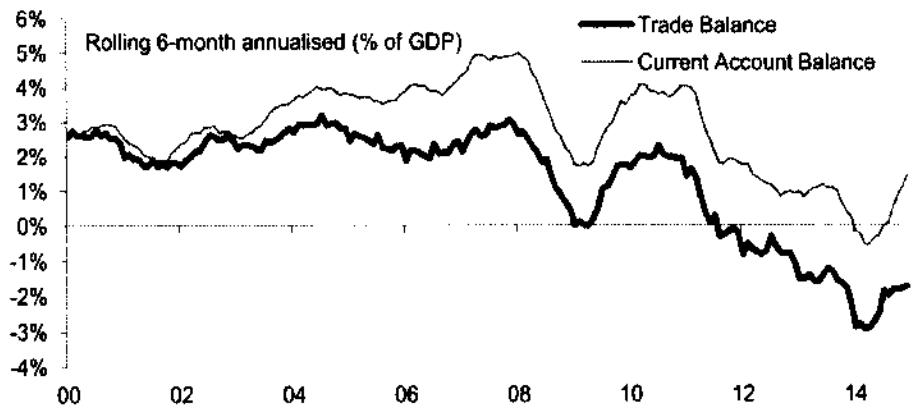
#### (1) 對日圓匯率及經常帳的影響：

相較於日本之前採取提振經濟的相關措施，安倍經濟學成功的逆轉了日圓 2010-2012 的升值趨勢(如圖 3-7)，此也進一步改善了其經常帳赤字(如圖 3-8)，有利日本經濟。



<sup>7</sup>貨幣基數金額每年增加 10~20 兆、購買日本公債規模每年增加 30 兆(平均到期年限亦延長至 7~10 年)、ETF 及 J-REIT 之購買金額亦擴大為原來的 3 倍。

圖3-8 日本經常帳之變化

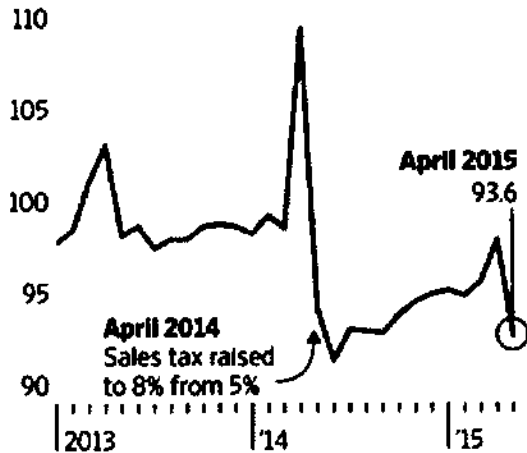


Source : JP Morgan Asset Management, Bloomberg, SNB

(2) 對股價及實質 GDP 的影響：

自安倍振興經濟政策推行以來，消費稅率調高之衝擊使得實質需求依然不振；再者，據 Barclays 研究顯示，名目薪資成長率跟不上通膨，員工實質薪資連續 15 個月下滑，不利家計部門購買力(如圖 3-9)，以致實質 GDP 並無顯著改善。

圖3-9 實質家計購買力指數

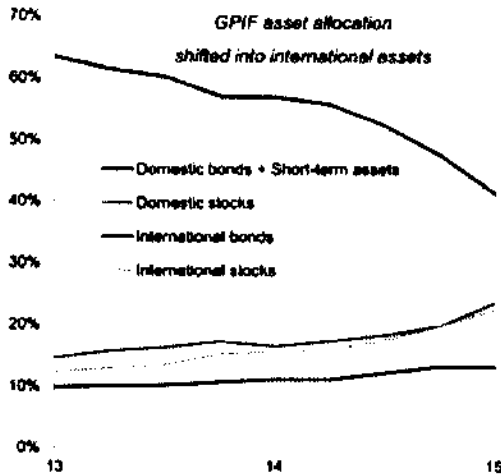


Source: The Wall Street Journal

然隨著日本政府退休投資基金(GPIF)改革，宣布調整資產配置，降低國內債券比重，提高國內股票及國外資產(含股票及債券)比重，將有助日本股市發展(如圖 3-10、圖 3-11)，希望可進一步改善對日本通膨的預期；雖仍有報導指出，股價上漲帶來的財

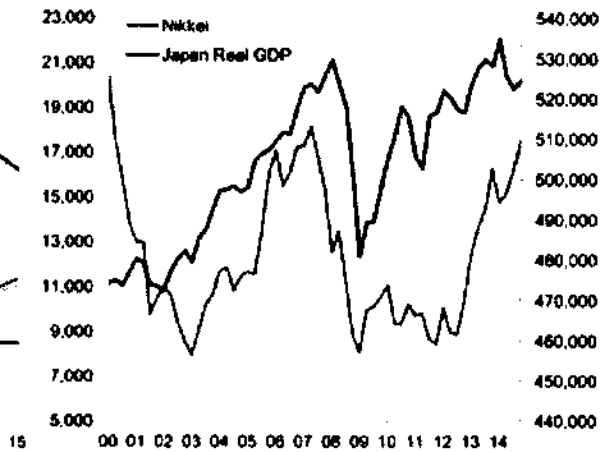
富效果對提升消費的效果可能不甚顯著，因日本持股數較多者多為年長者，而其對於財富效果刺激消費之反應通常較為緩慢<sup>8</sup>。

圖3-10 GPIF資產配置變化



Source: JP Morgan Asset Management, GPIF, Bloomberg

圖3-11 日本日經指數與實質GDP變化

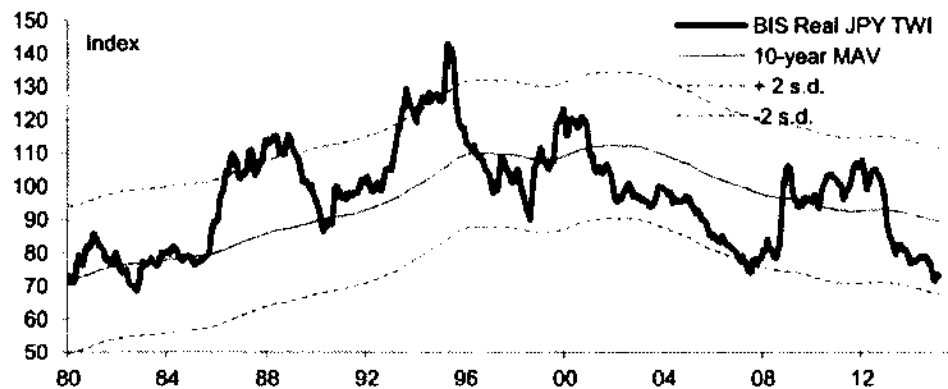


Source: JP Morgan Asset Management, MoF, Bloomberg

#### 4. 未來看法

據 JP Morgan 研析，日圓目前實質匯率較其中長期水準仍顯著低估(如圖 3-12)，然就其整體經濟情勢觀之，對

圖3-12 日圓實質匯率



Source: BIS, JP Morgan Asset Management, Bloomberg

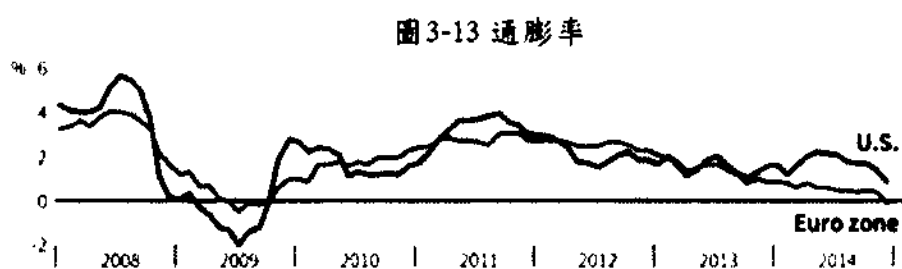
<sup>8</sup> Takashi Nakamichi, and Tatsuo Ito(2015), "Japan Consumption Disappoints as Inflation Slips to Zero", *Wall Street Journal*, May 28.

日圓未來的走勢影響方向不一：雖然目前經常帳的盈餘有利日圓升值，然 GPIF 的改革使得海外投資佔比增加，將導致資金流出可能促使日圓進一步貶值。據高盛推測分析，消費稅措施對實質需求造成的負面衝擊，即使受匯率、能源價格管道推升通膨，仍難達到日本的通膨目標，並預測再度推出寬鬆政策的可能性上升。

### (三) 歐元區：擴大資產購買計畫

#### 1. 實施背景

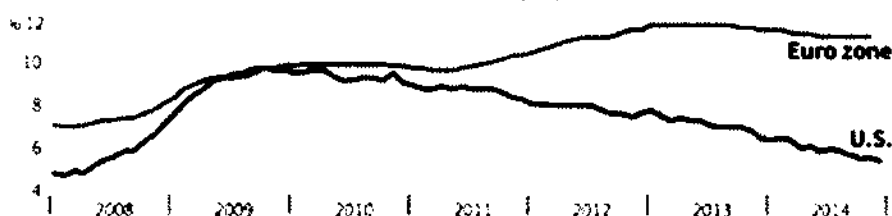
歐洲央行(ECB)於本(2015)年1月22日的貨幣政策會議，除了將主要再融通利率(main refinancing rate)、邊際貸放利率及隔夜存款利率，分別維持於0.05%、0.3%及負0.2%不變外，並宣布擴大資產購買計畫，主要是因歐元區的 HICP 於上(2014)年12月滑落至負0.2%(如圖3-13)，遠低於 ECB 所設定的目標，且預計未來數月



資料來源：Thomson Reuters

仍將持續偏低或呈負值；再者，歐元區11月份失業率為11.5%，遠高於美國和英國(如圖3-14)。

圖3-14 失業率



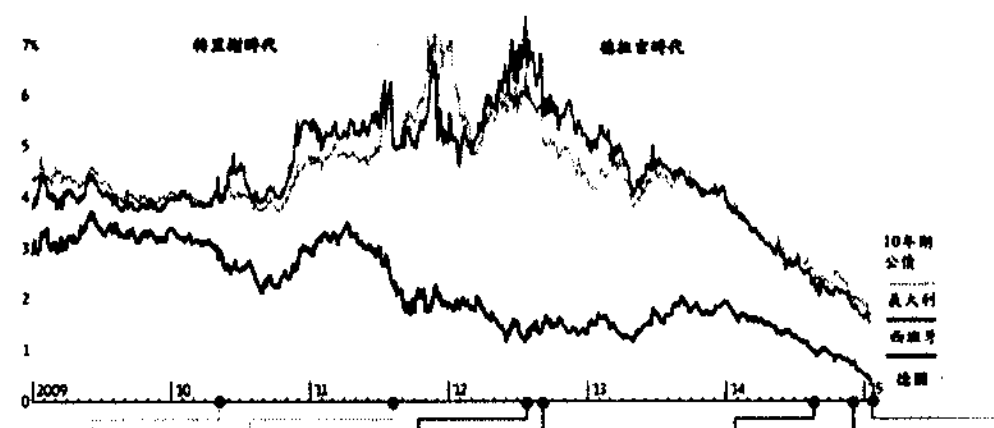
資料來源：Thomson Reuters

此外，時值國際油價大幅下跌，對薪資、定價可能產生影響外，亦可能影響中期的物價發展。於此同時，歐元區經濟仍顯疲弱，貨幣與信用條件持續不振。故在政策利率已調降至下限之際，ECB 乃決定採取進一步擴大資產負債表規模的行動，期使通膨率回升至趨近 2% 目標。

## 2. 政策內容

回顧ECB實行量化寬鬆的過程(如圖3-15)，由來已久，

圖3-15 ECB實行量化寬鬆政策歷程



在歐債危機高峰期，ECB 購入希臘、愛爾蘭與葡萄牙公債。	ECB 購債目標擴及西班牙與義大利，共買進 2,000 億歐元的政府公債。	ECB 總裁 Draghi 表示會不惜一切救歐元。	ECB 公布針對歐元債務的無限量購債計畫，雖從未使用，卻促使西班牙與義大利的殖利率顯著走低。	ECB 總裁 Draghi 警告，通膨預期低落，引發市場對 QE 的期待。	Draghi 表示，ECB 準備已著手相關行動的技術性工作，引發市場對於最快在 1/22 推出 QE 的期待。	ECB 宣布擴大 QE 規模，每月購買 600 億歐元資產。
------------------------------	---------------------------------------	---------------------------	--	---------------------------------------	---	--------------------------------

資料來源：楊淑雯(2015.1)，國際貨幣金融資訊簡報，第311期



然在通膨仍未達到預期目標的情況下，ECB 於本(2015)年初再度擴大資產購買計畫，其主要內容整理如下：

購債標的	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 除了原本的私部門債券購買計畫 (ABS 及 Covered bond) 在內，將購入歐元區公部門債券，包括歐元區會員國中央政府、機構(agency)及歐洲組織(European institution)<sup>9</sup>所發行的投資等級債券。</li> <li>● 若希臘可符合歐盟與 IMF 規範，希臘公債可於本(2015)年 7 月後成為購買標的。</li> </ul>
購債期間	本年 3 月起，至少將持續至明年 9 月，直到 ECB 管理委員會評估中期通膨率朝向 2% 的目標發展。
購債規模	每月購債總規模達 600 億歐元 <sup>10</sup> ；本次購債計畫期間預估購債金額達 1.14 兆歐元。

### 3. 實施成效與影響

(1) 經常帳佔 GDP 比重顯著提升，基本面表現強勁(如圖 3-16、圖 3-17)

<sup>9</sup>歐洲組織包括歐洲投資銀行 (European Investment Bank, EIB)、歐洲穩定機制 (European Stability Mechanism, ESM) 及歐洲金融穩定機制 (European Financial Stability Facility, EFSF) 等超國家組織。

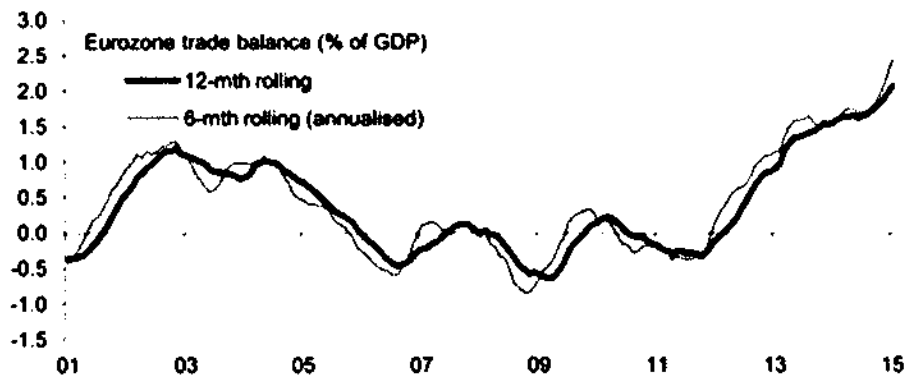
<sup>10</sup> 2014 年推出的私部門債券購買計畫 (ABS 及 Covered bond) 占 100 億歐元，其餘 500 億歐元則為新推出的公部門債券購買計畫。

圖3-16 經常帳順差對GDP佔比顯著擴大



Source: JP Morgan Asset Management, ECB, Bloomberg

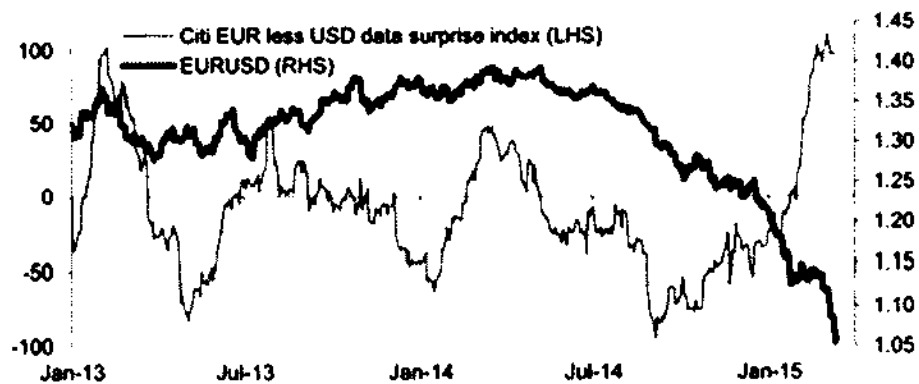
圖3-17 歐元區貿易帳餘額對GDP佔比提升



Source: JP Morgan Asset Management, Bloomberg, SNB

(2) 歐元區經濟表現亮眼：

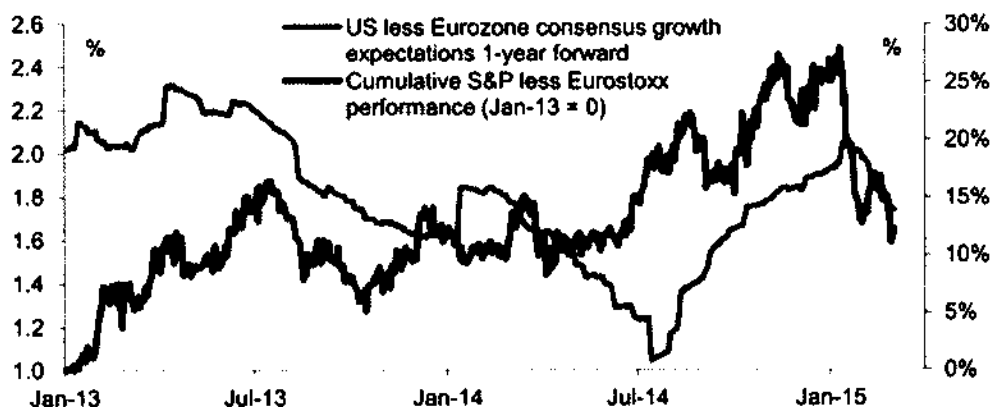
圖3-18 歐元區整體表現超越美國



Source: JP Morgan Asset Management, Bloomberg, SNB

此外，歐元區的成長使得其與美國的差距逐漸縮小，此可由股價指數表現觀之。

圖3-19 歐元區及美國股價指數表現差距

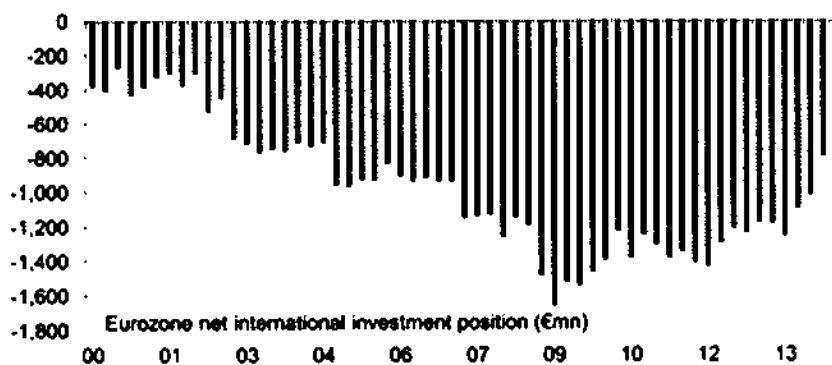


Source: JP Morgan Asset Management, Bloomberg, SNB

(3) 過低或甚至負的債券殖利率使得歐元區的資本流出增加：

歐元區的淨國際投資部位顯示資金持續流出；而進

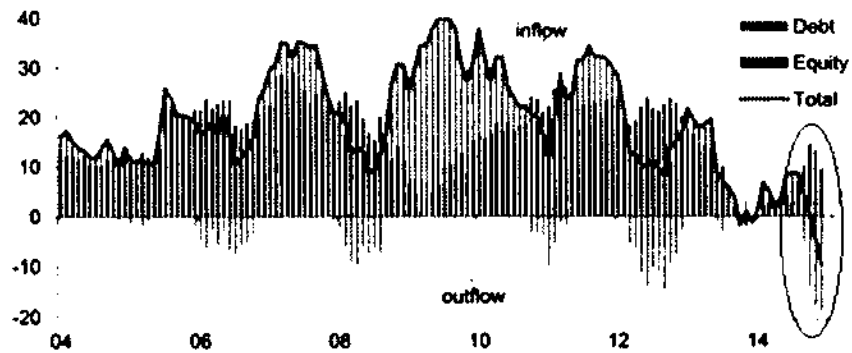
圖3-20 歐元區淨國際投資部位(單位：百萬歐元)



Source: JP Morgan Asset Management, Bloomberg, SNB

一步分析可知，導致歐元區資本流出主要是債券投資面因過低甚或是負的殖利率造成的。

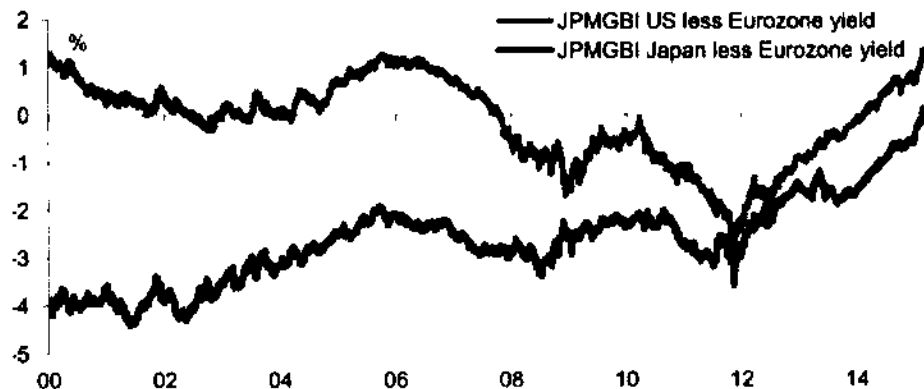
圖3-21 歐元區淨資本流動來源(單位:十億歐元)



Source: JP Morgan Asset Management, Bloomberg, SNB

而此情形（過低的債券殖利率）在歐元區甚至較其他主要國家（如美國、日本）更為顯著，導致歐元區債券投資的吸引力逐漸下降。

圖3-22 歐元區債券殖利率與美、日債券殖利率比較



Source : JP Morgan Asset Management, Bloomberg, SNB

#### 4. 未來看法

在ECB本(2015)年5月28日發佈的新聞稿<sup>11</sup>中，其公開表示，目前歐元區金融資產價格推升及實質投資水準仍低的情況顯示，整體而言經濟雖有改善，但仍未完全復甦，雖然量化寬鬆的政策已在信用方面略有成效，歐元區銀行業及保險業的獲利仍受量化寬鬆的政策帶來

<sup>11</sup> ECB (2015), "Growing financial risk appetite within a gradual economic recovery – Financial Stability Review", *Press Release*, May 28.

的低殖利率影響而降低，尤其在影子銀行可能帶來的系統性風險影響下，目前過低的名目成長率仍為歐元區金融穩定的挑戰。

#### 四、結論與市場展望

當前主要國家多採取非傳統性貨幣政策來達成政策性目標，然如上所述，貨幣政策仍有其侷限性，再加上本(2015)年1月瑞士央行宣布放棄兌歐元匯價上限之決策，使得瑞士法郎短期匯價急遽變動進而影響其經濟表現，更凸顯了貨幣政策一致性的重要性。

而在各主要國家當前的政策下，根據 BIS 資料及 JP Morgan 研究顯示，預期各幣別未來展望如次：美元之實質匯率略高於長期穩定價值、歐元實質匯價則顯低估，而日圓實質匯率以中長期角度觀之則處於顯著低估；其中國際間貨幣政策的歧異性在美國聯準會調升利率前將持續推動美元於 2015 年走強，然此走勢對於美國股市及出口貿易效果則較不顯著；歐元區經濟持續好轉，區內成長差距縮窄、貿易帳順差等基本面表現強勁，雖國際投資仍因區內負利率而為淨流出。

然就全球整體情勢觀之，各國採取的各種量化寬鬆政策不僅對其本身國內經濟造成影響，其亦引發了國際上資本流動，此對其他經濟體產生的衝擊，已廣受各界重視，市場進而關切是否又一波的貨幣戰爭即將開打？於此同時，Roubini 重申，各國應採取提振內需的相關財政政策，而非僅專注於使貨幣貶值以提升出口、「以鄰為壑」的策略（且此亦將進一步降低實質工資，不利消費及經濟發展）；畢竟以全球的角度觀之，所有貨幣升貶值將會是零和遊戲。

不論未來全球情勢如何變化、各國/地區央行決定採行何種政策，國際間政策的協調將更顯重要；而在各國貨幣政策呈現分歧之態勢下，本行需持續關注全球資金流向及經濟情勢，以便提早因應。

## 肆、心得與建議

Fed 貨幣政策決策方向的變動，包括啟動升息的時點與再投資政策對 MBS 市場都可能產生相當大的衝擊，因此未來幾個月 GNMA MBS 投資決策主要仍將受到 Fed 貨幣政策的行動影響。

美國房市展望亦與房貸市場息息相關，GNMA MBS 資產池之各項政府擔保貸款 VA、FHA 與 RHS 貸款均具有不同的特性，影響 GNMA MBS 之未來提前還款趨勢，此外亦需考慮將美國政府房市政策（包括 FHA MIP 的調整）預期變化的影響納入整體 GNMA MBS 投資決策考量。

鑒於 GNMA MBS 係由美國政府提供明確的直接保證，因此其信用風險相當於美國公債，但卻能提供相對較高收益，許多 real money 投資人、海外投資者未來仍可望增加持有 GNMA MBS，整體而言雖然不是非常強勁，但投資人需求前景仍然是正向的，提供了有利 GNMA MBS 市場的支持。

當前主要國家多採取非傳統性貨幣政策來達成政策性目標，然如上所述，貨幣政策仍有其侷限性，再加上本(2015)年1月瑞士央行宣布放棄兌歐元匯價上限之決策，使得瑞士法郎短期匯價急遽變動進而影響其經濟表現，更凸顯了貨幣政策一致性的重要性。

此外，如就全球整體情勢觀之，各國採取的各種量化寬鬆政策不僅對其本身國內經濟造成影響，其亦引發了國際上資本流動，此對其他經濟體產生的衝擊，已廣受各界重視，市場進而關切是否又一波的貨幣戰爭即將開打？於此同時，Roubini 重申，各國應採取提振內需的相關財政政策，而非僅專注於使貨幣貶值以提升出口、「以鄰為

壑」的策略(且此亦將進一步降低實質工資，不利消費及經濟發展)；畢竟以全球的角度觀之，所有貨幣升貶值將會是零和遊戲。

不論未來全球情勢如何變化、各國/地區央行決定採行何種政策，國際間政策的協調將更顯重要；而在各國貨幣政策呈現分歧之態勢下，本行需持續關注全球資金流向及經濟情勢，以便提早因應。

## 參考資料

張天惠(2015/1),「參加美國紐約聯邦準備銀行 2014 年「第 38 屆中央銀行研討會」(2014 Central Banking Seminar)出國報告」

陳星豪(2015/1),「ECB 擴大資產購買計畫的主要內容與可能影響」,國際貨幣金融資訊簡報,第 311 期

楊淑雯(2015/1),「ECB 實施大規模 QE 的預期成效暨國際間央行的回應」,國際貨幣金融資訊簡報,第 311 期

彭德明(2014),「不可能的三位一體原則下之貨幣自主性—兼論國際外溢效果與最適匯率制度」,國際金融參考資料,第六十六輯

Alex Christie (2015), “Active bond management: Some considerations,” J.P. Morgan.

Alan Cubbon (2015), “Portfolio construction with FIRE: Fixed Income Return Estimator,” J.P. Morgan.

Erick Muller (2015), “Trends in Fixed Income Diversification J.P. Morgan Asset Management,” J.P. Morgan.

Mike Cudzil (2014), “Mortgage Investing for Official Institutions,” PIMCO.

Vineer Bhansali (2014), “Risk Factors – A Portfolio Management Perspective,” PIMCO.

Scott Mather (2014), “Implementation of Macro Views in Portfolios,” PIMCO.



Nouriel Roubini (2015), "The dollar joins the currency wars", May 1.

Takashi Nakamichi and Tatsuo Ito (2015), "WSJ: Japan Consumption Disappoints as Inflation Slips to Zero", Wall Street Journal, May 28.

Keith Bradsher (2015), "Head of India's Central Bank Criticizes Post-Crisis Efforts," The New York Times, Jan. 16

Central Banking Staff (2015), " governor of the Year: Raghuram Rajan," Central Banking Journal, Jan. 12.

Ian Talley (2015), "IMF urges Fed to wait on interest rates until 2016", Wall Street Journal, June 4.

ECB (2015), "Growing financial risk appetite within a gradual economic recovery – Financial Stability Review", Press Release, May 28.

Rey H. (2013b), "Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," VOX (<http://www.voxeu.org/>), August 31.

Fabrizio Saccomanni (2015), " Monetary spillovers? Boom and bust? Currency wars? The international monetary system strikes back", BIS Dinner Speech, February 6.