

出國報告（出國類別：其他）

參加 BlackRock 舉辦之  
「2016 年外匯存底管理訓練研討會」  
心得報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：單家禎（三等專員）

邱唯婷（辦事員）

派赴國家：英國/倫敦

出國期間：105 年 5 月 14 日至 22 日

報告日期：105 年 8 月 8 日



# 目 錄

壹、前言 .....	4
貳、簡介2016年投資環境.....	5
一、總體情勢.....	5
二、年初至今各資產報酬概況 .....	6
三、主要國家貨幣政策.....	8
參、央行外匯存底管理目標及低利率環境之挑戰 .....	12
一、央行外匯存底管理目標 .....	12
二、當前央行面臨之投資挑戰 .....	13
三、各國外匯存底分析.....	16
肆、近期貨幣走勢與投資評析 .....	19
一、貨幣波動性顯著上升.....	19
二、人民幣急貶預期暫時消退 .....	21
三、美元由強勢轉為進入整理 .....	23
伍、固定收益ETF探討.....	26
一、全球固定收益 ETF 成長趨勢.....	26

二、固定收益 ETF 之特色.....	28
陸、心得及建議事項.....	33

## 壹、前言

本次 BlackRock (貝萊德) 「2016 年外匯存底管理訓練研討會」，主要聚焦於全球總體形勢分析，並探討低利率環境下，央行應該採取何種因應措施，以及如何重新審視央行投資時應注意之重點。研討會期間每日均安排不同研討主題，並舉辦模擬投資競賽，以實務操作來驗證學員研習成果。BlackRock 並邀請拉脫維亞央行，就其為因應低利率投資環境，所執行分散、擴展投資組合之經驗，與學員作交流與分享。

本次參加學員約 35 位，包括 ECB、印度央行、巴西央行、阿布達比投資局、香港金管局、韓國央行、愛爾蘭央行、芬蘭央行、希臘央行、匈牙利央行、墨西哥央行、捷克央行、斯洛伐克央行、波蘭央行、迦納央行、孟加拉央行、斯里蘭卡央行等。職等就其重點摘要如下列章節：

- 2016 年投資環境簡介；
- 央行外匯存底管理目標及低利率環境之挑戰；
- 近期貨幣走勢與投資評析；
- 固定收益 ETF 探討；
- 心得及建議事項。

## 貳、 2016 年投資環境簡介

### 一、 總體情勢

經濟呈現低成長，但未出現衰退，惟負利率公債數額大幅增加。

目前全球經濟狀況雖未進入衰退，但成長力道有限，此與各投資機構於 2015 年末之預期差距不大。由圖 1 可以發現，目前僅中國大陸 PMI (藍線)仍位於 50 榮枯分水嶺之下，美國及歐元區 PMI 皆處於溫和擴張，且中、美 PMI 均呈現穩步升溫之狀況。

圖 1：主要國家製造業 PMI

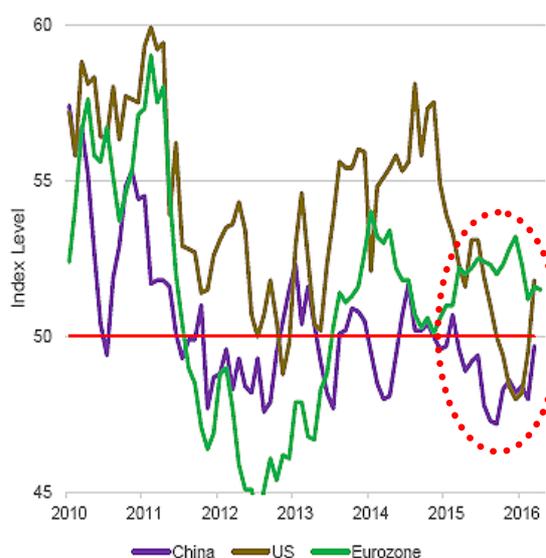
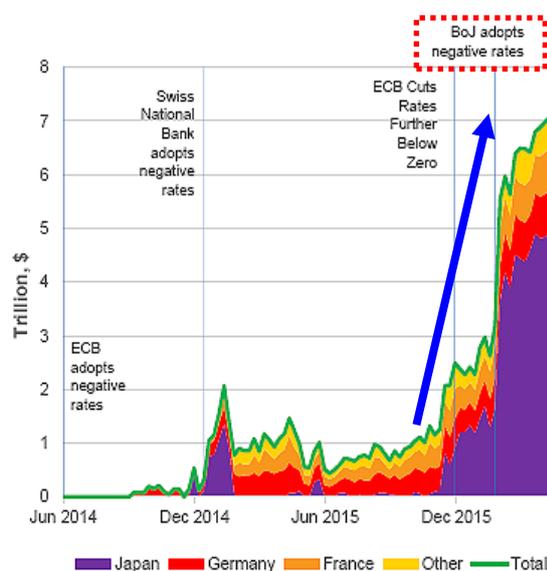


圖 2：負利率公債概況



最新公布之 7 月份財新中國製造業 PMI 數字已緩步攀升至 50.6，是 2015 年 2 月以來，首次回升至 50 關卡之

上。至於歐、美之製造業 PMI 數據仍是穩定維持於 50 關卡之上。

金融市場本(2016)年度迄今最大改變之一，就是負利率公債數目大幅增加。日本央行在本年 1 月無預警推出負利率政策後，很快就促使 10 年期以下日本公債殖利率曲線進入負利率狀態，也導致全球負利率公債數額再次明顯向上攀升(圖 2)。

## 二、年初至今各資產報酬概況

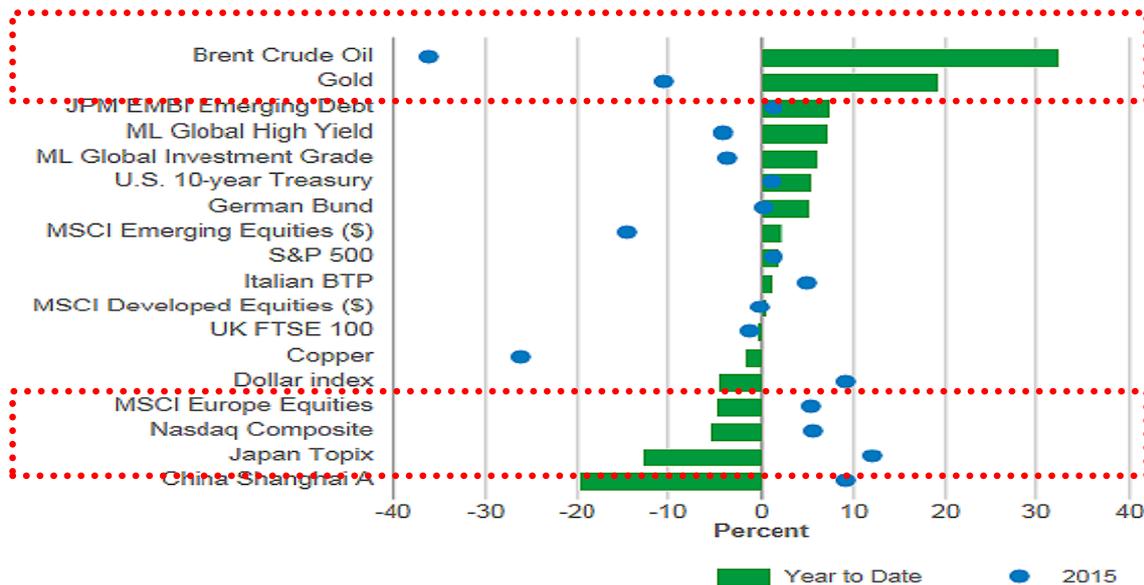
**過去績效不代表未來表現，2015 年表現不理想之資產類別，有部分在本年上半年出現明顯彈升。**

本年以來，各資產類別表現各異。BlackRock 統計本年度年初至 5 月中，表現最好的前三項資產類別分別為原油、黃金及新興市場債券，除了新興市場債券在 2015 年有些微正報酬外，原油、黃金在 2015 年皆是表現頗不理想之資產類別。(圖 3)

本年 5 月中旬以來，油價在 6 月 9 日創下每桶 51.67 美元(以西德州原油為例，下同)之本年高點後，即出現較明顯之拉回修正走勢，並曾於 8 月 2 日紐約收盤時，滑

落至 40 元關卡之下(收 39.51 元)，不過基本上仍維持在 40 美元之上，較 2015 年底收盤 37.04 元為高。不過油價走勢的疲態，顯示市場對下半年全球景氣仍戒慎恐懼，油價後市也值得密切觀察。

圖 3：各資產類別年初至 5 月中報酬率

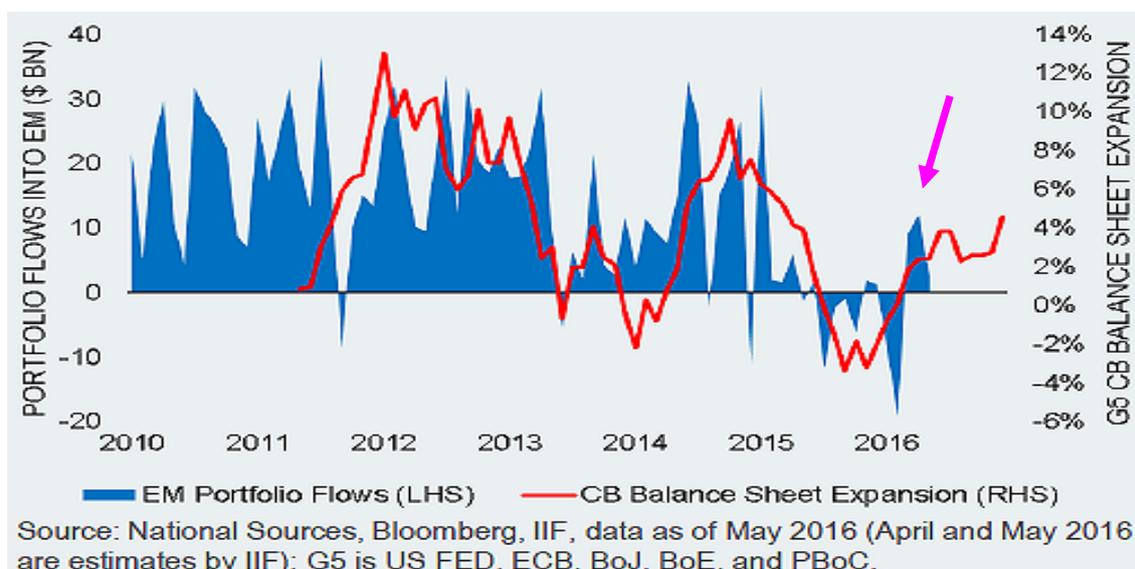


在黃金方面，5 月中旬之後，金價曾出現短暫拉回，但因英國脫歐、歐洲恐怖攻擊頻傳，以及市場對 ECB 及 BOJ 持續加碼寬鬆政策之擔憂影響下，金價已突破 5 月份高點 1,300 美元(每盎司，下同)，並在 7 月 11 日創下本年高點 1,375 美元，之後維持高檔震盪整理。

另外，在低利率環境下，資金為尋求收益，也大量湧入高收益債券及新興市場債券，其價格不僅收復年初被拋

售之跌幅，還創下近年來之新高點。圖 4 中藍色區域顯示流入新興市場債券資金，在本年 4 與 5 月開始回升。

圖 4：新興市場債券資金流入/出狀況



整體操作上，BlackRock 傾向相對加碼股票，尤其是美國及歐洲股票。同時相對減碼短期美債，因為美國經濟仍然穩健，將使其於短線上承壓；惟較長年期美債，因受惠於全球偏低之利率環境，仍是投資組合中不可或缺之風險分散(diversifier)部位。至於商品市場，BlackRock 則持中立態度。

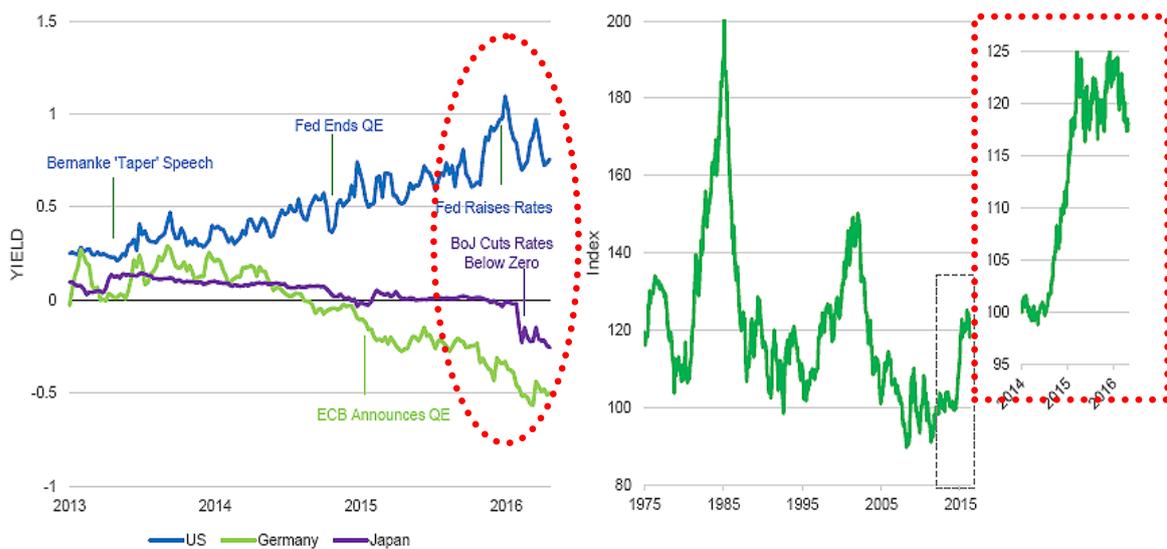
### 三、主要國家貨幣政策

美、歐、日等主要央行之貨幣政策出現分歧，惟其分歧程度並未擴大。

2015 年末主要投資機構多指出，主要國家間之貨幣政策出現分歧：美國已進入超寬鬆貨幣政策後回歸常態之軌道，而歐元區、日本都還處於以非常規貨幣政策來對抗通縮及刺激經濟之狀況。

不過這樣分歧的程度，卻沒有隨著時序進入 2016 年而持續擴大。Fed 在綜合考量全球經濟情勢以及美國自身狀況後，似有放慢本年升息腳步之傾向。由圖 5 可以發現，德國、日本 2 年期公債殖利率雖然持續探底，但是 2 年期美債殖利率，在 2015 年底 Fed 升息見頂後，即呈現區間震盪狀況。

圖 5：主要國家 2 年期公債利率 圖 6：美元指數走勢



不過值得注意的是，在維持近 7 年(2009 年 3 月開始)

政策利率不變後，英國央行為降低英國公投脫歐帶來之負面衝擊，已在 8 月 4 日將政策利率由 0.50% 調降至 0.25%，且重啟 QE 增加公債購買規模 600 億英鎊至 4,350 億英鎊，並將在未來 18 個月內購買 100 億英鎊的公司債。另英國央行還將提供定期融資計畫 (Term Funding Scheme, TFS) 1,000 億英鎊，以接近政策利率之價位向商業銀行提供資金，確保降息效果能惠及家庭和企業。

另外從美元指數觀察(圖 6)，美元在歷經 2 年之多頭走勢後，目前已進入區間整理走勢，亦反映市場對 Fed 未來升息速度之重新評估。

圖 7：市場預估 Fed 升息機率

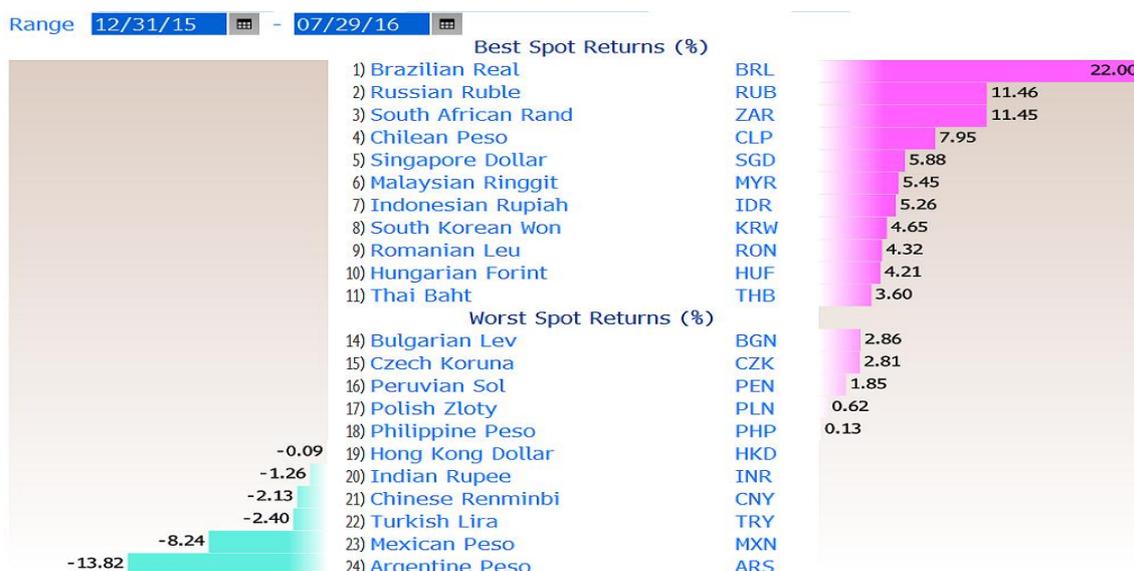
United States		Instrument		Futures: Fed Funds		FED Effective Rate		0.40		
1) Overview		2) Future Implied Probability		3) Add/Remove Rates						
Current Implied Probabilities				Calculated		08/03/2016		Based on rate 0.25-0.50		
Dates	Meeting	Prob Of Hike	Prob of Cut	0-0.25	0.25-0.5	0.5-0.75	0.75-1	1-1.25	1.25-1.5	1.5-1.75
09/21/2016		20.0%	0.0%	0.0%	80.0%	20.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
11/02/2016		23.4%	0.0%	0.0%	76.6%	22.6%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
12/14/2016		38.5%	0.0%	0.0%	61.5%	33.2%	5.1%	0.2%	0.0%	0.0%
02/01/2017		39.8%	0.0%	0.0%	60.2%	33.8%	5.7%	0.3%	0.0%	0.0%
03/15/2017		43.4%	0.0%	0.0%	56.6%	35.4%	7.4%	0.6%	0.0%	0.0%
05/03/2017		44.6%	0.0%	0.0%	55.4%	35.8%	8.0%	0.7%	0.0%	0.0%
06/14/2017		50.6%	0.0%	0.0%	49.4%	38.0%	11.0%	1.5%	0.1%	0.0%
07/26/2017		50.2%	0.5%	0.5%	49.3%	37.7%	10.9%	1.5%	0.1%	0.0%
09/20/2017		54.2%	0.5%	0.5%	45.4%	38.6%	13.1%	2.3%	0.2%	0.0%
11/01/2017		55.1%	0.5%	0.5%	44.4%	38.7%	13.6%	2.5%	0.3%	0.0%

根據 Bloomberg 資料顯示，目前(8 月 3 日紐約收盤)市場預估，Fed 在本年底前升息機率僅約 4 成(圖 7)，此

時點已較 2015 年底市場當初預期，Fed 將在本年 3 月份進行第 1 次升息<sup>1</sup>之預期，大幅往後推遲。

由於美元走強態勢暫時走緩，使新興市場股、債獲得喘息空間。部分新興市場貨幣自 2013 年以來已累積相當跌幅，較易出現跌深反彈之狀況。本年初至 7 月底，巴西里拉上漲 22%，俄羅斯盧布及南非幣均上漲 11%，為新興國家貨幣中漲幅 3 名。(圖 8)

圖 8：2016 年初至 7 月底，新興國家貨幣表現



<sup>1</sup> 2015 年 12 月 31 日利率期貨資料顯示，Fed 在 2016 年 3 月 16 日升息機率為 50.8%。

## 參、 央行外匯存底管理目標及低利率環境之挑戰

### 一、 央行外匯存底管理目標

兼顧安全性、流動性與收益性，是各國央行投資管理之重要目標。

長久以來，中央銀行之外匯存底管理設定有三大操作目標：安全性、流動性、收益性。由於過去幾十年來，無風險利率相對較高，中央銀行不需要做太大的判斷或取捨，就可相對容易同時達成其安全性、流動性與收益性之外匯存底管理目標。

惟目前無風險利率<sup>2</sup>遠低於過去水準，甚至出現為負之狀況。考量在現今經濟與投資環境下，安全性、流動性、收益性之三大目標已不易同時達成。如果仍拘泥於安全性及流動性，則投資收益可能相當低，而無法達成預定之收益性之目標。但若一味追求收益性，忽略安全性及流動性，則可能損及外匯存底管理之長期穩健。

---

<sup>2</sup>無風險利率(risk-free rate)是指沒有違約或信用風險的投資，所能獲得之報酬率。一般來說，國庫券及零息公債被視為不會違約且沒有再投資風險，故其(殖)利率可以做為無風險利率之參考。

## 二、當前央行面臨之投資挑戰

低利率甚至是負利率環境，對以固定收益投資為主的央行來說，如何使投資達到必要之收益，將形成一大挑戰。

自 1980 年代開始，主要國家央行之貨幣政策，基本上是遵循泰勒法則<sup>3</sup>(Taylor rule)，以對抗通膨，並兼顧經濟成長為政策目標。根據此法則，央行若要達成其貨幣政策目標，應該將最適政策利率跟隨通膨及經濟成長的變化，並做出適當調整。

過往歷史經驗顯示，短期利率通常會較名目經濟成長率(實質經濟成長率加上通貨膨脹率)為高。但是 2008 年全球金融海嘯，及隨後引發的歐債危機，再加上長年陷入通縮危機之日本，使得主要國家央行競相採取降息，甚至推出 QE 等非常規貨幣政策手段。

各國央行遵循泰勒法則思維，儘可能壓低政策利率，冀能挽救低迷經濟，並對抗通縮。因此全球逐步趨向低利率甚至是負利率環境。Fed 聖路易分行之資料顯示，3 個月期美國國庫券利率自 2010 年起即接近零。(圖 9)

---

<sup>3</sup> 由 John Taylor 教授，於 1993 年提出。

圖 9：3 個月期美國國庫券利率逼近於零



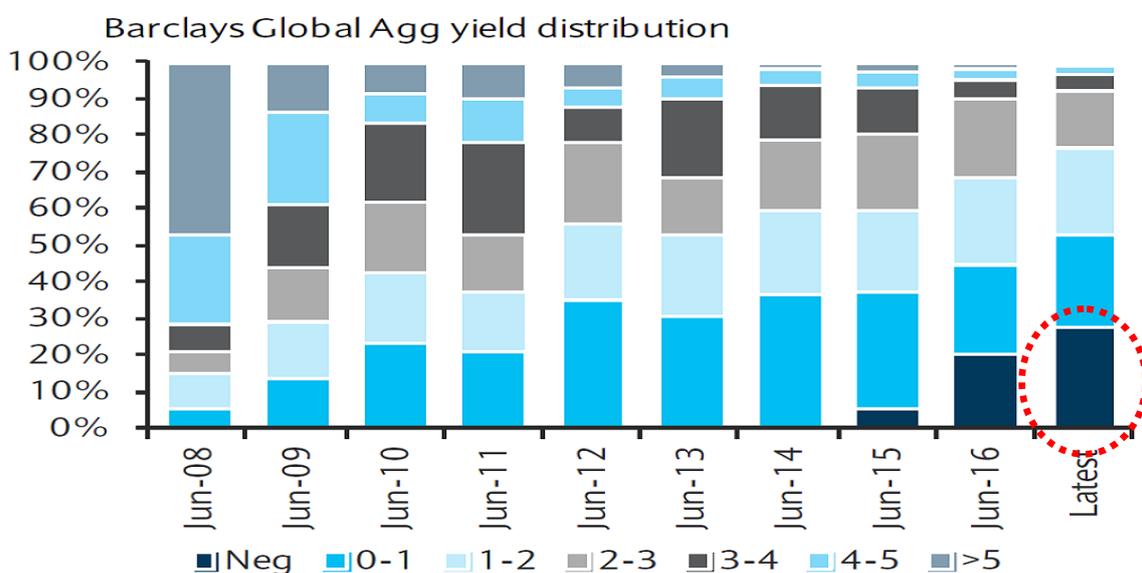
雖然美國已逐漸步入利率正常化時期，但其他主要央行仍在採取寬鬆措施。例如：ECB 於 2014 年 6 月開始將銀行轉存利率降至負值、本年初 BOJ 亦宣布實施負利率政策。當前全球 GDP 有近四分之一區域處於負利率環境。

目前德國與日本公債，期間在 10 年以內之殖利率均為負值，而瑞士 30 年期以內之公債，殖利率已全數呈現負值。在負利率最嚴重之歐洲，就有 18 個國家 2 年期公債殖利率為負，而 5 年期公債殖利率為負之國家則有 12 個。

Barclays 全球債券指數追蹤全球超過 24 個國家，總值

達 47.3 兆美元之投資等級債券，在 7 月中旬該指數中已有超過四分之一(10 兆美元)債券之殖利率為負(如圖 10)。這樣低的收益率，使得以固定收益投資為主的央行，在選擇如何投資以達成必要收益上，形成一大挑戰。

圖 10：負利率固定收益商品逐漸增多



另一方面，與過往歷史截然不同之低利率環境，也使得在建構投資組合之過程中，產生新的風險變數。以往關於模型中無風險利率之參考(設定)值，常設為一段期間(或 10 年)內無風險利率之平均值。

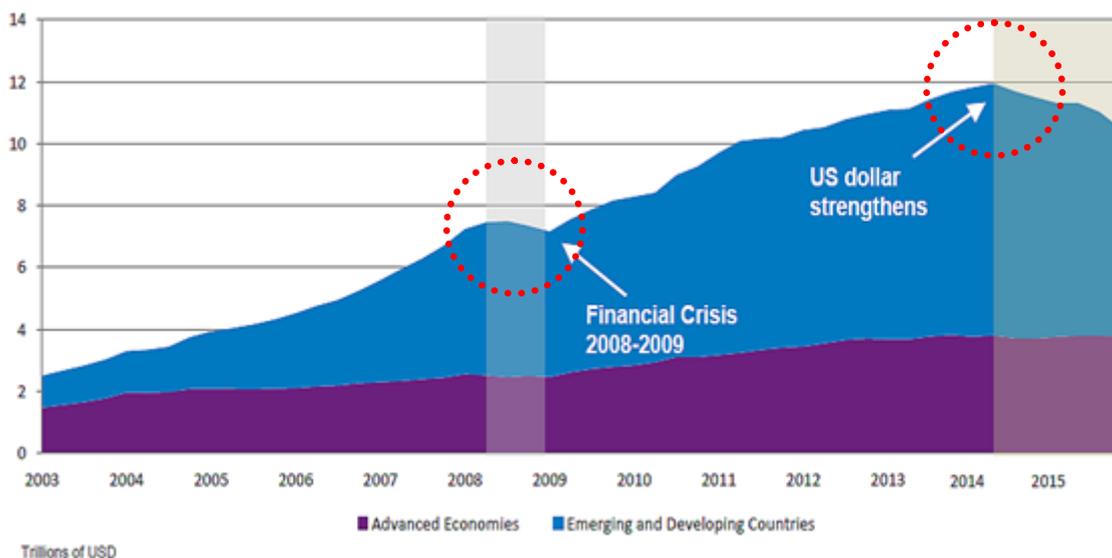
但若未能審慎考量低利率因素，低估或高估其維持時間，很容易做出不恰當之資產配置決定，進而使投資組合面臨相當之潛在風險。

### 三、各國外匯存底分析

目前各國外匯存底投資仍以穩健為主，持有公債/現金比重高達 69%；在幣別配置上仍以美元居首位，比率達 63.59%。

自 2003 年來，新興國家經濟體外匯存底兩度出現減少，原因分別是 2008 年的全球金融海嘯，及近兩年來的強勢美元（圖 11）。

圖 11：外匯存底成長趨勢圖



根據 IMF 及 Bloomberg 資料顯示，過去一年來外匯存底減幅最大的前三個國家為：中國(下降 5 千 2 百億美元，減少約 14%)、沙烏地阿拉伯(下降 1 千 2 百億美元，減少約 17%)與丹麥(下降 5 百億，減少約 47%)。

在幣別配置方面，根據 IMF 最新資料顯示，2016 年第 1 季底，全球外匯存底中，依舊以美元為主，比率達 63.59%，其次為歐元 20.37%、英鎊 4.79%，及日圓 4.08%，此 4 種主要貨幣即占全球外匯存底近 93%(如表 1)。至於 2012 年以後才被獨立列示的加幣與澳幣，合計占全球外匯存底之 3.85%。

表 1：全球外匯存底幣別組合

	2012	2013	2014	2015	2016 Q1
美元	61.46%	61.24%	63.33%	64.26%	63.59%
歐元	24.05%	24.19%	21.90%	19.78%	20.37%
英鎊	4.04%	3.98%	3.79%	4.88%	4.79%
日圓	4.09%	3.82%	3.90%	4.04%	4.08%
瑞郎	0.21%	0.27%	0.27%	0.28%	0.28%
加幣	1.42%	1.83%	1.89%	1.86%	1.95%
澳幣	1.46%	1.81%	1.78%	1.89%	1.90%
其他	3.27%	2.86%	3.15%	3.00%	3.04%

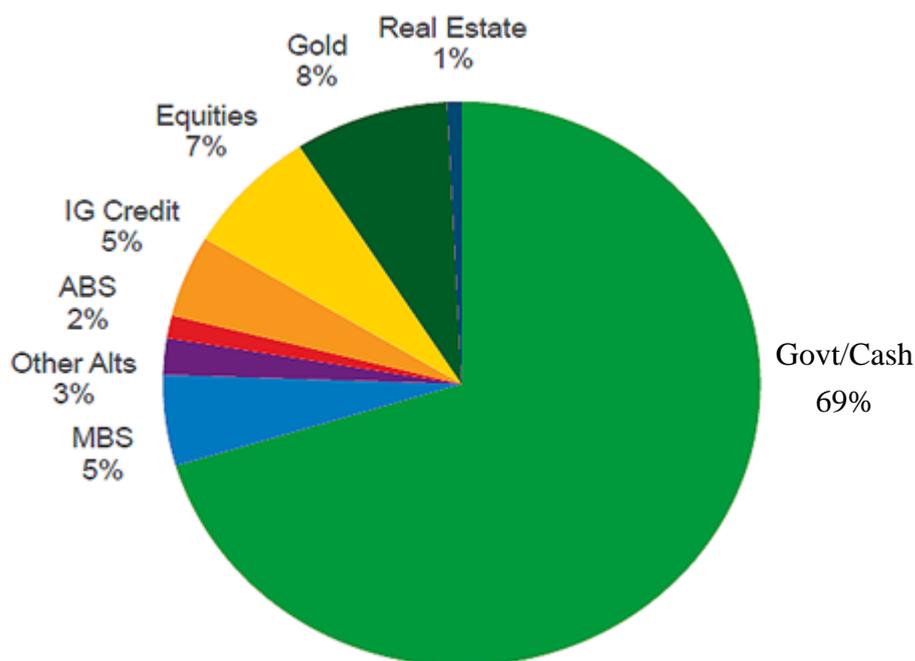
資料來源：IMF

美元占全球外匯存底比率在 2013 年達到低點 61.24%，相較 2000 年之 71.13%，下滑近 10%。但在 2013 年後，美元比重有穩步回升之跡象，此與美元於近兩年來，因基本面相對較佳而走強，增加美元資產吸引力有密切關係。

在歐元方面，比重由 2000 年之近年低點 18.29%，一度曾攀升至 2009 年高點 27.65%。之後由於歐債危機升高，加上 ECB 陸續調降政策及存款利率，使區域外投資者紛紛撤出歐元計價資產，歐元占全球外匯存底比率隨之走低，至 2015 年時達到 19.78% 之相對低點。

在外匯存底之資產配置上，目前各國央行對於其外匯存底的管理仍相對保守。BlackRock 推估各國外匯存底配置中，持有公債/現金比重高達 69%，其次為黃金 8%、股權證券 7%，而投資等級公司債則占 5%。(圖 12)

圖 12：全球中央銀行外匯存底配置概況



## 肆、 近期貨幣走勢與投資評析

### 一、 貨幣波動性顯著上升

由於貨幣波動性上升，對投資績效影響加劇，故考量是否進行「貨幣避險」之重要性提高。

由於主要國家貨幣政策分歧，加上部分央行無預警行動(例如：BOJ 之負利率政策)，使得整體貨幣環境之不確定升高。根據德意志銀行編製之主要貨幣貨幣波動性指數顯示，近兩年之貨幣波動性明顯上升。(圖 13)

圖 13：貨幣波動性上升      圖 14：貨幣波動性 VS 股票波動性



由圖 14 可以發現，一般而言，股票波動性(藍線)皆高於貨幣波動性(綠線)，不過隨著近期貨幣波動性上升，兩者之波動性差距較長期平均來得縮小。此時投資決策

之制定，應該將是否進行「貨幣避險」納入考量，以防止突發之貨幣走勢，衝擊原有之投資部位績效。

英鎊在英國舉行脫歐公投前，波動度大幅上升，顯示出市場對公投結果不確定之焦慮。3 個月英鎊隱含波動度一度高出自 90 年以來之長期平均達 60% (約 2.7 個標準差，如圖 15)。

圖 15：英鎊 3 個月隱含波動度



由本年初至 8 月 4 日收盤價計算，英國富時指數上揚約 8%，但考量英鎊兌美元之貶幅後，以美元計價之英國富時指數的報酬率為 -3.80%；而日經指數期間下跌約 14%，考量日圓本年強勁漲幅後，以美元計價之日經指數反而有約 1.5%之正報酬。從這兩個例子可以發現，

貨幣走勢已對投資績效產生明顯影響。

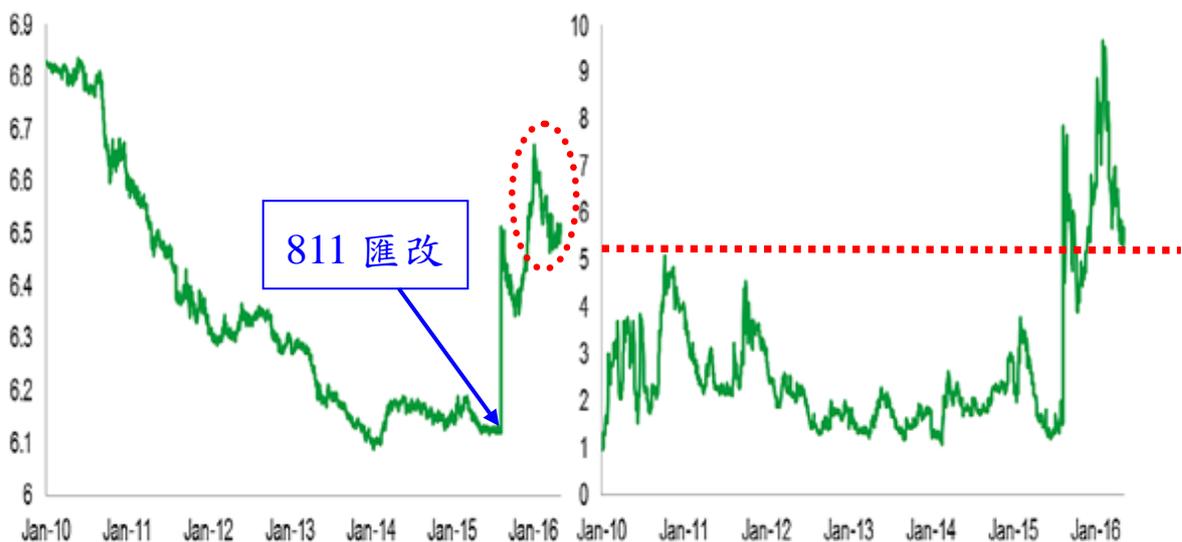
## 二、人民幣急貶預期暫時消退

人民幣大幅走貶預期消退，但人民幣後勢仍需視中國大陸經濟轉型成功與否，以及國際總體情勢而定。

2015年8月11日中國人民銀行宣布「完善人民幣匯率中間價形成機制」新措施後，人民幣曾出現波段貶勢，並引發全球金融市場動盪。

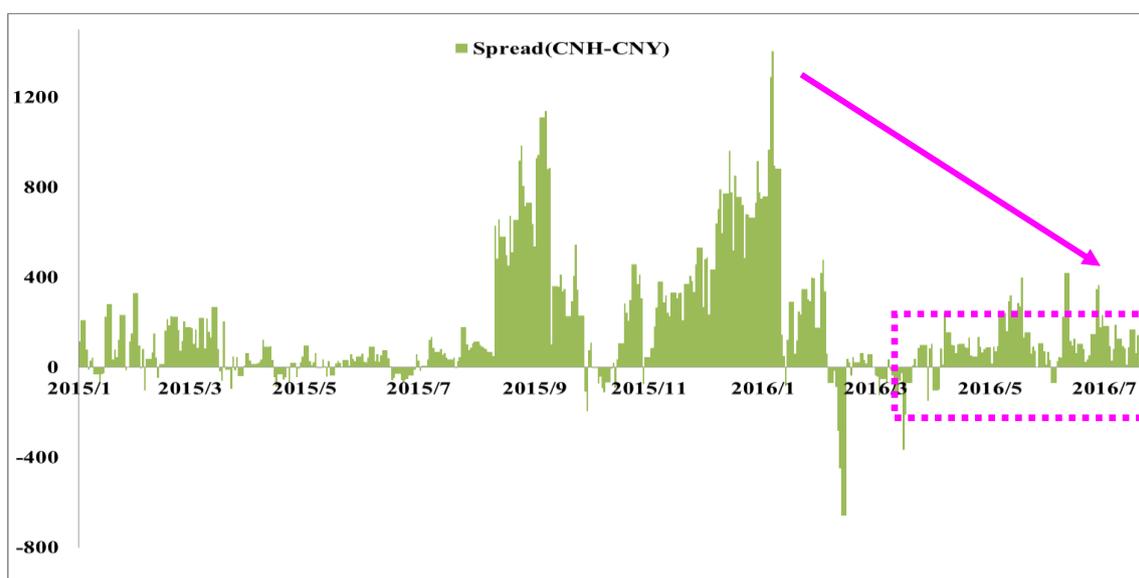
雖然人民幣走勢已經回穩(圖 16)，但是由人民幣衍生性商品所隱含之波動度觀察，其波動度雖有下降，但仍未回到 811 匯改前之價位(圖 17)，可見市場對中國大陸經濟轉型成功與否，仍將審慎觀察。

圖 16：境內人民幣兌美元匯價 圖 17：境內人民幣隱含波動率



另外從本年度境內/境外人民幣價差來看，其價差曾一度於 1 月 6 日擴大到約 1,400 基點，境外人民幣(兌美元)也在 1 月 7 日盤中貶至 6.7618 之本年最低點。但市場目前對中國大陸資本外逃，而導致人民幣急貶之擔憂已經下降，目前人民幣兌美元匯價雖然緩貶至 6.6500 區間，但市場傾向於以美元兌其他多數貨幣相對強勢來解釋，而境內/境外人民幣價差自 7 月開始，已穩定維持在 200 基點內。(圖 18)

圖 18：境內/境外人民幣價差



中國大陸外匯存底於 2014 年 6 月達到 3.99 兆美元之高點後，隨即緩步走低，在 2015 年 12 月及 2016 年 1 月，因資本外逃恐慌，曾連續兩個月出現近千億美元之減

少。但從本年 1 月開始即止穩於 3.2 兆美元水準，最新公布之 6 月份外匯存底數據亦持穩於 3.21 兆美元。

BlackRock 認為中國大陸經濟已基本走穩，雖然仍面臨下行風險，但未來人民幣要再出現一次性較大幅度貶值之機率不高。另外，人民幣納入 IMF 之 SDR 將於本年 10 月 1 日正式生效，且「滬港通」、「深港通」以及境內人民幣債券市場逐步對外開放等措施，將能吸引外資進入境內市場；且由中國大陸外匯存底等數據推測，目前境內資金外逃之狀況應已初步緩解。

### 三、美元由強勢轉為進入整理

短期美元走勢較不確定，但美國之經濟動能及貨幣政策，較多數國家仍顯優勢，故美元中線應還有表現機會。

美元自 2014 年轉強以來，其漲勢已經出現趨緩之狀況，其中美元兌歐元、日圓等主要貨幣已經趨於穩定，惟美元對新興市場貨幣仍然相對強勢。

圖 19 之藍線為傳統之美元指數<sup>4</sup>，其組成為主要貨幣，

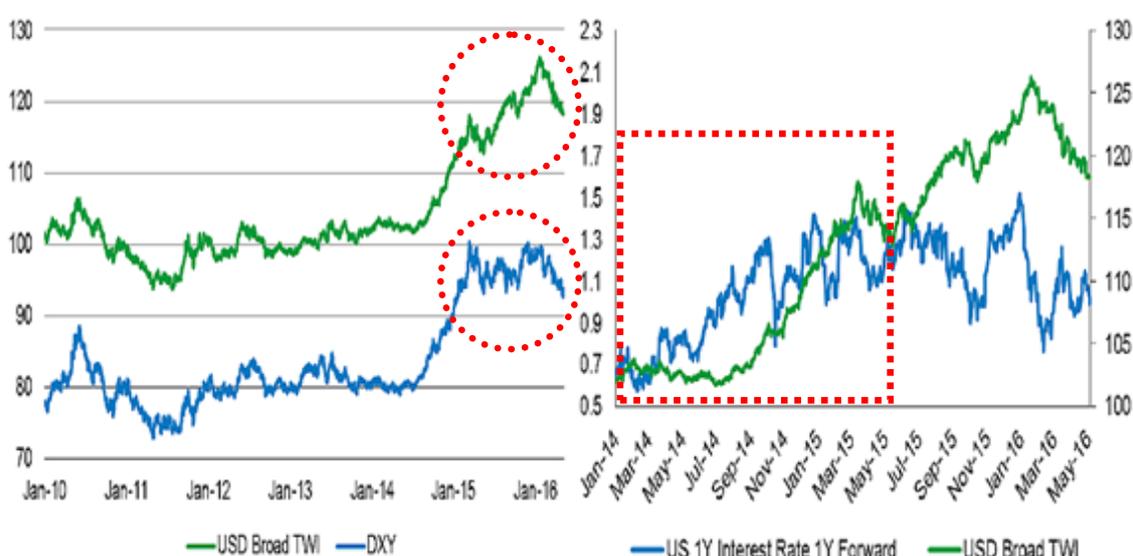
---

<sup>4</sup> 目前美元指數內之 6 種貨幣比重分別為：歐元 57.6%、日元 13.6%、英鎊 11.9%、加元 9.1%、瑞典克朗 4.2%、瑞士法郎 3.6%。

其中歐元、日圓合計占權重即高達 70%。觀察藍線可以發現，美元指數於 2015 年 3 月及 12 月兩次來到 100 附近之波段高點，但整體來說 2015 年 3 月之後，美元指數即處於區間整理狀況。

圖 19：美元走勢

圖 20：美元走勢 VS 美國利率預期



至於圖 19 之綠線，則是透過貿易量進行加權之美元指數<sup>5</sup> (trade-weighted US dollar index，簡稱貿易加權美元指數)，其組成除傳統主要貨幣外，尚包含人民幣、墨西哥幣、韓元、巴西里拉、新台幣、印度盧比、新幣、馬幣、港幣等新興市場貨幣，其中主要貨幣約占 40%，其他貨幣則約占 60%。

<sup>5</sup> 詳細比率可以參考 <https://www.federalreserve.gov/releases/h10/weights/>。

觀察圖 19 之綠線可以發現，貿易加權美元指數雖然亦於 2015 年 3 月見到波段高點 117.9，但之後持續走高至 2016 年 1 月之 125.6，波段漲幅達 6.5%。這期間主要是反映美元對新興市場貨幣之強勢。

進一步探討美元強勢之原因，主要是先由 Fed 與其他主要央行之政策分歧所驅動。圖 20 顯示，2014 年初至 2015 年 6 月，美國遠期利率(1 年後之 1 年期利率)與貿易加權美元指數關係連動，反映市場對 Fed 升息預期，主導此波美元強勢。但之後兩者關係並不如此密切，此與當時美元持續強勢則與原物料價格走弱、擔憂新興國家經濟前景較為相關。

BlackRock 評估，短線上美元走勢較不確定，因為美元現階段價位已反映其自身穩健之基本面。但中期來說，相對其他國家之經濟動能及貨幣政策，美國仍處在較有利位置，故美元中線依舊有表現機會。

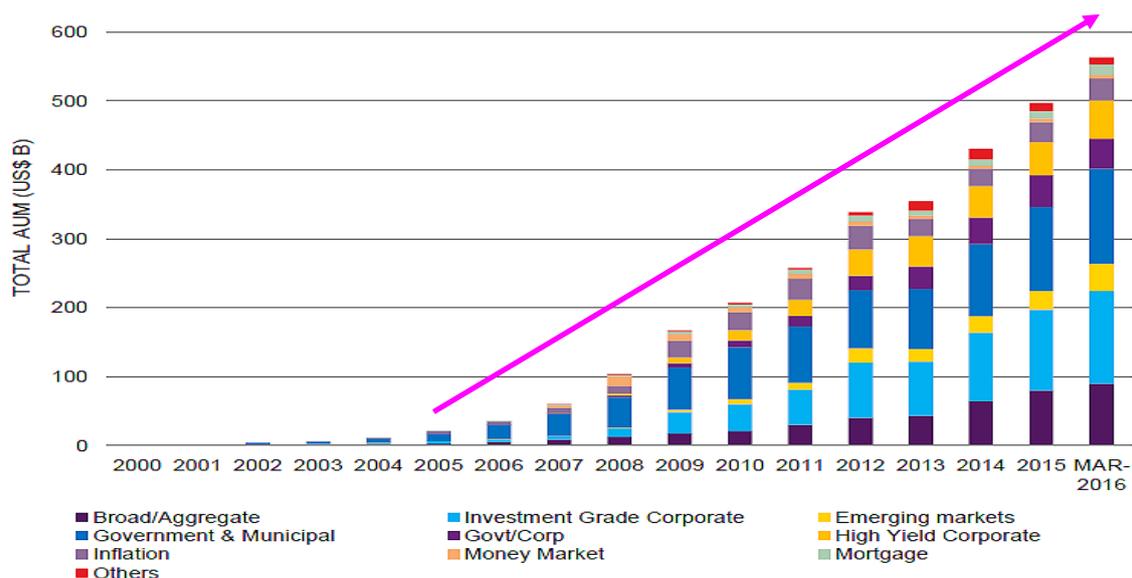
## 伍、 固定收益ETF探討

### 一、 全球固定收益 ETF 成長趨勢

目前全球固定收益 ETF 總數已超過 900 支，資產規模達 5,630 億美元，若以股票 ETF 發展狀況來推估，固定收益 ETF 未來應該還有相當大的成長空間。

固定收益 ETF 對投資者越來越有吸引力，其資產規模近年來持續成長(如圖 21)。2003 年時，全球僅有 17 支固定收益 ETF，資產規模合計約 60 億美元；而至 2016 年第 1 季，固定收益 ETF 總數已超過 900 支，資產規模更暴增至 5,630 億美元。

圖 21：全球固定收益 ETF 資產規模

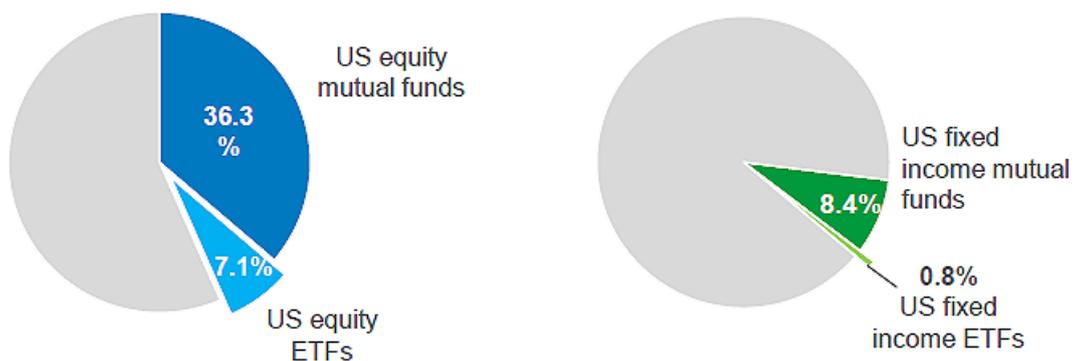


固定收益 ETF 之成長態勢仍在持續，2015 年有近 917

億美元資金流入該資產類別，而在 2016 年第 1 季即吸引達 483 億美元新資金。其中歐洲固定收益 ETF 資產規模成長相當快，在 2016 年第 1 季吸引 160 億美元(占所有固定收益 ETF 新資金之比率約為 1/3)，而促成歐洲固定收益 ETF 快速成長之動力，是來自投資者對歐洲公司債 ETF 的青睞。

惟固定收益 ETF 所持有之債券，占所有債券比重仍低。例如，高收益債券 ETF 資產僅占所有高收益債券之 2.6%；而投資等級債券 ETF 資產亦僅占全部投資等級債券之 1.3%。

圖 22：美國股票、債券 ETF 及共同基金之占比

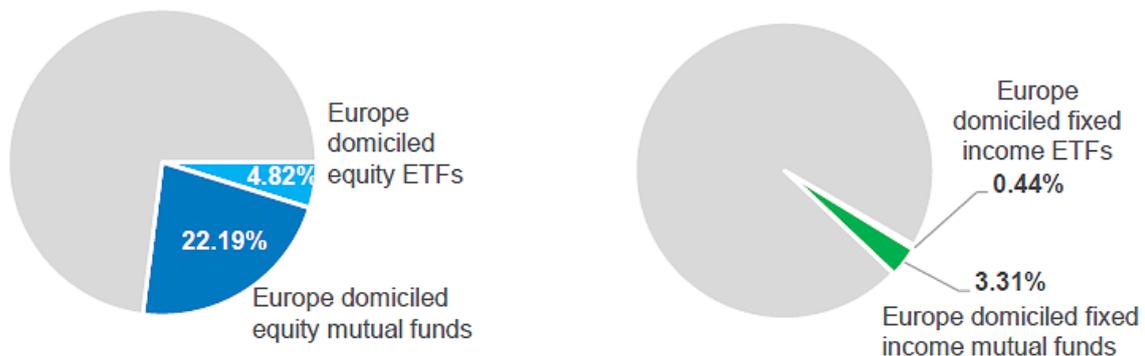


美國固定收益商品總市值達 39.2 兆美元，約為美國股票總市值 24.5 兆美元的 1.6 倍，但就產品滲透率來說，股票 ETF 已占美股市值約 7.1%，而固定收益 ETF 僅占

美債市值 0.8%。(圖 22)

至於歐元方面，其固定收益商品總市值達 10.3 兆美元，約為歐元股票總市值 6.6 兆美元的 1.5 倍，就產品滲透率來說，股票 ETF 占歐股市值約 4.8%，而固定收益 ETF 僅占歐債市值 0.4%。(圖 23)

圖 23：歐元股票、債券 ETF 及共同基金之占比



因此就市場滲透度角度來看，若未來固定收益 ETF 能與股票 ETF 有類似發展，則其未來應該還有相當大之成長空間。

## 二、固定收益 ETF 之特色

固定收益 ETF 提供投資者快速進入特定債券類別之機會，且其流動性佳，可以協助投資者以低交易成本，更有效率地達到投資組合分散之目的。

固定收益 ETF 與其他資產類別 ETF(如股票)一樣，主要具備 3 項特色，故能吸引投資者興趣。此 3 項特色分別是提供投資者：(1)市場切入、(2)流動性、及(3)投資組合分散。

### (1) 市場切入

以公司債市場為例，若投資者有興趣投資單一公司之公司債，則需對其財務報表、公司基本面詳加研究。而不同公司間之差異性極大，若投資者有興趣持有一家以上之公司債，則需投入之時間與精力必然倍增。

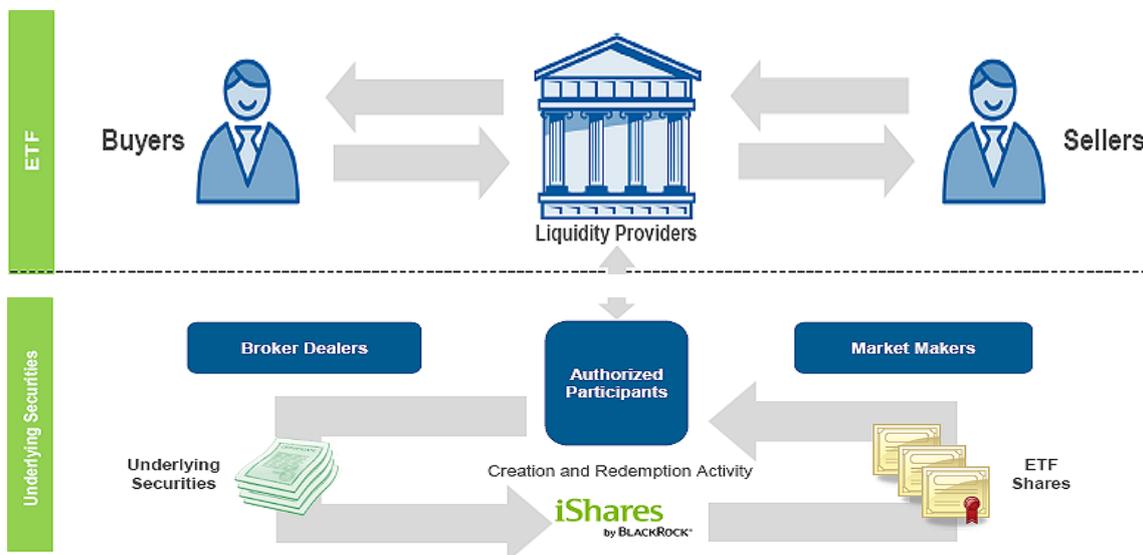
不過公司債 ETF 的出現，適度地解決投資者這方面問題。以 i-shares 發行之歐債 ETF(代號：IEAC)本年 7 月之資料(下同)為例，其持有之債券達 1,885 支；前 10 大發債者中，占整個 ETF 比率最高者為 2.2%，其他均在 1%左右。投資者透過持有一支 ETF 即可切入歐債市場，並避免對單一公司之曝險。

### (2) 流動性

在固定收益市場中，部分債券流動性欠佳，但固

定收益 ETF 通常具備較佳之流動性。以前述歐債 ETF IEAC 為例，其資產規模即達 75 億歐元，並同時於 17 個國家掛牌交易，可提供投資者相對較佳之流動性。

圖 24：ETF 之買賣及其創造/贖回機制



為何 ETF 產品可以提供相對較佳之流動性？原因在於 ETF 獨有之創造/贖回機制。由圖 24 上半部可以發現，ETF 與一般之股票或債券類似，投資者可透過交易所或是券商進行買賣。

但是圖 24 下半部則顯示，獲得 ETF 發行者授權之造市商(authorized participants)，可與發行者合作，以與 ETF 持有相同證券來創造新的 ETF 單

位；或接受原持有 ETF 投資者申請，以 ETF 交換 ETF 其持有之證券。這樣特殊的機制，相較於一般證券，可明顯提高 ETF 的流動性，同時維持 ETF 交易價格趨近於 ETF 持有證券之淨值 (NAV)。

### (3) 投資組合分散

過往部分投資者限於資金規模，無法於各債券次資產類別進行分散投資，而固定收益 ETF 之蓬勃發展，讓投資者可以輕易在高收益債券、新興市場債、MBS 債券、投資等級公司債等類別中進行佈局，達到投資組合分散之目的。

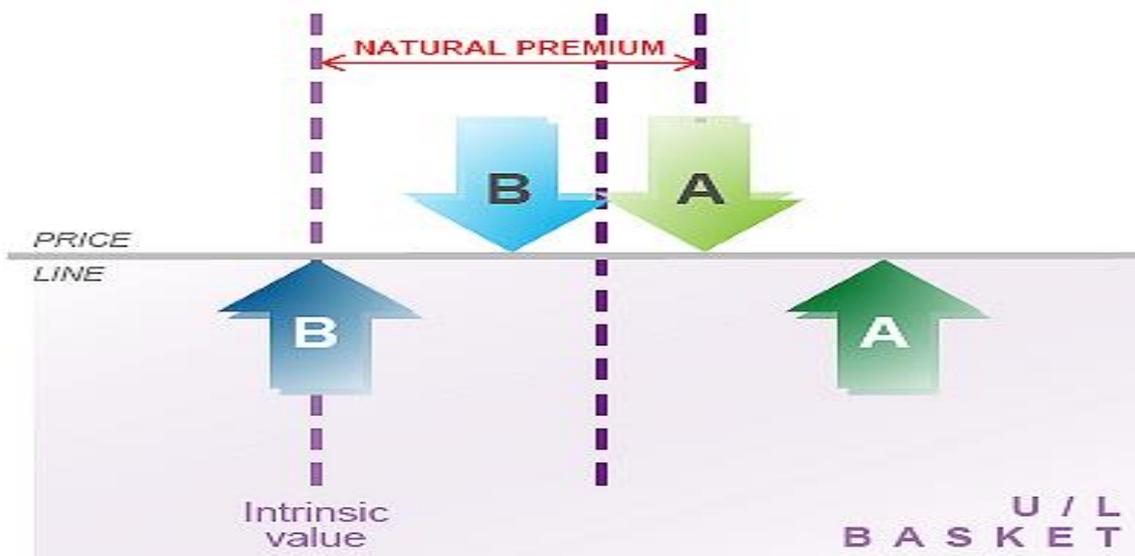
一般來說，股票主要透過交易所集中議價完成交易，但固定收益商品交易有相當比例是透過券商以議價完成交易。因此，如何減少固定收益 ETF 之交易成本成為其發行商之重要課題。

上述交易成本及部分債券缺乏流動性等因素，使得在創造股票 ETF 常見之完全複製法，並不見得完全適用於固定收益 ETF。故在固定收益 ETF 的創造方式上，也

很常見利用最適化技巧，以採樣(sampling)方式在追蹤誤差及交易成本之間取得平衡，同時兼顧流動性。

固定收益 ETF 也常出現持續性之「natural premium」，即市場之買價(bid)持續較其淨值(NAV)來得高。此狀況會出現之原因在於，ETF 發行者以 ETF 持有債券當時市價之買價(bid)，而非中價進行淨值(NAV)之估算，所以很容易出現 ETF 市價之賣價(ask)較高之狀況。(圖 25)

圖 25：固定收益 ETF 之 natural premium 狀況



## 陸、心得及建議事項

目前主要央行之貨幣政策面臨分歧，美國已步入利率正常化軌道，但歐元區與日本仍需要採取寬鬆政策來提振經濟、對抗通縮。最新的發展是，在維持近 7 年(2009 年 3 月)政策利率不變後，英國央行為降低英國公投脫歐帶來之負面衝擊，已在 8 月 4 日將政策利率由 0.50% 調降至 0.25%，並重啟 QE 增加公債購買規模 600 億英鎊至 4,350 億英鎊。

長期而言整體利率環境處於相當低之水準。目前全球 GDP 有近四分之一區域處於負利率政策環境。根據 Barclays 全球債券指數顯示，在全球超過 24 個國家，總值達 47.3 兆美元之投資等級債券中，在 7 月中旬已有超過四分之一(10 兆美元)債券之殖利率為負。

在未來進行配置投資組合之過程，需審慎考量政策分歧與低利率因素，同時結合歷史資料與合理預測，才能建構具前瞻性之資產配置。