

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

出國報告（出國類別：其他）

**參加 PIMCO 資產管理公司「亞洲機構研討會」出國報告--**

**國際經濟金融發展趨勢與資產配置策略**

服務機關：中央銀行

姓名職稱：辦事員 李昂洋

出國地區：香港

出國期間：105 年 7 月 17 日至 7 月 22 日

報告日期：105 年 10 月 19 日

# 目錄

壹、前言.....	1
一、目的及課程內容.....	1
二、報告內容.....	1
貳、全球經濟概況.....	2
一、主要國家經濟金融特性.....	2
二、中國大陸主要經濟金融風險.....	4
參、近期國際金融重要議題分析.....	7
一、日本央行之負利率政策與殖利率管理架構.....	7
二、新興國家金融市場之發展潛力.....	12
三、中國大陸金融市場之重要性日增.....	16
肆、PIMCO 主要投資評估模式與資產配置策略.....	19
一、風險因子基礎評估模式.....	19
二、PIMCO 因應經濟金融趨勢之資產配置策略.....	21
伍、結論與建議.....	25
一、結論.....	25
二、建議.....	26
參考資料.....	27

## 壹、前言

### 一、目的及課程內容

本次參加 PIMCO 資產管理公司「亞洲機構研討會」，為期 5 天，學員主要來自東亞及東南亞地區等國之中央銀行、退休基金、壽險公司及資產管理公司投資部門。本課程主要內容包括全球總體經濟趨勢分析、中國大陸信用市場及經濟展望、全球資產配置策略，並探討負利率政策與央行貨幣政策之有效性。

2008 年全球金融危機以來，主要國家央行紛紛實施非傳統貨幣政策，以刺激總體經濟復甦；加上近年來中國大陸及新興市場的重要性日增，已顯著影響全球資本移動及投資機構的資產配置。2016 年以來，復有日本開始實施負利率政策以及英國公投決議脫離歐盟等重大政策，更增添金融市場之不確定性。在此種國際經濟金融環境顯著改變的情況下，透過對專業投資機構投資決策實務過程的瞭解，掌握目前國際金融市場重要議題及其影響，實屬難得之經驗。

本次課程透過投資機構講師豐富之授課內容，以及與學員間之互動問答，強化學員對近期全球經濟金融市場之發展趨勢、投資分析及決策相關議題之瞭解，有助學員深入瞭解近期重要國際金融議題，並應用於專業領域，收穫良多。

### 二、報告內容

本文首先說明全球主要國家之經濟概況，其次分析近期國際金融重要議題，包含日本實施之負利率政策與殖利率管理架構，以及新興市場與中國大陸金融市場發展前景；接著說明為因應國際經濟金融發展趨勢，PIMCO 所採行之主要投資評估模式與資產配置策略，最後為結論與建議。

## 貳、全球經濟概況

### 一、主要國家經濟金融特性

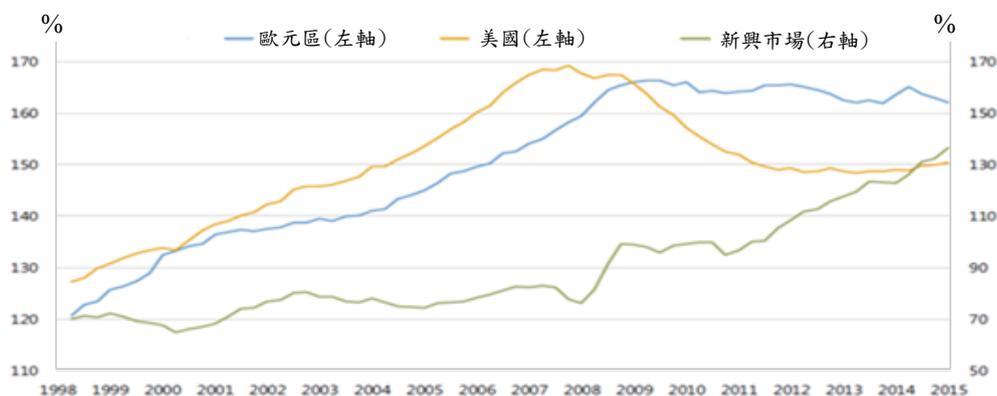
PIMCO 對未來 3 至 5 年之全球經濟展望，仍然維持 2014 年提出之新中性論觀點。新中性論係指，近年來受到人口結構改變及主要國家債務負擔過重等因素影響，全球經濟成長已明顯趨緩；在此種環境下，各國央行為達到經濟成長與通膨目標，將中性政策利率設定在相對偏低的水準。目前金融市場投資人已普遍意識到全球利率水準明顯偏低，並反映於金融資產定價。PIMCO 認為，未來全球經濟將進入穩定但不安全(Stable but not Secure)之困境；亦即，主要國家經濟成長率雖大致持穩，惟浮現貨幣政策可行政策選項幾已用盡之隱憂。

目前全球總體經濟金融之發展，主要有下列三項特性：

#### (一)債務負擔偏高與投資意願下降

2008 年全球金融危機以來，主要國家債務負擔偏高問題已成為投資人關注焦點。以非金融業債務占 GDP 之比重衡量，美國債務負擔比重自 2008 年金融危機時之 170% 逐漸下滑，2012-2015 年持穩於 130%；歐元區則大致維持於 160% 之高點。近年來，全球利率處於低檔，有利新興市場發債籌資，其債務負擔比重由金融危機時之 80%，持續上升至 2015 年之 130%(圖 1)。

圖 1. 主要經濟體非金融業債務對 GDP 之比率



資料來源：本次研習課程講義

另一方面，受到主要國家景氣低迷的影響，即使利率水準極低，仍無法有效提振企業投資與民眾消費意願，使各國經濟成長持續疲弱。全球金融市場資金供過於求之問題，已成為近期國際金融市場波動加劇之重要影響因素。

## (二)區域性政治風險日益升高

近年來隨著全球經濟環境波動程度提升，區域性政治之不確定性趨升，進而使全球經濟源自於政治層面之風險增加。例如，2016年英國公投脫歐事件，造成英鎊、歐元匯率大幅波動，並引發全球經濟復甦之隱憂，亦凸顯近期歐元區經濟復甦緩慢及因而衍生之民眾政治意向趨於極端現象，對於歐元區未來發展將有不利之影響。

## (三)央行貨幣政策效果有限

2008年全球金融危機以來，全球主要國家央行陸續推出各項非傳統貨幣措施，惟成效有限。以G3國家(美國、歐元區及日本)為例，企業投資占GDP比重迄今仍處低檔，且近期經濟復甦速度亦趨緩，經濟成長率仍未達到2%(圖2)。各國經濟成長遲緩，大多與經濟體系之結構性因素有關，因此，央行貨幣政策須與財政政策及結構性改革搭配進行，方可有效達成總體經濟目標。



資料來源：Andreas Hoffmann and Gunther Schnabl(2016), “Adverse Effects of Ultra-Loose Monetary Policies on Investment, Growth and Income Distribution”, The World Savings and Retail Banking Institute(WsBI) & The European Savings and Retail Banking Group(ESBG) paper May 2016.

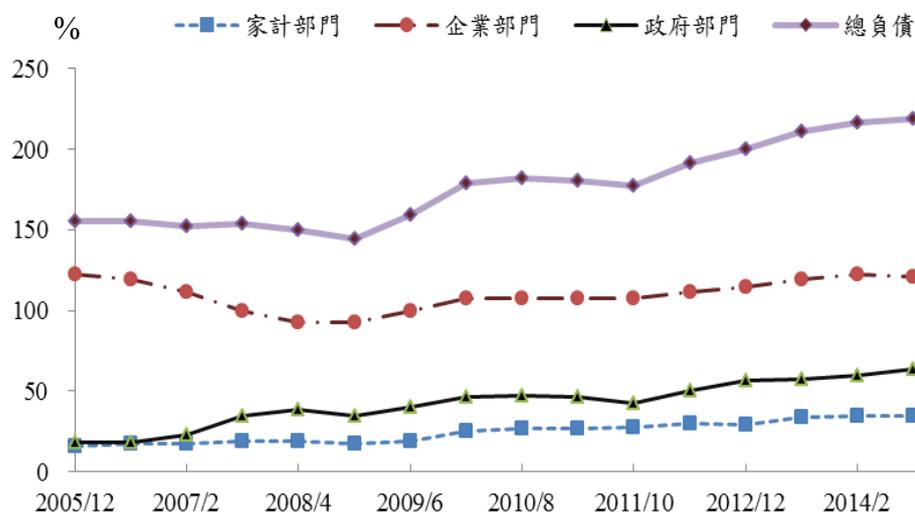
## 二、中國大陸主要經濟金融風險

### (一)經濟成長下降，負債比重增加

中國大陸訂定之 2016 年經濟成長目標為 6.5%，惟 PIMCO 按其工業生產、固定投資、零售銷售及出口數據推估，2016 年中國大陸之經濟成長率將僅達 4.5%-5.5%，主要係受到近期全球經濟成長速度趨緩，以及中國大陸國內生產成本上升之影響。

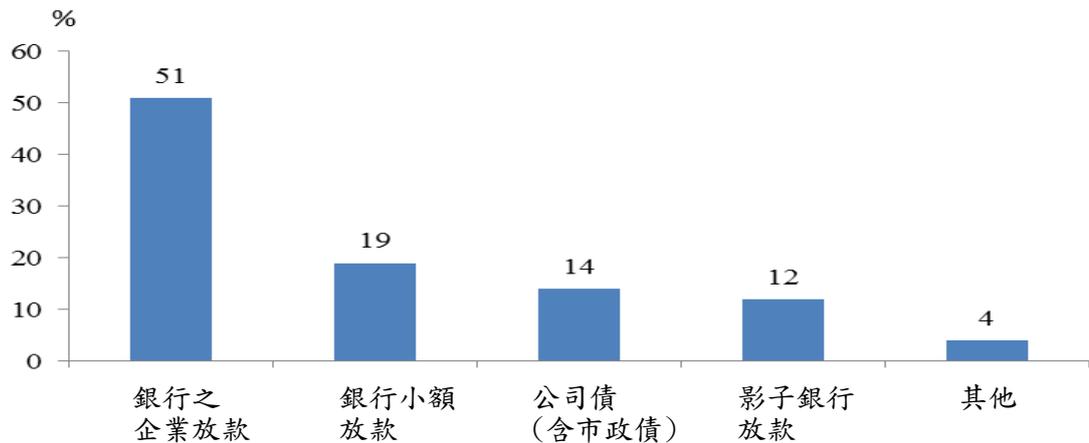
2008 年全球金融危機以來，中國大陸總負債占 GDP 比重明顯攀升，至 2015 年 11 月已達 230%，較 2008 年 11 月之 153%，增加 77%；其中，以企業部門之負債規模為最高，約占 GDP 之 120%(圖 3)。另就融資方式而言，以銀行放款占 70%為最高，其中對企業之放款高達 51%。近年來，影子銀行放款比重明顯成長，2015 年底已達 12%(圖 4)。

圖 3.中國大陸各部門負債對 GDP 之比率



資料來源：本次研習課程講義

圖 4. 中國大陸各項融資方式比重(2015/12/31)



資料來源：本次研習課程講義

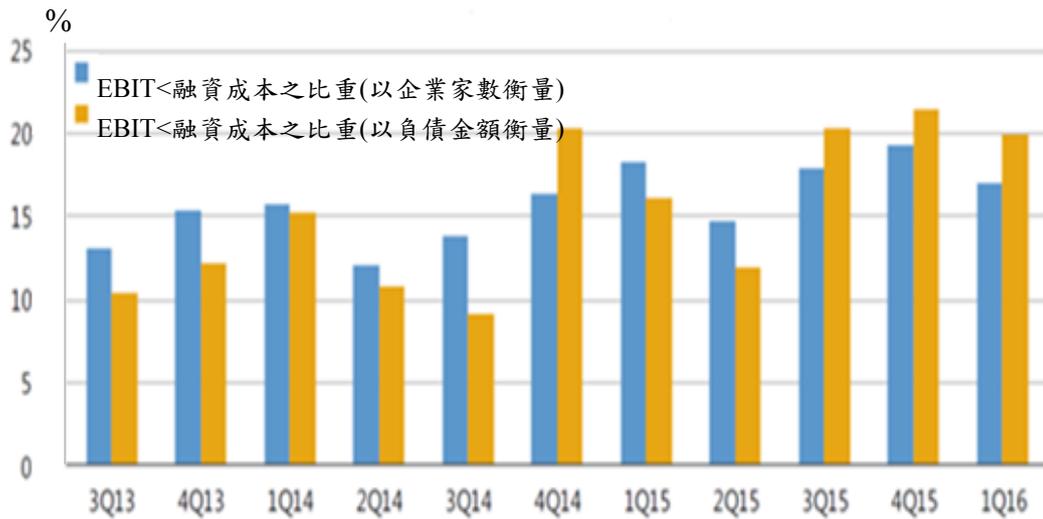
## (二)企業違約風險上升

為瞭解中國大陸企業部門違約風險，PIMCO 以 2,100 家非金融企業部門為對象，探討其稅前息前淨利(Earnings Before Interest and Tax, EBIT)與融資成本之關係。若 EBIT 小於融資成本，表示企業部門賺取之利潤低於其應負擔之利息費用，亦即該企業面臨潛在違約風險。

以近 3 年資料觀察，面臨潛在違約風險之企業家數比重，自 2014 年第 3 季以前之 12%-15%，上升至 2015-2016 年之 15%-20%；就潛在違約風險之負債比重而言，亦呈上升趨勢，自 2014 年第 3 季以前之 10%-15%，增至 20%(圖 5)。依據上述企業潛在違約風險資料，PIMCO 估計，2015 年底中國大陸全體商業銀行持有之不良債權比重約為 7.6%，其中又以明顯受景氣循環影響之超景氣循環產業(Ultra-cyclical Sector)之放款與不動產放款不良債權比重最高，分別為 20%-30%及 10%(表 1)。

對於中國大陸金融業面對之系統性風險，PIMCO 認為，由於人民銀行致力維持境內之流動性寬鬆環境，雖然中國大陸銀行業資產品質不良問題不易於短期內解決，惟近期尚不至於發生系統性金融風險。

圖 5. 中國大陸企業部門潛在違約風險



資料來源：本次研習課程講義

表 1. 2015 年底中國大陸銀行不良債權比重(依授信對象)

授信對象	授信餘額 (人民幣)	估計不良 債權比重	說明
超景氣循環產業	8 兆元	20%-30%	深受景氣循環影響，為主要之不良債權來源。
不動產業	7 兆元	10%	主要曝險為二、三線城市之授信。
一般企業	16 兆元	6%	主要曝險為中小企業授信。
投資公司債	10 兆元	5%	主要曝險為超景氣循環產業之公司債。
影子銀行業	25 兆元	7%	承擔影子銀行業之再融資風險。
小額不動產信用及 消費者放款	30 兆元	2%	平均授信成數約為 50%。
地方政府	16 兆元	1%	有政府財政支應，風險較小。
中央政府及金融機構	33 兆元	0.3%	
合計	133 兆元	6.3%	不良債權總額約為 8.3 兆元。

資料來源：本次研習課程講義

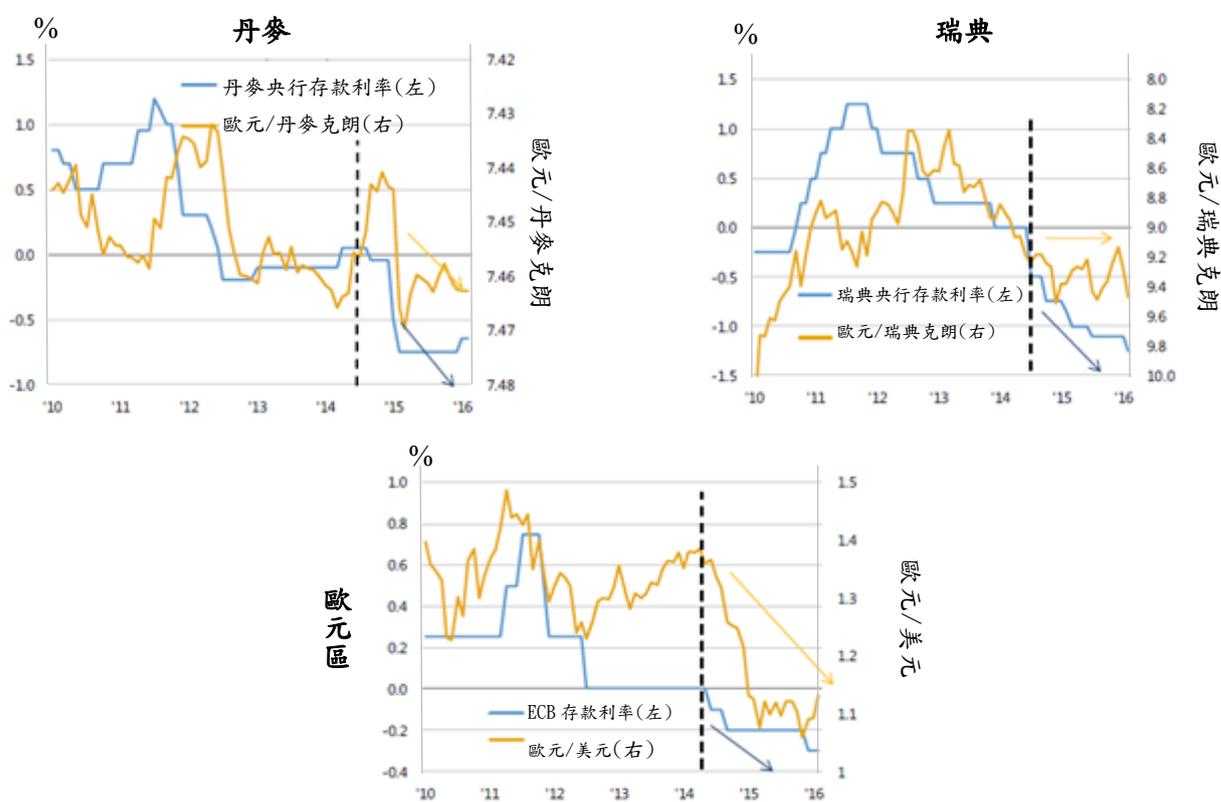
## 參、近期國際金融重要議題分析

### 一、日本央行之負利率政策與殖利率管理架構

2016年2月，日本開始實施負利率政策。BoJ 期望透過負利率壓抑日圓匯價，達到提振出口表現，進而刺激經濟穩定復甦的目標。此外，面對通膨預期持續偏低，BoJ 亦期望藉由負利率政策，拉抬國內消費及投資需求。

在日本實施負利率政策之前，即有丹麥、瑞典及歐元區之先例。丹麥等國實施負利率政策以來，其本國貨幣多呈貶值走勢(圖6)。惟在近期人民幣匯率持續貶值下，由於日圓為國際資金之主要避險貨幣，BoJ 將難以透過負利率政策達到壓低日圓匯價的目標。事實上，自 BoJ 實施負利率政策以來，日圓反呈升值走勢(圖7)，不利於日本的出口表現。

圖 6. 實施負利率政策國家之匯率變動



資料來源：本次研習課程講義

圖 7. 日圓匯率走勢



以下重點說明 BoJ 之負利率政策效果及其新實施之殖利率曲線管理架構。

### (一)BoJ 之負利率政策效果

#### 1. 日本貨幣政策寬鬆規模趨近上限，可能抑制負利率政策之效果

負利率政策旨在降低民間部門的超額儲蓄、提振消費及投資動能。就瑞典及丹麥實施負利率的經驗而言，自負利率政策實施後，民間部門儲蓄占 GDP 比重不減反增<sup>1</sup>(圖 8)，並無法達到負利率政策提振國內景氣的預期效果。

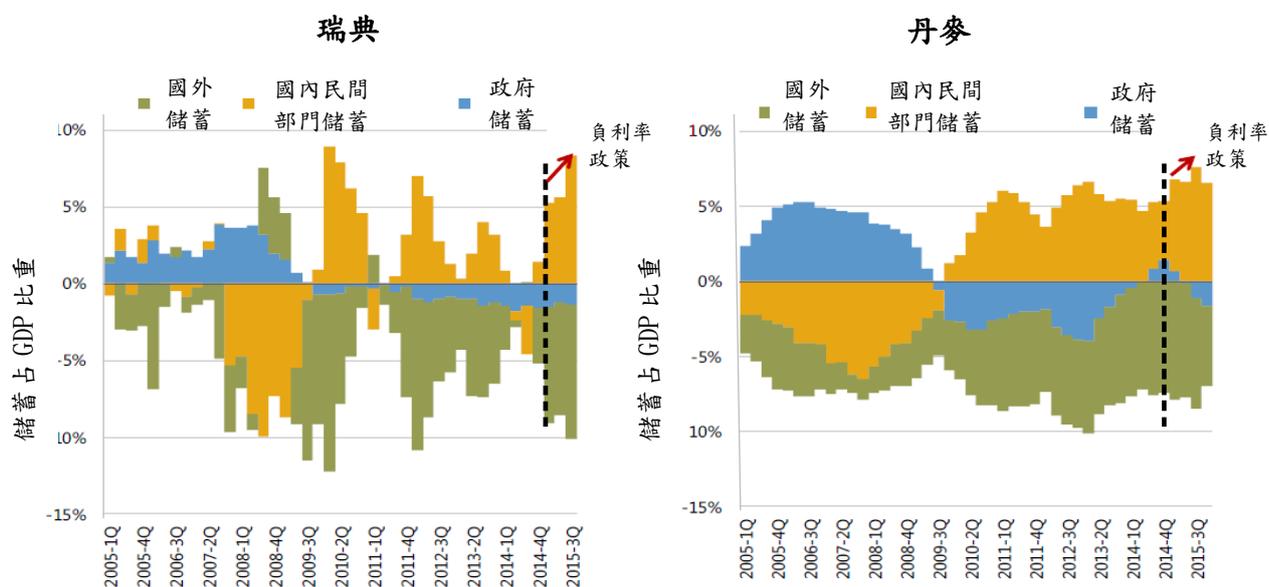
BoJ 負利率政策實施至今僅約半年，對於日本國內消費及投資之影響有待觀察。IMF (2016)之報告指出，近期日圓匯價走揚、日股表現不佳，以及外界對於 BoJ 是否能達成通膨目標仍存有疑慮，均可能影響 BoJ 負利率政策之效果。

此外，就各國央行資產對該國 GDP 比率而言，日本已達 80%，美國及歐元區則均低於 30%(圖 9)；相較之下，BoJ 貨幣政策寬鬆

<sup>1</sup> 一般認為，民間部門將央行負利率政策視為危機之訊號，故以增加儲蓄之方式保障未來之購買力。

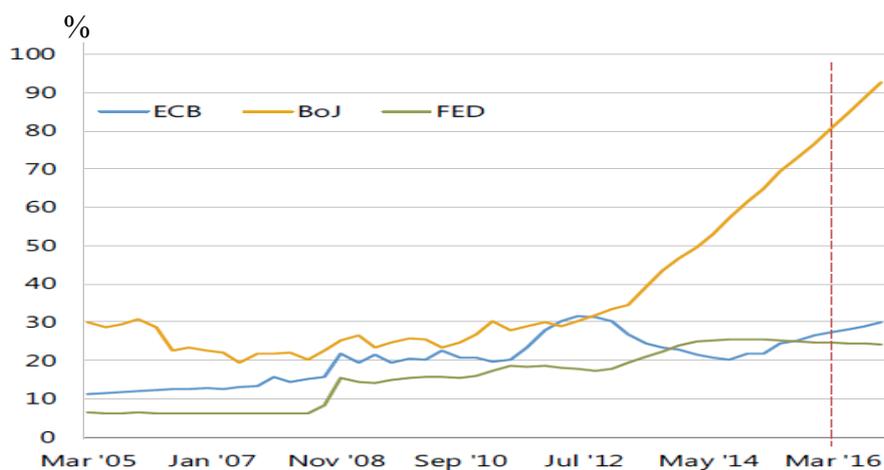
規模似已趨近上限，因此，BoJ 期望透過負利率政策達到刺激景氣的目標，似不易達成。

圖 8. 瑞典、丹麥實施負利率政策對其國內儲蓄之影響



資料來源：本次研習課程講義

圖 9. 各國央行資產總額對 GDP 之比率

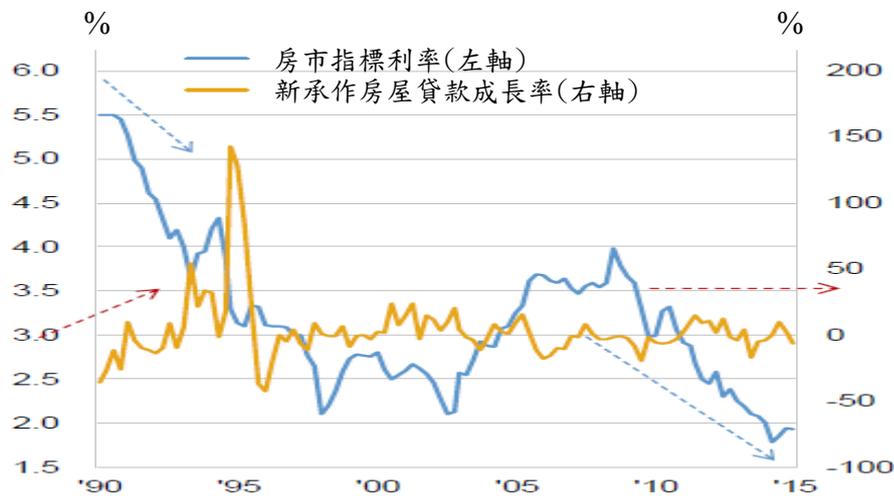


資料來源：本次研習課程講義

## 2. 結構性因素引發之經濟衰退，無法以負利率政策因應

日本國內需求長期疲弱、通膨率持續低迷，應與其經濟體系之結構性因素有關。以房地產市場為例，房市指標利率(Housing Benchmark Rate)自 2008 年高點之 4%，持續下降至 2015 年之低於 2%，且新承作房屋貸款亦無明顯成長，部分期間甚至呈現衰退(圖 10)，或應與日本人口結構老化有關。此種結構性問題，應由結構性改革著手方能對症下藥，而無法以負利率等貨幣政策因應，甚至可能產生反效果。

圖 10. 日本房地產概況



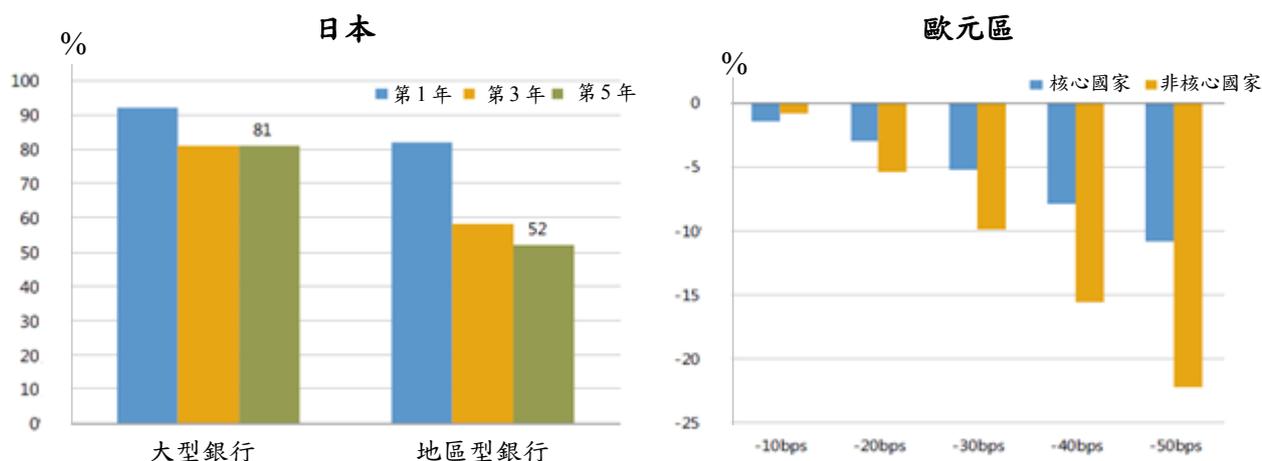
資料來源：本次研習課程講義

## 3. 負利率政策將影響銀行業獲利

負利率政策實施後，將使銀行業之存、放款利差下降，影響銀行獲利。以日本為例，若超額準備利率調降 30bp，5 年後大型銀行之淨利將減少 19%，地區型銀行則將大幅下降 48%<sup>2</sup>(圖 11 左圖)。就歐元區而言，若 ECB 之政策利率調降 50bp，可能使核心國家之銀行業 2017 年淨利減少 10%，而非核心國家之銀行業淨利則將下降逾 20%(圖 11 右圖)。

<sup>2</sup> 面對負利率政策對銀行業淨利之影響，大型銀行可透過調高手續費及降低營業成本等方式降低衝擊；相對而言，地區型銀行之競爭力較為薄弱，負利率政策對其產生之衝擊亦較大。

圖 11. 負利率政策之影響



註：以 2016 年銀行業淨利為 100%，估計 BoJ 調降超額準備利率 30bp 之影響。  
資料來源：本次研習課程講義

註：ECB 調降政策利率對 2017 年銀行業淨利之影響。

## (二) BoJ 新實施之殖利率曲線管理架構

2016 年 9 月 BoJ 宣布實施殖利率曲線管理(Yield Curve Control)架構，主要係透過 BoJ 對長、短期公債購買數量之調整，影響日本公債殖利率曲線斜率，以減緩負利率政策對日本銀行業獲利之衝擊。多數投資機構認為，新措施放寬 BoJ 持有公債年期之限制<sup>3</sup>，雖可增加貨幣政策之操作彈性，惟亦顯示 BoJ 之貨幣政策選項可能趨近極限。

星展銀行分析報告(2016)指出，截至 2016 年 7 月，BoJ 持有日本公債比重已達 38%；若以原訂每年增持公債 80 兆日圓之規模推估，BoJ 公債購買計畫僅能再實施一年<sup>4</sup>。該行並指出，BoJ 之新貨幣政策架構，正顯示以往量化寬鬆與負利率政策措施，並無法有效提振景氣。

<sup>3</sup> 原寬鬆政策架構下，BoJ 持有之日本公債平均到期年限介於 7-12 年；在殖利率曲線管理架構下，則排除此項限制。

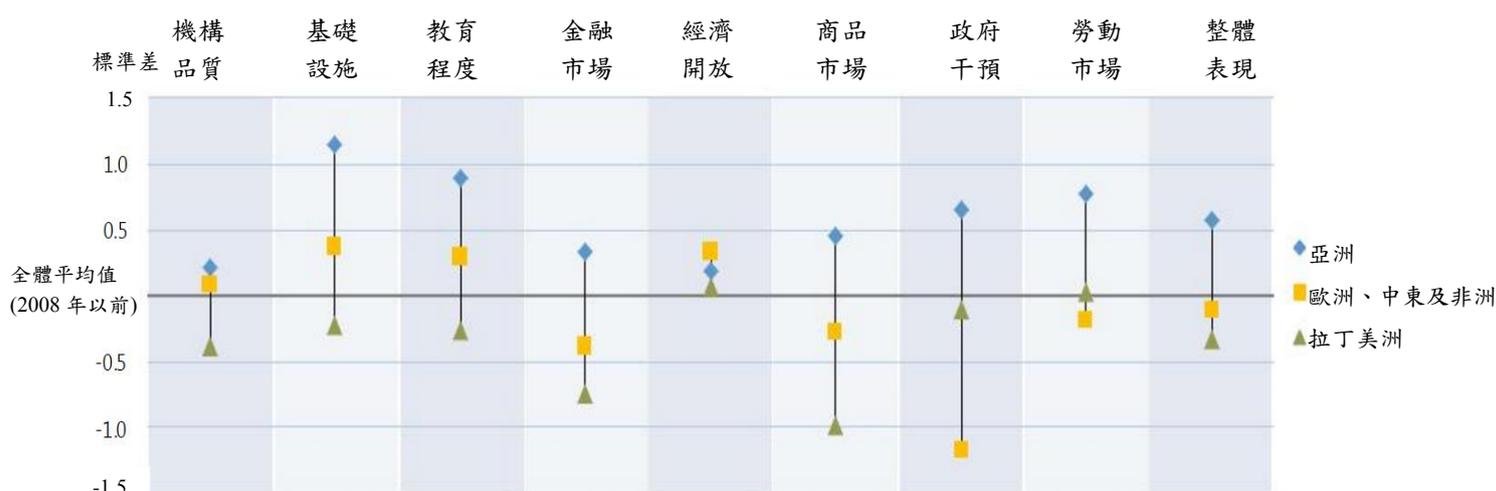
<sup>4</sup> 係以扣除日本郵政公司目前持有之政府公債，以及商業銀行基於擔保目的所須持有之政府公債後之餘額進行推估。

## 二、新興國家<sup>5</sup>金融市場之發展潛力

新興市場對全球經濟及金融市場之影響力日益提升，其出口總額接近全球出口總額之50%，持有之外匯存底已達全球的70%。新興市場中，以亞洲地區國家對於全球金融市場的影響力最值得關注。

2008 年全球金融危機以來，亞洲新興市場之社會與經濟發展情形，明顯優於其他新興市場(圖 12)，其對全球金融市場之影響力亦顯著提升。以摩根大通亞洲信用指數(J.P. Morgan Asia Credit Index, JACI)為例，其涵蓋之債券數量及發行餘額自 2009 年以來均呈快速成長，其中發行餘額已由 2009 年之 1,500 億美元，擴增至 2016 年 6 月底之 6,500 億美元(圖 13)；另就證券資產單位風險所能提供之報酬率觀察，亞洲新興市場證券可提供之單位報酬率約為 1.3%，至於其他各類證券單位報酬率均不及 1%(圖 14)，使得亞洲新興市場受到國際投資機構之密切關注。

圖 12.新興市場社會、經濟發展情形(2008-2015/3/12)



資料來源：本次研習課程講義

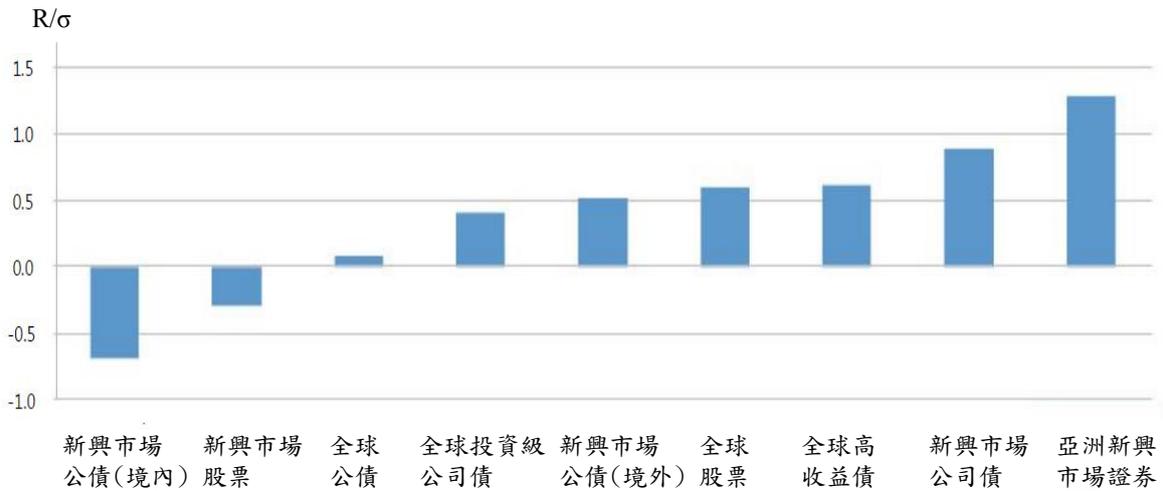
<sup>5</sup> 本節所提及之新興市場包含中國大陸。

圖 13. JACI 債券數量及市值(2016/6/30)



資料來源：本次研習課程講義

圖 14.近 3 年來各類證券單位風險之報酬率(截至 2016/3/31)



註：縱軸  $R/\sigma$  為單位風險之報酬率，亦即資產報酬率/報酬率之標準差。

資料來源：本次研習課程講義

儘管新興市場之基礎建設及金融體制仍有相當程度之改進空間，惟PIMCO認為，由於大宗商品價格偏低等不利因素逐漸消退，投資人可適度提高新興市場資產的投資比重，以提升投資收益，說明如下：

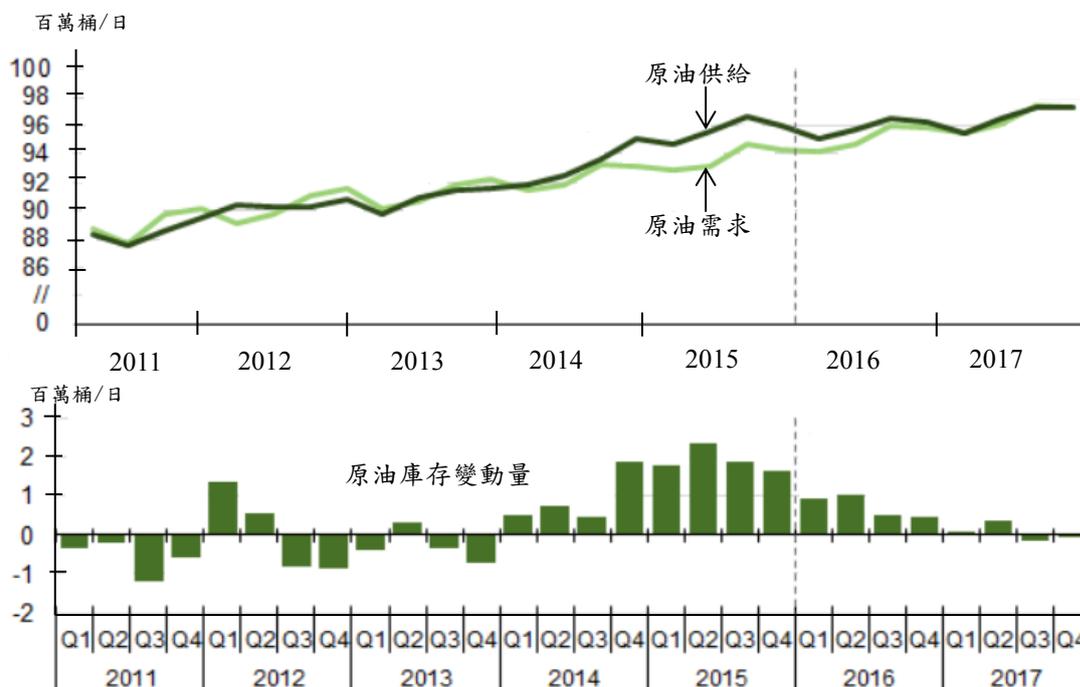
## (一) 中國大陸總體經濟風險降低

隨著近年來中國大陸積極投入「東協加三」等區域經貿整合，其對其他新興市場之影響力已明顯擴增。儘管近期中國大陸經濟成長趨緩，增添投資人疑慮，惟 PIMCO 認為，中國大陸仍保有較大之政策操作空間，且近期亦逐漸解除各項金融管制，有助降低相關金融市場風險，未來中國大陸經濟成長明顯減緩之機率應屬有限。

## (二) 國際原油價格趨於穩定

根據 2016 年 1 月美國能源資訊局(U.S. Energy Information Administration, EIA)之報告，2015 年國際原油市場明顯供過於求。展望 2016、2017 年之國際原油供需，供給成長將趨緩，主要係近期油價低迷，預計美國原油將減產；隨著全球經濟溫和復甦，預計 2016 及 2017 年之原油需求成長率分別為 2.7% 及 3.2%(圖 15)。全球原油供需趨於平衡，將有助支撐大宗商品價格，進而改善新興市場商品出口表現。

圖 15. 全球原油供需及庫存變動量

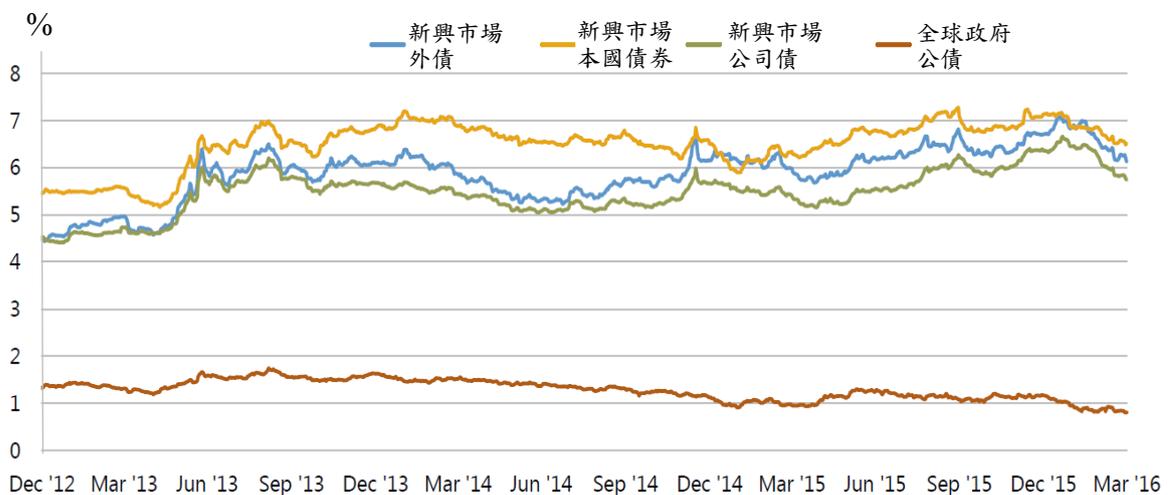


資料來源：EIA, Short-Term Energy Outlook, January 2016

### (三)新興市場金融資產報酬率相對較高

目前 ECB 及 BoJ 持續擴大量化寬鬆政策，而美國升息步調亦趨緩，使全球主要國家利率水準維持低檔。依據巴克萊全球綜合債券指數顯示，全球有近三分之二公債之殖利率低於 1%；相對而言，新興市場金融資產報酬率則高達 6%-7%(圖 16)，將吸引國際大型機構投資人資金流入，有助推升其金融資產價格。

圖 16. 全球債券之殖利率比較



資料來源：本次研習課程講義

此外，儘管中國大陸近年來金融市場快速發展，有助投資人之全球多元化投資布局，並在低利率下提升投資績效，惟中國大陸近年來亦面臨銀行業放款資產品質不佳、公司債違約風險提高，以及金融市場波動幅度明顯擴大等問題。以中國大陸之股市為例，上海證券指數自 2015 年初之 3,300 點，迅速飆升至同年 6 月 11 日之 5,166 點，惟隨後指數急速下滑，至同年 7 月 8 日已跌至 3,507 點。股價指數快速上漲，主要受中國大陸 A 股資金行情之帶動，惟亦明顯反映出眾多散戶投資者之投機心理，及其金融市場之結構問題，仍為投資人須審慎關注的焦點。

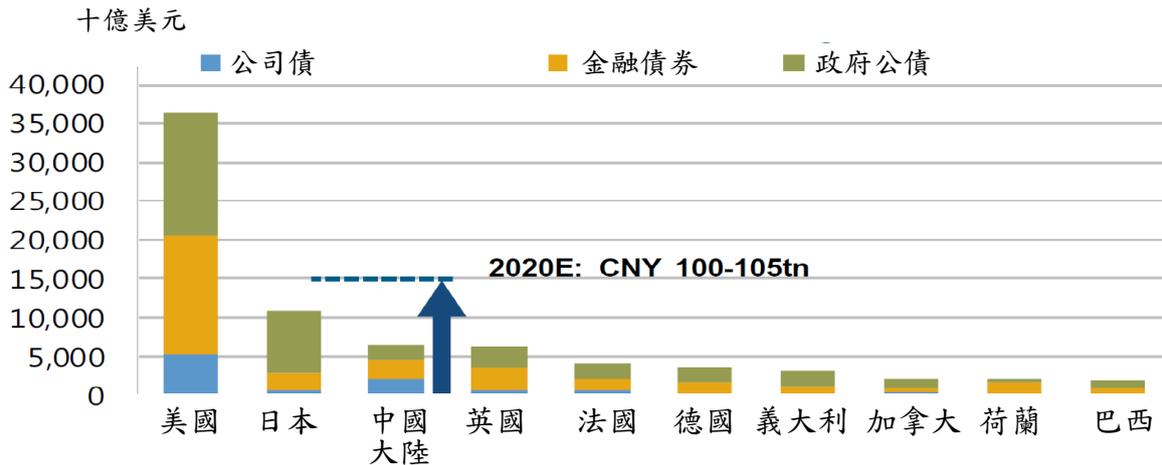
### 三、中國大陸金融市場之重要性日增

中國大陸金融市場之重要性日增，說明如下：

#### (一) 中國大陸金融市場規模快速成長

以債券市場為例，2016年6月底，全球債券市場前3大發行國家依序為美國、日本及中國大陸，發行餘額分別約為36兆、10兆及6兆美元，其中中國大陸所占比重約為4.5%。PIMCO推估，至2020年底中國大陸債券發行餘額將增至15兆美元(圖17)，外國投資人持有中國大陸債券比重，亦將由2%成長為7%。

圖 17. 各國債券發行餘額(2016/6/30)



資料來源：本次研習課程講義

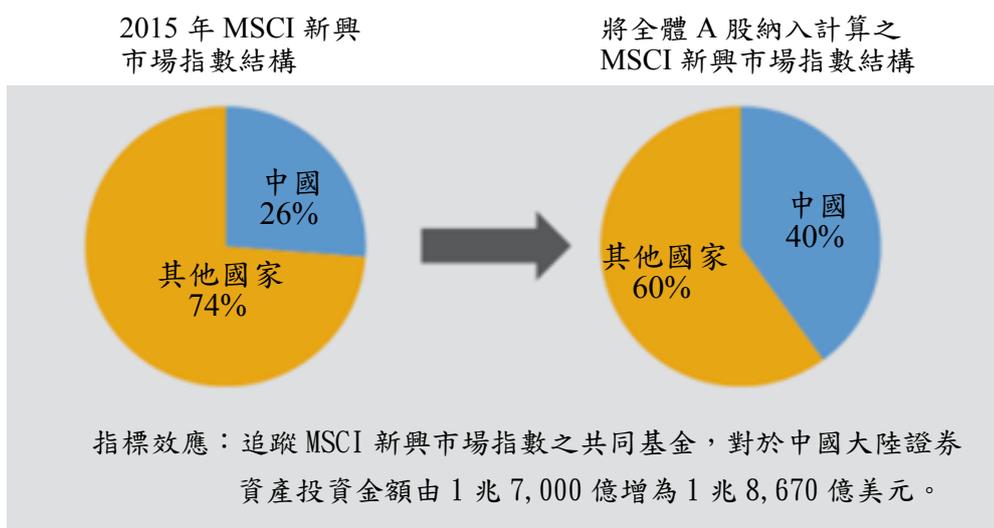
#### (二) 國際證券指標調升中國大陸資產比重

世界銀行(World Bank)研究報告指出，為降低資產配置之操作成本並提高透明度，近年來，許多投資機構選擇以國際知名證券指標(如 MSCI 全球指數及新興市場指數)作為資產配置之重要依據。因此，當國際證券指標調整各國證券比重時，將改變投資人的資產配置策略，進而引發國際資本流動，此種影響稱為指標效應(Benchmark Effect)。平均而言，當國際指標將某一國家資產比

重調升 1%時，共同基金公司對該國證券投資比重將增加 0.7%。

以中國大陸為例，2015 年中國大陸資產在 MSCI 新興市場指數之比重為 26%；若將中國 A 股全體納入 MSCI 新興市場指數，則中國大陸資產比重將提升為 40%，而依 MSCI 指數配置資產之共同基金，投資中國大陸證券資產的金額，預估將由 1.7 兆美元提高為 1.87 兆美元(圖 18)。目前中國大陸已成為全球投資機構關注焦點之一，在國際證券指標逐漸調高中國大陸資產比重下，將進一步提高中國大陸對全球金融市場之吸引力與影響力。

圖 18. 指標效應-以 MSCI 新興市場指數為例



資料來源：Claudio Raddatz, Sergio L. Schmukler and Tomás Williams (2014), “International Asset Allocations and Capital Flows: The Benchmark Effect”, The World Bank Policy Research Working Paper 6866.

### (三) 中國大陸積極推動區域性整合，國際影響力增加

近年來，中國大陸積極推動區域性經貿及金融整合，已使其在國際金融層面之影響力明顯提升；其中，以「一帶一路」及「亞洲基礎建設投資銀行」(簡稱亞投行)最為重要：

## 1. 「一帶一路」發展策略

2013年9月中國大陸國家主席習近平提出「一帶一路」之經貿發展戰略，涵蓋區域包含亞洲、歐洲、非洲等60餘個國家與地區，主要係透過沿線各國之經濟政策協調，達到經濟要素自由移動及市場整合的目標。「一帶一路」之政策協調面向包含基礎建設合作、減少貿易投資障礙、強化貨幣政策協調及金融合作，並設有規模達400億美元之絲路資金。

「一帶一路」之發展，與國際經濟金融情勢之演變有密切關聯。在經濟方面，隨著中國大陸經濟快速發展，其國內生產成本逐漸上揚；2008年全球金融危機以來，中國大陸之出口表現亦受到明顯衝擊。在金融方面，則與金融危機後歐元及日圓等國際貨幣之重要性下滑，而人民幣國際化速度加快有關。在上述困境與機會的促成下，中國大陸透過「一帶一路」，將可提升其國際影響力。

## 2. 設立亞投行，支應一帶一路資金需求

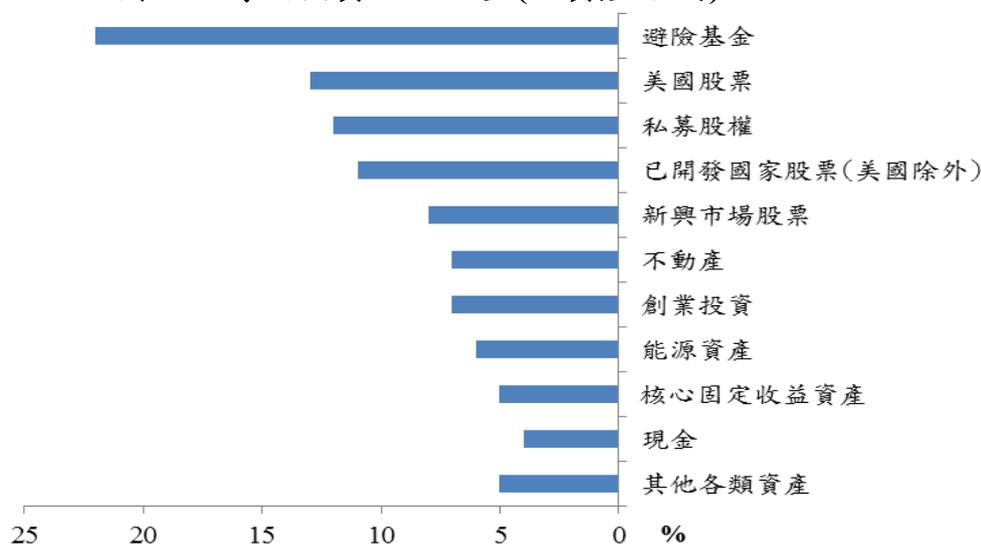
「亞投行」之設立宗旨，係為滿足亞太地區基礎建設的資金需求，其主要資金用途包含能源、運輸及通訊、農村基礎建設、環保及城市發展等。截至2015年12月，全球已有57個國家簽署亞投行協定。「亞投行」之成立，可強化中國大陸在國際金融組織之影響力，支應「一帶一路」的基礎建設資金需求，並有利中國大陸政府達成人民幣國際化之目標。

## 肆、PIMCO 主要投資評估模式與資產配置策略<sup>6</sup>

### 一、風險因子基礎評估模式

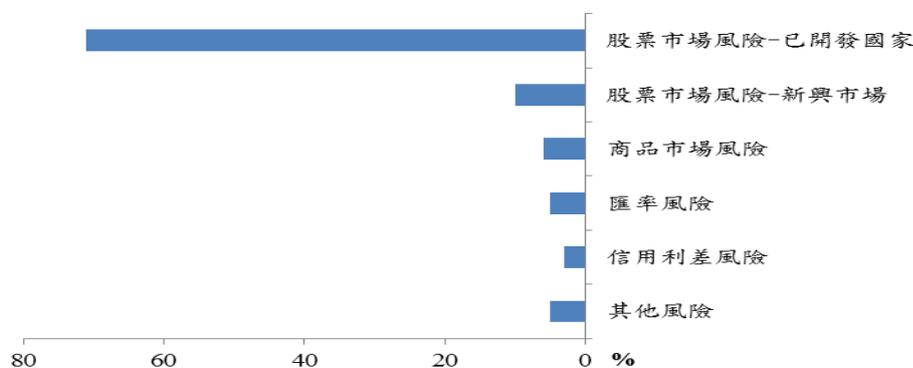
傳統資產配置理論係按資產類別，將資金分配投資於現金、固定收益資產、股票及不動產等各項資產，以達到投資組合風險極小化的目標(圖 19)。PIMCO 則係採「風險因子基礎評估模式」，按金融市場風險來源進行資產配置，例如，按股票市場風險、信用利差風險、商品價格風險及匯率風險之差異，擬定投資策略 (圖 20)。

圖 19. 傳統投資組合配置(依資產類別)



資料來源：本次研習課程講義

圖 20. PIMCO 之投資組合配置(依風險類別)



資料來源：本次研習課程講義

<sup>6</sup> 本章所提及之新興市場包含中國大陸。

如前所述，全球金融危機以來，主要國家之政策利率持續偏低，已造成全球金融資產報酬率明顯下降；惟就個別資產來看，其報酬率水準差異頗大(圖 21)。2009 年 3 月至 2014 年 12 月，各類資產報酬率以不動產與股票最高，以美國不動產投資信託(Real Estate Investment Trusts, REITs)與美國股票為例，其年化報酬率分別為 28.6%與 20.4%，主要係因近期美國經濟表現相對穩定；其次為高收益債券與全球其他各國股票，報酬率約為 12%-17%。至於各國政府公債在全球央行降息之影響下，其報酬率較低，僅約 4.5%-5%。另受全球經濟未能穩定復甦及原油市場供給過剩之影響，大宗商品之報酬率為-0.8%。

一般而言，債權資產因具有固定之利息收益，其投資風險相對較低；股權及不動產資產之投資收益受景氣循環影響較大，故其價格波動性及投資風險相對較大。若以夏普比率(Sharpe Ratio)<sup>7</sup>衡量各類資產投資績效，則情況將有所不同：

#### (一)債權資產之投資風險明顯較低，致夏普比率較高

債權資產之夏普比率，以全球投資等級債券及高收益債券為最高，分別為 2.02 及 1.88。各國公債受到政策利率調降影響，夏普比率較低，其中美國中央政府公債為 1.65，新興市場地方公債之違約風險較高，夏普比率僅為 0.54。

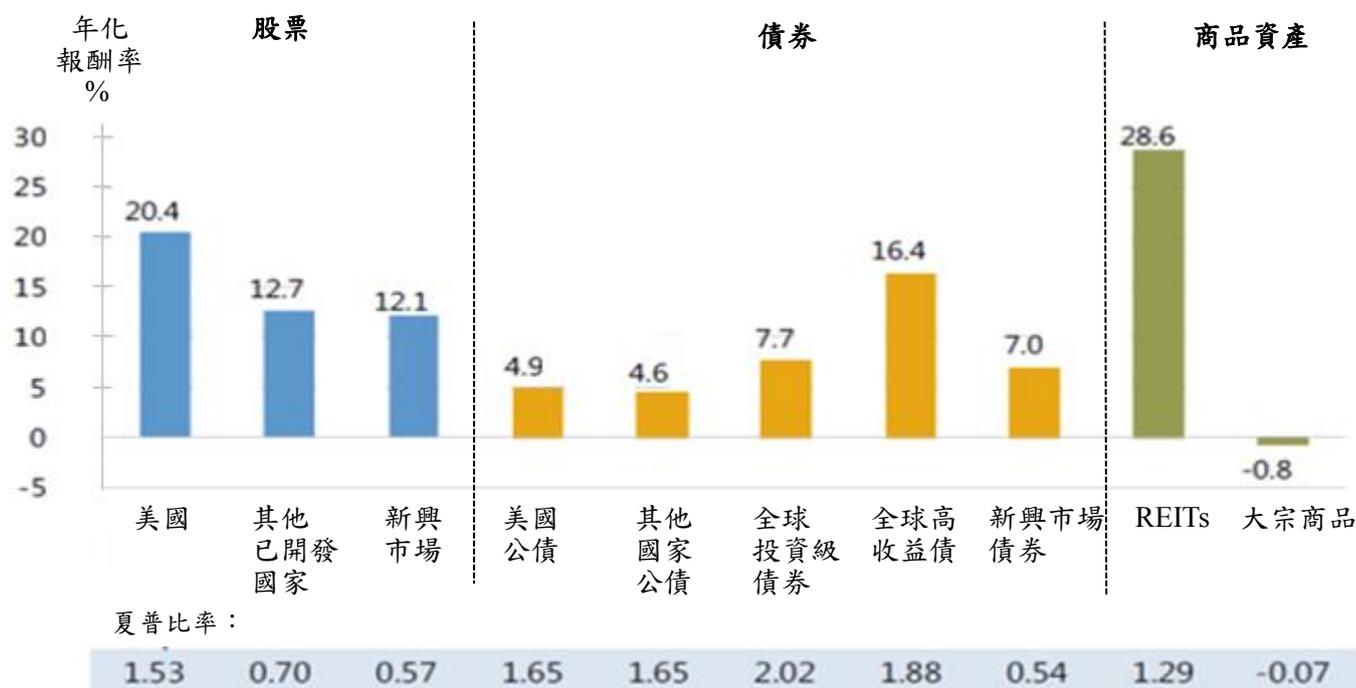
#### (二)股權資產之夏普比率較低，個別國家之差異較大

股權資產之夏普比率以美國表現較佳(1.53)，明顯高於其他已開發國家(0.7)及新興市場(0.57)。

---

<sup>7</sup> 夏普比率=(投資組合預期報酬率-無風險利率)/投資組合的標準差，係指投資人額外承擔一單位投資風險時，可獲得之風險溢酬。一般計算投資報酬率時並未考慮個別資產之風險程度，而夏普比率則為考慮風險因素後之績效衡量指標，可用以比較不同資產之投資報酬率。

圖 21. 各類資產之投資報酬率與夏普比率(2009/3-2014/12)



資料來源：本次研習課程講義

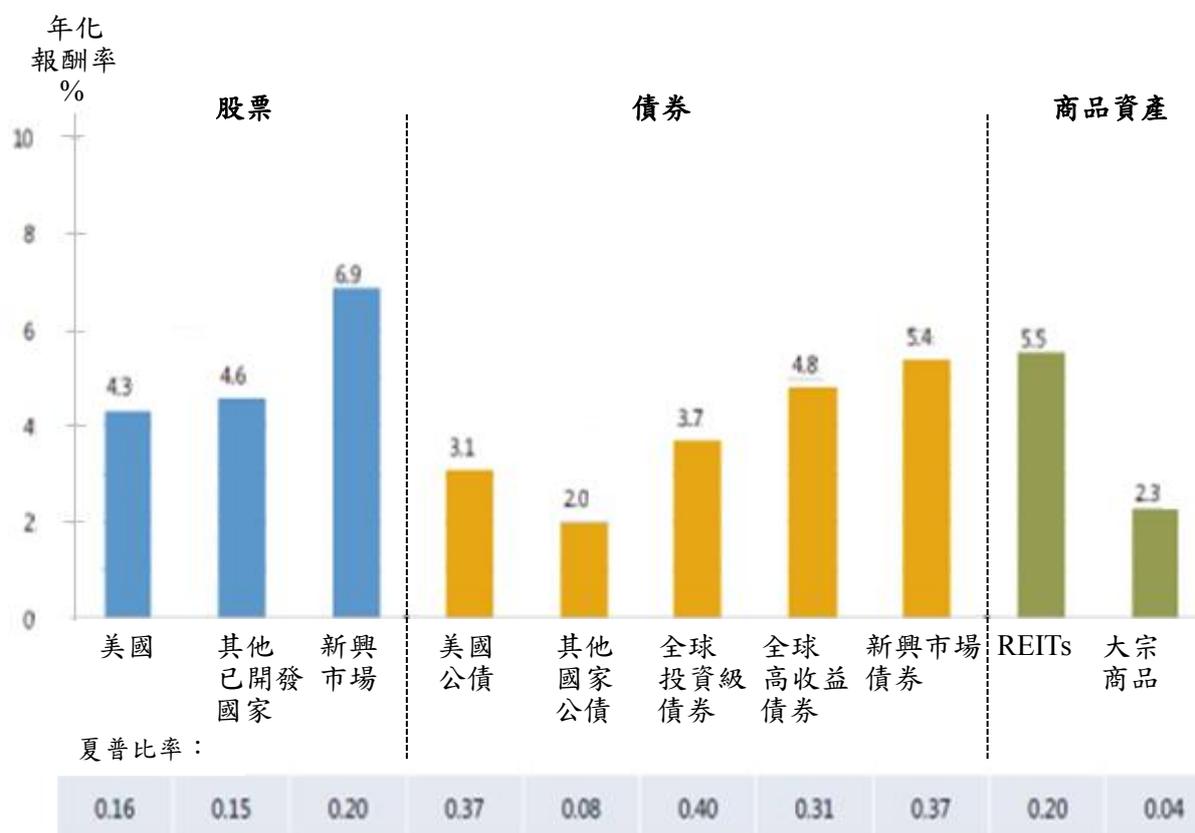
## 二、PIMCO 因應經濟金融趨勢之資產配置策略

綜合前述國際經濟金融之發展趨勢，PIMCO 以上述風險因子基礎模式為基礎，對未來 10 年全球各類資產之投資報酬率與夏普比率進行推估，相關趨勢如下(圖 22)：

1. 美國將邁入貨幣政策正常化之路，在政策利率趨升之環境下，將抑制各類資產價格之上漲幅度，進而使年化報酬率普遍下降。
2. 股權資產之投資報酬率為 4.3%-6.9%，其中新興市場在全球金融市場之重要性提升，預估其股票之報酬率達 6.9%。
3. 債權資產報酬率為 2%-5.4%，其中以新興市場債券表現較為亮眼。
4. 預期新興市場景氣將逐漸回溫，有助提升商品資產價格，預估商品資產之報酬率將顯著增為 2.3%。

5. 由於投資報酬率下降，各類資產之夏普指數明顯下滑至 0.5 以下，其中以全球投資等級債券之 0.4 為最高，其次為美國及新興市場政府公債之 0.37。

圖 22. 未來 10 年各類型資產之投資報酬率及夏普比率



資料來源：本次研習課程講義

由於各類資產報酬率已明顯偏低，PIMCO 認為，未來宜採取積極型之投資組合管理策略<sup>8</sup>，以獲取較高之投資報酬率。針對目前全球總體經濟面臨之困境，PIMCO 提出下列投資建議：

### (一)留意負利率風險

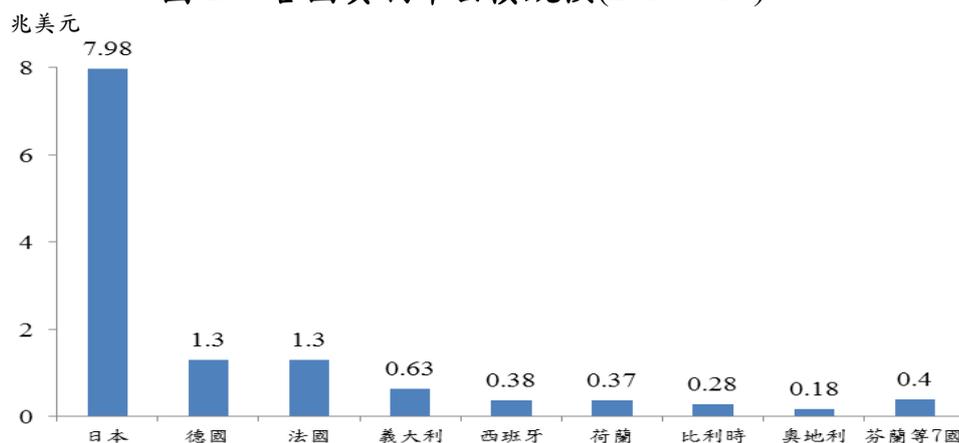
自 2014 年 6 月起，全球已有多個央行陸續實施負利率政策。截至 2016 年 6 月 13 日，全球負利率公債規模已達到 12.82 兆美元，其中以日本之 7.98 兆美元為最高(圖 23)；至於各國負利率公

<sup>8</sup> 積極型投資組合管理策略，係指投資人主動挑選個別投資標的與買賣時間，以期獲取優於市場大盤之報酬率。

債占該國公債餘額之比重，則以瑞士逾 9 成最高，其次為日本與德國，均逾 7 成(圖 24)。

實施負利率政策國家逐漸增加，將連帶影響全球金融資產的投資收益，並改變各類資產之相對價格，投資人應密切關注主要國家央行之貨幣政策動態，以降低負利率可能產生之衝擊。

圖 23. 各國負利率公債規模(2016.6.13)



資料來源：本次研習課程講義

圖 24. 各國負利率公債占該國公債比重(2016.6.13)



資料來源：本次研習課程講義

## (二)慎選投資區域

近年來，由於強勢美元及大宗商品價格疲弱，使得新興市場金融資產表現不如預期。PIMCO 認為，近期美國升息步調放緩，

以及大宗商品價格調整接近尾聲，預期未來將逐漸擺脫低檔，建議投資人可關注新興市場未來發展潛力。

此外，受到英國公投脫歐等風險影響，對於歐元區之未來展望則持審慎態度，建議投資人應深入研究歐元區各國之政治及經濟發展近況，以降低投資風險。

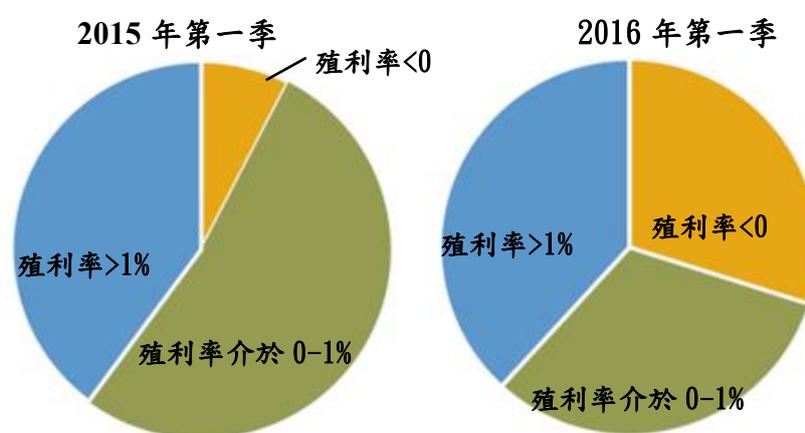
### (三)未來 3-5 年須留意通膨率上升之風險

隨著全球資金持續流入新興市場，新興市場在全球經濟角色日益重要，未來 3-5 年，投資人仍須關注通膨上升之風險。PIMCO 建議可增持抗通膨債券(Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS)，以避免通膨上升而影響金融資產之收益率。

### (四)關注債券市場之投資機會

對於各類型金融資產之選擇，PIMCO 建議投資人可持續關注債券市場的投資機會，主因近期美國勞動市場穩定復甦、民間消費持續增溫，在美國經濟持續穩定復甦之帶動下，有助支撐全球債券市場。此外，目前主要國家公債殖利率處於低檔(圖 25)，相對而言，若投資人慎選投資等級及高收益債券之投資標的，將能兼顧提升投資收益與降低投資風險的目標。

圖 25. 主要國家公債殖利率



資料來源：本次研習課程講義

## 伍、結論與建議

### 一、結論

#### (一)主要國家非傳統貨幣政策效果已明顯遞減，全球金融市場波動加劇

2008 年全球金融危機以來，主要國家紛採非傳統貨幣政策；2015 年底美國雖已啟動升息循環，惟升息步調緩慢。各國實施非傳統貨幣政策以來，其帶動金融資產價格上漲的預期功效已明顯遞減，而由於經濟體系面臨之結構性問題未能有效解決，以致全球經濟未能穩定復甦。

非傳統貨幣政策已造成銀行業存、放款利差縮減，影響銀行獲利，並改變各類資產間的相對價格及報酬率。主要國家貨幣政策之不一致性及貨幣政策頻繁調整的結果，也造成金融市場短期資金在各類資產市場間大量且頻繁流動，而不利於金融穩定。

#### (二)負利率政策提振景氣之效果具不確定性，未來影響尚待觀察

實施負利率政策之有效性，除了央行本身可控制的因素之外，尚取決於多項外在因素。以丹麥及瑞典為例，實施負利率政策之後，民眾儲蓄金額不減反增，因而無法達到提振國內需求的目標；另近期人民幣匯率持續走貶，亦使日本央行欲透過匯率管道提振出口的目標無法達成。因此，負利率政策之成效具有高度的不確定性，其後續影響尚待觀察。

#### (三)新興市場未來表現值得關注

隨著主要國家政策利率持續偏低，目前全球已有逾半數公債殖利率低於 1%。在全球金融市場資金持續寬鬆下，新興市場以其相對較高之投資報酬率，吸引國際資金持續流入。投資機構對新興市場之經濟前景轉趨樂觀，其信用債券市場表現亦成為關注焦點。

新興市場中，以中國大陸對全球金融市場之影響力及風險最值得密切關注。近年來國際證券指數調高中國大陸證券資產之比重，加上中國股市波動對全球金融市場產生之衝擊，均顯示隨著中國大陸金融市場之重要性逐漸增加，雖為全球投資人帶來投資契機，惟亦可能產生全球金融風險。

## 二、建議

### (一)本行宜持續關注主要國家貨幣政策動向，以因應可能產生之影響

國際間金融市場關聯性日趨密切，主要國家實施之 QE 政策及負利率政策將改變各國相對利率水準、影響匯率走勢，進而影響國際投資機構之資產配置結構。我國為小型開放經濟體，易受國際資本移動之影響，本行應持續密切關注各國實施貨幣政策之動向，預先因應相關政策變動對我國可能產生之影響。

### (二)主管機關宜持續密切關注金融機構資產配置情形及相關流動性風險

在目前低利率環境下，金融機構為提高投資績效，可能偏向投資高收益率但風險性亦較高之資產，例如高收益公司債，而忽略該類資產潛在之風險。即使金融機構投資決策係以夏普指數等經風險調整後之指標為依據，惟若金融機構資產配置過度集中特定資產，可能造成整體金融市場之流動性風險上升，主管機關宜持續密切關注金融機構資產配置情形及相關流動性風險。

### (三)主管機關宜持續追蹤中國大陸金融情勢發展及其對我國之影響

中國大陸金融市場規模成長快速，其金融資產投資報酬率亦相對較高，近年來 PIMCO 等國際投資機構考慮調升對中國大陸金融資產的投資比重。隨著金融自由化及人民幣國際化之進展，中國大陸對於全球金融市場的影響力亦明顯增加。我國與中國大陸之經貿與金融往來關係密切，中國大陸未來之金融改革動向將對我國造成一定之影響，主管機關宜持續密切觀察相關動態及其對我國之影響。

## 參考資料

1. 吳中書(2015)，由一帶一路與亞投行看臺灣金融業的機會與挑戰。
2. 魏艾(2015)，近期大陸股市崩跌影響研析，法務部調查局「展望與探索」月刊第 13 卷第 8 期，16-25。
3. PIMCO 資產管理公司，2016 年 7 月 18 日至 7 月 22 日「亞洲機構研討會」講義
4. Andreas Hoffmann and Gunther Schnabl(2016), “Adverse Effects of Ultra-Loose Monetary Policies on Investment, Growth and Income Distribution”, *The World Savings and Retail Banking Institute(WSBI) & The European Savings and Retail Banking Group(ESBG) paper May 2016.*
5. Claudio Raddatz, Sergio L. Schmukler and Tomás Williams (2014), “International Asset Allocations and Capital Flows: The Benchmark Effect”, *The World Bank Policy Research Working Paper 6866.*
6. DBS(2016), “Market Ignore Signs of Monetary Policy Exhaustion”, *Investment Insights 26 September 2016.*
7. EIA(2016 ), “Short-Term Energy Outlook”, January.
8. IMF(2016),“IMF Executive Board Concludes 2016 Article IV Consultation with Japan”, *Country Report No. 16/26*