

出國報告（出國類別：其他）

## 參加 Western Asset 低利環境下之全球債券投資研討會報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：黃光平(外匯局業務科/一等專員)

派赴國家：英國倫敦

出國期間：105 年 9 月 20 日至 9 月 22 日

報告日期：105 年 12 月 12 日

## 目 錄

壹、 前言.....	2
貳、 Western Asset 之全球經濟展望.....	2
參、 Western Asset 之投資策略簡介.....	11
肆、 結語.....	16
伍、 參考資料.....	19

## 壹、前言

職奉派參加 Western Asset 於倫敦舉辦之研討會。課程參與者約 20 人，學員來自東南亞及歐洲地區之金融機構，講師為 Western Asset 相關部門專家，研討會主題為「低利環境下之全球債券投資策略」，內容涵蓋全球總體經濟、各固定收益市場及相關商品之投資展望、投資組合策略及相關風險管理工具等重要議題。經由 Western Asset 講師深入介紹前述各項重要議題，並與學員們相互討論，使得學員對於當前市場趨勢及相關投資策略有所認識，並對 Western Asset 之投資管理有更深一層的瞭解。

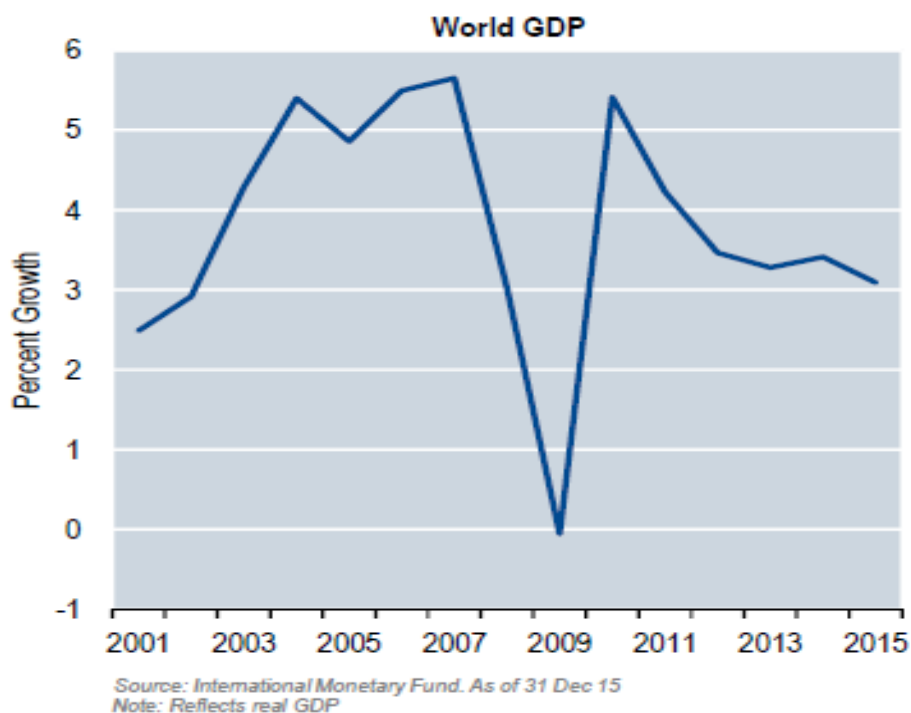
本篇報告首先介紹 Western Asset 對全球未來經濟的看法，然後就該機構之投資策略進行探討。若有疏漏之處，尚盼長官、同仁不吝指教，謝謝。

## 貳、Western Asset 之全球經濟展望

### 一、全球經濟緩慢成長

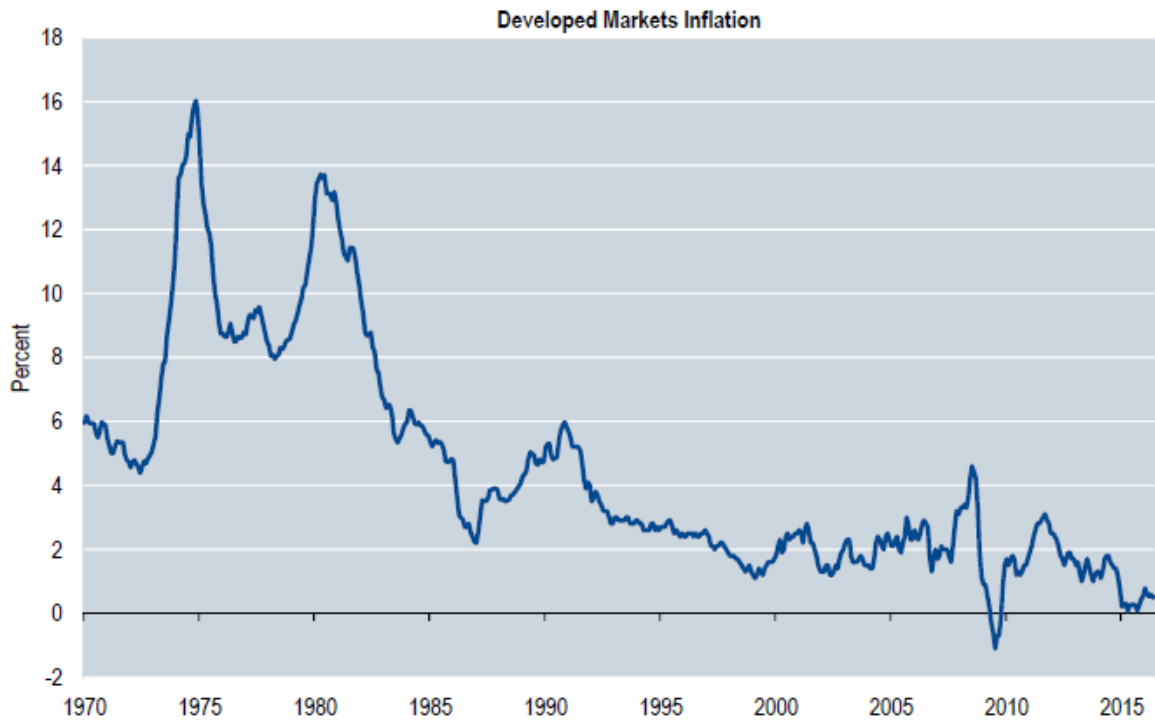
在總體經濟方面，Western Asset 預期歐、美等已開發國家經濟持續緩步上升，而新興市場國家則呈現經濟成長逐步減緩或停滯，因此預估未來 1 年的全球經濟成長率約在 3% 左右（如圖一）。

圖一、全球經濟成長率



在通貨膨脹率方面，Western Asset 預期美國經濟穩定成長，通貨膨脹率已接近 2% 的目標區；歐元區及日本則藉由實施量化寬鬆的貨幣政策，推動總體需求，應可逐漸擺脫通貨緊縮的陰影，通貨膨脹率緩步邁向 2% 的目標區；該機構預估已開發國家未來 1 年之通貨膨脹率將位於 1% 附近(如圖二)。而新興市場國家則因總體需求減緩，導致通貨膨脹率持平或緩步下滑。

圖二、已開發國家通貨膨脹率

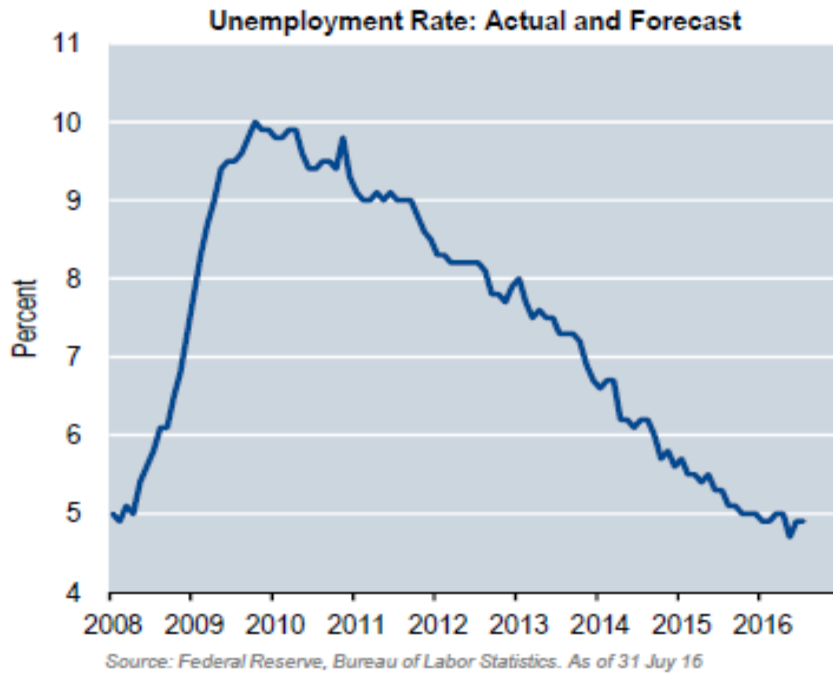


Source: Bloomberg. As of 31 Jul 16

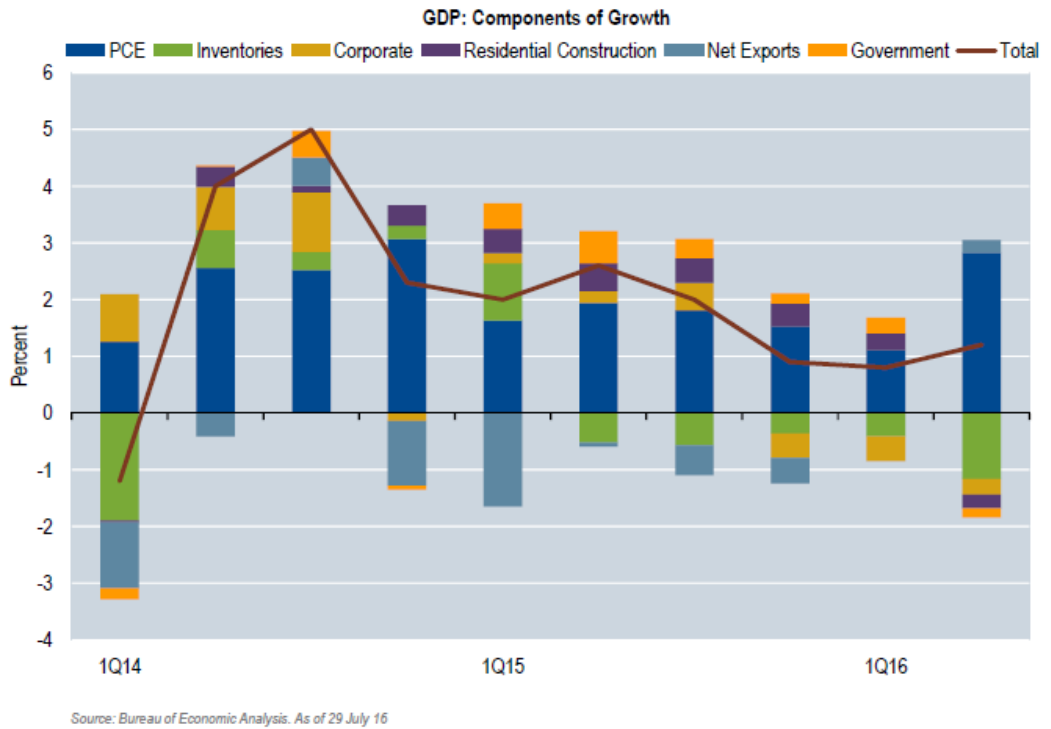
## 二、美國經濟持續穩定成長，惟存在新政策風險

自2008年金融海嘯以來，美國聯邦準備理事會實施三階段之量化寬鬆政策，使得原先疲弱不振的經濟得以復甦。在就業市場方面，其勞工失業率自2009年的高點10%，逐步下滑至今(2016)年11月的低點4.6%（如圖三），顯示非傳統貨幣政策確實奏效，使得就業狀況大幅改善；同時，也帶動個人消費支出持續增長（如圖四），奠定美國經濟穩步趨堅的基石。

圖三、美國勞工失業率



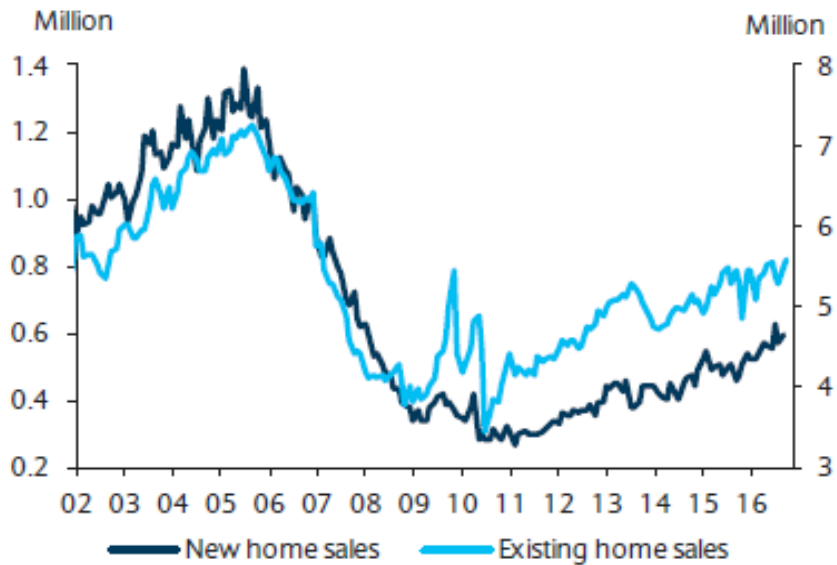
圖四、美國GDP主要成份成長率



在房市方面，也是呈現溫和復甦的景象。自2011年以來，受惠於低房貸利率及房市需求成長等因素，使得房屋銷售量及房價都呈現緩步推升的走勢（如圖五、六）。

圖五、美國房屋銷售量

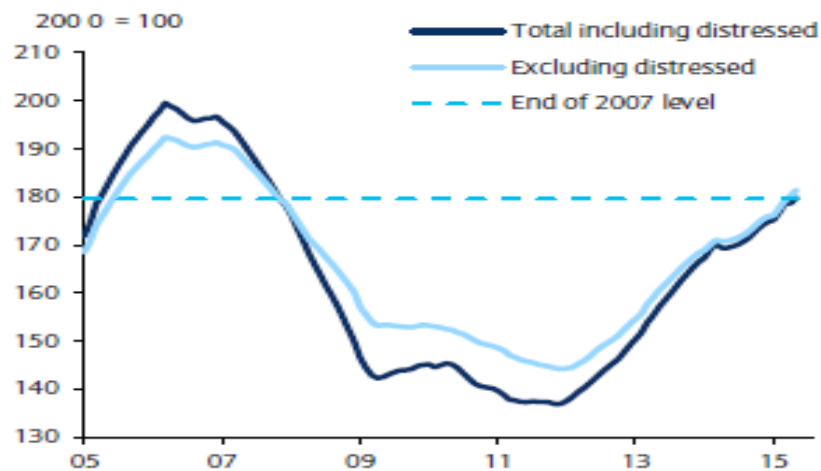
### Housing data show a healthy household sector



Source: National Association of Realtors, Census, Haver Analytics

圖六、美國房價走勢圖

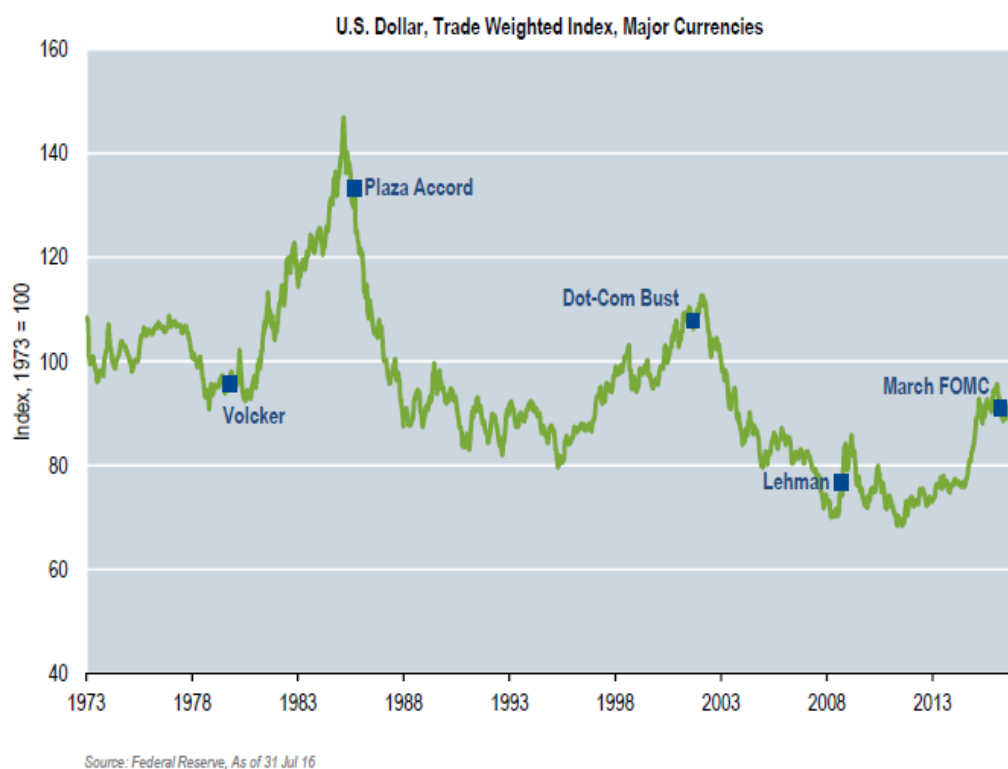
### Home prices approaching 2007 levels...



Source: CoreLogic, Haver Analytics, Barclays Research

雖然美國經濟在就業市場及房市穩健復甦下，GDP表現亮麗，但是美國新任總統川普（Donald Trump）之財經及貿易政策不甚明朗，再加上美元升值（如圖七），以及近期中國、巴西等新興市場國家經濟狀況不佳，都可能為美國製造業帶來新的衝擊，而降低經濟成長動力。

圖七、美元匯率指數走勢



### 三、歐元區經濟成長遲緩，面臨政治高度不確定性

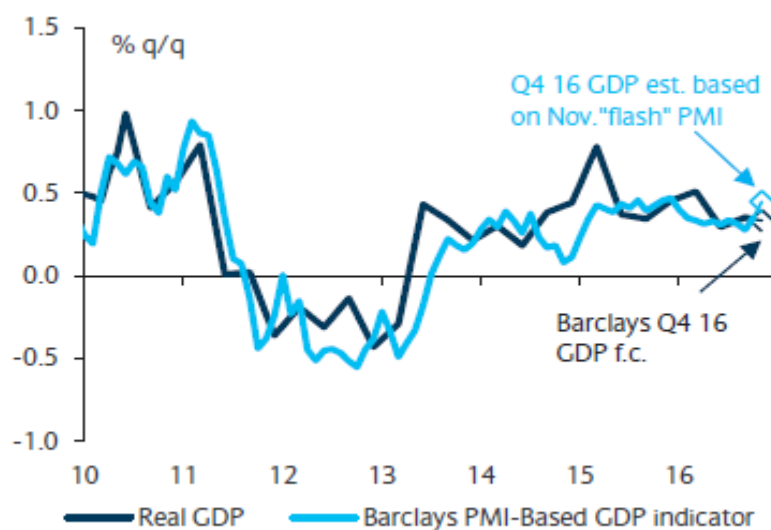
歐元區在遭逢金融海嘯及歐債危機後，經濟成長陷入泥沼，欲振乏力（如圖八）；歐洲央行為避免陷入通貨緊縮、物價持續下滑（如圖九）的困境，積極採行量化寬鬆政策，以每月購入800億歐元之金融債券，強力注資至銀行體系；搭配負利率政策的施行，增強企業借貸及投資，以期盼擴大



需求，加速經濟復甦。

圖八、歐元區 GDP 成長率

Euro area: ECB QE has clearly lifted growth in the euro area



Source: Barclays Research

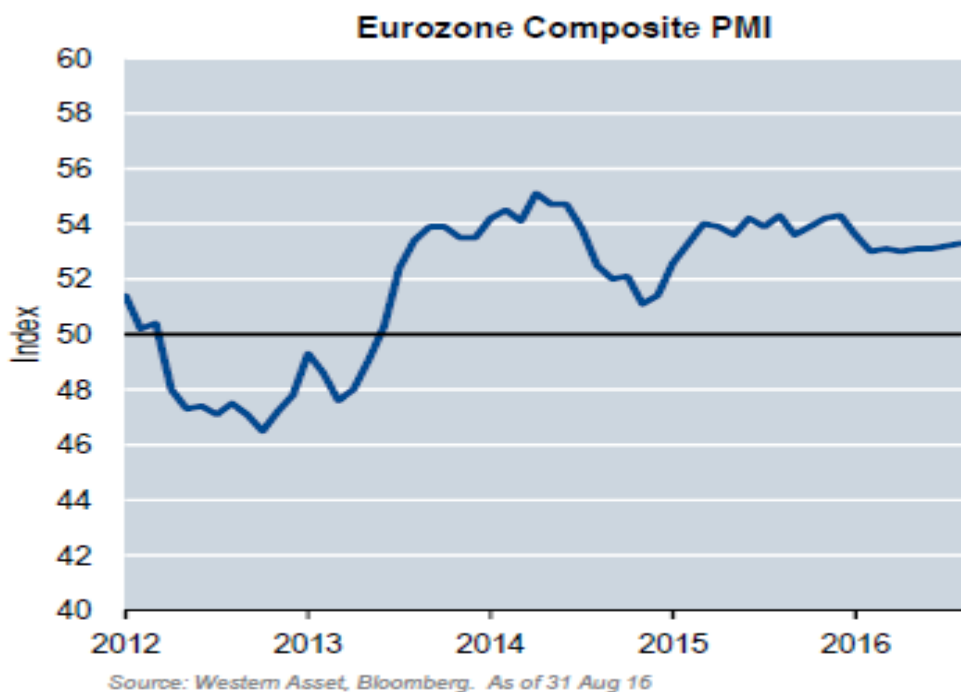
圖九、歐元區 CPI



Source: Bloomberg. As of 31 Aug 16  
\*Euro 5 year-5 year inflation swap

歐洲央行歷經一番努力總算有些成效，近期歐元區綜合採購經理人指數皆維持在大於 50 的景氣擴張階段(如圖十)。今年 11 月份製造業採購經理人指數，在歐元貶值及總體需求轉強的帶動下，上升至 2014 年以來之最高數值 53.7。

圖十、歐元區綜合採購經理人指數



目前歐元區最大的困境，在於面臨政治高度不確定性。自從今年6月23日英國公投脫離歐盟以來，歐洲各主要工業國家即憂心歐盟或歐元區是否會面臨崩解的厄運。今年12月4日義大利憲法公投失敗，一度引發市場恐慌，所幸奧地利大選極右派選舉失利，使得「民粹政治」暫時挫敗。惟義大利新政權及政策是否偏向脫離歐盟，該國銀行高達3,600億

歐元之不良放款是否拖累整體歐洲金融穩定；是否又會造成接下來的荷蘭、法國及德國大選產生「黑天鵝效應」，這些都有待進一步觀察。此外，美國新任總統川普在競選時，曾表示對北大西洋公約組織會員國要求增加分擔國防支出，此舉也將增加歐洲各主要國家之財政支出。面對政治之高度不穩定及經濟可能再次下行的風險，歐洲央行於今年12月8日決議再次延長量化寬鬆實施期限至2017年底。

#### 四、日本經濟表現不佳，通貨緊縮壓力未除

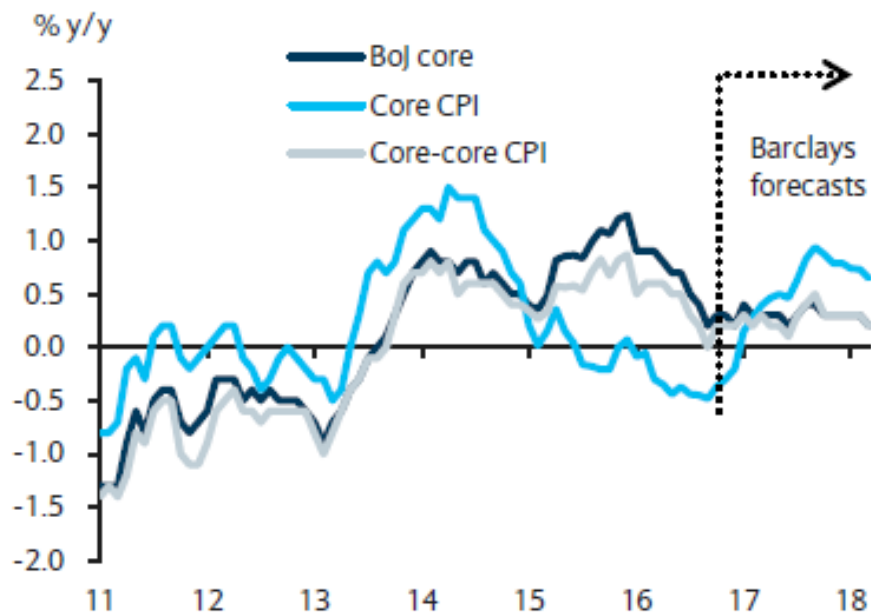
日本首相安倍晉三自2012年就任以來，提出「安倍三箭」經濟計劃（寬鬆貨幣政策、改善政府財政及鼓勵民間投資），期能促進經濟成長及改善通貨緊縮困境。但計畫實施以來，由於油價一直疲軟不振，政府財經政策又無法有效刺激需求，物價走勢蹣跚（如圖十一），離日本央行目標區2%，尚有一段距離。

在財政方面，由於日本政府債務沈重，安倍於2014年4月實施第一次調高消費稅，藉以改善財政收支；但卻導致民眾消費支出減少，GDP連續2季出現衰退景象，遂使安倍政府不得不延後實施再次加稅計畫。在貨幣政策方面，日本央行自2013年實施量化與質化寬鬆貨幣政策（QQE）以來，一直無法有效刺激總體需求，物價始終不見明顯攀升；該行遂於今年9月改以控制10年期公債殖利率在0%附近之操作準則，希望QQE可以發揮作用，使物價早日到達目標。此外，美國新任總統川普在競選時，曾表示將退出「跨太平洋夥伴關係

協定 (Trans-Pacific Partnership)」，此舉將影響日本輸出商品至美國之貿易政策及日本經濟復甦。

圖十一、日本通貨膨脹率

We see prices rising y/y from 2017, but well below 2%



Notes: Core CPI is the CPI ex-perishables. Core-core is CPI ex-food (excluding alcohol) and energy; Boj core is CPI ex-perishables and energy. Source: MIC (CPI), Barclays Research (forecasts)

## 參、Western Asset 之投資策略簡介

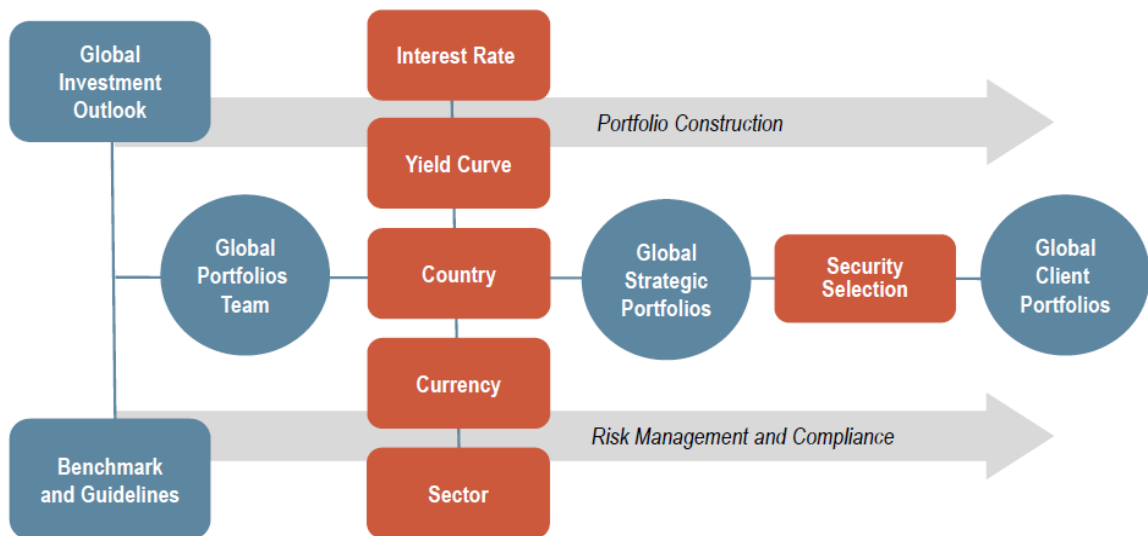
### 一、Western Asset 架構投資組合作業流程

Western Asset 投資組合團隊通常會依據全球經濟展望、客戶要求之投資規範，擬定利率、幣別組合、投資國家、金融商品類別等相關投資策略，再依據該投資策略進行投資標的之選取、下單交易、完成交割作業而形成特定

之投資組合（如圖十二）。Western Asset強調，在投資組合架構過程中，特別注重法規依循及風險控管。

圖十二、Western Asset投資組合作業流程

### Global Investment Process



## 二、Western Asset對利率及匯率的看法

由於美國經濟持續增長，通膨率也可望緩步上升至目標區，因此預期 Fed 將於今年年底前調升利率 1 碼；惟受制於國際經濟及政治因素影響，整個利率正常化調整過程是緩慢的。近期國內就業市場穩健發展，消費者信心持穩，油價也因 OPEC 達成減產協議而出現反彈，預期物價將持續上揚，因此 Western Asset 預估 Fed 於明(2017)年應有 2 至 3 次再調升利率的機會。在歐元區及日本方面，由於通膨率一直未見明顯上揚，因此負利率及量化寬鬆貨幣政策應會再持續一段

時間。在匯率方面，美國經濟穩健且又有調升利率空間，因此美元對其他貨幣走升，應是無庸置疑的。歐元受到英國脫歐事件後續發展，以及近期義大利憲法公投失敗等政治不利因素，區間盤整機會較高。至於日圓匯率，雖然日本央行近期改變量化寬鬆調控機制，且誓言可達通膨目標，惟成效備受考驗；再加上日圓是市場投資者之避險工具，因此其波動幅度較大。

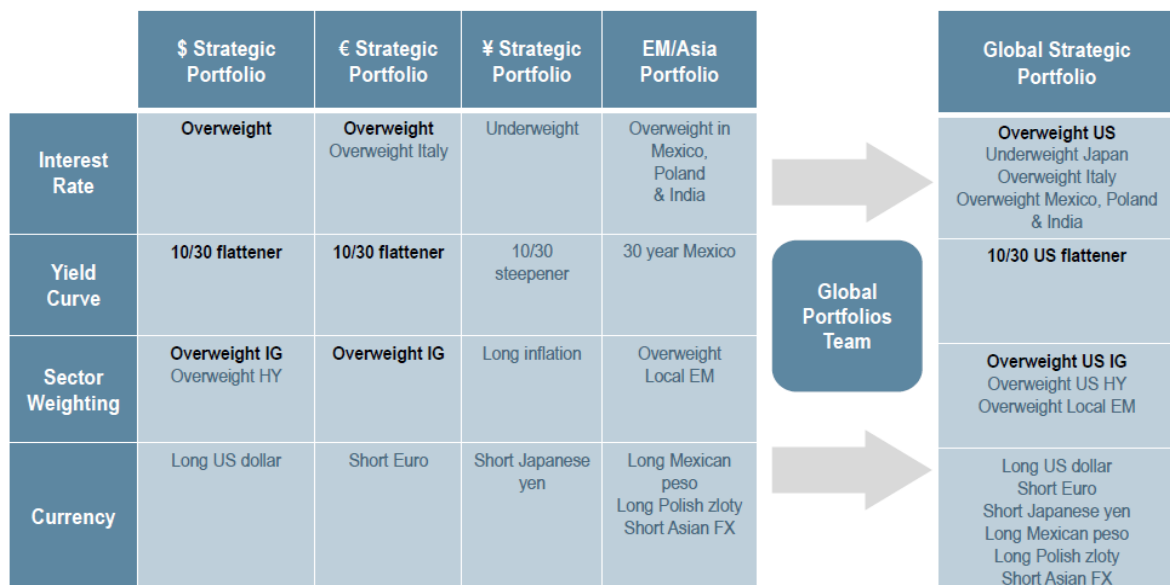
### 三、Western Asset 之投資策略範例

依據 Western Asset 對全球經濟及各國央行貨幣政策的看法，預期低利率還會持續一段時間。在此情況下，Western Asset 建議投資人應採取主動式的投資管理（Active Portfolio Management）；例如，債券殖利率曲線操作、利差型金融商品(Spread Products)之投資、匯率避險等（如圖十三）。

圖十三、Western Asset 投資組合範例

#### Portfolio Construction – Global Strategic Portfolio

Global Relative Value



As of 31 Aug 16

- (一) 不同國家公債之殖利率曲線搭配政經事件操作：由於義大利銀行不良放款高達 3,600 億歐元，金融體系不穩健，因此在憲法公投前，市場拋售義大利政府公債，導致其債券與德國公債殖利率差距(Spread)大幅擴大，由於 Western Asset 深信歐洲央行會對義大利提供支持及協助，因此建議逢低購入義大利政府公債，待該等債券殖利率差距縮減後，再將此投資部位平倉。
- (二) 政府公債殖利率曲線操作：依據過去經驗顯示，當央行調升短期利率，殖利率曲線走勢會變得平坦，因此長短期殖利率差距會縮減，此時先行購入長天期債券，出售短天期債券；俟該殖利率差距會縮減後，再進行反向投資操作平倉部位。

圖十四、美國 5 年期及 30 年期政府公債殖利率差距



舉例而言，2012年12月美國5年期與30年期公債殖利率差距為225基點，2013年市場憂心Fed結束量化寬鬆，造成債券縮減恐慌(Taper Tantrum)，利率突然上揚；但隨後殖利率曲線走勢變得平坦，至2014年12月時，該差距已縮減至近100基點(如圖十四)。相類似的狀況，今日Fed會逐步調升利率，Western Asset建議投資人不妨伺機佈局30年期及10年期公債之多空部位，俟該等債券殖利率差距縮減後，再行平倉部位獲利了結。

- (三) 為提高收益，Western Asset建議增加利差型金融商品之投資：這包括不動產抵押擔保債券(MBS)、公司債、高收益債券及新興市場國家政府債券。在這些投資工具中，必須挑選相對被低估價值的債券，逢低佈局，並搭配匯率避險工具的運用，將可獲致高於一般政府公債之收益。
- (四) 增加TIPS債券部位：由於油價走勢暫趨穩定，且新興市場經濟也有轉好的跡象，在美國經濟持穩增長的帶動下，預期明年通膨率可望緩步推升，因此抗通膨債券是不錯的選擇；若加計匯率因素考量，應以美元TIPS債券為首選。
- (五) 另由於德國及日本政府公債多數殖利率相對較低，接近於零，甚或是負值，因此建議減碼投資。
- (六) 增加美元部位：美元是所有貨幣中最具升值條件者，因此在貨幣組合中應加碼持有。惟部分新興市場國家



貨幣被低估者，投資人亦可適時投資，以增加匯差收益。

## 肆、結語

經濟學家最常說的一句名言「天下沒有白吃的午餐」，它告訴投資人：隱藏在報酬背後的是風險。雖然我們都同意 Western Asset 對投資人的提議：採取主動式的投資管理，以追求超額報酬（Extra Return over Benchmark）；但是如果沒有認知風險的存在，以及適當的風險控管作為，只怕不僅超額報酬沒有獲得，還負擔了額外的損失。藉此引用金融市場分析家所點出幾個未來應注意的政經變數，提供給投資人參考。

### 一、利率上揚的速度可能超出預期

由於美國經濟持續穩定成長，油價推升通膨，可能加速 Fed 升息腳步；另一方面，新任總統川普可能對企業減稅，增加基礎建設的公共支出，這使得政府債務負擔加重，債券供給增加，推升利率上揚。投資人在川普勝選後的兩週內，賣超美國債券基金達107億美元；在不到半年的時間裏，美國10年期公債殖利率由1.5%快速竄升至2.45%，漲幅近100個基點（如圖十五），債券市值大幅下挫。

圖十五、美國10年期政府公債殖利率



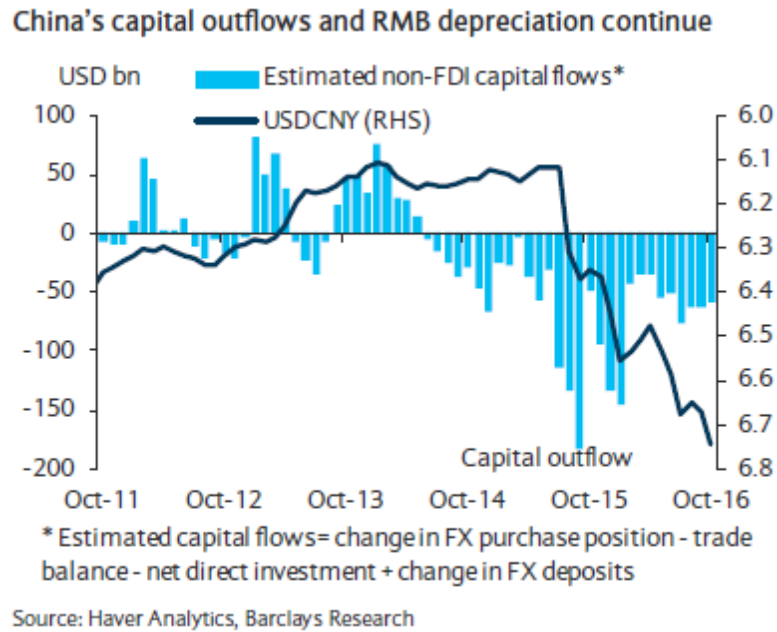
Source: Bloomberg

再者，某些利差型商品如 MBS，其債券之負凸性（利率上升，債券存續期間延長），在利率大幅波動時，會造成報酬率下降，收益不如預期。再加上許多市場投資者，會以出售公債或公債期貨的方式進行避險，很容易造成公債價格不斷滑落之惡性循環。

## 二、大陸經濟結構轉型是否是軟著陸

中國大陸經濟結構由製造出口導向轉變為內需導向，使得經濟成長減緩，甚至引發資金外流，人民幣貶值現象（如圖十六）。由於中國大陸是世界第二大經濟體，若經濟轉型不順利，將對全球經濟產生相當不利的影響。

圖十六、中國大陸資金外流及人民幣匯率



### 三、美國及歐洲政治高度不確定性

美國新任總統川普將於明年 1 月就任，目前相關的經貿政策不甚明朗，如果依其競選時的政見，顯然貿易保護主義抬頭，對全球經貿發展都會產生重大衝擊。在歐洲方面，自今年英國脫歐公投及義大利修憲公投事件之後，明年還有荷蘭、法國及德國大選等政治事件，究竟這些事件是否又會產生「黑天鵝效應」，以震撼金融市場，實在難以預估，投資人應審慎應對。

## 伍、參考資料

1. Western Asset, Gordon Brown, August 2016, “Can Central Banks Reflate Global Growth?”
2. Western Asset, Richard Booth, August 2016, “Is Inflation Dead”
3. Western Asset, Catherine Matthews, August 2016, “Building A Global Portfolio”
4. Western Asset, Paulo Caricati, August 2016, “Risk Management in an Unpredictable World”
5. Western Asset, Paulo Caricati, August 2016, “Portfolio Risk Management”
6. Deutsche Bank, Markets Research, Alan Ruskin & George Saravelos, November 23, 2016, “The Perfect Storm?”
7. Barclays, Macro Research, November 17, 2016, “Global Outlook, Turning Point”
8. Barclays, Global Economics Weekly, October 28, 2016, “Resilient Growth Brings Less Monetary Support”
9. Barclays, Global Economics Weekly, November 25, 2016, “Bond Sell-off Challenges Policymakers”

10. PIMCO, Cyclical Outlook, September 2016 , “What Lies  
Beneath”

11. 陳嘉添，民國 105 年 9 月 26 日，「BOJ 貨幣政策會議重  
點摘要」