

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)

**參加 UBS Asset Management  
「Fixed Income & Investment Training  
Seminar Program」  
心得報告**

服務機關：中央銀行

姓名職稱：賴怡君（三等專員）

楊孫宛（辦事員）

派赴國家：美國

出國期間：106年10月15日至106年10月29日

報告日期：106年12月15日

## 摘要

本次 UBS Asset Management Fixed Income & Investment Training Seminar Program 為期二週，首週為客製化訓練課程，課程安排聚焦 MBS 分析與市場展望，及 CMBS、ABS、公司債等固定收益商品，另安排參與 Citi、Wells Fargo 與 Bank of America 拜訪會議，分享業界對 MBS 與 CMBS 市場的最新看法。第二週則為研討會形式，內容涵蓋總體經濟與貨幣政策展望、各國主權基金資產管理趨勢、金融資產市場走勢、貨幣配置框架與房地產、水資源等最新投資趨勢。第二週參加學員約 40 位，分別來自巴西、哥倫比亞、阿曼、哈薩克、吐瓦魯、菲律賓、韓國、中國大陸、台灣、菲律賓及香港。

當前全球經濟雖步入復甦循環，惟成長動能較以往略顯疲弱，通膨亦未見加速上揚跡象。美國 Fed 雖已於 2017 年 10 月展開資產負債表正常化，但投資人預期 Fed 將採取和緩的緊縮步調，以免對實質經濟面造成負面影響，並將因應經濟情勢審慎評估。UBS 認為，考量 Fed 初期縮減 MBS 再投資縮金額較小，及後續到期金額或低於縮表上限，agency MBS 投資人近期尚無需擔憂來自 Fed 的需求面壓力，惟全球殖利率水準持續偏低，使各國主權基金管理面臨挑戰，UBS 亦提供模組探討如何平衡收益與風險控管。

考量本行外匯資產管理需求，本報告就客製化課程與研討會中，針對 MBS 市場前景與主權基金管理趨勢議題分別介紹。

## 目 錄

壹、前言	1
貳、Agency MBS 市場投資展望	2
一、央行貨幣政策正常化	2
二、Fed 縮表衝擊 Agency MBS 市場	6
三、Agency MBS 市場供需分析	10
四、MBS 市場投資展望分析	19
參、全球外匯資產管理投資趨勢	20
一、「Goldilocks」下的投資環境	20
二、全球外匯準備資產管理概況	25
三、案例探討：資產組合配置架構與模組探討	29
四、小結	37
肆、心得與建議	38
參考資料	39

## 壹、 前言

本次 UBS Asset Management (以下簡稱 UBS) 「Fixed Income & Investment Training Seminar Program」主要著重於固定收益商品，及主權基金管理趨勢等新興投資主題。參加學員約 40 位，分別來自巴西、哥倫比亞、阿曼、哈薩克、吐瓦魯、菲律賓、韓國、中國大陸、台灣、菲律賓及香港。

目前 UBS 共管理 7,680 億美元資產，在 23 個國家設有辦公室，員工人數近 3,600 人。BS 投資架構依地理區分為瑞士、美洲、歐非中東與亞太地區。若以產品屬性市值規模占比，則依序為股票(37%)、固定收益(21%)、多元資產(16%)、貨幣市場(10%)、不動產相關(9%)及其他類別(7%)。

本次 Fixed Income & Investment Training Seminar Program 為期二週，首週為客製化訓練課程，聚焦 MBS、CMBS、ABS、公司債等固定收益商品，主題廣泛涵蓋分析工具、交易策略、個案分析與業界最新展望交流。第二週則為研討會形式，除總體經濟、貨幣政策展望等基本分析外，亦加入各國主權基金資產管理趨勢、貨幣配置框架、房地產與水資源等最新投資趨勢。

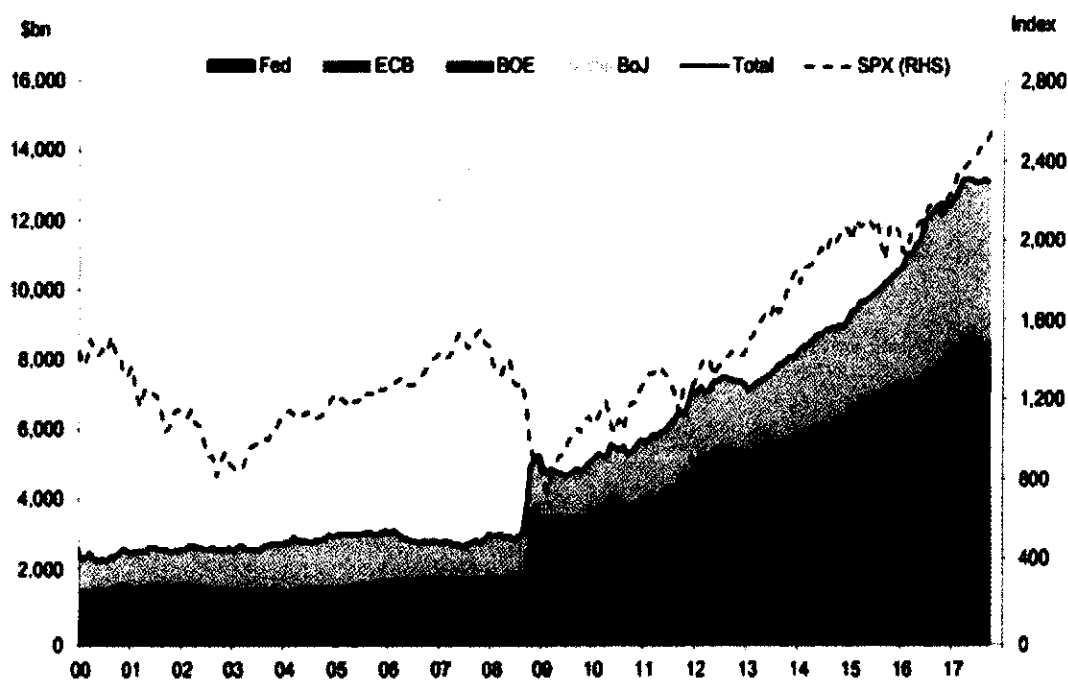
此次訓練課程的講者多來自 UBS 內部投資與策略領域專家，分享貼近市場之實務經驗與前景展望。課程安排內容紮實且深入各項議題，本報告僅就本行外匯資產管理需求，針對 MBS 市場與主權基金管理趨勢二項議題，作一概略性介紹。

## 貳、Agency MBS 市場投資展望

### 一、 央行貨幣政策正常化

IMF 總裁 Lagarde 於今年初演說時表示，受益於近幾年許多國家央行採行 QE 舉措與刺激經濟決策推動，全球經濟正穩步前進，加上近期通縮憂慮漸退，已開發國家央行官員措詞發生改變，包括來自於勞動市場與能源、大宗物資價格的通膨壓力，使得通膨成為政策焦點。已開發國家終於開始討論退出極寬鬆刺激政策，然而債券市場在歷經數年極低利率環境後，未來 12 至 24 個月期間預計將面臨一段時間的顛簸震盪。

圖 2-1 全球央行採行 QE 使其資產負債表變動



資料來源：UBS

Fed 主席 Yellen 赴美國國會作證時曾表示，美國經濟成長受惠於消費與企業投資，以及外部經濟環境改善，國內就業仍持續增加，因此足以承受升息，以及縮表衝擊。不過在此同時 Yellen 認為在低通膨與低自然利率水平的狀況下，也可能降低央行升息空間。

### (一) 各國央行貨幣政策未來走向分歧

Fed 主席 Yellen 長期以來都是主要鴿派央行官員，今年已改變論調表示，鑒於美國經濟穩健成長可推進貨幣政策正常化，將循序漸進調升 Fed Funds Rate，但仍會密切關注未來經濟指標的變動。

歐洲央行總裁 Draghi 則表示歐洲經濟已無通縮憂慮，因此在貨幣政策會議聲明稿中刪除了「使用所有可用工具」以避免通縮的表述；然而仍應持續關注歐洲經濟復甦下行風險，因此未來幾個月仍將維持負利率。

歐洲央行未來將謹慎行事，藉由縮減大規模債券購買來調控量化寬鬆政策，過去量化寬鬆政策遭受德國央行與德國主流意見高度質疑，法國方面(包括法國央行)亦認為負利率侵蝕法國大銀行獲利。

儘管法國總統 Macron 的新改革政策成效未定，以及德國 9 月國會大選後各政黨遲遲未能達成共識建立新政府，但德國與法國央行似乎已對於未來歐洲央行貨幣政策協商達成非正式約定，預期之後將對歐洲央行退出寬鬆政策造成影響。

由於歐元區經濟成長加速且通膨儘管遲滯但穩定，包括希臘在內的所有國家經濟持續復甦，競爭實力懸殊的情況正在改善，投資人預計歐洲央行自 2015 年以來購買超過 2 兆歐元的債券後，可能會在 2018 年放緩購債速度。

因應經濟展望差異，各國央行貨幣政策開始產生分歧，其中 Fed 可望率先邁向利率正常化，英國央行緊跟在後，而歐洲央行與日本央行預期則仍將維持負利率。

## (二) 關注美國總統 Trump 政策進展

影響全球央行政策的另一項關鍵在於美國，Trump 政府的保護政策可能引發貿易戰爭與推升地緣政治風險。美國總統 Trump 提名立場偏鴿派的 Jerome Powell 接任下屆 Fed 主席，符合市場先前預期，雖然市場普遍認為未來 Powell 繼任 Fed 主席後將會持續現任主席 Yellen 的貨幣政策立場，然而 Trump 政府的稅改法案與擴張財政政策(包括大規模基礎建設計畫，並假設美國國會能夠順利通過)都將衝擊 Fed 維持物價穩定的職責。

Trump 先前於本(2017)年中接連解散製造業委員會，以及戰略與政策論壇後，之後亦決定終止基礎建設顧問團相關計畫，此計畫係根據 Trump 先前行政命令所籌組，目的是研討各領域基礎建設的效用，並在資金來源上做建議。再加上白宮首席經濟顧問 Gary Cohn 辭職謠言引發的政治震盪，投資人擔憂 Trump 政府未來無法與國會協商推動政策議程，愈發悲觀地看待執政共和黨推行政策的前景，特別是關於稅制改革與基礎設施等財政刺激政策的可能成效降低。

### (三) 央行謹慎結束量化寬鬆政策

當各國央行試圖縮減龐大的資產負債表時，其決策過程面臨棘手的兩難困境：過早開始緊縮貨幣政策可能扼殺經濟復甦；若未能及時採取行動，則通膨或將失控。央行未來需審慎因應，面對經濟狀況變化及時做出反應，以逐步推動貨幣政策正常化。

Fed 已於今年底開始縮減資產負債表，由於再投資金額低於到期債券規模可能進一步推升殖利率，加上美國經濟穩定緩慢成長，但工資並未加速增長，Yellen 於國會回答有關通膨與升息的提問時表示，如果核心通膨持續低於目標 2%，不排除重新調整貨幣政策的可能。



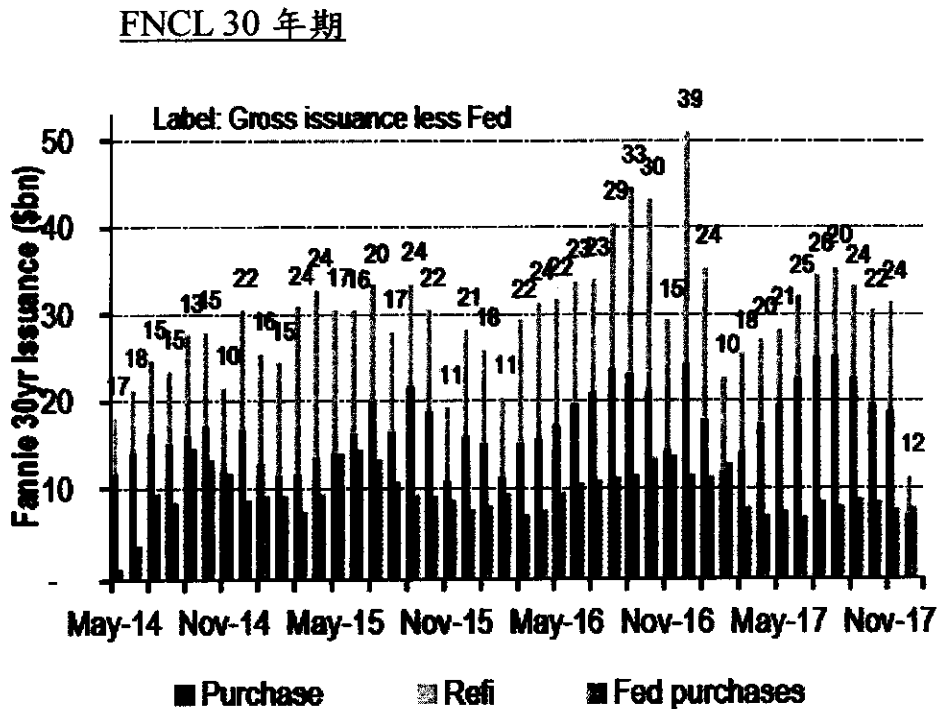
## 二、 Fed 縮表衝擊 Agency MBS 市場

### (一) Fed 開始推動資產負債表正常化

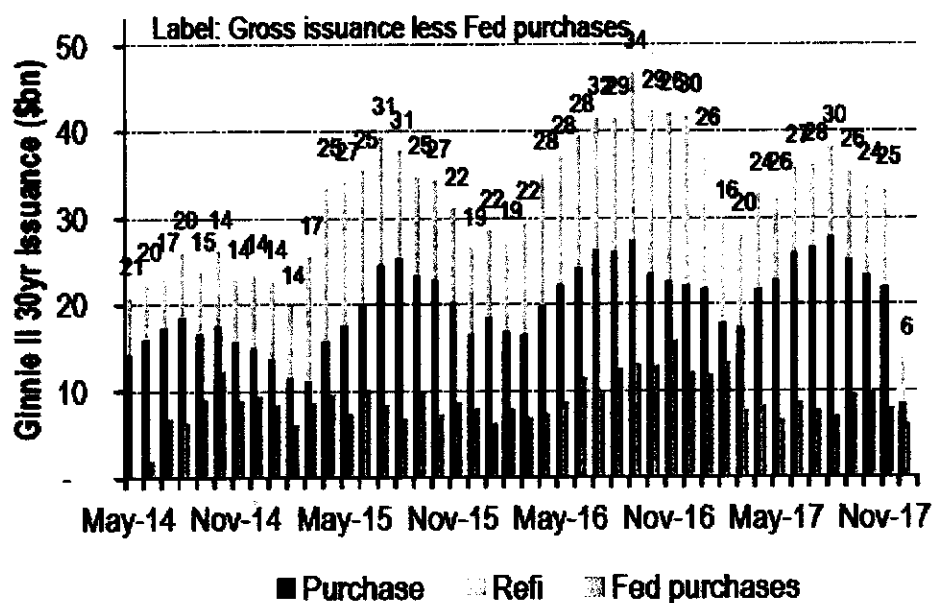
Fed 已於本年 9 月 FOMC 會議宣布在 10 月開始縮減資產負債表的計畫，起初 10-12 月期間，每月縮減 40 億美元 Agency MBS；之後縮表規模每季度將會增加一倍，逐步調升直到每月縮減 200 億美元為止。

鑒於此次 Fed 縮表計畫的步伐較市場原先預估的緩慢，投資人預期 Fed 將會避免緊縮貨幣政策步伐過快，採取逐步縮表，並隨經濟情勢變化而審慎推進。

圖 2-2 Fed 之 MBS 購買量與 MBS 市場供給分配



## G2SF 30 年期



資料來源： NY Fed

在正式啟動縮表後，Fed 於 10 月再投資購買 225 億美元 MBS，但 11 月 MBS 之購買量減少至 219 億美元，然而 Fed 計畫於 12 月上半增加購買量至 129 億美元。

由於目前 Fed 占有三分之一的 MBS 市場交易，僅 2016 年為維持 MBS 持有部位，已再投資買進了 3,870 億美元 MBS，因此其任何舉動都可能衝擊購屋者的貸款成本。

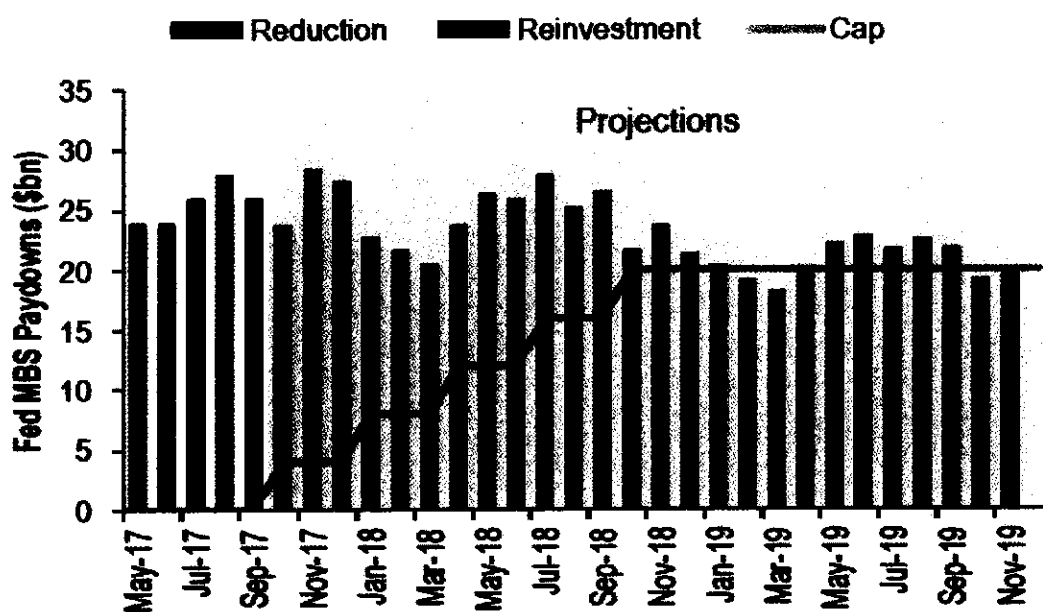
## (二) 縮表對 Agency MBS 市場的影響

Agency MBS 今年以來的表現稍遜於整體美債市場，雖然有資金少量流出，但並未發生大量拋售的情況，市場投資人大致保持樂

觀，由於受到下列因素影響，Fed 投資組合正常化的步伐會極其緩慢，對 Agency MBS 市場的短期衝擊或將有限：

1. 雖然 Fed 初期再投資縮減金額較小，但正逢冬季房市淡季，Agency MBS 市場供給下降；
2. 2018 年第四季之後，預估 Fed 持有 Agency MBS 債券之提前還款金額可能會發生低於縮表上限的情況，加上 Fed 已表示並不會因此賣出 Agency MBS。

圖 2-3 Fed 持有 Agency MBS 債券之提前還款預估與縮表上限



資料來源：UBS

UBS 認為 Agency MBS 投資人近期尚無需擔憂 Fed 持有大規模 Agency MBS 的意願與能力會有突然或重大的變動，預估明、

後年 Agency MBS 利差將約擴大 15-25 bp。

Fed 尚未指出一旦達成總計每月 200 億美元的縮減金額上限後，縮表政策會持續多久，唯 Yellen 曾於記者會表示，將取決於正常資產負債表的規模。在縮表進行一段時間後，雖然 Fed 再投資金額逐漸降低，但市場對於不確定性的預期心理緩和，Mortgage basis 波動可望趨穩，縮表衝擊約 10-20 bp。

### 三、 Agency MBS 市場供需分析與展望

#### (一) 供給面

##### 1. 美國房市展望

鑒於2018年美國房市可望持續穩定成長(假設房價年成長率約4%)，預估 Agency MBS 淨供給量將由2017年的3,000億美元上升至約3,200億美元，其中兩房發行量約1,750億美元(占率由53%上升至55%)，而GNMA發行量增幅較低，約1,450億美元，使其占率下降。

表 3-4 2017、2018 年 Agency MBS 市場供給量預估

(單位：10 億美元)

2017YTD	234	49	75	111	47%
2016	230	61	51	117	51%
2015	165	66	5	93	57%
2014	71	28	-7	50	70%

資料來源：UBS

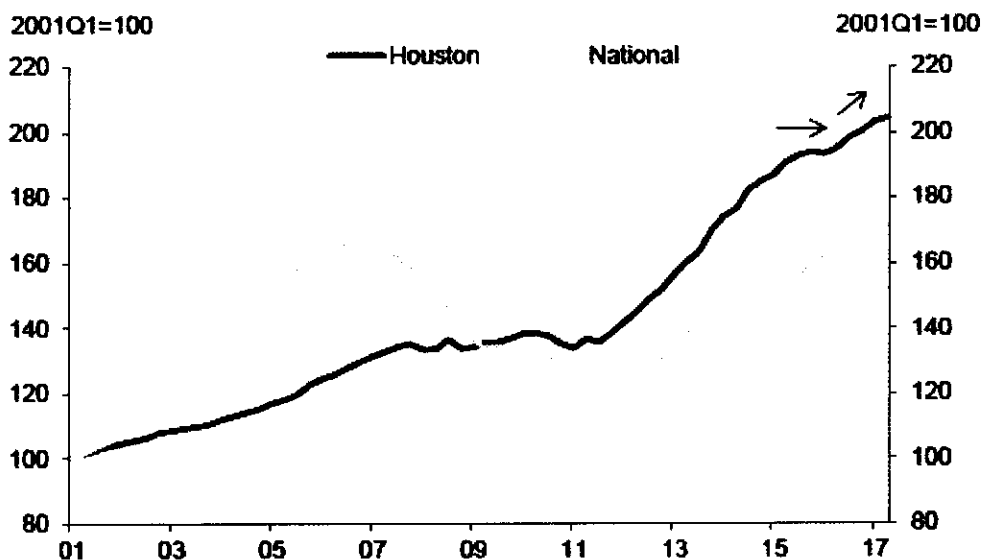
##### 2. Fed 縮表的影響

然而另一方面，Fed 縮減 Agency MBS 再投資將使得市場供給增加，使得 Agency MBS 市場其他投資人需吸收之供給量將增加為4,880 億美元。

### 3. 颶風對 MBS 市場之影響分析

颶風 Harvey 的影響主要局限於德州休斯頓地區，估計有 550 億美元的貸款可能受到影響約損失 3%-5%，最終損失估計為 6 億美元至 11 億美元；美國西南部地區則約有 1,010 億美元的貸款可能會受到颶風 Irma 的影響，估計導致損失 12 億-19 億美元。整體而言，這些地區之區域銀行的風險較高，而在大型銀行中 JP Morgan 與 BOA 受颶風的衝擊最大。

圖 2-5 休斯頓房價與全國均值比較

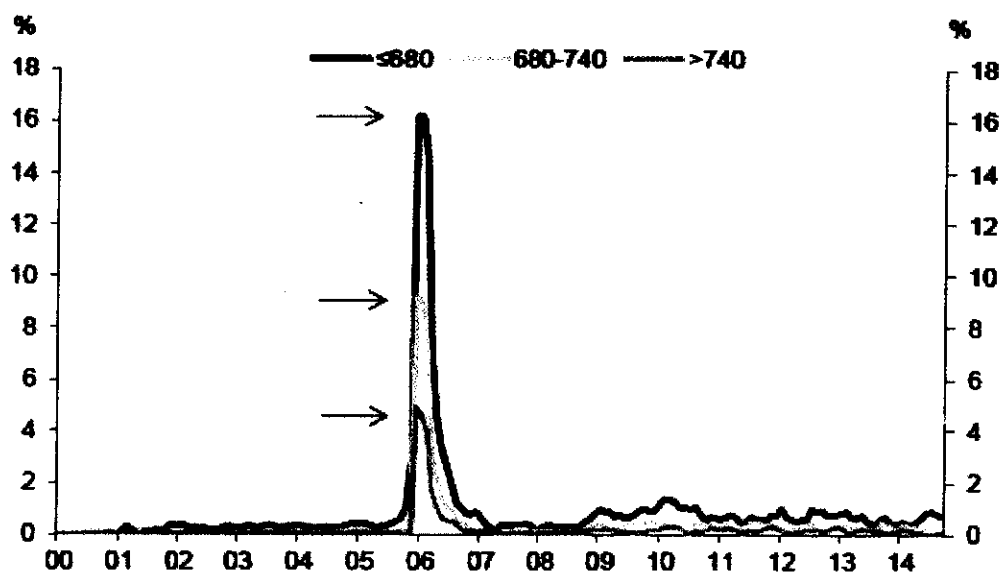


資料來源：UBS

由於受到颶風衝擊影響，可能迫使美國東南部抵押房貸市場運作出現一定滯後，但颶風造成的損害低於預期，目前房貸利率仍處年度低點附近，估計先前颶風 Harvey、Irma 對 MBS 市場提前還款

速度構成重大風險的可能性有限。

圖 2-6 颶風 Katrina 衝擊信用分數較低之房貸戶



資料來源：UBS

如同過去歷史經驗，在遭受大型風暴後，隨著重建與修繕工程開始，包括住宅產業在內的經濟活動通常會反彈。據美國全國房地產經紀人協會(NAR)於 11 月底公佈的報告，Houston 與 Florida 州的幾個地區的中古屋銷量同比成長。

美國房市整體仍在持續成長的軌道上，並且將有助於支撐經濟成長。雖然住宅銷售仍得到穩定的就業市場與借貸成本較低的支持，但進展緩慢。

可供出售的房屋持續短缺，特別是較低端的房產，而另一方面房價上漲的速度仍然高於薪資，造成一些潛在購屋者更加難以進入

房產市場。

#### 4. 稅改議案可能衝擊美國房市

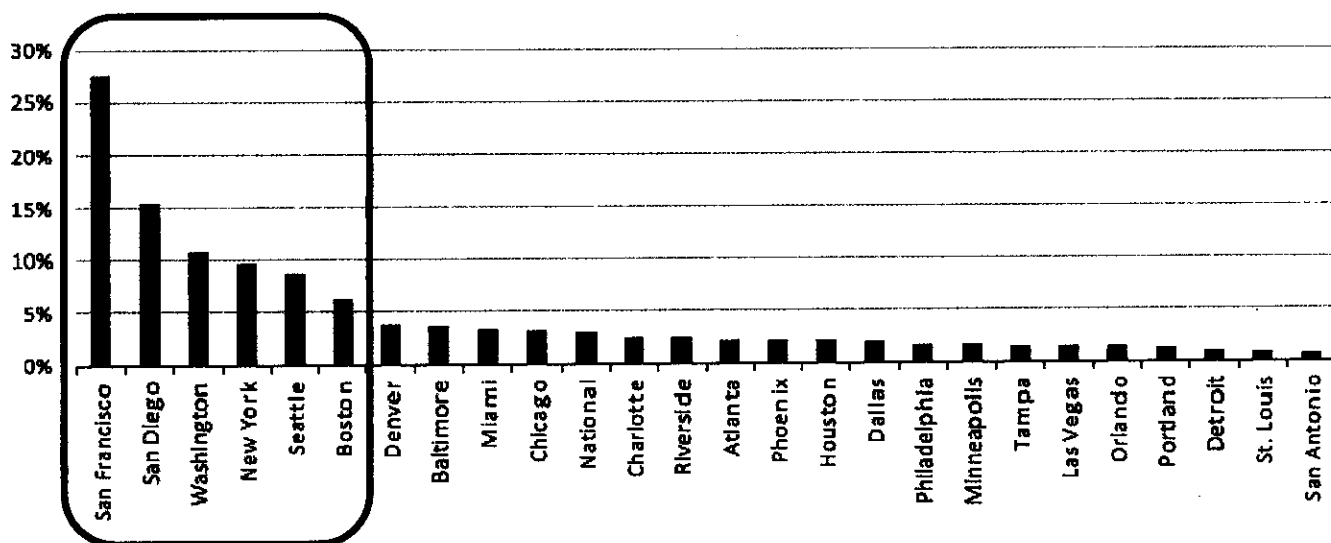
美國共和黨稅改議案擬大幅調整新購房屋貸款利息列舉扣除聯邦稅，其貸款總額上限由 100 萬美元調降為 50 萬美元。

稅改議案新規定在高房價地區將削弱民眾購屋意願，因為在高房價地區，購屋者往往需要更大規模的貸款，未來對於購屋成本較高的地區，例如加州、華盛頓特區、紐約市與波士頓，受該法案的影響最大，下調房貸利息抵稅上限將使得前述地區購屋成本升高。

Moody's 首席經濟學家 Mark Zandi 表示，美國高房價地區稅改使得房價下滑 10%，全美則平均下降 3%-5%。

圖 2-7 美國各城市之 50 萬-100 萬美元房貸之占率

% of Outstanding Mortgages between \$500k and \$1 mm



資料來源：UBS



## (二) 需求面

假設在 Fed 縮表的相同期間，美國銀行業之穩定負債項目(例如零售存款、活期存款)餘額亦下降，則流動性覆蓋比率(Liquidity Coverage Ratio, 簡稱 LCR)將因此惡化，使得銀行對於購買公債與 Agency MBS 之需求增加。

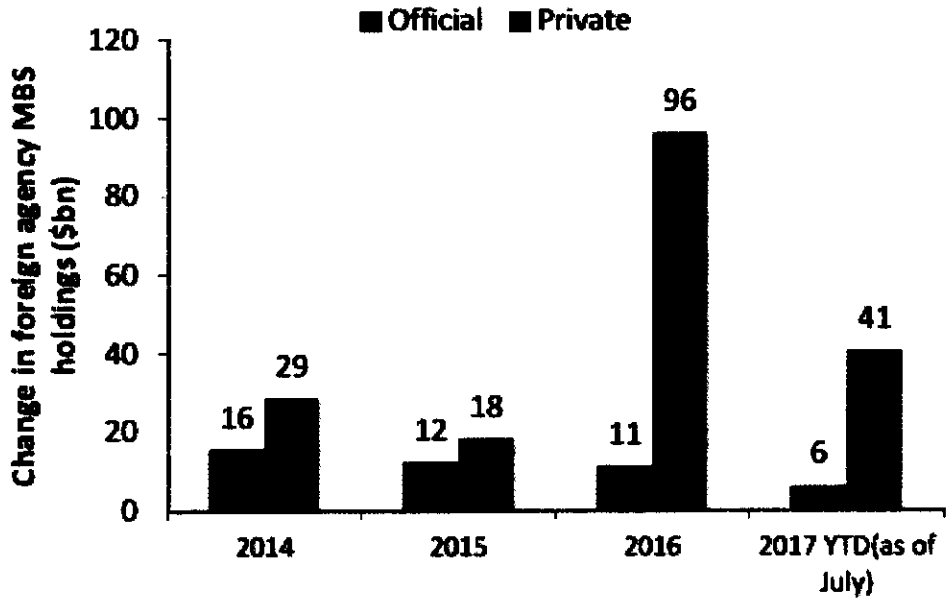
Fed 實施縮表後 Agency MBS 利差擴大，由於 Agency MBS 有較高收益率，對於民間與外國投資人仍相當具吸引力，增加的投資需求能夠吸收部分 Fed 縮表後減少之買盤，使得 Agency MBS 市場的衝擊相對有限。

### 1. 外國投資人之 MBS 需求分析

分析外國投資人的種類顯示，近年來民營企業與投資機構對於 MBS 的需求大幅上升，相較之下政府部門對 MBS 投資需求則持續下滑。今年截至 7 月，外國投資人共買進 MBS 約 470 億美元，其中民營企業與投資機構就占 410 億美元，政府部門僅 60 億美元。

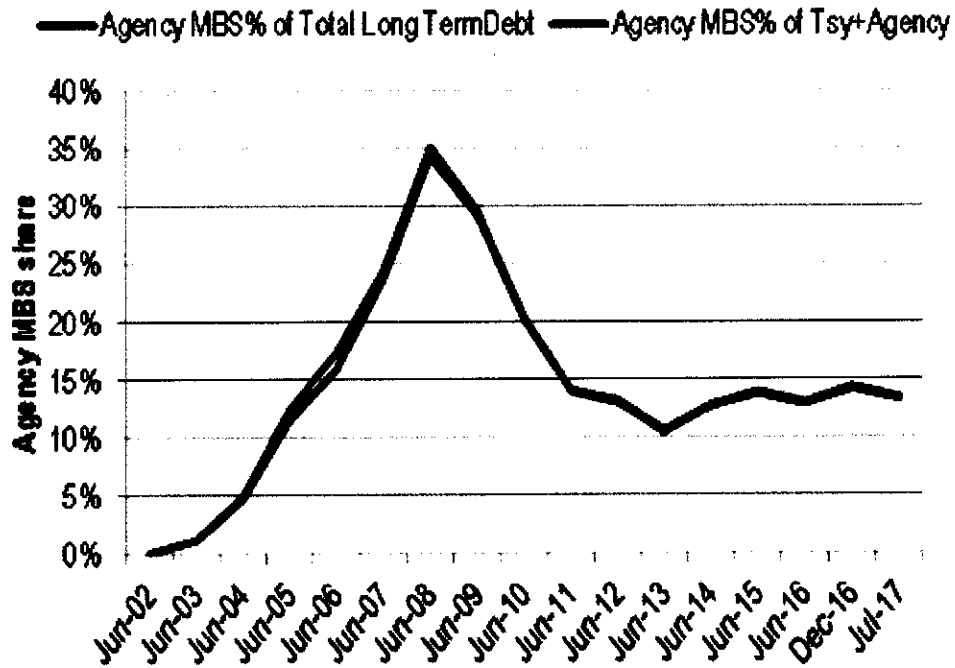
中國大陸近期持有 Agency MBS 於其債券投資占率僅 13%，相較於高點 35%，目前仍接近 10 年低點。由於去年中國大陸外匯存底大幅減少，2016 年下半年 MBS 減持 90 億美元，今年隨著外匯存底回升，上半年 MBS 已增持 30 億美元。

圖 2-8 外國投資人類別於 Agency MBS 之分配



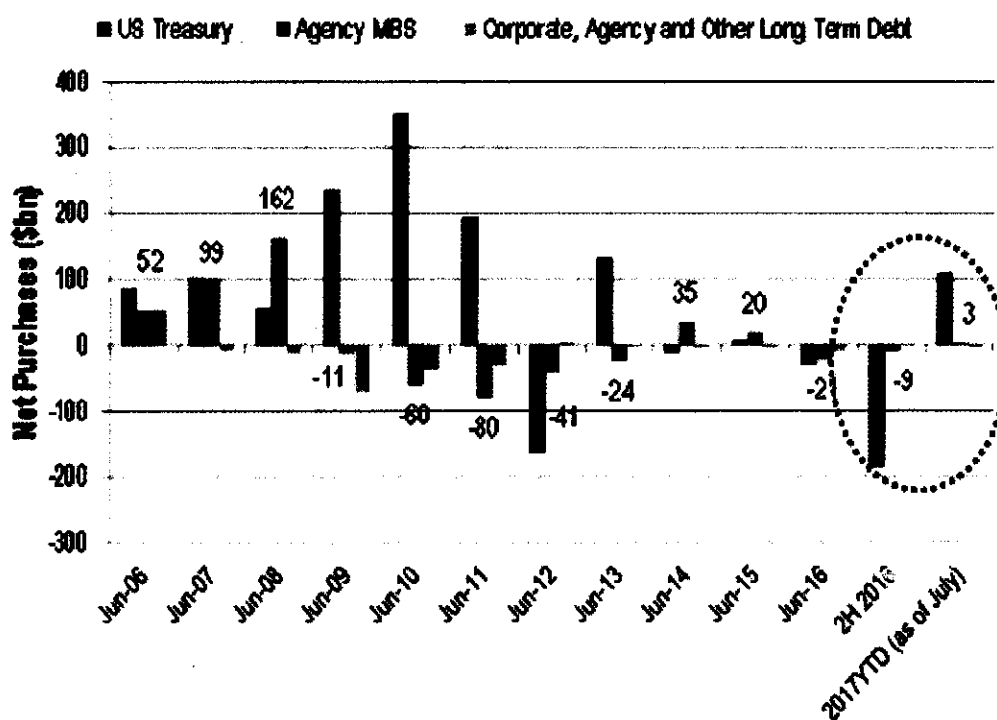
資料來源：TIC

圖 2-9 Agency MBS 於中國大陸之債券投資占率



資料來源：TIC

圖 2-10 中國大陸之債券投資變動



資料來源：TIC

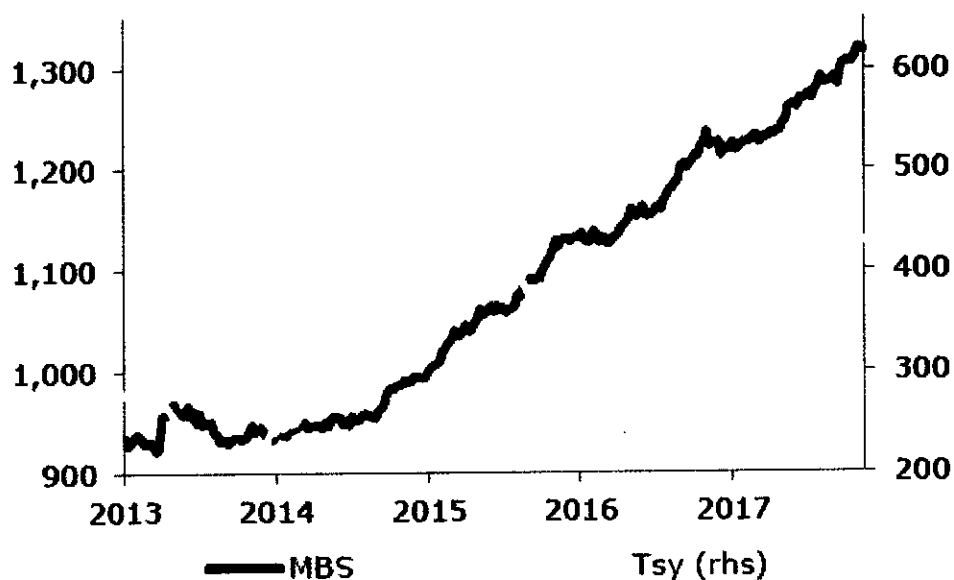
鑒於 MBS 具有較高收益率，加上近期利差擴大，外國投資人之 MBS 需求可望持續穩健成長，預期 2018 年約為 1,100 億美元，其中日本約 500 億美元，中國大陸約 150 億美元。

## 2. 美國銀行業之 MBS 需求分析

美國大型銀行於 11 月份持續增持 MBS 至 1.318 兆美元，同時也開始小幅增持美債；然而中小型銀行則是減持 MBS，並買進美債，因此美國銀行業 11 月份整體對 MBS 需求量持平。

圖 2-11 美國大型銀行之 MBS 持有量

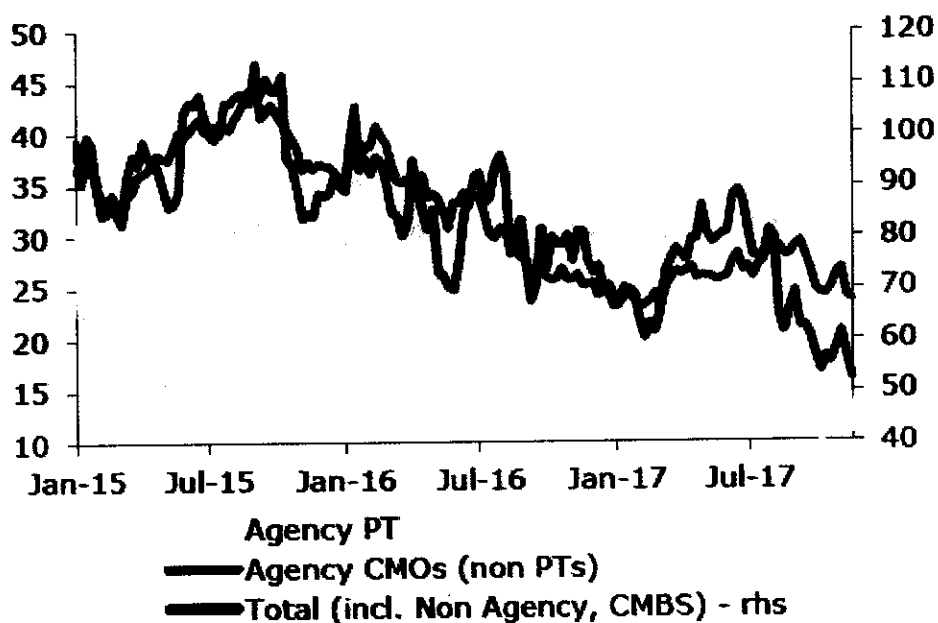
**Large Bank MBS and Treasury Holdings (\$bn)**



資料來源： Fed

圖 2-12 主要債券交易商之 MBS 持有量

**Dealer Holdings of MBS (\$bn)**



資料來源： Fed

主要債券交易商於今年下半年以來持續大幅減持 MBS，其 MBS 持有總量由 6 月約 900 億美元已下降至 524 億美元。

2017 年美國銀行業購買 MBS 總計約 1,410 億美元，預期 2018 年需求將增加為 1,500 億美元，由於 Nominal current coupon basis 仍接近一年來的低點，除了未來稅改法案的內容與進展提升政治風險，美國銀行業如何因應 Fed 縮表的衝擊，則是未來影響 MBS 市場的另一個主要因素。

#### 四、 MBS 市場投資分析

(一) 雖然 Fed 在縮表初期對於 Agency MBS 再投資衝擊較

小，然由於市場預期再投資未來將逐步降低，加上對於財政部之後公債發行計畫，以及兩房改革不確定性的預期心理，投資人將先偏向觀望，並減少投資部位，使得市場波動擴大。

(二) 全球經濟正以高於趨勢的速度成長，美國通膨上升，而

歐元區通膨卻仍在低位盤整，造成美、歐貨幣政策走向分歧。此外市場波動率下降，以及人口老化、超額儲蓄和生產力成長動力不足等結構性因素，將會限制債券殖利率的升幅，由於 Agency MBS 在已開發國家債券市場有較高殖利率，使其投資價值仍然相當具有吸引力。

### 參、全球外匯資產管理投資趨勢

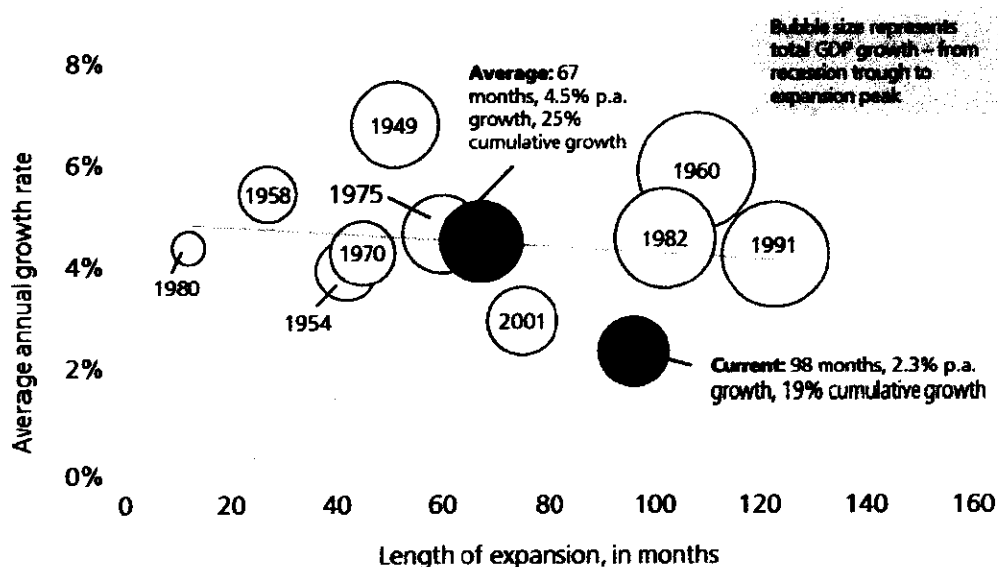
#### 一、「Goldilocks」下的投資環境：

##### (一) 全球經濟與通膨前景依舊溫和

「Goldilocks」引用童話典故，以微溫的麥片粥比喻不慍不火的全球經濟現況。在「Goldilocks」的環境下，實質經濟成長速度較過去溫和，通膨亦在缺乏有力因素的帶動下表現疲弱。低成長、低通膨可謂「Goldilocks」的具體表徵。

目前全球經濟呈現 2010 年以來最快的成長速度，且各項領先指標顯示不論已開發國家或新興市場經濟前景均持續好轉，各地的消費與企業投資信心亦受到相對寬鬆的貨幣政策的支持。儘管當前全球經濟看似已步入穩定復甦循環，但若與過去幾次景氣循環相比，成長動能仍相對疲弱。

圖 3-1 美國歷次經濟擴張速度與規模



以景氣循環領先各國、率先開啟貨幣政策正常化進程的美國為例，自 1950 年代以來的 10 次景氣擴張期間平均為 67 個月，而本次經濟復甦時間已達 98 個月，為史上第四長的成長時期。惟本次景氣擴張時期，平均每年經濟僅增長 2.3%，不僅低於平均的 4.5%，且為歷年來最緩慢的成長速度。復甦期間累積經濟成長幅度亦僅只 19%，低於過去平均的 25%（見圖 3-1）。

## （二） 各國貨幣策略現分歧仍偏寬鬆

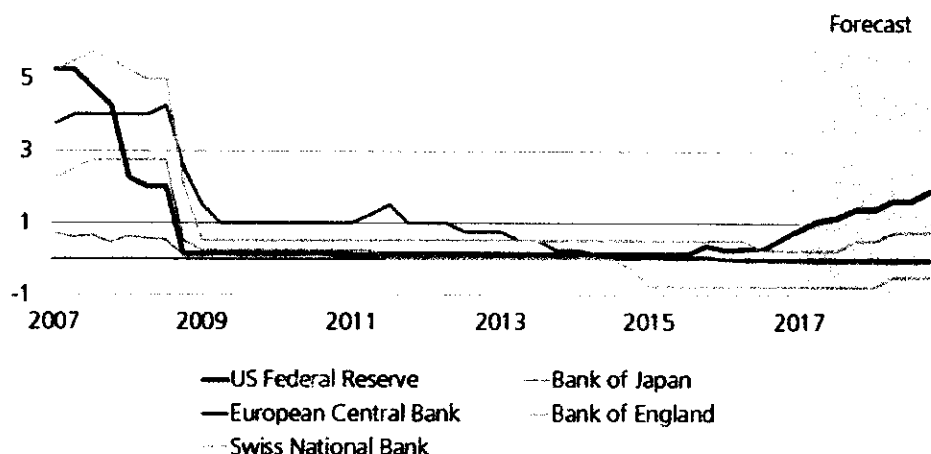
持續而穩定的經濟前景，使各國央行多對實質經濟抱持正向展望，且開始探討貨幣政策正常化的可能性。整體而言，全球經濟維持略高於長期趨勢的成長速度，但各地所面臨的景氣循環階段仍略有落差，以 2016 年為例，除德國、日本經濟 2016 年實際經濟成長率已超出長期成長趨勢 1 個百分點外，各主要國家仍存在 1~2 個百分點的產出缺口，南歐國家產出缺口甚至擴及 4~5 個百分點。促使各國央行在籌劃貨幣政策正常化的同時，也傾向延長寬鬆貨幣政策期間，以避免過早打斷景氣擴張循環。

而在通膨的部分，原油價格回穩帶來的基期效果雖對振興整體通膨（headline inflation）略有助益，但美國、歐元區與日本等主要已開發國家的核心通膨走勢仍受限景氣循環與結構因素，表現不盡理想。UBS 預估前述已開國家中，僅美國通膨有機會達到 2.0% 的



政策目標，歐元區與日本通膨雖逐步成長，但直至 2019 年底通膨僅分別達到 1.7%、1.0% 水準，距離政策目標仍遙遙無期。

圖 3-2 各主要國家央行政策利率



儘管美國率先開啟貨幣政策正常化進程，與其他主要央行貨幣政策產生分歧，但缺乏通膨攀升壓力且貨幣政策制定者均亟欲避免對實質經濟面造成負面影響，各主要國家央行政策利率未來前景雖看升，但目前利率水準仍相對處於極為寬鬆的歷史低點(見圖 3-2)。

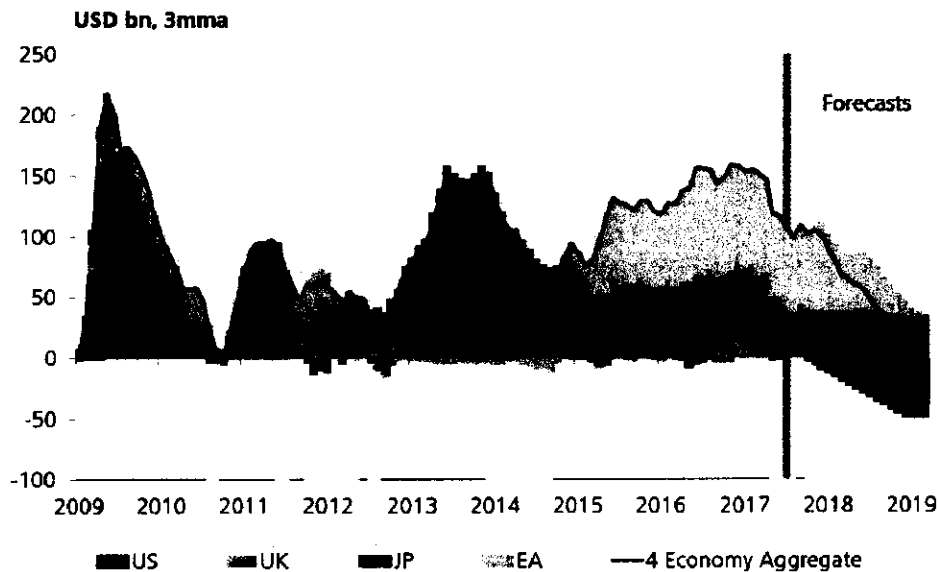
### (三) 寬鬆貨幣政策壓低公債殖利率水準

自 2009 年開始，美、歐、日、英四大主要央行均陸續自市場購入資產。2015 年後，若以 3 個月移動平均觀察，四大央行合計每月均自金融市場購入至少 1,000 億美元的資產。

美國 Fed 雖已開始縮減資產負債表規模，且預期 BoE、ECB 將陸續步上貨幣政策正常化，但 UBS 預估，隨著 BoJ 維持一定資產購買水準，且 ECB 減少購入資產金額步調緩慢，直至 2018 年底，

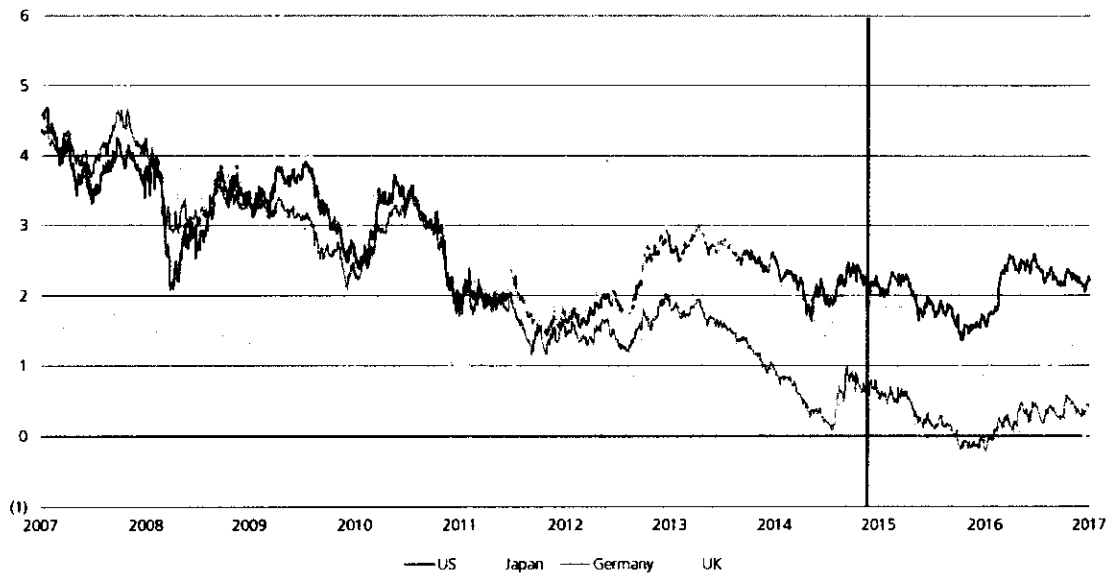
四大主要央行對金融資產仍將呈現淨需求狀態（見圖3），意即各國央行在貨幣政策方針雖轉向正常化，但造成市場利率急遽變動的可能性仍有限。

圖 3-3 主要國家央行購入資產淨額



各主要國家央行以公債為主要購買標的，壓抑各國公債殖利率水準，較金融海嘯前至少下滑了200bp~300bp（見圖4）。公債殖利率下滑，導致以公債為主要投資對象的各國主權基金與外匯準備資產管理者承受的收益率下滑壓力愈發沉重，且在可預見的未來，儘管主要國家央行政策方針轉向正常化，但市場利率預期仍將緩慢上升，長期的低利率環境，使主權基金與外匯準備資產管理者更加迫切於追逐殖利率（yield seeking）

圖 3-4 主要國家公債殖利率走勢 (%)



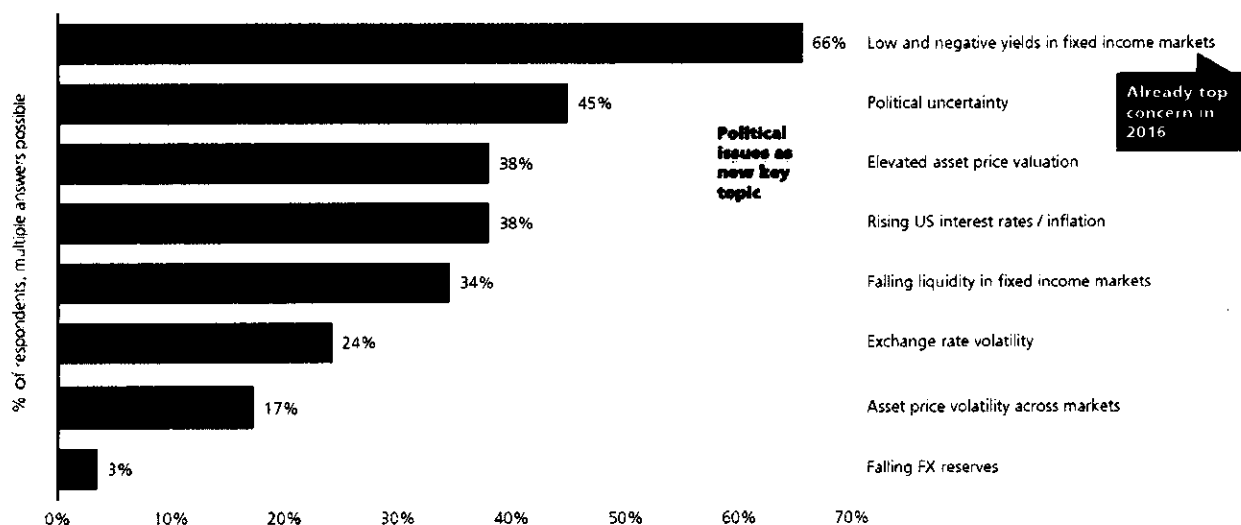
## 二、 全球外匯準備資產管理概況

### (一) 利率水準偏低為外匯資產管理主要挑戰

UBS 於 2017 年 6 月針對機構法人客戶進行的調查，近 66% 的受訪客戶表示，存在固定收益市場的低利率甚至負利率現象，為其投資外匯準備資產時所面臨的主要挑戰。事實上，該項目在 2016 年的調查中，即高居各主權基金管理者最擔憂項目（見圖 5）。

45% 的受訪者亦回應，擔憂川普當局的刺激經濟政策、歐洲分離主義紛擾與中國大陸信用風險等政治方面的不確定性。值得注意的是，政治不確定性是今年首度成為關注焦點。接續其後的則為相對金融資產評價持續上漲、美國利率前景及通膨前景看升二項議題，均遭 38% 受訪者點名為主要挑戰之一。而固定收益市場流動性愈見枯竭及匯率波動度擴大，亦分別獲得 34%、24% 的受訪者回應。

圖 3-5 UBS 客戶外匯資產管理挑戰調查



## (二) 機構投資人資產配置趨勢

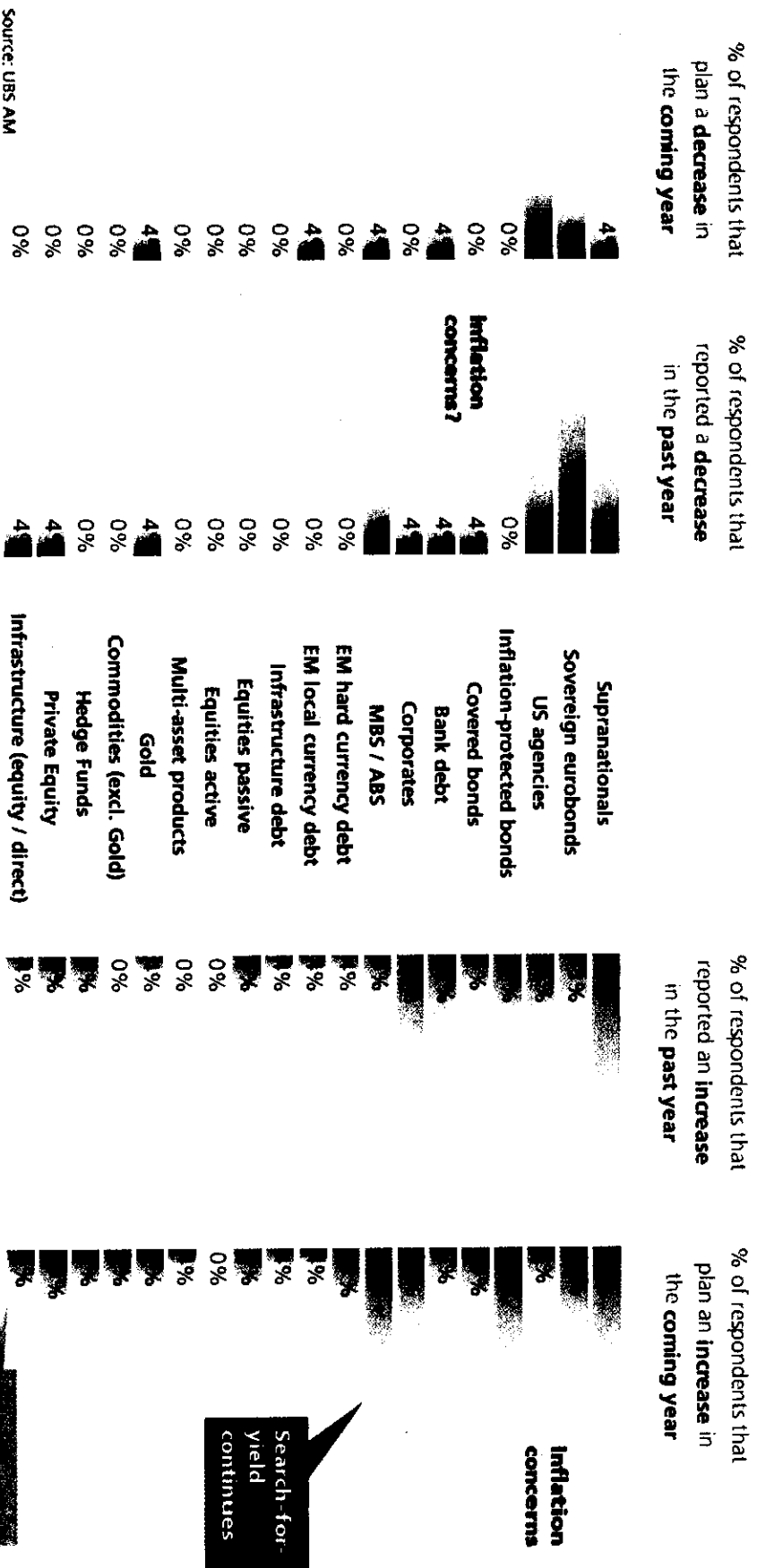
面對外匯準備投資的各項挑戰，機構投資人的資產配置亦有所因應。UBS 分別以詢問機構投資人過去一年的投資行為與未來一年的投資傾向，調查較受青睞與相對不被看好的金融資產類別。並以下列四個問題探詢機構投資人的資產配置意向（見圖 6）：

1. 過去一年中減少持有部位的資產類別；
2. 未來一年計劃減少持有部位的資產類別；
3. 過去一年中增加持有部位的資產類別；
4. 未來一年計劃增加持有部位的資產類別。

回顧過去一年的投資行為，26%受訪者減少歐洲主權債部位，為最多投資人減持的金融資產類別。UBS 認為，投資人或著眼於歐洲通膨前景走升，而提前調整殖利率水準偏低的歐洲國家公債。而國際組織債(Supranationals)與美國機構債，則各自受到 13%受訪者回應於過去一年減持。

而展望未來一年的投資規劃，13%的受訪投資人回應將減持美國機構債，為減持比例最高的金融資產。相較之下，歐洲國家公債雖於過去一年遭遇較沉重的減持壓力，但僅 9%的受訪者表示將於未來一年內減持該項資產。此外，投資人於未來一年減持國際組織債的比例亦由過去一年的 13%降至 4%。

圖 3-6 UBS 客戶資產類別配置動向調查



Source: UBS AM

儘管為過去一年的主要減持標的，國際組織債卻又受到另一部份機構投資人的追捧，43%的受訪者曾於過去一年內增加部位，且30%的受訪者表示將於未來一年擴大對其投資，為最受歡迎的資產類別之一。美國機構債亦出現類似狀況，雖有13%的受訪者在過去一年內減持該資產，亦有17%的受訪者同時選擇增持該資產。惟在展望來年的資產配置時，僅9%投資人將增持美國機構債，低於13%預計減持的比例。

公司債為另一受到投資人垂青的資產類別，26%的受訪者已於過去一年擴大該資產部位，另有22%受訪者預計將於未來增持該資產。通膨連動債券亦在過去一年內受到17%機構投資人的追捧，且高達30%的受訪者傾向於明年增持該資產。UBS解讀，通膨連動債券的正向展望，係反映投資人對通膨將逐漸走高的預期。

雖僅有9%的受訪者於過去一年增持MBS/ABS資產，但約有30%的受訪者表示，將於未來一年增加其投資部位。UBS研判，在目前殖利率水準偏低環境，機構投資人持續積極尋找較高投資報酬率資產類別，或強化對MBS/ABS的投資意願。除了前述的固定收益產品外，UBS亦點出部分機構投資人甚至開始擴張投資標的類別，例如透過股票或直接投資的方式，探索基礎建設領域。

### 三、 案例探討：資產組合配置架構與模組探討

#### (一) 外匯資產組合架構原理

建構外匯資產組合時，以流動性管理及投資效益二大目標為考量，進而以下列三重層次作為資產配置核心原則：

##### 1. 營運資金管理：籌措市場操作所需資金、確保流動性無虞

以儲備日常運作所需之資本與流動性為主要考量，且根據貿易或經濟狀況具備特定貨幣組合型態。而在預定金額規模上，則可下列二項指標為參考：(1) 進口覆蓋 (import coverage)，相當 3~6 個月的進口貿易金額；(2) 短期外債覆蓋 (import coverage)，涵蓋 100%短期外債金額。

##### 2. 收入穩定功能：消弭短期金融波動導致的繳庫壓力

為油價等資產價格短期波動帶來的投資收入缺口預做準備，針對可能發生的緊急狀況建置備用資本或流動性。理想儲備規模須將各項顯性與隱性債務納入考量，務求未雨綢繆、豐年儲糧。

##### 3. 財富累積功能：追求外匯資產規模增長

透過追求長期投資報酬的極大化，替未來世代累積財富。基於長期投資立場，或可藉由持有流動性較低資產，賺取流動性風險溢酬 (illiquidity premium)。另須注意的是，設定之投



越通膨目標之投資報酬率，以控制通膨對資產價值的影響。

## (二) 模擬資產模組部位配置

外匯資產配置上須權衡可承受風險與投資報酬。針對可容忍之風險與報酬率程度，可採用三大類資產配置模式，並根據資產配置比例的不同，建置四個模擬資產組合（分別以 CB 1~CB 4 作為資產組合代號）（見圖 7）。

模擬資產組合中，分別以現金與 1~3 的短天期公債進行流動性管理，透過較長天期公債調整存續期間。此外，國際機構債、公司債與證券化產品則用於利差管理。通膨連動債券適用於規避通膨風險。新興債與股票投資則可增加資產組合之風險溢酬（risk premium）。

### 1. 專注流動性資產組合

為滿足央行客戶日常營運資金需求，UBS 建議央行客戶適度建置現金與 1~3 年期的短天期公債部位。此架構以持有較短存續及間、流動性佳的金融資產為主。為考量目前市場利率水準，此資產組合之預期報酬水準將較為有限。

➤ CB 1：現金與短天期公債各占 50%。

### 2. 固定收益產品多元化資產組合

為兼顧風險管理與投資報酬，除持有必要之流動性資產

外，透過擴大可投資之固定收益資產類別，提升風險調整報酬 (risk-adjusted return)。加入長天期公債，及具備投資等級信用評等之政府公債、國際機構債、公司債、證券化產品與通膨連動債券為主要投資標的。若更積極追求風險調整報酬，可選擇加入新興市場債務。

➤ CB 2：

- 60%資產配置於流動性管理資產 (50%短天期公債、10%現金)。
- 各配置 10%資產於政府公債、國際組織債、公司債與證券化商品，以提高投資報酬。

➤ CB 3：

- 40%資產配置於流動性管理資產 (30%短天期公債、10%現金)。
- 除 CB 2 涵蓋之固定收益資產類別外，另加入通膨連動債券與新興市場債，各資產類別分別配置 10%。

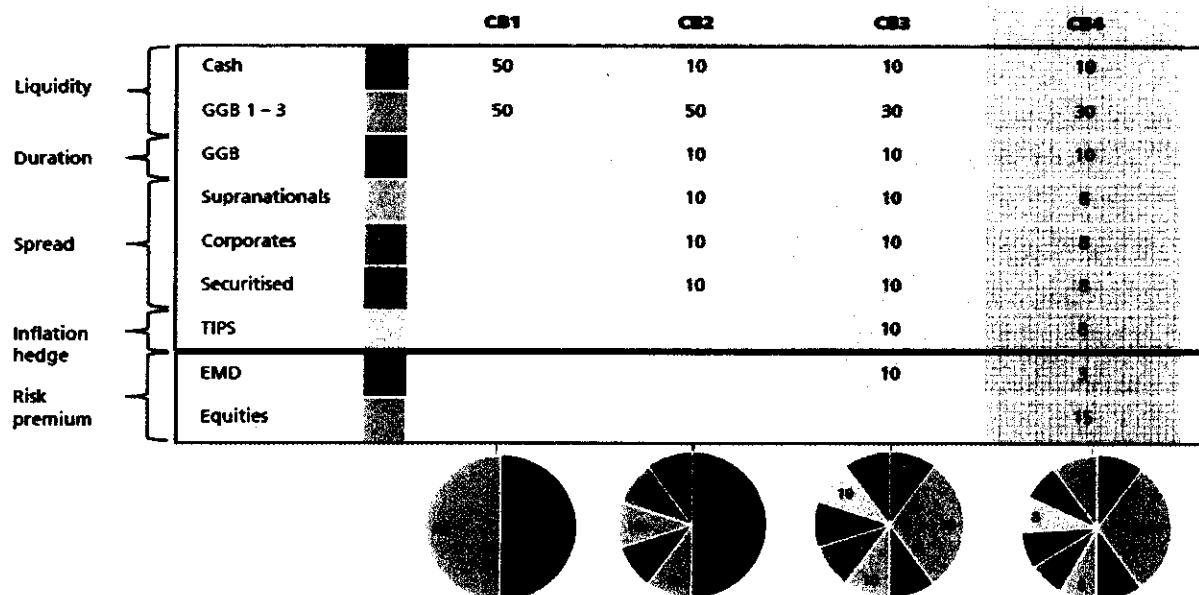
### 3. 納入股票投資組合

除前述的流動性與固定資產配置外，央行客戶可透過持有較高流動性的股票以大幅提高風險調整報酬，為考量資產類別特性，此資產組合預期報酬率亦將承受較高之波動度。

➤ CB 4 :

- 40%資產配置於流動性管理資產（30%短天期公債、10%現金）。
- 配置 10%資產類別於各國政府公債，其他固定收益產品各 8%，惟新興市場債僅配置 3%。
- 於資產組合中持有 15%的股票以賺取風險溢酬。

圖 3-7 模擬資產組合配置示意圖



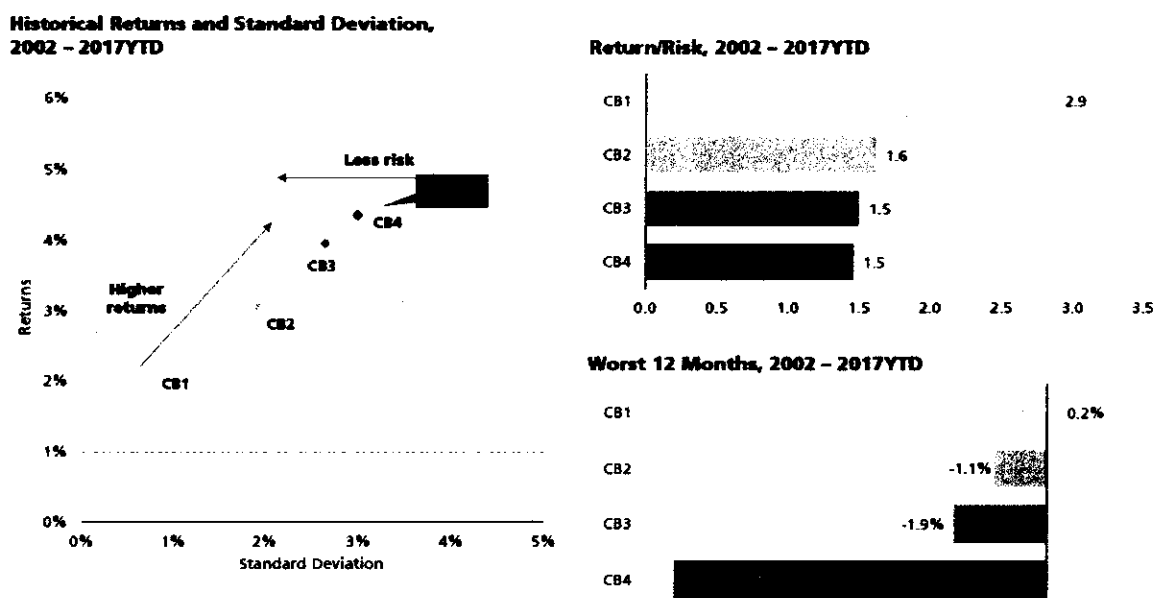
(三) 模擬資產模組績效分析 - 歷史資料與假設情境

根據前述資產組合配置，採用相關指數依比例建置模組，可使用歷史資料模擬出各資產組合於過去與假設情境中之績效表現，觀察各資產組合之特性。

## 1. 歷史績效表現

若以 2002 年至 2017 年 9 月的資料回測，可見僅持有流動性資產的 CB 1 組合儘管相較於其他資產組合，在報酬相對風險項目 (Return/Risk) 表現較為良好，且平均每年績效標準差僅 0.8%，但較低的波動度也意味著相對偏低的報酬率，該資產組合平均每年報酬率僅 2.21% (見圖 3-8)。

圖 3-8 模擬資產組合歷史績效



隨著加入模擬資產組合期的固定收益產品增加，CB 2 與 CB 3 平均每年報酬率上升至 3.06%、3.91%，但由績效標準差衡量的波動度亦擴大至 1.9%、2.6%。而加入股票投資部位的 CB 4 平均年報酬率高達 4.34%，波動度更擴大至 3%。

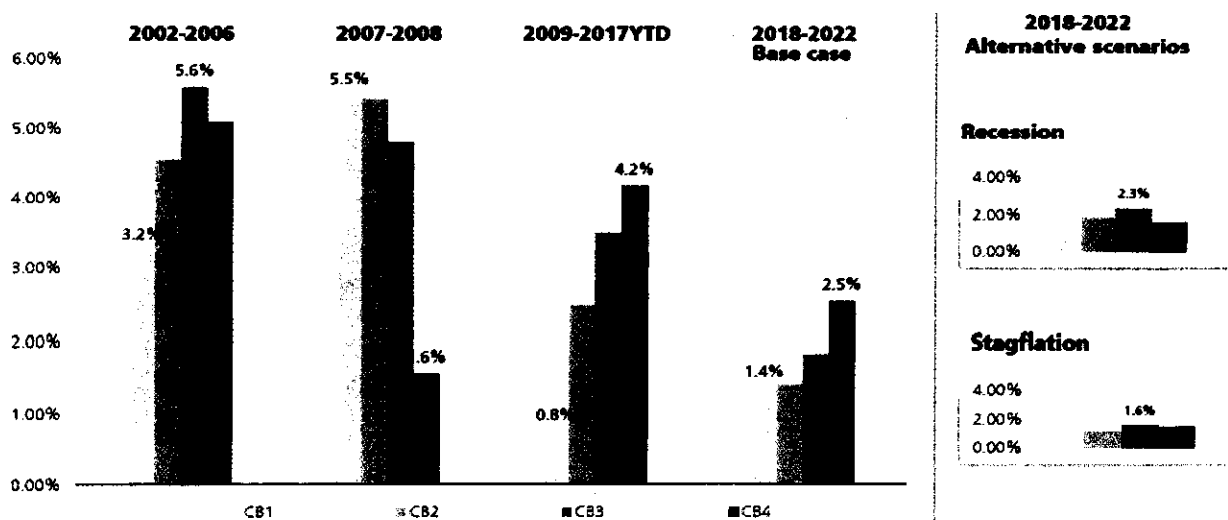
若僅檢視報酬相對風險項目，則 CB 2、CB 3 與 CB 4 表

現差距不大，但觀察歷史期間表現最差的 12 個月，以流動性資產與投資級債券為主的 CB 2 表現為-1.1%，額外加入通膨連動債券與新興市場債的 CB 3 則是-1.9%，持有股票部位的 CB 4 更惡化至-7.5%。全然由流動性資產組成的 CB 1 則仍維持 0.2%的正績效，顯示隨著風險性資產比例與種類的增加，資產組合績效雖有機會提升，但面臨的下跌風險亦隨之擴大。

## 2. 情境分析 - 基本、衰退與停滯性通膨

回測模擬組合的歷史表現，2002 年至 2006 年因新興債表現優於股票，CB 3 年報酬率達 5.6%最為良好。金融海嘯期間，單純持有流動性資產的 CB 1 則以 5.5%的年報酬率表現突出。此後，固定收益產品殖利率水準偏低，含有股票部位的 CB 4 以 4.2%年報酬率勝出，遠高於 CB 1 的 0.8%（見圖 3-9）。

圖 3-9 模擬資產組合歷史與假設情境績效表現



為預測模擬組合在各經濟情況下的表現，以未來 5 年惟預測區間，分別假設維持現狀的「基本情境」、經濟成長率偏低的「衰退」，以及成長率疲弱、通膨穩定增長，但實質投資報酬慘澹的「停滯性通膨」（見表 3-1）。惟 UBS 認為，隨著 Trump 當選美國總統，停滯性通膨情境發生的機率已大幅下降。

表 3-1 各分析情境相關假設

	基本情境	衰退	停滯性通膨
概況	全球利率與股價溫和上升	低經濟成長率	陷入停滯性通膨
美國通膨	維持 2% 成長率	每年僅成長 1.5%	預測區間內共成長 5%
美國 10 年期公債殖利率	緩步攀升至 3.5%	降至 1.0%	攀升至 4.5%
股市	美股評價過高 其他股市遭低估	全球股市修正 30%，後每年溫和成長 5%	股市於首年大幅修正後，實質報酬慘澹

在基本情境下，預期股票部位為影響各模擬資產部位實質報酬的主要因素，因而涵蓋股票部位的 CB 4 表現最好，平均年報酬率可達到 2.52%，CB 1、CB 2 與 CB 3 的平均年報

酬率僅 1.37%、1.42%與 1.84%，惟以標準差衡量的績效波動度亦隨平均報酬率擴大。

但在衰退與停滯性通膨的二個情境下，均假設股市將大幅修正，這使得納入股票部位的 CB 4 表現相對疲弱，年平均報酬分別僅 1.55%、1.46%。而 CB 3 則在前述二情境下分別受惠於較高比例的固定收益產品配置及通膨連動債券部位，達到 2.33%、1.60%的年報酬，表現較其他模擬組合優異。且在停滯性通膨的情境下，CB 3 不僅可報酬率較 CB 4 優異，且波動度 4.68%亦小於 CB 4 的 6.06%。

#### 四、 小結

相較過去歷史水準，目前殖利率水準多處於低檔，增加外匯準備資產管理壓力，或可於資產配置中增加可投資資產類別，以增加投資收益提升空間。惟須注意的是，投資報酬水準的提升通常伴隨績效波動度擴大，因而考量擴大可投資資產類別時，應以信用品質較具保障、價格波動度相對較為有限的投資級固定收益產品為首要考量。



## 肆、心得與建議

雖然 Fed 在縮表初期對於 Agency MBS 再投資衝擊較小，然由於市場預期再投資未來將逐步降低，加上對於財政部之後公債發行計畫，以及兩房改革不確定性的預期心理，投資人將先偏向觀望，並減少投資部位，使得市場波動擴大。

全球經濟正以高於趨勢的速度成長，美國通膨上升，而歐元區通膨卻仍在低位盤整，造成美、歐貨幣政策走向分歧。此外市場波動率下降，以及人口老化、超額儲蓄和生產力成長動力不足等結構性因素，將會限制債券殖利率的升幅，由於 Agency MBS 在已開發國家債券市場有較高殖利率，使其投資價值仍然相當具有吸引力。

建構外匯資產組合時，以流動性管理及投資效益二大目標為考量，相較過去歷史水準，目前殖利率水準多處於低檔，增加外匯準備資產管理壓力，或可於資產配置中增加可投資資產類別，以增加投資收益提升空間。惟須注意的是，投資報酬水準的提升通常伴隨績效波動度擴大，因而考量擴大可投資資產類別時，應以信用品質較具保障、價格波動度相對較為有限的投資級固定收益產品為首要考量。

## 參考資料

Willem van Breugel (2017), “Your global investment challenges answered.” UBS.

Seth Carpenter (2017), “US economy: What lies ahead.” UBS.

Thomas Digenan (2017), “Staying objective in an emotional environment.” UBS.

Massimiliano Castelli (2017), “Sovereign institutions investing in a Goldilocks' global economy.” UBS.

Michele Gambera (2017), “Eurozone Update.” UBS.

Igor Arsenin (2017), “Emerging markets debt in a synchronized global recovery.” UBS.

Rafael DelaFuente (2017), “Can Latin America regain economic traction?” UBS.

Grant Bughman , Michael Smith (2017), “Asia panel: China: What's next?” UBS.

Erin Browne (2017), “Navigating the global macro landscape.” UBS.

James Law (2017), “US interest rates diverging from the pack.” UBS.