

行政院及所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

出席 2017 年亞洲開發銀行外匯投資管理論壇

出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：曹體仁 研究員

派赴國家：新加坡

報告日期：107.2.26

出國時間：106.11.28~106.12.1

摘 要

在此次亞洲開發銀行(ADB)所舉辦之「2017 年外匯投資管理論壇」(2017 Asian Regional Forum on Investment Management of Foreign Exchange Reserves)上，演講者及與談人就下列主題進行報告與討論，依序為：「全球及區域經濟展望」、「低利率環境下龐大投資組合之管理」、「外匯存底管理之治理」、「風險管理之架構」、「外部管理人之篩選與評量」、「外匯存底管理之趨勢與挑戰」、「主權財富基金所扮演之角色」、「綠色與可持續金融」、「債務市場之演變」及「投資流程自動化」。

本報告最後針對上(2017)年 11 月至本(2018)年初，美元指數持續走弱之現象進行分析，並將其歸納為三項因素，分別為(1)總體經濟表現：歐元區經濟動能與通膨展望相較美國明顯強化、(2)貨幣政策走向：ECB 政策轉向訊息增多，Fed 則維持既定正常化步調、(3)國際資金流向：短期與中長期資金持續流向歐元資產。

目 次

壹、前言	1
貳、此次研討會重點	2
一、ADB 對亞洲經濟展望	2
二、低利率環境下之外匯存底管理	3
參、近期美元指數持續走弱之原因分析	5
一、近期各幣別升貶值對美元指數下跌之貢獻度	5
二、造成近期美元指數持續走弱之 3 大因素	6
(一) 總體經濟表現：歐元區經濟動能與通膨展望 相較美國明顯強化	7
(二) 貨幣政策走向：ECB 政策轉向訊息增多，Fed 則維持既定正常化步調	10
(三) 國際資金流向：短期與中長期資金持續流向 歐元資產	13
肆、結語	15

壹、前言

職奉派於上(2017)年 11 月 28 日至 12 月 1 日，赴新加坡參加亞洲開發銀行「2017 年外匯投資管理論壇」(2017 Asian Regional Forum on Investment Management of Foreign Exchange Reserves)。論壇上，演講者及與談人就下列主題進行報告與討論，依序為：「全球及區域經濟展望」、「低利率環境下龐大投資組合之管理」、「外匯存底管理之治理」、「風險管理之架構」、「外部管理人之篩選與評量」、「外匯存底管理之趨勢與挑戰」、「主權財富基金所扮演之角色」、「綠色與可持續金融」、「債務市場之演變」、及「投資流程自動化」。

本篇報告僅就重要發言進行摘譯，並將譯文歸納為亞洲開發銀行(ADB)對亞洲經濟展望及低利率環境下之外匯存底管理兩大主題。另針對此次會議內容，本報告對上年 11 月至本(2018)年初，美元指數持續走弱之原因進行分析，歸納主要原因有三，依序為(1)總體經濟表現：歐元區經濟動能與通膨展望相較美國明顯強化、(2)貨幣政策走向：ECB 政策轉向訊息增多，Fed 則維持既定正常化步調、(3)國際資金流向：短期與中長期資金持續流向歐元資產。

以下章節將先提出本次研討會之重要發言摘譯，接著針對美元指數持續走弱之原因進行分析。最後依據上述內容，提出本次出國報告結論。

貳、此次研討會重點

本節就此次亞洲開發銀行「2017 年外匯投資管理論壇」之重要發言進行摘譯，並依序將譯文歸納為亞洲開發銀行(ADB)對亞洲經濟展望及低利率環境下之外匯存底管理兩大主題。

一、ADB 對亞洲經濟展望

ADB 預測上(2017)年亞洲 GDP 年增率為 6.0%、本(2018)年為 5.8%，其中台灣分別為 2.3%與 2.2%；亞洲經濟回溫主要反映國際貿易活絡與中國大陸經濟動能增強。另不計亞洲新興工業化經濟體(NIEs)，2017、2018 兩年亞洲地區經濟成長率依序為 6.5%與 6.3%。

在全球經濟持續復甦與國際原物料價格回升的帶動下，亞洲貿易成長率自前(2016)年第 4 季開始上揚；統計上年前 8 個月，亞洲貿易金額年增率達 13.3%。此外，受惠於消費強勁成長，中國大陸可望在 2017、2018 兩年維持 6.8%與 6.4%的較高 GDP 成長率，紓緩當地投資趨勢性下滑的負面衝擊。

即便景氣加溫及大宗商品價格上漲，ADB 認為亞洲物價受到下列因素影響將增幅有限：(1)全球化、科技進步及人口老化等結

構性因素持續抑制物價回升，加上(2)美國潛在頁岩油高存量與石油輸出國組織(OPEC)會員對減產協議誠信薄弱，致油價上揚空間受限。該行預測 2017、2018 兩年亞洲通膨率分別為 2.4%與 2.9%。

展望本年亞洲經濟成長風險，ADB 表示，上行與下行風險將大致呈現平衡的狀況。惟需多注意 Fed 貨幣正常化過程與美國新的財政政策對跨境資金移動之影響，以及地緣政治變化對國際貿易之衝擊，尤其是科技產品生產流程已走向全球供應鏈模式，少數國家政局動盪可能延誤整個生產流程。

二、低利率環境下之外匯存底管理

雖然美國中長期公債殖利率約在前年中觸底反彈，並在川普當選美國總統後進一步走高，但上年初殖利率反轉下滑，直至該年 9 月才逐步回升。美國中長期公債殖利率處於歷史相對低檔位置，連帶使得其他主要國家公債殖利率上漲有限，且信用利差持續縮小，增加外匯存底管理者追尋收益率(searching for yield)的壓力。

探究上述現象，主要是先進經濟體通膨持續疲弱，長期潛在產出未見回升，同時主要國家央行總資產規模相對全球 GDP 比持續攀升，市場流動性依舊充斥，加上地緣政治事件紛擾不斷等因

素彼此交互影響所致。由於前述因素多屬中長期結構性問題，故低利率現象恐將延續數年之久。面對此一新投資環境，各國央行對於即有的安全性、流動性與收益性之外匯存底管理原則，有必要加以審視，並作適度調整。

參與論壇之報告者以其親身經驗，分享各自國家央行在因應低利率環境所採行的外匯存底管理變革，作法大致如下：(1)增加投資種類。從原本僅投資高信評公債，擴及至公司債、股票、REITs(不動產投資信託)等資產類別；(2)強化數量化投資分析。運用大數據、高階演算法、人工智慧等方式提高投資報酬率；(3)引進外部管理者。囿於政府編制或汲取他人經驗，委託國際大型資產管理公司從事新領域方面的投資；(4)加強風險管理。面對金融市場新情勢-低利率、高評價、低波動度，以及投資組合複雜性加深之情況，外匯存底管理者更應落實風險衡量、恪守停損機制，因為一旦市場反轉，資產價格恐易大幅下跌。

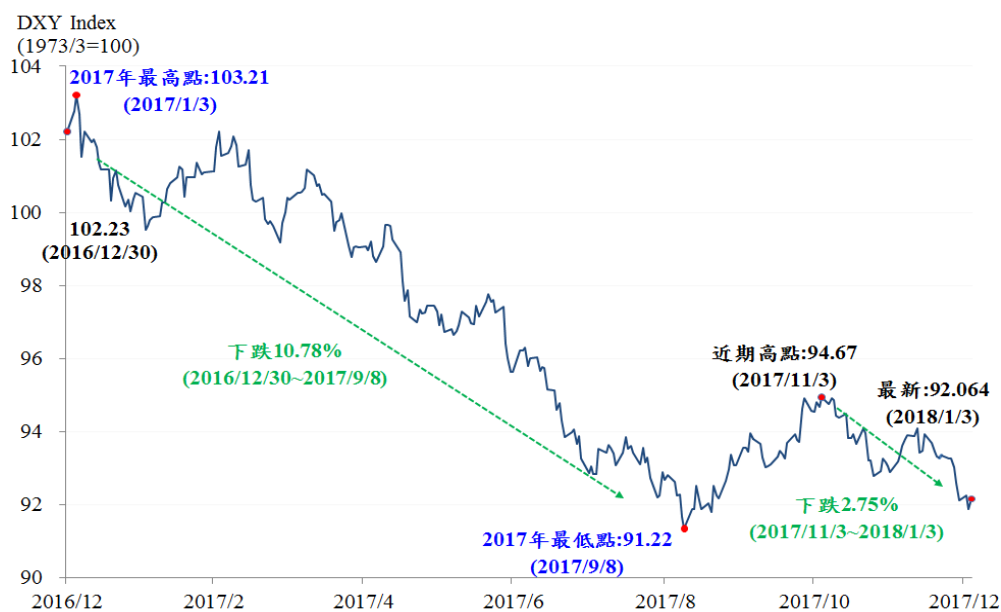
參、近期美元指數持續走弱之原因分析

本節首先整理上(2017)年 11 月至本(2018)年初，美元指數的變動情形，進而歸納近期美元指數持續走弱之主要原因有三，分別為：(1)歐元區經濟動能與通膨展望相較美國明顯強化、(2)ECB 政策轉向訊息增多，Fed 則維持既定正常化步調、(3)短期與中長期資金持續流向歐元資產。

一、近期各幣別升貶值對美元指數下跌之貢獻度

美元指數(DXY)自近期高點(2017/11/3)至本年初(2018/1/3)共下跌 2.75%。另上年全年美元指數下跌 9.69%，為 2003 年以來最大單年跌幅(圖 1)。分解美元指數個別成分貨幣之匯價表現，近期美元指數走弱主要係受歐元匯價走強所影響；以 2017/11/3 至 2018/1/3 時期為例，美元相對歐元貶值對美元指數下跌之貢獻度為-1.80%(表 1)。

圖 1 美元指數(2016/12/31~2018/1/3)



資料來源：Bloomberg

表 1 各幣別對美元指數漲跌幅之貢獻度

單位：%

	2017/11/3 ~2018/1/3	2016/12/30 ~2017/9/8	2016/12/30 ~2017/12/29
歐元	-1.80	-7.26	-7.01
日圓	-0.21	-1.07	-0.50
英鎊	-0.40	-0.77	-1.03
加幣	-0.15	-0.90	-0.61
瑞士法朗	-0.12	-0.53	-0.40
瑞典克朗	-0.08	-0.25	-0.14
美元指數	-2.75	-10.78	-9.69

資料來源：Bloomberg

二、造成近期美元指數持續走弱之 3 大因素

由於歐元對美元升值是導致近期美元指數再度下滑之主

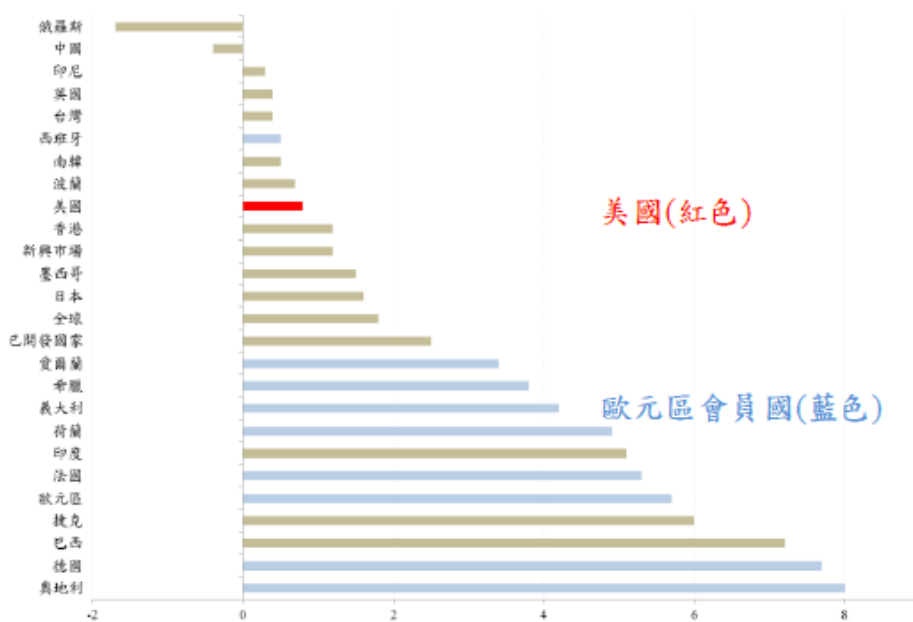
因，以下分析將聚焦在目前美國與歐元區兩經濟體之經濟金融表現，並將兩經濟體差異區分為總體經濟表現、貨幣政策走向及國際資金流向等 3 因素進行探討。

(一) 總體經濟表現：歐元區經濟動能與通膨展望相較美國明顯強化

製造業 PMI 指數多被視為經濟活動的領先指標。自上年後該指數在歐元區成長幅度明顯高於美國，若細觀各國指數近 12 個月變動，美國製造業 PMI 指數增長幅度亦落後於多數歐元區主要國家(圖 2)。

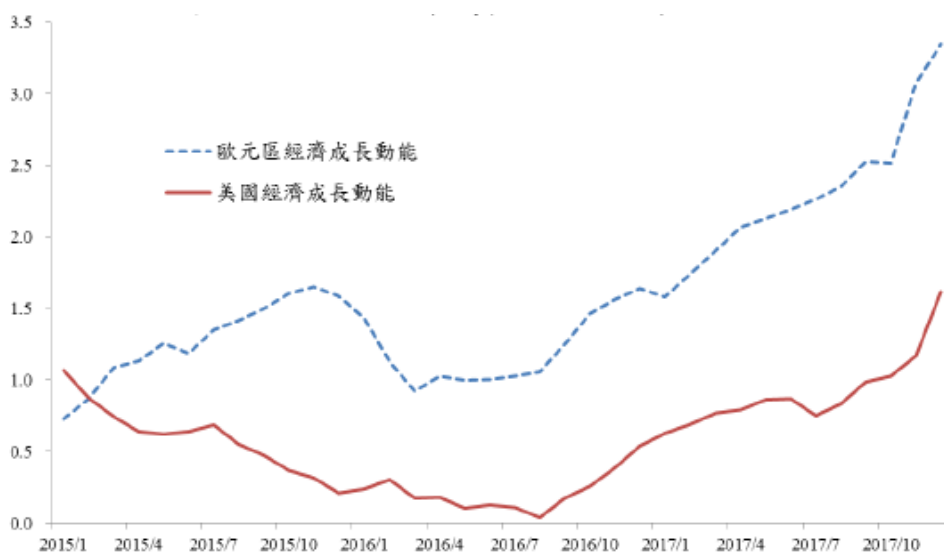
輔以經濟成長動能綜合指標進行比較，目前該動能綜合指標在歐元區表現顯著優於美國，代表歐元區景氣升溫速度快於美國(圖 3)。

圖 2 主要國家製造業 PMI 指數年變動* (2016/12~2017/12)



*採 Markit 編製之製造業 PMI 指數進行比較。
資料來源：Bloomberg

圖 3 歐元區經濟成長動能相對強於美國⁺



⁺ DeepMacro 經濟分析公司以相關經濟成長變數綜合編製各國經濟成長動能指標。目前歐元區經濟動能較過去 10 年平均高出 3.38 倍標準差，美國僅高出 1.63 倍標準差。

資料來源：DeepMacro

雖然歐元區的實際通膨數據低於美國(2017 年 11 月最新通膨數據：歐元區 1.5%、美國 2.2%)，惟金融商品價格所隱含之通膨預期資料顯示，近半年來歐元區通膨預期增幅略高於美國(圖 4；自 2017 年中最低點至 2018/1/3 止，歐元區通膨預期增加 0.29 個百分點、美國則為 0.21 個百分點)。

另輔以物價上漲動能綜合指標進行比較，目前該動能綜合指標在歐元區表現較美國當地佳，代表歐元區物價攀升速度快於美國(圖 5)。

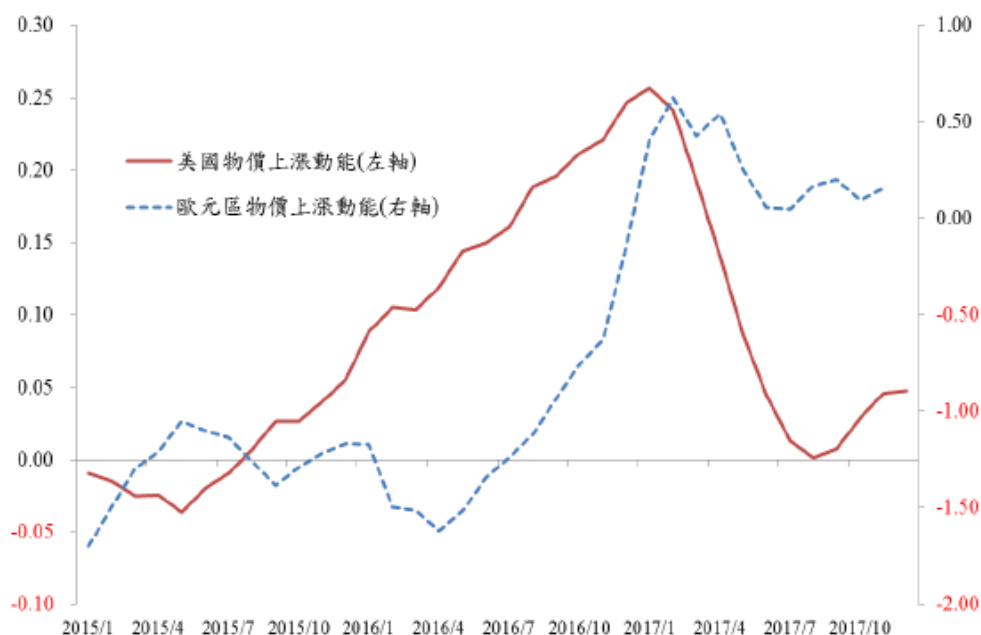
圖 4 美國及歐元區通膨預期變動[#]



[#]以 5y5y inflation swap 衡量通膨預期。

資料來源：Bloomberg

圖 5 歐元區物價上漲動能強於美國⁺



⁺ DeepMacro 經濟分析公司以相關物價變數綜合編製各國物價上漲動能指標。目前歐元區物價上漲動能較過去 10 年平均高出 0.16 倍標準差，美國僅高出 0.06 倍標準差。

資料來源：DeepMacro

(二) 貨幣政策走向：ECB 政策轉向訊息增多，Fed 則維持既定正常化步調

近期 ECB 官員談話轉趨鷹派，表達傾向於本年結束 QE 計畫意向，而 Fed 官員多仍維持中性偏鴿立場，傾向維持緩步升息立場；相關重要談話如下。

Fed 主席 Janet Yellen 於上年 12 月 13 日政策會議會後記者會暗示，美國通膨低於 2% 目標值，且中性利率仍處於歷史低檔，預期未來 Fed 仍將緩步升息。除 Cleveland Fed 總裁 Loretta Mester

與 Boston Fed 總裁 Eric Rosengren 明確表示升息有助降低金融風險外，多數 FOMC 成員對美國通膨疲弱感到擔憂。

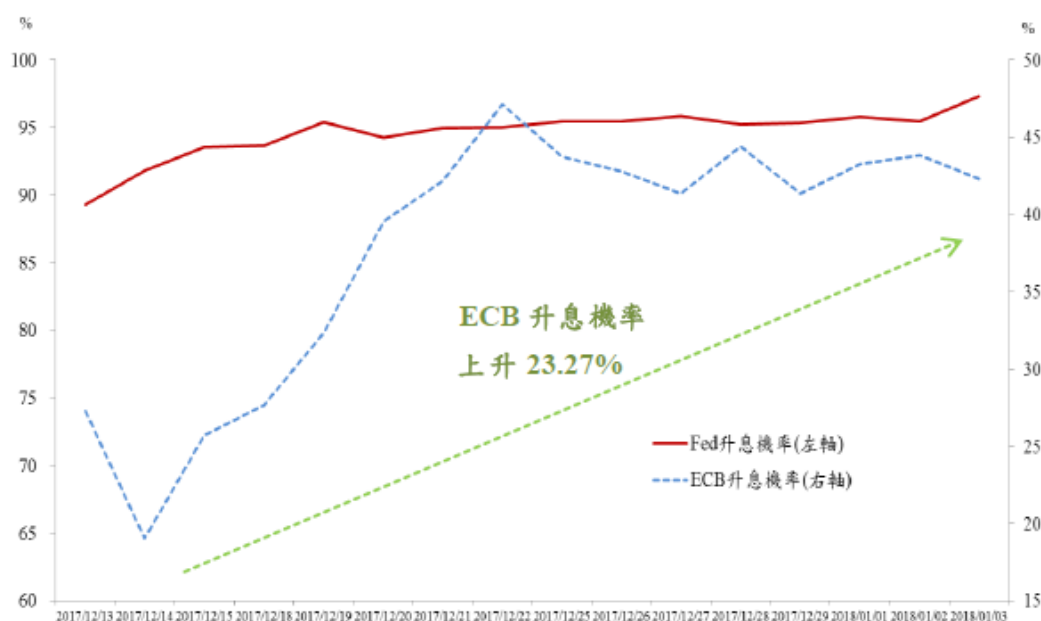
上年 11 月 15 日，ECB 管委會成員 Ardo Hansson 表示對歐元區經濟有信心，故貨幣政策應有所調整；ECB 執委會成員 Peter Praet 認為未來貨幣政策應更仰賴對利率的前瞻指引。上年 11 月 23 日，ECB 執委會成員 Benoît Coeuré 表示此次 QE 延續應為最後一次。上年 12 月 19 日，德國央行總裁 Jens Weidmann 再次表達 QE 須有明確的結束日期。另本年 1 月 2 日，ECB 管委會成員 Ewald Nowotny 指出，QE 可能在本年底前結束。

此外，上年 12 月 FOMC 經濟預測(Summary of Economic Projections)將 2018~2020 年 GDP 成長率預測中值分別調高 0.4、0.1 及 0.2 個百分點，部分係反映與會成員將稅改納入考量。另同期間 PCE 物價成長率預測中值維持不變。反觀上年 12 月 ECB 經濟預測(Macroeconomic Projections)將 2018~2019 年 GDP 成長率預測值分別調高 0.5 及 0.2 個百分點。另本年 HICP 物價成長率預測值調高 0.2 個百分點，2019 年則維持不變。

自上年 12 月中旬以來，市場預期 ECB 在本年底前升息 1 次以上之機率，相對 Fed 明顯提高(圖 6)。上述 ECB 升息機率於上

年 12 月 14 日至本年 1 月 3 日期間共提高 23.27%；同期間 Fed 升息機率僅增加 5.46%。

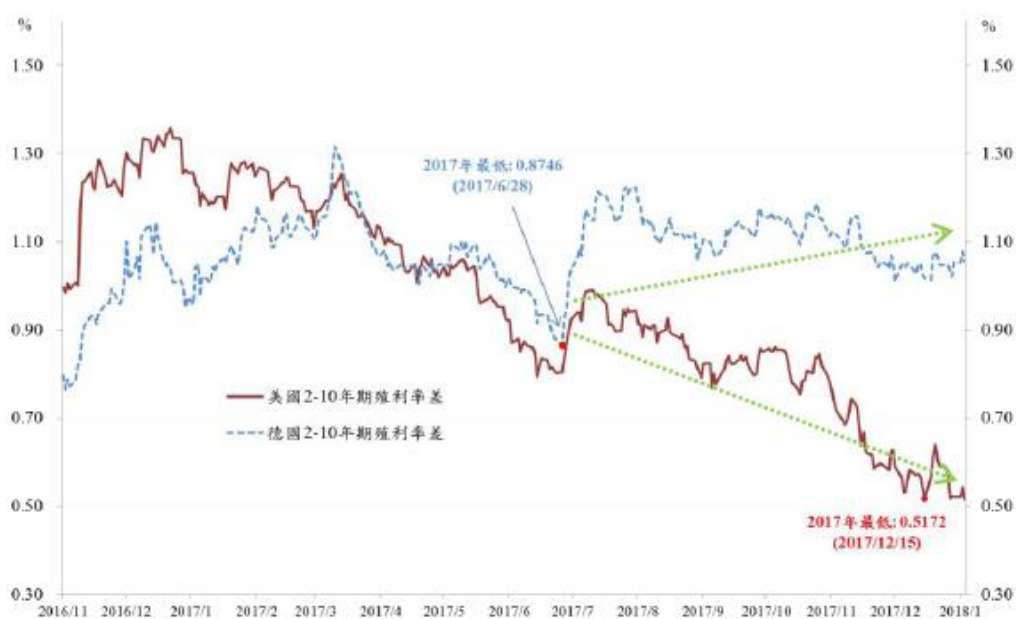
圖 6 Fed 與 ECB 於 2018 年底升息 1 次以上機率



資料來源：Bloomberg

依過去經驗，當市場預期美國以外的主要國家央行將跟隨 Fed 緊縮步調，該國貨幣具有提前升值之傾向。研究指出，美國長短期利差小於其他經濟體將不利美元走勢(圖 7)。自上年 6 月 ECB 總裁 Mario Draghi 表示歐元區通縮風險已消失後，德國公債殖利率曲線斜率逐步上揚；相反地，美國公債殖利率曲線呈現平坦化，10 年期與 2 年期公債殖利率差於上年 12 月 15 日降至 52bps，係近 10 年最窄幅水準。

圖 7 美、德公債殖利率曲線型態自 2017 年 7 月後分歧



資料來源：Bloomberg

(三) 國際資金流向：短期與中長期資金持續流向歐元資產

短期資金流向以美國商品期貨交易委員會(CFTC)統計資料為代表，自 2017 年 5 月法國總統大選後，歐元期貨淨投機部位由過去 3 年的持續淨空單反轉為淨多單，於此際歐元匯價亦出現底部回升走勢；最新資料顯示(截至 2017/12/26)，目前該期貨部位淨多單處於近年相對高水位(圖 8)。此外，中長期資金流向以國際收支帳(BoP)下之證券投資項目為代表，隨著歐元區經濟回穩、風險情緒改善下，國際資金明顯流入當地。

圖 8 歐元期貨淨投機部位變動



資料來源：Bloomberg

肆、結語

針對此次亞洲開發銀行所舉辦之「2017 年外匯投資管理論壇」，本報告針對重要發言進行摘譯整理，主要區分為亞洲開發銀行對亞洲經濟展望及低利率環境下之外匯存底管理兩大主題。前者歸納本年亞洲上行與下行經濟成長風險將大致呈現平衡的狀況，惟需多注意 Fed 貨幣正常化過程與美國新的財政政策對跨境資金移動之影響，以及地緣政治變化對國際貿易之衝擊。後者則將低利率現象歸因於中長期結構性問題，且認為其恐將延續數年之久；面對此現象，與談人建議各國央行對於既有的安全性、流動性與收益性之外匯存底管理原則，有必要加以審視，並作適度調整。

最後，本報告探討上年 11 月至本年初，美元指數持續走弱之原因，並將其歸納為三項主要原因，分別為：(1)總體經濟表現：歐元區經濟動能與通膨展望相較美國明顯強化、(2)貨幣政策走向：ECB 政策轉向訊息增多，Fed 則維持既定正常化步調、(3)國際資金流向：短期與中長期資金持續流向歐元資產。