

出國報告（出國類別：研討會）

參加「UBS 第 24 屆央行外匯 存底管理研討會」心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：紀元瀚/科長

出國地點：瑞士 Thun

出國期間：107.6.23 至 107.6.29

報告日期：107 年 8 月 9 日

摘要

瑞士銀行(UBS)「第 24 屆外匯存底管理研討會」(24th Reserve Management Seminar)主要討論內容包括分析全球經濟現況與展望並探討外匯存底管理之策略與建議等，目的在於深化學員對於全球金融市場及各式投資工具的認識，並藉由經驗分享與開放座談的方式，讓各央行代表能彼此交換意見，以了解各國在外匯存底管理上之異同及面臨的挑戰。

對於當前全球經濟的現況，瑞士銀行預估，隨著各國央行貨幣政策正常化，全球經濟的榮景將在 2019 年末結束。其中，對於美國的經濟情勢特別提出警示，由於勞動市場的緊縮，將漸次影響至通膨水準，故而在接近充分就業之際，動用財政刺激政策是相當罕見的舉措，稍一不慎將使通膨快速攀升。此外，聯準會的升息，往往伴隨著市場波動度的增加，各國央行也應及早有所準備。

2008 年全球金融風暴後，低利率及負利率的金融環境迫使各國央行積極尋找新的收益來源，跨資產類別的多角化投資策略頓時成為顯學，故本次研討會也特別邀請南韓與以色列央行分享其外匯存底的管理經驗。另一個值得注意的投資趨勢，即強調環保、社會責任與公司治理的 ESG (Environmental, Social and Governance Policy)投資準則，已成為當下國際機構與投資界廣為提倡的發展方向，因此，也帶動所謂綠色投資與綠色債券之發行。研討會上各國央行成員對綠色債券有著相當積極與熱烈的討論，對於綠色債券的投資也表達了高度的興趣。

目次

壹、	目的	4
貳、	全球外匯存底的最新發展及資產配置趨	4
參、	UBS 對當前經濟的看法	11
肆、	結論及心得	16

壹、目的

瑞士銀行(UBS)於瑞士圖恩(Thun)舉辦之「第 24 屆外匯存底管理研討會」(24th Reserve Management Seminar)，計有 58 國央行及官方機構派員參加，討論內容包括分析全球經濟現況與展望並探討外匯存底管理之策略與建議等，主要目的在於深化學員對於全球金融市場及各式投資工具的認識，並藉由經驗分享與開放座談的方式，讓各央行代表能彼此交換意見，以了解各國在外匯存底管理上之異同及面臨的挑戰。

貳、全球外匯存底的最新發展及資產配置趨勢

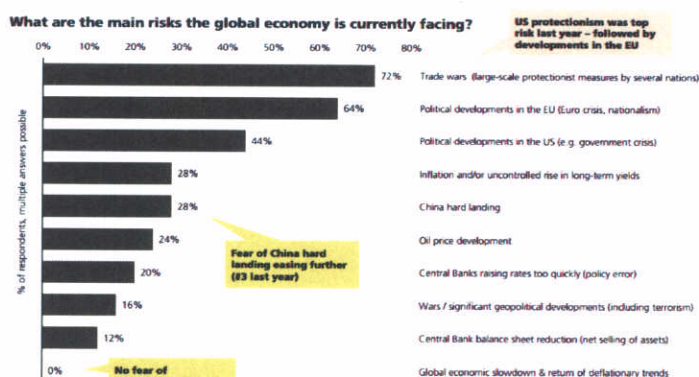
一、UBS 針對外匯存底管理所進行的年度調查

本次研討會於會前即針對所有與會者提出有關外匯存底管理與資產配置等一系列問卷調查，內容包括對當前總體經濟的評估、外匯存底之評價方式、資產配置、投資工具、績效管理、委外管理及未來幣別配置等項目，並於研討會期間公布問卷結果。該問卷調查已持續執行 24 年，透過該調查結果可進一步了解各國外匯存底的管理趨勢及未來的布局方向，內容頗具參考價值。調查結果重點摘要如下：

1. 全球經濟主要面臨的風險為何？

- (1) 全球大規模的貿易戰爭。
- (2) 地緣政治風險：歐元危機、歐盟國家新興民粹主義等。
- (3) 美國當前政治局勢的發展(如：美國政府財政危機)。

Main concerns impacting the global economy



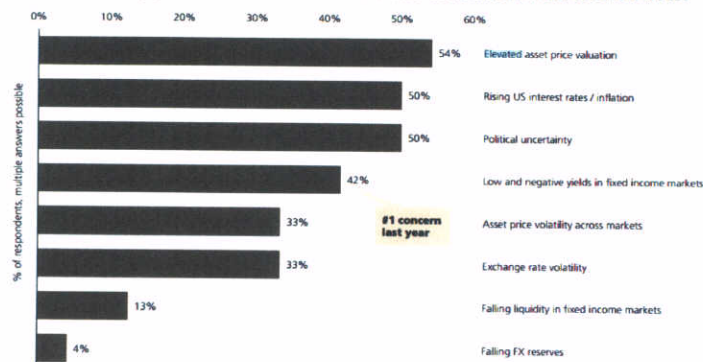
2. 現階段外匯存底投資的主要疑慮源自於何？

- (1) 資產價格快速攀升(代表著對估值過高的疑慮)。
- (2) 美國升息及通膨走揚。
- (3) 地緣政治風險。

Main concerns impacting the levels of FX reserves



What are currently your main concerns when it comes to the investment of FX reserves?



Source: UBS AM as of June 2018.

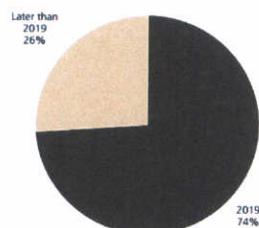
3. 對當前貨幣政策走向的評估。

- (1) 74%的受訪者認為歐洲央行將在 2019 年年中或年初升息，另有 26%的受訪者認為升息時點會在 2019 年底。
- (2) 58%的受訪者認為，市場投資人低估了美國聯準會縮表與美國債務提高所可能導致的共伴效應。

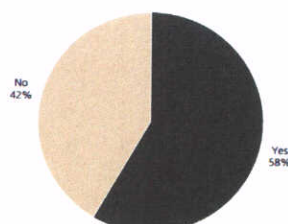
The end of unconventional monetary policy



By when do you expect the ECB to raise interest rates?



Is the combination of Central Bank net asset sales and increased US debt issuances an underrated risk for the US Treasury market?

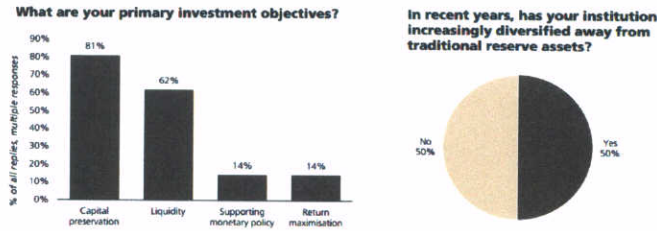


Source: UBS AM as of June 2018.

4. 外匯存底投資的目的及多角化趨勢。

- (1) 分別超過八成與六成的受訪者認為，安全性(保值；capital preservation)與流動性是外匯存底投資最重要的兩個目的。
- (2) 50%的受訪者表示，已於近幾年開始外匯存底的多角化投資。

Key asset allocation objectives



5. 2008 年全球金融危機後至今，公司債與抗通膨債券是最受青睞的兩項外匯存底新增投資工具。

Trends in approved asset classes

Which of the following instruments are approved at your institution?

Asset Class	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
Supranationals	95	93	90	89	94	82	87	76	70	68	70	72	70	74	63	62	60	62	54	63	60
Sovereign eurobonds	86	89	93	92	90	78	73	64	68	65	66	66	64	60	60	58	58	61	60	66	66
US agencies	76	74	83	74	49	54	68	55	65	71	84	86	84	82	76	78	75	71	62	68	54
Inflation protected bonds	62	76	70	61	49	48	40	44	47	45	38	33	28	16	9	na	na	na	na	na	na
Covered bonds	43	48	53	34	43	40	45	30	38	40	53	58	50	48	44	38	35	37	34	28	12
Bank debt	43	48	40	42	41	26	33	20	31	29	48	44	48	41	21	24	21	26	20	16	4
Corporates	57	56	48	42	43	34	33	31	29	26	38	41	40	38	38	32	28	22	20	15	10
MBS / ABS	57	52	40	39	25	20	22	37	27	38	46	52	44	39	39	27	22	17	19	12	2
Emerging Market debt	24	26	30	21	18	12	11	22	24	16	16	10	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Equities	24	30	33	26	18	16	24	18	19	14	18	22	18	5	3	2	na	na	na	na	na
Private Equity	5	19	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Hedge Funds	0	11	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na

In % of total respondents, multiple responses possible.

Source: UBS AM as of June 2018.

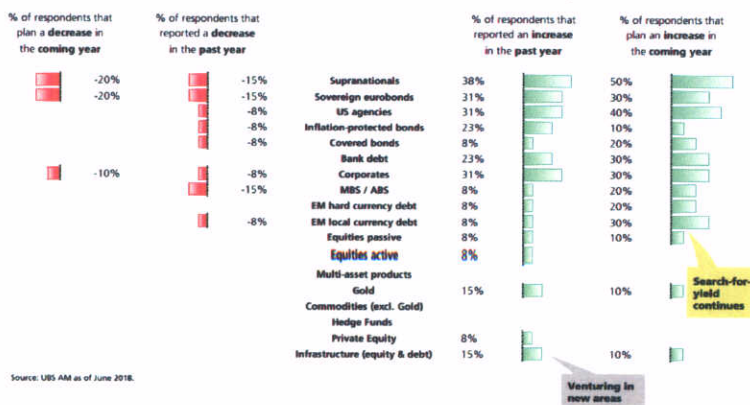
6. 資產組合的趨勢。

- (1) 市場投資人對於超國家組織債券及歐元區政府債券的增減趨勢反應相當兩極。
- (2) 雖然新興市場債務危機頻傳，投資人對於高收益率的追求熱度似乎尚未澆熄。

Key changes in asset allocation

Which of the following instruments have you increased/decreased in your portfolio in the past year?

Which of the following instruments would you want to own more or less over the next year?



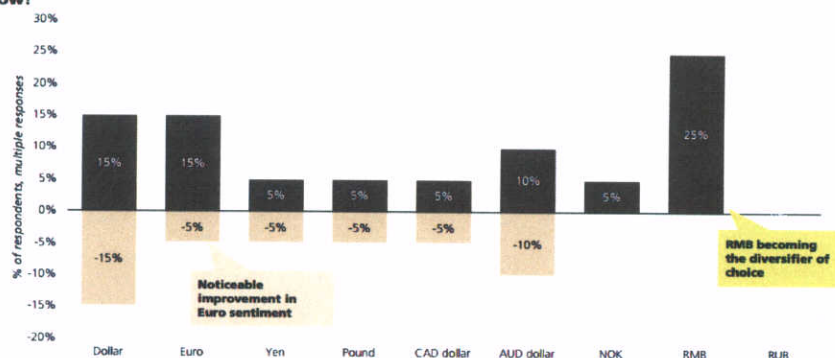
Source: UBS AM as of June 2018.

7. 外匯存底的幣別投資中，人民幣依然廣受青睞。有近四分之一的受訪者表示，在過去的一年裡增加了對人民幣的投資。

Currency focus: Changes in 2017/18



If you have altered your currency allocation during the last year in a significant way, please specify how!



- The average share of USD holdings among all participants was about 71.5%

Source: UBS AM as of June 2018.

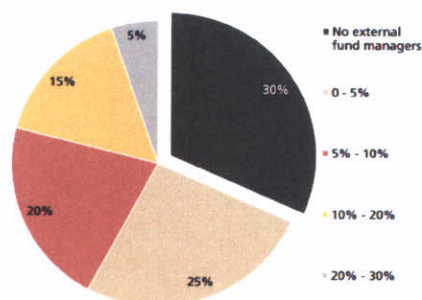
8. 外匯存底之委外管理策略。

- 將近 30%的受訪者表示並未從事委外資產管理，另有 25%的受訪者表示，委外管理規模僅占其外匯存底的 0-5%。
- 追求 total-return 的債券投資策略、新興市場政府債券、新興市場股票、ABS/MBS/CMBS 債券及已開發國家公司債等項目，是委外資產管理的熱門標的。

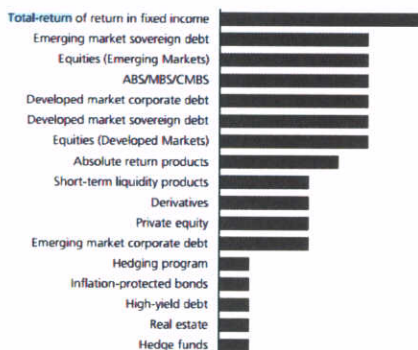


External asset management

What percentage of your reserves are currently externally managed?

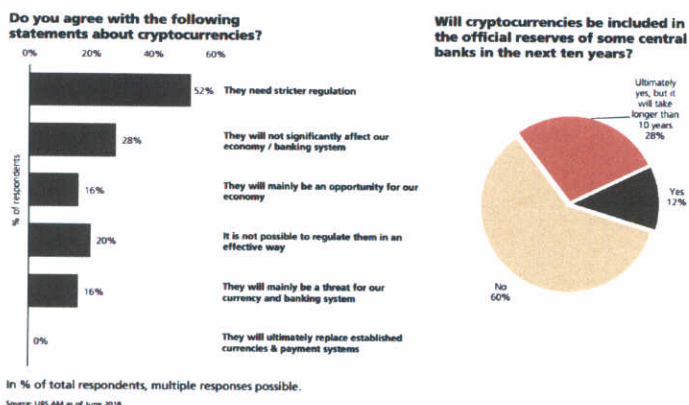


What asset classes of external fund management interests you the most?



9. 對於加密貨幣(cryptocurrencies)的調查。

- 52%的受訪者表示應對加密貨幣嚴加管理。
- 60%的受訪者表示，未來 10 年內加密貨幣不會被納為外匯存底投資項目。



二、 南韓央行與以色列央行所分享之外匯存底管理經驗

1. 南韓央行之經驗

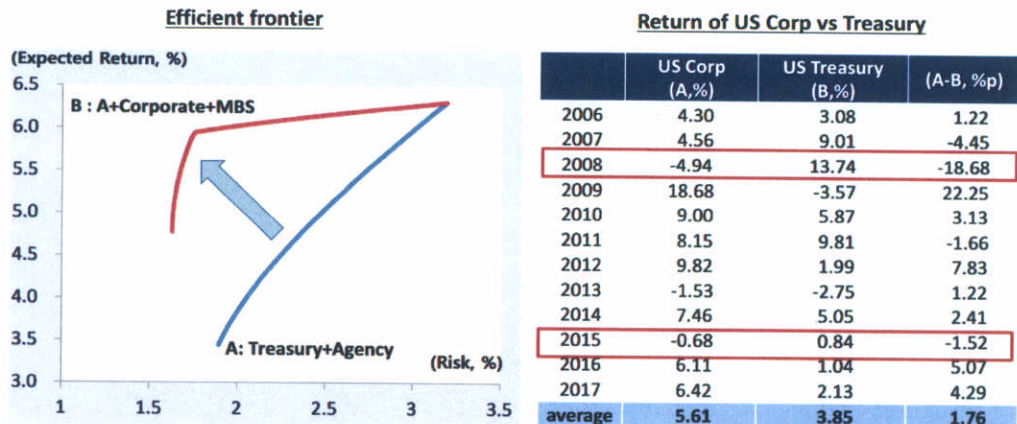
(1) 外匯存底多角化投資歷經近 20 年的演進，據南韓央行官員表示，在 2008 年全球金融風暴後，多角化的速度更為加快。

	Newly Introduced Asset Classes
1999	Financials
2001	Options (Int.rate, FX), FX Forward, Int.rate Swap
2003	Interest Rate Futures, ABS
2004	TIPS
2005	MBS
2007	Equities
2011	Emerging Markets
2012	Chinese RMB
2013	Industrials and Utilities
2015	CDS Index
2017	Single Name CDS

(2) 外匯存底之管理依然著重流動性與安全性(保值)。其債券投資的 benchmark 為客製化後之巴克萊全球綜合債券指數(Customized BCGAI; Barclays Capital Global Aggregate Index)，與原有指數相較，南韓央行刻意將投資條件限縮，例如：僅限 17 個已開發國家、剩餘期限 10 年以內、信用評級 A- 以上等。

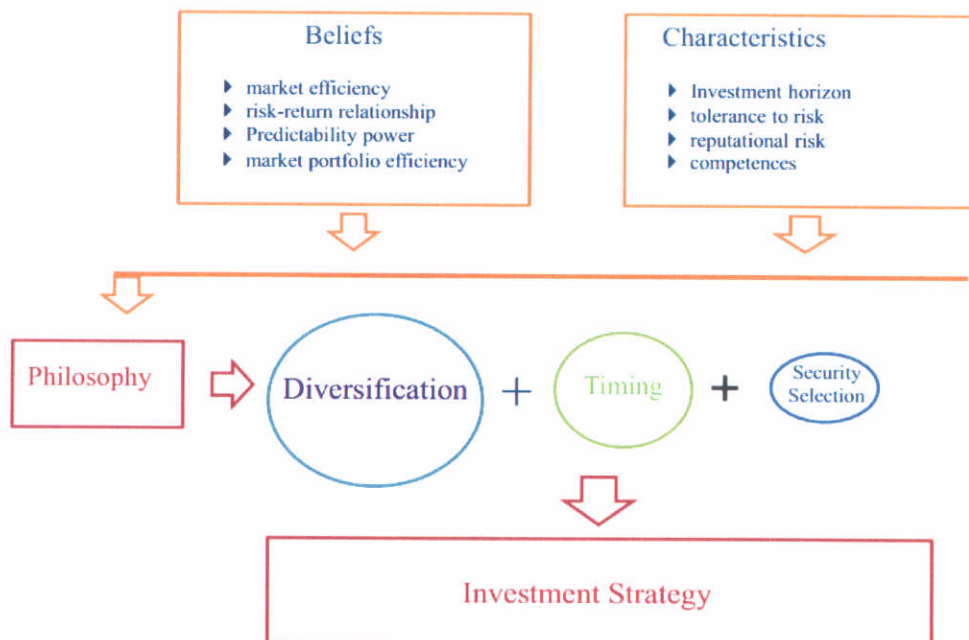
	BOK's Credit Benchmark	BCGAI
▪ Currency	USD, EUR, etc.	No Limit
▪ Country	17 Advanced Countries	No Limit
▪ Remaining Maturity	Less than 10yrs	No Limit
▪ Credit Rating	A-, Above	BBB-, Above
▪ Amount Outstanding (in USD)	<ul style="list-style-type: none"> Financials: \$1bn above Industries & Utilities: \$1.2bn above 	More than \$0.3bn

- (3) 將公司債與 MBS 債券納入其外匯存底投資，已有效提升其風險調整後之投資收益。

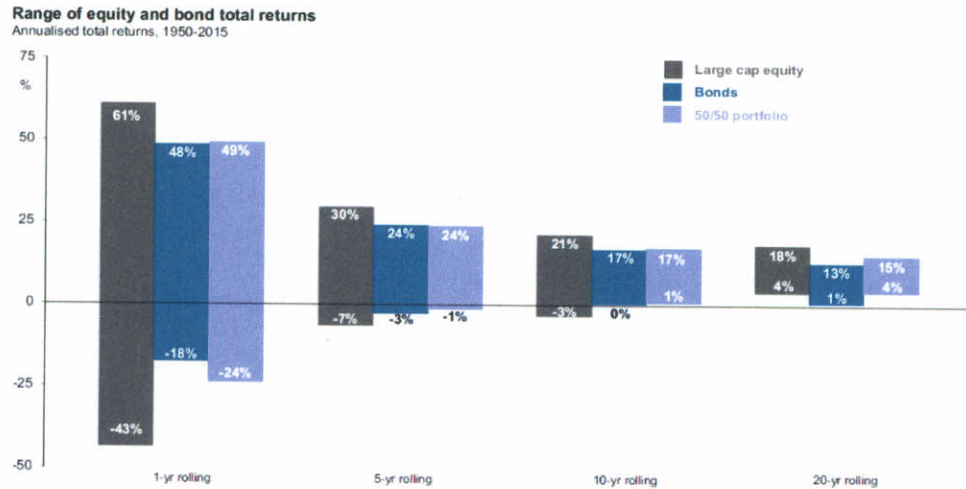


2. 以色列央行之經驗

- (1) 2008 年金融風暴後有三項因素，促成以色列央行將外匯存底之管理導向多角化。第一外匯存底規模大幅攀升；第二以色列央行之董事會將可投資資產類別的限制取消；第三全球低收益率及各國政府債券殖利率偏低的限制。
- (2) 投資團隊乃至董事會須先對投資哲學擁有共識，從而型塑投資策略，包括多角化之方式、投資時機與投資標的的選擇等，其中也涵蓋對投資期限與風險承受度的確立等事宜。



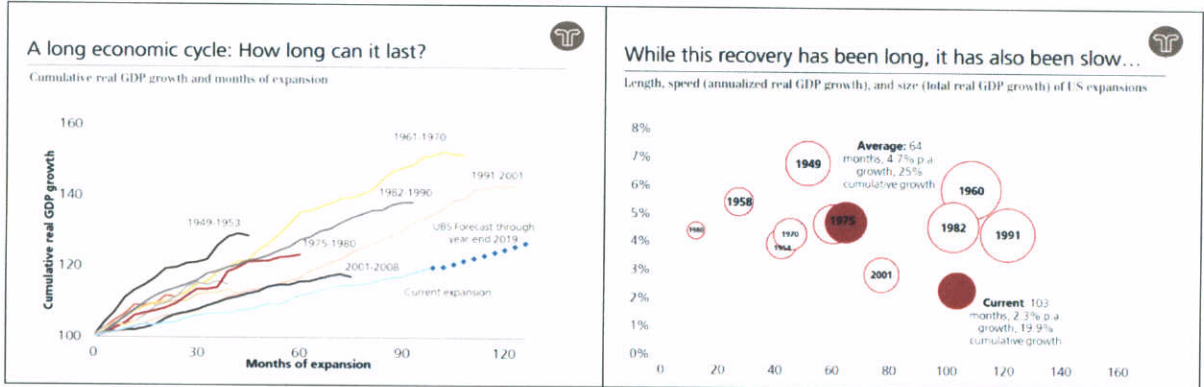
- (3) 根據以色列央行的研究，持有期限之長短，是影響投資績效的重要關鍵因素，持有期限越長則越能降低資產報酬的波動度。



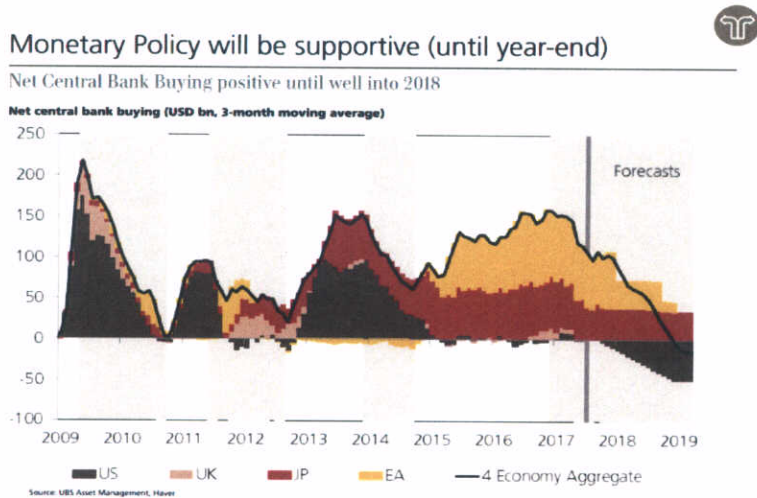
- (4) 在進入股票投資前應有的四項認知。第一應投入多少外匯存底；第二如何在股票投資中真正做到風險分散(多角化)；第三採取主動投資策略或被動投資策略；第四採用哪一 benchmark 做為追蹤績效之依據。
- (5) 研討會中以色列央行官員針對轉型的過程，特別提出其個人之建言：
- i. 以色列央行之外匯存底投資團隊共花了兩年的時間，與董事會進行相關投資策略的溝通與分析，並針對投資相關的電腦資訊系統進行更新與升級。獲得董事會的充分授權與信任至關重要，因為資產類別增加後，投資風險(波動度)、投資相關費用，甚至是人員或訓練等費用也會隨之增加，但前述的變動是短期內立即發生的事實，而相對應的收益增加或效益改善卻可能是長期才得以證實，甚至是隱而未顯且難以量化的數值。
 - ii. 受限於投資專業人才與經驗，該國股票與公司債的投資均委外資產管理公司做為投資與管理，以色列央行僅就投資準則訂定規範與目標。而投資的規模，主要是依據央行內部根據該國金融體系、央行對安全性與流動性之需求，所計算出之超額外匯存底的部分進行相關投資。故各國間對於超額外匯存底的定義與計算不同，因此投資策略、期限、資產類別與風險承受度也須因國制宜。

參、UBS 對當前經濟的看法

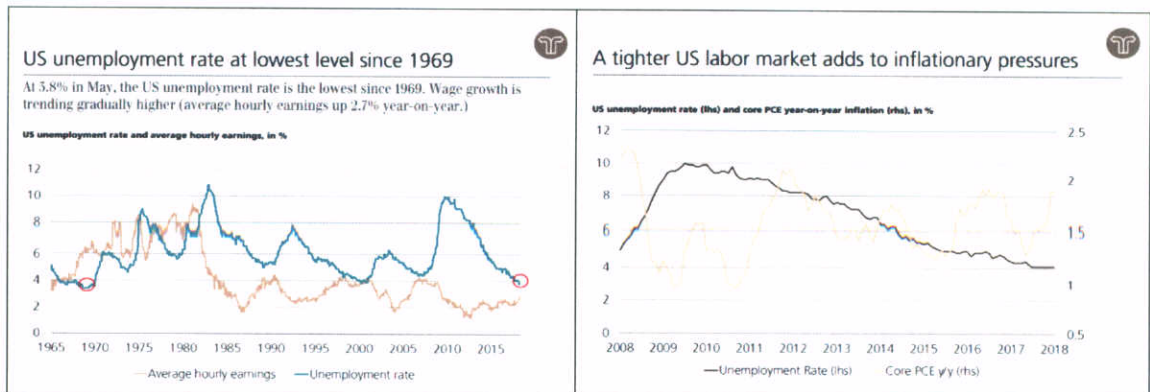
- 一、 全球經濟的榮景恐已近尾聲，UBS 預估將在 2019 年末結束這段擴張期。全球經濟已連續 103 個月成長，為有史以來最長的擴張時期之一。然以每年平均成長率僅 2.3% 觀之，則遠低於過去擴張期之 4.7% 平均值。



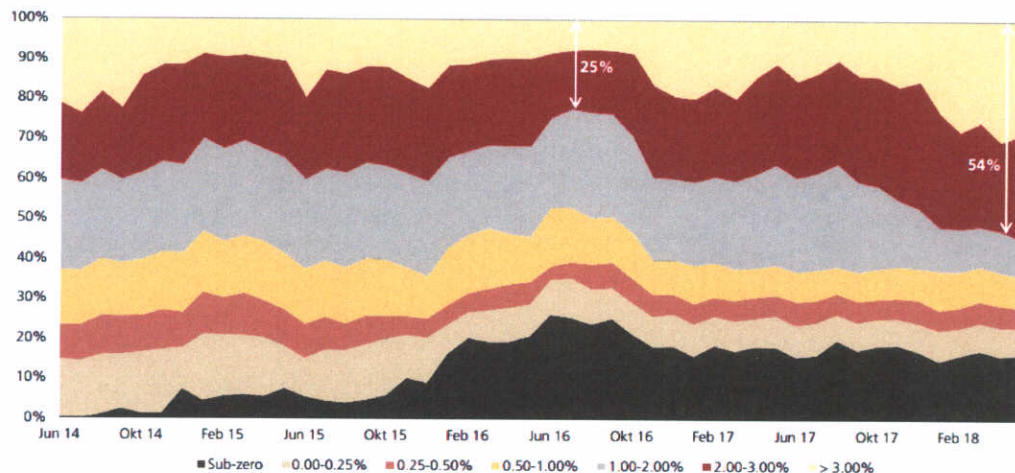
- 二、 全球正面臨貨幣政策正常化。各國央行貨幣政策漸趨收緊，惟步調並非一致，若能將通貨膨脹控制得宜，則目前的擴張週期或將延續至 2019 年底。



1. 通膨壓力將是美國貨幣政策的決策關鍵。目前美國勞動市場的緊縮，將漸次影響至通膨水準。UBS 同時也提出警告，在接近充分就業之際，動用財政刺激政策是相當罕見的舉措。



2. 全球殖利率將緩步回升。隨著全球央行貨幣政策正常化以及美國聯準會持續升息的預期，將帶動全球殖利率走揚。根據 UBS 的研究，截至 2018 年 5 月，巴克萊全球綜合債券指數(Barclays Capital Global Aggregate Index) 中，殖利率高於 2% 之比例為 54%，相較之下 2016 年 6 月此數據僅占 25%。

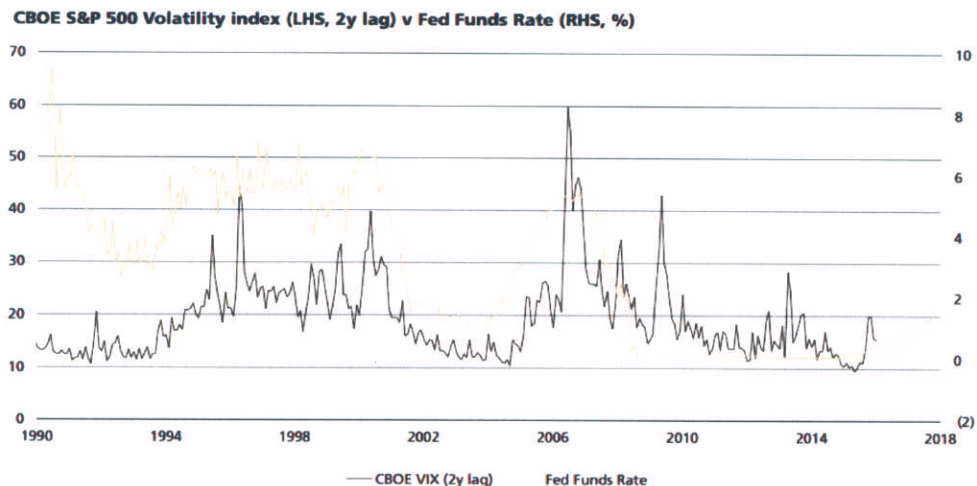


Source: UBS, Bloomberg Barclays. Data as at 31 May 2018.

3. 聯準會的升息循環，往往伴隨著市場波動度的攀升。

Higher rates, macro uncertainty leading to higher vol

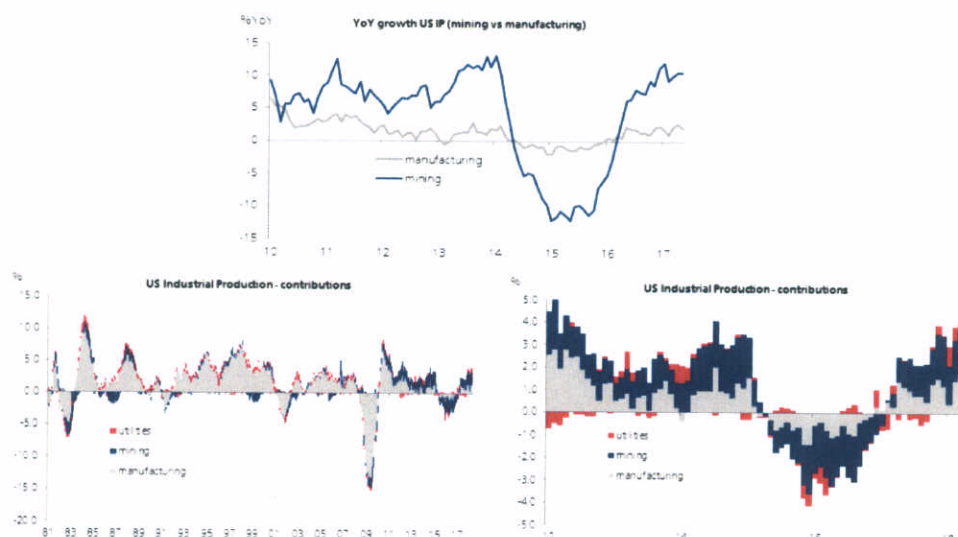
Broader range of outcomes for key macro variables than investors used to under highly consensual lower for longer narrative plus gradual tightening of liquidity conditions



Source: Datastream, UBS Asset Management as at May 31, 2018

4. 受惠於原物料及原油價格的回升，美國工業生產也築底回溫。根據 UBS 的分析，2016 年底至 2017 年第三季為止，採礦業對工業產出的推升成長約貢獻了 92%，但相關力道似有下滑，截至 2018 年 4 月其貢獻度已滑落至 63%。

Some rotation to manufacturing has started. From late 2016 through Q3-17 92% of the US IP improvement was coming from mining. Cumulatively through April 2018 the contribution is down to about 63%.

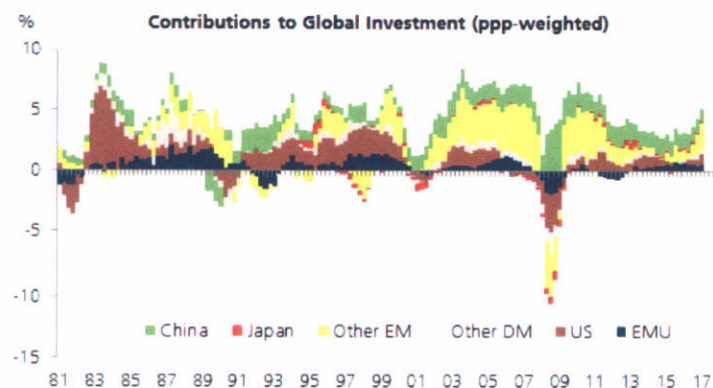


Source: Haver, UBS calculations

5. 全球經濟疲弱的主因在於新興市場(中國除外)的成長動能不足。許多市場投資者認為，中國經濟成長趨緩是近年來全球經濟成長停滯的主因。但根據 UBS 對全球 50 個國家的分析顯示，中國 2015-2017 年的平均經濟成長年增率雖僅 6.5%，遠低於 2003-2007 年的 14%，但須注意的是，中國占全球經濟體的權重在 2003-2007 年也僅 11%，至 2015-2017 年則躍升至 21%，因此，對全球經濟成長的影響數亦僅有 30bp 之差(160bp 下滑至 130bp)。同期間新興市場(中國除外)卻是下滑了 241bp(316bp 下滑至 75bp)。故 UBS 表示，新興市場的經濟表現，對未來全球的經濟成長至為關鍵。

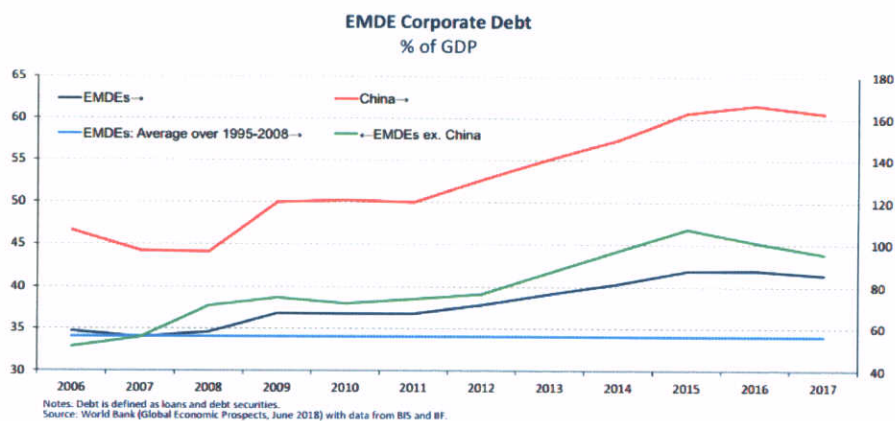
The missing link in global investment has been EM ex-China

Some think the reason global investment has been weak is because Chinese investment growth declined substantially vs pre-crisis levels. We believe that's true—China's investment growth rate averaged 14% during '03-'07 vs 6 ½ % the last 3 years—but China's global weight was 11% then vs 21% now (in our 50 country sample) and its global contribution only went down from 160bp to 130bp (avg over last 3 years). The bigger difference is that EM ex-China contributed an average of only 75bp to global investment growth the last 3 years, compared to 316bp between '03-'07 and 330bp in 2010/2011.



Source: UBS, Haver

6. 新興市場債臺高築將成隱憂。根據世界銀行的資料，當前新興市場非金融產業公司債占 GDP 的比重，遠高於金融風暴前(1995-2008 年)的水準，其中又以中國地區相關數據攀升的規模與速度最為驚人。



7. 各國央行將持續提高人民幣占其外匯存底的比重。根據 IMF 的資料，目前人民幣占全球整體外匯存底的幣別比重約 1.2%，然根據 UBS 的調查顯示，85% 的受訪者考慮投資人民幣，且占投資組合的平均目標比重為 3.2%。

Currency composition of allocated reserves (IMF COFER), in % of allocated reserves

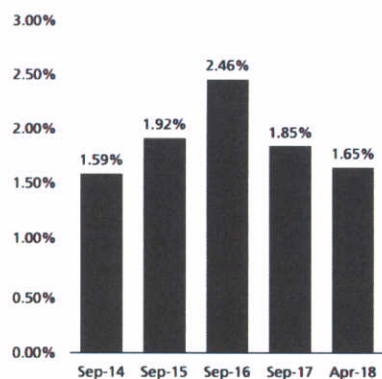
	1995	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	1Q 2017	2Q 2017	3Q 2017	4Q 2017
US dollar	59.0%	71.1%	66.5%	61.8%	62.4%	61.2%	61.2%	62.8%	64.1%	65.3%	64.6%	63.8%	63.5%	63.5%	62.7%
Euro ¹	27.0%	18.3%	23.9%	26.0%	24.7%	24.2%	24.4%	22.2%	19.9%	19.1%	19.3%	19.9%	19.9%	20.0%	20.1%
British pound	2.1%	2.8%	3.7%	3.9%	3.8%	4.0%	4.1%	3.8%	4.9%	4.3%	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%
Japanese yen	6.8%	6.1%	4.0%	3.7%	3.6%	4.0%	3.9%	3.9%	4.1%	3.9%	4.5%	4.6%	4.5%	4.5%	4.9%
Canadian dollar	-	-	-	-	-	1.5%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
Australian dollar	-	-	-	-	-	1.5%	1.6%	1.8%	1.9%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
Renminbi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%
Swiss franc	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Other currencies	-	1.5%	1.7%	4.4%	5.4%	3.3%	2.9%	3.1%	3.0%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.4%	2.5%

¹) ECU and other European currencies before the introduction of the euro.

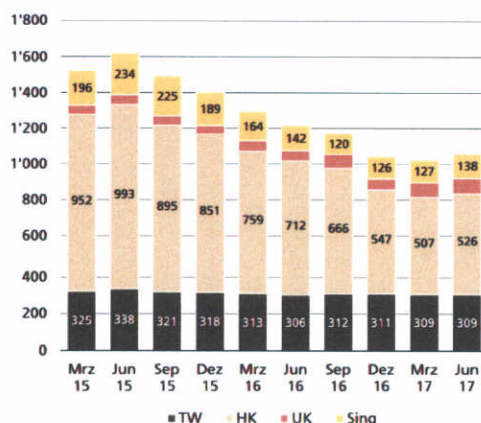
Source: IMF COFER as of April 2018, UBS 2018.

但 UBS 的研究也表明，人民幣邁向國際化甚至是主要國際儲備貨幣的路依舊漫長。此點可由人民幣占全球貿易支付的比例停滯未前、海外人民幣存款金額的下滑以及中國內地金融產業發展環境依然落後等指標觀之。

RMB as % share of Global Trade Settlement Sep 2014 – Apr 2018



Size of offshore RMB deposits RMB bn



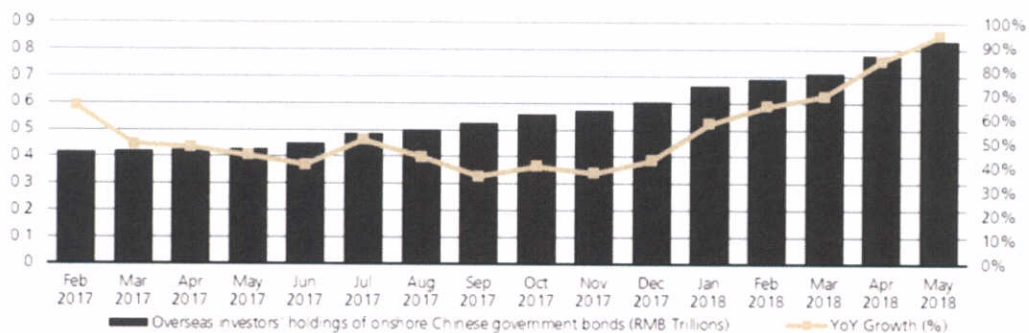
	Size GDP 2017 USD bn	Openness				Macro & Institutional setup				Financial institutions			Military spending 2017 USD bn	Portland Soft Power 30 Index 2017 rank
		Imports/Exports (%GDP)		Inv. Freedom	Financial Freedom	WEF Competitiveness 2017		WEF financial development Index						
		Imports	Exports			Institutions	Infrastructure environment	Macro	Fin market development	Sec exchange regulation	Legal rights index			
				Heritage Index 2017										
US	18569	14.7	11.8	85.0	80.0	20	9	83	2	18	4	610	3	
Japan	4939	16.0	16.5	70.0	60.0	17	4	93	20	12	85	45	6	
Euro area	11616													
- Germany	3467	39.4	46.4	80.0	70.0	21	10	12	12	24	49	44	4	
- Italy	1851	27.4	30.4	85.0	50.0	95	27	96	116	116	106	29	13	
UK	2629	31.6	27.9	90.0	80.0	12	11	68	13	20	30	47	2	
China	11218	18.2	20.6	25.0	20.0	41	46	17	48	60	85	228	25	

1) Includes budget situation, debt levels, inflation and credit rating score

Source: IMF 2018, World Bank 2018, Heritage Foundation 2018 Index of Economic Freedom, WEF Global Competitiveness Report 2017-2018, Portland Soft Power 30 Index, 2018.

惟值得注意的是，中國政府正積極透過開放境內國債市場的方式吸引外資進駐，而外資所持有之中國政府公債，其規模與年增率正以驚人的趨勢成長當中。

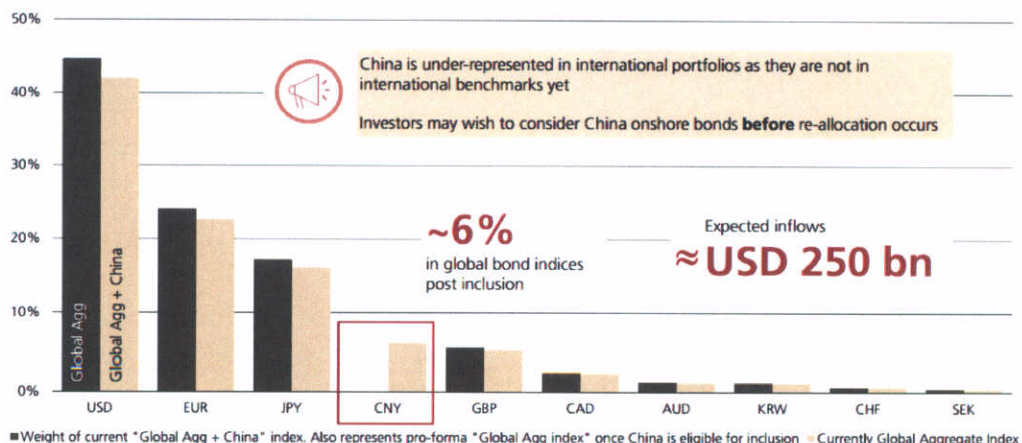
Overseas investors' holdings of onshore Chinese government bonds (RMB trillion) and YoY Growth, Feb 2017-May 2018



另一方面，隨著巴克萊全球綜合債券指數計畫將中國債券市場納入該指數，且所占比重將高達 6%，UBS 因此預估所吸引的國際資金流入將高達 2,500 億美元。

Allocation by currency:

Current vs post CNY-bond inclusion in Bloomberg Barclays Global Aggregate index



■ Weight of current "Global Agg + China" index. Also represents pro-forma "Global Agg index" once China is eligible for inclusion. ● Currently Global Aggregate Index

Source: UBS Securities Pte Ltd As of April 2018

1 The China Aggregate Index is a component of the new "Global Aggregate + China" index.

China is currently not included in the flagship "Global Aggregate" index, but will likely meet inclusion rules in coming years.

肆、結論與心得

1. 跨資產類別的外匯存底投資策略似乎已成主流，我們該如何理解這樣一個趨勢。

2008 年全球金融風暴後，低利率及負利率的金融環境迫使各國央行積極尋找新的收益來源，跨資產類別的多角化投資策略頓時成為顯學。事實上，這可由瑞士央行、以色列央行、墨西哥央行及南韓央行早已成為近幾年各研討會的主要受邀與談機構即可略知一二。

但須留意的是，瑞士央行、以色列央行、墨西哥央行及南韓央行雖然均透過公司債或股權投資在近年取得優異的投資績效，惟不可諱言的，這些國家的投入時點多在 2008 年金融風暴之後，換言之，相關投資均未受到景氣衰退或股市崩盤的嚴厲檢測，未來(可能就在不遠的2-3年內)一旦發生全球系統性風險或是金融風暴，擁有較高風險投資部位的央行，是否經得起損失與流動性考驗，以及該國董事會與國會的監督或質疑，尚屬未定之數。此外，在以色列央行官員的簡報過程中曾多次提及，執行多角化投資的方式、持有期限的長短及董事會的支持，皆是影響整個跨資產類別投資策略成敗與否的重要關鍵因素。然或許對善於長期持有的投資人(例如央行或主權財富基金)而言，投資時機(或時點)及投資標的的選擇，同樣也是決定最後成敗與否的重要因素。故考量當前全球經濟正處於景氣循環週期的末升段(late cycle)，對於有意發展跨資產類別投資的央行而言，會是一有利的時機點。

2. 遵循 ESG (Environmental, Social and Governance Policy) 投資準則正逐漸成為各國關切的議題。

強調環保、社會責任與公司治理的投資準則，已成為當下國際機構與投資界廣為提倡的發展方向，因此，也帶動所謂綠色投資與綠色債券之發行。研討會上各國央行成員對綠色債券有著相當積極與熱烈的討論，對於綠色債券的投資也表達了高度的興趣。但是否將綠色債券納入外匯存底投資，仍有相當大的討論空間，主要理由包括：

- (1) 綠色債券尚不符合對外匯存底投資工具有關安全性與流動性之要求。目前綠色債券的發債規模小，同時也欠缺可供積極交易的次級市場。
- (2) 定義不明的問題。國際間並無專職且具公信力之機構，針對何者屬於 ESG 投資準則做出明確定義。事實上，何者屬綠能，以及何種再生能源真正具環保價值，也常隨著更多的證據出爐而改變。例如：過去常以為生質燃料排碳量較少，應該符合世人對環保的要求，最新研究卻反駁了這個既定看法。因為植物在生長過程中所吸收的二氧化碳，比生質燃料燃燒後所產生的二氧化碳少了 37%，使用生質燃料反而比化石燃料還要不環保。此外，生質燃料的推行，尚且牽涉了糧食安全與分配的問題，因為部分生質燃料是由糧食作物所提煉，包括玉米釀造的酒精，或是大豆提煉的油脂。

(3) 對於綠色債券之發行所依據的計畫（或標的物），難以進行事前之實質審查(Due Diligence)與事後之成效追蹤。一旦所投資之計畫有誤或有人謀不臧之情事，除發行機構會遭致責難外，參與投資的央行也難逃社會輿論的關注或撻伐。

3. 美國聯準會貨幣政策的動向分析。

在此次研討會中，普遍的共識之一，咸認為美國聯準會今年將再次升息兩次(各一碼)，且 2019 年仍有三至四次的升息機率；換言之，與會者認為美國聯準會仍應持續升息，至少在聯邦基金利率未達 3.25%或 3.5%水準前，毋須結束這波升息週期。

但有趣的是，與會者對於全球貿易戰、地緣政治風險、歐元區分裂危機、難民問題及各國日漸興起的民粹主義，卻也有著相當深的憂慮及不確定感。或許，這正解釋了何以目前美國 2 年與 10 年期公債殖利率之差距已縮小至 30bp。

事實上，美國聯準會可能低估了殖利率曲線走平所隱含的經濟下行風險，其原因有二：

- (1) 短端利率的快速彈升，除了美國聯準會持續升息，美國財政部以短天期債券做為融通財政政策工具，以及美國企業大量自國際美元市場抽離資金匯回國內等因素外，美國聯準會或許低估了縮表所造成的實質資金緊縮效果，畢竟美國聯準會對縮表的效應無前例可循，再者市場的資金連鎖反應往往是以乘數效果向外溢散。另一方面，許多新興市場國家之外債均以美元計價，近期新興市場的金融動盪(如阿根廷、土耳其)，也使得國際市場的資金流動性趨緊；若考量許多新興市場國家向世界銀行或亞銀所貸款的資金係以美元及浮動利率計價為基礎，可以想見，隨著美元短天期利率持續揚升，上述國家的負擔將愈加沉重，市場投資人對於新興市場的價值評估也將漸趨保守，進而撤離資金。
- (2) 許多市場投資人一直不解，何以長端利率未能如短端利率大幅走揚。事實上，目前市場投資人對於通膨(走升)的看法，並無太大的歧異，尤其自 2017 年底，全球原物料與石油價格便已亦步亦趨地同步走揚，加以美國就業市場與單位時薪年增率，同樣揭櫫著美國通膨壓力不低的事實，因此，可以確定的是，目前的長端利率已反映前述情勢。換言之，抑制長端利率大幅走揚的最可能原因，即落在市場投資人對於諸多不確定性事件或經濟可能步入衰退的避險性買盤，其中也或許隱含市場投資人對於美國股市估值偏高的疑慮，畢竟量化寬鬆政策正是美股創高的重要推手之一，一旦政策反轉退潮，投資人自然保守以對。

4. 川普政策的省思。

隨著中美貿易戰的升溫及規模的擴大，川普極端、偏執與跳脫傳統政策思維的執政風格，再次讓金融市場處於高度緊張與不安之中，自然也成為此次研討會各方爭辯(或說批判)

的焦點。

但川普的任期可能四年也或許得以延至八年，但無論如何終究有結束的一天。因此，對於世局的判斷與金融情勢的評估不妨以更長遠的眼光觀之。就某個角度而言，現階段更重要的命題或許應該是「川普現象屬極端值或是新常態？」及「後川普時代的走向為何？」。川普所造成的改變，很多時候富有相當強烈的個人色彩，這點可從執政團隊更迭頻繁，以及政策執行常予人商業談判的觀感而知。事實上，現下的川普很難找到另一個“自己”克紹箕裘，從這個角度而言，川普現象或可歸屬於極端值，也就是說後川普時代的走向，極有可能重回“過去的均衡”。因此，川普所造成的分裂(如北美自由貿易區、與盟國間的合作關係)及衝突(貿易戰、中東情勢)，以及因此而衍生的經濟與匯率失衡、貨幣及財政政策的扭曲或是地緣政治的失序，均可視為未來值得關注的投資轉折點。