

出國報告（出國類別：其他）

參加 Toronto Dominion Bank
「全球市場官方機構研討會」
心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：蔡文豪 四等專員

出國地點：加拿大蒙特婁

出國期間：107/7/8 至 107/7/14

報告日期：107 年 9 月 13 日

目 錄

壹、	前言	2
貳、	全球貿易戰影響	4
一、	貿易戰對美國經濟成長及通膨影響	5
二、	中國應不致拋售美債報復	7
三、	貿易戰對美元影響	10
參、	Fed 貨幣政策	12
一、	Fed 調控 Fed Funds Rate 於區間能力面臨挑戰	12
二、	市場關注 Fed 升息殖利率曲線是否倒掛	15
三、	Fed 需處理美國經濟過熱問題	17
肆、	研究心得及建議	19

壹、 前言

本次參加 Toronto Dominion Bank(以下簡稱 TD)於 107 年 7 月 8 日至 7 月 14 日假加拿大蒙特婁舉辦之「全球市場官方機構研討會」，邀請來自世界多個國家及地區之中央銀行官員及機構投資人參加。

本次研討會為期一週，學員們除聽取 TD 銀行各部門講師授課外，主辦單位本次亦安排 2 個國家央行官員及退休金帳戶管理人對該國外匯管理及退休金帳戶管理之投資策略於課堂上提出簡報，使學員對不同國家外匯存底及退休金管理模式亦有一定程度瞭解與比較。此外，亦邀請該行之交易員及研究部門專家學者講授市場趨勢及投資工具。研討會期間，與會人員彼此互相就各國外匯投資相關議題進行意見交流，有助於掌握全球最新金融投資動態。

本次研討會內容豐富，內容包含美國、加拿大及全球之總體經濟展望、貿易戰對市場影響、Fed 利率政策展望、外匯避險成本等議題。本次研討會講師為 TD 全球各部門之策略分析師及交易員，授課內容深入淺出。本心得報告將就此次研討會著重議題，如全球貿易戰及 Fed 目前貨幣政策所面臨之挑戰探討與分析，主要分為三個部分：

- 第一部分為全球貿易戰影響，討論議題包括（1）貿易戰對美國經濟成長及通膨影響（2）中國應不致拋售美債報復（3）貿易戰對美元影響。

- 第二部分為 Fed 貨幣政策，討論議題包括（1）Fed 調控 Fed Funds Rate 於區間能力面臨挑戰（2）市場關注 Fed 升息殖利率曲線是否倒掛（3）Fed 需處理美國經濟過熱問題。

- 第三部分為研習心得與建議。

貳、 全球貿易戰影響

經濟學家認為，僅片面改變貿易政策甚難達成增進經濟發展及增加就業目的，而貿易自由化則有利經濟發展。美國總統一向服膺重商主義哲學，於全球貿易市場中尋求公平規則，惟目前川普對於國際貿易採取政策，不僅對改善現有經濟問題缺乏效率，且策略錯誤。美國敢於主動挑起貿易戰，因其眾多生產原材料皆來自於本地，且產品多數為本國民眾購買，本身受貿易戰影響較小。

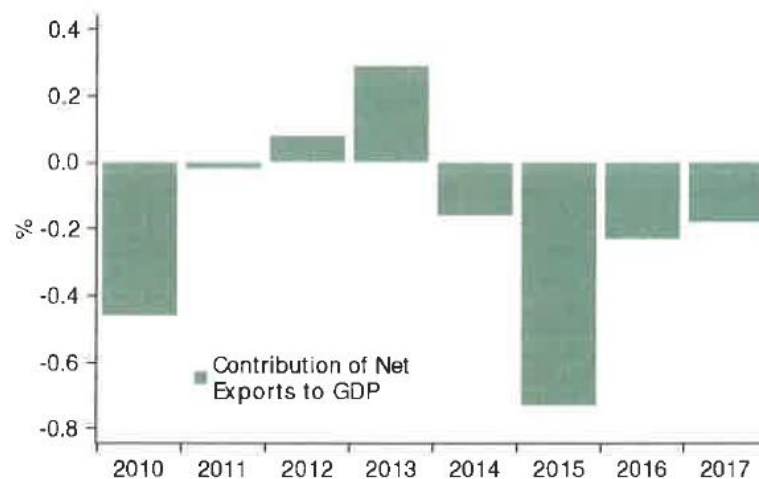
參與座談之經濟學者異口同聲認為，目前經濟發展動能首重投資與貿易，若世界主要經濟體產生貿易風險，將對全球經濟帶來隱憂。

一、貿易戰對美國經濟成長及通膨影響

(一) 經濟成長影響

以美國實施之鋼鋁關稅而言，美國鋼鐵業市值佔整體股市比例僅 0.1%，惟與鋼鐵有關之產業員工較鋼鐵業多達 50 倍，實欲益反損，加上增加關稅恐遭對手國報復，相關措施實屬弊大於利。美國近年來貿易項對經濟成長多產生不良影響，而川普實施貿易戰，短期內雖可使用關稅，降低貿易赤字，減低外貿項對經濟成長率之負貢獻(如圖 1)而有利經濟成長，惟中長期而言，將提高美國本土廠商製造成本，降低產業競爭力，對經濟反有不良影響，據 TD 預測，2018 年及 2019 年，美國經濟成長率因貿易戰影響，將下修 0.1%。

圖 1：美國淨出口對經濟影響

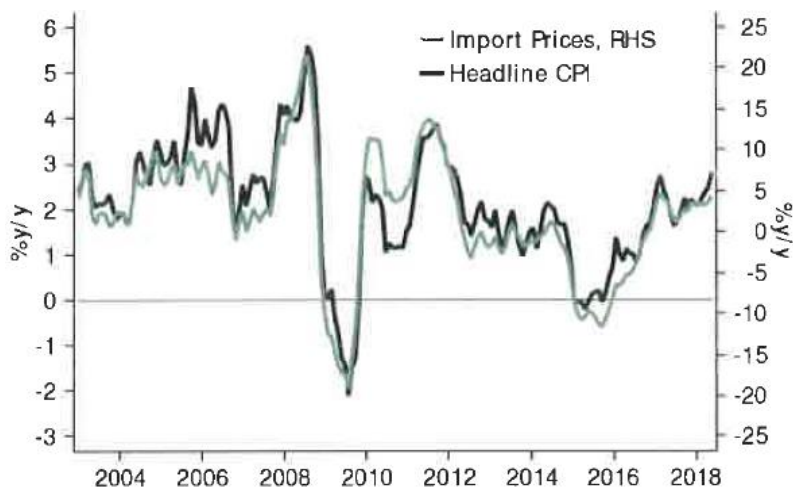


Source: Macrobond, TD Securities

(二) 貿易戰對通膨影響

近年美國進口物價指數與通膨息息相關，美國自中國進口貨物佔總進口比例為 17%，對中國商品課徵關稅，恐提高美國進口物價指數，進而推升通膨(如圖 2)。

圖 2：進口物價與通膨影響



Source: Macrobond, TD Securities

二、 中國應不致拋售美債報復

中國目前持有約 1.18 兆美元之美債，佔總發存量約 8%，投資人擔憂中國以拋售美債作為報復美國貿易戰之手段。中國若拋售美債，殖利率將大幅上揚，因美債殖利率廣泛影響金融市場，舉凡房貸、企業及消費性貸款，甚至美國政府債務成本皆與其息息相關，美國經濟必受影響，惟 TD 認為中國較有可能以提高美國進口產品規範，並加強監控美國於中國投資之企業，作為反擊，而不致拋售美債報復，原因如下。

(一) 拋售美債將損失外匯存底收益

中國龐大外匯存底多投資於美債，中國持有美債與外匯存底數量關係密切(如圖 3)，據 TD 估計，中國 3.1 兆美元外匯存底中，約有 1.2 兆美元投資於美債，美債之流動性及安全性於美元資產中具獨特地位，為中國外匯存底之重要投資工具，若採拋售美債作為貿易戰武器，短時間將難以獲得可替代美債之投資工具，龐大外匯存底將損失鉅額收益。

圖 3 中國外匯存底與美債持有量關係



(二) 人民幣減少調控空間

中國對美國採取徵收關稅報復，可採人民幣貶值抵銷關稅帶來出口產品價格上漲影響，中國若大量出售美債，將影響中國人民銀行控制人民幣匯價能力，未來因應貿易戰人民幣將失去彈性。

(三) 中國持有之美元資產將同步受害

美債價格若因中國拋售下滑，必影響中國所持有之美元資產價值，除本身持有之美債外，其餘包含美國公司債及美股等產品皆將受影響。

(四) 對人民幣國際化進程不利

若中國使用本身所持有之外匯資產作為貿易戰報復工具，恐影響其金融穩定，且出售具高品質及高流動性之美債資產，亦影響投資人對中國外匯存底評價，各國政府恐對人民幣長期價值產生疑慮，對人民幣納入各國外匯儲備貨幣帶來不利影響。

三、 貿易戰對美元影響

數十年來，雖然美國產出及貿易份額佔全球比例逐漸下降，惟不論於國際貿易或全球金融體系，美元佔比卻越來越高。全球美元化(Dollarization)之下，美元走強將影響全球經濟，尤其開發中國家受影響最深，因其進出口金額及債務皆以美元計價，美元走揚勢必提升進口及債務以本幣計價之規模，連帶影響本(2018)年全球經濟成長，貿易戰將使美元走強原因如下。

(一) 美國為全球第一大經濟體

以貿易戰而言，大型且封閉經濟體較占戰略優勢，美國經濟成長動能以內需為主，與各國貿易戰具明顯優勢，貿易戰對美元具正面效應，美元看漲。

(二) 美元為避險貨幣

驅動外匯市場主要因素為投資人信心及事件風險，鑑於中國經濟牽動泛太平洋地區成長，進而影響全球經濟，川普威脅對中國施以關稅，已造成事件風險，打擊投資人信心，投資人恐慌性反應將增加市場波動度，避險資金轉往美元，有利美元走強。

(三) 美國為入超國

美國對主要貿易對手國入超，擴大貿易戰規模，將影響貿易對手國經濟發展前景，尤其是以美國為主要出口地之新興市場國家貨幣，美元將相對走強。若對中國實施進口關稅成為長期政策，則美元將進一步上揚。川普發動貿易戰係期望原本投資於中國之美國跨國企業能將製造業活動移回美國，倘若成功，則美元進一步上漲將不致影響美國出口競爭力。

(四) 影響 Fed 貨幣政策

美國若以課徵關稅發動貿易戰，將帶動進口物價上漲，而目前產能利用率接近滿載，勞動市場緊俏，通膨壓力提高，Fed 將加快升息步調，有利美元走強。

參、 Fed 貨幣政策

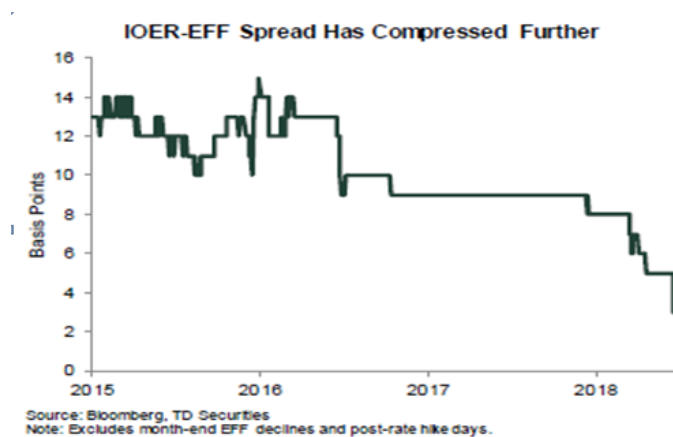
一、 Fed 調控 Fed Funds Rate 於區間能力面臨挑戰

Fed Funds Rate 廣泛影響金融市場，目前有效利率位於 1.75%至 2%目標區間上緣。Fed 主席 Jerome Powell 近期稱，將控制利率水準於區間中點。

(一) Fed Funds Rate 偏區間上緣原因如下

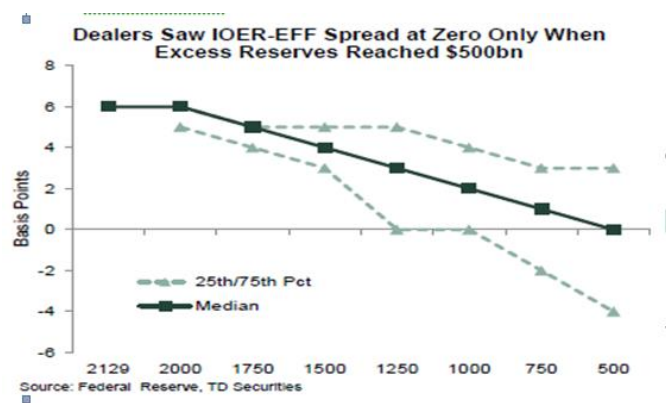
1. 近期美國公債發行量增加：美國年初迄今公債發行量增加，推升銀行間 Repo Rate，原先於 Fed Funds 借貸市場扮演重要角色之 Federal Home Loan Bank (FHLB) 轉而將資金放貸於 Repo Market，致 Fed Funds Market 資金供給減少，促使 Fed Funds Rate 上升，致 Fed Funds Rate 與 IOER 利差縮減(圖 4)。

圖 4 IOER 與實質 Fed Funds Rate



2. Fed 縮表：Fed 縮表後，美國銀行業資產負債表縮小，影響資金流動性，致銀行於 Fed Funds 市場資金需求增加，利率具上升壓力。TD 估計，Fed 未來持續縮表，美國銀行業未來存放於 Fed 之超額準備若減少至 5,000 億美元，Fed Funds Rate 與 IOER 將無利差(圖 5)。

圖 5 縮表影響實質 Fed Funds Rate



3. Fed Funds 市場交易量減少：Fed Funds 市場交易量於 2007 年高點為 2,000 億美元，惟近期僅剩 600 億美元，交易量過少增添 Fed 調控市場之困難度。

(二) Fed 解決方法如下

1. 調整 interest on excess reserves rate (IOER)：2015 年年底，Fed 開始升息以來，Fed Funds Rate 與 IOER 皆調升相同幅度，惟本(2018)年 6 月之 FOMC 會議，

IOER 調升僅 0.2%，低於 Fed Funds Rate 之 0.25% 升息幅度。Fed 主席 Jerome Powell 稱，並不會經常使用 IOER 作為調控 Fed Funds Rate 之工具，然未來若有政策需要，不排除再次使用，以幫助利率控制於區間中。

2. 改變 Fed 基準利率目標：Fed Funds 許多特性令投資人對其存疑，Fed 可改以其他利率水準作為貨幣政策操控目標。Fed 於 2016 年 11 月份 FOMC 議事錄亦曾表示，若金融環境改變，不排除改以其他利率取代目前之 Fed Funds Rate 作為基準利率。

二、市場關注 Fed 升息殖利率曲線是否倒掛

過去 50 年，美國殖利率曲線為預測經濟衰退可靠指標，最近一次殖利率曲線倒掛發生時間為 2006 年，隨後即發生金融風暴，當時 Fed 主席為 Bernanke。而現任 Fed 主席 Powell 表示，Fed 維持漸進升息步調時，將持續注意殖利率曲線是否發生倒掛，似擔憂殖利率曲線倒掛，隱含未來經濟衰退風險；惟前任 Fed 主席 Bernanke 認為，經濟情勢已改變，殖利率曲線預測經濟衰退能力已大減。

(一) 近期殖利率曲線趨平原因

1. Fed 升息，推升短端殖利率曲線：Minneapolis Fed 主席 Neel Kashkari 稱，Fed 應停止升息，避免殖利率曲線倒掛，影響金融市場穩定。
2. Fed 量化寬鬆政策，扭曲金融市場：Bernanke 稱，歷史上殖利率曲線為預測景氣是否衰退之良好指標，惟近期受監理法規趨嚴，美國銀行業需買進美債因應，加上 Fed 先前因應金融危機，實施量化寬鬆，購入大規模長天期美債，扭曲債券市場，抑制長天期利率上升，亦為目前殖利率曲線趨平原因；另外，投資人不應假設 Fed 未來將加快縮表速度，且縮表後 Fed 之資

產負債表規模仍將高達 3 兆美元，遠大於 Fed 量化寬鬆前之 8,000 億美元，美債長端利率恐持續承壓。

(二) 殖利率曲線趨平，對目前經濟威脅不大

1. 美國經濟前景樂觀：殖利率曲線趨平主要受 Fed 升息及量化寬鬆所致，與經濟基本面相關不大，而 Bernanke、前財長 Paulson 及 Geithner 皆認為，美國銀行業因監理改革，目前體質大幅優於金融風暴前，且各項數據顯示，美國經濟近期顯示強勁成長。
2. 未來經濟成長風險：Bernanke 等人認為，美國經濟未來衰退風險，在於政府近期減稅及擴張財政政策，造成債務大幅增加；海外方面，則在於歐洲銀行監理較為鬆散，未來具發生金融風暴風險，影響全球經濟。

三、 Fed 需處理美國經濟過熱問題

(一) Fed 雖維持漸進升息，惟已對新興市場造成影響

美國貨幣政策持續緊縮，國際金融市場預期美元相對其他貨幣，亦將持續走強。譬如，中國為因應貿易戰，採取降低存款準備率政策，人民幣相對美元大幅貶值，市場擔憂人民幣恐重現 2015 年重貶走勢，其餘新興市場國家如阿根廷、土耳其、印尼及墨西哥皆升息應對，美元升值令新興市場國家因美元債務高漲，負擔加重而難以償還，若情況持續惡化，恐釀成金融風暴。然而，若純粹考量美國本土經濟發展狀況，Fed 實應加大升息力道。

(二) 美國經濟成長力道強勁，升息對經濟衝擊有限

1. Fed 主席今年已改由 Powell 擔任，惟貨幣政策與先前相比，差異不大。6 月 FOMC 會議中，渠表示除非發現經濟狀況對升息反應不佳，否則仍將維持原有升息腳步。
2. 美國就業市場持續復甦，失業率已創 48 年來新低，亦較 Fed 之長期穩定失業率低約 0.75%；本(2018)年 5 月消費者物價指數年增率為 2.3%，核心消費者物價

指數為 2.0%，亦為睽違 6 年後，首度達成 Fed 通膨目標。升息對經濟發展之影響，實為有限。

(三)為免經濟過熱，Fed 應加速升息步伐

1. 美國目前勞動市場持續緊縮，薪資具上漲壓力，輔以政府實施擴張性財政政策，若不控制通膨，經濟恐有過熱風險。
2. Fed Funds Rate 若以目前升息步調，估計至年底利率水準將僅至中性利率下緣，並不具抑制通膨效果。若待經濟過熱，通膨失控後，方才加速升息因應，常因力道過大，而對經濟造成傷害。歷史經驗指出，Fed 升息力道若使失業率上升 0.4%，將使美國經濟陷入衰退，加上貨幣政策具遞延性，經濟若有過熱風險，則實施緊縮貨幣政策宜早不宜遲。

肆、 研究心得及建議

外匯資產之管理，為央行最重要的任務之一。本次研討會主要討論於當前全球貿易戰及 Fed 升息環境下，各國央行及機構投資人外匯投資之策略、執行成效及如何找尋當前適合之投資商品及工具。研討會主題皆為外匯投資重點，討論內容既廣及深，對於與會者瞭解央行如何制定外匯投資策略、衡量審核投資成效及決定後續因應策略，具有相當幫助。本次研討會亦提及，貿易戰美國對中國商品課徵關稅，恐推升通膨，建議可投資抗通膨債券(TIPS)獲取資本利得。

參考資料

1. Michael Hanson & Rich Kelly, “Global Deceleration Begins”
2. Priya Misra, “Global Rates Strategy: The Great Unwind”
3. Priya Misra, “Life After Libor”
4. Robin Wigglesworth, “Investor nervousness rises as yield curve flattens?”
5. Sacha Tihanyi, Mitul Kotecha, “When the CNY levee breaks, Asian FX You have got to move.”
6. Michael Hanson, “Of Dots and Hikes.”
7. Priya Misra, Gennadiy Goldberg, Sacha Tihanyi, Michael Hanson, “Trade War: US rates market implications.”
8. Mitul Kotecha, “Targeting China, Hurting Asia.”
9. Jason Cummins, “Fed needs to wake up and admit the economy is overheating.”
10. Daniel Kruger, “Why Investors Aren’t Worried China Will Weaponize Its Treasuries Hoard”
11. Sacha Tihanyi, “China Trips Notes .”