

出國報告（出國類別：其他）

State Street Global Advisor 訓練課程
「2019 年全球總體經濟與重大政經
事件展望及美國貨幣政策走向」
出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：曾文杰（外匯局國組科四等專員）

姓名職稱：王梓彥（外匯局聯行科四等專員）

派赴國家：美國、波士頓

出國時間：107 年 10 月 6 日至 107 年 10 月 14 日

報告日期：108 年 1 月 4 日

目錄

壹、 前言	1
貳、 2019 年全球經濟展望	1
參、 美國貿易保護主義及美中貿易摩擦	5
肆、 英國脫歐目前進展及後續可能結果	10
伍、 油價大跌之後續走勢分析	14
陸、 美國聯準會貨幣政策走向	16
一、 調升政策利率	16
二、 縮減資產負債表	22
柒、 心得與結論	31
參考資料	33

壹、前言

職等奉派於 107 年 10 月 6 日至 107 年 10 月 14 日，赴美國波士頓參加 State Street 所舉辦為期一週之訓練課程，授課內容多元廣泛，包括：全球總體經濟展望、美國貨幣及財政政策走向、中美貿易摩擦與國際重大政經事件、主要國家匯率走勢，以及美國聯準會(Federal Reserve, Fed)升息循環下的美債市場現況與展望等議題。本報告將就 2019 年全球經濟展望、國際重大政經事件及 Fed 貨幣政策走向等主題加以詳細介紹。

本專題報告主要分為五部分：第一部分為 State Street 對於 2019 年全球經濟之展望。第二至四部分係介紹近期國際重大政經事件最新發展，分別為(1)美國貿易保護主義及美中貿易摩擦；(2)英國脫歐目前進展及後續可能結果；(3)近期油價大跌之後續走勢分析等議題。第五部分則探討美國貨幣政策走向，並以 Fed 貨幣政策正常化－調升政策利率及縮減資產負債表(以下簡稱縮表)為主軸，首先針對 Fed 升息的背景、目前現況及操作機制加以說明，再來參考官方、市場及投資銀行之預估，分析未來升息的可能路徑；至於縮表則是從背景說明開始，闡述縮表目標與實際狀況，並分析 Fed 何時放慢或結束縮表，接著探討縮表對貨幣政策操作框架選擇及結束後可能再投資方式，最後是縮表對債券期限溢酬的影響。

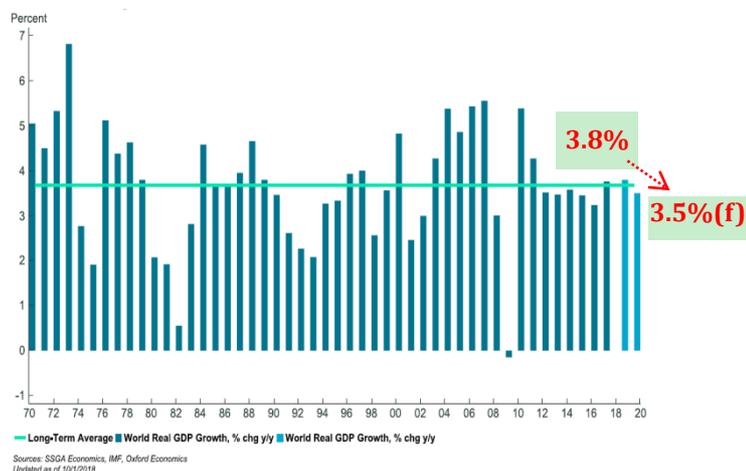
貳、2019 年全球經濟展望

一、全球經濟持續擴張，惟 2018 年應達高峰

State Street 認為，全球經濟目前正處於週期性的擴張循環－自 2010 經濟成長放緩後，於 2017 年及 2018 年再次加速，經濟成長年增率達 3.8%，其中美國扮演了關鍵角色，稅改與財政措施刺激了消費與投資，油價亦帶動核心耐久財訂單與製造業復甦；惟預估 2019 年之後全球成長動能減

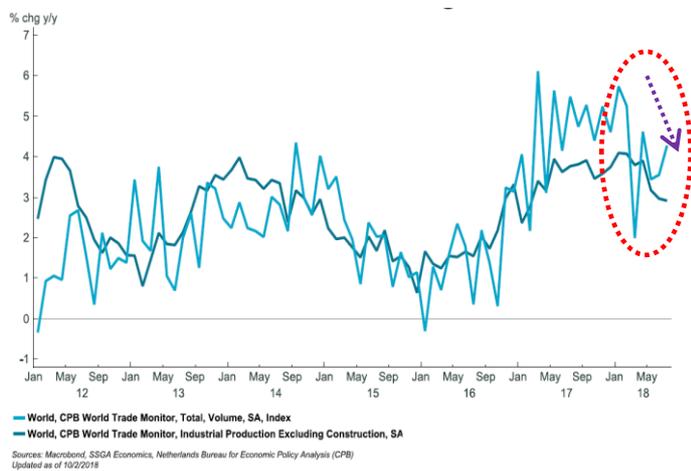
弱(圖 1)、2020 年恐面臨景氣衰退。另觀察全球貿易、工業生產等實質經濟活動指標，2018 年初以來自高點滑落，呈現下降趨勢(圖 2)。

圖 1 全球實質 GDP 年增率



資料來源：State Street

圖 2 全球實質經濟活動指標



資料來源：State Street

二、就業市場持續緊縮，惟部分數據尚存隱憂

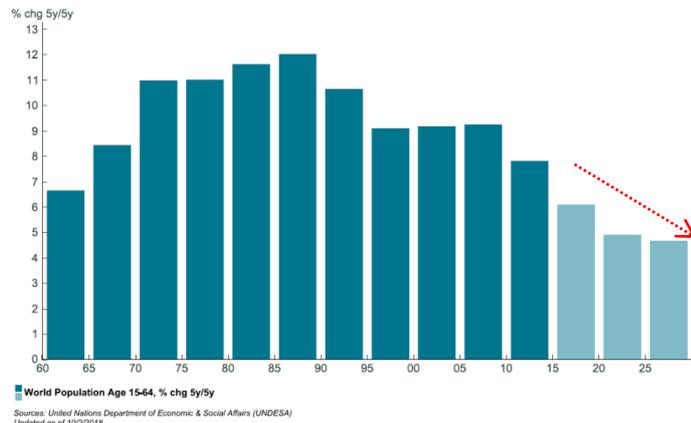
在全球景氣復甦帶動下，主要國家(美、英、德、日)失業率皆已降至金融海嘯以來新低(圖 3)；惟 2018 年 11 月份美國就業報告顯示，目前雖已相當接近充分就業狀態(失業率僅 3.7%)，但非農就業新增人數低於預期(11 月份僅 155k)，且薪資成長或將放緩；另 State Street 認為，因戰後嬰兒潮勞動人口正大量退休，預估未來 15~64 歲工作年齡人口(Working Age Population)比重恐將急遽下降(圖 4)。

圖 3 各國失業率降至數十年低點



資料來源：State Street

圖 4 未來工作年齡人口將急遽下降

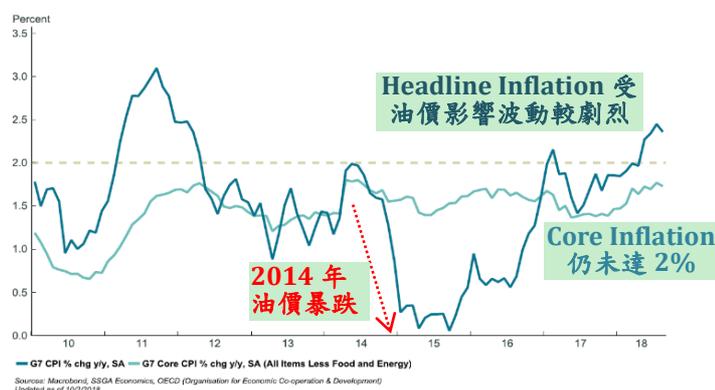


資料來源：State Street

三、通膨將持續溫和成長

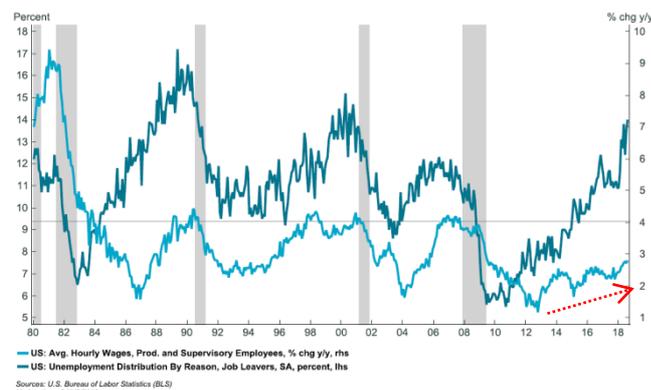
儘管勞動市場已相當緊縮，全球通膨僅溫和上揚，核心通膨仍舊偏低(圖 5)。State Street 並不認為菲利浦曲線已經失效，惟有變平緩趨勢，因網路科技發達使得資訊更透明，壓低商品價格，且從某些項目(如平均時薪)來看，美國工資通膨有逐漸增長跡象(圖 6)；另外科技龍頭 Amazon 宣布自 2018 年 11 月起提高最低工資至每小時 15 美元，可能迫使其他低薪工作跟進，可望帶動通膨走揚，因此該公司對美國通膨前景仍具信心。

圖 5 G7 國家通膨溫和上揚



資料來源：State Street

圖 6 美國工資通膨逐漸增長



資料來源：State Street

四、主要國家貨幣走勢預期

State Street 短期(Short-term)看多美元、澳幣，看空歐元、人民幣；中長期(Mid/Long-term)看多日圓、英鎊，看空美元、歐元、澳幣。該機構看法整理如表 1。

表 1 State Street 對主要國家貨幣走勢之看法

貨幣	短期	中長期	State Street 評論
美元	看多	看空	美國經濟數據良好，且聯準會對於採漸進式升息之立場堅定，美元短期可望續強；在財政赤字惡化、經濟刺激措施效果減弱等因素影響下，美元中長期看空。

貨幣	短期	中長期	State Street 評論
歐元	看空	看空	受到歐洲央行政策會議決議維持當前利率水準至 2019 年夏季、歐洲經濟缺乏成長動能、義大利政治及財政風險與土耳其金融危機的外溢效果等因素影響，歐元短期及中長期將持續走貶。
日圓	持平	看多	因日本經濟展望黯淡，且與其他國家利差逐漸擴大，短期對日圓看法持平；中長期則因日本薪資出現成長跡象，加上新興市場經濟前景不穩定，預期日圓將走強。
英鎊	持平	看多	目前英鎊低於長期公平價值，且英國數據持續改善，惟脫歐談判進展將主導英鎊走勢，也為中長期英鎊帶來較大的上行及下行風險。
澳幣	看多	看空	短期澳幣因澳洲經濟穩定成長，仍有上漲空間；因新興市場貨幣危機及中美貿易爭端尚未緩解，澳幣中長期看貶。
加幣	看多	持平	在加國經濟表現良好、油價持續升高及美加達成貿易協定的情況下，加幣短期可望走強。
瑞士法郎	看空	看空	瑞士通膨乏力，且瑞士央行表示瑞郎已大幅升值；若將新興市場危機及義大利政治風險等因素納入考量，瑞郎短期及中長期皆將面臨貶值壓力。
挪威克朗	看多	看多	因經濟成長、通膨數據改善及貨幣政策展望正向，挪威克朗短期及中長期看升。
瑞典克朗	看空	看多	基於瑞典克朗低於長期公平價值、瑞典央行升息時點預期將早於歐洲央行、及瑞典經濟數劇與通膨緩步改善等因素考量，瑞典克朗長期看升；惟新興市場風險、瑞典央行轉向寬鬆貨幣政策及選舉之不確定性，將對瑞典克朗短期形成下跌壓力。
人民幣	看空	持平	中美貿易戰升溫，可能使雙方利差進一步收窄，人民幣短期看空；惟為維持人民幣匯率在合理均衡的水準，人行已上調遠期外匯風險準備金率，並重啟逆週期調節因子。未來人行有可能採取更多逆週期措施，以抑制人民幣匯率短期偏弱走勢。

資料來源：State Street

五、美國債券市場現況與展望

1. 現況：

Fed 在美國經濟活動強勁下逐步升息，促使短期利率上升速度加快，而長期利率雖然有所回升，但受通膨預期溫和及 QE 政策壓抑期限溢酬的影響，上升速度較短期小，使美國公債殖利率曲線呈現平坦化之態勢，自 2017 年初至 2019 年 1 月 2 日，10 年期公債與 2 年期公債殖利率利差已從 126bp，持續縮窄至 19bp。

2. 展望：

美國公債長期殖利率未來一年仍將受惠於生產力上揚、就業市場趨緊與總體經濟強勁成長之基本面支撐，而政府支出與財政赤字提升、Fed 縮表、ECB 結束 QE 與 BoJ 調整 YCC 等供需面因素亦帶來壓力，宜防禦長期利率上揚之風險；短期殖利率則視 Fed 政策而定，若通膨加速上揚，市場將提高未來升息次數之預期，進而帶動另一波短期殖利率之驟揚，殖利率曲線可能出現倒掛情形。惟 2019 年不確定性提高，整體波動度將提升，將增加操作之困難度。

參、美國貿易保護主義及美中貿易摩擦

一、美國貿易保護主義

1. 展望未來：與中國大陸衝突升高，與 NATO 則趨於緩和

投資機構 Barclays 預期，未來美國與中國大陸貿易摩擦恐將升溫，與 NATO 間緊張關係則趨於緩和，且應不致發生汽車貿易戰，理由如下：

- 全球供應鏈整合：美國汽車製造業與全球供應鏈已高度整合，如歐、日的汽車廠商皆在美國大量生產、銷售及出口。若發生汽車貿易戰，將嚴重影響美國產出及就業。

- 政治支持：美國公、私部門在解決對中國大陸龐大的貿易逆差、竊取智慧財產權及強迫技術移轉作為外國公司進入中國市場的條件等方面較有共識，故對抗中國大陸可獲得較多政治支持。
- 北美重新洽簽 USMCA：由於美、墨、加在汽車產業高度整合，新的北美自由貿易協定(USMCA)進展降低了調高汽車關稅的可能性。
- 歐洲的貿易與國防支出互相關聯：若美國加徵汽車關稅，將違背其要求 NATO 歐洲成員在國防方面投入更多資金的意旨。
- 建立聯盟以對抗中國：若美國增加與 NATO 歐洲成員的貿易，將有機會增強其盟友關係，以聯合對抗中國大陸。

2. 保護主義之成本：

Barclays 就美國貿易保護措施的輕重程度分成 4 種情境，分析其對經濟的影響(以 2017 年為基期)；若在基礎情境—美國對所有自中國大陸進口商品加徵 20%關稅的情況下，估計造成的衝擊是可控的，分析如下：

- **情境 1(基礎情境):美國對所有自所有中國大陸進口商品加徵 20%關稅，且中國大陸採取報復行動**
美、中之商品貿易總額將分別減少 1,579 億及 1,547 億美元，分別占 2017 年美國及中國大陸 GDP 的 0.8% 及 1.3%(圖 7)。

圖 7 保護主義的成本：美中貿易戰

US imposes 20% tariff on all imports from China, China responds in proportion			
Country	2017 values	change	% of GDP
US (trade with China)*			
Goods imports	506.3	-125.6	
Goods exports	130.4	-32.3	
Total merchandise trade	636.7	-157.9	-0.8
China (trade with US)*			
Goods imports	153.9	-40.8	
Goods exports	429.8	-113.9	
Total merchandise trade	583.7	-154.7	-1.3

Note: * Official trade statistics in the US and China differ due to different definitions, timing, declaration of country of origin, exchange rates, and under-invoicing, among other factors. Source: Barclays Research

資料來源：Barclays

- **情境 2：美國採行孤立主義，即美國藉由對所有全球進口商品加徵 20% 關稅，以退出全球貿易**

全球商品貿易活動將減少，美國進口及出口將分別減少 5,808 億及 3,835 億美元，中國大陸進口及出口則將減少 4,611 億及 5,872 億美元；美、中貿易總額估計共下降約 2 兆美元，美國及中國大陸 GDP 分別降低 4.9% 及 8.6%(圖 8)。

圖 8 保護主義的成本：美國採孤立主義

US Imposes 20% tariff on all Imports, all trading partners respond in kind			
Country	2017 values	change	% of GDP
US			
Goods imports	2342.0	-580.8	
Goods exports	1546.3	-383.5	
Total merchandise trade	3888.3	-964.3	-4.9
China			
Goods imports	1740.0	-461.1	
Goods exports	2216.0	-587.2	
Total merchandise trade	3956.0	-1048.3	-8.6

資料來源：Barclays

- **情境 3：美國對全球所有汽車及零件進口加徵 25% 關稅**

估計美國汽車與零件進、出口將分別減少 1,392 億及 622 億美元；貿易總額將下降約 2,014 億美元，約占美國 GDP 的 1.0%(圖 9)。

圖 9 保護主義的成本：對汽車及零件加徵 25% 關稅

US Imposes 25% tariff on auto imports, all trading partners respond in kind			
Country	2017 values	change	% of GDP
US trade in motor vehicles and parts			
Goods imports	360.7	-139.2	
Goods exports	161.1	-62.2	
Total	521.8	-201.4	-1.0
US trade in motor vehicles and parts with NATO			
Goods imports	113.5	-46.9	
Goods exports	72.0	-29.7	
Total	185.5	-76.6	-0.4

資料來源：Barclays

- **情境 4：美國僅對 NATO 歐洲成員之汽車及零件進口加徵 25% 關稅**

估計美國對 NATO 成員國進、出口將分別減少 469 億及 297 億美元；

與 NATO 貿易總額將下降約 766 億美元，約占 NATO 成員國 GDP 的 0.4%(圖 9)。

Barclays 研究發現，以貿易量下滑估算保護主義產生的經濟損失，可能會高估 GDP 下降的幅度，尤其在保護主義是雙邊(如美中貿易戰)而非全球性的情況下，因雙邊貿易戰將會導致進、出口商轉向尋求其他市場。

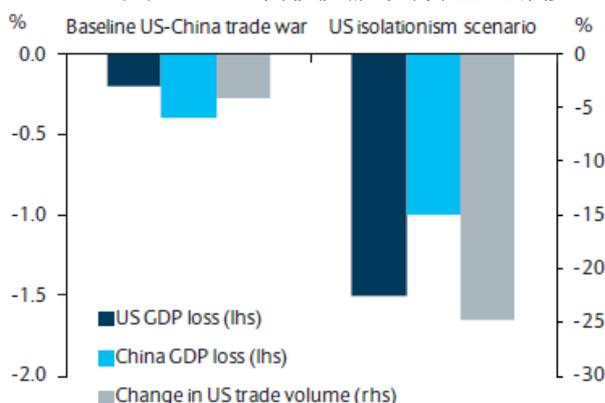
Barclays 假設，在發生保護主義情況下，貿易會轉向，且消費者剩餘的減少會被國內生產擴張(生產者剩餘)及政府收入增加(公部門剩餘)的增加所抵消。關稅導致之經濟損失可以下式估計：

$$\text{Economic loss} = 1/2 * \text{change in trade volume} * \text{tariff}$$

Barclays 將美國貿易保護措施的輕重程度分成 2 種情境，並運用上式分析經濟損失如下：

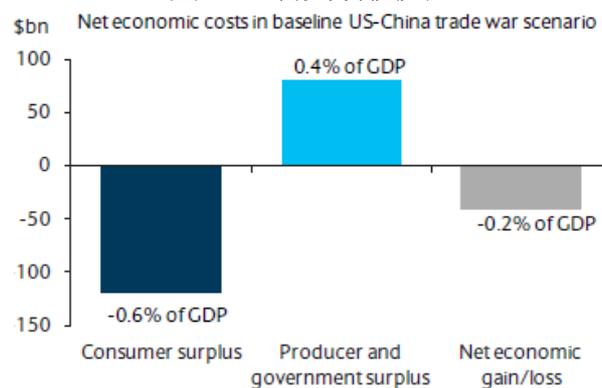
- 情境 1：美中互相加徵 20%關稅
經濟損失僅占 GDP 的 0.2%~0.4%；由於中國大陸的貿易強度較大，故經濟損失較美國大(圖 10 左、圖 11)。
- 情境 2：美國孤立主義
經濟損失占 GDP 的 1.0%~1.5%；此時美國損失較大，因其為保護主義的核心(圖 10 右)。

圖 10 經濟損失及貿易量之減少



資料來源：Barclays

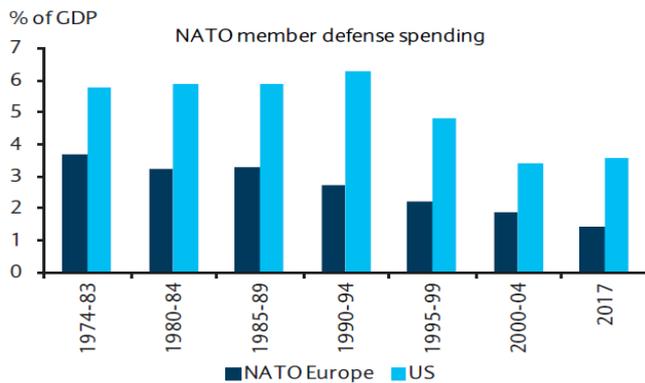
圖 11 消費者損失



資料來源：Barclays

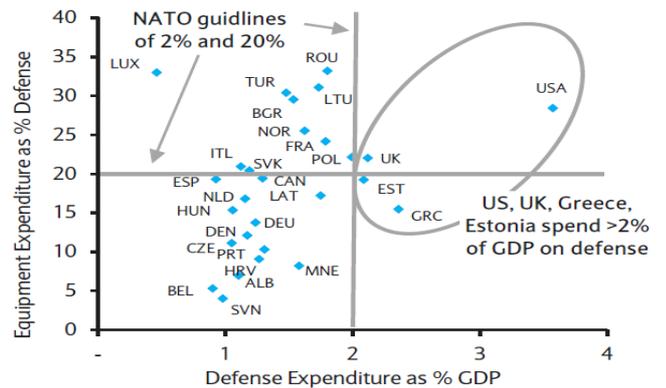
至於美國與歐洲的貿易緊張局勢，與 NATO 歐洲成員之國防支出相關。從歷史數據來看，美國的國防支出遠遠超過 NATO 其他成員(圖 12、13)。近年 NATO 歐洲成員如為履行 GDP 的 2% 用於國防支出，並將 20% 國防預算用於購買設備的規定，很可能自美國進口軍事設備產品，進而減少美國對歐洲的貿易逆差。

圖 12 美國與 NATO 歐洲成員國防支出比較



資料來源：Barclays

圖 13 NATO 成員國防



資料來源：Barclays

Barclays 估算，若所有 NATO 成員皆達前述 2% 標準，國防支出需增加 1,200 億美元，並使美國對其出口增加 100 億美元；若 NATO 歐洲成員將標準提高至冷戰時水平，則國防支出需增加 3,450 億美元，並使美國對其出口增加 250 億美元。然若美國加徵汽車關稅，預估將對經濟影響如下：

- 美國對 NATO 歐洲成員加徵 25% 汽車關稅：長期經濟損失僅占 GDP 的 0.1~0.2%；歐美損失程度均等，惟歐洲損失可能集中在德國。
- 美國對全球加徵 25% 汽車關稅：長期經濟損失約為歐美雙邊摩擦的 2.5 倍，占 GDP 的 0.3%~0.5%；此時美國損失較其他國家大。

綜合上述分析，Barclays 認為貿易保護主義或造成產出損失，但應不致經濟衰退。在基礎情境下，或使經濟成長溫和下降，而不會引發全球經濟衰退；但若美國進一步實施孤立主義，全球經濟衰退的風險則提高許多(特別是若打擊消費者或企業信心)，但此情況發生機率不高。

二、美中貿易摩擦最新進展

2018年12月1日G20「川習會」達成初步共識，將就結構性問題展開談判；中方承諾購買大量美國農產品、能源及工業製品，美方則於90日內暫不擴大關稅制裁(含暫時維持原2,000億美元中國大陸進口商品關稅與不針對額外的2,670億中國大陸進口商品加徵關稅)。若2019年3月1日雙方未能達成協議，美方仍會先將2,000億美元中國大陸進口商品的加徵關稅由10%調升至25%；惟外界多認為，雙方對於協議內容存在根本差異，90日內達成協議的可能性恐不高。

中國大陸於12月14日宣布暫停加徵原產於美國的汽車及零件3個月後，美方也延後2,000億美元中國大陸進口商品關稅調高的生效時間(自2019年1月1日改為2019年3月2日)。美國總統川普於當日(12/14)在推特表示，中美雙方可能很快就能達成全面性的貿易協議。然日前卻因中國大陸華為公司財務長孟晚舟遭逮捕事件，再度引發美中關係緊張升溫的憂慮，顯現美中兩國在經貿與國家安全方面的衝突越來越難以區分。

肆、英國脫歐目前進展及後續可能結果

一、目前進展

1. 英國國內

英國首相梅伊(Theresa May)延後原訂於2018年12月11日舉行的脫歐協議英國國會投票，英保守黨先行啟動對黨魁梅伊的不信任案，於英國時間12月12日晚上進行投票，梅伊以完成脫歐後，2022年不連任之承諾，成功逆轉黨內不滿勢力，最終獲得63%信任(200票信任，117票不信任)的優勢，留任保守黨黨魁。根據保守黨規章，黨魁不信任案若表決失敗，未來一年內，黨內將不得再重提不信任投票。

而原定於 12 月 11 日表決但臨時被梅伊延後的「脫歐協議草案」英國國會投票（此次投票稱為 Meaningful Vote），預定將延至 2019 年 1 月 21 日進行，儘管該協定朝向「軟脫歐」發展，卻廣受英國下議院議員¹嚴厲批評。

梅伊為求脫歐協議能於下議院通過，於 12 月 13 日重返布魯塞爾與歐盟協商，希望在愛爾蘭保障協議(Irish backstop)尋求法律及政治上的保證，希望該協議在愛爾蘭及北愛爾蘭硬邊界議題尚未解決前，不會被無限期執行下去。然歐盟 27 國領袖發表聯合聲明，重申「不會重新談判」，歐盟執委會主席榮科(Jean-Claude Juncker)允諾，若英國國會與歐洲議會都通過脫歐協議，將儘快就雙方未來貿易關係展開談判，若達成協議，就不需要啟動過渡性質的愛爾蘭保障措施。

2. 歐盟

2018 年 11 月 25 日歐盟領袖峰會正式通過「英國脫歐協定與政治宣言² (Withdrawal Agreement and Political Declaration)」，確認未來英國脫歐的程序及法律條件，下一步仍待英國國會投票通過(預定 2019 年 1 月 21 日舉行)。而 2018 年 12 月 10 日歐洲法院(European Court of Justice)裁定，英國政府可以不用諮詢其他歐洲聯盟成員國，單方面撤回退出歐盟的決定，但英國政府表示，歐洲法院的裁決不會改變英國脫歐步伐。

二、2019 年 1 月 21 日英國國會投票後續可能發展

1. 英國國內下議院投票表決通過：

¹ 下議院共有 650 位議員，扣除議長及從來沒有出席的議員，脫歐協定需要 320 位的議員贊成方能通過。目前梅伊所屬的保守黨已有 90 位國會議員表示無法支持其 Withdrawal Agreement；而梅伊在下議院所依賴的北愛爾蘭民主統一黨(DUP)之 10 位議員亦公開表示反對此脫歐協議，將加入工黨投下反對票；目前估計有信心會站在梅伊那方的僅約 240 位。

² 2018 年 11 月 25 日於布魯塞爾舉行的特別高峰會上，歐盟 27 國領袖全數無異議簽署英國脫歐協議與政治宣言，文件包括 585 頁的脫歐協議(涵蓋將有 21 個月的過渡期直到 2020 年 12 月、英國需繳交 390 億英鎊分手費、英國與歐盟間之人員移動、以及北愛爾蘭避免出現硬邊界等，係有法律效力的文件)，外加長達 26 頁、訂立未來關係基礎的政治宣言。

脫歐協定將送交歐洲議會投票，並採簡單多數即可通過，再經由歐盟理事會同意，最少需獲 20 個、總共能代表 65% 歐盟人口的國家同意後，此協定方於 2019 年 3 月 29 日正式生效。

2. 下議院投票否決脫歐協議：

須在 21 天內提出修訂版脫歐協議草案(可能較偏向疑歐派的無協議路線，或走挪威模式，以爭取留歐派的議員支持)，並再次經歐盟同意、英國國會通過等程序；或由下議院就原協定舉行第二次投票，部分人士預期屆時國會議員迫於壓力可能轉為同意。

倘前述修訂版脫歐協議草案及原協定之第二次投票未獲通過，則可能產生下列情況：

- 無序脫歐：梅伊仍在位，且未及時與歐盟達成協議即脫歐，諸多內閣已表態若發生此情況將請辭。
- 首相不信任投票：工黨領袖 Jeremy Corby 對梅伊首相職位提出不信任投票，若通過，保守黨 2 週內將組織新政府或舉辦大選。
- 舉行二次公投：國會議員強迫梅伊舉行第二次脫歐公投，惟梅伊先前表示不可能。
- Plan B：嘗試其他方案，以避免無序脫歐。

三、二次公投及無序脫歐風險上升

無論英國脫歐之最終發展為何，英國皆須遵守在 2019 年 3 月 29 日脫歐的規定(Article 50)，若要延後脫歐時程，必須經由歐盟同意。若英國國會未在梅伊版本的脫歐協議、修訂版脫歐協議或第二次脫歐公投之中作出明確選擇(迄今尚未有任何一種方案能獲多數支持)，將難以阻擋英國無序脫歐。

歐盟理事會主席 Donald Tusk 於 G20 會中表示，若英國國會否決脫歐協議，便只能在無協議脫歐及無法脫歐中擇一；Goldman Sachs 亦認為，第二次脫歐公投及無序脫歐的尾端風險增加。英國央行 2018 年 11 月 28 日官方報告指出，倘在達成協議情況下脫歐，5 年後 GDP 將落在目前預估的成長趨勢+1.75%至-0.75%之範圍，較脫歐前(2016 年 5 月)以來的趨勢萎縮 1.25%~3.75%(圖 14)；若在無協議及無過渡期的情況下脫歐，5 年後英國 GDP 將較目前預估的成長趨勢下降 4.75%~7.75%、較脫歐前以來的趨勢萎縮 7.75%~10.5%(圖 15)；英國央行並警告若發生無序脫歐，英鎊將重挫，並引發比 2008 年金融危機更嚴重的經濟衰退。

圖 14 達成協議脫歐對英國 GDP 之影響預估

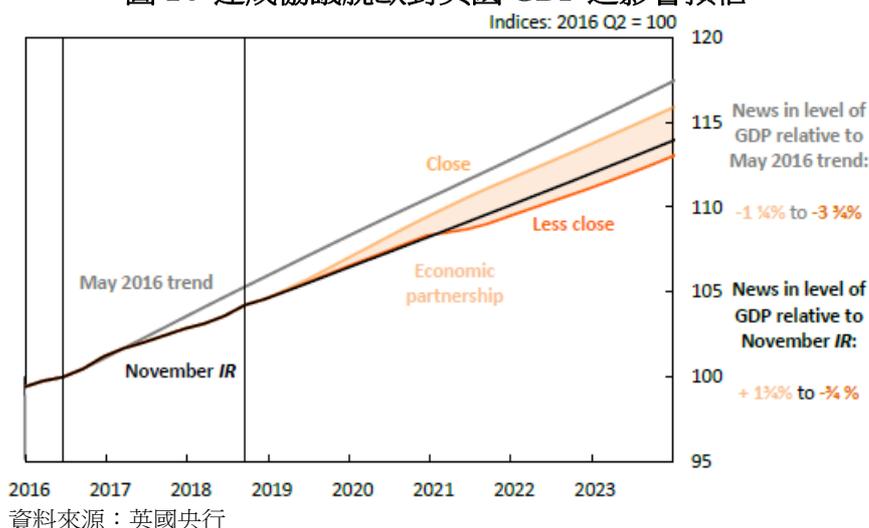
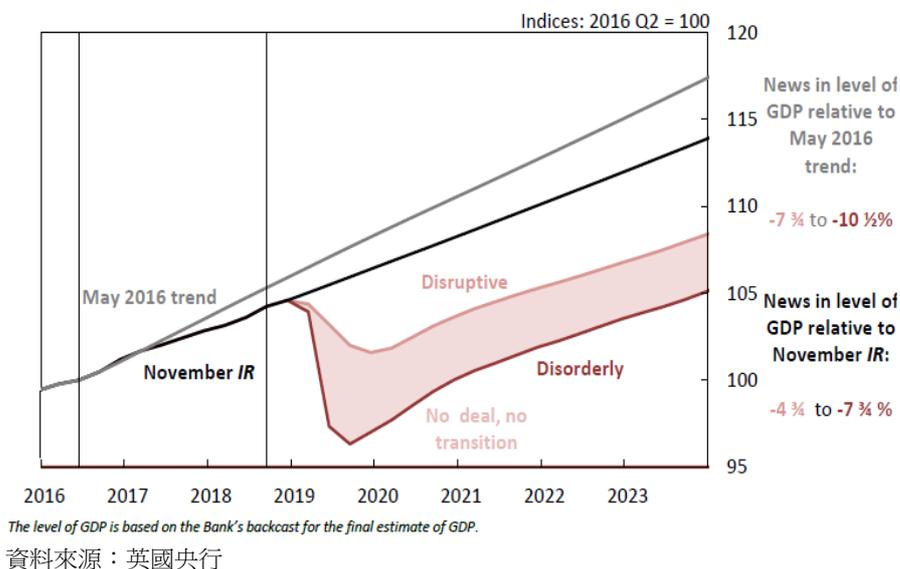


圖 15 無協議及無過渡期脫歐對英國 GDP 之影響預估



伍、油價大跌之後續走勢分析

一、近期原油價格大跌之主因：供需失衡疑慮加深與衍生性商品多單平倉

1. 供給面：OPEC、俄羅斯與美國新增供給大幅超過伊朗減產幅度

美國 2018 年增產速度上揚，年化每日增幅達 200 萬桶，已成為全球最大產油國，且阿拉伯等國應美方要求增產，與俄羅斯等國 2018 年合計日增量達 127 萬桶。即使美國在 2018 年 11 月 4 日宣布對伊朗制裁，限制原油出口，不過仍豁免了包括台灣、中國大陸、印度、義大利、希臘、日本、韓國和土耳其等 8 國對伊朗的石油進口，使得美國對伊朗制裁的衝擊小於預期，造成原油市場供應充裕。

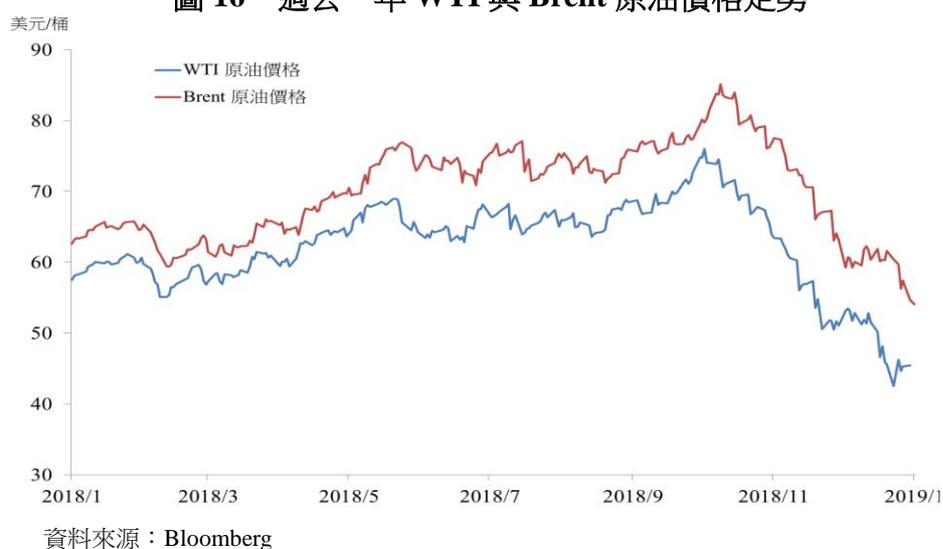
2. 需求面：美中貿易爭端與全球經濟成長趨緩，需求增幅不如預期

原油價格衰退並不僅是因供應過剩，全球經濟成長放緩亦在抑制原油需求。由於美中貿易爭端，IMF 調降美國及中國大陸 2019 年 GDP，並將今、明兩年的 GDP 成長預估由 3.9% 調降至 3.7%，OPEC 亦持續下修 2019 年每日原油需求量增長數，由 2018 年 7 月預估之 145 萬桶減少至 12 月預估之 129 萬桶。儘管美國對石油的需求強勁，但國際能源署(IEA)在 2018 年 11 月警告歐洲和亞洲已開發國家需求相對疲弱，並點名印度、巴西和阿根廷需求「放緩」，原因是物價高漲、貨幣疲軟以及經濟活動惡化，使得全球對於原油需求增幅不如預期。

3. 交易面：避險基金出脫原油衍生性商品多單，使油價進一步走跌

預期油價續漲有限，加上市場風險升高與投資人進行獲利了結，使得過去幾年對原油做多之避險基金開始結算石油多頭部位，造成原油價格走低。過去一年 WTI 及 Brent 原油價格走勢如下頁圖 16。

圖 16 過去一年 WTI 與 Brent 原油價格走勢



二、後續走勢分析

石油輸出國家組織(OPEC)及以俄羅斯為首 10 個非 OPEC 產油國(簡稱 OPEC+)在 2018 年 12 月 6 日決議，自 2019 年 1 月 1 日起共同減產 120 萬桶/日，以消除供給過剩之虞。此舉預期將支撐 2019 年上半年原油價格；惟下半年受北美與非 OPEC 原油產量增加以及需求下滑之擔憂影響，可能使油價再度走跌。

1. 供給面：美國及非 OPEC 成員增產，將使油價承受壓力

美國與加拿大受限於輸油管的擴張與限制，2019 年上半年產出增長速度將放緩，下半年美國則受惠於三條新輸油管啟用，使得原油產量將進一步增加。

2. 需求面：全球經濟成長仍將高於潛在產出，新興市場撐起全球石油需求增長

新興市場之景氣可望反彈，中國大陸亦可能祭出金融政策與貨幣政策以支撐經濟成長，加上油價大幅回跌至年初水準，未來將提升市場需求，且消彌新興市場貨幣下跌帶來的購買力損失。JP Morgan 預期 2019 年上

半年美國以外地區之製造業 PMI 與工業產出回升，將支撐原油之需求。惟下半年隨著主要央行逐漸退出寬鬆政策所引發的流動性緊縮與對 2020 年景氣下滑之疑慮，將重燃市場對風險資產之定價與對石油需求之評估，或使油價再度走跌。

3. 原油價格上行風險與下行風險

上行風險包括：(1)美中貿易和談，帶動市場樂觀情緒，(2)中東地緣政治衝突升溫，(3)低硫油(Brent 原油與 WTI 原油)新制於 2020 年上路，市場搶進低硫油；下行風險為(1)Fed 加速升息，(2)新興市場經濟成長疲軟。

陸、美國聯準會貨幣政策走向

一、調升政策利率

1. 背景說明

Fed 向來透過調整短期利率的方式影響經濟。因低利率可加速創造信貸並使經濟成長，進而使勞動市場緊縮、並造成通膨壓力；當通膨超過目標時，Fed 再施行緊縮的貨幣政策，例如透過調升聯邦資金利率等短期利率，使銀行及企業的借款成本上升，以免經濟過熱。

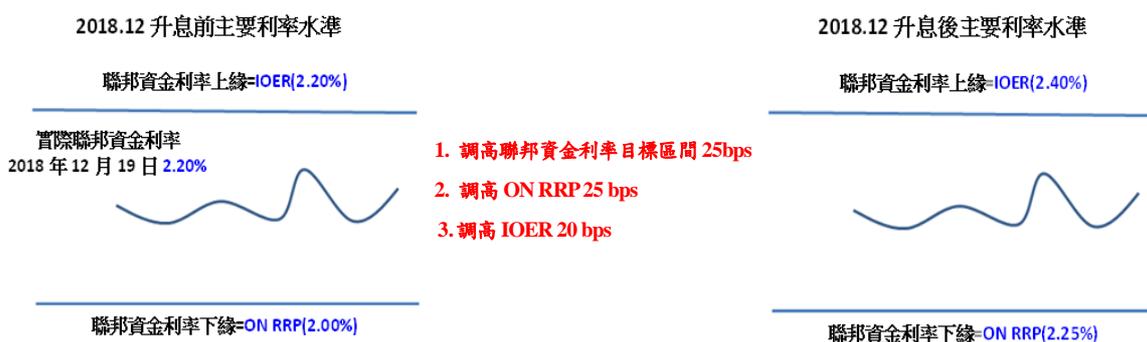
美國上次升息循環發生在 2004 年至 2007 年，卻引爆了 2007 年美國次級房貸風暴及 2008 年全球金融海嘯，Fed 遂於隔年採取寬鬆貨幣政策因應，除將利率降至近於零的水準外，先後共採取三輪量化寬鬆措施 (Quantitative Easing, QE)。隨著美國景氣逐漸回溫，Fed 於 2014 年 1 月起開始縮減 QE 規模，並於 2015 年 12 月首次升息，進入本次升息循環，截至 2018 年 12 月共調升利率目標區間 9 次至 2.25~2.50%，預期將持續執行貨幣政策正常化。

2. 目前現況：2018 年 12 月，FOMC 再次升息(為該年第 4 次升息)，並同時調高所有短期利率

- 將 Fed funds rate (FFR)標區間調升 25 個基點至 2.25~2.50%。
- 將 Interest rate on excess reserves (IOER)調升 20 個基點至 2.40%。
- 將 O/N RRP 調升 25 個基點至 2.25%。

而實際聯邦資金利率(Effective Fed funds rate, EFFF)會落於 IOER(2.40%)與 O/N RRP(2.25%)之間(圖 17)。

圖 17 實際聯邦資金利率的交易區間



資料來源：Fed

3. Fed 如何將政策利率控制在區間中央

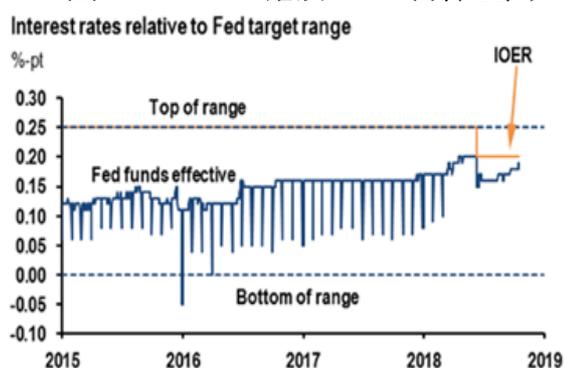
2008 年金融危機前，FOMC 僅設定一個單點利率，直到 2008 年 12 月，FOMC 將聯邦資金利率(Fed funds rate, FFR)目標區間設為 25bp，並實施至今。而影響市場決定實際 FFR、並使之在目標區間內交易的主要工具為**超額準備利率(Interest rate on excess reserves, IOER)**。儘管 IOER 對其他短期利率有牽引效果，但效果隨著時間而變化。本次升息循環的前兩年，EFFF 通常比 IOER 低 10~15bp，表示將 IOER 設在 25bp 目標區間頂部，通常足以使利率維持在目標區間的中間(圖 18、19)。

圖 18 FFR、EFFF 與 IOER 利率水準



資料來源：JP Morgan

圖 19 FEER 落於 FFR 目標區間



資料來源：JP Morgan

然而，自 2018 年初 EFFR 開始靠近 IOER 利率，達到 FFR 目標區間的頂部，Fed 因而在同年 6 月及 12 月 FOMC 會議進行「技術性調整」，將 IOER 相對於 FFR 目標區間少調升 5bp (每當 FFR 目標區間調升 25bp 時，IOER 僅調升 20bp)，目的是為了使 Fed funds rate 交易在 FOMC 的目標區間內，且盡可能將利率維持在區間中央。

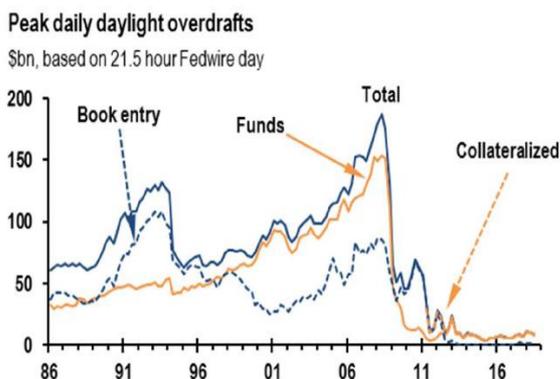
4. 導致 EFFR 向目標區間上緣靠近的原因與因應方式

據 JP Morgan 研究報告，EFFR 向目標區間上緣靠近的原因，將決定當利率進一步上升時，Fed 是否需搭配減緩資產負債表正常化的時程，或對 IOER 進行技術性調整來因應。

- 若 EFFR 上移係因銀行間市場準備金稀缺所致，則表示此為對 Fed 發出減緩或停止進行資產負債表正常化，以將準備金從銀行體系收回的訊號。
- 若 EFFR 上移反映的是一些技術性因素，包括國庫券供給增加，則資產負債表正常化應繼續進行，而 EFFR 上移應透過對 IOER 的技術調整來解決。

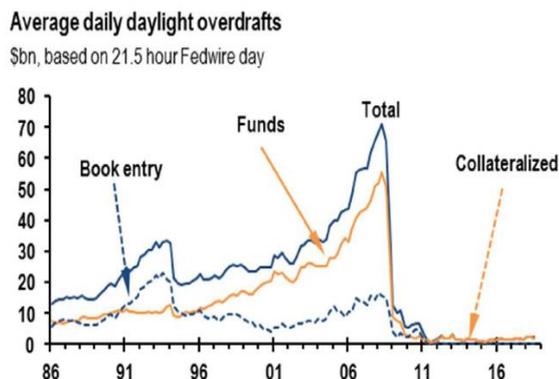
進一步可支持上述論點的是 Fed 近期公佈的**每日日間透支數據(daily daylight overdrafts)**。在工作日結算時，銀行向另一間銀行傳送超過其準備金餘額的日內付款指示時，將導致日間透支，此時可使用 Fed 的日間信貸工具。自 2008 年 Fed 資產負債表擴張後，每日高峰及平均每日日間透支都驟降，原因為實施 QE 後，隨著銀行準備金過剩，其對於 Fed 日間信貸的需求也隨之消失(下頁圖 20、21)。

圖 20 每日高峰日間透支



資料來源：JP Morgan

圖 21 平均每日日間透支



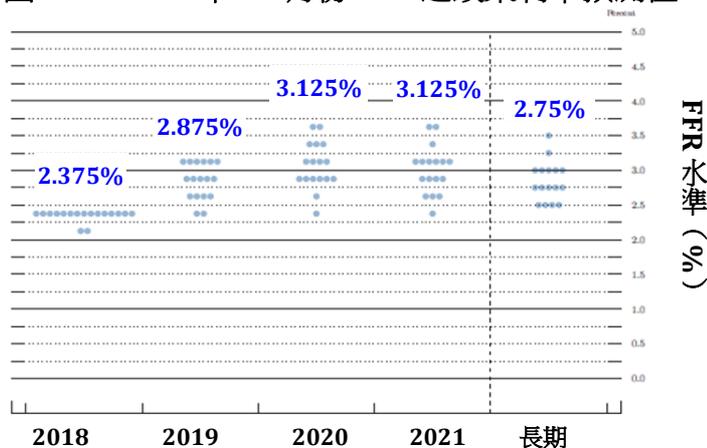
資料來源：JP Morgan

若 EFRR 上移是因銀行準備金再次變得稀缺所致，那麼應會看到銀行越來越需要利用 Fed 的日間信貸來結算日內支付，惟 2018 下半年數據顯示，銀行仍很少需要獲得日間透支。由於準備金趨於稀缺的證據不多，Fed 資產負債表正常化應將再持續一段時間(後面將再詳細介紹)，而 EFRR 的向上偏移應透過技術性調整 IOER 來解決。

5. FOMC 未來升息可能路徑

依據 2018 年 12 月 FOMC 公布的經濟估測(Summary of Economic Projections, SEP)，此次 17 位與會委員³預期，2018 年~2021 年以及長期政策利率之點陣圖中位數如圖 22：

圖 22 2018 年 12 月份 SEP 之政策利率預測值



資料來源：Fed

³ FOMC 與會委員應有 12 位聯邦地區銀行總裁及 7 位理事，合計 19 位，惟因 2 位理事懸缺待補(1 位理事提名人 Marvin Goodfriend 已獲參議院銀行委員會表決通過，尚待參院表決；另美國總統川普計劃提名 Fed 前經濟學家 Nellie Liang 出任 Fed 理事一職)，故參與本次投票之委員僅 17 位；此外，有 1 位委員未遞交較長期利率之估測。

➤ **2019 年：2.875%**

(2018 年 9 月份預測為 3.125%；調降該年度為共升 2 碼)。

➤ **2020 年：3.125%**

(2018 年 9 月份預測為 3.375%；維持該年度共升 1 碼)。

➤ **2021 年：3.125%**

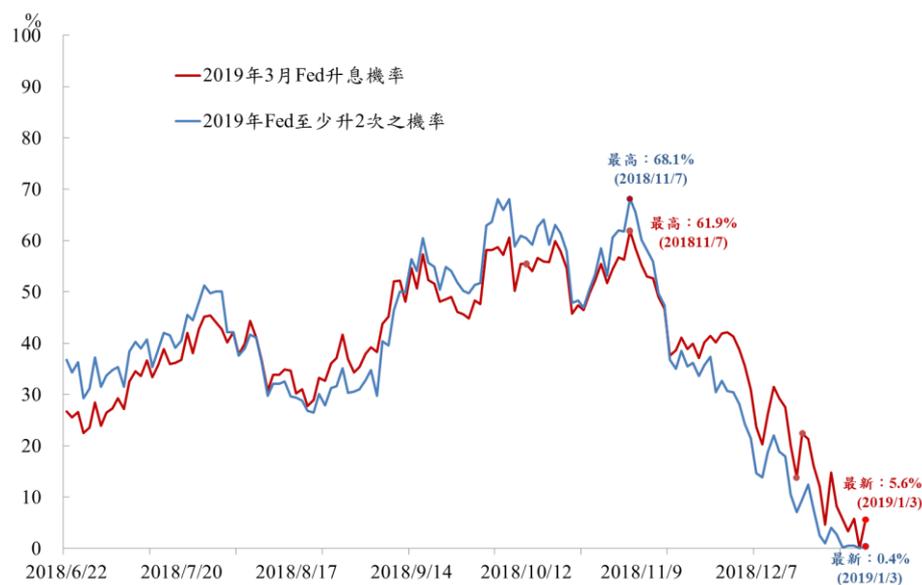
(2018 年 9 月份預測為 3.375%；維持與 2020 年底相同利率，升 0 碼)。

➤ **長期：2.75%**

(2018 年 9 月份預測為 3.00%；下修 1 碼至 2.75%)。

6. 市場預期 2019 年升息機率 (圖 23)

2019 年 1 月 3 日 Fed Funds futures 隱含，市場預估 2019 年 3 月升息機率为 5.6%，2019 年升息 2 碼以上機率为 0.4%。



資料來源：Bloomberg

7. 投資銀行看法

多數投行認為 2018 年 12 月份 FOMC 會後聲明雖偏溫和，惟程度不如原先預期，且從 SEP 可見多位委員下修利率預測，顯示 FOMC 此波升息循環似已接近尾聲，多家投行亦調降 2019 年升息次數為 2 次(下頁表 2)。

表 2 投資銀行預估 2019 年 Fed 升息次數

投資銀行	HSBC	Citi	MS	BAML	Barclays	SG
預估升息次數	2	2	2	2	3	3

資料來源：各投行研究報告，詳參考資料處。

➤ **Citi :**

12 月公布 SEP 經濟估測及會後聲明皆接近原先預期，該行預計 2019 年 Fed 升息將由 3 次降為 2 次，中性利率位在 2.75~3.00%；惟該行強調此段時間充滿不確定性，因持續低迷的核心通膨、全球成長不平衡及風險資產價格波動性更大，Fed 未來升息將比 2018 年更加謹慎。另由於 Fed 縮表及財政部債券發行增加等因素，將使 EFR 進一步產生上行壓力，Citi 預計 Fed 將在 2019 年中再次技術性調整 IOER。

➤ **HSBC :**

12 月份 FOMC 雖升息 25bp，惟往後每年及長期的 SEP 點陣圖中位數皆下調 25bp，且聲明採用較輕微鴿派的語調，與該行既定看法更為相符；該行預期 2019 年 Fed 分別將在 3 月及 6 月升息(該年度共升 2 次)，然而若全球金融市場持續波動至 2019 年第 1 季，升時點可能將會延遲。

至於 2020 年，雖目前 FOMC 預估將會再升息 25bp，惟 HSBC 對於 2020 年經濟前景較不樂觀，預期屆時美國 GDP 成長率將放緩，失業率則開始上升，因此該行甚至估計在 2020 年下半年，Fed 恐將降息 50bp。

另由於自 2018 年以來 EFR 已越來越靠近政策利率目標區間上緣，2018 年 12 月 IOER 僅調升 20bp 可使 EFR 控制在目標區間內，儘管 Fed 持續縮表導致銀行準備金供給逐漸下降，此舉在未來數個月可能產生 EFR 的上升壓力。

二、縮減資產負債表

1. 背景說明與縮表目標

自 2008 年全球金融海嘯以來，Fed 陸續實施三輪 QE，大量印鈔票購買美國公債及不動產抵押證券(Mortgage-backed securities, MBS)，使其資產負債表迅速膨脹，規模最高達到近 4.5 兆美元(表 3)。

隨著美國經濟回穩、失業率持續下降，核心通膨亦逐漸上升，Fed 為防止經濟過熱引發資產泡沫化，且擔心龐大的資產負債表會扭曲金融市場，故於 2017 年 9 月 20 日宣布，自同年 10 月起開始實施資產負債表正常化之計畫，亦即縮減其近 4.5 兆美元的資產負債表。

表 3 Fed 實施量化寬鬆之時程與縮表前資產規模

	QE1 ^o	QE2 ^o	QE3 ^o		單位：美元
開始時點	2008/11 ^o	2010/11 ^o	2012/9 ^o		資產規模 ^o (2017/9/13) ^o
結束時點	2010/3 ^o	2011/6 ^o	2014/10/29 ^o		
資產購買金額	17,250E ^o	6,000E ^o	16,300E ^o	= 39,550E ^o	

資料來源：Fed

作法：停止到期債券本金「再投資」，並制定每月縮減金額上限(表 4)。2019 年後將維持每月 500 億美元(包括 300 億美元美國公債及 200 億美元 MBS)的縮表目標上限，直至 Fed 評估資產負債表恢復正常規模為止。

表 4 Fed 實行縮表後之每月再投資縮減金額上限

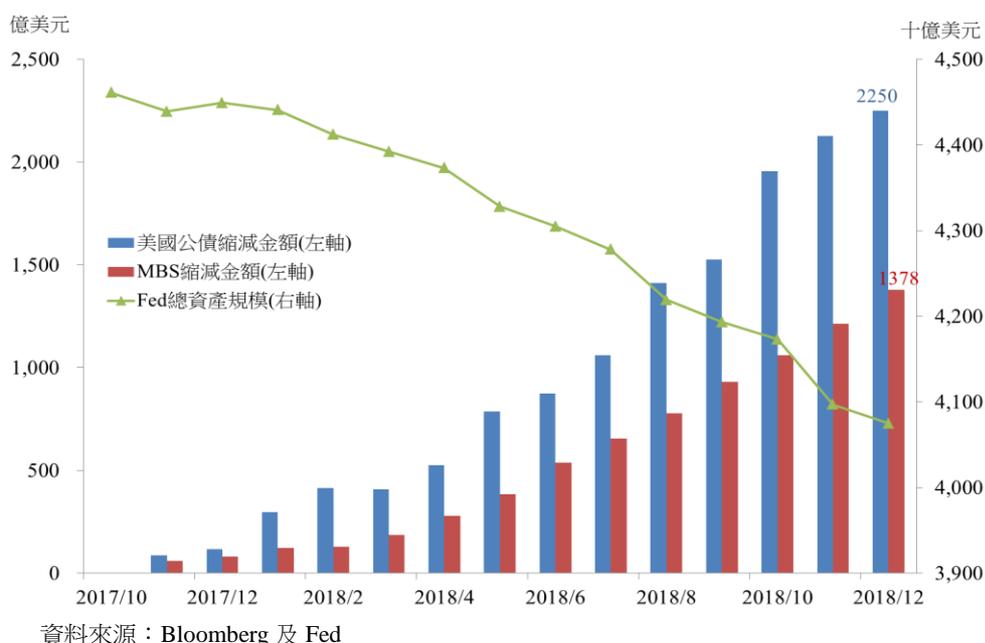
	單位：億美元					
啟動縮減再投資	2017 年 Q4	2018 年 Q1	2018 年 Q2	2018 年 Q3	2018 年 Q4	累計
美國公債	60	120	180	240	300	2,700
MBS	40	80	120	160	200	1,800
每月合計	100	200	300	400	500	4,500

資料來源：Fed

2. 實際縮表狀況

統計自 2017 年 10 月底至 2018 年 12 月底，Fed 減持美國政府公債及 MBS 共 3,628 億美元，其中公債本金餘額減少 2,250 億美元，其餘機構債與 MBS 本金餘額減少 1,378 億美元(圖 24)，致 2018 年底 Fed 總資產縮減至約 4.08 兆美元；相較於 Fed 原計畫同期間(2017 年第 10 月至 2018 年 12 月)累積減持之公債與 MBS 本金總額上限則應分別為 2,700 和 1,800 億美元，實際公債與 MBS 減持金額皆較原訂目標上限約少了近 450 億美元。

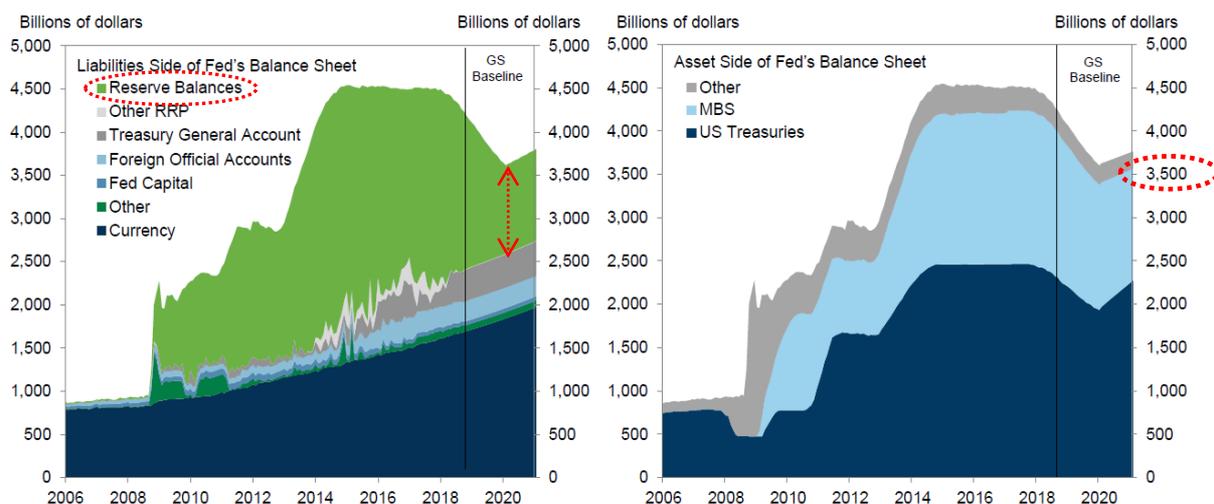
圖 24 Fed 實際減持美國公債與 MBS 金額 V.S.總資產規模變化



3. Fed 何時結束縮表

隨著 Fed 實施縮表已邁入第二年，市場開始擔憂因銀行準備金正逐漸變得稀缺，可能迫使 Fed 提早結束縮表。Wells Fargo 預估，Fed 可能於資產規模縮減至 3.7 兆美元時(估計在 2019 年底或 2020 年初)結束縮表；高盛則預估，縮表將持續進行至 2020 年 2 月，準備金降至 1 兆美元(圖 25)、總資產規模降至約 3.5 兆時再停止(圖 26)。

圖 25、26 高盛預估 Fed 於 2020 年初將結束縮表 (左:負債端/右:資產端)



資料來源：Goldman Sachs 及 Fed

資料來源：Goldman Sachs 及 Fed

至於 Fed 官方看法，Fed 主席 Jerome Powell 於 2018 年 12 月 FOMC 會後記者會明確表示，「將以利率政策而非資產負債表作為其主要政策工具」，意味著縮表很可能持續至準備金出現稀缺現象，而目前 New York Fed 官員評估尚未見到此跡象；Fed 副主席 Richard Clarida 亦於 2018 年 11 月就縮表是否已達到極限公開表示，認為當前銀行準備金仍「非常充裕」，並重申「儘管 Fed 希望能以最小的資產負債表規模運作，但不會將其近 4.1 兆美元資產減少到金融危機與 QE 前的規模」。至於準備金何時出現稀缺現象？Bloomberg 指出，可以下列指標衡量：

➤ 銀行間借貸交易量 (Interbank Lending Volumes)

Fed 在金融海嘯後創造了巨額超額準備，因此企業在 Fed funds market 相互借貸的需求(為符合監管及法定準備的要求)大幅減少。當市場資金趨向緊縮時，該交易量又會開始上升，銀行越來越需要尋求隔夜資金以避免透支，故銀行間借貸交易量被視為準備金充裕與否的訊號。

➤ **聯邦住房貸款銀行墊款 (Federal Home Loan Bank Advances)**

若準備金稀缺，美國的銀行也可轉向聯邦住房貸款銀行(Federal Home Loan Bank, FHLB)尋求短期資金，獲得 FHLB 貸款的企業得以遠低於 3 個月 Libor 的利率借款，並使用這些資金購買高品質的流動性資產，以滿足其資本適足率。此將促使 FHLB 短期墊款增加。

➤ **商業本票供給 (Commercial-Paper Supply)**

若外國銀行持續承受準備金減少的衝擊，由於其無法像美國銀行一樣從 FHLB 取得便宜貸款，因而可能轉向以商業本票籌措短期資金。根據 Bloomberg，自 Fed 縮表以來至 2018 年 11 月底，銀行準備金餘額大約減少 4,700 多億美元，其中外國機構約占該金額的一半，而此期間外國銀行的商業本票供給亦高達 3,140 億美元。

➤ **Libor-OIS 利差**

商業本票供給的上升壓力會對無擔保貸款利率(如 Libor)產生連鎖效應，意味著 Libor-OIS 利差可能將上漲。TD 證券分析師表示，隨著外國銀行準備金稀缺現象日益嚴重，融資將變得更加困難，因此若商業本票與 OIS 利差越大，Libor-OIS 利差也越大。

➤ **政策利率與 IOER 脫鉤**

由於近期 EFFR 與 IOER 非常接近(最低時不到 5bp)，故 2018 年 6 月及 12 月 FOMC 兩度減少 IOER 率相對於 Fed funds rate 目標區間調升的幅度，使二者逐漸脫鉤。市場上有分析師表示，當政策利率經常超過 IOER 並開始測試 Fed 利率目標區間上限時，是準備金稀缺相當重要的一個跡象。

4. 縮表與 Fed 貨幣政策框架的選擇

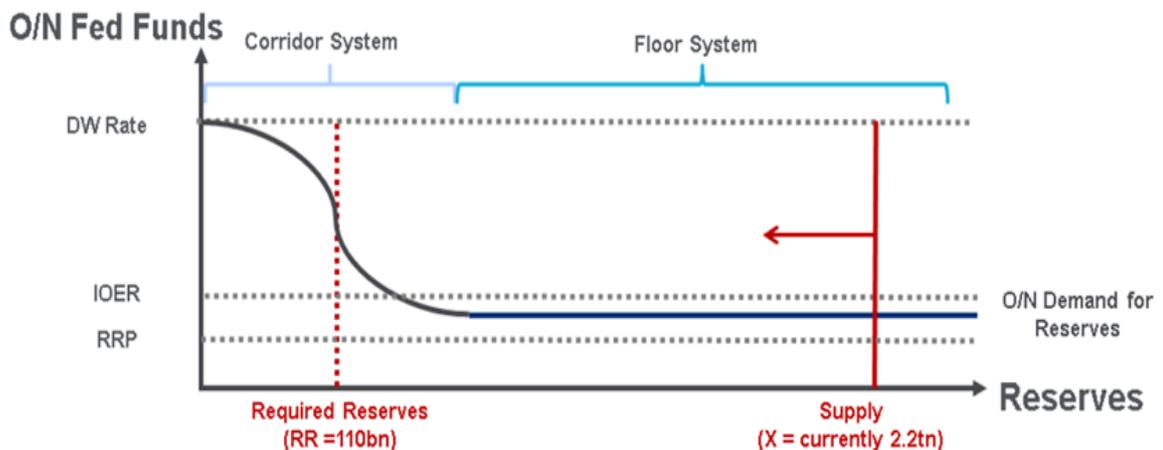
➤ Corridor system

2008 年金融危機前，Fed 並未支付銀行準備金利息，而是基於準備金稀缺的情況下採用 Corridor system 的貨幣政策框架來管理利率，雖然採用 Corridor system 所需的準備金較少，但管理起來卻較有難度。由圖 25 可見，Corridor system 將 IOER 作為利率底線(另以 RRP 作為支撐底線)，並以 discount window rate (DW rate)作為利率上限。因未支付準備金利息，故在法定準備較少時銀行將進行更大量的貸放交易，拉高 FFR，使 FFR 與準備金的關係呈負斜率。

➤ Floor system

2008 金融危機後，Fed 實施 QE，直接向銀行買進公債及 MBS(為 Fed 的資產)，創造更多準備金(為 Fed 的負債)，膨脹了 Fed 的資產負債表。由於 QE 造成準備金數量增加，Fed 因而改採用 Floor system(目前位於圖 27 中曲線右邊平坦處)，透過調整 IOER 控制短期利率水準，並以 IOER/RRP 作為界限進行管理，使得貸款利率低於 IOER/RRP 便失去誘因。

圖 27 以 Corridor System 與 Floor System 控制政策利率之機制



資料來源：Citi

在管理方面，Floor system 需要更多準備金，因而提供較差的淨息差(特別是在升息循環時)，但該機制在現行監管制度下更容易維持且更合適，且能在現行 Fed fund market 的設計下繼續運作(實際上 FFR 總是低於 IOER⁴，而 FFR 定價為 IOER 減去監管成本)。多家投行如 Citi、BoA 等皆認為，採用 Floor system 仍為未來基礎情境，且在 Fed 內部獲得較多支持聲浪，包括主席 Jerome Powell 亦曾公開表示支持。

至於縮表後 Fed 最終資產負債表的規模，將決定其貨幣政策框架的選擇：重返 2008 年金融危機前銀行準備金稀缺時的 Corridor system 或是維持目前有充足超額準備金的 floor system。兩者之比較如下表 5：

表5 Corridor System 與 Floor System 之比較

政策框架	Corridor System	Floor System
優點	<ol style="list-style-type: none"> 1. 傳統的操作制度 2. 較小的資產負債規模 3. 較少的政治壓力與批評 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 現行制度，且運作良好 2. 易於實施及溝通 3. 不需頻繁或大量的公開市場操作 4. 確保銀行有符合監管要求的超額準備
缺點	<ol style="list-style-type: none"> 1. 需進行大規模公開市場操作來管理銀行的流動性 2. 使 Fed funds market 波動較大 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 龐大的資產負債規模 2. 面臨更多的政治壓力與批評(如 IOER 變相作為補貼)
FFR 相對 IOER 位置	FFR 明顯高於 IOER	FFR 接近 IOER，且通常低於 IOER

資料來源：Citi

⁴ 由於 GSEs(Government-Sponsored Enterprises)如 FHLBs 等機構的準備金無法向 Fed 收取 IOER，因此仍願意將超額準備以低於 IOER 的利率貸給銀行，而銀行再拿這些準備金貸給 Fed 賺取較高的 IOER，從中間的價差獲利(稱之為 IOER-EFFR 套利)。外國銀行尤其熱衷此套利，因其不用按監管規定支付 FDIC 存款保險費(銀行準備金越多，需繳越多)，若無此 FDIC 規定，IOER-EFFR 套利可驅使 EFFR 靠近利率目標上。

5. 縮表結束後之本金再投資方式

Fed 結束縮表後，將會面臨到期本金將如何運用的問題。然而 FOMC 目前對最終資產負債表的規模與結束縮表後的投資組合並無作出決定的迫切性。儘管如此，Fed 官員過去表示長期將不再持有 MBS，亦即在結束縮表或減少每月縮表金額上限時，將 MBS 提前還本與到期後之本金全部用來再投資美國公債。

Nomura 認為，Fed 停止縮表後仍將持有大量 MBS，預估約 1~1.3 兆美元，屆時到期或提前償還之本金將不再投入 MBS，且等到其持有之 MBS 部位進一步縮小到一定規模後，Fed 可能會將 MBS 從公開市場操作帳戶(System Open Market Account, SOMA)中剔除。至於美國公債之再投資方式則有兩種選擇：

- (1) 依目前 Fed 公開市場操作帳戶之再投資方式，於公債標售時，按美國財政部中長期公債之發行比率，再投資超過縮表上限之本金。
- (2) Fed 在時機成熟時，透過購買國庫券來擴大其資產負債表。此方式即便會使投資組合規模增加，卻也會使 Fed 持有的長期債券持續減少。

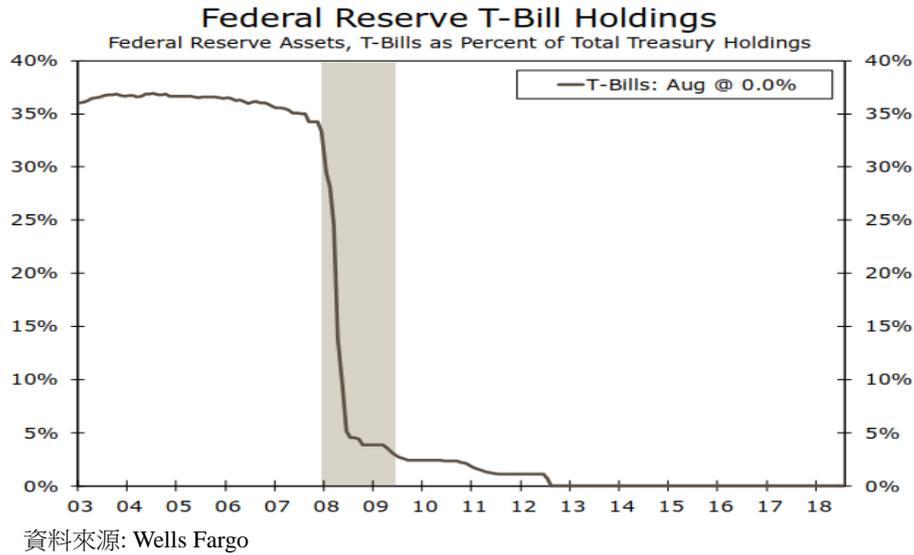
Nomura 認為，Fed 若要在負債端維持規模較高的準備金，較有可能持續採取方式(1)，但若欲將準備金規模維持在較低水平，採納方式(2)的可能性則較高。

6. 縮表對債券期限溢酬的影響

2008 年金融海嘯前，Fed 以短中期債券作為主要投資組合，由下頁圖 28 可見，2007 年 Fed 持有之國庫券(T-Bills，為短期債券)約占 33%，但 2008 年以後因 QE 計畫的實施，急遽降低其持有國庫券的比重，並

自 2013 年以後至今完全未持有國庫券，導致所持有的美國公債加權平均到期期限(weighted average maturity, WAM)上升至 8 年左右。

圖 28 Fed 持有國庫券占其總資產之比例



Fed 自 2017 年 10 月開始逐步減少到期美國公債及 MBS 之再投資，估計將執行縮表數年，直到停止縮表後可能再度進行資產購買。此時 Fed 除衡量最適的資產負債規模，尚須考量其組產組合。依 Nomura 模型計算，當資產購買量相當於 GDP 的 10%，將使 10 年期公債期限溢酬減少 57 bp。以下為 Nomura 假設 Fed 資產負債表正常化的三種情境：

➤ 「完全正常化 (Full normalization)」情境：

假設自 2021 年第 4 季 Fed 投資組合開始再度增加(即 Fed 再度進行資產購買)，惟僅購買國庫券，而其持有之長期債券到期後則不進行再投資，直到 Fed 投資組合的總存續期間(Aggregate Duration)下降到金融危機前的水準。

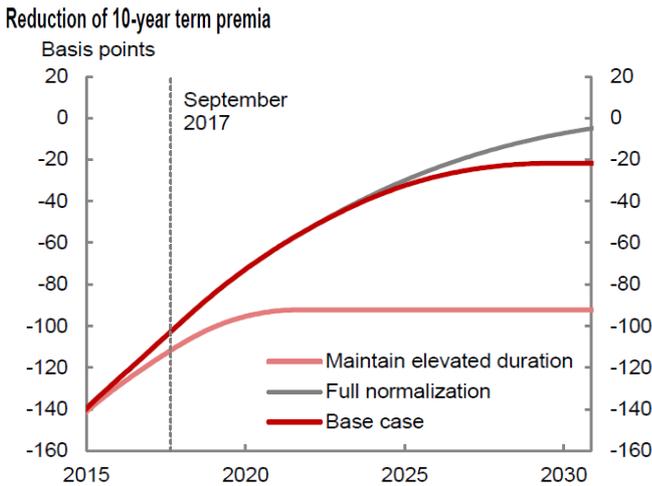
➤ 「基礎 (Base case)」情境：

假設 Fed 在長期債券到期後將不再投資，直到 Fed 投資組合的 Average Duration 下降到金融危機前的水準。

➤ 「維持較長存續期間 (Maintain elevated duration)」情境：

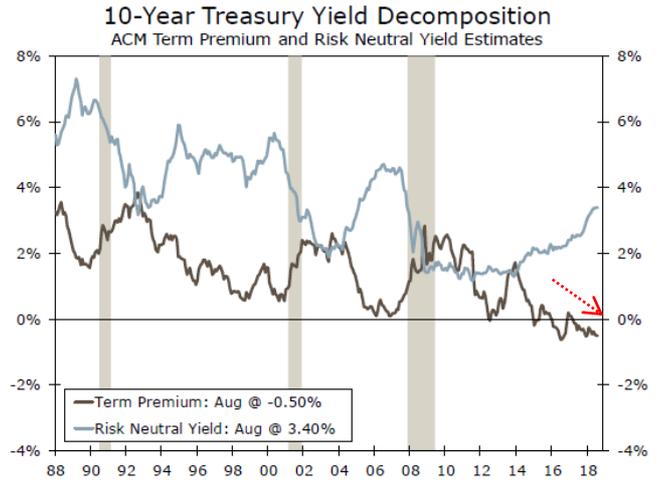
若遵循現行做法，當 Fed 停止縮表，將沿著殖利率曲線購買各長短期公債。表示一旦資產負債表規模再度開始增加，Fed 投資組合的 Aggregate Duration 將停止下降。

圖 29 不同情境下 10 年期公債期限溢酬變化



資料來源：Nomura

圖 30 近期 10 年期公債期限溢酬走勢



資料來源:Wells Fargo

圖 29 可見期限溢酬變化幅度主要取決於 Fed 投資組合 Duration 的下降程度。投資組合 Duration 下降越多(如完全正常化之情境)，則 10 年期公債期限溢酬減少的變化幅度越大；若 FOMC 決定維持目前資產負債表的組成(即維持較長存續期間之情境)，則最終期限溢酬與縮表前期期限溢酬的變化，相對其他情境則小非常多。

至於投資組合平均到期期限下降的優勢包括：降低 Fed 資產負債表的利率風險、消滅債券殖利率曲線平坦化的壓力(自 2017 年 10 月縮表以來，受惠於美國經濟成長、通膨上升及長債發行增加，10 年期美國公債殖利率雖顯著上升，但隨著 Fed 升息及國庫券發行速度加快，短期利率急遽上升，導致 10 年期公債期限溢酬持續下降(圖 30)，使殖利率曲線趨於平緩。若 Fed 增持短期債券，可促使殖利率曲線變陡峭)，以及改善貨幣政策運作等。

柒、心得與結論

全球景氣在歷經 2017 年至 2018 年經濟持續成長後基期已高，加上美中貿易戰延燒、英國脫歐的不確定性、油價波動影響通膨預期及主要央行緊縮貨幣政策等不利因素夾擊，預期 2019 年全球經濟成長放緩將成為必然趨勢。

在美中貿易戰方面，美國發動貿易戰背後的思維，並不僅侷限於縮減貿易赤字降低關稅壁壘，亦包含國家安全之戰略考量，因此即使甫落幕之川習會已稍稍化解僵局，美國也不會永久取消對 2,500 億美元自中國大陸進口商品所加徵之關稅，然未來是否持續藉由關稅加大對中國大陸的施壓力道，或延伸至非關稅的制裁，甚或進一步採取孤立主義，將會是 2019 年全球經濟所面臨的主要風險。

在英國脫歐部分，英國國會目前對此正處於嚴重分歧狀態，不同意見包括英歐未來關係，以無協議方式脫歐或續留歐盟皆有支持者，而首相梅伊則排除二次公投的可能性，認為此舉將造成國家更深的分裂，因而提高無序脫歐的可能性。英國央行對此提出警告，表示即使英國溫和脫歐，長期將造成 GDP 萎縮 1.25% 至 3.75%；倘若無序脫歐，預估其 GDP 將減少 4.75% 至 7.75%，英鎊亦將重挫，並引發比 2008 年金融危機更嚴重的經濟衰退。

至於油價部分，市場因擔心全球經濟成長放緩可能將減少對石油的需求，供給面又因 OPEC、俄羅斯與美國新增的產量大幅超過伊朗減產幅度，拖累油價自 2018 年 10 月達多年高峰後驟跌。由於預期油價漲幅有限，加上市場風險升高，使投資人多獲利了結，過去幾年做多原油之避險基金亦開始平倉，造成原油價格持續走低，進而影響通膨預期。2018 年 12 月 BoJ 的會議紀錄顯示，近期油價下跌可能使進一步延後 2% 通膨目標的達成時間。

主要央行貨幣政策中，Fed 自 2015 年 12 月進入升息循環，2017 年 10 月開始執行資產負債表正常化計畫。2018 年由於失業率降至 3.7% 低點、大型企業如

亞馬遜調高工資及貿易戰推升進口商品價格等因素影響下，通膨壓力開始形成，Fed 可望繼續執行貨幣政策正常化，多數投資銀行預估 2019 年 Fed 將升息 2 次，全年資產縮減規模最高將達 6,000 億美元。ECB 則在 2018 年底結束 QE，並預計在 2019 年下半年啟動升息，以減輕負利率對金融業造成的負面影響。此外英國、加拿大等國央行亦在 2018 年逐步進行升息，顯示主要國家逐步收緊寬鬆政策的趨勢已然成型，將成為未來幾年內主導全球經濟與金融市場的關鍵因素。

綜上觀之，2019 年全球經濟面臨挑戰仍多，主要經濟體貿易政策不確定性升高，多項重要貿易談判仍待進行，恐影響企業投資信心與經濟發展。此外，主要央行將逐步緊縮貨幣政策，將可能造成資金由新興市場經濟體撤離而影響其金融穩定，因此，在全球總體經濟情勢尚不明朗的情況下，本行除關注如何調配資產比重及增加投資項目外，尚須密切關注聯行財務狀況(如定期追蹤聯行財報、信用評等及重大新聞等)，落實風險控管，以追求安全性及流動性之投資操作，降低未來景氣衰退時所面臨的信用風險。

參考資料

1. Alexander, Lewis et al. (2017), “Normalizing the Fed’s Balance Sheet,” *Nomura Global Markets Research*, Aug 31.
2. Bank of England (2018), “EU Withdrawal Scenarios and Monetary and Financial Stability,” *Bank of England*, Nov.28.
3. Blanch, Widmer, Helles,Russel, White, (2018), “2019 – The Year Ahead: Commodity Outlook,” *Bank of America Merrill Lynch Commodity Strategies*, Nov. 18.
4. Bryson, Jay et al. (2018), “Will the Fed’s Balance Sheet Ever Return to ‘Normal’? Part II,” *Wells Fargo Economics Group*, Sep. 5.
5. Cabana, Mark and Lima, Olivia (2018), “Fed Policy Implementation: The Plumbing,” *Bank of America Merrill Lynch*, Sep. 24.
6. Cabana, Mark et al. (2018), “Fed Funds Now Flat to IOER But Fed Sees ‘No Signs’ of Reserve Scarcity,” *Bank of America Merrill Lynch*, Oct. 24.
7. Currie, Courvalin , Hinds, Bruce, (2018), “A negative Gamma Effect Sets Oil Up to Snap Back,” *Glodman Sachs*, Nov. 13.
8. Federal Reserve (2017), “Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans,” Jun. 14.
9. Gapen, Michael (2018), “Raising US Protectionism: It’s Not Me, It’s You,” *Barclays Cross Asset Research*, Nov. 27.
10. Gapen, Michael et al. (2018), “December FOMC: External Economic and

- Financial Market Weakness Has Not Fundamentally Altered the Outlook,
Barclays Research, Dec. 20.
11. Harris, Alexandra (2018), “Fed Balance Sheet in Focus: These Are the Market Clues to Watch,” *Bloomberg*, Nov. 27.
 12. Hatzius, Jan et al. (2018), “10 Questions for 2019,” *Goldman Sachs Economics Research*, Dec. 29.
 13. Hollenhorst, Andrew (2018), “FOMC – Dovish Hike as Expected, Risk Assets Still Let Down”, *Citi Research*, Dec. 19.
 14. JP Morgan (2018), “What’s Next for IOER?” *JP Morgan North America Economic Research*, Oct. 23.
 15. Kang, Steve (2018), “Corridors, Floors and LIBOR,” *Citi Research*, Jun. 2.
 16. Logan, Kevin (2018), “FOMC Reaction – Some Like It Gradual”, *HSBC Global Research*, Dec. 19.
 17. Malek, Lofting, Dsouza,(2018), “Global Oils Conference: Key Takeaways for 2019,” *JP Morgan Global Commodities Research*, Nov. 9.
 18. Meyer, Michelle et al. (2018), “ Fed up,” *Bank of America Merrill Lynch*, Dec. 19.
 19. Morse, Doshi, (2018), “The Eagle Has Become a Rogue Elephant in the Oil Market – But How Long Will This Last?” *Citi Research*, Nov. 14.
 20. Sharif, Omair (2018), “ FOMC: A little something for everyone,” *Societe Generale Research*, Dec. 19.

21. The OPEC Monthly Oil Market Report (MOMR) for November, *OPEC*, Nov.13.
22. Treanor, Jill (2018), “Bank Warns No-deal Could See UK Sink into Recession,” *BBC News*, Nov. 29.
23. Zexas, Michael et al. (2018), “FOMC Reaction: Tough Love”, *Morgan Stanley*, December 19.