

出國報告（出國類別：其他）

參加 Western Asset 舉辦之  
「Fixed-Income Markets and Investment  
Solutions」

服務機關：中央銀行

姓名職稱：杜文嘉 四等專員

呂俞萱 辦事員

派赴國家/地區：美國洛杉磯

出國期間：107 年 10 月 14 日至 28 日

報告日期：108 年 1 月 21 日

## 摘要

2018 年美國經濟成長超乎預期，加上通貨膨脹偏弱，為美國信用利差資產帶來正面之影響，惟隨著財政政策的支出減少，預計 2019 年至 2020 年，美國經濟成長將逐漸放緩。就業方面，目前仍處於持續成長的步伐，惟貨幣政策緊縮與金融條件的收緊，預計應會減緩就業的增長；美國實質 GDP 預計 2019 年和 2020 年將分別成長 2.4%與 1.7%。

歐洲方面，ECB 預計於 2019 年 9 月底後開始展開升息循環，2020 年後則開始縮減資產負債表，惟近期歐元區經濟成長並不符合市場預期，加上 2019 年 5 月歐洲議會選舉之影響，歐洲政治風險持續升溫，若民粹主義政黨的支持度增加，將成為 2019 年歐洲主要的風險來源，這將使得升息及縮減資產負債表的政策充滿不確定性。

中國過去採取強勢之財政及貨幣政策來促進其經濟成長，惟近期經濟成長力道已逐漸減弱，雖然服務業 PMI 仍持續上漲，但製造業 PMI 已經開始下滑，若其財政政策轉向中性情況，以及中美雙方貿易戰持續發生，則可能會進一步下調其經濟成長目標至 6.5%。

整體來看，美國勞動力市場及 Fed 貨幣政策仍趨緊，中國面臨去槓桿化的壓力，再加上其他難以預測的因素，如全球貿易戰、政治不穩定和油價波動等，使得全球經濟成長在 2019 年逐步放緩也充滿不確定性。

# 目錄

壹、前言 .....	1
貳、課程內容 .....	2
一、 公司概況與投資哲學.....	2
二、 全球經濟展望 .....	3
三、 美國景氣循環週期的現況.....	5
四、 景氣循環週期的觀察指標.....	12
五、 貿易戰對投資布局的影響.....	14
六、 歐洲地緣政治前景展望.....	21
七、 ECB 貨幣政策展望.....	26
八、 Western Asset 之風險管理.....	28
參、心得及建議.....	30
肆、參考資料.....	31

## 壹、前言

職等奉派參加 Western Asset 於美國洛杉磯 Pasadena 所舉辦為期二週之固定收益及資產管理訓練課程，參加學員主要為 Western Asset 交易對手及客戶，包括東南亞央行、投資銀行、保險公司及資產管理公司等。課程內容涵蓋：全球投資環境的簡介，包含美國、歐元區和新興市場等總體經濟展望，並加入固定收益投資、景氣循環週期與 Blockchain 的應用等多項議題。此次課程新設投資組合競賽單元，透過經濟事件情境模擬，調整投資組合中各資產的權重（包含外匯、公債、高收益債等投資商品），而透過學員間彼此的討論，來判斷在該經濟事件下須如何調整與選擇投資標的以達到最大報酬。

整體課程的安排有助於瞭解 Western Asset 對當前對總體經濟情勢之看法、固定收益市場現況、該公司投資策略、投資組合建構及其風險管理等，並以互動化問答方式，增進講者與學員之間的交流。

本報告內容共分為 4 個部分。其中，課程內容部分共分為 8 大主題，首先介紹公司概況與投資哲學，再依序講授全球經濟展望、美國景氣循環週期的現況及相關觀察指標、貿易戰對投資布局的影響、歐洲地緣政治前景展望、ECB 貨幣政策展望等，最後再介紹外部風險眾多情況下，Western Asset 該如何使用其風險管理工具來控制風險。

## 貳、課程內容

### 一、 公司概况與投資哲學

#### (一) 公司概况

Western Asset 設立於 1971 年，母公司為 Legg Mason，目前分別在 Pasadena、紐約、聖保羅、倫敦、杜拜、香港、新加坡、東京和墨爾本設有辦公室，員工人數總計 849 人，客戶遍及 37 國，掌管約 4,200 億美元資產，投資產品包括 Global IG Corporate、MBS/ABS 及 Treasuries 等。



圖片來源：Western Asset

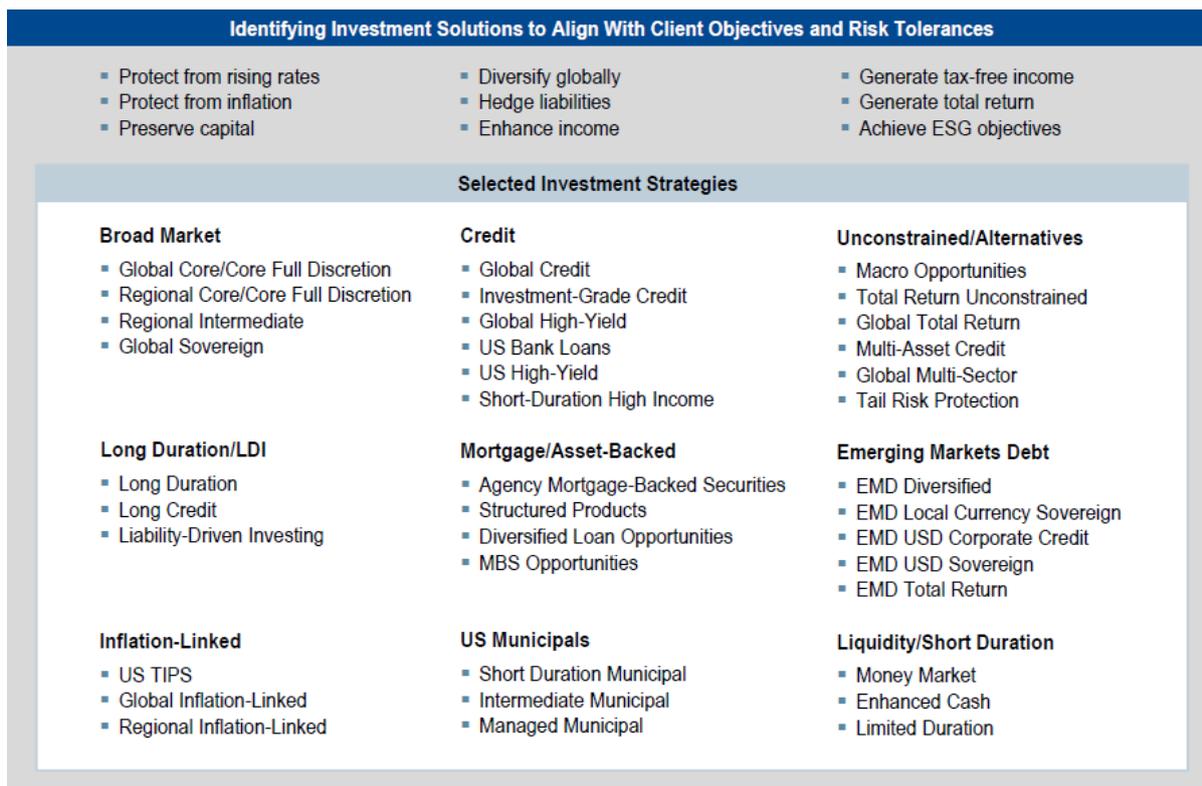
#### (二) 投資哲學

##### 1. 長期價值投資(Long-term fundamental value)

當市場發生突發狀況時，證券價格可能暫時性地訂價錯誤，使得價格有時將偏離其基本的公允價值，Western Asset 之投資組合決策偏好採用系統性分析，尋找被訂價錯誤的證券，當證券公允價值與市場訂價的看法差異愈大時，其潛在的投資價值機會亦愈大。

##### 2. 多元化投資策略(Multiple diversified strategies)

Western Asset 之目標係於風險承受範圍內，達成或超過投資者績效目標。操作策略係利用多元化的投資方式，考量利率期限、殖利率曲線、產業類別、證券種類、國家和貨幣政策之不同條件下，尋求最大價值。Western Asset 多元化的投資策略，可快速地反應不同環境下的挑戰，亦可透過提供全系列的固定收益商品或是量身定製商品，以滿足顧客的需求。

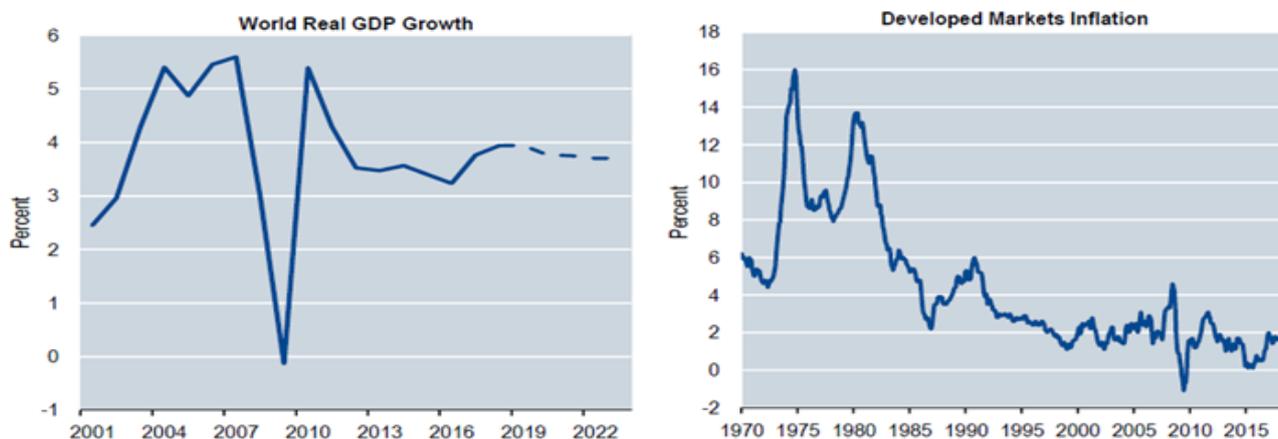


圖片來源：Western Asset

## 二、 全球經濟展望

### (一) 全球經濟成長趨於穩定且將放緩

美國勞動力市場趨緊、Fed 貨幣政策以及中國去槓桿化的壓力，再加上其他難以預測的因素，如保護主義、政治不穩定和油價波動等因素，全球 GDP 將在 2019 年之後，成長逐步趨緩，此外，已發展國家之通貨膨脹亦緩步上揚之情況下，Western Asset 對全球經濟之成長持續保持樂觀之態度。

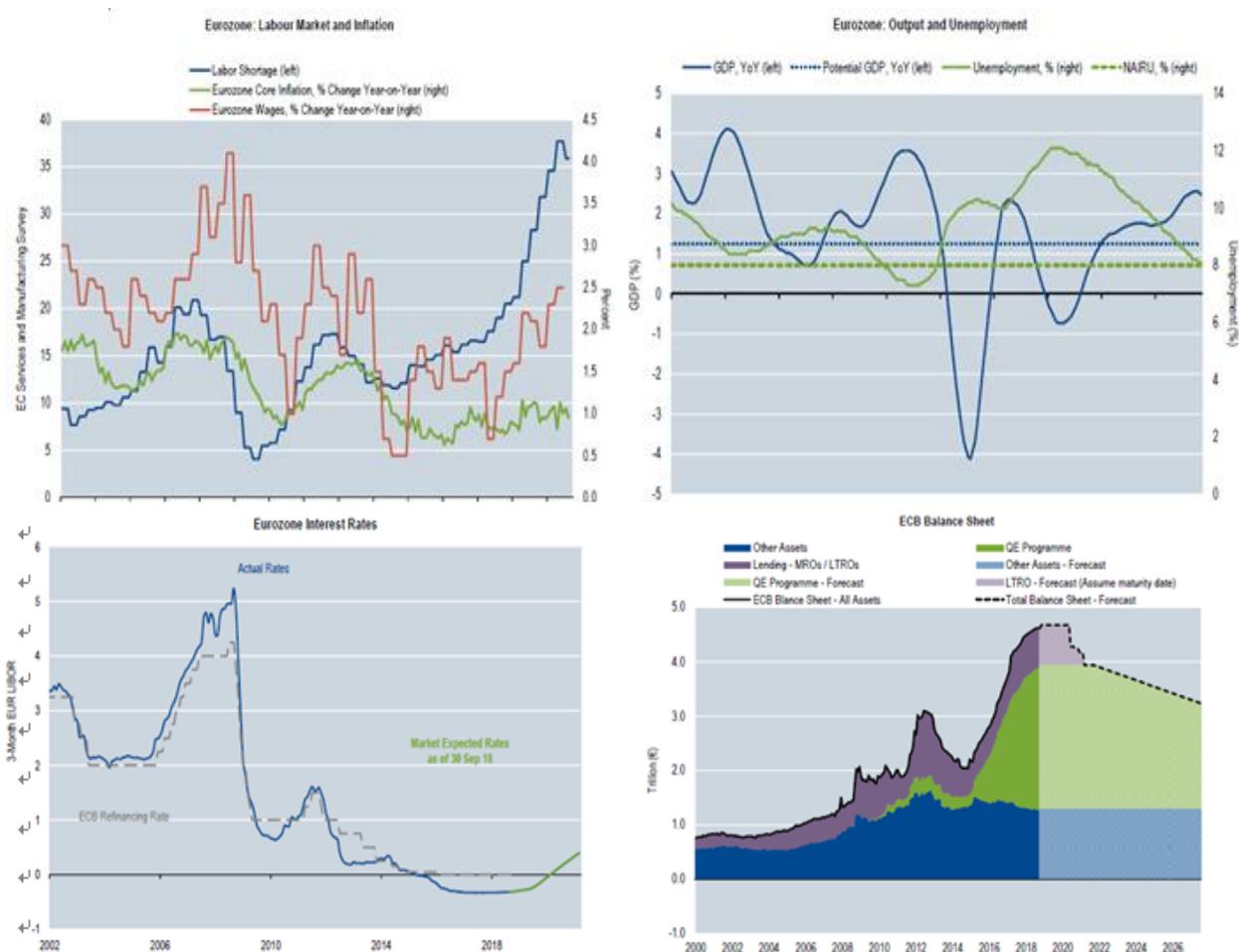


圖片來源：Western Asset

## (二) 歐元區經濟成長展望

2019 年歐元區經濟成長預測已下調 0.2 個百分點至 1.6%，2018 年經濟成長年增率為 1.9%，下調因素有考量義大利財政赤字與其預算支出與歐盟間的協商問題等，未來下行風險主要為義大利、全球貿易局勢緊張與英國脫歐進程等。

Western Asset 預期，ECB 將於 2019 年 9 月底後開始展開升息循環，2020 年之後則開始縮減資產負債表，惟近期歐元區經濟成長並不符合市場預期，未來升息及縮減資產負債表則充滿不確定性。

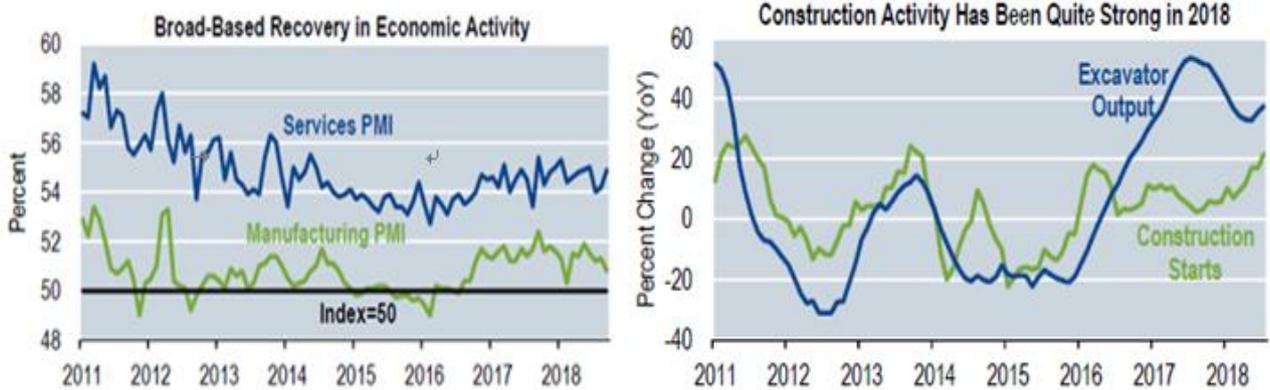


圖片來源：Western Asset

## (三) 中國經濟成長展望

中國過去採取強勢之財政及貨幣政策來促進其經濟成長，惟近期經濟成長力道已逐漸減弱，雖然服務業 PMI 仍持續上漲，但製造業 PMI 已經開始下滑，若其財政政策轉

向中性情況，加上中美雙方貿易戰持續發生，未來則可能會進一步下調其經濟成長目標僅達 6.5%。

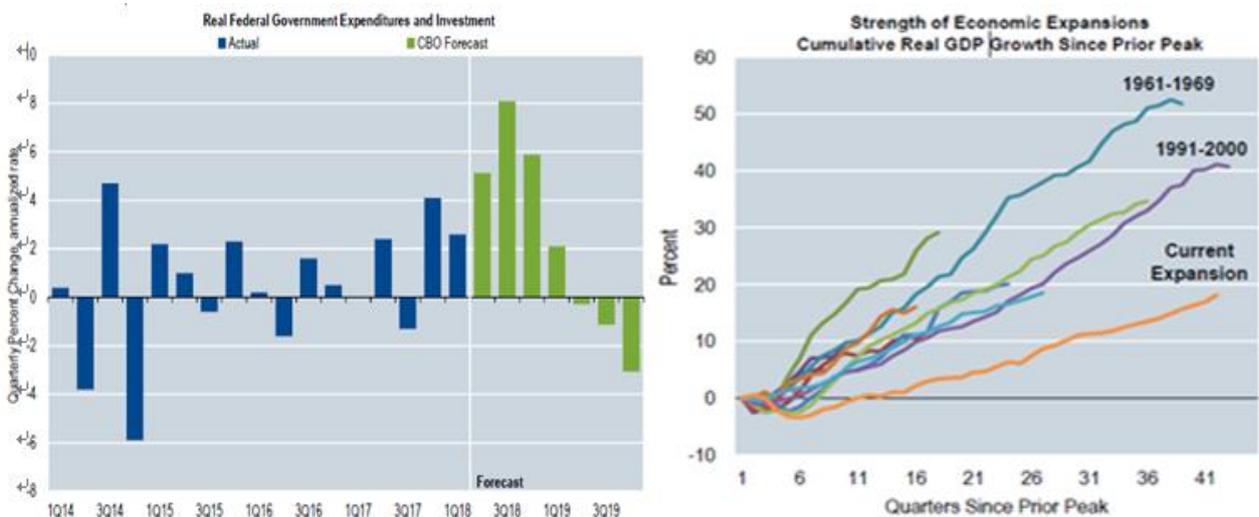


圖片來源：Western Asset

### 三、 美國景氣循環週期的現況

#### (一) 經濟成長展望

美國經濟成長表現超乎市場預期，加上通貨膨脹偏弱，這對美國信用利差資產帶來正面之影響，惟隨著財政政策的支出減少，預計 2019 年至 2020 年，美國經濟成長將逐漸放緩。就業方面，目前仍處於持續成長的步伐，惟貨幣政策緊縮和金融條件的收緊，預計應會減緩就業的增長；整體來看，預計 2019 年和 2020 年美國實質 GDP 將分別成長 2.4%與 1.7%。



圖片來源：Western Asset

## (二) 當前美國景氣循環週期已是歷史第一長

自 2007 年 12 月至目前為止，美國正處於最長的景氣循環週期(過去最長為 128 個月，目前已 130 個月以上)，且即將進入歷史上最長的擴張期(過去最長為 120 個月，目前已 112 個月以上)，惟擴張期之平均 GDP 成長為 1949-1953 年後之相對低點，後續可持續觀察美國 GDP 之成長期間能否持續及其幅度能否擴增。根據其他投資銀行之模型指出，未來 12 個月美國經濟衰退的機率近期已大幅上揚至 30%，創下此波擴張期的新高。

Length and Strength of Postwar US Business Cycles

Initial Peak	Terminal Peak	Length of Cycle (months)	Avg. GDP Growth (%)
February 1945	November 1948	45	-4.9
November 1948	July 1953	56	5.1
July 1953	August 1957	49	2.8
August 1957	April 1960	32	3.4
April 1960	December 1969	116	4.3
December 1969	November 1973	47	3.7
November 1973	January 1980	74	2.9
January 1980	July 1981	18	1.4
July 1981	July 1990	108	3.4
July 1990	March 2001	128	3.3
March 2001	December 2007	81	2.6
December 2007	???	130+	1.5

Length and Strength of Postwar US Business Expansions

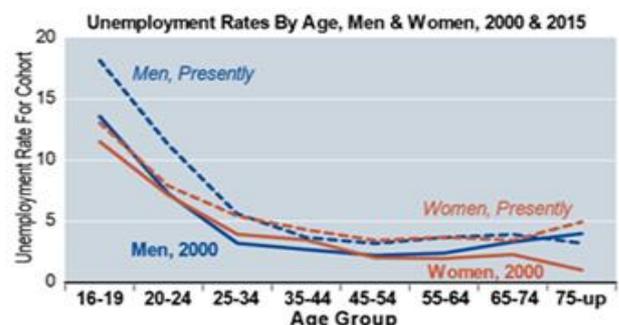
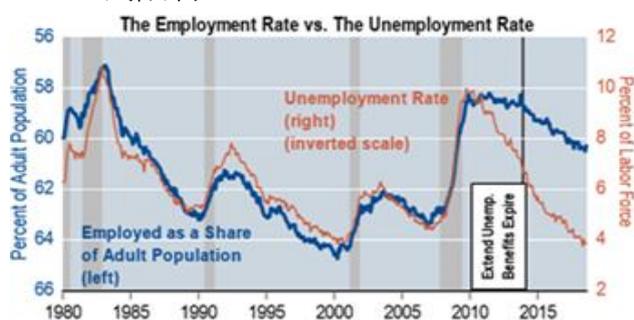
Initial Peak	Terminal Peak	Length of Cycle (months)	Avg. GDP Growth (%)
October 1945	November 1948	37	-2.22
October 1949	July 1953	45	6.9
May 1954	August 1957	39	4.0
April 1958	April 1960	24	6.7
February 1961	December 1969	106	4.8
November 1970	November 1973	36	5.1
March 1975	January 1980	56	4.3
July 1980	July 1981	12	4.3
November 1982	July 1990	92	4.3
March 1991	March 2001	120	3.6
November 2001	December 2007	73	2.9
June 2009	???	112+	2.3

圖片來源：Western Asset

## (三) 失業率急劇下降，惟非因就業的成長

美國在此次擴張期之前，失業率與就業率之間存在著緊密的一致性，惟此種緊密的一致性在目前卻未能持續成立，且目前就業率仍低於 1980 年代之前景氣循環週期的任何時點(當時女性已可完全投入勞動)。

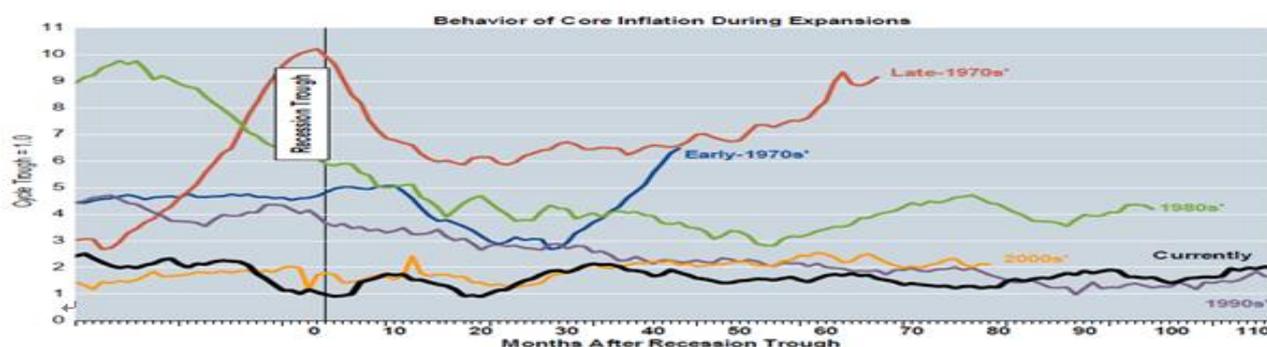
目前失業率大幅減少係可歸因於勞動參與率的下降，而勞動參與率的下降係反映出戰後嬰兒潮之人口退休加劇，老化情況日趨嚴重，使得失業率急遽下降，此外，從 2000 年及 2015 年之失業人口區間觀察，反映出青年人口之失業情況上升，就業的成長受到限制。



圖片來源：Western Asset

#### (四) 對通貨膨脹的看法

1965 年至 1980 年間，通貨膨脹大多在經濟復甦期間大幅走升，惟 1980 年代之後，經濟蕭條後之通貨膨脹急遽攀升情況已逐漸消失。Western Asset 認為，此次經濟蕭條後之經濟擴張期中，通貨膨脹並沒有出現任何上升之趨勢，而此趨勢並與菲利浦曲線的架構有些矛盾，加上近期油價大跌，以及美國、歐洲與日本的核心通貨膨脹率未出現明顯的升幅，因此下修 2019 年的通貨膨脹預期，而雖然通貨膨脹前景溫和，但美國薪資成長率在此次經濟週期中上揚至 3%，使得通貨膨脹有可能出現令人驚喜的發展。



圖片來源：Western Asset

#### (五) 債券殖利率的週期性理論

##### 1. Western Asset 對債券殖利率的週期性理論保持存疑

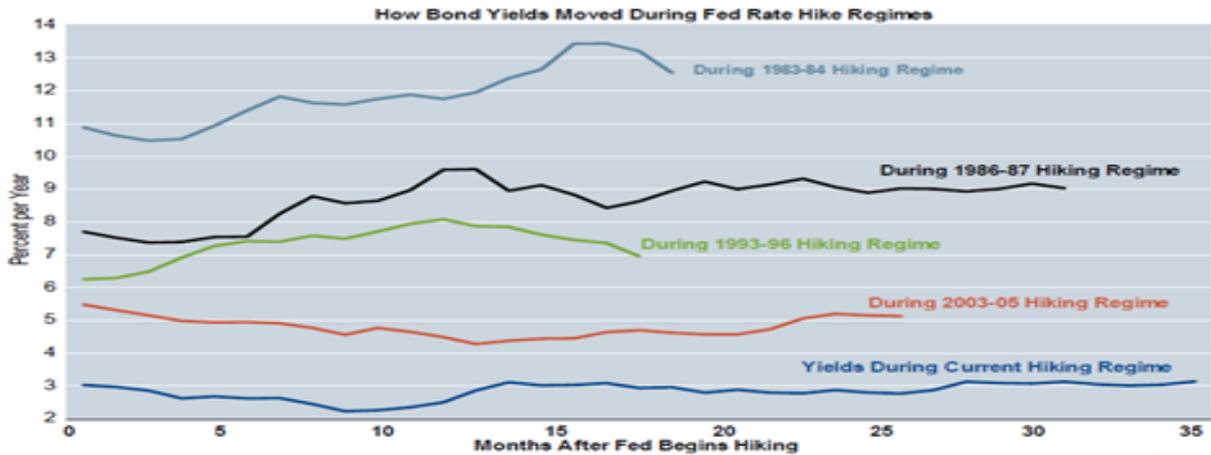
當通貨膨脹長期呈現上升趨勢時，債券殖利率亦應長期上漲；自 1980 年代初期通貨膨脹上升以來，債券殖利率之上升於經濟擴張期間呈現出上漲期間短且相當分散之情況，且應於經濟擴張開始後的三到五年內達到高點，惟在目前的經濟擴張期間下，已經超過三到五年之時點，而債券殖利率似乎尚未達到高點，後續的變化仍有待時間證明，因此 Western Asset 保守看待債券殖利率的週期性理論。

Business Cycle Trough	Tbond Trough		Tbond Peak		Expansion Length (Mos.)	Yield Rise Length	Mos. After Business Trough Yields	Trough-to-Peak Rise (%)
	Date	Level (%)	Date	Level (%)				
Oct 1949	Dec 1949	2.19	Jun 53	3.13	37	42	44	0.94
May 1954	Jul 1954	2.47	Oct 57	3.73	45	39	41	1.26
Apr 1958	Apr 1958	3.12	Jan 60	4.37	39	21	21	1.25
Feb 1961	May 1961	3.73	Jun 70	6.99	106	109	112	3.26
Nov 1970	Nov 1971	5.40	Aug 74	7.30	36	33	45	1.90
Mar 1975	Dec 1976	6.40	Oct 81	14.10	58	58	79	7.70
Nov 1982	Apr 1983	10.20	Jun 84	13.00	92	14	19	2.80
Mar 1991	Oct 1993	5.90	Nov 94	8.20	120	13	44	2.30
Nov 2001	Jun 2003	4.17	May 04	5.33	72	11	30	1.16
Nov 2007	Jun 2009	2.18	Dec 13	3.61	82	17	54	1.43

圖片來源：Western Asset

## 2. Fed 升息期間長期利率卻已停止上升

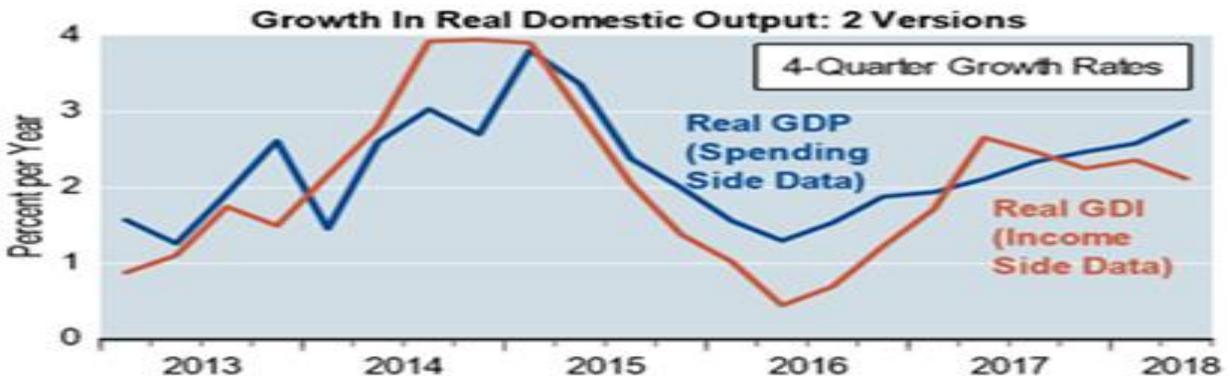
1980 年代時期，通貨膨脹上升導致 Fed 升息，通常也會引導長期利率攀升，然而在 1990 年代時期，短期利率上升的情況下，長期利率卻幾乎沒有成長；在 2003 年至 2005 年短期利率上升期間，長期利率並無明顯上升趨勢。最近 3 年短期利率有近 200bps 上升，亦未能引起長期利率有明顯的上升趨勢。



圖片來源：Western Asset

## 3. Western Asset 對美國經濟成長感到存疑

Western Asset 非常謹慎地從歷史走勢來分析經濟景氣循環週期變化與市場的未來走向，且其在全球經濟走緩的前提下，對過去 6 個季度美國經濟成長感到存疑。過去美國經濟衰退幾乎都是受到製造業成長下滑所引起，惟目前美國經濟成長若衰退，反而受到製造業成長衰退的可能性最小，在此情況下通貨膨脹亦不太可能加速攀升。展望未來，隨著金融情勢的趨緊、財政刺激力道減弱和油價下跌的影響，2019 年美國經濟成長約為 2.0%至 2.5%。



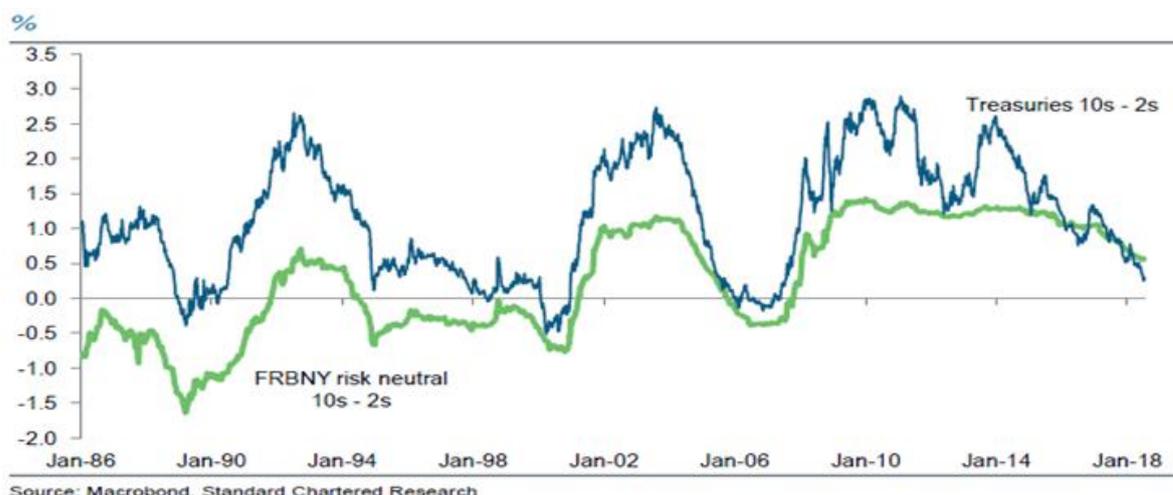
圖片來源：Western Asset

#### 4. 美國公債殖利率平坦化與經濟衰退的意涵

Fed 與渣打銀行對殖利率曲線平坦化導致經濟衰退的意涵感到懷疑。紐約聯邦儲備銀行(Federal Reserve Bank of New York；FRBNY)則結合風險中立殖利率曲線，運用計量分析方法，粹取殖利率曲線中不同期限的風險溢酬(risk premia)。此風險中立殖利率曲線在概念上與 Fed 所重視的聯邦基金期貨曲線(Fed Funds Futures Curve)斜率以及較不受風險溢酬影響的其他殖利率曲線指標相契合。

FRBNY 估計，調整後風險中立殖利率曲線中，10 年期和 2 年期之利差仍為標準殖利率曲線的 2 倍；此外，風險中立殖利率曲線斜率平坦化程度較不明顯，顯示在觸及過去低點前仍有一些空間。FRBNY 的風險中性殖利率曲線看起來目前更像在景氣循環的中段(mid-cycle)，而非末段(end-cycle)。由於此估計的本身可能存在誤差，故無法百分之百的精準，而此與 Fed 的計算方法一致且亦經過仔細估算，因此仍可能給予一定程度的關注。

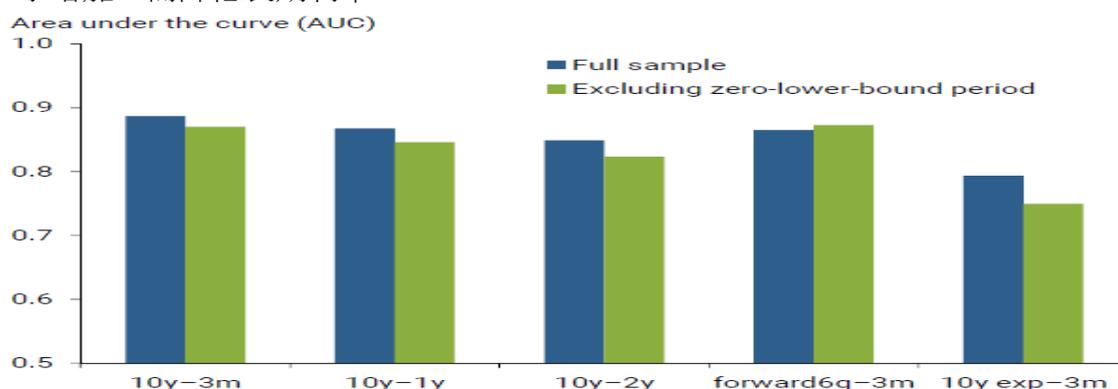
由此可知，由於 FRBNY 之風險中性殖利率曲線走勢尚未出現警訊，這也是 Fed 對目前殖利率曲線之看法不同於其他市場參與者，而未感到緊張的例子。



過去文獻著重在研究美國 3 個月國庫券與 10 年期公債殖利率的利差，係因採用 3 個月短期利率與遠期利率之利差來預警經濟衰退之情況較為明確，因其著重在預測短期貨幣政策的路徑。近期可發現，2 年期與 10 年公債殖利率利差最低，而 3 個月與 10 年期的利差距離下限零仍有一段空間，大約仍有 1%之空間。

San Francisco Fed 認為，長期殖利率偏低部分原因若為量化寬鬆貨幣政策(Quantitative easing；QE)所導致，則不需過度擔憂殖利率斜率平坦化所導致的經濟衰退風險增加，惟仍須考量 QE 對利率的影響程度以及 QE 使期限溢酬降低之情況，寬鬆的金融條件刺激經濟可能產生過熱情況，進而增加未來衰退的風險。

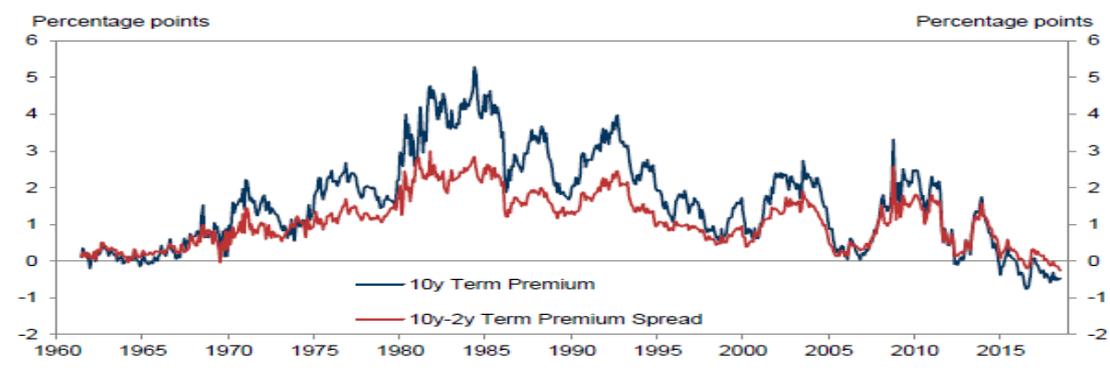
殖利率曲線反轉與經濟衰退兩者具相關性，但未必為因果關係，殖利率曲線反轉可能因緊縮的貨幣政策使短期利率上揚，投資者預期未來經濟衰退可能導致長期債券之需求增加，而降低長期利率。



圖片來源：San Francisco Fed

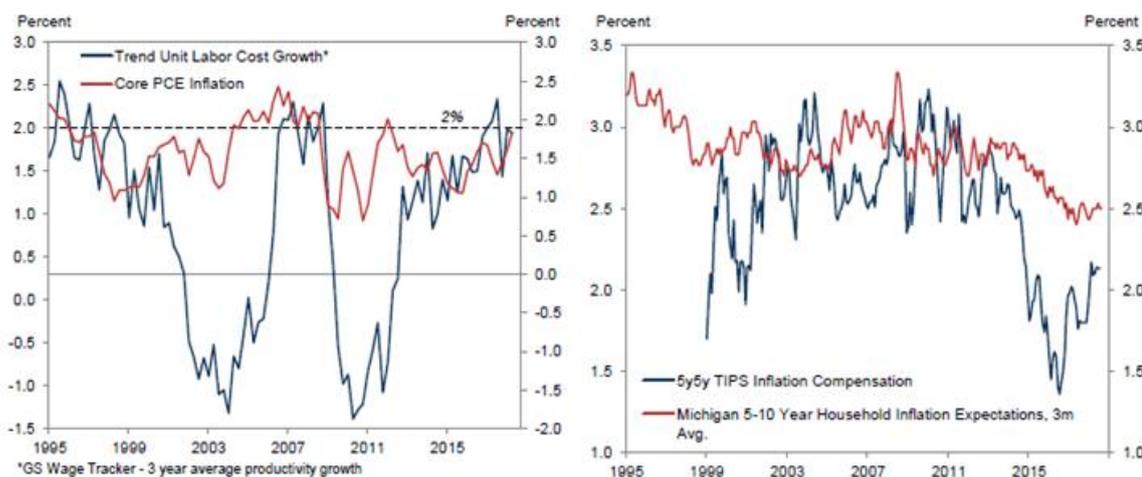
美債殖利率曲線並未顯示經濟衰退風險提高，過去殖利率曲線反轉與經濟衰退往往有相關性，惟以當前的經濟環境來看，這個信號已經不是很好的預測工具，主要係因 Fed 實施 QE，使得期限溢酬劇烈變動，降低期限溢酬。過去殖利率反轉代表利率已高過中性利率數百個基點，但現今因上述因素，政策利率來到中性利率或還未到達時，殖利率曲線可能就已經先反轉。

Exhibit 2: The Decline in the Term Premium Makes an Inversion a Much Weaker Signal Today



Source: Federal Reserve Bank of New York, Goldman Sachs Global Investment Research

部份投資銀行認為，若直接觀察經濟數據來衡量經濟風險程度，目前情況仍屬溫和。迄今，通貨膨脹及 trend 單位勞動成本成長率仍低於 2%，預計 2020 年初，失業率將降至 3%，為自韓戰以來的新低點，而勞動力市場緊俏通常伴隨高通貨膨脹，此為避免未來幾年經濟衰退的關鍵因素。



Source: Department of Commerce, Federal Reserve Board, University of Michigan, Goldman Sachs Global Investment Research

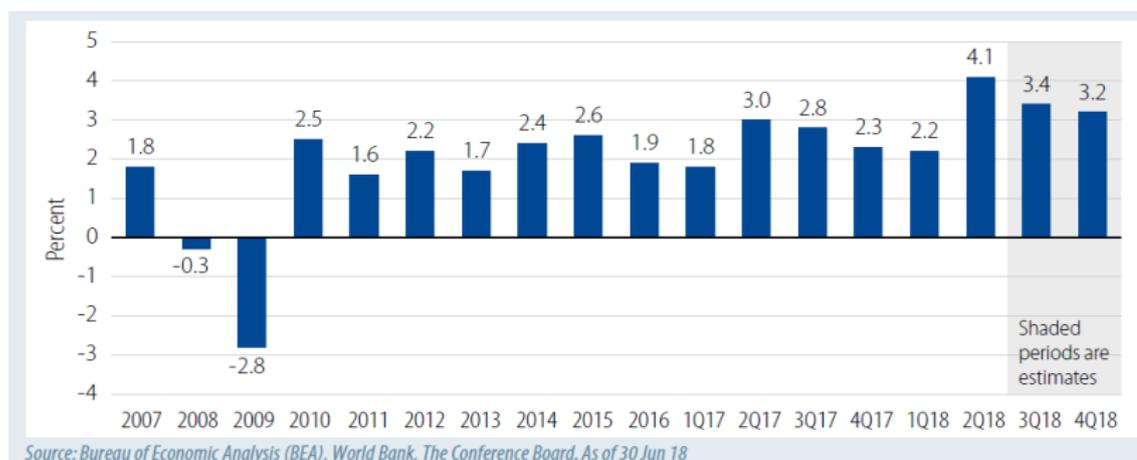
	預測工具	論點
Federal Reserve	3個月國庫券利率與市場價格所隱含的遠期利率	殖利率曲線並非衡量美國經濟陷入衰退機率之最佳指標，以雜訊較少的遠期利率衡量可能較適當，而目前情況並未出現反轉現象。
NY Fed	2年期與10年期公債風險中性殖利率曲線	FRBNY的風險中性殖利率曲線看起來目前更像在景氣循環的中段(mid-cycle)，而非末段(end-cycle)，該風險中性殖利率曲線走勢尚未出現警訊。
San Francisco Fed	3個月與10年期公債殖利率	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 長期殖利率偏低似乎是因先前Fed購債計劃所導致。</li> <li>➢ 曲線反轉並非一定預示衰退即將來臨，因兩者間未必存在因果關係。</li> </ul>

## 四、景氣循環週期的觀察指標

Western Asset 提出觀察景氣循環週期的 5 個指標，加上貨幣或財政等有能力改變經濟與信貸條件的影響政策，Western Asset 認為以下的因素一直以來都是歷史上非常重要的觀察指標。

### (一) 經濟成長

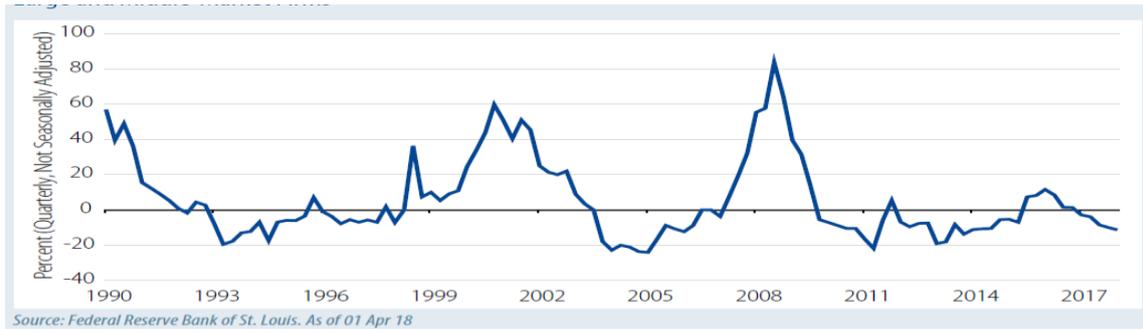
經濟成長為支撐信貸週期的先決條件，當經濟過熱、成長強勁且通貨膨脹壓力升溫時，可能會提高經濟衰退的風險。Fed 採取提高聯邦資金利率的緊縮貨幣政策，用以緩和成長的速度及穩定通貨膨脹，若升息過多時，經濟活動可能會陷入衰退，導致經濟成長和信用週期下滑。目前美國與海外經濟呈現溫和成長，通貨膨脹壓力似乎可以控制，個人消費支出(PCE)以及通貨膨脹維持在或略低於 Fed 目標水準的 2%，適度的經濟成長和低通貨膨脹，應能持續維持信用週期的擴張階段。



圖片來源：Western Asset

### (二) 放款標準

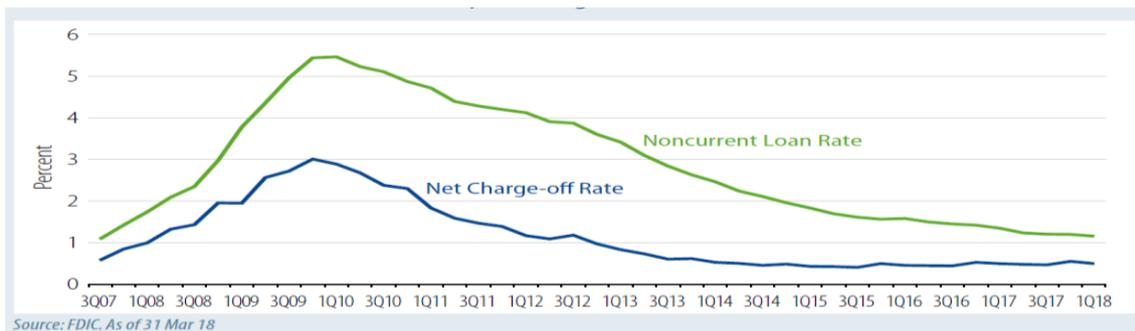
Fed 會定期調查 80 家大型美國國內銀行以及 24 家美國外資銀行分行，其主要目的為了解美國的企業貸款情況。當銀行對未來前景保持樂觀態度時，會適度鬆綁貸款標準，反之，當經濟前景黯淡時，貸款標準則會收緊；貸款標準傳統上是一個非常準確的指標，可幫助預測過去的信貸週期下滑。目前貸款標準處在有利之趨勢，信貸週期持續處於擴張階段。



圖片來源：Western Asset

### (三) 銀行資產品質

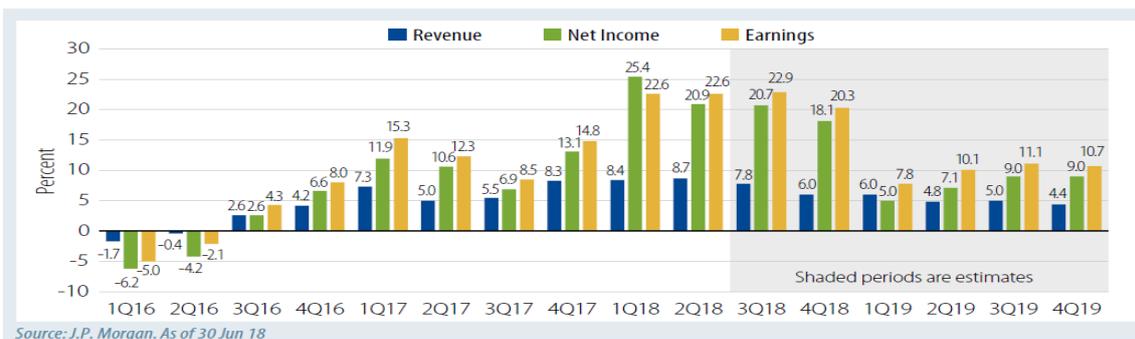
美國銀行業目前正受益於強勁穩定的資產品質，從而減少信貸成本，且在稅率較低和產品利潤率較高之情況下，皆有助於銀行業獲利金額屢創新高。目前年度放款成長已從 7% 的高峰放緩，與名目 GDP 同比成長 4.9% 的水準相當。若以銀行資產品質衡量的話，目前景氣仍處於擴張階段。



圖片來源：Western Asset

### (四) 企業獲利能力

企業獲利能力仍持續成長，在 2018 年獲利成長達到高峰後，預計 2019 年將維持適度放緩。企業獲利能力有利於延續信貸週期的擴張階段，而其中最主要的關鍵因素係為稅改使得企業減少稅務支出，有助於企業提高獲利金額。



圖片來源：Western Asset

## (五) 發行者財務指標

企業受限於資產負債表，發行者之基本信用指標需處於穩健狀態；另應特別注意投資級信用市場的成長與 BBB 等級或品質較差的高收益債券。企業強勁的獲利成長下，加上較保守的資產負債表管理與溫和的經濟成長，這都會對信用市場帶來正向影響，但有些特定產業仍面臨壓力（如電信、媒體和零售業）。過去五個季度，企業的槓桿比率持續下降、流動性指標、收益、利息覆蓋率和稅前利息及攤銷費用前淨利均接近歷史最高水準，整體來說，財務指標均顯示目前條件有利於擴張週期的進一步發展。

## (六) 其他可能增加擴張階段風險的因素

除美國公債殖利率平坦，暗示經濟衰退風險增加外，並無明顯的經濟訊號顯示經濟走向衰退；而經濟沒有衰退，就沒有信貸低迷的可能性。如此，除前述指標所提及的問題需要密切監控外，尚包括以下之不確定因素：

### 1. Fed 的政策行動

Fed 緊縮貨幣政策可能會將利率提高至超出正常水準的範圍外，因此不能忽視 Fed 將利率提高至 3% 之可能性，雖然從目前之資訊來看，Western Asset 認為此結果的可能性很低。由於 Fed 已經開始提高短期利率，作為解除 QE 措施的一部分，而非對應於通貨膨脹的增加，若工資、原料成本或任何其他因素可能推升通貨膨脹，Fed 之政策目標亦可能隨時會發生改變。

### 2. 全球貿易緊張局勢不斷升溫，將密切注意未來的發展情況，防止進一步演變成不可收拾的局面。

## 五、 貿易戰對投資布局的影響

### (一) 過去貿易戰的發展情況

1930 年之經濟大蕭條時代，美國國會通過「斯姆特 - 霍利關稅法案」(The Smoot-Hawley Tariff Act)，主要係為減少美國廠商對外的競爭壓力而對大約 2 萬多種進口產品提高關稅，惟法案通過後，引發全球民族主義的浪潮，緊接而來的是來自歐洲和加拿大的貿

易報復，最終使美國經濟大蕭條更加惡化，導致之後 5 年全球貿易規模大幅萎縮，因此，打貿易戰的策略不易獲勝，反而需要花費更多的時間來彌補負面影響。

川普政府為保護美國鋼鐵與鋁工業，以及因應中國高科技產業的發展，已引起最大貿易夥伴如中國、加拿大、歐盟和墨西哥的報復威脅。Western Asset 將以觀察過去歷史的演變，來探討貿易戰對全球經濟、美國經濟、其他國家經濟以及全球主要產業的潛在影響，尤其是在與固定收益投資者最相關的領域。

## (二) 三大貿易區域之間的發展將對全球經濟構成主要風險

IMF 的報告指出，在最壞的情況下，假設關稅持續影響並衝擊全球，預計到 2020 年全球 GDP 將下降 0.5%，不同國家和地區的影響程度不同，其中，IMF 認為美國將特別容易受到影響。

### 1. 美中貿易戰

#### (1) 美中關係若瓦解，將對全球產生重大影響

兩方之間的衝突主要是美國對中國的巨額貿易逆差，特別是在電腦和電子領域方面，因此，美國以確定中國是否有侵犯智慧財產權為由而啟動 301 條款，除此之外，川普政府不僅威脅對中國提高關稅，更威脅要嚴密監控中國在美國的投資以及限制中國公民的簽證。

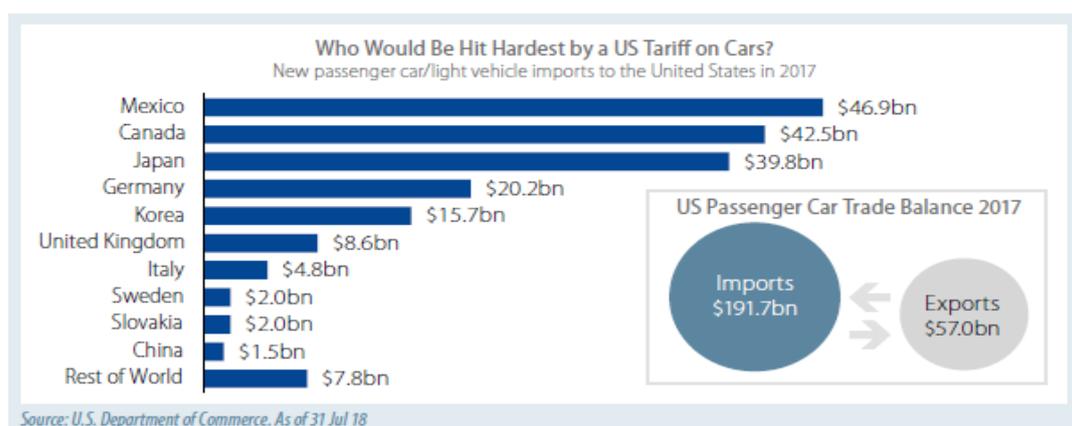
#### (2) 中國可能採取的報復手段

中國已經公布一份特定的商品清單，而這些商品可能具有某種政治重要性（例如農產品出口），用以課徵等值的關稅。

此外，中國會持續保有美國公債以符合其自身利益；主要係因 2000 年時，中國累積許多美元資產以防止人民幣升值過快，而目前所持有的美國公債僅是過去所持有以美元計價資產部分，且美國公債是一種相對風險較低的資產。若中國賣出美國公債，亦可能同時賣出美元資產，使得人民幣可能會因此升值，若加上關稅影響，將會導致中國出口吸引力下降，此舉並不符合中國的利益。

## 2. 北美自由貿易協定(NAFTA)

- (1) 美國、加拿大與墨西哥在 2018 年 10 月 1 日達成新版美墨加協定(United States-Mexico-Canada Agreement, USMCA),對加拿大而言,目前不至於有重大的改變,但與全面貿易戰相比,此為較好的替代方案。
- (2) 美國在新協議中,提供加拿大汽車有免稅出口配額,而加拿大則同意放寬乳製品供應管理,以提高美國乳製品出口到加拿大的機會,惟就鋼、鋁關稅之爭議尚未達成協議。近期,加拿大透過與美國論壇、商業合作等方式,增加美國政府壓力,希望藉此在美國批准 USMCA 前讓美國同意豁免鋼鋁稅。
- (3) 美國同意未來若有涉及國家安全爭議之產業,將提前通知加拿大及墨西哥進行談判,這意味鈾業將為美國下一個課稅目標。



圖片來源：Western Asset

## 3. 對歐洲的影響

中美雙邊貿易緊張局勢為歐洲帶來下行風險,若協議要求中國從美國進口更多產品,則可能取代歐洲出口;若協議不順利,中國對美國課徵報復性關稅,使得出口轉移至歐洲和其他國家,此時歐洲將有機會崛起。美國總統川普認為,歐洲對美國的巨額貿易順差以及低估的歐元對美國不公平,因此,儘管 2018 年 6 月川普和歐盟主席榮克之美歐貿易關係暫時達成停火協議,但歐盟貿易開放程度及跨境經濟聯繫密度高,加上其結構性體制弱點以及無法參與美中貿易談判等因素,反而易受美國保護主義威脅加劇的影響,使得其經濟情勢顯得更加複雜。

### (三) 貿易戰對通貨膨脹的影響

Western Asset 認為，貿易戰不一定會導致更高的通貨膨脹，雖然關稅可能一開始會使得價格快速上升，惟增加的成本可能部分由進口商承擔，且價格上漲僅是一次性事件，發生後不見得會有下一次，而通貨膨脹通常係指一段持續的過程，價格預計會逐月和年復一年地上漲。

此外，關稅提高會對總需求與美國長期經濟成長帶來負面影響，例如，經濟大蕭條一開始發生時，斯姆特-霍利關稅法案通過，加上當時正值近百年來通貨緊縮最嚴重的時期，當貿易衝突加劇並引發一系列報復和反報復行為時，一次性關稅提高引發的通貨膨脹效應可能最終演變為通貨緊縮。根據 FOMC 會議紀錄曾顯示，與貿易政策相關的不確定性的風險最終可能會對投資支出產生負面影響。

### (四) 易受貿易戰影響的產業

#### 1. 汽車業

提高一定規模的關稅往往會對消費者產生較多的間接稅，進而降低總需求、提高該產業的失業率。美國約有 14 家國內外汽車製造商，並擁有超過 700 萬員工，加上研發投資超過 200 億美元，可貢獻出約 2,000 億美元的聯邦稅和州稅。貿易戰對歐洲汽車業易造成嚴重的傷害，加上英國脫歐談判也是該地區另一個不確定因素，因為硬脫歐之結果將可能嚴重影響到整個汽車供應鏈的運作。受制於不確定因素，Western Asset 建議投資者應投資資產負債規模較大且流動性緩衝充足的汽車公司，較可抵禦上述之不確定因素。

#### 2. 能源業

特別是原油短期內易受到全球貿易戰的影響，若全球 GDP 成長放緩將可能減少石油之需求，並破壞當前的供需平衡。Western Asset 建議，應布局在上游勘探業、能源生產公司以及對商品價格敏感度較低的中游營運商。

### 3. 金融業

- (1) Western Asset 認為，全球貿易戰導致經濟成長疲弱或長期的低利環境，可能導致信用品質下降和獲利成長疲弱。美國銀行業的財務報表顯示，金融業獲利尚未被貿易戰影響而侵蝕，而美國銀行業的獲利通常來自於國內，貿易戰間接負面影響將為美國經濟成長放緩，此將造成銀行業收入降低（如不良放款將成長）。
- (2) 歐洲銀行業仍處於提高資產品質和資本建立的過程，因此容易受到歐洲或其國內市場經濟基本面惡化的影響。自金融危機爆發以來，歐洲銀行已建立超過 7000 億歐元的資本，其第一類資本比率幾乎成長兩倍，不良貸款率從 2015 年最高值 7% 左右降低至 3.9%。Western Asset 建議，應選擇投資具有穩健銀行系統及低風險商業模式的銀行。

#### (五) 貿易戰對各產業可能的影響：

產業分類	受貿易戰影響程度	重點內容
航太國防	中度	美國課徵關稅導致部分零件成本增加，可能對該產業的全球競爭力產生重大負面影響。另外，英國脫歐亦是一個更大的不確定因素，係因英國與歐洲之間的國防存在著密切關係，歐洲空中巴士公司可能在中國獲得更多訂單及提高市占率。
汽車產業	高度	提高關稅將導致對消費者增收大量間接稅，消費者減少總需求，提高汽車產業失業率以及影響未來汽車研發的投入。
農業	高度	大豆已被列入課徵關稅的清單，此舉將對大豆需求和價格產生負面影響。
金融業	低度	短期美中貿易戰的直接影響有限。對於美國和歐洲而

產業分類	受貿易戰影響程度	重點內容
		言，經濟成長疲軟或低利環境等進一步可能導致信用品質與收入成長下降。
化工產業	中度	化學製品乃為中國報復性課徵關稅的目標，若此效應透過供應鏈傳遞，長期將影響價格和庫存的調整。
服飾&玩具業	低度	從中國進口的服裝和鞋類尚未涵蓋於美國關稅清單。由於多數玩具都是在中國生產，產業受影響程度也最大。
能源	低度	在價格較具競爭力的情況下，過去幾年美國對中國的石油出口一直在增加，全球貿易戰可能會破壞此趨勢。
食物、飲料與菸草	高度	投入成本上升，壓縮產業利潤，企業信用品質將持續下降。
金屬與礦產	低度	貿易戰對其長期產生負面影響，未來不確定性增加若導致價格下降，將進而破壞需求，惟目前 Western Asset 認為其基本面仍維持不變。
醫藥	低度	中國製造化學品的藥商可能會比品牌藥生產商感受到更大的影響，像胰島素、抗憂鬱藥、核磁共振儀和人工關節的成本影響最大，係因藥物和設備製造商均從中國進口材料。
電信與媒體	低度	收入來源和成本結構無直接連結，對美國的影響程度有限，惟美國媒體可能面臨中國的關稅和限制。然而，對歐洲的影響微乎其微，因為風險集中在國內競爭、監管環境和併購活動。
零售業	低度	對美國零售商影響最小，且對歐洲影響有限。

產業分類	受貿易戰 影響程度	重點內容
科技	高度	科技業是主要有爭議的產業，鑑於長期複雜的供應鏈以及在中國的暴險，美國公司將受到最大的負面影響。
運輸	高度	全球貿易量的減少將帶來信用品質的顯著惡化，集貨裝箱運輸為具有高營運槓桿、低利潤、產能過剩和燃料成本上升的週期性行業。中國為集貨裝箱進入美國的最大來源國，占 2018 年 1 月至 2018 年 5 月所有集貨裝箱進口的 46%。
公用事業	低度	公用事業主要是美國國內關注的議題，較不受關稅或貿易戰的影響。

## (六) 小結

投資者不能忽視貿易緊張局勢惡化的可能性，若貿易戰緊張局勢持續升級，預計對信用利差商品有進一步壓力，因此，應著重多元化的投資組合需求。Western Asset 首席投資長 Ken Leech 認為，貿易戰發生時，美國公債為固定收益債券中較穩健且具分散風險的商品，此外，企業在地區與產業方面的多元化程度愈高，且規模愈大愈能夠應對貿易緊張局勢之威脅及風暴。

## 六、 歐洲地緣政治前景展望

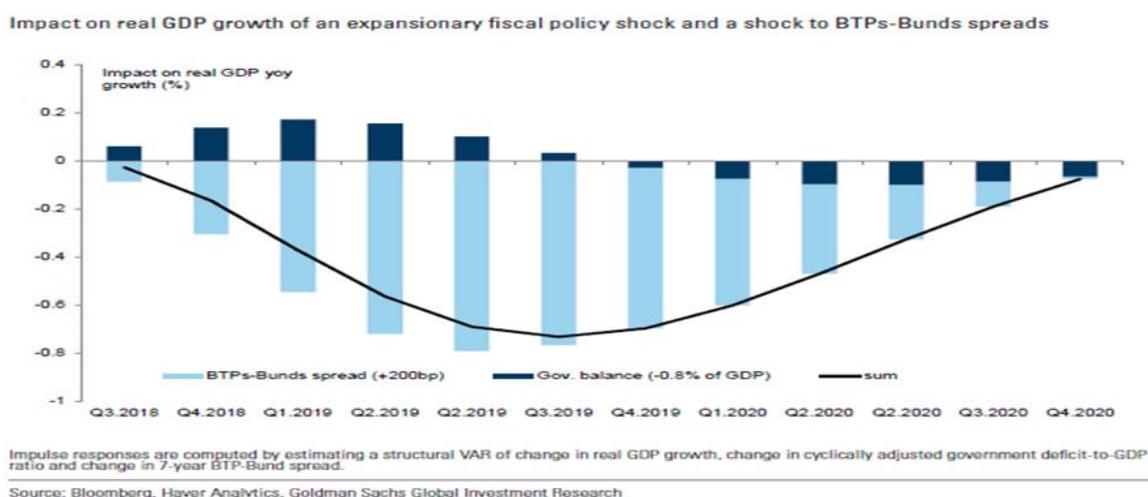
受到 2019 年 5 月歐洲議會選舉之影響，歐洲政治風險持續升溫，根據民意調查，約有 25% 的歐洲議會議員來自疑歐派的政黨，若民粹主義政黨的支持度增加，將為 2019 年歐洲主要的風險來源。

### (一) 義大利經濟與財政展望

2018 年，五星運動黨(M5S)和聯盟黨 Lega 成立一個民粹主義的政府，並就 2019 年的預算達成妥協，義大利副總理薩爾維尼(Matteo Salvini)和迪馬尤(Luigi Di Maio)正在執行財政擴張政策，並與歐盟持續協調中。

高盛以財政乘數分析，對於該國政府所提出之財政寬鬆政策以刺激實質 GDP 成長感到存疑，高盛認為因義大利負債程度較高<sup>1</sup>，導致其財政乘數效果較不佳，而受到高負債的因素下，利率上升和利差擴大導致銀行融資成本增加，並轉嫁給消費者與公司，排擠私人消費和投資；因此，高盛預計，2019 年財政擴張暫時性刺激國內需求將因市場緊張局勢以及潛在的信用緊縮而抵銷。

義大利 2019 年的預算案中，乃以提高社會福利與退休金支出而非增加公共投資，將不利於經濟成長，高盛估計，該預算案以及利差擴大的綜合影響可能對未來 12 個月實質 GDP 成長率帶來約 0.6-0.8% 的負面影響。

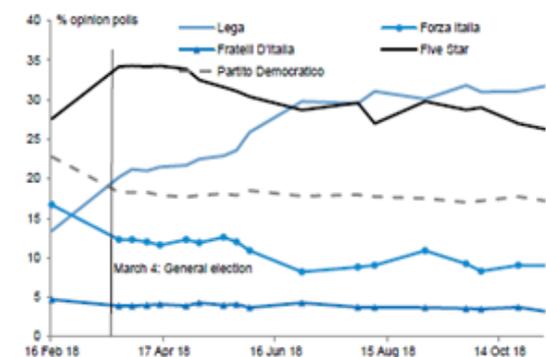


<sup>1</sup> 義大利 2018 年 10 月向歐盟遞交 2019 年財政預算案，顯示結構性赤字將繼續增加，相當於 GDP 的 2.4%。這份預算案嚴重不符合歐盟規則，11 月 21 日遭歐盟委員會正式拒絕。

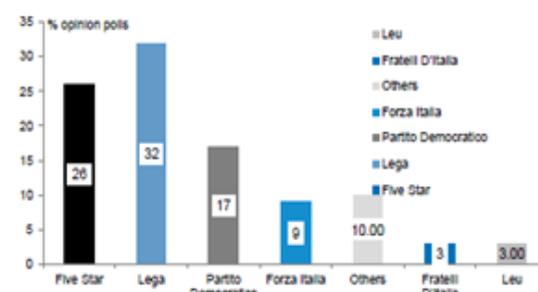
### 1. 聯合政府仍存在不確定性

由五星運動黨與聯盟黨共領的義大利政府持續就各種經濟和法律問題有不同意見。雖然五星運動黨與聯盟黨總是能夠找到妥協方案，惟內部緊張局勢仍持續存在。執政聯盟在民意調查中獲得約 60% 的支持度，大眾普遍認為現在政府將維持至 2019 年 5 月的歐洲大選，義大利政府在 2019 年歐洲議會的選舉可能尋求與歐洲其他地區的政黨結盟，這些政黨有著相似的歐洲願景，進而改變歐盟的體制框架，如改變財政預算規則、ECB 任務和加強對移民的限制等。

### 2. 若義大利經濟成長疲軟，將加劇市場緊張局勢，進一步減少對政府的支持度，可能解決之道為維持聯盟關係及改變經濟政策，使公共債務回到標準。



Source: EMG, Index, IPR, Ipsos, SWG, Demopolis, Tence, BidMedia, ScenariPolitici, Termometro Politico, Goldman Sachs Investment Research



Source: EMG, Index, IPR, Ipsos, SWG, Demopolis, Tence, BidMedia, ScenariPolitici, Termometro Politico, Goldman Sachs Global Investment Research

### 3. 部分人士對於義大利政府與歐盟僵局的看法

人物	內容
ECB 副總裁 Luis de Guindos	義大利最終將遵守歐盟的預算規定，並與歐盟執委會達成協議，解決雙方在該國預算問題上的僵局。
德國央行總裁 Jens Weidmann	歐盟否決義大利的預算案是正確的，未來 ECB 貨幣政策走向正常化，利率將上升，此將對於高負債國家帶來沉重負擔。
彭博專欄 Enda Curran	該預算案的成敗，除影響民粹主義政府外，還有歐盟對成員國約束預算紀律的能力。2019 年 5 月的歐洲議會選舉前後，聯合政府可能瀕臨

	瓦解，使該國陷入另一波政治混亂局面。
The New York Times 專欄 Adam Tooze	若歐盟堅持其預算規定，應提供如歐洲投資或解決難民等策略作為交換，否則可能招致義大利走向更民粹主義，對歐洲更具敵意。

#### 4. 最新進展

義大利與歐盟於 2018 年 12 月 19 日就 2019 年的預算案達成協議，因此，歐盟決定不啟動過度赤字程序。12 月 23 日，義大利聯合政府提出的符合歐盟需求的預算案，參議院以 167 票贊成、78 票反對和 3 票棄權通過，2019 年義大利財政赤字比重由 2.4% 降至 GDP 的 2.04%。

#### (二) 德國總理梅克爾的接班人

1. 德國總理梅克爾宣布，將於任期結束後（2021 年 9 月）辭去總理職務，加上梅克爾 2018 年 12 月 8 日辭去基民黨(CDU)的黨魁，基民黨新領導人將可能影響德國在歐盟選舉和英國脫歐貿易協議等議題，若無法延續梅克爾觀點，將可能改變德國政治權力結構。
2. 據外電報導<sup>2</sup>，克蘭普卡倫鮑爾(Annegret Kramp-Karrenbauer ;AKK)已於本年 12 月 7 日成為基民黨的新黨魁<sup>3</sup>，預料將延續梅克爾的中間路線。部分投資銀行認為，梅克爾做滿總理任期的機會大增，可避免重新選舉的風險。
3. 未來政策走向：在綠黨與另類選擇黨(AfD)的雙重壓力下，加上聯合政府的夥伴社民黨(SPD)，AKK 未來如何延續梅克爾的中間路線及基民黨未來將向左或向右靠，皆為影響德國政治的關鍵因素。

<sup>2</sup> Chazan, Guy (2018), "Close Merkel Ally Elected Leader of Germany's CDU," *Financial Times*, Dec 8.

<sup>3</sup> 黨魁改選第二輪投票中，AKK 贏得 517 票，擊敗獲得 482 票的對手麥茲 (Friedrich Merz)。第一輪投票中，AKK 贏得最高票 450 票，和獲 392 票的第二高票者麥茲 (Friedrich Merz) 進入決選。

#### 4. 新黨魁 Annegret Kramp-Karrenbauer 的政策內容如下：

項目	內容
難民政策	懲罰身分做假的難民。
社會政策	不提倡同性戀與墮胎，立場較保守。
經濟政策	支持德國最低工資標準法案，保護工人福利，宣稱將在未來進行稅收改革。
外交政策	支持多邊主義，願加強與歐盟合作以對抗民粹勢力。

### (三) 法國馬克宏的政權展望

#### 1. 黃背心之亂

法國原訂於 2019 年 1 月調高燃油稅，卻造成法國政府面臨一連串黃背心抗議活動。

#### 2. 抗議原因

根據 IFOP 2017 年 9 月調查，大部分法國人使用汽車通勤，基於油價持續上揚，且馬克宏調高燃油稅，主要作為可再生能源的開發補貼，此舉使得民眾可支配所得銳減，並導致法國的柴油價格將與汽油一樣昂貴。2018 年 11 月 17 日法國各地爆發黃背心上街抗議，示威活動除法國外，甚至外溢至比利時，黃背心的成員已不限於不滿油價高漲的駕駛，其訴求亦包括調高最低工資與退休金、遣返非法移民等，最終，抗議的訴求已經轉為對馬克宏政府的全面不滿。

#### 3. 法國政府的回應

馬克宏總統取消調漲燃油稅和增加低收入福利金，此外，每月最低工資增加 100 歐元以及取消對加班費課稅。

#### 4. 未來影響

##### (1) 不利經濟成長

法國零售業收入自 2018 年 10 月起已損失約 11 億美元，若示威活動持續，法國財政部長認為，將重創法國的經濟活動，加上取消調漲燃料稅後，預算出現 20 億歐元赤字，進一步退讓可能使經濟成長下降。投資銀行認為，連續的抗議活動對 GDP

將產生負面影響，惟影響幅度和持續時間，目前仍難以衡量，係因復原抗議活動所造成的損害亦能夠刺激經濟活動，過去類似的經驗顯示，抗議活動所造成的損失能夠在之後幾季加以彌補，對 GDP 成長惡化的程度有限。

(2) 財政前景的潛在影響

據法國當局表示，為安撫抗議活動所宣布的措施將耗資 100 億歐元(占 GDP 的 0.4%)，隱含預算赤字占 GDP 的比率將由 2.8% 上升至 3.2%，法國財政部長 Gérald Darmanin 表示，至少在 2019 年，該國財政赤字風險提高，預算赤字比率可能高達 3.4%。

(3) 若法國 2019 年財政赤字增加，將影響到馬克宏在歐盟的威信，加上民粹主義崛起，將進一步影響 2019 年 5 月的歐洲議會選舉。目前法國當局採取的政策對銀行聯盟 (Banking Union) 和歐洲經濟暨貨幣聯盟 (EMU) 的改革進程帶來負面影響，馬克宏若能處理好法國改革和財政整頓，較能成功地在歐盟推動法德改革提案。

(4) 馬克宏的權威與聲望大幅下滑，民調已重跌 4 個百分點至 23%。儘管馬克宏政府追求和實施改革的能力暫時被削弱，投資銀行認為，將馬克宏視為跛腳鴨還言之過早，2019 年至 2021 年尚有養老金和失業保險制度的改革計畫，而此時受到黃背心活動的影響，法國政府顯得較無法雄心勃勃地推行這些計畫。

## 七、 ECB 貨幣政策展望

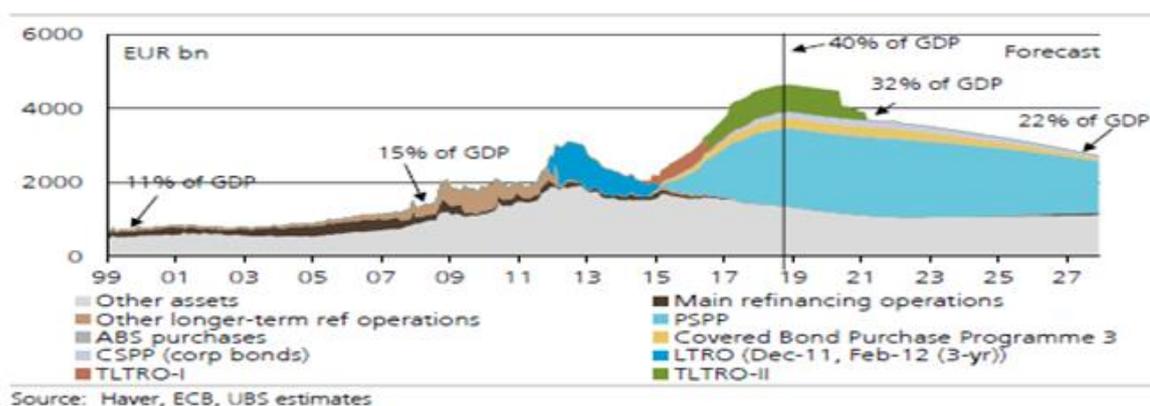
### (一) 貨幣政策展望

1. QE 結束時點：ECB 已在 2018 年底停止 QE，並強化資產再投資的前瞻指引。
2. 再投資本金政策

UBS 預計，QE 結束後 ECB 將再次以 QE 的到期本金再投資 2 至 3 年，然後逐步減少再投資金額；2019 年起，每年的再投資金額可能達到 1,900 億歐元，此將有助於 ECB 即使在 QE 結束後，仍能有彈性的調整貨幣政策。其他投資銀行亦認為，再投資本金仍會持續進行，主要係因 ECB 仍需一個額外的工具來影響長期利率。

3. 資產負債表規模

至少未來 10 年，ECB 資產負債表規模可能會遠高於金融危機前的水準，甚至可能永遠維持此水準不變。QE 結束時，資產負債表規模於本年底約占 GDP 40% 左右。2020 年 6 月至 2021 年 3 月間，當第二輪定向長期再融資操作（約 7,250 億歐元）即將到期時，資產負債表規模可能會縮減至 GDP 的 30% 左右，之後至 2028 年，資產負債表規模將逐漸下降至占 GDP 比率約為 22%。



### (二) ECB 之升息步調受到不確定因素影響

1. 升息時機：投資銀行預期，ECB 可能於 2019 年 9 月至 12 月升息。
2. 內部因素

若出現更多負面風險，如保護主義大幅上升、英國脫歐、義大利出現嚴重動盪等因素，

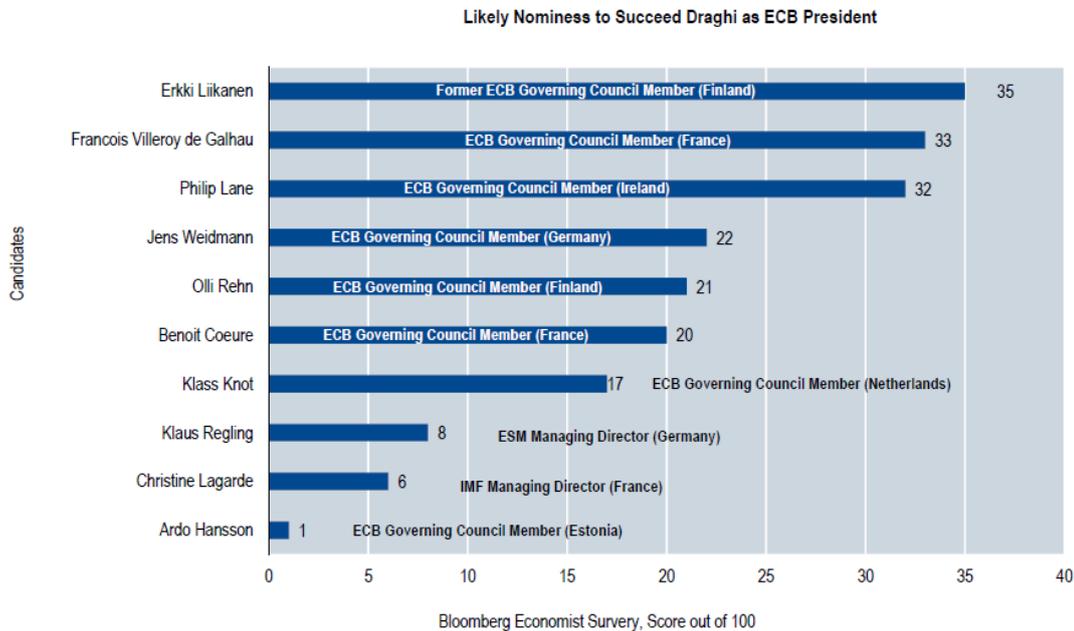
部分投行認為，ECB 可能會進一步延後升息時點，且升息速度將比基本情境下更慢。

### 3. 外部因素

若 Fed 在未來幾年內停止升息，則 ECB 最有可能亦停止升息，因歐元升值不利因素，此將使 ECB 可能被迫再次降息。

### (三) ECB 總裁繼任人選問題

1. 未來一年，ECB 領導階層將面臨重大變革，因為三個關鍵政策制定者之任期將陸續結束。ECB 首席經濟學家 Peter Praet 將於 2019 年 6 月卸任，總裁 Draghi 將於 10 月 31 日卸任，執行理事 Benoît Coeuré 將於 2020 年 1 月卸任。
2. 目前 Draghi 和 Praet 的立場較偏鴿派，惟其繼任人選可能較偏鷹派，此將可能導致市場重新評估貨幣政策未來的發展。據媒體報導指出，德國政府並沒有推舉德國央行總裁 Jens Weidmann 為候選人之計畫，使得接替 Draghi 的最終人選可能會在 2019 年 6 月的歐盟高峰會上進行。

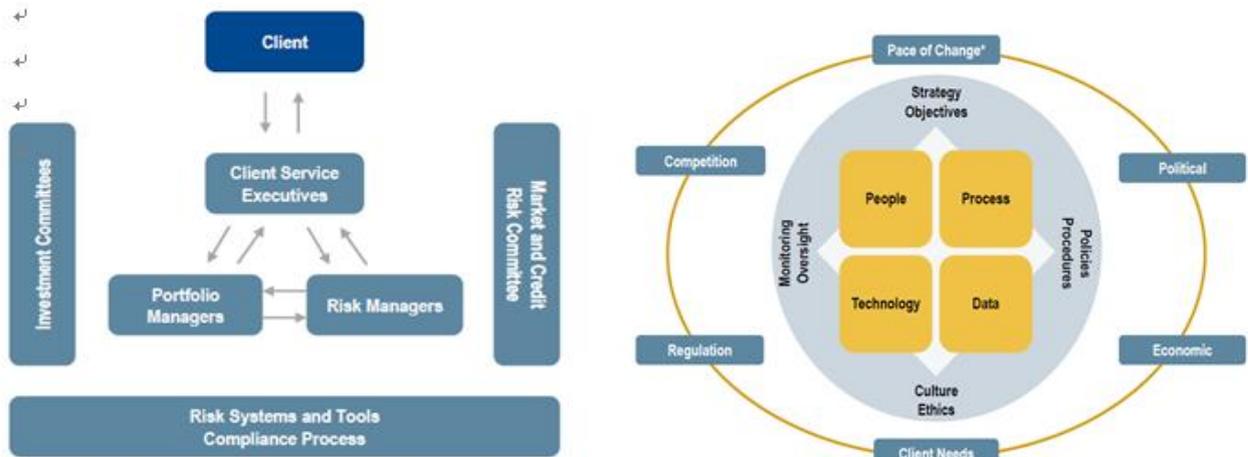


Source: Bloomberg, As of 30 Sep 18

## 八、 Western Asset 之風險管理

### (一) 風險管理哲學

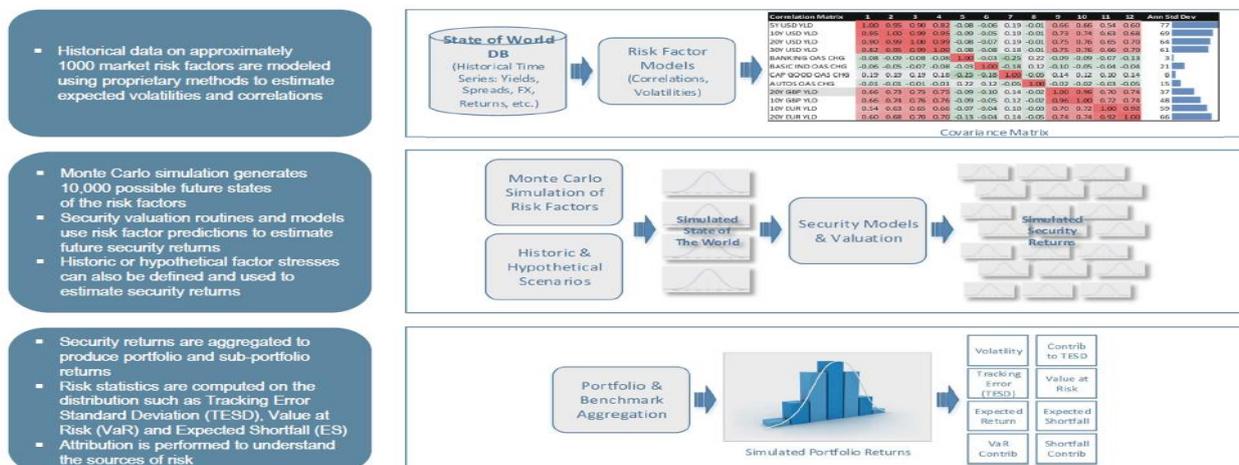
Western Asset 分析客戶的獲利目標與風險承受度，運用各部門詳盡之分析與溝通以提供最佳之資產配置，並加強風險管理之獨立性與透明度，以隨時提出建議調整資產配置，增加風險評估之有效性。



圖片來源：Western Asset

### (二) WISER(Western Information System for Estimating Risk)風險管理系統

WISER 系統是 Western Asset 自行開發，主要係評估各種風險狀況下，提供投資組合最佳的安全評估模型。該系統可靈活地增添客製化模型以及市場風險變數，以隨時增強或修正成合適之評估模型。目前系統包含 1,000 種風險因子、110,000 種債券以及 10,000 種蒙地卡羅模擬情況，以充分反映影響市場價值之風險。



圖片來源：Western Asset

此外，WISER 系統可涵蓋資訊之品質、數量與資訊溝通，以供決策人員相互結合參考。其內容可區分如下：

#### 1. 資訊品質

- (1) 風險管理者與經濟分析師評估投資組合風險。
- (2) 基金經理人、交易員和經濟分析師強化風險調整決策。
- (3) 客戶服務人員與客戶之間進行更全面之風險討論。

#### 2. 資訊數量

- (1) WISER 系統幾乎可涵蓋全球固定收益債券市場，且美國股市之風險模型也已建置，WISER 之優勢幾乎可擴展到所有資本市場資訊。
- (2) WISER 可提供 Western Asset 超過 700 個投資組合，且每日均可進行投資組合分析，可輕鬆地擴展其處理資訊之能力。

#### 3. 資訊溝通

- (1) 基金經理人、交易員和分析師均可將其溝通分析結果納入該系統。
- (2) 客戶服務人員可將對客戶之瞭解納入該系統中額外考量，以決定帳戶之風險承受程度為何。

### (三) WISER 系統之未來規劃

由於 WISER 系統之資訊眾多，因此運作約需一個晚上的時間，未來希望可以提升運作之速度，以即時提供客戶所需之資訊。Western Asset 亦希望可以再擴展情境分析工具，以全面模擬市場變化並可迅速估計投資組合價值。

## 參、心得及建議

- 一、 Western Asset 認為，2019 年全球經濟仍將維持成長，而美國因推動經濟成長的財政政策因素逐漸消散，可能使得經濟成長略有放緩，貨幣政策未來走向將更為溫和。Fed 主席 Powell 曾提及，聯邦資金利率已經非常接近中性利率區間，但受到關稅政策等方面影響，若企業無法把持續上升的薪資與關稅成本轉嫁給客戶，將影響 Fed 中性利率和緊縮貨幣政策的時程表，因此，中性利率將維持在較低水準，加上 Fed 可能比預期更快地暫停升息步伐，這將有利於美國公債市場，惟不利於美元走勢。
- 二、 未來主要潛在風險包含保護主義、利率上揚、貨幣政策逐步走向緊縮以及全球政治的不確定性，其中，美中長期貿易戰將嚴重擾亂投資人的情緒，使美國和全球經濟的成長放緩，若美中能盡快談判並簽訂新的貿易協議，此舉將有利於金融市場的走勢。而在全球經濟成長失去動能之環境下，歐元區經濟成長自 2018 年以來已逐漸放緩，加上歐洲央行貨幣政策持續朝著正常化的方向邁進、英國脫歐不確定性、義大利主權風險、法國黃背心運動及其外溢效應等種種因素，這將為歐洲經濟成長帶來負面影響。
- 三、 Western Asset 為使風險管理落實在投資管理決策中，投入大量資金建構 WISER 系統，並持續對外採購相關資料庫資訊納入系統中，以強化系統之完整性。該系統除模擬固定收益債券市場之風險因子及投資組合外，亦持續發展至股票市場，使資本市場之資訊可以完全掌握。WISER 系統亦可採取統計方法模擬極端事件下的市場情境，以英國脫歐為例，該系統即模擬該事件對利率及匯率之影響情況，並輔以事件截至目前為止之實際情況。Western Asset 持續對全球政治風險（如英國脫歐、美國期中選舉及義大利公投等）進行情境分析，本行未來若考慮建置風險管理系統時，建議可參考 WISER 系統之建構方式，納入相關風險因子並輔以模擬極端事件下酌量投資，使投資組合風險可控管在本行所能接受之範圍並獲得妥適之報酬。

## 肆、參考資料

1. Arad, Robert (2018), “Trade Wars in the 21st Century: Perspectives From the Frontline,” Western Asset, Aug.
2. McMahon, Thomas (2018), “The Credit Cycle: Key Signals We Watch,” Western Asset, Sept.
3. Pill, Huw et al. (2018), “European Economics Daily: Agreement Reached between European Commission and Italian Government over Italy’s 2019 Budget, for Now,” Goldman Sachs Economics Research, Dec. 19.
4. Benito, Andrew (2018), “European Outlook – Recovery Fatigue,” Goldman Sachs Economics Research, Nov. 15.
5. Alain Durre and Roxane van Cleef (2018), “European Views: France: Implications of the ‘Yellow Vest’ Movement,” Goldman Sachs Economics Research, Dec. 12.
6. Alexander, Lewis et al. (2018), “A global Economic Slowdown is Upon Us,” Nomura Global Economic Outlook Monthly, Nov. 13.
7. Pill, Huw (2018), “The Sino-US trade war: Where does Europe stand?” Goldman Sachs Economics Research, Dec. 17.
8. Ardagnal, Silvia et al. (2018), “European Views: Macro Outlook 2019 — 2022: A focus on Italy,” Goldman Sachs Economic Research, Nov 20.
9. Chazan, Guy (2018), “Close Merkel Ally Elected Leader of Germany’s CDU,” Financial Times, Dec 8.
10. Moec, Gilles et al. (2018), “Europe Economic Weekly – The plausible and the miraculous,” Bank of America Merrill Lynch, Nov 30.
11. Pill, Huw et al. (2018), “European Economics Daily: Eurogroup Commits to a Further Strengthening of European Institutions and Supports the European,” Goldman Sachs Economic Research, Dec 4.
12. Gregory, Viscusi (2018), “France Says No New Fuel Taxes at All in 2019, But Protests Continue,” Bloomberg, Dec 6.
13. Engstrom, Eric and Steven Sharpe (2018), “The Near-Term Forward Yield Spread as a Leading Indicator: A Less Distorted Mirror,” Federal Reserve, FEDS Notes, July.
14. Englander, Steve (2018), “FX positioning and The Fed Yield Curve,” Standard Chartered Global Research, July 23.
15. Michael D. Bauer and Thomas M. Mertens (2018), “Information in the Yield Curve about Future Recessions,” Federal Reserve Bank of San Francisco, August 27.
16. Hatzius, Jan et al. (2018), “US Daily: The Yield Curve Does Not Indicate Elevated Recession Risk” Goldman Sachs Economics Research, Aug. 22 °