

行政院所屬各機關出國人員出國報告書

(出國類別：研討會)

# 參加「PIMCO Global Advisory Board Summit」 心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：林吉甫(外匯局/副局長)

葉峻源(外匯局/辦事員)

派赴國家：香港

出國期間：107年10月24日至10月26日

報告日期：107年11月5日

# 目錄

<b>壹、前言</b>	<b>P03</b>
<b>貳、會議內容摘要</b>	<b>P04</b>
一、美國貨幣政策展望	P04
二、歐洲貨幣政策展望	P07
三、中國匯率及利率前景	P08
<b>參、PIMCO 之投資觀點</b>	<b>P12</b>
一、外匯操作建議	P12
二、債券操作建議	P13
三、注意風險控管	P14
<b>肆、結語</b>	<b>P15</b>

## 壹、前言

本次高峰會於本(2018)年 10 月 25 日在香港舉行，PIMCO 邀請該機構全球諮詢委員會成員包括前 Fed 主席 Ben Bernanke、前 ECB 總裁 Jean-Claude Trichet、前英國首相 Gordon Brown、前新加坡政府投資公司投資長黃國松、前美國國務院政策規劃局局長 Anne-Marie Slaughter 及前美國白宮幕僚長 Joshua Bolten 等 6 位重量級人士出席，全程以座談會方式進行，與主要來自中國、香港、新加坡、台灣及韓國等共 244 位亞洲區央行及投資機構代表，暢談美國與歐洲貨幣政策展望、中國之匯率與利率前景等重要議題，並安排該機構中國總體經濟學家與亞洲投資組合經理人於隔日進行訪談，就各項重要投資議題進行交流。

在 PIMCO 的投資架構中，全球諮詢委員會主要負責預測各國之長期經濟發展，對 PIMCO 之投資決策具有定錨的關鍵作用；本次高峰會，這 6 位著名學者、專家首次共同聚集於香港，向亞洲投資者們分享對時下各項重要議題的看法，實屬機會難得。本篇心得報告針對此次高峰會與隔日訪談之(1)會議內容摘要及(2)PIMCO 之投資觀點作分享。

## 貳、會議內容摘要

### 一、美國貨幣政策展望：

#### (一) Fed 是否容許通膨率超過設定目標？

Bernanke 表示，從維持中長期平均值觀念而言，Fed 應會在一段時間內容忍通膨小幅高於目標，因過去經濟長期處於低通膨狀態；渠之基本預測情境為通膨率將持續增溫並會在一段時間內高於 Fed 目標，惟受到如 Amazon 效應<sup>1</sup>等結構性因素影響將使通膨受到上升限制，故不認為通膨未來會出現過衝情形，水準應仍將會維持在合理範圍之內。

#### (二) Fed 之貨幣政策傾向是否已變得更加 hawkish？

1. PIMCO 全球經濟顧問 Yachim Fels 指出，FOMC 於 9 月調高經濟成長預測後，市場普遍解讀 Fed 官員態度已變得更加 hawkish，特別是股市出現了明顯修正。
2. Bernanke 表示，鑒於美國經濟數據表現維持強勁，FOMC 調升經濟成長預測係屬正常，市場似乎反應過度；Fed 並未調整其反應函數(reaction function)。
3. 此外，Bernanke 預測，FOMC 將於今年 12 月再次升息，且明(2019)年 3 月接著升息的可能性很高，爾後則視勞動市場之就業人數增加速度，拿捏再次升息時點；另 Fed 可能

---

<sup>1</sup> 部分學者認為，Amazon 等電子商務公司的興起，導致與傳統零售商間的激烈價格競爭，係美國過去物價受抑制、通膨溫和的主要原因之一。

於明年春季後，考慮是否於某時點暫緩升息循環。

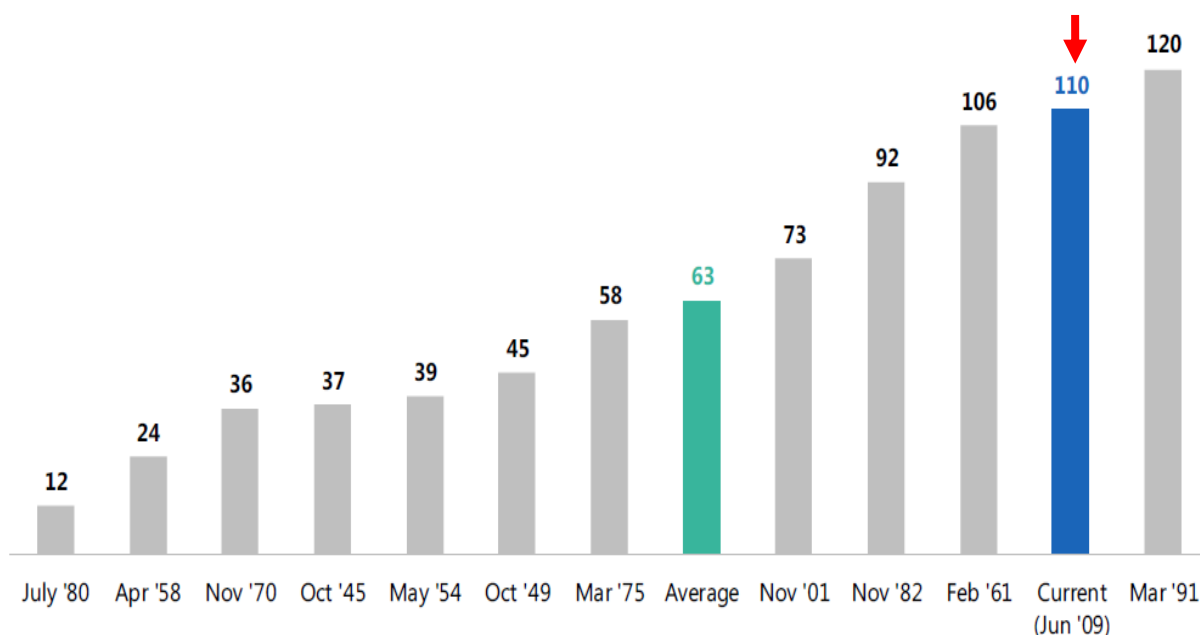
(三) 若殖利率曲線(Yield Curve)出現倒掛，是否暗示經濟衰退即將來臨？

1. Bernanke 指出，儘管歷史經驗顯示殖利率曲線具有良好的預測能力，惟目前美元長短天期利率仍具有差距，未出現倒掛情形。
2. 另殖利率曲線之斜率僅係 Fed 貨幣政策多項參考變數其中之一，其他重要變數還包括就業增加率與 GDP 成長等，且如何將殖利率曲線之型態轉化為經濟預測模型仍有待討論，如應運用哪些天期資料作為參數等。

(四) 美國經濟何時將可能再度面臨衰退？

1. PIMCO 分析：本次美國經濟擴張期間(月數)已接近歷史高點(請參見圖 1)。

圖 1、歷次美國經濟擴張期間之時間長度(截至 2018 年 6 月)



Duration of U.S. expansions since 1945 (months, trough to peak)

2. 根據 PIMCO 現場調查，約 59%與會者認為下次美國經濟衰退最有可能發生時間係 2020 年。
3. Bernanke 指出，此項預測不一定會發生<sup>2</sup>，目前美國經濟成長相當強勁，且尚未見到中美貿易戰帶來明顯拖累，此波經濟擴張亦有可能成為史上最長時間的成長。

(五) 若再次出現經濟衰退，Fed 將如何因應？

1. Bernanke 表示，若衰退果真發生，預期 Fed 仍將採取降息、前瞻指引(Forward Guidance)、資產購買等措施因應，惟目前利率水準已接近中性利率(neutral rate)，渠認為 FOMC 降息的空間將有限，且其他兩政策工具相較過去之效果亦有待評估。
2. PIMCO 於 5 月舉辦之年度長期展望論壇(Secular Forum)<sup>3</sup>中曾對 3~5 年內發生之衰退情況做預測：PIMCO 認為，有鑒於目前尚未看到企業、房市有過度投資或過度消費跡象，且金融業似乎較過去更穩定，故應不致出現大幅之 V 形修正，惟目前全球利率偏低、央行資產負債表規模偏大，以及美國財政赤字提高等因素可能將限制抵禦衰退的政策空間，或使下一波衰退期間拉長，形成碟形或炒鍋形的衰退。

---

<sup>2</sup> Bernanke 曾於今年中表示，隨著川普政府的強力財政刺激效果於 2 年後減退，美國經濟恐於 2020 年出現衰退。

<sup>3</sup> PIMCO 年度長期展望論壇係該機構掌握長期經濟趨勢與投資方針之重要場合，該論壇同樣邀請包括 Bernanke 在內之 6 位「全球諮詢委員會」成員參加，討論全球經濟、政治與市場之長期情勢。

## 二、歐洲貨幣政策展望：

### (一) 歐洲是否亦處於經濟循環的後周期(late cycle)?

1. Trichet 表示，目前歐洲確實亦處於後周期；在歷經金融風暴與歐債危機後，歐洲約已經過 5 年半之擴張，目前成長仍在持續當中，預期失業率將進一步下降，通膨亦將持續提高。
2. 若美國經濟在 2020 年發生衰退，情勢或將於隔年蔓延至歐洲，ECB 將無足夠時間把目前利率提高至適當水準，渠認為該行反應衰退之能力將受到限制。

### (二) ECB 將於何時啟動首次升息?

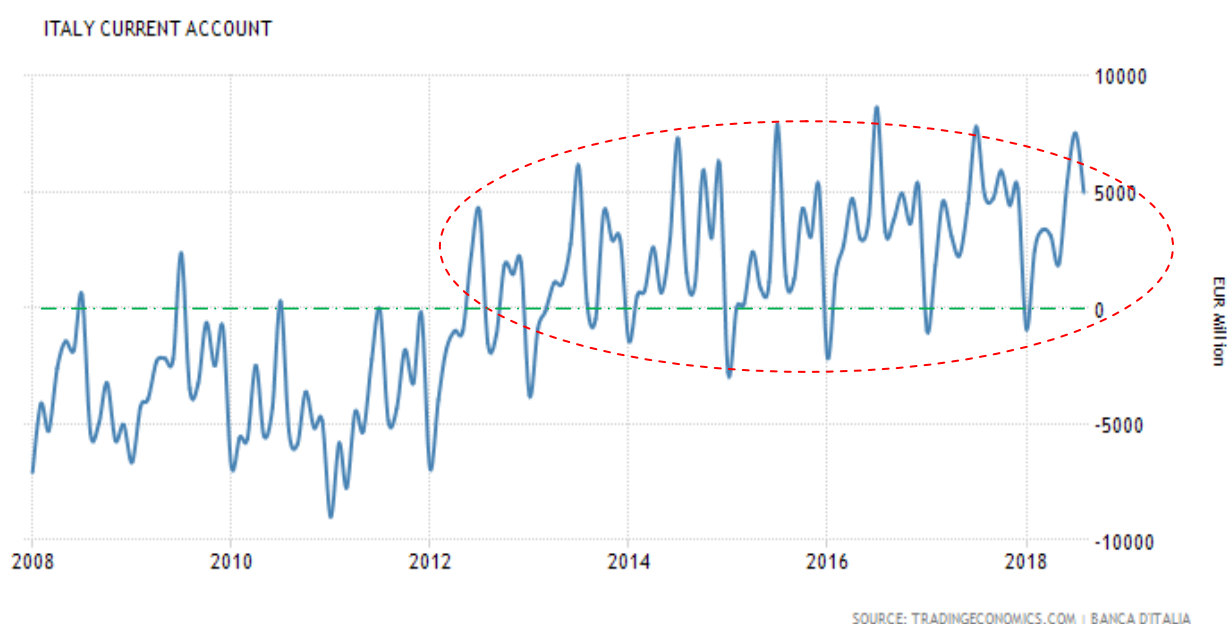
1. Trichet 預期 ECB 將在今年底結束其資產購買計畫，惟到期債券在可見的未來仍將維持再投入。
2. 渠預計 ECB 將在資產購買計畫結束後約 6~12 個月展開升息，視當時歐元區通膨情況而定，最快會是明年 10 月；另 Trichet 表示，ECB 總裁 Draghi 之任期(2019 年 10 月卸任)亦不會影響該行屆時的決策。

### (三) 義大利政治情勢對貨幣政策之影響?

Trichet 認為義大利與歐盟雙方最終將達成共識，義大利目前雖由民粹主義政黨執政，但不代表將反對歐元(anti-Euro)，因為 ECB 及其他歐元區主要國家絕不會坐視該國債務出現違

約情況，義大利留在歐元區內可壓低其債務成本，且該國經常帳持續保持順差(請參見圖 2)，並不像其他經常帳大幅赤字的國家般迫切需要匯率自主權。基於上述原因，Trichet 不認為義大利政治情勢會對歐元區產生太大不利影響，惟談判的過程短期內可能引發市場波動，仍須持續關注。

圖 2、2012 年後義大利之歷年經常帳皆維持順差



### 三、中國之匯率及利率前景：

(一) PIMCO 預測人民幣匯率仍將持續走貶(2019 年 USDCNY 匯價目標為 7.2)，原因歸納如下：

1. 政治層面：中美貿易戰使央行態度轉變。

(1) PIMCO 認為中國人民銀行(以下簡稱人行)之貨幣政策受到中央政府影響很大，如今年 4 月以後，由於政府表態中美貿易戰將展開，故人行開始反轉其 2016 年以來的



緊縮立場，促使人民幣迅速貶值。

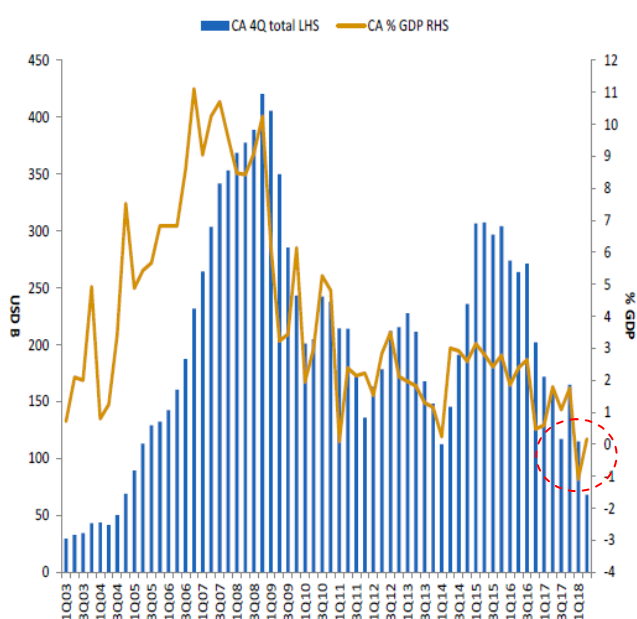
(2) PIMCO 分析，目前人民幣匯率維持在 6.9 左右，主要原因係 11 月有許多政治活動，包括美國期中選舉(11/6)、APEC 會議(11/12-18)、G20 會議(11/30-12/1)及中國四中全會(11 月上旬)等，故人行選擇先將匯率控制在 7.0 關鍵整數價位下；PIMCO 預測，12 月後人行或將會放任人民幣重啟貶值走勢，並一舉穿越 7.0 匯價關卡。

2. 經濟層面：經濟成長下滑、債務問題沉重。

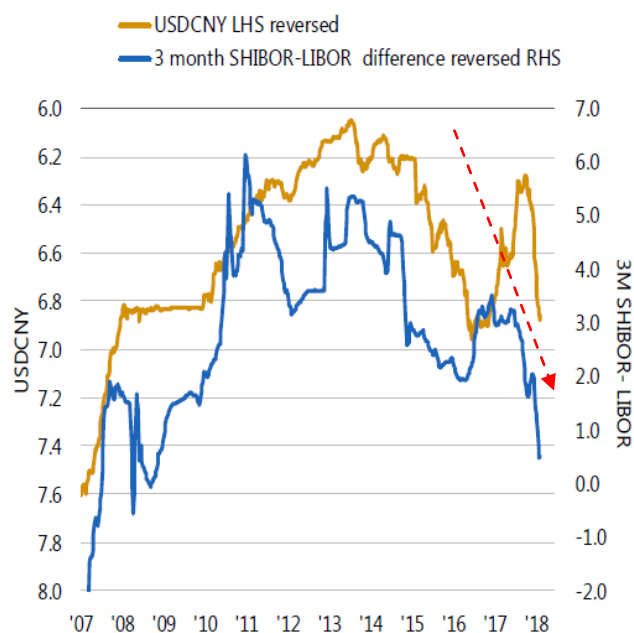
(1) 中國對美國經常帳順差持續下滑並於今年上半首次出現赤字，以及中美利差縮減等因素不利於人民幣匯價(請參見圖 3)

圖 3、中國對美國經常帳首次出現赤字 / 中美利差縮減

Current account secular decline, first deficit in 1H18

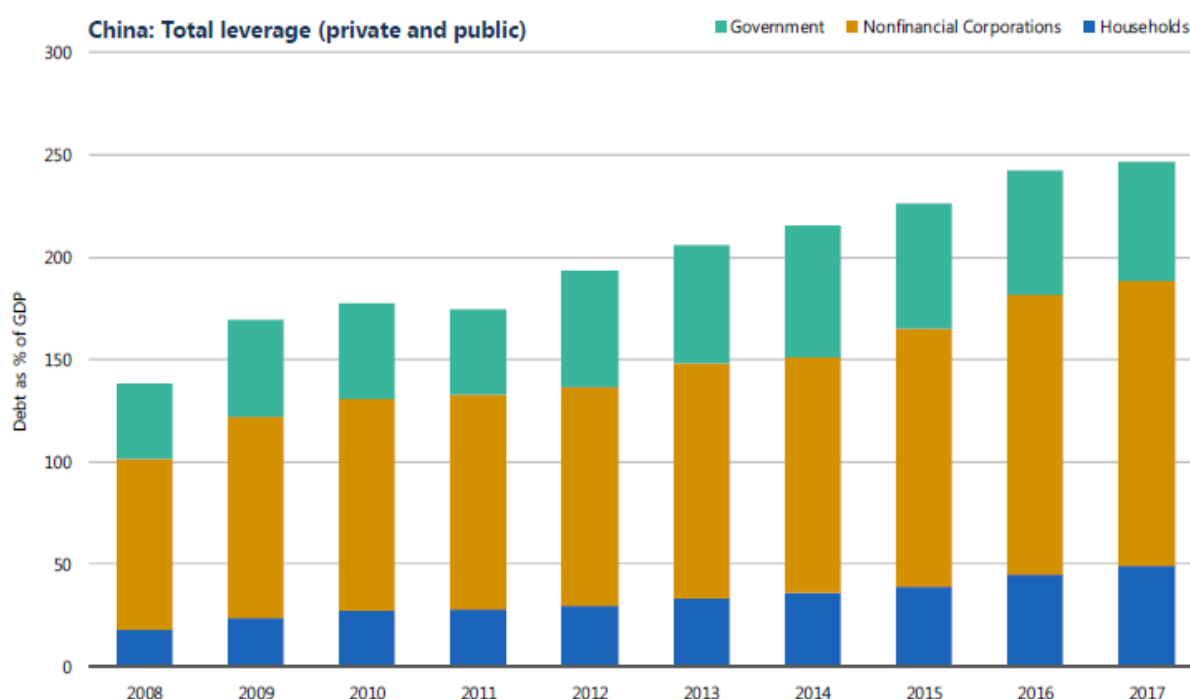


PBOC easing into FED tightening



(2) 自 2008 年全球金融危機以來，中國債務已大幅增至 GDP 的 250%，特別是企業債已達 GDP 的 130%，各類地方政府債務亦達 GDP 的 50% 以上(請參見圖 4);此外，中國影子銀行過度發展以及透明度偏低、法律模稜兩可的地方政府融資平台，亦共同提高了金融系統的脆弱性。

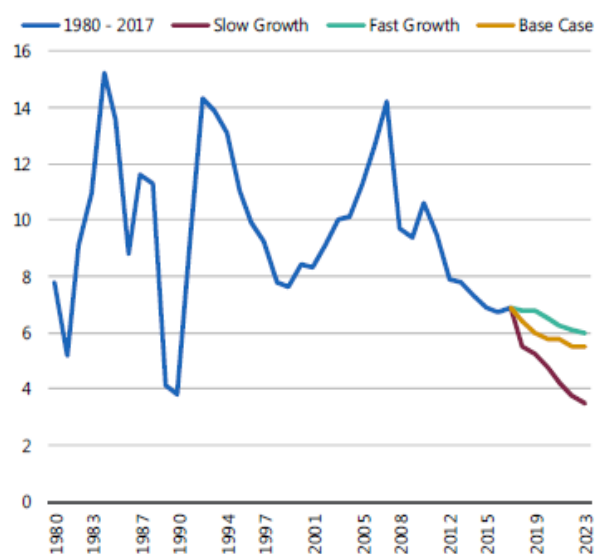
圖 4、中國債務節節攀升



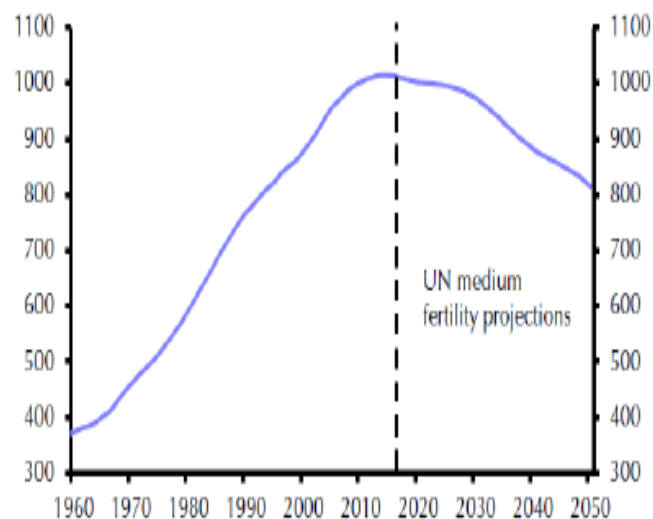
(3) 政府希望追求經濟成長，但亦須同時關注金融穩定與去槓桿壓力，在魚與熊掌不可兼得下，唯有把控制債務風險列為首要任務；PIMCO 預測中國 2019 年 GDP 成長率將下滑至 6.0%，而長期反映勞動力高齡化導致生產力成長下降(請參見圖 5)，預計中國 GDP 成長率將在未來 3~5 年放緩至 5.0% 左右，

圖 5、長期經濟減速反映勞動力高齡化與生產力成長下降

China – Real GDP Growth Scenarios  
Year average (% yoy)



Working Age Population (15-64, mn)



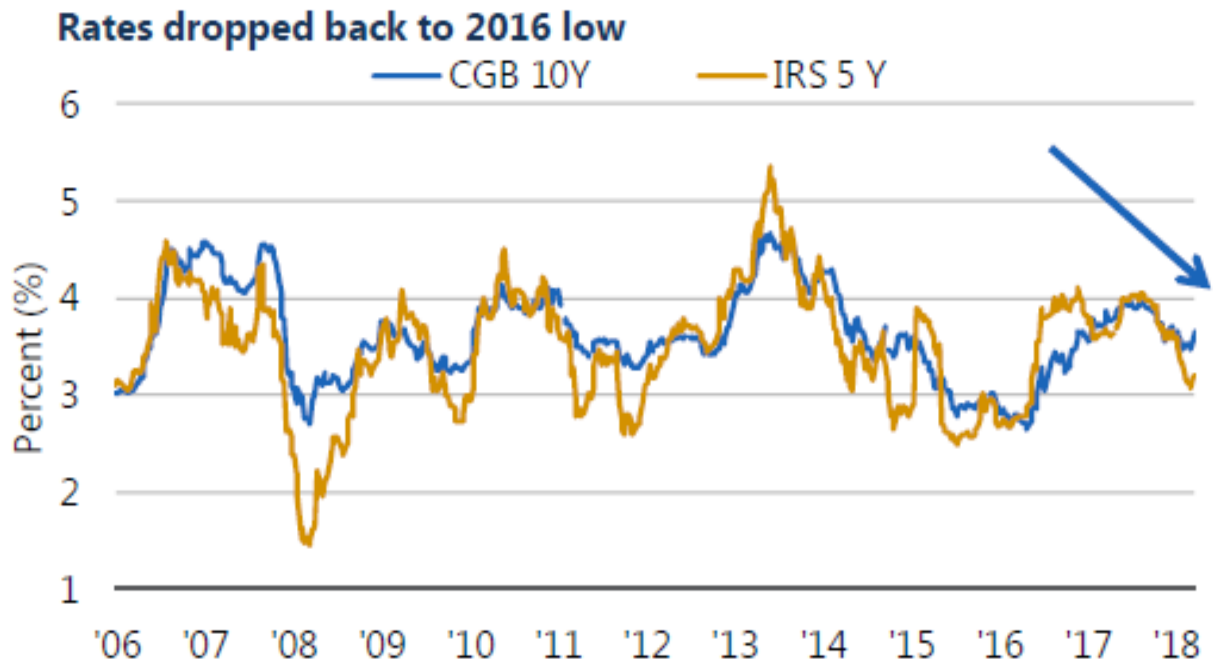
### 3. 匯率制度改革：變動幅度提高。

人行為推動金融改革，勢必要提高匯率的自由度，將使人民幣貶值幅度增加；PIMCO 表示，其本質上仍將為管理的浮動(dirty floating)，僅變動幅度提高。

## (二) 預期中國利率將維持目前水準

1. 人行於今年 4 月後一改過去控制國內市場流動性的緊縮傾向，3 次調降存款準備率共 250bps，向國內釋放大量流動性(目前大陸銀行存準率約 12.5%~14.5%)。
2. PIMCO 指出，今年以來之寬鬆政策已導致利率下滑並接近 2016 年低點(請參見圖 6)，考量國內債務問題仍然嚴重，為避免造成太大風險，預期人行應會試圖控制國內各項利率維持在目前水準。

圖 6、國內利率下滑至 2016 低點



## 參、PIMCO 之投資觀點

### 一、外匯操作建議

#### (一) EUR/USD：

PIMCO 指出，ECB 將於今年底結束其資產購買計劃，並於 2019 年下半年開始升息(持續緊縮)，而 Fed 則可能於明年某階段暫緩升息並結束縮表(暫緩緊縮)，此意味歐美兩地的貨幣政策方向在未來某時點或將會出現值得注意的分歧，並可能對 EUR/USD 匯價形成推升效果，故於擬定交易策略時建議納入此一考量。

## (二) USD/CNH：

預期在中美貿易爭端延燒、中國國內經濟放緩、債務問題沉重、中美利差持續縮減等不利人民幣匯率之因素影響下，該貨幣將持續承受賣壓，導致投資人民幣風險顯著提高，故建議針對該幣別目前應以短線操作為主，以提高交易之靈活度。

## 二、債券操作建議

### (一) 適度布局美國通膨債券(TIPS)：

目前美國正處於經濟循環之後周期，預期通膨將持續增溫，儘管不認為會出現過熱情況，但風險仍然存在，故可考慮於適當價位購入部分 TIPS，調整投資組合部位，降低通膨風險。

### (二) 降低存續期間(Short Duration)：

基於以下理由，PIMCO 建議降低投資組合存續期間：

1. 全球殖利率仍維持在相對低檔，故預期殖利率出現大幅上升之風險高於下滑風險。
2. 美國殖利率曲線過於平坦(flat yield curve)，長短天期債券利差已縮小甚多(請參見圖 7)，購入較短天期債券與購入長天期債券所獲收益差異不大。
3. 美國經濟目前表現依舊強勁，未來一年出現衰退機率相對低，且通膨或將走高，致殖利率曲線型態轉為相對陡峭。

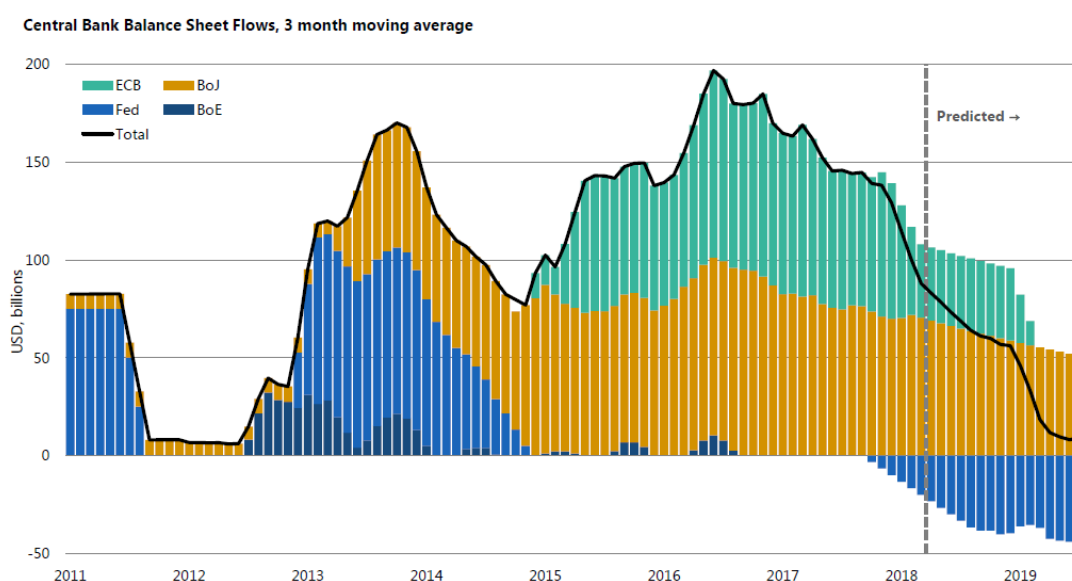
圖 7、美國債券殖利率利差(30 年期 vs. 5 年期；單位:bps)



### 三、注意風險控管

目前全球仍存在許多重大風險，包括美國政治情勢、中美貿易戰、歐洲民粹主義、英國脫歐、中國債務問題等，使未來充滿高度不確定，加上先進國家央行預期將持續降低注入市場之流動性(請參見圖 8)，未來全球市場波動度或將出現意外擴大，故投資操作時宜注意風險之控管。

圖 8、全球主要央行持續降低對市場的支持



## 肆、結語

本次 PIMCO 高峰會及專家訪談時間合計雖僅一天半，卻涵蓋了世界重量級人士的觀點和 PIMCO 近期投資想法之精華，特別是前 Fed 主席 Bernanke 與前 ECB 總裁 Trichet 分享了其對歐美經濟成長與貨幣政策前景的看法，有助於投資者們解讀 Fed 及 ECB 等主要央行的未來政策方向。另金融風暴迄今已逾 10 年，PIMCO 認為全球投資環境在未來 3~5 年內或將發生大幅轉變，且包含了衰退的可能性，儘管看似危言聳聽，卻仍須小心防範突如其來的市場動盪。

PIMCO 指出，全球正面臨三大政治風險，即中美貿易戰、英國脫歐與義大利民粹主義；對於後兩者，與會專家認為現階段仍未構成太大風險，惟中國與美國兩強相爭卻影響廣泛，並被比喻為修昔底德陷阱 (Thucydides's Trap)<sup>4</sup>，即一個新大國的崛起必然要挑戰現存大國，而現存大國也必然回應這種威脅，使得戰爭不可避免，最終造成兩敗俱傷；目前市場正等待本月各項政治活動之結果，觀察是否能為中美的緊張關係找到和解出口，故在態勢尚未完全明朗以前，短期內之投資策略宜相對謹慎。

---

<sup>4</sup> 修昔底德陷阱是古希臘史學家修昔底德(Thucydides)在闡述公元前 5 世紀雅典和斯巴達兩國發生的戰爭時提出來的：公元後兩國在長達 30 年的戰爭之後，最終雙方都被毀滅。