

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書
(出國類別：開會)

參加
Goldman Sachs Asset Management
「Investment University XIV」
出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：丘至平（二等專員）

吳京姿（辦事員）

派赴國家：新加坡

出國期間：107年11月12~16日

報告日期：108年2月11日

摘要

高盛對 2019 年全球景氣預期尚屬樂觀，但潛在風險不少，且有可能於下半年陸續浮現，包括地域政治風險、貿易關係緊張升溫、工資上揚引起之主要央行非預期升息，以及市場對於景氣循環轉折之疑慮等。

因勞動市場緊繃、通膨率緩步走高及殖利率曲線變平坦等情況，高盛認為，美國景氣循環目前已到擴張期後半段，股市波動度通常會增加。後續仍應觀察企業獲利、金融市場漲跌表現及央行緊縮貨幣作為等因素，判斷經濟是否步入衰退。高盛認為 2019 年美國經濟景氣將持續成長。

歐元區失業率雖於 2017 年降至金融風暴後低點，通膨數據也有所起色，然而部分國家青年失業率偏高、非全職勞工占全體就業人數比例不低，以及歐洲各國薪資差異造成勞工跨國遷徙等現象，預期歐元區持續低通膨。

高盛認為中國是 2019 年及中長期之最大新興市場風險，預期中國 2019 年經濟成長率落於 6.2% 左右，為中國自 1990 年代以來最低記錄，且由於經濟型態從投資轉變為消費導向，經濟成長將逐漸趨緩。前幾年信用大幅擴張情形，則可能是中長期風險來源。即使如此，部分外資仍看好資金持續流入中國市場。

2018 年新興市場波動劇烈，且面臨國際資金流入減少或外流，受惠於外匯儲備增長及政府財政情況改善，多數國家應對能力較過去為好。惟後續經濟、金融環境不確定性上升，為新興國家帶來新一波挑戰。

目錄

壹、前言	1
貳、經濟展望	2
一、全球總體經濟	2
二、當前美國景氣循環周期	3
三、美國聯準會升息預測	5
四、歐元區經濟	5
五、已開發國家逐漸走向貨幣政策正常化	7
六、中國經濟	8
參、新興經濟體分析	12
一、新興經濟體資產表現不佳原因	12
二、因應國際資金流入減少，新興國家應對能力改善	13
三、影響國際資金進出新興經濟體之因素	14
四、當前新興經濟體債券價值	17
五、新興市場資產價格下跌，尚在一定範圍內	18
六、小結	19
肆、拉丁美洲的貨幣利差交易	20
一、利差交易策略	20
二、市場特性	22
三、利差交易活動判斷指標	23

伍、資產配置建議	26
一、股票市場	26
二、固定收益市場	27
三、外匯市場	29
陸、心得與建議	30
參考資料.....	31

圖目錄

圖 1 2019 年主要國家經濟成長預測	2
圖 2 各國工資年成長率上升	3
圖 3 不同景氣循環階段下之股市波動度	4
圖 4 美國企業獲利於景氣擴張末期持續走高	4
圖 5 美國物價指數逐步上升	5
圖 6 美國失業率持續走低	5
圖 7 歐洲國家平均年薪	6
圖 8 各個國家之通膨差距、失業率差距變動情況	7
圖 9 中國經濟表現與成長率預測	8
圖 10 中國債務占 GDP 比例	9
圖 11 海外資金透過陸港通，買入中國股票	10
圖 12 中國 A 股納入 MSCI 新興市場指數比例	11
圖 13 新興市場表現不佳，多因美元強勢而非自身因素	13
圖 14 新興經濟體抵禦國際資金流出之能力	14
圖 15 美元匯率變化，影響新興經濟體債券表現較顯著	15
圖 16 新興市場經濟將持續增長	16
圖 17 新興經濟體債券 (EMD) 實際與模型估計之利差比較	17
圖 18 當前 EMD 利差較 2013 年為大	18
圖 19 多頭期間，新興市場資產價格大幅下跌情況並不少見	19

圖 20 外國投資人持有目標貨幣債券部位與「利差相對風險比例」	25
圖 21 高盛全球資產配置展望	26
圖 22 新興市場貨幣評價遭低估	29

壹、前言

此次「GSAM Investment University XIV」為期一週，計有來自新興市場國家央行、主權基金、退休基金、壽險公司等約 50 名成員參與。講述與討論內容包括總體經濟、地緣政治、股票投資因子分析、資產配置、中國大陸及新興市場情勢等議題。

美國股市歷經多年向上走升，於 2018 年 10 月中旬開始，有了較大幅度回跌，有關美國景氣循環是否即將步入衰退及對其它國家與市場之影響，為近期眾人關注議題。藉由此次課程，高盛資產管理（以下稱高盛）提供其對主要國家（如美國、歐元區、中國等）與新興市場之經濟、金融情勢看法，搭配投資建議，俾利與會者了解當前與未來情勢可能變化，做出對應投資決策。

貳、 經濟展望

一、 全球總體經濟

高盛預期 2019 年全球經濟成長將回歸長期趨勢。由於激勵景氣措施逐漸退場，美國經濟增長將會趨緩；歐元區經濟來到稍佳情況，惟預料仍會維持寬鬆貨幣及財政政策；中國成長力道減弱，但政府連串補貼政策可望為經濟帶來正向刺激。其它新興國家部分，巴西、南非與俄羅斯仍處於景氣復甦之早期階段，預料仍將持續成長。高盛及市場對 2019 年主要國家及區域之經濟成長預測，如圖 1：

圖 1 2019 年主要國家經濟成長預測



資料來源：GSAM, Bloomberg. As of December 2018.

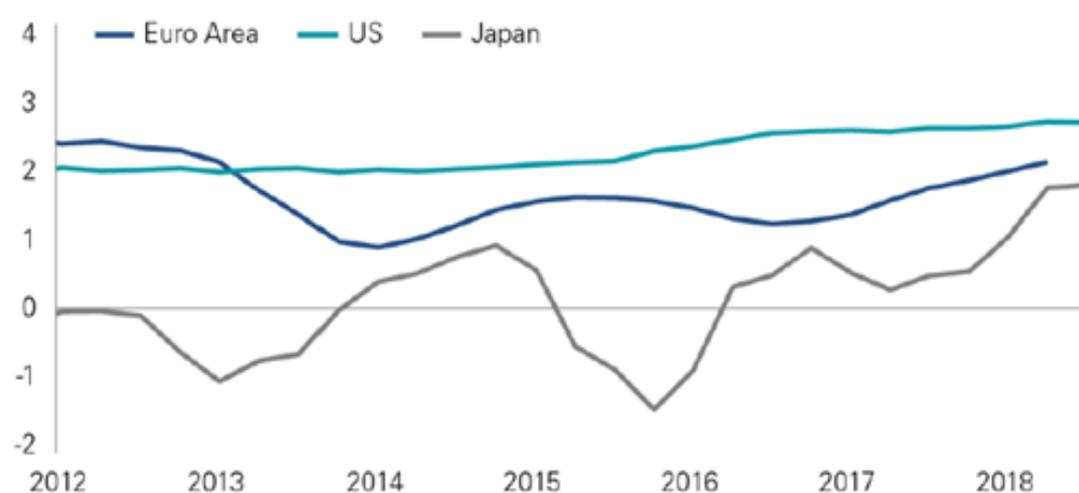
關於通貨膨脹，緊峭勞動市場應能繼續支撐美國工資成長及物價水準，預期核心通膨率在 2% 附近，惟若受美中貿易懲罰性關稅影響，

加上景氣循環巔峰期伴隨之薪資大幅上漲，通膨率或將高於 2%；歐元區方面，由於失業率仍高，預期低通膨現象持續。

高盛對 2019 年景氣預期尚屬樂觀，但潛在風險不少，且有可能於下半年陸續浮現，包括地域政治風險、貿易關係緊張升溫、工資上揚(圖 2)引起之非預期升息，以及市場對於景氣循環轉折之疑慮等。

圖 2 各國工資年成長率上升

工資年成長率(%)

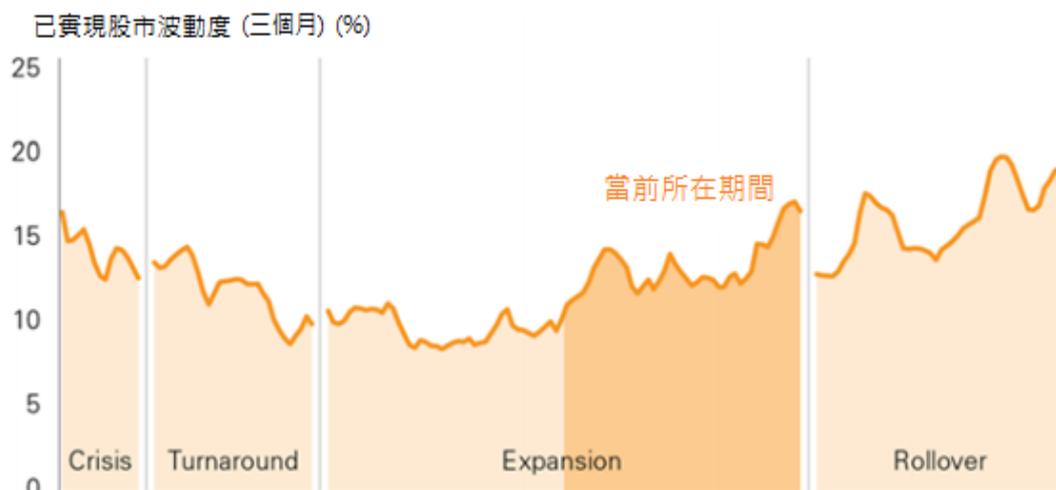


資料來源：Haver Analytics, Datastream, GSAM. As of November 2018.

二、 當前美國景氣循環周期

2018 下半年美國貨幣緊縮及美中貿易戰等因素，市場波動度再度上升。因勞動市場緊繃、通膨率緩步走高及殖利率曲線變平坦等情況，高盛認為，美國景氣循環目前已到擴張期後半段，股市波動度通常會增加(圖 3)，2017 年底股市波動度來到谷底，其後逐漸上升，接下來要觀察的是，信用利差是否也跟著擴大。

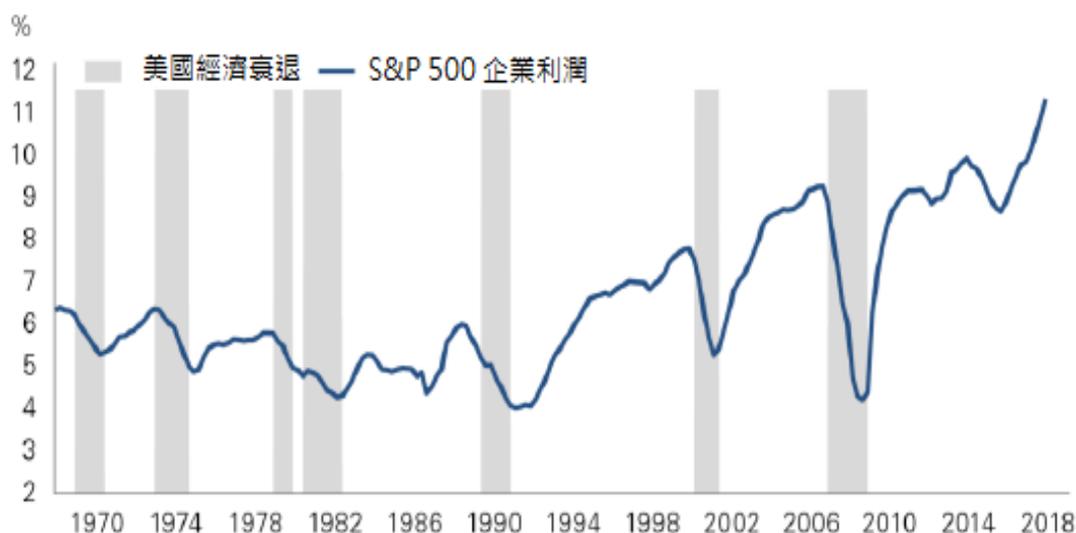
圖 3 不同景氣循環階段下之股市波動度



資料來源：Bloomberg, GSAM. Median equity volatility at different stages of the economic cycle.

另外，激勵景氣措施退場與接連升息使經濟成長不若以往，但要說是景氣擴張末期，似乎為時甚早。根據歷史經驗，企業獲利於景氣轉折前會續創新高（圖 4）。近期股市雖有較大幅度修正，後續仍應觀察企業獲利、金融市場漲跌表現及央行緊縮貨幣作為等因素，判斷經濟是否步入衰退。高盛認為 2019 年美國經濟景氣將持續成長。

圖 4 美國企業獲利於景氣擴張末期持續走高

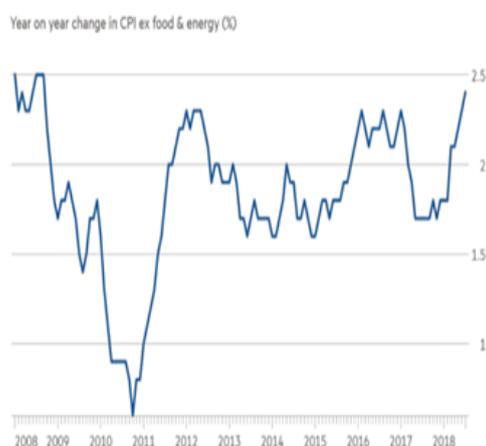


資料來源：Haver, NBER, GSAM. As of November 2018.

三、 美國聯準會升息預測

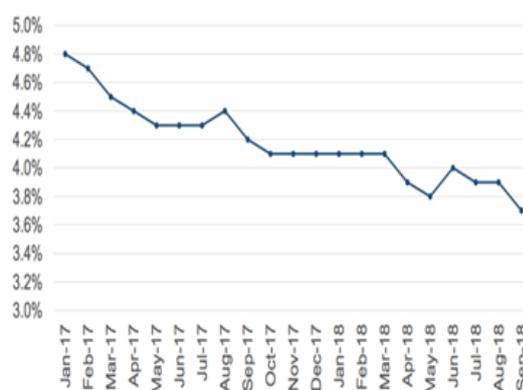
芝加哥 Fed 總裁 Charles Evans 於 2018 年 10 月 3 日表示，美國通膨已達到 Fed 目標（圖 5），加上就業市場緊峭（圖 6），整體經濟情況回到常態，不再需要寬鬆貨幣政策。升息以緩和經濟並控制通膨似有必要，他認為未來聯邦資金利率將調升至 3%~3.25%。

圖 5 美國物價指數逐步上升



資料來源：US Bureau of Labor Statistics.

圖 6 美國失業率持續走低



資料來源：Bloomberg.

Fed 緊縮貨幣政策迄今，高盛認為無明顯證據顯示該政策造成景氣衰退，故預期 Fed 不會停止升息。但在市場出現較大波動後，部分人士認為，即便 Fed 繼續升息，料難維持先前相同步調。

四、 歐元區經濟

歐元區於 2017 年達到歐債危機以來的最強經濟復甦，失業率降至 8.6%，為 2008 年後低點，製造業 PMI 升至歷史高點 60.6，然上述情況未能提高通膨，過去 10 年平均通膨率（Headline）與核心通膨率（Core）分別僅 1.4% 及 1.2%。高盛預期歐元區仍將持續低通膨，使得 ECB 僅能緩步走向貨幣政策正常化。

(一) 鬆弛勞動市場

歐元區失業率仍高於金融風暴前水準、部分週邊國家青年失業率高於 30%、非全職勞工占全體就業人數超過 22% 等情況，不利於勞工爭取調薪。

(二) 跨國勞工遷徙，爭取較本國為佳薪資

歐洲不同國家間的顯著薪資差異，造成勞工跨國遷徙。例如 2005 年以來，德國失業率保持穩定下降趨勢，但因平均薪資高於鄰國（圖 7），吸引其它國家勞工前往德國工作。雇主透過僱用外國員工，得以增加產出而不太需要調高薪給，致歐元區平均薪資未有明顯增長。

圖 7 歐洲國家平均年薪



資料來源：OECD, GSAM. Average annual wage in 2016 (USD PPP) .

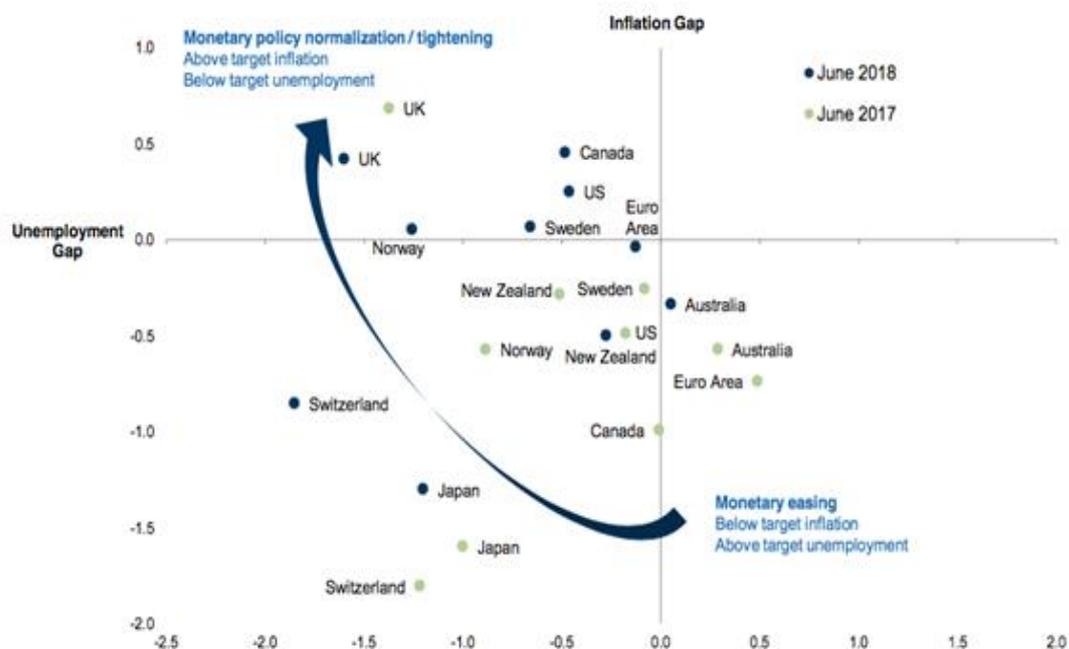
(三) 採納新技術的速度較其它先進國家為慢，恐成通膨助力

一般而言，科技進步會有減緩通膨（disinflation）的效果，然而歐元區採用新技術的速度較其它先進國家為慢，則恐成通膨助力。例如，相較電子商務占全體零售銷售額比率，美國與英國分別為 9% 及 19%，義大利僅有 3.2%。

五、 已開發國家逐漸走向貨幣政策正常化

圖 8 比較已開發國家 2017 與 2018 年實際通膨率與央行目標之差距（Inflation Gap），及實際失業率與 OECD 目標失業率的差距（Unemployment Gap）。Inflation Gap 大於 0 表示實際通膨率高於目標水準，Unemployment Gap 小於 0 代表實際失業率低於目標水準。越來越多國家由右下方往左上方移動，即通膨率及失業率均較目標水準為好，貨幣政策由寬鬆趨向緊縮，走向正常化之路。

圖 8 各個國家之通膨差距、失業率差距變動情況



資料來源：GSAM.

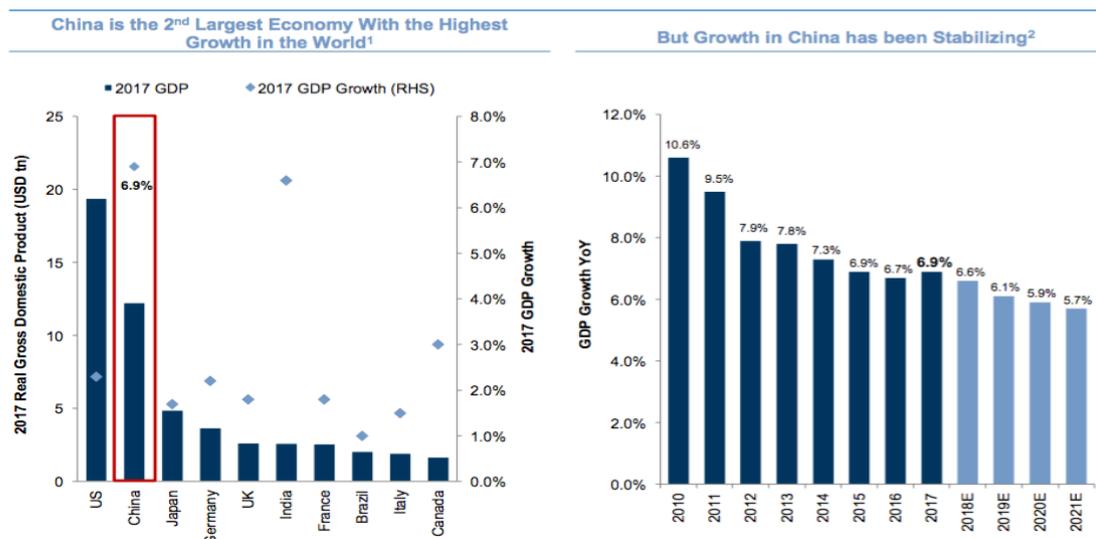
六、 中國經濟

高盛認為中國是 2019 年及中長期之最大新興市場風險。近來中國經濟表現不佳，執政當局開始實施大規模激勵措施，高盛預期中國 2019 年經濟成長率落於 6.2% 左右，為中國自 1990 年代以來最低紀錄，且由於經濟型態從投資轉變為消費導向，經濟成長將逐漸趨緩。前幾年信用大幅擴張情形，則可能是中長期風險來源。

(一) 經濟表現強韌，惟未來將有更多挑戰

中國 2017 年實質 GDP 規模約 13 兆美元，僅次於美國；經濟成長率 6.9%，為世界最佳（圖 9 左）。由於不動產相關投資與因應美中貿易戰的提前出口效應，2018 年經濟成長率達到 6.6%，進入 2019 年後，二者將面臨更多挑戰。又歷經多年的快速經濟成長後，國內政策與規範趨嚴，不利投資與成長。高盛預估未來中國經濟成長逐步放緩至 6% 以下（圖 9 右）。

圖 9 中國經濟表現與成長率預測

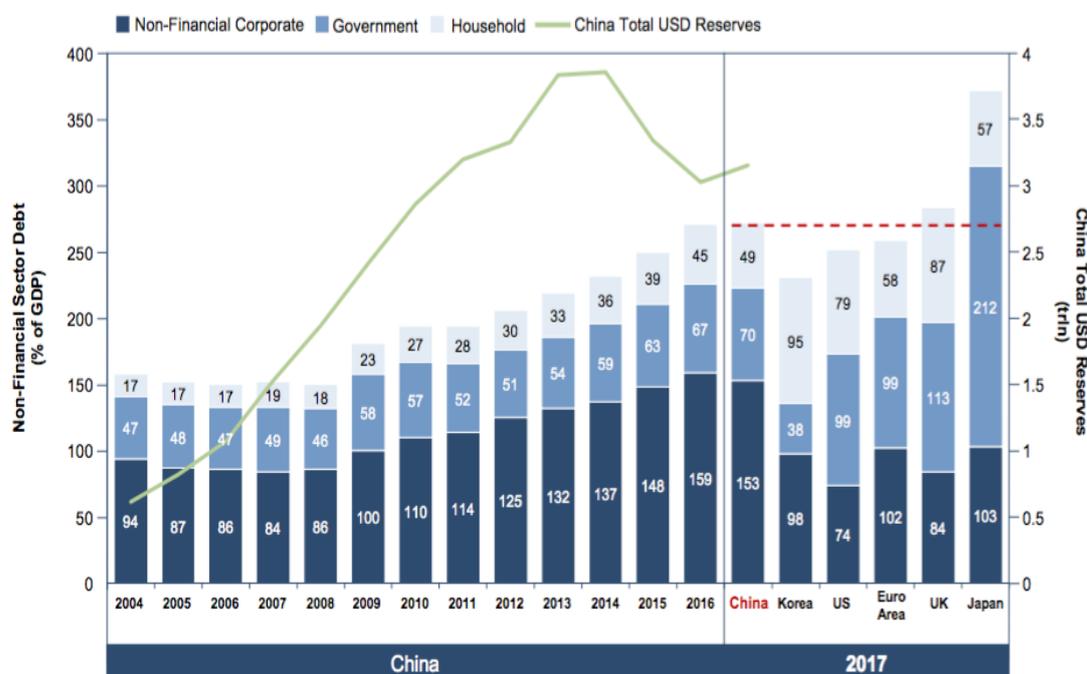


資料來源：1. World Bank, as of 31-Dec-17. 2. National Bureau of Statistics of China, as of 30-Jun-18.

(二)民間部門降低槓桿、政府部門計畫性增加槓桿

中國整體債務水準不斷成長，2017 年時超過 GDP 之 250%（圖 10），該比例並高於美國與歐元區。債務以非金融公司債占比最高，為 GDP 之 153%；其次為公債占 GDP 之 70%；家戶貸款約是 GDP 之 49%。目前整體債務水準已受約制。

圖 10 中國債務占 GDP 比例



資料來源：BIS, CEIC, UBS estimates, Federal Reserve of St. Louis, as of Sep-18.

面對不利經濟環境，中國政府可能採取之措施包括：寬鬆貨幣、信用管制、機能性財政並行政策，將貸款導入實質生產部門，而非不動產或金融業；對企業與家戶減稅，維持民間部門活力，支撐民生消費；緩步進行企業去槓桿化，輔以政府計畫性增加槓桿，減緩對景氣的衝擊。

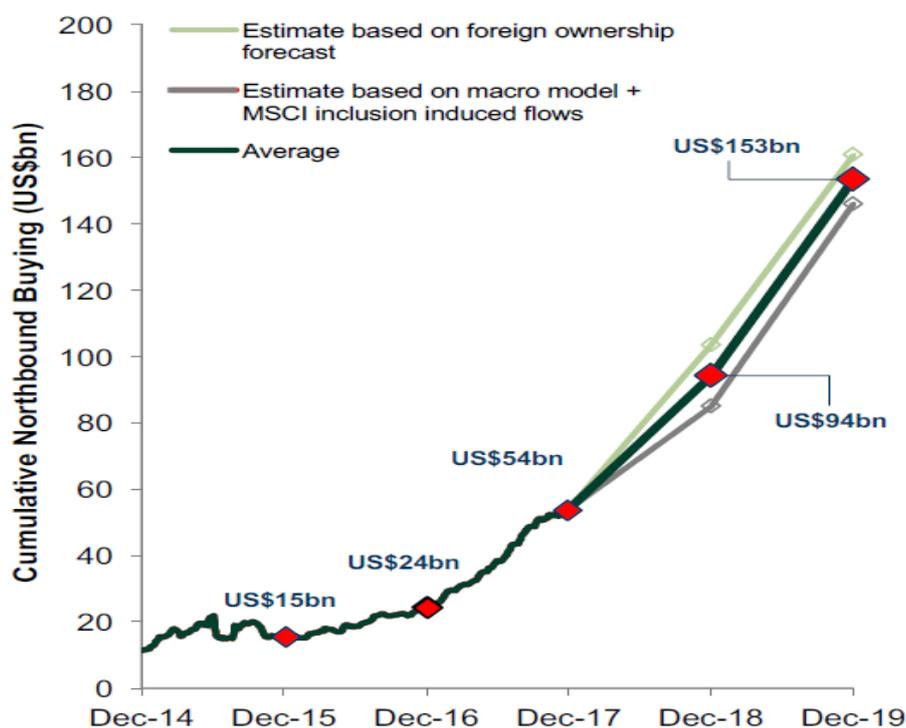
(三)外部風險與內部改革

若美中貿易戰持續升溫，人民幣匯率與經常帳將遭遇壓力，中國可能進一步開放國內市場與解除服務業管制。

(四)中國股債市長期仍將吸引資金流入

滬港通及深港通之北上金流持續增加，高盛估計，海外資金透過滬港通及深港通買入陸股之累積金額，2018年可能來到940億美元，2019年底則是1,530億美元（圖11）。預期中國將進一步開放資本市場，讓外國企業與投資人參與，當前外國投資人關注焦點在「新興」投資機會，例如資訊與醫療保健等產業。

圖 11 海外資金透過陸港通，買入中國股票



資料來源：Goldman Sachs Global Investment Research, as of Feb-18.

(五) 中國 A 股納入 MSCI 新興市場指數

中國 A 股於 2018 年 9 月納入 MSCI 新興市場指數之比例小於 1%，視中國對外資開放程度，MSCI 預估長期將增加至 16.2% (圖 12)。

圖 12 中國 A 股納入 MSCI 新興市場指數比例



資料來源：MSCI, as of Sep-2018. Inclusion factor refers to the percentage of the index market cap of the 233 A-shares.

參、新興經濟體分析

新興經濟體於 2018 年遭遇大幅資金撤出，引發市場有關新興市場長期趨勢改變疑慮；市場波動為新興經濟體景氣衰退開端，抑或市場過度反應？

一、新興經濟體資產表現不佳原因

探究資金撤出新興市場原因，受到三波衝擊影響。全球經濟成長於 2018 年第一季轉弱，加以美國升息，令市場疑慮新興經濟體能否繼續仰賴海外資金支應經常帳赤字，為第一波影響，受影響的國家包括土耳其、阿根廷、印尼及印度。第二波衝擊源於國家政治動盪，例如巴西及墨西哥。美中貿易關係緊張，使得中國供應鏈相關亞洲經濟體表現不佳，為第三波影響。

上述衝擊引發新興市場景氣衰退疑慮。高盛認為新興經濟體貨幣走勢轉弱，與歐元及其它已開發國家貨幣相較美元轉弱之走勢大致相符（圖 13），新興經濟體貨幣貶值多因美元相對強勢。美元強勢反映全球經濟焦點轉移至美國經濟成長，美國向上而其它國家走緩。

圖 13 新興市場表現不佳，多因美元強勢而非自身因素



資料來源：GS Global Investment Research (GIR) . As of Jun 18, 2018. EM and G10-ex EUR baskets are equally weighted.

二、 因應國際資金流入減少，新興國家應對能力改善

相較前幾次風暴時期，新興國家承受國際資金流入減少的能力改善。原因包括：

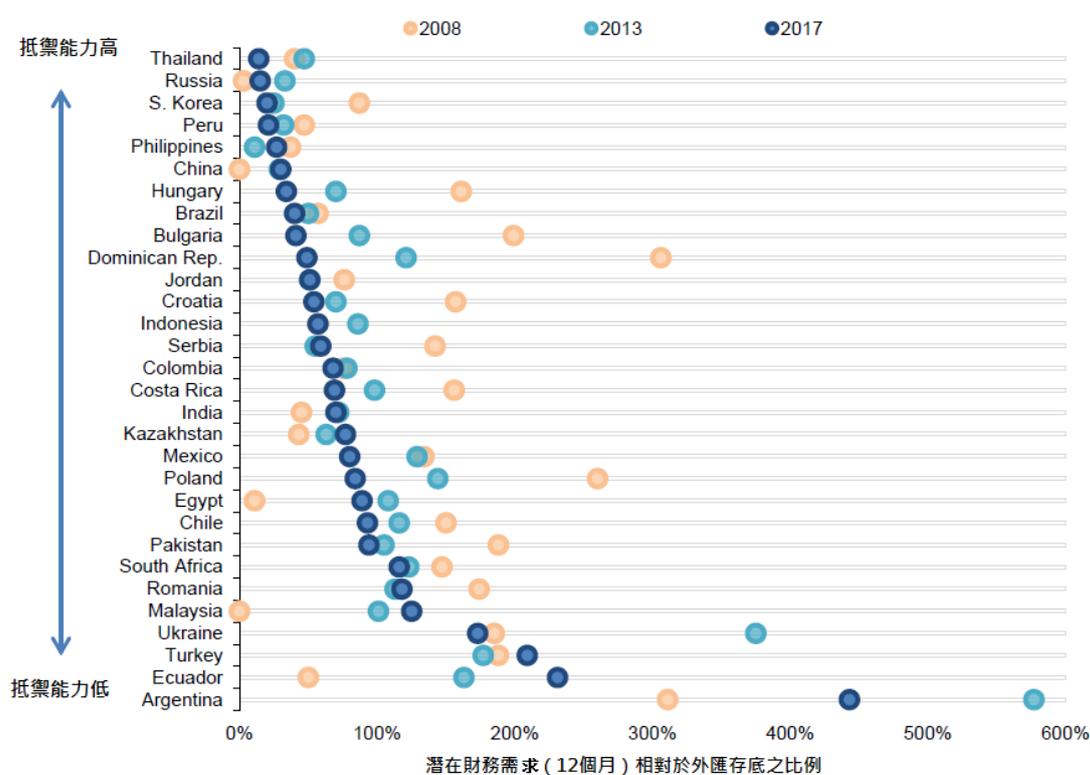
1. 累積較充裕外匯存底，有助於抵擋國際資金流入減少衝擊；
2. 財政體質改善；
3. 當前新興市場資產評價已反映相當程度之風險溢酬，即使價格繼續往下，資金再度外流機率降低。

圖 14 衡量 30 個新興經濟體的國際資金流出承受度，評量指標為「潛在財務需求（12 個月）」¹（potential 12-month financing needs）相對於外匯存底之比例。由圖可知，多數國家潛在財務需求低於外匯

¹ 「潛在財務需求（12 個月）」之定義：根據 Expanded Greenspan-Guidotti Rule，為短期債務（short-term debt）加總後減去經常帳餘額（current account balance）之數字。詳細請見 IMF “Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals”（April 2015）。

存底之 100%，且較 2008、2013 年為佳，少數國家高於 100%，亦於其它方面有所改善。以土耳其為例，面臨政治風險及經常帳衝擊下，該國持續降低負債比例，政府負債占 GDP 比例，由 2009 年 40%，降至 2017 年底 29%。又阿根廷於 2018 年 6 月與 IMF 達成臨時紓困協議，有助於穩定該國總體情勢與政府財政。

圖 14 新興經濟體抵禦國際資金流出之能力



資料來源：Citigroup, GSAM. As of Dec. 2017.

三、 影響國際資金進出新興經濟體之因素

(一) 已開發國家資金流動性減少

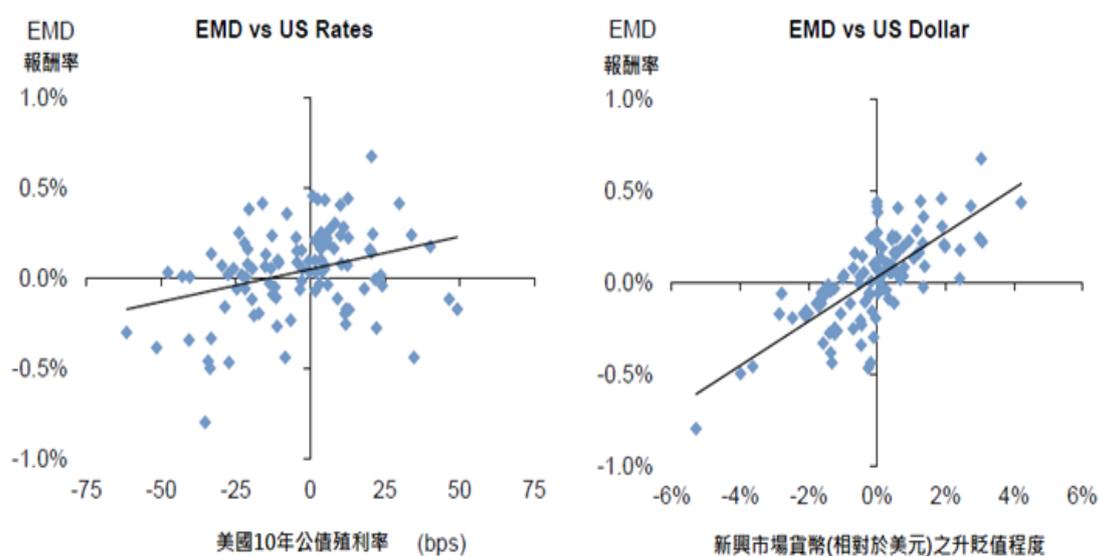
Fed 利率正常化、減少購債規模，加上 ECB 結束購債計畫，降低已開發國家流動性，然日本持續進行 QE，抵銷前述流動性下滑。預期 2019 年 Fed、ECB、BOJ 三大央行資產負債表總和開始減少，

國際資金流動性可能進一步下降。全球資產配置重新調整，將對市場造成不同程度影響。

(二)美元匯率之影響

美元於 2018 年較新興市場貨幣升值幅度大，強勢美元通常對新興市場成長有負面影響，對比美國利率水準，美元升值更可能是新興市場資產下跌之主要原因。圖 15 顯示，自 2010 年起，新興經濟體債券 (EMD) 報酬率與美國十年期公債殖利率變動、新興經濟體貨幣相較美元升貶程度的關聯性。

圖 15 美元匯率變化，影響新興經濟體債券表現較顯著



資料來源：GSAM, Bloomberg. Based on monthly data from January 2010 through May 2018.

上圖右可見，新興經濟體貨幣相較美元之升貶程度與新興經濟體債券報酬率的關聯性較強，當新興市場貨幣貶值（縱軸左側），EMD 通常會下跌（橫軸以下），原因可能為美元升值（即新興市場貨幣貶值）使得流入新興經濟體之國際資金減少，或是美元升值令新興經濟體通膨壓力上升，導致其央行緊縮貨幣。

上圖左，EMD 表現與美國十年公債殖利率變動之關聯性較不明顯。美元利率較高期間，可能象徵美國經濟成長樂觀，連帶使得新興市場資產報酬率為正；另一方面，較高美元利率或是 Fed 為了控制通膨所致，未必代表經濟成長較佳，反而對新興市場有負面影響，故美元利率變動對 EMD 表現之影響並不顯著。

(三)新興經濟體與已開發國家成長率之差距

高盛預期 2015 年至 2025 年間，新興經濟體將貢獻全球 7 成以上之 GDP 成長，其中 12 億人口邁入中高所得水準，實質消費支出則成長逾倍。當前美國經濟成長加速，令 EM 與 DM 間成長率差距稍微縮小，然而新興經濟體（不含中國）經濟正經歷周期性反彈增長，預期未來數年成長率仍將持續超越已開發國家，並擴大與已開發國家的差距（圖 16）。

圖 16 新興市場經濟將持續增長



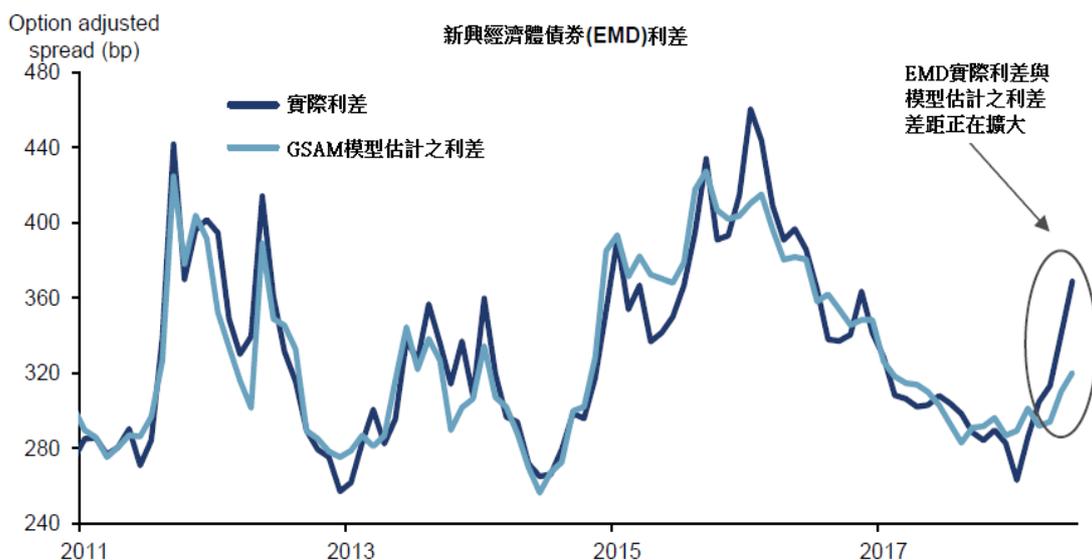
資料來源：Haver Analytics, Bloomberg, GSAM Global Portfolio Solutions as of September 2018.

四、 當前新興經濟體債券價值

新興經濟體資產於2018年遭遇全面性拋售，高盛認為長期而言，仍會受到總體經濟成長力道支撐。新興經濟體債券歷經數次風波仍能帶來正的報酬，根據高盛統計，自1998年以來，每年修正幅度中位數（median annual drawdown）為129bps，但累計報酬率仍為正數。故即使新興經濟體債券報酬短期波動度高，中長期仍能帶來一定報酬。

高盛根據內部模型計算新興經濟體債券之理論利差，模型參數包括新興市場貨幣波動度、中國製造業採購經理人指數（China NBS Manufacturing PMI）、銅及石油價格、銅及石油過去12個月之報酬率等，並與市場價格作比較。2018年6月時，實際與模型估計利差約有110bps差距（圖17），推測市場高估新興經濟體風險。

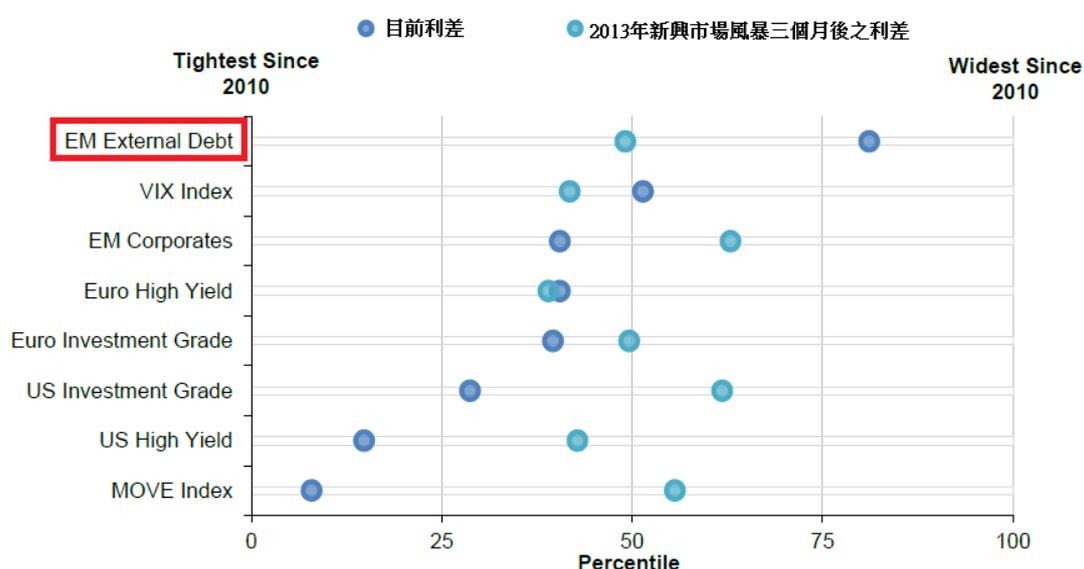
圖 17 新興經濟體債券（EMD）實際與模型估計之利差比較



資料來源：GSAM, Bloomberg. As of June 29, 2018.

相較 2013 年新興市場風暴時（2013 年 5 月聯準會主席 Bernanke 削減 QE 規模（Taper Tantrum）談話，導致市場恐慌與新興市場資金外逃），投資人近期更加趨避新興市場風險，如圖 18 所示，2018 年新興經濟體債券利差較 2013 年為大，其它資產則多較小，投資人對新興經濟體債券似乎反應過度。

圖 18 當前 EMD 利差較 2013 年為大



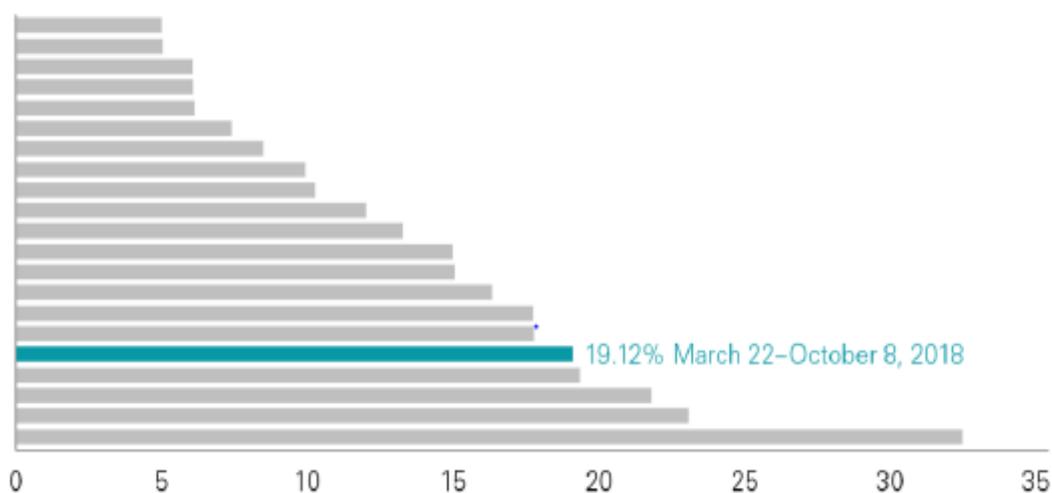
資料來源：Bloomberg, Barclays, JPMorgan, CBOE, ICE BofAML.

五、 新興市場資產價格下跌，尚在一定範圍內

根據過往經驗，當新興經濟體表現優於已開發國家時，其資產價格較大幅度下跌情況並不少見，圖 19 顯示，2018 年新興市場資產價格修正幅度仍落在過往多頭拉回的可能範圍內。

圖 19 多頭期間，新興市場資產價格大幅下跌情況並不少見

5%以上幅度之拉回 (新興市場vs已開發國家之多頭: 1988-94年及2001-10年期間)



資料來源：Datastream as of October 2018.

六、 小結

當前新興經濟體之經濟成長低於預期，但較 2016 年新興經濟體表現開始出現疑慮時好，且部分經濟體處於景氣擴張階段前期，具成長空間。新興市場資產波動度雖高，惟中長期仍有對應風險之合理報酬。投資人應隨時注意全球經濟變化、地緣政治及各國貨幣政策等因素，動態調整投資布局。

肆、 拉丁美洲的貨幣利差交易

國際資金移動對新興市場國家貨幣當局帶來程度不一的挑戰，各類型的資金流動中，貨幣利差交易往往受到關注，因其可能造成匯率較長期間偏離均衡價格及後續瞬間波動，從而影響一國經濟與金融穩定。BIS 於 2015 年發布「拉丁美洲的貨幣利差交易 (Currency carry trades in Latin America)²」一文，有助於外界進一步了解利差交易之策略、市場特性、活動判斷指標等相關層面。

一、 利差交易策略

(一) 貨幣利差交易 (Currency Carry Trades)

所謂貨幣利差交易係指借入低利率融資貨幣 (funding currency) 資金，用以投資高利率目標貨幣 (destination currency) 資產，且不做匯率避險，包括 3 種交易類型。

1. 購買目標貨幣固定收益商品之交易

投資人借入融資貨幣，於即期市場賣出融資貨幣、買入目標貨幣，以目標貨幣購買一定期限之固定收益商品，到期後反向為之，投資人收益包括貨幣利差與匯率變動。於巴西、墨西哥、秘魯、哥倫比亞等國可見此類交易。

2. 利用遠匯 (Forward) 或即期與換匯 (FX Swap) 組合之交易

原則是買入目標貨幣遠匯契約，契約到期時，若目標貨幣即期匯率較遠匯訂約匯率升值，則可獲利。另一方面，因墨西哥換匯市場流動性佳，外國投資人偏好透過即期與換匯交易組合成遠匯部

² BIS (2015), "Currency carry trades in Latin America", No 81, April.

位，也就是即期賣美元、買墨西哥披索，並同時做買/賣美元/墨西哥披索換匯交易 (buy/sell USD/MXN FX Swap)，此作法相當於買入墨西哥披索遠匯契約。

3. 利用無本金交割遠匯 (NDF) 或期貨 (Futures) 之交易

藉由出售融資貨幣/買入目標貨幣之 NDF 或期貨，契約到期時，若目標貨幣即期匯率較訂約匯率為佳，投資人可獲利。NDF 市場於巴西里耳 (BRL)、智利披索 (CLP)、哥倫比亞披索 (COP)、秘魯索爾 (PEN) 的外匯市場與利差交易活動中占有重要角色。境外(offshore)NDF 並為投資人進行 BRL 利差交易的主要工具。

(二) 套利交易 (Arbitrage)

因著市場不完美 (market imperfections) 產生套利機會，投資人便會經由相關買賣交易獲取差價。例如，2012 年第 3 季至 2013 年上半年時，USD/PEN NDF 交易隱含之秘魯索爾利率為負數，與此同時，秘魯市場利率為正，投資人可由出售 USD/PEN NDF、借入 USD 換成 PEN、購買秘魯公債等交易擷取利差。套利活動通常會持續一段時間，惟於整合程度較佳 (well integrated) 的金融市場如墨西哥，套利機會因交易而逐漸消逝。產生套利機會的原因，包括法規限制、資本管制、外匯市場供需不平衡等因素。

(三) 投資組合利差交易 (Portfolio Carry Trades)

一般而言，若投資人對某貨幣、國家或央行決策有其特別看法，可以單一貨幣配對 (currency pair) 從事交易，然而如果該看法跨越多國界，例如先進國家貨幣寬鬆政策，使得資金流入多個新興

國家，便得以投資組合方式投資該些新興國家，並減少單一貨幣不利因素所可能造成的影響。

二、 市場特性

(一) 參與成員

利差交易成員包括外國投資者、外商銀行、當地國廠商等。依據哥倫比亞保管銀行帳戶 (custodian accounts) 資料，各類型外國投資人占全體外國投資人投資該國公債之比例為：基金 60%；經紀商、交易商或銀行 15%；主權財富基金 9%；各國央行 7%；退休基金 6%；其它機構 3%。雖然得知前述比例，但卻無法區分該購買公債行為係純粹投資或用於利差交易。

在巴西，外國槓桿投機者 (leveraged fast money accounts) 多會透過外商銀行買賣境外 BRL NDF，該外商銀行再於境內交易所 BM&FBovespa 拋補境外 NDF 部位。在秘魯，部分國內廠商於國外發行債券籌資，將所獲資金換回當地貨幣，並視匯率升貶，以匯率衍生性商品避險。

(二) 交易期間

通常不長 (不長於 1 年)，且因使用工具不同而異。在墨西哥，利差交易多透過 FX Swap，期間多短於 7 天。智利介於 1~6 個月，哥倫比亞約 34 天，秘魯則在 1 週到 2 個月。

(三) 使用之融資貨幣 (funding currency)

美元為拉丁美洲國家最主要的利差交易融資貨幣。部分國家如墨西哥，日幣曾一度為融資貨幣。智利披索亦曾是融資貨幣，用於

作巴西里耳 (BRL) 與智利披索 (CLP) 的利差交易，惟受限於巴西規定，外國人不能以直接賣 CLP、買 BRL，必須先購得美元，再以美元買入 BRL。市場人士以為，美國緊縮貨幣政策，融資貨幣將轉向其它低利貨幣如歐元等。

(四) 政府政策與規定

各國匯率政策、法規、稅務等因素為影響投資人進行利差交易之因素。部分投資人提到，目標貨幣國家的外匯政策為決定利差交易吸引力的重要因素，例如貨幣主管機關干預外匯市場、降低匯率波動，有利於利差交易。法規面則包括：1. 兌換目標貨幣及投資當地市場限制；2. 資本流動管理，例如哥倫比亞政府為阻止資金流入，一度於 2007 年 5 月對外資 (foreign portfolio investments) 實施無息準備措施 (unremunerated reserve requirement)；3. 銀行間交易手續費，自 1999 年起，墨西哥銀行存款保障法規定，境內銀行間拆款者需額外支付保障費，境外拆款則不用。

三、 利差交易活動判斷指標

縱然主管機關掌握有關交易資料，不必然表示其可明確指出投資人係從事利差交易，仍需參酌其它指標加以判斷。

(一) 從報酬/風險角度，衡量交易動機

各國央行與市場參與者最常用以衡量利差交易吸引力之指標為「利差相對風險比例 (carry-to-risk or carry-to-vol ratio)」，即二貨幣利差除以匯率波動度的比例。該比例愈高，表示投資人承擔每單位匯率風險的報酬愈高，從事利差交易的可能性愈大。不過

亦有人認為，「利差相對風險比例」為落後指標，投資人應於波動度大且下滑時，作利差交易，反之則不交易。

(二) 套利機會

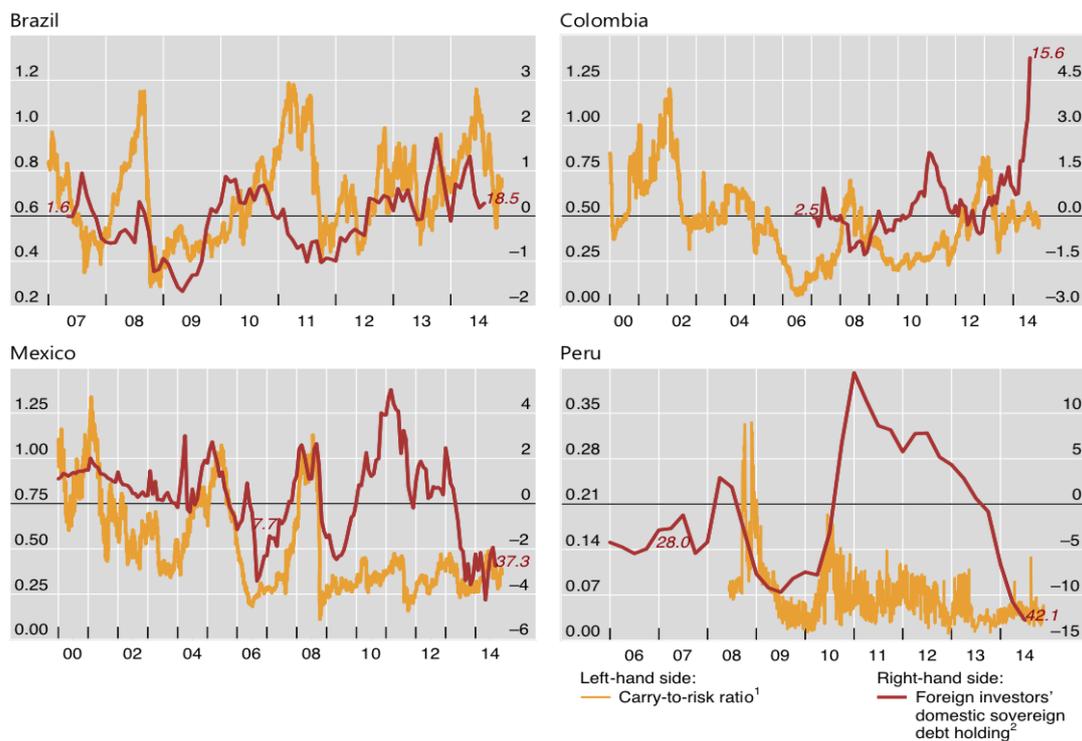
如同前述，當市場存在套利機會時，投資人便可能藉由相關買賣獲取利差。觀察並比較不同市場/產品之利率或隱含利率，或能了解可能套利交易來源。例如秘魯央行會注意當地利率曲線與 NDF 隱含利率曲線的價差 (spread)，或是當地無風險殖利率曲線與換匯換利交易 (Cross-Currency Swaps, CCS) 秘魯索爾利率曲線的價差。

(三) 投資人部位 (position-taking)

主管機關或可追蹤投資人之交易資訊，但是否為利差交易、投資人自有或所屬客戶的投資部位則不易判別。為判斷利差交易，一般而言，可先檢視外國投資人持有目標貨幣國家債券部位，並搭配前述「利差相對風險比例」或套利機會指標作決定。

圖 20 比較外國投資人持有目標貨幣國家債券部位變動情況與「利差相對風險比例」，二者並未呈現高度相關性。市場人士以為，該情形似乎顯示，目標貨幣國家債券多為實質投資人 (real money investors) 如退休基金、保險公司、共同基金等的長期投資，較少用於利差交易。

圖 20 外國投資人持有目標貨幣債券部位與「利差相對風險比例」



Numbers indicate the share of foreign investors' domestic sovereign debt holding as a percentage of total domestic sovereign debt at the beginning of January 2007 and at the end of July 2014 (for Peru: end-March 2007 and end-June 2014).

¹ Defined as the three-month interest rate differential divided by the implied volatility derived from three-month at-the-money exchange rate options. ² Hodrick-Prescott filter applied to get cyclical component using a lambda of 14,400 (monthly data) and a lambda of 1,600 in the case of Peru (quarterly data). Data are in percentage points.

資料來源：BIS

伍、 資產配置建議

基於總體經濟環境與企業基本面研判，高盛 2019 年資產配置展望與 2018 年相近，股市優於信用市場，信用市場優於公債，新興經濟體表現相較已開發國家為佳，如圖 21。

圖 21 高盛全球資產配置展望



資料來源：GSAM. As of December 2018 and are subject to change.

一、 股票市場

整體來說，景氣仍將持續擴張，有助於企業營運，並反映於股票報酬表現。2018 年股市修正降低了先前過高市場評價，因此 2019 年股票布局相對前年有利。已開發國家部分，建議投資美國與日本股市；政治不確定性因素及擔憂歐元升值影響，歐洲表現可能不如美日；新興經濟體表現仍將優於已開發國家，其評價相對於已開發國家折價 25% 左右，預期能產生較高報酬。

二、 固定收益市場

高盛認為，股市下跌造成市場緊張，並非固定收益商品退場理由，反而是投資機會。真正警訊為利率過高或信用利差擴大，尤應注意通膨快速上升，超越經濟成長率，使得央行持續緊縮貨幣。

(一) 美國公債

當前市場低估 Fed 未來升息幅度，且預期利率市場波動加大，調降短年期美國公債 (front-end US rate) 投資權重。未來若美國財政赤字增加、Fed 提高通膨預期或全球 QE 退場等因素發酵，市場價格將反映更多之風險溢酬 (risk premium)。

(二) 公司債

持續成長之總體環境仍將有利於企業經營與信用評等，信用利差短期間內或不致大幅走高。惟 2019 年企業獲利可能減少，不利於信用利差。近期信用市場表現疲弱，有利於策略性布局體質良好的公司債，惟長期而言，信用利差處於較低周期，須注意日後走高，建議挑選信評佳、資產負債比例良好、利息覆蓋比率高及議價能力 (例如工資或成本) 較強公司所發行債券，以及存續期間較短者。

(三) 新興經濟體債券

2018 年新興經濟體成長低於預期，債券表現不理想，當前宜保持耐心，等待反彈機會。又即使當已開發國家邁入景氣衰退期間，新興經濟體債券通常仍有較高報酬。高盛目前對新興市場債券，持中性偏多看法；處於景氣擴張前期或歷經修正、具反彈機

會之債券，較有投資吸引力，提高表現較佳之當地貨幣計價公債及公司債權重；長期則持有成長性強、地緣關係良好、低負債、資產負債表佳及盈餘成長具潛力等條件之債券。

(四)全球固定收益商品投資權重調整建議

1. 已開發國家公債

高盛認為當前市場低估 Fed 未來升息幅度，高盛預期 Fed 於 2019 年升息 3 次，市場則是 1 次，故調降美國公債投資權重。歐元區成長動力不足、通膨率低，且預期 ECB 持續寬鬆貨幣政策，調升歐元區公債投資權重。進行利率正常化之部分歐洲國家，如瑞典與挪威，投資權重予以調降。

2. 新興經濟體公債

高盛新興市場債券投資經理人 Owi Ruivivar 認為，新興市場債券未來表現會優於美債，投資價值開始浮現。建議如下：利差較窄及收益不足下，減碼中國公債；加碼阿根廷公債，該國與 IMF 協議紓困進展順利，債券價位具吸引力；印尼政府債務占 GDP 比率約 30%，屬尚可接受範圍，加碼該國公債；政府債務比例降低及財政情況改善，加碼土耳其公債；財政與政治因素不穩定，且經常帳仍為赤字，減碼菲律賓公債。

3. 證券化商品

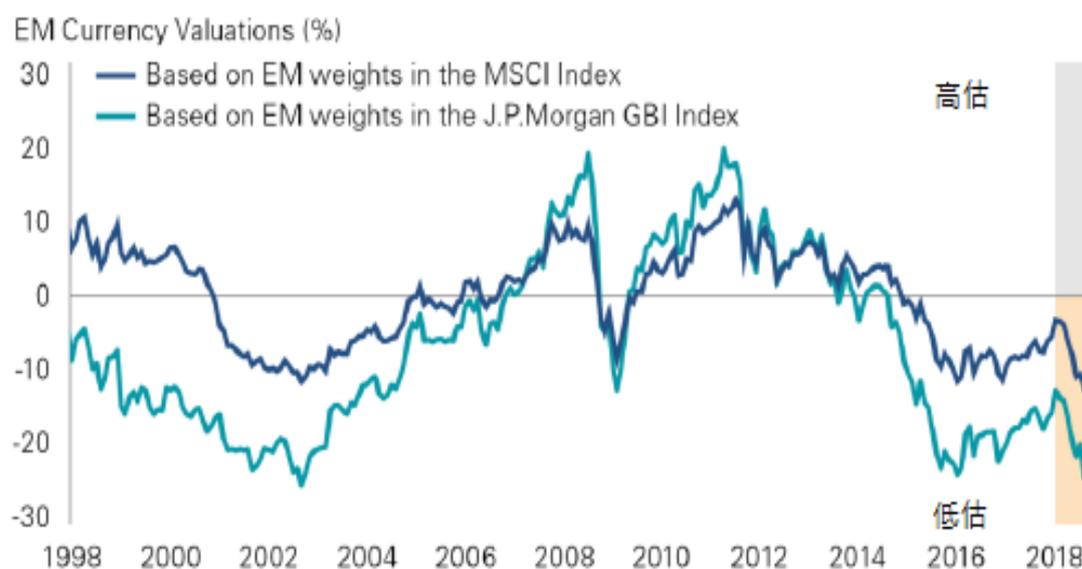
當前景氣循環階段有利於房貸市場，加上信貸取得、房屋庫存等均較過去為好，購屋需求亦不差，高盛預期房貸市場於 2020 年達到巔峰。

三、 外匯市場

2019 年全球經濟成長情勢，不再是美國獨強局面，預期美元走勢疲軟；Fed 升息支撐美元價格，但不足以抵銷美國經濟成長力道減緩壓力。歐元區實際通膨水準與目標仍有落差，不利歐元；實際通膨水準與目標落差較小之其它歐洲國家貨幣，較具吸引力。

新興經濟體方面，部分體質良好國家貨幣，有望獲得重新評價。若 2019 年新興市場經濟成長有所改善，相關貨幣投資應能帶來不錯報酬。據高盛評估，新興市場貨幣評價遭低估 12%（依 MSCI 指數新興市場權重計算）或 23%（依 J.P. Morgan 全球公債指數新興市場權重計算），類似情況出現於 2016 年及 2003 年，其後新興市場貨幣多有不錯表現（圖 22）。

圖 22 新興市場貨幣評價遭低估



資料來源：GSAM, Bloomberg. As of September 2018.

陸、心得與建議

高盛預期 Fed 仍將就通膨採取鷹派作法，即 2019 年升息 3 次。隨著近來美國股市震盪頻率變高、美中貿易關係緊張等不利因素，Fed 官員有關美國經濟看法與後續升息評估，值得關注。

歐元區失業率於 2017 年降至金融風暴後低點，通膨數據也有所起色，惟部分國家青年失業率偏高、非全職勞工占全體就業人數比例不低，以及各國平均薪資差異造成勞工跨國遷徙等現象，預期歐元區持續低通膨，或將不利歐元匯率。

部分市場人士看好資金持續流入中國市場，然中國經濟成長放緩、整體債務水準超過 GDP 之 250%，加上美中貿易戰升溫等疑慮，將令中國匯率與經常帳遭遇壓力。宜持續關注去槓桿、金融改革等成效，美中貿易戰對台灣與其它國家的影響。

2018 年新興市場波動劇烈，且面臨國際資金流入減少或外流，受惠於外匯儲備增長及政府財政情況改善，多數國家應對能力較過去為好。後續經濟、金融環境不確定性上升，為新興國家帶來新一波挑戰。

因勞動市場緊縮、通膨率緩步走高及殖利率曲線變平坦等情況，美國景氣循環已到擴張期後半段，後續仍應觀察企業獲利、金融市場漲跌表現及央行緊縮貨幣作為等因素，判斷經濟是否步入衰退。

面對市場波動度提高，關注個別市場變動，並考量不同資產（股票、債券、外匯等）關聯性，動態調整資產配置，期能達成較佳投資組合。

參考資料

1. BIS (2015), “Currency carry trades in Latin America”, No 81, April.
2. GSAM (2018), “A Better Balance of Risks: 2018 Mid-Year Outlook”, May.
3. GSAM (2018), “Asset Allocation and Economic Momentum”, November.
4. GSAM (2018), “Emerging Markets: Blow-Up? Or Blow Over? ”, July.
5. GSAM (2018), “GSAM_Investment_Outlook_2019”, December.
6. GSAM (2018), “Investing in Chinese Equities”, November.
7. GSAM (2018), “Market and Liquidity”, November.
8. GSAM (2018), “Medium Term Topical Issues”, November.
9. GSAM (2018), “Program Overview and Themes to Watch”, November.