

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書  
(出國類別：其他)

參加 Morgan Stanley  
2019 年「Official Institution Conference」  
心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：楊孫宛（辦事員）

派赴國家：英國

出國期間：108 年 6 月 22 日至 29 日

報告日期：108 年 9 月 26 日

# 目 錄

壹、前言	1
貳、當前總體經濟環境概述	2
一、主要國家央行預估將續行寬鬆貨幣政策	2
二、低通膨時代下貨幣政策標的探索與討論	6
參、美元長線走弱因素浮現	8
一、海外投資金流對美元走勢分析	8
二、結構問題使美元面臨長線走弱壓力	12
肆、結論	14

## 壹、 前言

本次 Morgan Stanley (以下簡稱 MS) 「Official Institution Conference」為期四天，課程內容涵蓋全球經濟概況、歐元區貨幣政策前景與脫歐議題。本次研討會參與者約 35 位，來自阿布達比、約旦、韓國、台灣、智利、匈牙利、義大利、西班牙、比利時、歐盟及加拿大等地之央行或主權財富基金。

目前 MS 為全方位金融集團，旗下擁有投資銀行、資產管理等業務，營運據點遍及全球 542 個城市，研究領域涵蓋 42 個國家。本次研討會主辦單位為 MS 投資銀行之歐洲地區總部。該行於英國雇用人數達約 5,000 人，另於阿姆斯特丹、盧森堡、法蘭克福與巴黎等歐洲主要城市配置超過 3,000 名人力。MS 在歐洲地區提供併購、交易、資產管理與研究等服務，囊括固定收益、證券與商品等資產類別。

此次訓練課程因應與會者多來自各國央行或主權財富基金，課程內容因而側重主要央行政策前景，且著眼與會者所屬機構多以美元計價資產為主要投資標的，闡述當前總體經濟環境對美元走勢影響，並主張在當前美元部位已達到新高，但貿易與財政雙赤字結構問題未解，且流動性趨於緊俏，促使 Fed 暫停貨幣政策正常化過程等因素，美元即將面臨長線走弱壓力。

## 貳、 當前總體經濟環境概述

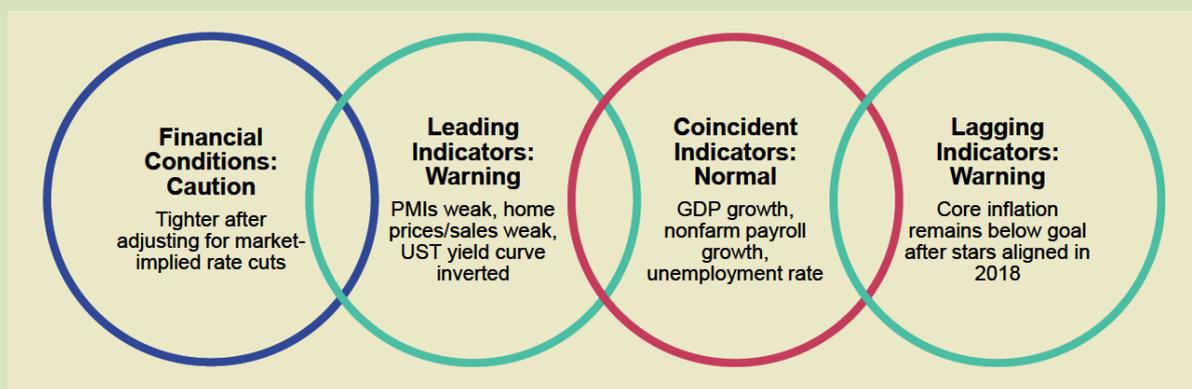
### 一、 主要國家央行預估將續行寬鬆貨幣政策

#### (一) 貨幣政策正常化領頭羊將回歸寬鬆群體

經歷長達七年的零利率水準後，美國穩健的經濟基本面促使 Fed 於 2015 年 12 月領先其他主要國家央行調升基準利率，宣示脫離寬鬆貨幣政策，步入貨幣政策正常化的階段。然而，檢視金融情勢及經濟領先、同時與落後指標，美國經濟基本面已面臨若干隱憂。

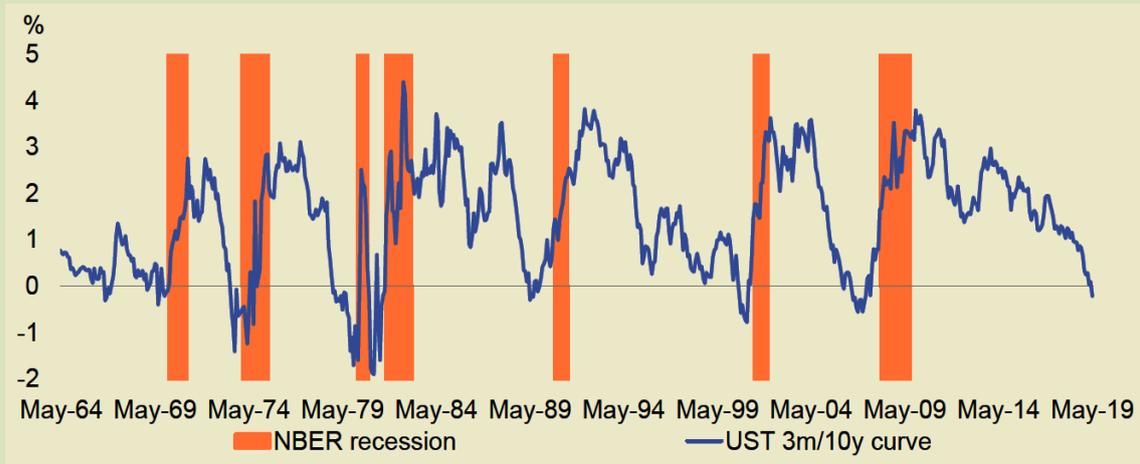
在為期二年的升息循環後，金融情勢已不再寬裕，甚至存在緊縮的風險。PMI 數據表現疲弱、公債殖利率曲線反轉等經濟領先指標惡化，成為經濟展望趨於保守的警訊。儘管 GDP、新增非農就業人口與失業率等經濟同時指標仍顯穩定，但在經濟落後指標方面，核心通膨仍持續低於 2% 的政策目標。

圖 1 相關指標顯示美國基本面存在不確定性



MS 在本（2019）年 6 月評估，金融資產價格已預先反應 Fed 將於未來 12 個月，以每次 25 個基本點的幅度共降息 4 次的預期。預估這累積 100 個基本點的降息幅度，將有助抵銷 Fed 升息循環對經濟的壓抑效果，並在全球貿易前景日趨保守下，維持美國實質經濟的成長動能。

圖 2 美國公債殖利率曲線反轉與經濟衰退關係

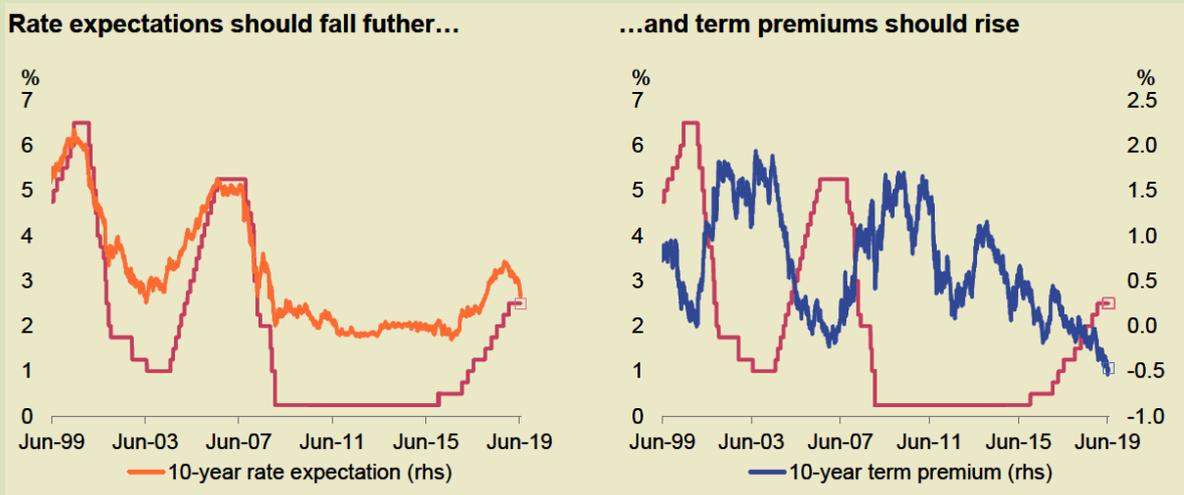


經濟前景惡化且金融情勢趨於緊縮，導致美國 3 個月期國庫券與 10 年期公債出現殖利率曲線反轉現象。MS 比對美國 3 個月期國庫券與 10 年期公債殖利率曲線斜率，與美國全國經濟研究所（NBER）界定自 1964 年以來的經濟衰退時期，發現每次經濟衰退前均出現長短天期公債殖利率曲線反轉的現象。MS 認為，經濟成長陷入衰退疑慮，是促使 Fed 在暫停升息步調後，進一步調降基準利率的主因。

圖 3 預估未來 12 個月 Fed 降息次數



圖 4 Fed 開啟降息循環對利率市場影響



Fed 後續如 MS 所分析，在本年 7 月的 FOMC 降息 25 個基本點。儘管 Fed 將此次降息定調為「週期中調整」，而非開啟一連串降息的寬鬆政策訊號，然 MS 認為，本年 7 月或為 Fed 下一階段寬鬆貨幣政策的開始。MS 表示，利率預期係動態調整，一旦 Fed 開始降息，或強化金融市場對 Fed 政策方針轉向寬鬆的心理，推動利率預期進一步下滑。

另一方面，MS 檢視自 1999 年來 Fed 二次較長期的降息循環，聯邦基準利率下滑通常伴隨著期限溢酬（term premium）攀升的現象。MS 解釋，隨著名目利率水準下滑，經濟基本面重新恢復活力，避險需求下降將降低金融市場對短天期公債的需求，公債殖利率曲線將由反轉現象逐漸恢復原有斜率。此一過程中，期限溢酬水準逐漸推升，引導長短年期公債利差將擴大。

## (二) 通膨政策目標或已面臨瓶頸

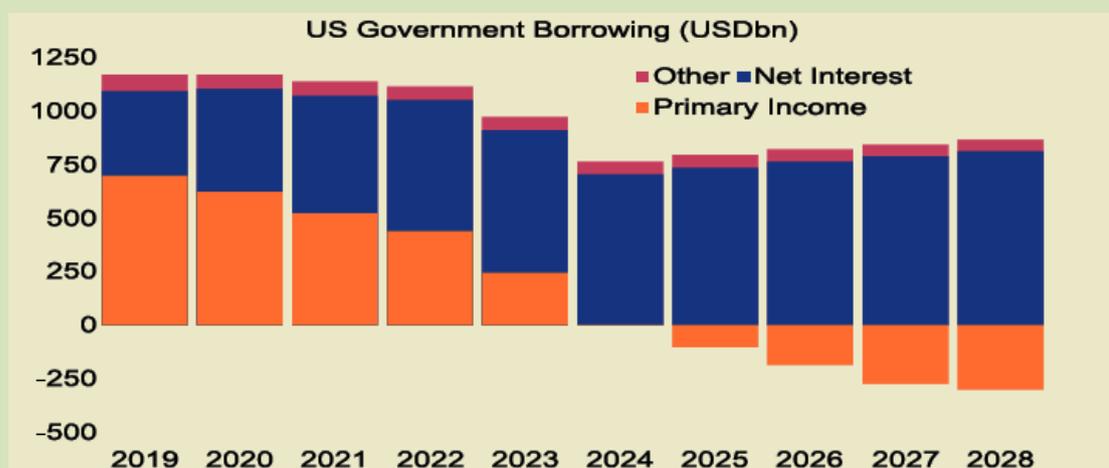
目前各主要國家央行多採用通膨目標作為貨幣政策依據，如 Fed 設定 2% 為通膨目標，ECB 則以「接近但略低於 2%」的通膨為目標。然以通膨衡量政策達成性或將面臨其限制。考量已開發國家債務水準已達到相對偏高水準，限制各國財政政策的空間，且在寬鬆貨幣政策已達極限的情況下，難以

寄望藉由擴張財政支出達到通膨目標。

另一方面，MS 以美國為例，該國政府債務主要由淨利息收入（Net Interest）、財政收入（Primary Income）及其他來源所支付。MS 預估，2019 年美國政府債務約為 1.25 兆 2 美元，財政收入即負擔其中約 7,500 億美元。然而，此後財政淨收入對政府債務的負擔能力將逐年下降，至 2024 將降為零，並自隔年轉為負數，即財政收支不僅無法償還政府債務，甚至將擴大政府負債。

淨利息收入目前支應約 3,000 億美元的政府債務，然隨著財政支出對政府債務的能力下降，且其他項目影響甚微的情況下，利息收入對維持政府債務的重要性將提升。根據 MS 的預估，自 2024 年起，淨利息收入將成為融通美國政府債務的主要資金來源，負擔約 7,000 萬美元至 8,000 萬美元的政府債務。考量淨利息收入融通美國政府債務的重要性，MS 認為，美國政府將傾向維持偏低的公債發行利率水準，以確保債務負擔能力的穩健程度。若公債殖利率水準持續偏低，通膨水準將難以在缺乏名目利率的支撐下獲得成長動能。

圖 5 美國政府債務融通資金來源



## 二、 低通膨時代下貨幣政策標的探索與討論

### (一) 通膨持續低迷促使央行尋求其他政策指標

美國是否將跟隨日本步上低通膨、低經濟成長率的後塵，成為近期市場討論的熱門題目之一。過去各國央行貨幣政策的觀察重點，多為貨幣供給等領先數據，但目前各國央行普遍以通膨作為決定貨幣政策的觀察指標。然而通膨反映的是各央行利率決策會議之前的經濟狀況，換言之，當各國央行愈倚重通膨作為政策判斷時，其實愈傾向根據過去發生事實，而非經濟前景展望做為決策依據。

MS 認為，當前疲弱的通膨模式，主要反映近年來全球經濟普遍數位化、各項生產要素產能遭到低估，以及在全球化下去化既有閒置產能更加困難等因素。

政策決策者未能及時採取行動，導致近年來貨幣政策偏向寬鬆，隨著低通膨時間不斷延長，各主要央行在政策空間有限的情況下，或開始尋求可替代通膨的政策目標。與此同時，財政與貨幣政策過往基於尊重彼此獨立性多各自作業，但在雙方均接近使用極限後，提倡提高貨幣與財政政策連動性的「現代貨幣理論 (Modern Monetary Theory, MMT)」便應運而生。

### (二) 「現代貨幣理論」的崛起與挑戰

「現代貨幣理論」主張，在通膨水準獲得適度控制的情況下，政府可透過增加貨幣發行而非舉債或增稅的傳統財政融資模式，刺激實體經濟成長，達到充分就業的目標。採用「現代貨幣理論」將推高金融資產評價，金融市場可望維持長期的低波動度狀態。另一方面，「現代貨幣理論」將擴大央行推動負利率政策空間，進一步壓低短天期利率，有助於形塑更為陡峭的殖利

率曲線，增強政府對殖利率曲線的控制能力。

然而「現代貨幣理論」存在若干為人詬病之處。提高貨幣政策與財政政策的連動性，意味政治人物對貨幣政策的影響度提高，政治力干預或促使貨幣政策決策者折衷採取較為鴿派的立場，而非採行最適合當前經濟狀況的政策工具。此外，「現代貨幣理論」看似可透過直接擴大貨幣基礎解決通膨疲弱問題，卻為長期通膨展望埋下急遽攀升隱憂。

一旦通膨開始上揚，Fed 可使用的政策工具將相當有限，預期屆時擁戴財政與貨幣政策掛鉤的聲勢將漸趨弱勢。但值得注意的是，若企業資本當前的疲弱態勢未獲改善，通膨卻已率先攀升，美國非常有可能重蹈 1968 年~1981 年間高通膨與低成長率的「停滯性通膨」

MS 假設，若 Fed 於貨幣政策上採用「現代貨幣理論」，首先必須界定可容忍的通膨超標幅度，避免通膨失控傷及市場 Fed 政策信心。MS 參考過去經驗，預估若通膨急遽攀升，市場氛圍惡化導致資產價格大幅波動，資金流出美國市場將導致美元走弱，黃金等實體資產將大受追捧，而新興市場資產或重演 1970 年代及 2000 年漲勢。

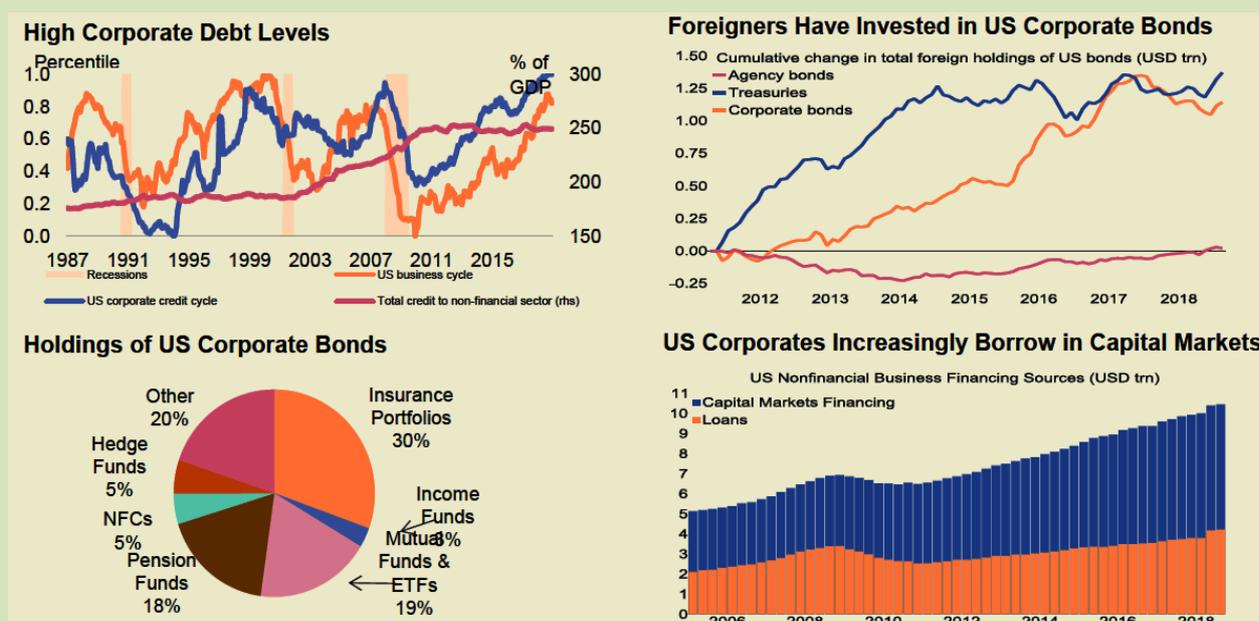
### 參、美元長線走弱因素浮現

#### 一、 海外投資金流對美元走勢分析

##### (一) 美國公司債波動對匯率影響遭投資人低估

金融海嘯後，美國公司債務相對 GDP 比重已達歷史新高水準，該比例由 2003 年的 200% 攀升至 2018 年的 250%，顯示整個美國經濟所承擔的私部門非金融債務，已較過去達到最沉重水準。而在公司債務擴張的同時，融資結構也逐漸出現變化，由過往直接融資與間接融資並重，轉向以直接融資為主。

圖 6 美國公司債市場概況



對應美國公司債市場的蓬勃發展，外國資金買入美國公司債部位亦顯著成長。以 2012 年為起點，外國投資人持有機構債部位呈現逐年下降。外國投資人雖對美國公債表現強勁需求，於 2012 年至 2014 年間快速累積，但部位累積速度於 2014 年後趨穩於每年買入 1 兆美元左右。自 2016 年之後，外國投資人每年加速買入美國公司債，由每年 5,000 萬美元成長至 2018 年的 1

兆美元，期間一度達到 1.25 兆美元的高峰。

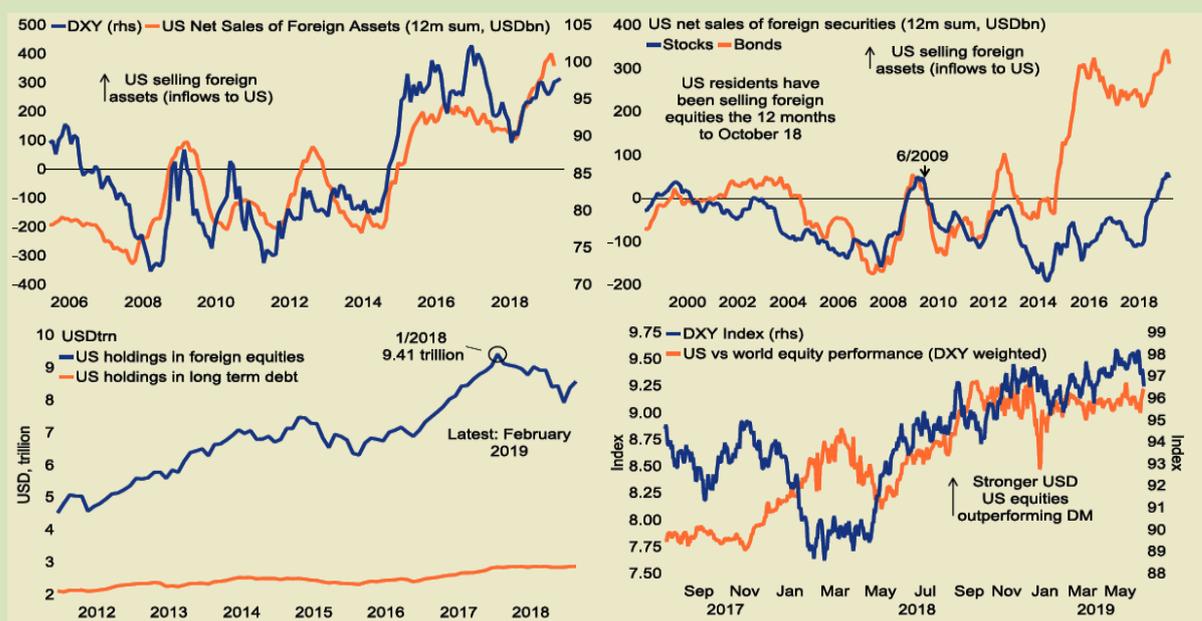
外國投資人對美國固定收益產品，特別是公司債的熱烈追捧，為近年來支撐美元匯率的因素之一。然而近年來，市場對美元匯率走勢的探討，多著墨於貨幣政策的影響，卻忽略了資金流的作用。

## (二) 資金流出海外美元市場

觀察近年來美國投資人持有外國資產變化，可見自 2014 年至今，美國投資人持續賣出外國資產，且賣出金額變化幾與近年來美元指數走勢一致。2016 年至 2018 年間，美國投資人賣出外國資產金額一度趨緩，同一時期美元指數也呈現區間盤整狀態。

上述現象或可解釋為，美國投資人減持外國資產後，將資金匯回美國，由外幣兌換為美元的過程中，換匯需求增加推動了美元相對其他貨幣走強。然而，自 2018 年後美國投資人再度加速賣出外國資產，同一時期美元也出現了走強的趨勢。但進入 2019 年後，美國投資人賣出外國資產的金額已略為收斂。

圖 7 美國投資人近年逐步減持海外資產

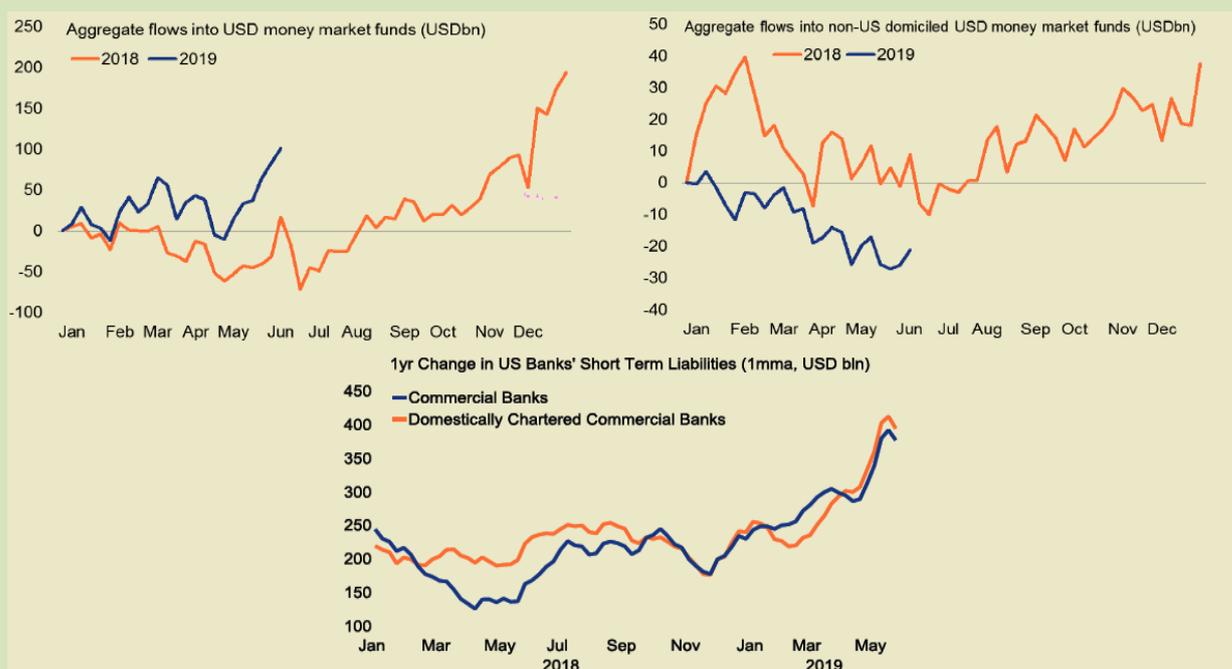


檢視美國投資人持有的海外資產型態，主要持有資產類別為股票，至 2018 年底約為 8 兆美元，長期債券部位僅 3 兆美元。自 2014 年起，美國投資人每月減持海外債券幅度開始急速擴大，在 2018 年 10 月達到近期新高 3,000 億美元。同一時期，美國投資人投資海外股票金額的成長幅度亦逐年縮小，至 2018 年下半年開始轉為賣出。美國投資人減持海外資產幅度創歷史新高，或代表進一步減持空間有限，海外投資資金匯回對美元走勢支撐逐漸消退。

### (三) 海外投資人參與美元市場意願降低

觀察美元短期拆借市場，可見本年以來資金持續流入美元貨幣市場，且流入金額明顯高於去年，但若是檢視海外美元貨幣市場，則呈現出不同的景象。相較於去年的淨流入，本年資金持續流出海外美元貨幣市場。資金外流或顯示海外投資人對持有美元的意願下降，預示來自海外投資人的美元需求下降。

圖 8 美元貨幣市場顯示持有美元需求放緩



更進一步檢視美國銀行業者短期資金貸放數據，可見自去年以來，美國商業銀行與本地銀行短期貸放金額，約維持於每月 2,000 億美元，本年第二季新增短期放貸金額雖一度增加，但放款金額已出現下滑態勢，顯示如客戶、個人等終端資金需求未來可能表現較過去疲弱。

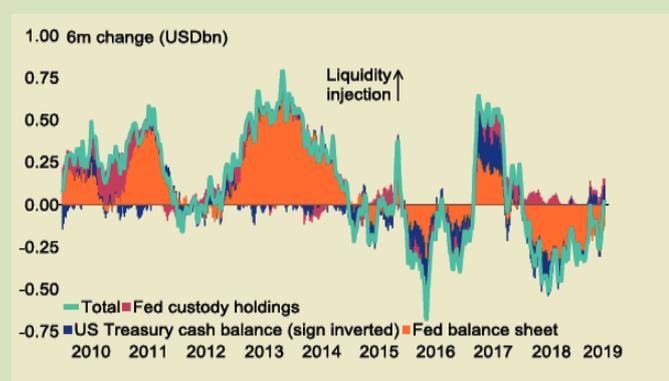
## 二、 結構問題使美元面臨長線走弱壓力

### (一) 流動性趨緊促使 Fed 重新考量政策方針

若以 Fed 本身的資產負債表規模，加上代海外央行保管的資金水準，減去美國公債發行餘額，衡量 Fed 挹注市場流動性的變動。2010 年至 2014 年間，Fed 持續購買公債、MBS 等金融資產，帶動擴大資產負債表規模，顯然是構成近年來 Fed 釋放流動性的主要因素。

然 2015 年以來，Fed 降低甚至縮減資產負債表擴張速度，對金融市場挹注的流動性規模已大不如前，2018 年開始貨幣政策正常化後，縮減資產負債表規模、持續自金融市場收回流動性，已造成了市場流動性的緊縮。MS 認為，來自貨幣政策挹注的資金減少所造成的流動性緊縮，正是促使 Fed 重新思考貨幣政策方針，由貨幣政策正常化轉向寬鬆貨幣政策的主要原因。

圖 9 Fed 對金融市場釋放流動性之主要構成項目



### (二) 長期因素凸顯美元走弱壓力

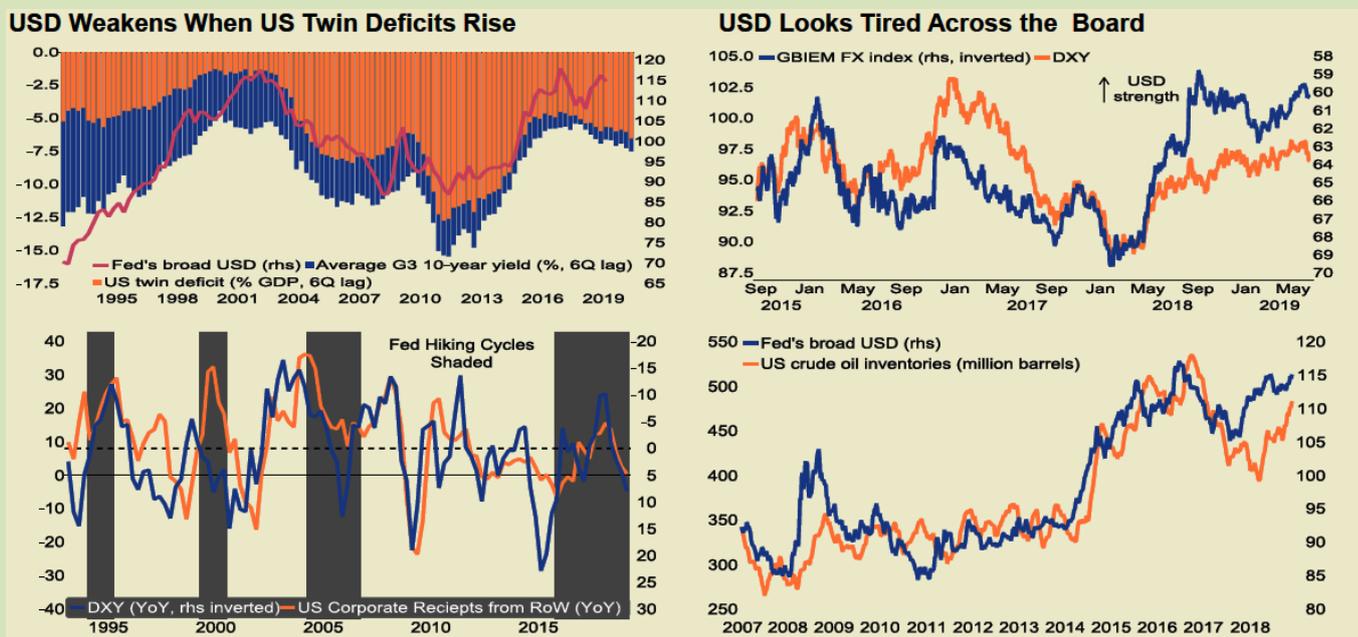
美國經濟結構長期存在財政與貿易雙赤字的問題。雙赤字在 2000 年代呈現擴大趨勢，雖在 2013 年至 2017 年期間一度收斂至占 GDP 比重 5%，但近期雙赤字占 GDP 比重又再度擴大至 7.5%。雙赤字惡化通常伴隨著美元走弱，隨著全球經濟前景趨於保守，美國不論貿易或財政狀況短期內難以改

善，長期而言，逐漸擴大的雙赤字結構將成為美元走弱壓力。

檢視衡量美元相對已開發國家貨幣匯率的 DXY 美元指數，以及關注美元相對新興市場貨幣匯率的 GBIEM FX 指數，均可見美元經歷 2018 年的強勁漲勢後，已逐漸出現上漲動能消退的疲態，甚至出現初步下滑的型態。

以往美元走強的過程中，美國經濟所囤積的原油量存貨也會相對應成長，可解釋為穩健成長的基本面同時帶動對原物料的需求，並反應在匯率的攀升上。但美國原油存貨水準於 2016 年即已自高峰下滑，且未能出現強勁成長，隱含基本面放緩可能無法提供匯率支撐的訊息。MS 更進一步檢視過往升息階段中美元指數漲幅與美國企業訂單的關係，發現在升息循環中，當美國企業獲利能力開始下滑，美元漲幅亦隨之收斂甚至轉為貶值時，即為升息階段接近尾聲的訊號。

圖 10 美元漲勢或接近尾聲



## 肆、結論

檢視美國海內外資金流動方向，顯示不論美國投資人匯回國內資金，或是外國人參與美國市場的流入金額，都已達到歷史新高，甚至開始出現下滑的狀態，恐難如同以往給予美元走勢強勁支撐。而美國的國內資金貸放與原油存貨數據，亦顯示基本面成長力道較過往疲弱。

資本面的流動性緊俏，以及經濟基本面疲弱，均使 Fed 暫停貨幣正常化歷程，甚至逐漸轉向降息。隨著市場已建立相對龐大的美元部位，投資人極可能回頭檢視財政與貿易雙赤字，及貨幣政策轉趨鴿派等不利因素，調整部位的資金輪動效果，可能加劇長期的美元走弱格局。