

行政院及所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

出席國際清算銀行(BIS)第 89 屆年會

出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：曹體仁 研究員

派赴國家：瑞士

報告日期：108.9.12

出國時間：108.6.27~108.7.3

摘 要

本屆國際清算銀行(BIS)年會主要議程有三，依序為：(一)「Regulatory Convergence: What Are the Missing Pieces?」由金融穩定協會 (Financial Stability Institute) 主席 Fernando Restoy 等 7 人評論 2008 年全球金融危機後國際金融監理準則的發展；(二)「General Manager's Speech and Presentation of the Key Messages of the Bank's Annual Report」是由 BIS 總經理 Agustín Carstens 等 3 人進行年度全球經濟與金融報告；(三)「Andrew Crockett Memorial Lecture」由史丹福大學教授 Amit Seru 講授，題目為「Regulating Banks in the Era of Shadow Banks」。

本報告亦彙整 BIS 研究部門及支付與市場基礎建設部門等主管，對各國央行在金融科技發展之建議及當前金融科技引發的爭議。最後針對 BIS 年會期間，與會人士曾對本(2019)年以來主要國家公債殖利率曲線趨平與全球負殖利率債券規模增加發表看法，本文就此議題進行分析。

目 次

壹、前言	1
貳、BIS 研究部門及支付與市場基礎建設部門之訪 談要點	4
一、BIS 對各國央行在金融科技發展之建議	4
二、BIS 對當前金融科技引發爭議之看法	4
參、近期主要國家公債殖利率曲線趨平與全球負殖 利率債券現象之分析	6
一、上年以來主要國家公債殖利率之變化	6
二、近期主要國家公債殖利率曲線趨平之原因	8
三、德、日兩國公債殖利率曲線續平且下滑	10
四、當前全球債市之負殖利率現象更為惡化	11
肆、結語	14

壹、前言

職奉派於本(2019)年 6 月 27 日至 7 月 3 日，赴瑞士參加國際清算銀行(BIS)第 89 屆年會。本次 BIS 年會議程項目主要有三，依序為：(一) Regulatory Convergence: What Are the Missing Pieces、(二) General Manager's Speech and Presentation of the Key Messages of the Bank's Annual Report、(三) Andrew Crockett Memorial Lecture。

「Key Financial Regulatory Developments」是由金融穩定協會 (Financial Stability Institute) 主席 Fernando Restoy 與相關組織秘書長共 7 人，向與會者簡報近期全球金融監理工作推展，報告內容區分為兩大部分，分別為：(一) 新金融監理標準之導入內容、效果評估與相關衍生之政策議題；與 (二) 新創科技和資安風險兩者有關之金融監理工作執行情形。

「Regulatory Convergence: What Are the Missing Pieces?」由金融穩定協會 (Financial Stability Institute) 主席 Fernando Restoy 等 7 人評論 2008 年全球金融危機後國際金融監理準則的發展。與談人多表示，各國雖已加強金融監理力度，惟跨國間的監理標準並不一致，此恐造成監理套利，且有損跨境交易效率與市場流動性。然而，金融監理涉及國家主權，若要形成共同性標準將需要各國的高度共識。

「General Manager's Speech and Presentation of the Key Messages of the Bank's Annual Report」是由 BIS 總經理 Agustín Carstens 等 3 人進行年度全球經濟與金融報告，演講主題如下：(一) BIS 總經理 Agustín Carstens 之主題為「Time to Ignite All Engines」、(二) BIS 貨幣與經濟部門主管 Claudio Borio 之主題為「Monetary Policy Frameworks in EMEs: Practice Ahead of Theory」、(三) BIS 經濟顧問及研究部門主管 Hyun Song Shin 之主題為「Big Tech in Finance: Opportunities and Risks」。

「Andrew Crockett Memorial Lecture」由史丹福大學教授 Amit Seru 講授，題目為「Regulating Banks in the Era of Shadow Banks」。該教授指出，影子銀行業者已逐漸取代部分傳統銀行業者在信用市場上之功能，此主要反映 2008 年全球金融危機後傳統銀行業者面臨更嚴格的監理法規，及影子銀行業者善用金融科技獲取更多相關業務。因此，該教授呼籲各國金融監理單位應與時俱進，強化對影子銀行業務的掌握。

本次 BIS 年會後，代表團先後拜訪該行研究部門及支付與市場基礎建設部門等重要主管，就當前金融科技對各國央行之挑戰交換意見。會中 BIS 人士分別對各國央行在金融科技發展上作出建議，並對當前金融科技所引發的爭議提出看法。

以下章節將先提出本次 BIS 年會後，拜訪該行研究部門及支付與市場基礎建設部門人士之訪談要點。由於會議期間，與會人士曾對本年以來主要國家公債殖利率曲線趨平與全球負殖利率債券規模增加發表看法，故本文就此議題進行探討。最後依據上述內容，提出本次出國報告結論。

貳、BIS 研究部門及支付與市場基礎建設部門之訪談要點

本次 BIS 年會後，代表團先後拜訪該行研究部門及支付與市場基礎建設部門等重要主管，就當前金融科技對各國央行之挑戰交換意見；訪談要點如下：

一、BIS 對各國央行在金融科技發展之建議

BIS 高度重視金融科技的動向，包括虛擬通貨、分散式帳本技術（DLT）等，也注意到相關的跨國交易行為持續增加。雖然各界多認為，有關金融科技的國際共同標準應伴隨建立，惟事涉各國監管權限，恐不易在短期內達成具體共識，故 BIS 建議各國央行可先聚焦在各項技術的發展潛力。BIS 一直積極保持與私部門在金融科技上之互動，但不是為主導其發展，而是思考如何提供相關政策觀點。該機構認為，各國央行無須擔憂本身技術與人才不如民間業者，應站在如何維持經濟正常運作的角度去思考金融科技對貨幣政策、金融穩定、資料保護及洗錢反制等方面的影響。

二、BIS 對當前金融科技引發爭議之看法

BIS 關注大型網路業者進入金融領域的行為，如目前阿里巴

巴、騰訊在中國大陸的作法，但更在意臉書、谷歌等跨國業者的未來走向。例如，近日臉書公布 Libra 虛擬通貨計畫，其有別於第一代虛擬通貨 Bitcoin 價值是建立在採礦成本上，轉而將虛擬通貨價值連結至一籃子貨幣，故具有內涵價值 (intrinsic value)，未來 Libra 發展恐對國際貨幣體系造成重大衝擊，尤其不利全球前 5 大以外的貨幣。此外，有關 DLT 技術發展若僅侷限於清算交割方面的運用，其所能發揮之功效勢必不如目前款券同步交割 (DVP) 方式。惟一旦 DLT 技術能將前台交易、中台風控與後台清算交割進行系統性串連，預期會為金融市場帶來顯著正面效益。

參、近期主要國家公債殖利率曲線趨平與全球負殖利率債券現象之分析

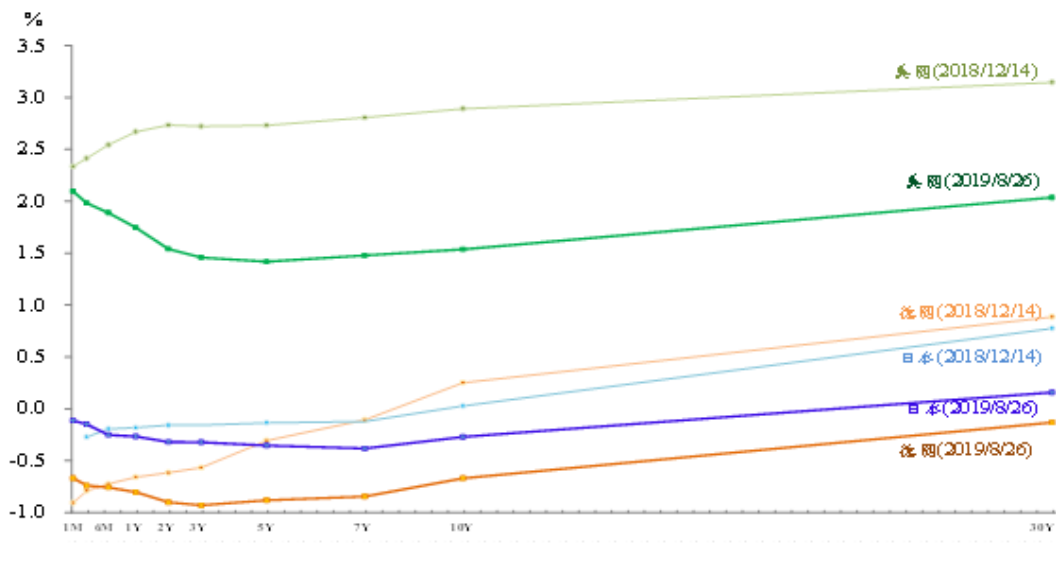
本節首先扼要介紹上(2018)年以來，美國等主要國家公債殖利率曲線持續平坦化，及全球負殖利率債券規模頻創新高之現象。進而再說明近期公債殖利率曲線趨平之原因與先前不盡相同，其影響亦造成全球負殖利率債券規模大增。

一、上年以來主要國家公債殖利率之變化

約自上年第四季起，美國公債殖利率開始反轉走低，且伴隨出現殖利率曲線更為平坦化現象。與此同時，更多國家之公債殖利率曲線亦趨向平坦，如歐元區國家與日本。以美、德、日三國公債殖利率曲線為例相較去年底，目前三國的各天期公債殖利率幾乎更低，同時其公債殖利率曲線在短中期部分已出現倒掛，即較長期公債的殖利率小於較短期公債(圖 1)。

另以常用的 10 年期與 2 年期公債利差衡量其殖利率曲線斜率，目前(2019/8/26)美國為-0.4 個基點(10 年期與 2 年期殖利率分別為 1.536%與 1.54%)，已轉為負值，而德、日兩國則分別為 23.2 個基點與 4.9 個基點。

圖 1 美、德、日三國公債殖利率曲線變化

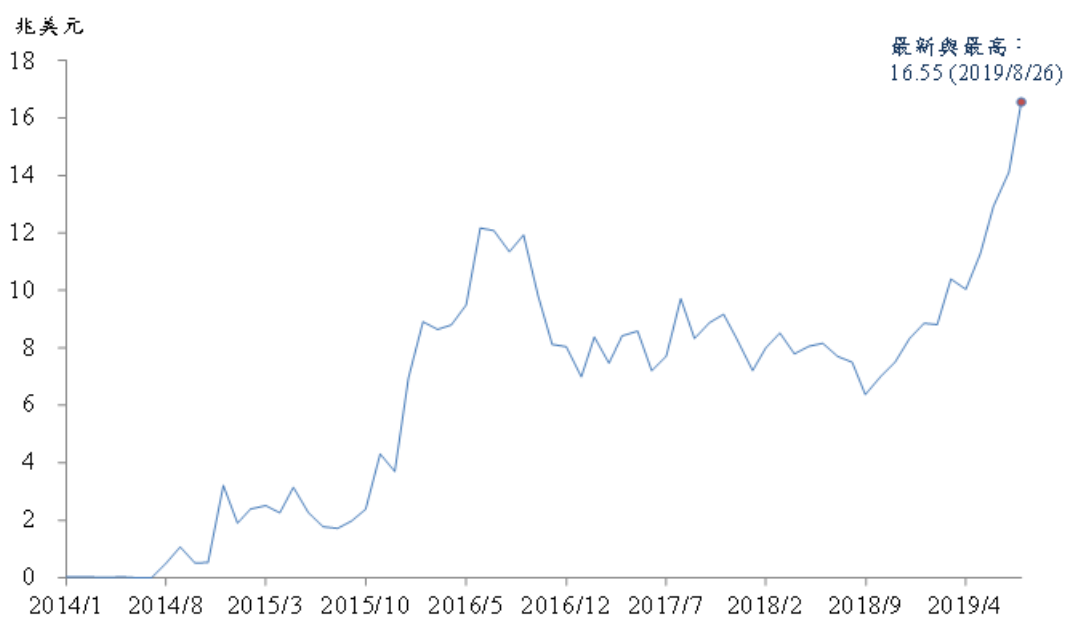


資料來源：Bloomberg

由於 ECB 與 BoJ 分別於 2014 年 6 月 5 日與 2016 年 1 月 29 日開始實施負利率政策，全球負殖利率債券規模開始成長。先前因全球景氣曾同步擴張，加以 Fed 持續升息與縮表，全球負殖利率債券規模曾自 2016 年中逐步縮減，未再攀升。近期受到全球經濟成長放緩、國際政經情勢動盪及主要央行貨幣政策轉趨寬鬆等因素影響，其規模再次擴大；影響所及，德國公債 30 年期以下及日本公債 15 年期以下之殖利率皆為負值。

據以彭博巴克萊全球債券指數(Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index)指數為例，目前(2019/8/26)全球負殖利率投資等級債券規模已達 16.55 兆美元，約占該指數所追蹤債券總市值近 3 成(圖 2)。

圖 2 彭博巴克萊全球債券指數中負殖利率債券規模



資料來源：Bloomberg

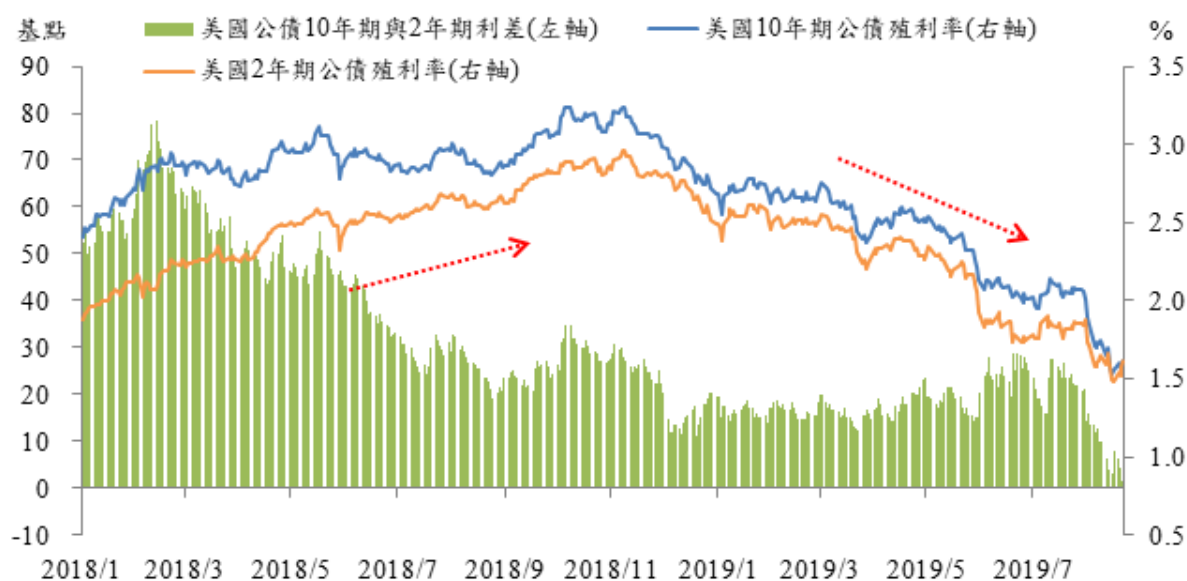
二、近期主要國家公債殖利率曲線趨平之原因

過去數年美國短期利率升幅大於長期利率是導致公債殖利率曲線平坦化的主因(圖 3)。當中，短期利率明顯上揚主要是反映 Fed 持續升息及短期公債供給量大增，而長期利率升幅有限則是受到市場預期美國經濟動能將因川普政府的財政刺激效果遞減而放緩、當地銀行業為符合新監理規範而增持安全性資產及 Fed 執行貨幣政策正常化致美債利率較高，吸引外國資金投資等因素影響。

上年第四季以來，美國長期利率降幅大於短期利率，導致美

國公債殖利率曲線再次平坦化，其主要反映下列情況。短期利率受制於 Fed 遲至本年 7 月底才降息，故其跌幅較小，而長期利率跌幅較大，則是受到以下因素影響：(1)上年底以來，美中貿易爭端數度加劇，加上美國景氣擴張期創史上最久紀錄，市場臆測美國處於景氣擴張末期的可能性增高；(2)美國經濟表現仍優其他先進國家，致美元利率水準相對高，國際投資人為追求較高收益因而投資美元金融商品，包括美國中長期公債。

圖 3 美國 10 年期與 2 年期公債殖利率及其利差



資料來源：Bloomberg

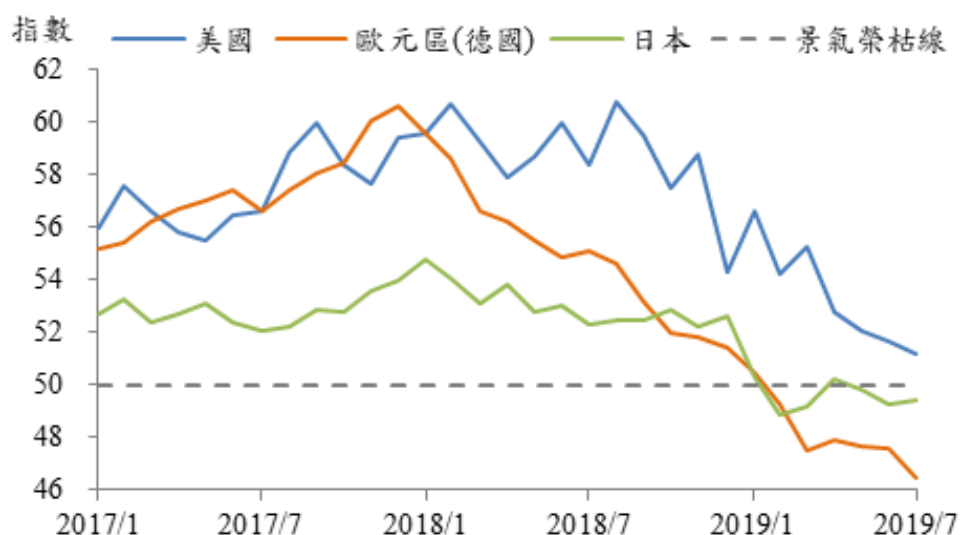
此外，因 Boris Johnson 出任首相後英國硬脫歐機率大增、香港反送中抗爭日益升溫、美國與伊朗核協議紛爭或引發數艘郵輪

於波斯灣遭襲等國際地緣政治風險，亦促使國際資金流入避險資產，如美國中長期公債。

三、德、日兩國公債殖利率曲線續平且下滑

因德國及日本景氣持續疲弱、物價增幅偏低，且 ECB 及 BoJ 貨幣政策相對 Fed 寬鬆，造成過去數年兩國公債殖利率未能與美債殖利率同步上揚。以製造業 PMI 代表經濟動能為例，自上年初以來德國及日本製造業 PMI 皆持續下滑，且目前兩國該指數皆跌破景氣榮枯線 50(圖 4)。

圖 4 美、德、日三國製造業 PMI 指數



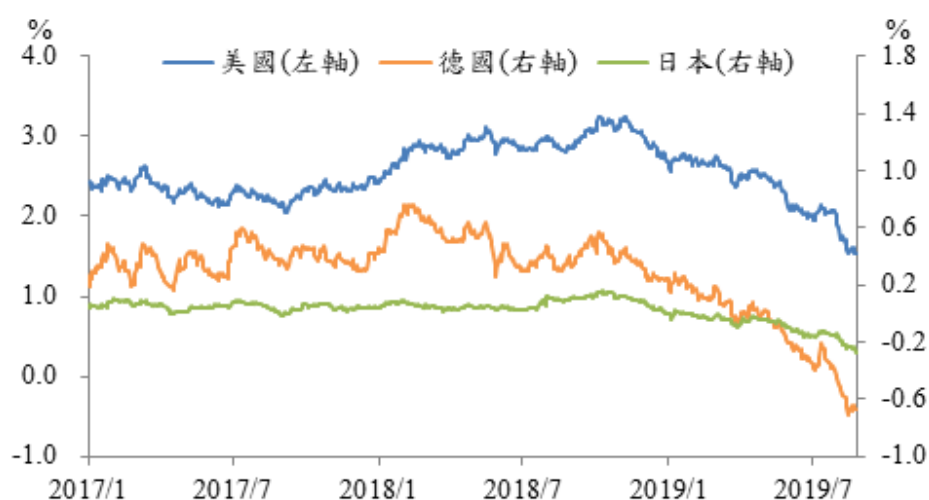
資料來源：Bloomberg

另外，德國及日本通膨數據皆明顯低於該國通膨目標，通縮

陰霾揮之不去。德國最新通膨數據(2019/7)為 1.1%，不及歐元區通膨目標之接近但低於 2%；日本最新通膨數據(2019/7)為 0.6%；遠低於該國通膨目標之 2%。

以 10 年期公債殖利率代表長期利率，上年第四季以前美國長期利率持續上升，惟德、日兩國則多呈下跌(圖 5)，另德、日兩國短期利率因面臨有效下限(Effective lower bound)，以致降幅有限；前述變化使兩國公債殖利率曲線趨平。

圖 5 美、德、日三國 10 年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg

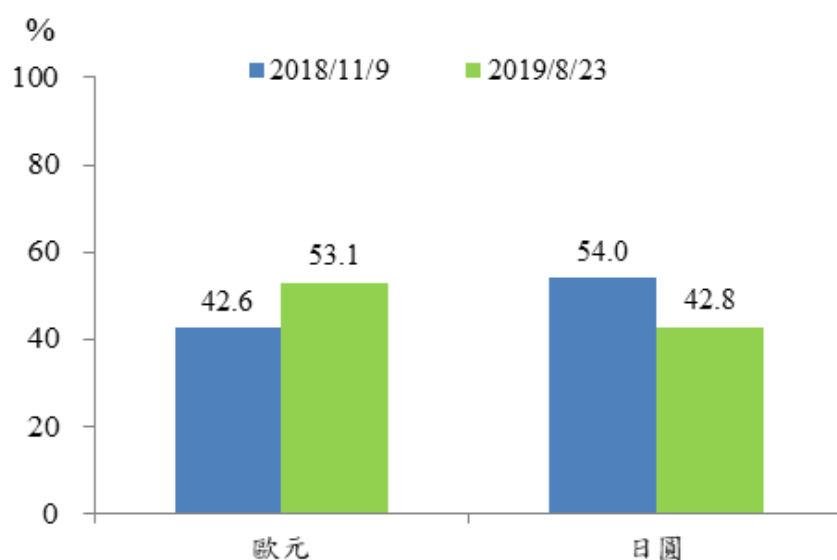
四、當前全球債市之負殖利率現象更為惡化

前述美國公債殖利率反轉走低，及歐元區與日本公債殖利率持續下滑之原因，亦使全球負殖利率債券規模再度攀升，特別是

長期處於低利率環境的歐元區及日本，近期兩地負殖利率債券規模增幅較以往更大。

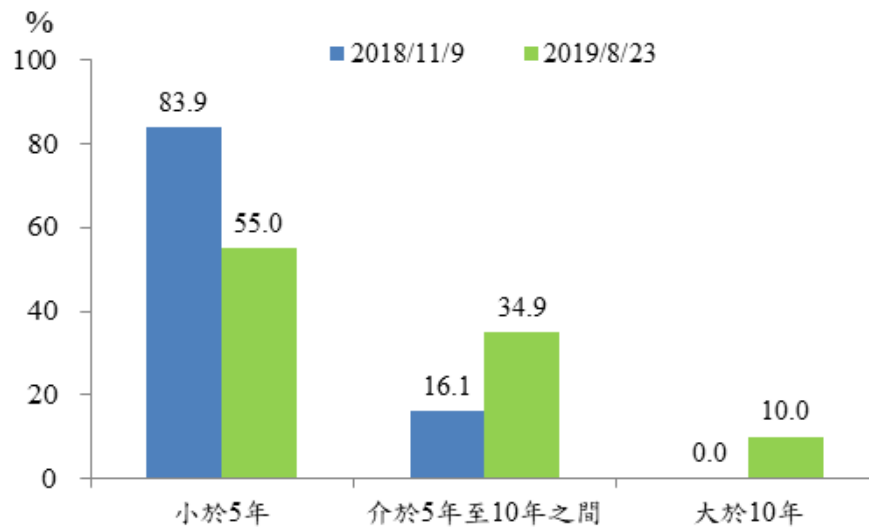
若以彭博巴克萊全球負殖利率債券指數代表全球負殖利率債券，目前(2019/8/26)全球負殖利率債券中，歐元債券及日圓債券的比重分別為 53.1%及 42.8% ，相較上年前者比重增加，後者則降低(圖 6)。另中長期債券出現負殖利率情形較上年底更加普遍，如全球負殖利率債券中，10 年期以上債券占比由 0 增加至 10%，5 至 10 年期由 16.1% 升至 34.9%，5 年期以下則由 83.9% 降至 55%(圖 7)。

圖 6 各幣別債券占負殖利率債券之比重



資料來源：Bloomberg

圖 6 不同期限債券占負殖利率債券之比重



資料來源：Bloomberg

全球負殖利率債券規模持續增加，恐將不利金融穩定，諸如產生下列衝擊：(1)金融機構以短支長的獲利模式受損，影響其獲利能力；(2)退休基金或壽險公司為維持其未來償付能力，過度追求高收益率金融商品，恐曝露在高風險中；(3)銀行為提高淨利息收入，增加貸款給信用品質較差之企業，致整體放款品質惡化；(4)隨著負殖利率公債規模增加，市場參與者恐減少交易負殖利率之公債，造成公債市場流動性減少。

肆、結語

本屆 BIS 年會主要議程包括：(一) Regulatory Convergence: What Are the Missing Pieces、(二) General Manager's Speech and Presentation of the Key Messages of the Bank's Annual Report、及 (三) Andrew Crockett Memorial Lecture。

BIS 年會後，代表團先後拜訪該行研究部門及支付與市場基礎建設部門等重要主管，就當前金融科技對各國央行之挑戰交換意見。會中 BIS 人士建議，各國央行可多關注金融科技對貨幣政策、金融穩定、資料保護及洗錢反制等方面的影響，特別是大型網路業者進入金融領域的行為，如目前阿里巴巴、騰訊在中國大陸的作法，以及臉書、谷歌等跨國業者的近期動向。

最後，本報告探討本年以來主要國家公債殖利率曲線趨平與全球負殖利率債券規模增加之現象。以美、德、日等三國為例，彼等公債殖利率曲線持續下移且平坦化，且在短中期部分已出現倒掛情形。上年第四季以前，美國短期利率升幅大於長期利率，致該國公債殖利率曲線平坦化；上年第四季以後，該曲線再次趨平，反映長期利率降幅大於短期利率。反觀德、日兩國利率先前並未與美國利率同步攀升，而是逐步走低，尤以長期利率跌幅較大，致兩國殖利率曲線持續平坦化。前述現象亦導

致全球債市的負殖利率現象更為嚴重，其規模於近期已突破 16 兆美元，且頻創歷史新高。

主要國家公債殖利率曲線若長時間持續平坦化或倒掛，恐增加全球經濟衰退之自我實現的可能性，另負殖利率債券規模因而擴大亦將危及全球金融穩定，故必須密切注意相關現象之後續發展。