

出國報告（出國類別：研究）

巴克萊銀行 US Rates & RMBS Conference 2019 研討會

服務機關：臺銀人壽保險股份有限公司

姓名職稱：楊文博 經理

黃柏諺 高級辦事員

派赴國家：日本

出國期間：108 年 9 月 10 日至 9 月 13 日

報告日期：108 年 10 月 31 日

摘要

巴克萊銀行(以下簡稱巴克萊)於本(108)年9月11日至9月12日，在東京皇宮飯店與其東京辦公室舉辦美國利率與住宅不動產抵押貸款證券研討會，本次研討會邀請臺灣銀行業者、壽險業者、中國大陸銀行業者、日本當地金融業者等人士參與。研討會主要探討內容包括：全球經濟展望、Ginnie Mae 不動產抵押貸款證券的成長與挑戰、中美貿易戰、美國機構不動產抵押貸款證券市場概述與機會、日本外匯與利率展望、結構型利率產品介紹、日本住宅金融支援機構介紹、日本地方政府債券介紹等，藉以讓與會者了解目前金融市場概況、巴克萊對未來經濟展望與金融商品走勢之看法。

目次

壹、目的	4
貳、研討過程與相關主題	5
一、全球經濟展望	5
二、Ginnie Mae 不動產抵押貸款證券的成長與挑戰	6
三、中美貿易戰	9
四、美國機構不動產抵押貸款證券市場概述與機會	14
五、日本外匯與利率展望	18
六、結構型利率產品介紹	22
七、日本住宅金融支援機構介紹	23
八、日本地方政府債券介紹	25
參、心得與建議	27

壹、目的

近期全球經濟成長力道受中美貿易戰、英國脫歐、地緣政治等議題之影響而趨緩，為更加了解全球經濟展望與中美貿易戰之現況與影響，爰利用本次參加巴克萊於東京皇宮飯店與其東京辦公室所舉辦之美國利率與住宅不動產抵押貸款證券研討會，了解金融業者對前述議題之看法。

另由於臺灣壽險業者仍面臨閒置資金去化之壓力與需求，故亦利用本次參與研討會之機會了解不動產抵押貸款證券、結構型利率產品、日本地方政府債券等商品之現況與巴克萊對其未來走勢之看法，以了解更多元化的金融商品，進而尋找投資機會以期能提升資金運用效能。

貳、研討過程與相關主題

本次研討會舉辦時間為本(108)年 9 月 11 日至 9 月 12 日，分別於東京皇宮飯店與巴克萊之東京辦公室舉行。與會人士包含臺灣銀行業者、壽險業者、中國大陸銀行業者、日本當地金融業者等，本次研討會之重點內容如下：

一、全球經濟展望

巴克萊表示在製造業與全球貿易迅速放緩的背景下，全球經濟表現將持續疲弱，而全球經濟政策不確定性指數亦受到中美貿易衝突影響而走高，巴克萊表示，製造業的持續衰退可能會影響服務業之表現，最終影響目前表現尚屬健康的勞動力市場。

若就國家或地區觀察，巴克萊認為美國經濟表現較優於其他國家，主要受惠於其勞動力市場持續強勁，工資與薪水亦維持上漲態勢，且其財政政策(2019年兩黨預算法)亦對美國之實質 GDP 成長提供支持。而在歐元區部分，受到德國製造業 PMI 表現不佳之影響，歐元區製造業 PMI 目前已低於 50 之分水嶺，而德國本身製造業之衰退已逐步影響其服務業與就業市場之表現。而在中國大陸部分，其周期性放緩係被貿易緊張局勢所影響，但這也是結構性趨勢的一部分，隨著消費取代投資成為增長動力，中國大陸的 GDP 增長和外部平衡正在發生變化。而在新興市場部分，其亦感受到來自全球貿易的擠壓，使得新興市場國家的經濟也呈現放緩，此係因許多新興市場國家屬於開放型經濟體之故。

巴克萊預期美國、中國大陸、歐元區、日本、英國等地，2019 年與 2020 年之經濟成長將多呈現放緩，且由於能源價格基期效果逐漸消退，故預期美國、歐元區、日本等地之整體通貨膨脹率將普遍呈現疲軟，核心通貨膨脹率也呈現疲軟，預計僅小幅上漲。因目前尚無通貨膨脹之壓力，考量 90 年代 Fed 所進行之保險性降息之幅度，巴克萊預期 Fed 可能在今年年底前再將利率調降 75 個基點(9 月、10 月與 12 月各 25 個基點)；預期歐洲央行將其存款利率降低 30 個基點並恢復量化寬鬆政策；且預期無論是美國還是歐盟，至少未來幾

個季度都不太可能實施新的財政刺激計畫。

而若觀察今年度美國、加拿大、英國、德國、澳洲、日本等國之債市利率走勢可發現，相較於今年初，各年期債券殖利率均呈現走低，此現象可反映市場對於經濟前景的憂慮。而全球市場中負殖利率債券占比亦急遽上升，全球近30%的債券交易殖利率為負，其中大多數是政府債券，但也有部分公司債券以負殖利率交易。由圖一可看出各國政府公債市場中，有一部分屬於負殖利率債券交易，亦有一部分的3個月與10年期債券殖利率呈現倒掛現象，但到目前為止，風險性資產的表現尚屬穩定，惟如果經濟放緩的結果比預期更深，巴克萊也預期風險資產具有顯著的下行風險。

Gov Yields	3m	2y	5y	10y	20y	30y	3m-10y	2y-10y
Australia	1.0	0.7	0.7	0.9	1.3	1.5	-10	16
Austria	-0.7	-0.8	-0.7	-0.5	-0.2	0.1	23	33
Belgium	-0.6	-0.8	-0.7	-0.4	0.1	0.4	24	43
Canada	1.6	1.3	1.1	1.1	1.3	1.4	-51	-21
Denmark	-0.8	-0.9	-0.9	-0.7	-0.5		7	20
Finland	-0.7	-0.8	-0.8	-0.5		0.0	26	36
France	-0.6	-0.8	-0.8	-0.5	-0.1	0.3	15	37
Germany	-0.7	-0.9	-0.9	-0.7	-0.5	-0.3	0	18
Ireland	-0.6	-0.6	-0.6	-0.1	0.4	0.7	51	51
Japan	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	0.1	0.2	-11	3
Netherlands	-0.7	-0.9	-0.8	-0.6	-0.3	-0.3	7	28
New Zealand	0.8	0.8	0.8	1.1			27	28
Norway	1.0	1.1	1.1	1.1			10	5
Singapore	1.9	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	-19	6
Sweden	-0.5	-0.7	-0.7	-0.4	0.0		10	27
Switzerland	-1.2	-1.2	-1.2	-1.1	-0.8	-0.7	13	8
United Kingdom	0.8	0.3	0.3	0.4	0.9	1.0	-36	12
United States	2.0	1.5	1.4	1.5		1.9	-54	-5

資料來源：Bloomberg，Barclays Research

圖一：各國政府公債殖利率暨不同年期利差

二、Ginnie Mae 不動產抵押貸款證券的成長與挑戰

(一)美國房市趨勢

目前在美國市場，房屋的需求量仍高於房屋的供給量，故其房價仍持續上漲，但上漲速度已趨緩，而2007年以後年度新屋開工數已較先前數量下跌(1959年至2006年，年度平均新屋開工數約155.1萬件，而2007年以後

至 2019 年 7 月約為 96.7 萬件)，但受到工資增長落後之影響，房價對收入比率逐漸攀升，依據目前數據觀察，收入成長速度並未跟上房價走揚速度，使得民眾對房價負擔能力仍受到限制，進而導致 2013 年 7 月至 2019 年 5 月，Fannie Mae、Freddie Mac、Ginnie Mae 所統計之負債對收入比率(採中位數)走勢攀升，但截至 2019 年第 1 季，單戶貸款之嚴重拖欠率則與金融海嘯前之水準相當或偏低。

(二)美國抵押貸款趨勢

目前美國信貸仍偏緊，截至 2019 年 4 月，借款人之 FICO 信用分數較 21 世紀初約高 30 分，而在抵押貸款趨勢部分，截至 2019 年 5 月，再融資熱潮正在進行中。

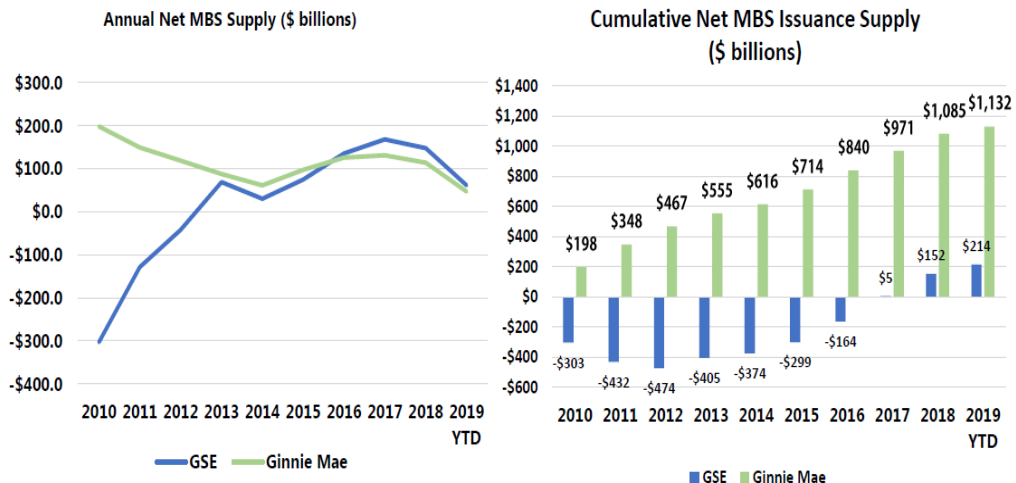
(三)Ginnie Mae 概述

1.市占情況

目前全球債市的背景狀況為：貿易政策和相關的關稅和匯率趨勢難以預測、地緣政治頭條新聞層出不窮(例如：英國脫歐，波斯灣，朝鮮半島)、全球經濟成長率預測趨緩、美國債市場波動率(MOVE 指數)達 2 年半高位、市場價格反映 Fed 進一步降息。

就市占情況觀察，Ginnie Mae 所擔保之不動產抵押貸款證券持續成長，在外流通餘額由 2010 年達到 1 兆美元、2014 年達到 1.5 兆美元成長至 2018 年達到 2.08 兆美元。若相較於 Fannie Mae 與 Freddie Mac，截至 2019 年 6 月，Ginnie Mae 所擔保之不動產抵押貸款證券約 2 兆美元，而 Fannie Mae 與 Freddie Mac 則分別為 2.88 兆美元與 1.89 兆美元。

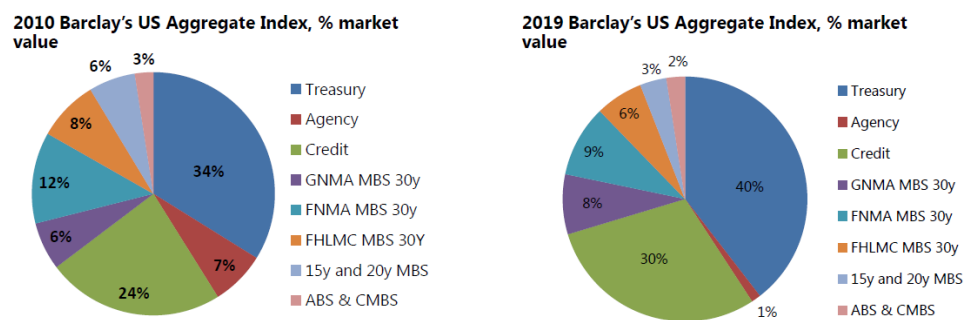
自 2010 年以來，相較於 Fannie Mae 與 Freddie Mac 等美國政府支持機構 (Government-Sponsored Enterprise, 以下簡稱 GSE)，Ginnie Mae 一直是不動產抵押貸款證券「淨」供給的主要來源。



資料來源: eMBS and Urban Institute，資料截至 2019 年 6 月

圖二：不動產抵押貸款證券淨供給統計

由圖三可知美國不動產抵押貸款證券之比率由 2010 年之 33% 下跌至 27%，但 GNMA 不動產抵押貸款證券之占比卻由 2010 年之 6% 上升至 8%，且 GNMA 占巴克萊美國不動產抵押貸款證券固定利率指數(Barclays US MBS fixed-rate index)的比例由 2010 年的 19% 上升至 29%。



資料來源：Barclays Report，2010年底與2019年6月底之實際數據

圖三：2010 年與 2019 年 Barclay's US Aggregate Index 各商品市值占比

2. 收益率比較

相較於美國公債，G2SF 3%、G2SF 3.5%、G2SF 4%等投資標的的票面利

率提供約 60~90 個基點的溢酬，可補償投資人所面臨之提前償還風險。依據 2019 年 8 月 19 日之資料，在未避險的前提下，與 30 年期日本政府公債相比，G2SF 3.0%和 G2SF 3.5%等投資標的提供額外 200 基點的收益率；而相對於 10 年期美國公債與信評等級為 Baa3 的 10 年期義大利政府債券，G2SF 3.0%和 G2SF 3.5%等投資標的提供 60~90 個基點的收益率優勢。而對以日圓計價的投資者而言，外匯避險成本和美國收益率下降降低了 Ginnie Mae 所擔保之不動產抵押貸款證券的收益率優勢，外國市場所提供的貨幣避險收益率優勢已經減少，日圓投資者可以在當地獲得更高的收益率，但對於投資美元(無外匯避險)的日本投資者而言，Ginnie Mae 所擔保之不動產抵押貸款證券仍屬於具吸引力之優質投資選擇。

3.投資人參與概況

參與 Ginnie Mae 所擔保之不動產抵押貸款證券來自全球，且主要集中於官方機構與機構投資人。截至 2019 年 8 月，若以機構類型區分，美國銀行業者、紐約聯邦儲備銀行和外國機構共計持有約 74%，其中，美國銀行業者所持有的比率最高，約 27%(5,370 億美元)，在美國銀行業者中，前五大銀行共計持有 2,330 億美元，占有美國銀行業者所持有部位的 43%。而外國機構持有的比率約 23%，其中，75%的外國投資者來自亞洲國家。

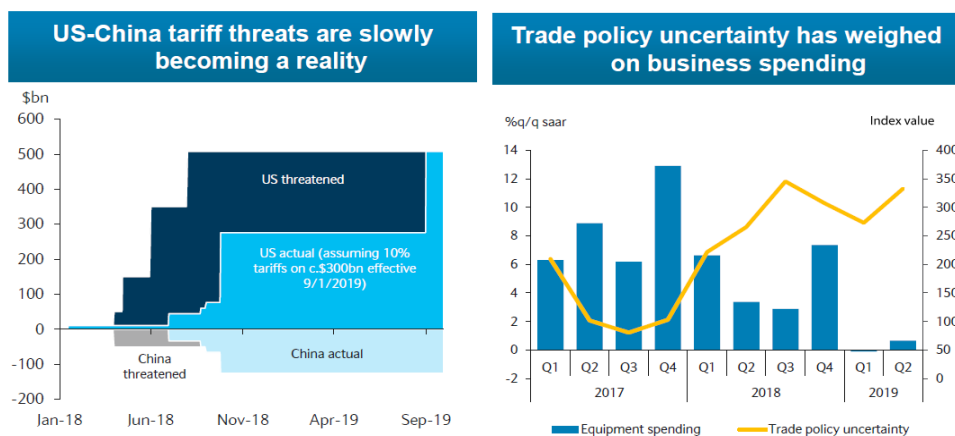
三、中美貿易戰

(一)中美貿易戰：

受到美中貿易逆差增加(從 1999 年小於 1,000 億美元至 2017 年大於 3,000 億美元)、美國商品貿易逆差(2018 年底對中國大陸約 4,190 億美元)、美國民眾對中國大陸看法趨向負面、中國大陸努力避免「中等收入陷阱」的目標(導致美國安全問題與中國大陸產業政策之間可能存在不可調和的差異)等因素影響，巴克萊預期目前美中雙邊談判不會達成全面協議，美中貿易

衝突仍可能持續。

在 2018 年 9 月，巴克萊假設美國將對大多數（如果不是全部）中國大陸進口產品徵收關稅，而中國大陸會做出回應。從長遠來看，巴克萊估計美國的直接經濟損失占 GDP 的 0.2-0.3%，間接影響可能更大。而目前看來美中關稅威脅正逐漸成為現實，且貿易政策的不確定性已經打壓了企業支出。



資料來源：Barclays Research

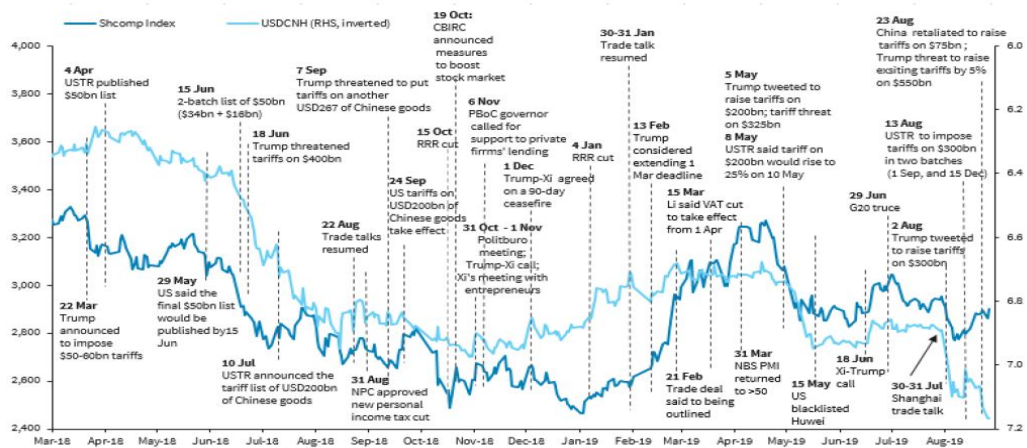
圖四：美中關稅演變暨貿易政策不確定性對企業支出之影響

G20 前後美中兩國之言論與發展說明如表一，而針對市場情緒受中美貿易戰與相關政策影響之情況圖示如圖五（藉由上證指數走勢與 USD/CNH 波動進行觀察）。

Issues	Osaka G20 (29 Jun)		Developments since G20	
	US/Trump remarks	China statements	US/Trump	China
Tariffs	Agreed not to impose new tariffs "at least for the time being"	The US will not impose new tariffs	(23 Aug) USTR confirmed to impose 15% tariffs on USD300bn, and 30% tariffs on USD250bn	(23 Aug) China decided to impose tariffs on \$75bn ranging from 5% to 10%
Huawei	Trump said at request of high tech firms and Xi, he agreed to allow US companies to sell to Huawei as long as not involving equipment threatening US national security	Chinese official said in the press it would be welcome if the US can follow through [lifting restrictions on Huawei]	(19 Aug) US gave Huawei another 90 days to buy from US suppliers. However, Ross said an additional 46 subsidiaries of Huawei are being added to the ban list.	(24 Jul) Global Time Chief Editor said if the U.S. doesn't lift sanctions on Huawei, a deal won't be reached.
Entity list			(14 Aug) US added China General Nuclear Power Group and its three subsidiaries to a trade blacklist	(7 Aug) China will release unreliable entity list soon
China buy	Trump said China is going to buy a 'tremendous' amount of food and agricultural product, almost immediately. The US will give China a list of the goods it wants China to buy	Quoting Trump that he hopes China can increase imports from the US	(2 Aug) Trump tweeted that China didn't buy large quantities of agricultural products from US	(6 Aug) MoCom said China has halted purchases of US agricultural products
Currency			(6 Aug) US Treasury Department designates China as currency manipulator	(5 Aug) USDCNY and USDCNH both broke 7. PBoC explained the depreciation of CNY is due to expectations of tariff escalation.
North Korea	Trump became the first sitting US president to set foot in North Korea	Said Trump valued China's important role in North Korea issues, and is willing to maintain communication and coordination with China	(6 Aug) North Korea has launched four sets of missiles since 25 Jul following the joint military drill between the US and South Korea, and threatened to carry out more weapons tests	(24 Jul) China in Defense White Paper criticised US for deploying THAAD in South Korea, severely undermining the strategic balance in the region (25 Jul) MoFA urged US and North Korea should resume negotiations as soon as possible
Taiwan	No mention	Trump acknowledged China's concerns and the US will continue to pursue the One-China policy	(9 Jul) Trump administration approved arm sales to Taiwan worth of USD2.2bn (25 Jul) US warship sails through Taiwan Strait	(12 Jul) China said it would sanction US firms that participate in arm sales to Taiwan (24 Jul) China said in Defense White Paper it "makes no promise not to use force [to reunite Taiwan]" (31 Jul) China banned individual tourists from travelling to Taiwan

資料來源：Barclays Research

表一：G20 前後美中兩國之言論與發展



資料來源：Bloomberg，Barclays Research

圖五：中美貿易戰與相關政策對市場情緒之影響

而巴克萊針對華為事件看法如下：

1.華為的崛起引發了對經濟和網路安全的擔憂，因為它挑戰了當前的全球技術領導階層。

(1)華為在約 5,800 億美元的全球通信設備市場中，占比約為 16%，五年年複合成長率為 22%。

(2)按收入計算，華為是中國大陸最大的科技公司（2018 年約為 1,070 億美元），相當於中國 GDP 的 0.8%。

(3)華為設計/製造了全球約 27%的新型互聯網連接設備。

(4)華為海事：在全球海底電纜建設中排名第 4。華為於 2019 年 5 月將其持股出售給另一家中國公司。

2.美國出口禁令對華為的影響：

(1)大大削弱了華為在中國大陸境外（甚至可能在中國大陸境內）生產和銷售智慧型手機的能力，尤其是在庫存用完(約 2~4 個季度)後。

(2)華為也許能夠繼續製造核心/無線電接收網路之網路基礎設施。

(3)西方核心設備製造商（思科，瞻博網路，諾基亞）可能會獲得市場占比。

(4)禁令不太可能改變美國 5G 部署的步伐；但是，如果禁令持續下去，可能會導致其他地方之速度將放緩。

(二)中美貿易戰對美國之影響：

由於製造業活動普遍疲軟，貿易政策之不確定性以及外部環境疲弱，美國經濟活動增長正在放緩。巴克萊預期貿易政策的不確定性將繼續升高：美國已宣布對中國大陸進口的 3,000 億美元進口產品徵收關稅；美加墨協議的命運仍不明朗；汽車進口關稅的威脅仍然存在。

巴克萊預期 Fed 將在今年年底前再將利率調降 75 個基點以維持擴張(預期 9 月、10 月和 12 月各調降 25 個基點)，主要係因巴克萊預期 Fed 需要為持續的不確定性和疲軟的通貨膨脹提供一些保險。巴克萊分析部分美

國核心通貨膨脹的疲軟是由於一些臨時性的因素，但核心商品的通貨緊縮也反映出去年實施關稅後全球製造業的疲軟和具有競爭力的降價。但巴克萊亦表示服務業生產和消費的增長將使美國經濟擺脫衰退。勞動力市場基本面依然穩固，經過一段時間的平靜後，巴克萊預期美國失業率將走低。

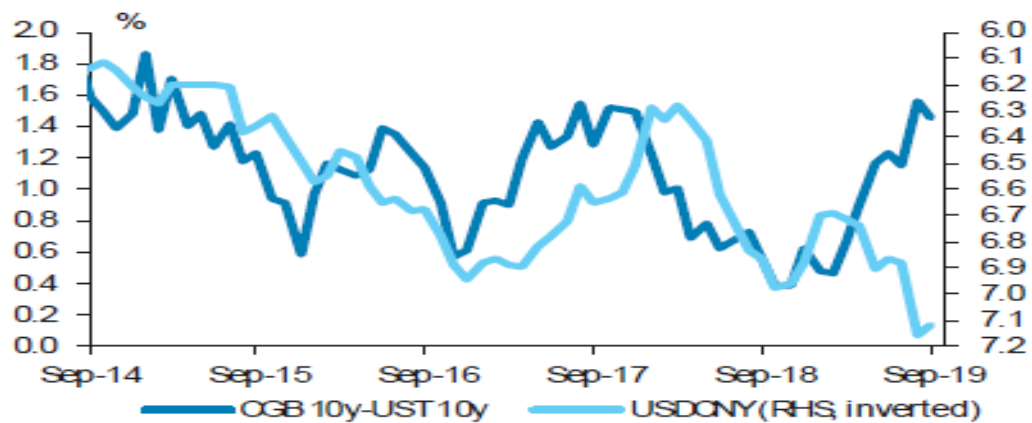
(三)中美貿易戰對中國大陸之影響：

巴克萊表示到目前為止，關稅對中國大陸出口的影響是可控的，因為雖然中國大陸對美國的出口受關稅影響出現了兩位數的下滑，但對非美國地區的出口則持續增長，且有部分中國大陸國內的自行調控可能與貿易戰無關，但貿易戰升級增加了全球經濟衰退的風險。惟儘管發生了貿易戰，但相較中國大陸於 2008 年、2012 年與 2015 年所推出的刺激措施，這次其所實施的刺激措施的規模較小，依據本次報告之內容，目前中國大陸採行之貨幣寬鬆政策和財政刺激措施主要係以信貸增長(參考巴克萊替代信貸總額)、調降存準率、提高預算財政赤字占 GDP 比率、擴大財政赤字占 GDP 比率、減稅為主。

巴克萊表示中國大陸信貸擴張差額(Credit-to-GDP Gap)狀況、債務占 GDP 比率持續走高、地方政府債務問題、房貸與房貸占 GDP 比率持續攀升等因素是其目前主要之障礙。而由基礎建設投資保持較低的個位數增長、製造業占 GDP 比率正在下降、礦物與卑金屬之進口下降等情況可看出中國大陸之經濟增長已逐漸放緩。另觀察需求面方面可看出，消費占 GDP 比率仍走揚，但出口占 GDP 比率下降，且近年來固定資產投資的比率亦正在下降；而就供給面來看，服務業的重要性正在上升。

而若觀察匯率走勢，巴克萊亦表示，人民幣兌美元的貶值抵銷了關稅的影響且為中國大陸之出口提供支持，截至 2019 年上半年，中國大陸之經常帳為盈餘，且外匯準備金保持在 3 兆美元以上。而由圖六可看出「中國大陸 10 年政府公債殖利率與美國 10 年政府公債殖利率」之利差走勢與「美

元兌人民幣」之匯率走勢約略具有同向性，惟自 2019 年 3 月起二者走勢出現較明顯分歧，雖然 2019 年因中美貿易戰持續、全球經濟走緩，市場避險需求提升導致美債殖利率明顯走低，而令「中國大陸 10 年政府公債殖利率與美國 10 年政府公債殖利率」之利差走揚，但「美元兌人民幣」之匯率走勢並未隨美債利率走低而走貶，而呈現美元兌人民幣走升之走勢。



資料來源：Bloomberg，Barclays Research

圖六：CGB 10y-UST 10y 走勢暨 USDCNY 走勢

四、美國機構不動產抵押貸款證券市場概述與機會

(一)市場狀況

巴克萊對不動產抵押貸款證券的看法如下：

1.負面因素

- (1)總體與利率環境動盪。
- (2) TBA(To-Be-Announced)市場所交付之投資標的具有更差的凸性。
- (3)提前還款速度持續上升。
- (4)不動產抵押貸款證券的供給量可能保持高水位。

2.正面因素

- (1)基於歷史資料(包括歷史利率水位、利率交換選擇權隱含波動率、曲線斜率和信用利差等)的迴歸分析，不動產抵押貸款證券價格尚屬便

宜。

(2)中央銀行轉向鴿派。

(二)不動產抵押貸款證券供需動態

截至目前為止，不動產抵押貸款證券需求來自各種類型的投資者。與 2018 年相比，2019 年不動產抵押貸款證券的投資者主要來自：銀行，海外投資者、REIT 和資金管理者等。同時，Fed 繼續向私募市場提供不動產抵押貸款證券，而 GSE 的購買力則較為疲軟。

巴克萊估計，在 Fed 投資組合中的不動產抵押貸款證券，其於 2019 年的還款金額可能約 2,200 億美元，在 2019 年度剩下的時間內，不動產抵押貸款證券每月的還款金額可能超過 Fed 每月購買不動產抵押貸款證券的上限(200 億美元)，故巴克萊預估，這將使得 Fed 的不動產抵押貸款證券投資組合將於 2019 年底下降至約 1.4 兆美元，而 Fed 的國債投資組合目前已下降至 2.06 兆美元，巴克萊則預估到 2019 年年底時，其可能成長至 2.15 兆美元，成長部分可能來自不動產抵押貸款證券的還款金額轉投資於國債所致。

大多數不動產抵押貸款證券的銀行買盤來自於美國前幾大銀行，原因可能與其流動性覆蓋率有關，自從 Fed 資產負債表正常化進程開始以來，許多大型銀行的流動性覆蓋率均呈現下降，使得 2019 年不動產抵押貸款證券從銀行的淨買入大部分來自系統重要性銀行，但是，隨著資產負債表的調整已經結束，前幾大銀行在 2019 年下半年增加其優質流動資產的壓力可能較小。

而受到美國總統簽署了《經濟成長、放鬆監管和消費者保護法》(該法案放寬了 Dodd-Frank 在 2007 年至 2008 年金融危機後施加的法規，將門檻值從 500 億美元提高至 2,500 億美元)之影響，合併資產少於 2,500 億美元的中小型銀行將很快豁免於流動性覆蓋率的要求，因此目前為止，來自美國中小型銀行對不動產抵押貸款證券的淨購入金額仍舊偏低。

而由於考量相對價值與資金流入，截至 2019 年年底前，資金管理者可能仍然是不動產抵押貸款證券購買力道的淨買家。巴克萊認為，目前相較於投資等級債，不動產抵押貸款證券顯得非常有吸引力，2019 年到目前為止，淨流入不動產抵押貸款證券基金之金額已超過 170 億美元，超過前三年淨流入不動產抵押貸款證券基金的總和。

而在海外投資者方面，若觀察 2018 年至 2019 年，相較於美國國債與公司債，海外投資人較偏好不動產抵押貸款證券，而若就國別分析，投資人以日本與中國大陸為主。巴克萊預估在 2019 年剩餘時間內，海外投資者對不動產抵押貸款證券的需求將保持強勁，考量因素在於 Fed 轉向鴿派，美元相對日圓可能走弱，從而降低日本投資者的避險成本。儘管不動產抵押貸款證券收益率也有所下降，但因 10 年期日本公債殖利率已進入負數範圍，大多數歐洲主權債務在避險調整後也提供負收益率，故在先前的寬鬆週期中，海外投資者通常是不動產抵押貸款證券的淨買家。

自 2019 年年初以來，抵押型 REITs 已籌集了近 25 億美元的資金，但是，大多數 REITs 的股價淨值比率跌至 1.0 以下，因此預期難以在年底前獲得更多資金。

而就 GSE 來看，巴克萊表示其可能在 2019 年剩餘時間內保持其投資組合的穩定，Fannie Mae 與 Freddie Mac 持有的投資組合已經低於其 2,250 億美元的目標上限(註：針對原 2,500 億美元之上限，GSE 承諾保持 10%的緩衝，故以 2,250 億美元為目標上限)，故目前不再有監管要求 GSE 進一步減少其不動產抵押貸款證券產品組合。

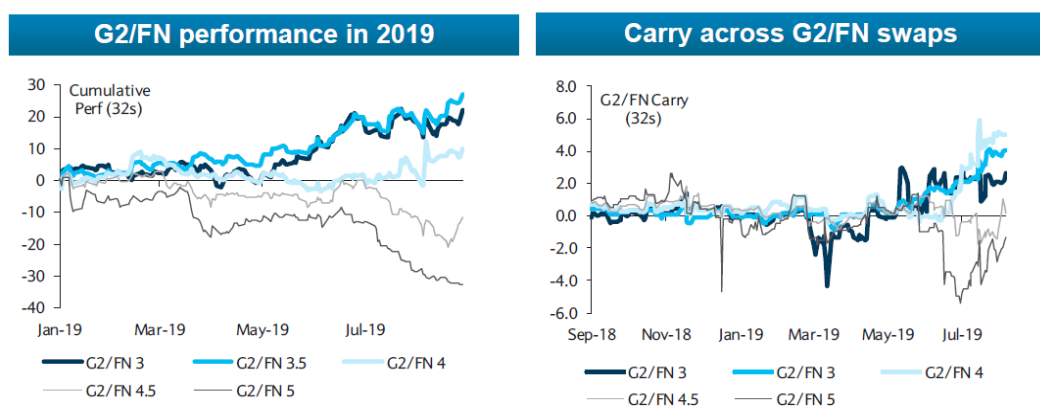
巴克萊預估 2019 年不動產抵押貸款證券淨發行量將達到 2,400 億美元，而總發行量將為 1.4 兆美元，雖然年初的淨發行量低迷，至 8 月為止，淨發行量僅為約 1,200 億美元。但巴克萊預期由於利率較低的環境，淨發行量將在 2019 年剩下的時間恢復增長。

(三)提前償還主題

若比較 2019 年初與目前的情況可發現，票面利率為 3%與 3.5%的商品，其資產池內貸款之借款人辦理再融資的百分比增加幅度最大。目前 30 年無抵押貸款利率約為 3.7%，根據巴克萊的估計(僅包含 2018 年 8 月之後發行之 non-specified FNCL 資產池中的借款人)，幾乎所有最近創建票面利率為 3.5%的不動產抵押貸款證券資產池內貸款之借款人，與接近一半票面利率為 3%的不動產抵押貸款證券資產池內貸款之借款人，其 rate incentive 至少為 25 個基點(註：當市場利率走低，借款戶原本的房貸利率將高於現行房貸利率，此時，rate incentive 會使借款戶的再融資意願增加)，而幾乎所有 FN 4%、4.5%與 5%等商品之資產池內貸款之借款人都再辦理再融資，受到 2019 年利率的急遽變化之影響，本年度資產池之負凸性較往年更加明顯。

(四)不動產抵押貸款證券投資觀點

觀察 2019 年各類 G2/FN 之表現與 G2/FN 交換利差，今年以來低票面利率之 G2/FN 交換表現較佳，雖然巴克萊預計 2019 年海外投資者對不動產抵押貸款證券之需求仍高，但巴克萊對於過去幾個月表現強勁的 G2/FN 3s 與 G2/FN 3.5s，目前看法持中立態度，巴克萊目前建議觀察買進標的為 G2/FN 4s，因為其具有非常吸引人的交換利差。



資料來源：Barclays Research

圖七：2019 年各類 G2/FN 之表現與 G2/FN 交換利差

DW / FN 交換在過去幾個月中表現出色，隨著利率波動性的增加和提前還款的加速，目前可能吸引投資者興趣的是擁有具有較少負凸性的 15 年期資產池之投資標的。

(五)其他與住房有關之問題-有關 GSE 之改革

- 1.住房市場改革計畫的細節可能於 9 月初由政府宣布，如果國會無法就 GSE 改革法案達成一致，則該計畫可能要求對 GSE 進行“Recap and Release(to recapitalize and release Fannie and Freddie from government hands)”，聯邦住房金融局(Federal Housing Finance Agency，以下簡稱 FHFA)和美國財政部有權將 GSE 從監管中移除並重新私有化。
- 2.FHFA 可能允許 GSE 保留更多資本，作為將其從監管中撤出的第一步，FHFA 局長 Mark Calabria 在今年的 Ginnie Mae 年度會議上表示，他規劃通過保留收益和公開發行普通股來補充 GSE 的資本。
- 3.目前仍在一些障礙：
 - (1)為確保條件相同，新的擔保人需要獲得美國財政部的支持或政府對其證券的明確擔保(美國財政部無法在未經國會批准的情況下明確擔保不動產抵押貸款證券，新的擔保人需要國會批准)。
 - (2)目前尚不清楚對美國財政部的優先特別股(senior preferred stock)將採取何種處理方式，以及 GSE 為了繼續進入優先特別股購買協議將如何補償美國財政部。
 - (3)FHFA 估計，如果要離開監管，GSE 將需要大約 1,670 億美元的資金。
 - (4)現任美國總統川普可能不想在 2020 年大選前冒險擾亂房地產市場。

五、日本外匯與利率展望

(一)日圓展望

受全球避險需求影響，導致美元和日圓避險地位重新分配，故巴克萊預期美元兌日圓將繼續下跌至 100-105 區間。部分原因來自投資者希望稀釋其

已建立之美元部位的集中度風險，進而令 2019 年日圓的避險地位再度提升。惟有一部分可能抵銷日圓升值壓力的因素來自於因日本國內投資標的之收益率受限，故日本企業與投資人仍有持有外國資產之需求。巴克萊對匯率之預測詳如表二。

Major Currencies (short term forecasts)							Major Currencies (long-term forecasts)						
	Spot	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Change		2019	2020	2021	2022	2023	5yr change
USD/JPY	107	106	104	104	105	-1.8%	USD/JPY	102	102	100	98	95	-11.2%
EUR/USD	1.10	1.10	1.08	1.04	1.00	-9.3%	EUR/USD	1.09	1.12	1.15	1.18	1.20	8.8%
EUR/JPY	118	117	112	108	105	-11.0%	EUR/JPY	111	114	115	116	114	-3.3%
GBP/USD	1.22	1.15	1.09	1.09	1.09	-11.0%	GBP/USD	1.25	1.30	1.35	1.39	1.43	16.7%
EUR/GBP	0.90	0.96	0.99	0.95	0.92	1.9%	EUR/GBP	0.87	0.86	0.85	0.85	0.84	-6.7%
GBP/JPY	131	122	113	113	114	-12.6%	GBP/JPY	128	133	135	136	136	3.7%
AUD/USD	0.69	0.70	0.69	0.69	0.68	-0.8%	AUD/USD	0.67	0.67	0.68	0.69	0.69	1.3%
AUD/JPY	73	74	72	71	71	-2.6%	AUD/JPY	68.2	68.8	68.2	67.4	66.0	-10.0%
USD/CAD	1.32	1.33	1.34	1.34	1.34	1.8%	USD/CAD	1.34	1.32	1.30	1.28	1.26	-4.3%
CAD/JPY	81	80	78	78	78	-3.5%	CAD/JPY	137	135	130	125	120	47.4%
EUR/CHF	1.09	1.11	1.10	1.09	1.08	-1.0%	EUR/CHF	1.10	1.13	1.16	1.19	1.22	11.8%
CHF/JPY	108	105	102	99	97	-10.0%	CHF/JPY	101	101	99	97	93	-13.5%

Emerging FX forecasts							Emerging FX forecasts (vis-a-vis JPY)						
	Spot	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Change		Spot	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Change
USD/CNY	7.12	7.10	7.20	7.25	7.25	1.9%	CNY/JPY	15.03	14.93	14.44	14.34	14.48	-3.6%
USD/HKD	7.84	7.80	7.80	7.80	7.80	-0.5%	HKD/JPY	13.64	13.59	13.33	13.33	13.46	-1.3%
USD/INR	71.73	68.00	69.00	69.00	69.50	-3.1%	INR/JPY	1.49	1.56	1.51	1.51	1.51	1.3%
USD/IDR	14,101	14,400	14,600	14,700	14,800	5.0%	IDR/JPY	0.008	0.007	0.007	0.007	0.007	-6.4%
USD/KRW	1,197	1,200	1,210	1,220	1,225	2.3%	KRW/JPY	0.089	0.088	0.086	0.085	0.086	-4.1%
USD/THB	30.64	31.40	31.80	31.80	31.80	3.8%	THB/JPY	3.49	3.38	3.27	3.27	3.30	-5.4%
USD/TWD	31.24	31.50	31.60	31.80	32.00	2.4%	TWD/JPY	3.42	3.37	3.29	3.27	3.28	-4.1%
USD/RUB	65.78	64.50	66.00	66.50	67.00	1.9%	RUB/JPY	1.63	1.64	1.58	1.56	1.57	-3.6%
USD/TRY	5.71	5.75	6.00	6.25	6.25	9.4%	TRY/JPY	18.72	18.43	17.33	16.64	16.80	-10.3%
USD/ZAR	14.81	14.50	14.75	15.00	15.25	3.0%	ZAR/JPY	7.22	7.31	7.05	6.93	6.89	-4.7%
USD/BRL	4.11	3.93	3.90	3.90	3.90	-5.1%	BRL/JPY	26.01	26.97	26.67	26.67	26.92	3.5%
USD/MXN	19.53	19.40	19.75	20.00	19.75	1.1%	MXN/JPY	5.47	5.46	5.27	5.20	5.32	-2.9%

資料來源：Barclays Research

表二：巴克萊匯率預測

(二)日本政府公債殖利率展望

巴克萊預期 10 年期日本政府公債殖利率可能會在殖利率曲線控制政策下限-0.2%之下持續一段時間，其目前建議投資人持有的核心部位為 15 年至 20 年期的日本政府公債，主要係因其目前殖利率為正數且利差仍大，巴克萊表示其展望的最大風險是可能的日本央行政策調整。巴克萊對利率之預測詳如表三，對全球經濟之展望詳如表四。

(三)財政議題

1. 日本的債務是其社會內部分配的問題，而非可持續性

日本擁有世界上最大的總債務與淨債務占GDP比率，但主要持有者為其本身。在日本國內，私營部門儲蓄(家庭和企業)不僅為日本政府赤字提供資金，而且還向海外出口(亦即為經常帳盈餘)。故巴克萊認為日本

的債務是其社會內部分配的問題，而非可持續性。因此，日本可控制自己的命運，而其最嚴重的威脅則是政策錯誤。

日本政府公債過去的信評等級調降是基於：

(1)實現財政目標的前景惡化。

(2)促進成長政策有效性的不確定性。

目前信評機構認為，從成長的角度來看，將增值稅收入轉用於資助免費教育具有建設性意義。再者，如果增值稅延遲，投資者預計會有更高的外幣融資成本風險。

2.日本很可能會長期保持淨債權國地位

巴克萊認為日本的國際投資部位對於日圓的長期前景至關重要，巴克萊的報告指出：

(1)如果日本無面臨借貸限制並通過債務為其經常帳赤字融資，那麼在成為淨債務國之前，它可以在7%的經常帳赤字下運行約50年。

(2)如果日本面臨借貸限制（風險溢價不穩定），那麼日本在成為淨債務國之前，它仍可以在4.5%的經常帳赤字下運行約50年。

	Current	2018				2019				2020	
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
FF target	2.00-2.25	1.50-1.75	1.75-2.00	2.00-2.25	2.25-2.50	2.25-2.50	1.75-2.00	1.25-1.50	1.25-1.50	1.25-1.50	1.25-1.50
ECB deposit rate	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.50	-0.60	-0.70	-0.70
BoE policy rate	0.75	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
BoJ policy rate	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
2y JGB	-0.30	-0.14	-0.13	-0.11	-0.14	-0.18	-0.22	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25
5y JGB	-0.35	-0.11	-0.11	-0.07	-0.15	-0.20	-0.26	-0.30	-0.30	-0.25	-0.25
10y JGB	-0.24	0.04	0.04	0.13	0.01	-0.08	-0.16	-0.20	-0.20	-0.15	-0.15
20y JGB	0.11	0.53	0.51	0.66	0.51	0.34	0.23	0.15	0.15	0.20	0.20
30y JGB	0.21	0.74	0.72	0.89	0.72	0.51	0.36	0.30	0.30	0.35	0.35
40y JGB	0.24	0.89	0.85	1.03	0.85	0.58	0.41	0.35	0.35	0.40	0.40
10y BEI	0.13	0.59	0.54	0.48	0.21	0.23	0.18	0.25	0.30	0.30	0.30
2yr UST	1.55	2.27	2.53	2.82	2.52	2.26	1.75	1.50	1.40	1.30	1.25
5yr UST	1.44	2.56	2.74	2.95	2.55	2.23	1.77	1.40	1.35	1.30	1.30
10yr UST	1.58	2.74	2.86	3.06	2.72	2.41	2.01	1.60	1.60	1.60	1.60
30yr UST	2.05	2.97	2.99	3.21	3.02	2.81	2.53	2.15	2.15	2.15	2.15
2yr Schatz	-0.87	-0.60	-0.67	-0.52	-0.61	-0.60	-0.75	-0.85	-0.85	-0.85	-0.85
5yr Bobl	-0.88	-0.10	-0.30	-0.09	-0.31	-0.45	-0.66	-0.85	-0.85	-0.85	-0.85
10yr Bunds	-0.62	0.50	0.30	0.47	0.24	-0.07	-0.33	-0.55	-0.55	-0.50	-0.50
30yr Bunds	-0.05	1.16	1.02	1.08	0.88	0.57	0.27	0.00	0.00	0.00	0.00
10yr Gilts	0.52	1.35	1.28	1.57	1.27	1.00	0.83	0.50	0.55	0.55	0.55
Brent Oil	62	67	75	76	52	64	68	72	71	69	65
WTI oil	57	63	68	69	45	55	60	65	64	62	58

資料來源：Barclays Research

表三：巴克萊利率預測

	Real GDP (yoy%)				CPI (yoy%)			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
World	4.0	3.9	3.2	3.1	2.1	2.4	2.1	2.1
Advanced	2.3	2.2	1.6	1.0	1.8	2.0	1.5	1.6
EM	5.2	5.1	4.2	4.6	2.6	2.9	2.9	2.8
BRICs	5.8	5.9	5.2	5.3	2.2	2.6	2.8	2.6
Americas	2.2	2.5	1.8	1.8	2.5	2.7	2.0	2.2
US	2.4	2.9	2.2	1.6	2.1	2.4	1.7	1.9
LatAm	1.7	1.3	0.9	2.2	4.3	3.9	3.7	3.6
Brazil	1.1	1.1	1.0	2.1	3.4	3.7	3.8	3.8
Mexico	2.1	2.0	0.5	1.5	6.0	4.9	3.8	3.7
Europe/Africa	2.7	2.1	1.0	1.0	2.4	2.6	2.4	2.2
Euro Area	2.4	1.9	1.1	0.6	1.5	1.8	1.2	1.1
UK	1.8	1.4	1.1	-0.5	2.7	2.5	2.0	2.7
EMEA	3.5	2.7	0.7	2.1	5.0	5.6	6.6	5.5
Russia	1.5	2.3	1.0	2.0	3.7	2.9	5.0	3.8
Turkey	7.4	2.7	-2.1	1.6	11.1	16.2	16.8	12.9
South Africa	1.4	0.8	0.0	1.5	5.3	4.6	4.4	5.4
Asia Pacific	5.7	5.5	4.9	4.8	1.7	2.0	1.9	2.0
Japan	1.9	0.8	0.9	0.3	0.5	0.9	0.8	1.0
Australia	2.4	2.8	2.0	2.4	1.9	1.9	1.4	1.9
EM Asia	6.2	6.2	5.4	5.4	1.9	2.3	2.2	2.3
China	6.8	6.6	6.0	5.5	1.5	2.1	2.3	2.0
Korea	3.2	2.7	2.1	2.2	1.9	1.5	0.5	1.2
India	6.9	7.4	6.0	7.0	3.3	3.9	3.1	4.3
Indonesia	5.1	5.2	5.0	5.0	3.8	3.2	3.3	3.5

資料來源：Bloomberg，Barclays Research(截至2019年8月23日)

表四：巴克萊全球經濟展望

六、結構型利率產品介紹

(一)利率與利率選擇權市場介紹

- 1.美元固定期限交換利率(以下簡稱USD CMS)持續走低，相較於今年初之位置，目前利率幾乎下降了一半。
- 2.自2019年8月以來，利率交換曲線趨於平坦，而10年期USD CMS與2年期USD CMS之利差已進入負值區域。
- 3.巴克萊認為Fed越來越傾向「保險性」降息，推動利率交換之利率走低，而中美貿易緊張局勢升級，則導致全球景氣疲軟。
- 4.美國勞動力市場也顯示出降溫的跡象，8月份的就業報告顯示就業人數增加了13萬(惟市場預期為16萬人)。
- 5.近期零息(或固定利率)美元可贖回債券之發行人受到今年利率不斷走低而逐漸趨緩。
- 6.壽險公司與退休基金正考慮投資更長期的標的(例如：40年期零息可贖回美元債券)以達成目標收益率。
- 7.具有區間計息和混合式報酬性質的提高收益率商品也越來越受歡迎。
- 8.願意承擔一些外匯風險以獲得更高收益率的投資者已開始對新興市場貨幣計價之高信評等級(AAA或AA)國際債券感到興趣。

(二)結構型商品介紹

1.特點

- (1)客製化的報價與贖回方式。
- (2)不同類型的暴險部位：權益、利率、外匯、商品、信用或混合型。
- (3)可彈性選擇發行者或交易對手之信用。
- (4)投資可包裝成下列範圍：債券/OTC/存款/特殊目的工具/基金。

2.風險

- (1)發行者或交易對手之信用風險。
- (2)產品的複雜性。

(3)市場流動性(要解約時買賣報價可能過寬)。

3.結構型商品之建構區塊

(1)基本類型：包含利率交換、基本型交換、上限型或下限型選擇權、支付固定利率者交換選擇權、收取固定利率者交換選擇權等。

(2)特殊類型：包含固定期限利率交換、百慕達式利率交換選擇權、數位選擇權、變量式選擇權等。

(三)歐洲中期債券市場介紹

1.美元市場發行狀況

零息債與固定利率可贖回債之發行量與前兩年相比呈下降趨勢。多重結構型收益之商品(例如：雙重區間計息與三重區間計息)，今年頗受投資人青睞。由於投資者希望在低利率環境下提升收益，故信用連結型或混合收益型等結構型商品也更加活躍。而浮動利率結構型債券於 2018 年發行量明顯提升，但今年度已見下滑。

2.新興市場貨幣計價市場發行狀況

每年主要新興市場貨幣計價之歐洲中期債券的新發行量約為 250 億美元。2019 年迄今約為 170 億美元。自 2017 年以來，土耳其里拉一直是最受歡迎的貨幣之一。自 2017 年以來，土耳其里拉，墨西哥披索，中國大陸離岸人民幣和巴西幣占主要新興市場貨幣計價之歐洲中期債券之新發行量的三分之二以上。與前兩年相比，南非幣在 2019 年更加活躍，占年初至今發行量約 16%。

七、日本住宅金融支援機構介紹

日本住宅金融支援機構(Japan Housing Finance Agency，以下簡稱JHF)為亞洲最大之不動產抵押貸款證券發行者，其基本資料概述如表五：

Name:	Japan Housing Finance Agency (former Government Housing Loan Corporation, GHLC)
Establishment / History:	In April 2007, GHLC reformed into JHF GHLC was established in 1950
Issuer's Rating (not rating on RMBS):	S&P: A+ R&I: AA+ (Stable) ※ JHF's RMBS is rated AAA/AAA by S&P / R&I.
JHF's Mission:	To promote long-term and fixed-rate housing loans as a sole governmental entity in relation to housing loan
Capital:	JPY 701 bn (USD 7.1bn) as of March 2018
Total Asset Size:	JPY 23.3 trn (USD 233 bn) as of March 2018
Main Business:	Securitization support business Housing loan insurance business Housing loan origination business
Cumulative Issuance and Outstanding Balance of the JHF RMBS:	Cumulative RMBS Issuance: JPY28.2trn (USD282bn) as of Mar 2019 Outstanding Balance: JPY13.5trn (USD135bn) as of Mar 2019
Strong Involvement of the Government:	<ul style="list-style-type: none"> 100% capital injection by the government Need approvals of both minister of finance and minister of land, infrastructure and transport for important decisions such as RMBS issuance, creation of mid-term business plan, creation of repayment plan, to borrow long-term loan etc.

資料來源：JHF's HP and Rating Agencies' HP，Barclays Report

註：假設USD/JPY = 100

表五：JHF 基本資料概述

有關於JHF發行不動產抵押貸款證券歷程，概述如表六。

2001:	GHLC, a former entity of Japan Housing Finance Agency, started to securitize its housing loan portfolio
2005:	More than JPY2.0trn (USD20.0bn) of RMBS was issued by GHLC (annually)
2006:	Around JPY5.0trn (USD50.0bn) of RMBS was issued in Japan including JHF RMBS and underlying asset type gradually diversified
After Lehman Shock:	Annual issuance volume of RMBS has been generally smaller than those in before Lehman Shock, while JHF has continuously issued RMBS monthly basis, which appreciated by the investors
2012:	JHF issued JPY1.8trn (USD18.0bn) RMBS, consisting of over 85% of the RMBS issuance in Japan in 2012
2013:	JHF issued JPY1.6trn (USD16.0bn) RMBS occupying over 85% of the RMBS issuance in Japan in 2013. Average monthly issuance size is around JPY135bn
2015:	The Economic Policy (Initial 5 years interest rate reduction of Flat35S has been increased from 0.3% to 0.6% pushed up the issuance volume to JPY1.87trn for FY2015 (Average monthly issuance size is JPY160.0bn). MBS issuance reached 100 times on Aug. 2015, and cumulative RMBS Issuance reached over JPY20trn
2016:	JHF MBS issuance volume has reached a record high of more than JPY2.5trn (USD25.0bn) for FY2016 , monthly average exceeded JPY200.0bn, the largest was over JPY250.0bn in October.
2017:	JHF's 3rd mid-term target period started: Four year up to Mar. 2021. Total issuance volume for FY2017 reached JPY 2.0trn.
2018:	Total issuance MBS volume for FY2018 reached JPY 2.0trn, with including JPY 200bn of T series MBS started issuing.

資料來源：JHF's HP and Rating Agencies' HP，Barclays Report

註：假設USD/JPY = 100，數據以日本財政年度為基礎

表六：JHF 不動產抵押貸款證券發行歷程

若觀察JHF於2019年8月28日所發行之不動產抵押貸款證券，其發行量約1,576億日圓，票面利率為0.15%，與日本10年期政府公債之利差為40.4個基點，信評等級為AAA，貸款池約2,000億日圓，信用增強比率約21.2%。

JHF發行之不動產抵押貸款證券性質類似於有擔保債券，其雙重保障來自於JHF本身與其所發行證券所持有之信託房貸組合。JHF有義務向投資者支付前述證券之本金與利息，如若JHF違約，則前述證券所持有之房貸組合則可為投資人提供另一層之保障。另外，JHF針對信託資產內若出現違約貸款(例如：4個月的拖欠貸款)，處理方式之一為：JHF將會把此類違約貸款從信託資產購回，將其從信託資產中排除。在這種情況下，此類貸款的本金將按此不動產抵押貸款證券未償還本金額除以其信託房貸餘額的比例預付，這種支付方法稱為「終止方法」。

目前JHF所發行的不動產抵押貸款證券有兩種類型：

(一)Monthly不動產抵押貸款證券：來自新產生的房貸組合(來自Flat35採購計畫)，且前述房貸組合來自日本各地之民營金融機構，數量約有330家。此類證券之存續期間約9-10年。

(二)T系列不動產抵押貸款證券：來自GHLC(JHF的前身)時代產生的房貸組合，同樣具有同質性與地域多樣性。此類證券之存續期間約4-5年。

JHF所發行的不動產抵押貸款證券具有多元化的投資人參與，依據巴克萊所提供之報告，以2017年至2019年每月發行之資料(以巴克萊擔任聯席帳簿管理人者)為例，投資人包含區域性銀行(32%)、信託銀行(5%)、銀行(5%)、其他區域性金融機構(15%)、中央公共部門(10%)、其他中央金融機構(11%)、資產管理公司(6%)、壽險公司(5%)、產險公司(3%)等。

八、日本地方政府債券介紹

日本地方政府債券具有關鍵特徵概述如下，近期日本10年期政府公債之殖利率處於2016年以來的低點，而當前述債券已走入負利率區間時，10年期地方

政府債券尚處於正利率區間。

(一)高流動性：具有多樣化的發行者與到期日，目前共計有 55 個地方政府發行債券，且因每年持續發行相關短、中、長期債券，故其具有穩定發行量與在外流通量，以日本 2018 財政年度為例，每月平均發行量約 48 億美元，且在外流通量自 2009 年 3 月底至 2018 年 3 月底亦呈現逐年增長。

(二)可信性：中央政府於嚴格的檢查框架下審視地方政府之財政狀況，而地方政府所發行之債券亦有中央政府之支持，故其具有高投資信評等級，許多發行者具有相當於日本政府債券之信評等級。鑑於前述性質，故日本地方政府債券亦為日本央行所接受之合格抵押資產。

(三)穩定的投資者：具有穩定的國內投資人與逐漸成長的海外投資人，依據巴克萊之報告，截至 2019 年第 1 季，投資者主要為日本國內銀行與保險公司，而海外投資人所投資金額已由 2008 年的 11 億美元(占整體比率 0.2%)成長至 2018 年的 77 億美元(占整體比率 1.1%)。

而相較於其他的地方政府債券，聯合地方政府債券(Joint Local Government Bond)更具有高流動性與高信評之特性，此類債券平均每月發行量約在 10 億美元，而平均每年發行量約為 126 億美元，而根據《地方財政法》，此類債券由 36 個地方政府擔任共同債務人，對每月的總發行額承擔共同責任，並設置「流動性特別儲備基金」，充分確保在緊急情況下及時付款。

參、心得與建議

藉由參與本次研討會之機會，可直接了解金融業者對目前全球經濟狀況、中美貿易戰之現況與影響、不動產抵押貸款證券等多種金融商品之市況與展望等議題之看法。雖然今(2019)年許多國家之央行已開始採取寬鬆貨幣政策以因應經濟走弱之情況，但市場對於中美貿易戰所可能造成之影響仍審慎以對，而未來各國政府所採行之措施與力道預計仍將是影響市場資金流動之重要因素。

目前壽險業者投資前除應注意各類影響總體環境之因素外，考量接軌 IFRS 17 為全球壽險業者之巨大挑戰，資產面布局相關投資標的時，必須持續注意公司負債面之狀況，以達成資產負債匹配之目標，藉此降低未來接軌 IFRS 17 所可能面臨之衝擊，惟自金融海嘯起至今，債市利率多處於歷史低檔區，今(2019)年 30 年期美國公債殖利率更曾來到歷史新低，故提升收益率與去化閒置資金已然成為壽險業者必須持續面臨之挑戰。藉由本次研討會所介紹的多種金融商品，有機會讓投資者的工具更加多元，增加投資之選擇空間，但仍須注意各類因素對不同金融商品之影響，以不動產抵押貸款證券為例，市場利率走勢對資產池內貸款組合之提前還款速度之影響、貸款組合之違約情況、甚至房價走勢等因素，都可能對投資標的之價格走勢與投資人之收益造成影響，故在投資前必須更加了解商品之特性、風險來源、市場流動性等因素，方能選擇最符合公司需求之投資商品。

受到中美貿易衝突、英國脫歐、地緣政治等因素影響，全球經濟成長力道放緩，金融市場充斥不確定性，但各國實施寬鬆貨幣政策之成效卻仍待觀察，再者，2020 年美國將再度舉行總統大選，預期美國兩黨參選人所提之重點政策與選舉結果亦將對未來經濟走勢造成影響，故持續聽取各金融機構對時事訊息之分析與研究應有助於拓展公司同仁之視野與對金融市場脈動之掌握、培養邏輯推理與判斷能力，藉以提升公司同仁之投資能力，並期藉此帶動公司投資績效之成長。