

出國報告（出國類別：國際會議）

出席亞洲開發銀行
第 5 屆外匯存底投資管理區域論壇
會議報告

服務機關：財政部國庫署

姓名職稱：蔡簡任稽核青蓉

派赴國家：泰國

出國期間：104 年 9 月 22 日至 104 年 9 月 26 日

報告日期：104 年 12 月

摘要

亞洲開發銀行(以下簡稱亞銀)與泰國合辦之「第 5 屆外匯存底投資管理區域論壇」，旨在強化亞銀之發展中會員國外匯存底管理架構，精進外匯管理之風險管控機制，並從全球經濟情勢變化探討對債券發行之影響等，期能達成會員國間外匯管理等專業知識分享及意見交流之目的。

本屆論壇共有 6 場研討會、涵蓋 12 個主題，討論主題包括「全球市場展望」、「貨幣政策分歧、強勢美元及變動利率-外匯存底管理者之持續挑戰」、「區域經濟展望」、「亞洲外匯存底管理-趨勢及挑戰」、「新人民幣範例」、「管理資產負債表風險及資產配置」、「瞭解風險因素」、「外匯存底管理之治理」、「發行面觀點及法規改變效應」、「建立內部能力」、「主權基金之角色」、「外部基金經理人之選擇與評估」。每個主題安排不同國家中央銀行之外匯存底管理或風險管理部門之主管報告該國外匯管理歷程、面臨問題及因應之道等實務經驗，俾作為其他國家政策研擬之借鏡；或由全球知名投資管理公司高階經理人、國際組織專家學者介紹外匯投資策略及風險評估等，以作為中央銀行外匯投資管理策略之參考。

此外，上開研討會雖以外匯存底管理為主軸，惟因外匯管理涉及各國貨幣政策與財政政策之相輔相成，本次與會之會員國代表多有中央銀行與財政部官員併同出席，爰可藉此機會建立與會員國代表間之溝通管道，從而強化我國與亞銀會員國間之合作及經驗分享，俾提升未來進一步參訪、交流之可能性。

目錄

內容

壹、背景說明及會議目的.....	1
貳、會議過程	2
第一場研討會：投資環境.....	2
(一)主題一：全球市場展望報告.....	2
(二)主題二：貨幣政策分歧、強勢美元及變動利率.....	3
第二場研討會：「區域展望」	5
(三)主題三：區域經濟展望	5
(四)主題四：亞洲外匯存底管理-趨勢及挑戰.....	7
(五)主題五：新人民幣範例	9
第三場研討會：資產配置及投資組合之建立	11
(六)主題六：管理資產負債表風險及資產配置	11
第四場研討會：風險管理.....	13
(七)主題七：瞭解風險因素	13
(八)主題八：外匯存底管理之治理.....	14
第五場研討會：債務市場之變革	16
(九)主題九：發行面觀點及法規改變效應.....	16
第六場研討會：內部能力相關議題	18
(十)主題十：建立內部能力	18
(十一)主題十一：主權基金之角色.....	19
(十二)主題十二：外部基金經理人之選擇與評估.....	20

參、心得與建議.....	22
附錄.....	25

出席亞洲開發銀行

「第五屆亞洲政府債務管理論壇」會議報告

壹、背景說明及會議目的

亞洲開發銀行(以下簡稱亞銀)與泰國中央銀行(Bank of Thailand)合辦之「第 5 屆外匯存底投資管理區域論壇」,於本(104)年 9 月 23 日至 25 日於泰國首都曼谷舉辦。本屆論壇計有阿富汗、亞美尼亞、亞塞拜然、孟加拉、越南及我國等 33 國代表參加,並邀請亞銀、世界銀行、標準普爾信評公司、瑞士國家銀行(Swiss National Bank)、滙豐控股有限公司(HSBC)、富蘭克林坦伯頓投資等國際(金融)機構之專家學者擔任各研討會之主談人。本屆論壇約有 100 人參加,我國與會代表為財政部國庫署蔡簡任稽核青蓉及中央銀行外匯局劉科長棟賢(與會人員名單詳附件 1)。

本屆論壇旨在強化亞銀之發展中會員國外匯存底管理架構,精進外匯管理之風險管控機制,並從全球經濟情勢變化探討對債券發行之影響等,期能達成會員國間外匯管理等專業知識分享及意見交流之目的,且透過上開研討會之討論與互動,可建立我國與其他與亞銀會員國家代表間之溝通管道。本屆論壇共有 6 場研討會(涵蓋 12 個主題),摘要如下(會議議程詳附件 2):

- 一、「投資環境」:包括「全球市場展望」、「貨幣政策分歧、強勢美元及變動利率-外匯存底管理者之持續挑戰」等 2 個主題;
- 二、「區域展望」:包括「區域經濟展望」、「亞洲外匯存底管理-趨勢及挑戰」、「新人民幣範例」等 3 個主題;
- 三、「資產配置及投資組合」:包括「管理資產負債表風險及資產配置」之主題;
- 四、「風險管理」:包括「瞭解風險因素」、「外匯存底管理之治理」等 2 個主題;;
- 五、「債務市場之變革」:包括「發行面觀點及法規改變效應」之主題;
- 六、「內部能力相關議題」:包括「建立內部能力」、「主權基金之角色」、「外部基金經理人之選擇與評估」等 3 個主題。

上開主題安排不同國家中央銀行之外匯存底管理或風險管理部門之主管報告該國外匯管理歷程、面臨問題及因應之道等實務經驗,俾作為其他國家政策研擬之借鏡;或由全球知名投資管理公司高階經理人、國際組織專家學者介紹外匯投資策略及風險評估等,以作為中央銀行外匯投資管理策略之參考。

貳、會議過程

本屆論壇之研討內容摘述如下：

第一場研討會：投資環境

(一)主題一：全球市場展望報告

過去數年，全球經濟已見證了數個高低起伏之週期，包括油價漲跌、強勢美元之波動、歐洲景氣復甦之階段訊號等，本節主要探討發展中國家之利率及貨幣展望。

1.主講人：富蘭克林坦伯頓投資 執行副總 Mr. Michael Hasenstab

2.報告重點：

在當前詭譎多變之經濟環境下，各國之貨幣政策仍以「安全性」、「流動性」及「收益性」為首要考量，而各國分歧之貨幣政策，背後所隱含者實為各國中央銀行之決策動機，如以中央銀行資產占其 GDP 之比率而言，從 2008 年至 2015 年普遍呈現上升趨勢，其中尤以日本及瑞士之上升趨勢最為顯著；以日本為例，自 2012 年內閣總理大臣安倍晉三為挽救沉寂多年的經濟困局，所提出一系列量化質化寬鬆之貨幣政策，試圖以貨幣貶值提升日本貨物在國際之競爭力，該「安倍經濟學」已使日本之名目 GDP 成長率，自 2012 年至 2014 年第 3 季呈現正向成長，並使該國同時期之物品產出價格成長率高於其原物料價格成長率，雖於短期內達到增加出口競爭力以刺激經濟成長之效果，惟日圓貶值同時亦導致進口商品及汽油價格高漲，使日本民眾之開銷不斷上升，造成該國貧富差距日益嚴重。

次就中國大陸之新成長模型來探討一個新平衡點。中國大陸自 1980 年代實施「一胎化」政策以來，人口出生率自 1950 年代高峰之 6%，一路下滑至 2010 年代最低點之 1.5%，30 多年來造就 1.5 億名獨生子女，同時也產生數百萬個老齡獨居家庭之現象，目前未達 2% 之人口出生率已達全球之普遍低點，而其 65 歲以上老年人口占 15-64 歲之青壯年人口比重，亦自 2010 年起不斷上升，勢將造成勞動力人口之沉重負擔，因此自 2010 年起陸續推動多項政策，包括 2013 年開始實施「單獨二孩」政策（按：只要夫妻其中 1 人是獨生子女，就有資格生育第 2 胎）及農村脫貧計畫等，形成所謂“路易斯轉捩點”（Lewis Turning Point，指農村廉價勞動力被經濟增長全部吸納後，工資會顯著上升），意即工業化與城市化進程是解決農村貧困問題的最佳途徑，因此，中國大陸如何將所面臨挑戰化為轉機，已為全球關注之焦點。依中國大陸官方所公布其消費占 GDP 比率之數據，顯然低於其預估之該比率數據，似有過於樂觀之傾向，而中國大陸服務業之迅速成長，顯有助於維繫中國大陸逐步上升之就業率，其中私人企業之就業率自 1999 年起快速成長，

並於 2011 年起凌駕其國營事業之就業率；而中國大陸之環境污染程度，亦顯示其對改善環境設施之強大需求，又其都市化比率已自 2010 年代超越世界都市化比率之平均數，惟仍較已開發國家（如：美國）明顯落後。

此外，中國大陸於 2014 年 12 月底之負債水準，似乎明顯低於美、日及歐元區國家，該等國家之負債占 GDP 比率依家計(Household)、企業(Corporate)、政府(Government)等分類揭示如下表：

國別	中國大陸	美國	歐元區	日本
家計 負債比率	37.1%	104.4%	61.2%	64.1%
企業 負債比率	93.8%	40.0%	66.4%	96.1%
政府 負債比率	56.1%	91.1%	92.1%	235.9%
總負債 比率	187%	235.5%	219.7%	396.1%

展望未來，各國刻正尋求正的真实殖利率(positive real yields)，且無須承擔利率風險。主要已開發國家 2015 年 8 月 31 日之 2 年期與 10 年期政府公債殖利率如下表：

已開發國家 公債殖利率	美國	英國	加拿大	日本	德國
2 年期	0.7%	0.7%	0.4%	0.0%	-0.2%
10 年期	2.2%	2.0%	1.5%	0.4%	0.8%

(二)主題二：貨幣政策分歧、強勢美元及變動利率

各國中央銀行之外匯存底管理者持續面對已開發國家貨幣政策分歧所形成之困難投資環境，如：強勢美元、利率波動及通膨威脅。其中，強勢美元已對貿易及資產價格造成影響，Fed 緊縮貨幣政策之傾向，伴隨歐元區之寬鬆貨幣政策，及日本更為多元之貨幣政策。而寬鬆之貨幣政策是否會導致資產價格泡沫化呢？本節外匯存底管理者係分享他們在不確定投資環境及多元策略下之見解及經驗。

1.主講人：瑞士國家銀行新加坡分處長 Mr. Roman Baumann、韓國銀行外匯存底管理處風險管理組組長 Mr. Rae Hyung Park、馬來西亞國家銀行投資營運及財務市場處執行副處長 Mrs. One Li Ming、土耳其中央銀行市場部資深經理人 Mr. Volkan Arslan

2.報告重點：

(1)貨幣政策分歧

已開發國家之貨幣政策分歧儼然已成市場趨勢，如以中央銀行資產占其 GDP 比率為例，自 2008 年起至 2015 年，瑞士國家銀行及日本銀行之上開比率均呈現上升趨勢，瑞士銀國家行資產占該國 GDP 比率已接近 90%、日本銀行資產占該國 GDP 比率亦將近 80%；惟 Fed、歐洲中央銀行及英格蘭銀行之該比率則持平於 20% 左右。美元之實質有效匯率自 2014 年起逐步走低，造成可預期之各國貨幣政策分歧，而固定收益商品市場之流動性亦自 2014 年起面臨挑戰，外匯管理者基於流動性考量，轉而購買信用評等較高之商品，且在 10 年期債券殖利率來到歷史低點時，外匯存底之分散投資策略仍顯重要。

瑞士國家銀行近年來之投資策略即為多元化投資組合之最佳範例。1997 年該國外匯存底之投資存續期間介於 0.5 至 4 年間，當時英鎊、加幣及歐洲貨幣尚屬新外匯存底現貨資產，2000 年開始投資美國不動產抵押貸款證券(MBS)、2005 年開始從事股權及公司債之投資、2006 年投資通膨連結債券，2010 年列入澳幣、瑞典克朗及新幣、2012 年列入韓圓為新外匯存底現貨資產，2013 年投資新興市場 4 種現貨及小型股票，2015 年開始投資新興市場股票及人民幣債券，上開多元化之資產組合已為該國外匯存底管理之必然趨勢。

(2)強勢美元及變動利率

基於下列短、中、長期因素，美元仍將維持其強勢之龍頭地位：

短期：在美國、歐元區及日本不斷採行寬鬆貨幣政策下，可預期將續以維繫強勢美元之地位，尤其當 Fed 升息時，歐洲中央銀行及日本銀行將續行寬鬆貨幣政策。

中期：預期在就業、住房供給及投資等比率持續上升之情況下，美國經濟基本面將獲得顯著改善，並結束負產出之缺口。

長期：油頁岩及天然氣之改革將可結構性地改變美國成為一石油及天然氣之淨出口國，並因此縮短其經常帳之逆差。

依據 IMF 統計資料，2000 年至 2010 年主要已開發國家之外匯存底現貨配置比率如下，其中各國外匯存底對歐元之配置比率，由 2010 年之 26 % 下跌至 2015 年第 1 季之 20.7%，主要係因歐洲中央銀行續行寬鬆貨幣政策並導致負利率之情

況，使各國對歐元區之經濟展望產生疑慮：

年度	2000	2005	2010	Q1 2015	增減比率 (2010 至 Q1 2015)
現貨					
美元	71.10	66.50	61.80	64.10	2.30
英鎊	2.80	3.70	3.90	3.90	-
日圓	6.10	4.00	3.70	4.20	0.50
瑞士法郎	0.30	0.10	0.10	0.30	0.20
加幣	-	-	-	1.90	1.90
澳幣	-	-	-	1.90	1.90
歐元	18.30	23.90	26.00	20.70	(5.30)
其他	1.50	1.70	4.40	3.10	(1.30)

本節報告歸結如下：

1. 各國中央銀行的多元現貨策略，仍將支撐強勢美元的未來走勢。
2. 在日本銀行及歐洲中央銀行續採 QE 政策下，資金面依舊寬鬆。
3. 在全球經濟成長放緩及通貨緊縮壓力下，將使黃金等商品原物料價格持續維持在低點。
4. 歐元做為各國中央銀行準備貨幣之地位，或將受到歐元區負利率存款政策及人民幣可能納入國際貨幣基金(IMF)特別提款權(SDR)一籃子貨幣之影響而受到衝擊；惟基於風險趨避之考量，歐元仍將維持在準備貨幣中之安全存量。
5. 歐元區續行量化寬鬆政策，債券收益率過低，將驅使投資人追求較高收益資產，如：股票、REITs、基礎設施及新興歐洲市場之商品。
6. 由於美國即將升息及新興市場經濟成長放緩，新興市場之資本外流現象將持續發生，投資人必須更嚴格審視新興市場投資，並聚焦於從事結構性改革及經常帳剩餘之新興市場國家。

第二場研討會：「區域展望」

(三)主題三：區域經濟展望

日本以外之亞洲區經濟成長已超越開發中市場，這股旋風來自加入東南亞國家協會（ASEAN，簡稱東協）之價格優勢與印度之經濟成長，然卻因中國大陸經濟放緩及強勢美元而抵銷。本節將探討亞洲區域之經濟展望。

1. 主講人：亞銀首席經濟學家 Mr. Donghyun Park、泰國商業銀行資深副總裁 Mr. Benjarong Suwankiri

2. 報告重點：

(1)亞洲經濟成長放緩

亞洲開發中地區近 10 年 GDP 成長率平均數為 7.6，近 5 年 GDP 成長率平均數為 7.1，近年來 GDP 成長率(預測數)如下表：

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015f	2016f
GDP 成長率 (預測數)	9.3%	7.3%	6.2%	6.5%	6.3%	5.8%	6.0%

註：f 表預測數

依上開資料及預測數，顯見近來亞洲區經濟成長放緩，主要導因於下列區域及全球因素，如：中國大陸經濟成長趨緩、日本及歐元區之無力復甦、Fed 即將啟動升息及財務市場波動性。再者，中國大陸及印度之成長低於預期，本（2015）年印度 GDP 成長率 7.4%，略高於中國大陸 6.8% 之 GDP 成長率，惟二者均低於先前之預測數，並致使全球經濟成長疲軟，財務市場之不確定性亦拖累經濟成長預期。另由於目前之低物價，使通膨壓力趨於緩和，惟未來財務發展需能兼具成長性、包容性及穩定性，始得推升亞洲區之經濟成長。

(2)中國大陸經濟成長趨緩

中國大陸預估本（2015）年度 GDP 平均成長率為 6.8%，創下 6 年來最低增長幅度，各國對中國大陸之貿易依存度甚深，亞洲各國對大陸出口值占該國 GDP 百分比如下表：

國家	印度	印尼	菲律賓	日本	泰國	澳洲	越南	馬來西亞	新加坡	南韓
對中國大陸出口值占 GDP 比率	1%	2%	3%	4%	6%	6%	8%	9%	10%	11%

由上表可知，南韓受到中國大陸經濟成長趨緩之衝擊最大，因南韓貨物 25% 出口至中國大陸，創造該國 11% 之 GDP 收入；其中，電子設備、煤、機器及礦石係中國大陸主要進口貨物之前 4 項。

此外，中國大陸亦為全球商品原物料之主要消費國，其對商品原物料之全球消費市占率如下表：

商品	鋁	鎳	銅	鋼	鉛	橡膠	棉花	米	金	油
消費市占率	54%	50%	48%	45%	40%	33%	31%	30%	23%	12%

因此，當中國大陸需求減弱，將造成全球貿易成長減速，亦影響該等出口國之經濟成長動能，且全球主要商品價格亦受到中國大陸購買力需求降低之影響而疲軟，致使全球經濟成長隨之趨緩。

(四)主題四：亞洲外匯存底管理-趨勢及挑戰

油價及商品價格下跌對外匯存底所隱含之意義為何？多年來首次全亞洲之外匯存底停止成長，此為一個短暫現象或長期衰退之起點？在此新環境下外匯存底之適當存量為何？各中央銀行如何做出妥適之政策來因應現況？外匯存底資產之多元分散趨勢為何？本節係探討亞洲外匯存底管理之趨勢及挑戰。

1. 主講人：霸菱資產管理公司主權財富基金主管 Mr. Gary Smith、印尼銀行外匯存底管理組組長 Ms. Evy Rita Berliana、印度中央銀行監督與研究組組長 Dr. N R Prabhala、德盛安聯亞洲區前總裁 Mr. Brian Baker、匯豐集團亞太地區央行及主權基金處處長 Mr. Rami Hayek

2. 報告重點：

近年來各國中央銀行持有國際外匯存底總資產（包括黃金）呈下降趨勢，自2014年9月之12.1兆美元下跌至2015年8月已近11.4兆美元，惟亞洲部分國家之中央銀行外匯存底管理業漸入佳境，其報酬率如下表：

年度 國家	2013	2014	2015 (年化)	最近更新 時間
中國大陸	15.4%	0.6%	-5.0%	2015.07
南韓	6.0%	4.9%	2.4%	2015.08
臺灣	3.4%	0.5%	0.7%	2015.07
菲律賓	-0.8%	-4.4%	1.0%	2015.07
泰國	-7.9%	-6.1%	0.2%	2015.08

對各國中央銀行而言，持有國際外匯存底之主要目的，在於面對無法預知之衝擊時仍能提供穩定且具成本效益之流動性，例如：商品價格之劇烈震盪、貿易對手之經濟景氣循環、全球利率上漲、全球資本市場重分配及其他特殊之外部風險等。這種具「保險」目的所持有之國際外匯存底投資組合，主要特徵即為「流動性」、「安全性」及「強勢貨幣面值」，而在風險與報酬之兩相權衡下，目標是在低度風險下，最大化其持有報酬率。

依據匯豐集團（HSBC）在 2015 年對 72 國中央銀行（其資產約占全球外匯存底總資產 48%）所作問卷調查，獲得近年來之外匯存底管理趨勢變動如下：

- (1) 在 2014 年時，各國中央銀行所關切者多為一定風險下追求較高之資產報酬率；惟 2015 年主要關切者為美國 Fed 可能升息及歐洲之量化寬鬆政策等。
- (2) 美元投資組合策略則側重於縮短存續期間，並能即時改變資產配置。
- (3) 歐元區之負存款利率已影響各國中央銀行對歐元及該等資產之配置。
- (4) 在低利率環境下，增加外匯存底資產報酬率之壓力與日俱增。
- (5) 積極之外匯存底投資組合管理仍然相當重要。
- (6) 外匯存底管理者對較具吸引力之資產分類仍顯悲觀，如：1 年以前最具吸引力之資產為政府公債，2015 年則轉變為存款。
- (7) 人民幣預計將於 2025 年以前占全球外匯存底 10% 之比重；目前 53% 之受訪國已投資於人民幣或刻正考慮投資中。
- (8) 美元及英鎊仍為各國中央銀行之最愛；而歐元及日圓則較不具吸引力。
- (9) 多數國家中央銀行均有投資加幣及澳幣，而韓圓並已列為部分國家考慮投資之觀察名單中。
- (10) 對投資於 ETF 之興趣日增；惟對股票及新興市場國家債券之意見則分歧。
- (11) 在外匯存底管理上，外部經理人扮演 1 個相當重要之角色。
- (12) 70% 受訪國家表示熱衷或考慮從事借券交易。
- (13) 管理之負擔及法令遵循之日常影響刻正不斷增加中。

本節報告歸結如下：

- (1) 闡明外匯存底之使用一直是動態的。
- (2) 外匯存底之投資清單總是不斷成長。
- (3) 此即隱含外匯存底重視分組（類）、基準及資產配置。
- (4) 外匯存底投資之資產多元化，已形成一強而有力之拉力。

(五)主題五：新人民幣範例

因國際貨幣基金（IMF）刻正討論是否將人民幣納入其特別提款權（Special Drawing Right, SDR）一籃子貨幣，目前人民幣國際化已經達到一重要之里程碑；中國大陸當局在可控制之情勢下持續追求資本帳鬆綁。本節將探討人民幣解除管制所採行之措施，及有何工具可達成持有人民幣資產需求增加之目的，時值中國大陸經濟成長趨緩及利率下跌導致資本流出之際，此需求正可提供中國大陸債券市場之需。

1. 主講人：亞銀財務與風險管理部副總裁 Mr. Thierry de Longuemar、道富全球顧問新加坡有限公司亞洲區機構處長 Mr. Hon Cheung、渣打銀行全球中央銀行及主權基金處處長 Mr. Jukka Pihlman

2. 報告重點：

(1)人民幣國際化

中國大陸是一全球相當重要之經濟與貿易體；目前為全球第二大經濟體（僅次於美國），亦為全球最大出口國及持有外匯存底最多之國家。然而，其通用貨幣—人民幣（Renminbi, RMB）之市占率，則遠遠落後於美元及歐元，為使人民幣之普及化與中國大陸在全球經濟體之排名相當，中國大陸刻正著手規劃一藍圖，在可控制之情勢下，達成人民幣國際化之目標，並規劃採行措施如下：

- a. 准許外國投資人進入其國內資本市場。
- b. 增加人民幣匯率之彈性。
- c. 使用人民幣作為跨境貿易之清算貨幣。
- d. 積極發展人民幣存款。
- e. 開放人民幣離岸市場。
- f. 開放人民幣離岸中心。
- g. 與他國中央銀行辦理互換(SWAP)交易。
- h. 建立上海自由經貿區。
- i. 建立上海-香港證券交易所連結計畫。

目前人民幣國際化之進度如下：

- a. 貿易清算方面：在 2013 年 12 月，人民幣已超越歐元成為全球第 2 大財務貿易之通用貨幣，僅次於美元。中國大陸之國際貿易量刻正以每年複利之速度成長，在 2001 年至 2014 年成長了 17.8%，且近年人民幣跨境交易亦大幅成長，2014 年為 6.6 兆人民幣、2015 年上半年為 3.4 兆人民幣。

- b. 人民幣存款方面：由於人民幣在跨境交易清算之急速擴張，已使人民幣存款大幅增加，由 2010 年 70 億人民幣增加至 2014 年 200 億人民幣。
- c. 債券發行方面：在香港發行之人民幣債券自 2011 年至 2014 年呈快速增加趨勢，主要係因人民幣作為貿易清算之金額大幅增加，且伴隨中國大陸資金流入政策之規定鬆綁，又其他國家發行之人民幣債券亦自 2011 年起倍增；其中，金融部門（機構）發行之人民幣債券量躍居首位，自 2007 年至 2015 年 7 月累計達 12,468 億人民幣，同期間中國大陸官方發行之人民幣債券總額約 2,794 億人民幣。
- d. 全球通用貨幣方面：由於人民幣作為貿易清算之金額大幅增加，使人民幣逐步成為全球通用貨幣，其在全球之排名亦不斷躍進，2011 年 10 月成為全球第 17 名之通貨支付工具，2014 年 3 月迅速前進至第 7 名，2015 年 3 月已躍居全球第 5 名之通貨支付工具。
- e. 人民幣作為準備貨幣方面：人民幣似已成為部分新興市場國家之準備貨幣投資組合，且許多中央銀行已將人民幣做為外匯存底準備，預估超過 60 個國家之中央銀行投資人民幣達 1,000 億美元。
- f. 離境市場方面：國際金融機構發行之大量人民幣債券，已為人民幣國際化提供利基，同時，一設計完善之離境市場交易平臺，亦將扮演一有利之角色以推升人民幣國際化。
- g. 互換(SWAP)交易方面：與他國中央銀行辦理互換(SWAP)交易，將可對人民幣市場之進一步發展提供充分之流動性，並提升人民幣境外交易及雙邊交易與投資。目前與中國大陸辦理互換交易之主要地區（國家）包括：香港、南韓、歐洲中央銀行、新加坡、澳洲、英國、加拿大、巴西、馬來西亞、瑞士、俄羅斯等 11 個地區（國家）。

(2) 檢視特別提款權（SDR）

SDR 是 IMF 於 1969 年首創用於進行國際支付之特殊方式。SDR 依據各國在國際貨幣基金組織中之份額進行分配，可供成員國平衡國際收支；它是 IMF 分配給會員國一種使用資金之權利。如會員國發生國際收支逆差時，可用它向 IMF 指定之其他會員國換取外匯，以償付國際收支逆差或償還基金組織貸款，還可與黃金、自由兌換貨幣一樣充作國際儲備。但由於 SDR 僅為一種記帳單位，非真正貨幣，使用時必須先換成其他貨幣，不能直接用於貿易或非貿易之支付。而 SDR 定值是和一籃子貨幣連動，市值並非固定，IMF 成員國可以 SDR 獲得儲備籃子中任何一種貨幣以滿足國際收支需求的權利。

目前 SDR 係以美元、歐元、英鎊和日圓所組成「一籃子貨幣」來定值，這 4 種貨幣所占權重分別為 41.9%、37.4%、11.3%和 9.4%；除非執行董事會另有決定，依據 IMF 於 1980 年 12 月 17 日之決議，自 1986 年 1 月 1 日起，特別提款權之組成和「加權」比率每五年調整一次。本次人民幣可望於本年底前納入 SDR 成分中，成為第 5 項準計價與準儲備用貨幣；依學者專家之評估，若以中國大陸在全球貿易之比重來看，人民幣納入 SDR 後之占比可能在 10%-15%左右，高於日圓之 9.4%。

人民幣納入 SDR 具直接與間接之意涵如下：

- a. 直接意涵：可增加各國（機構）或 SDR 指定貸款接受國對人民幣之避險需求，亦可對該等 SDR 指定貸款接受國提高利率。
- b. 間接意涵：自動確認人民幣做為各國外匯存底之地位，或成為各國中央銀行革新在岸外匯及固定收益市場之工具。

第三場研討會：資產配置及投資組合之建立

(六)主題六：管理資產負債表風險及資產配置

綜觀近年來發生財務危機之國家，多把焦點集中於其中央銀行資產負債表。中央銀行推行大規模地量化寬鬆使外匯存底規模不斷成長，已導致中央銀行資產負債表達空前之成長及伴隨而來之政策風險；不斷擴張之資產負債表風險為何？是被中央銀行認列或加以管理？量化寬鬆政策之其一效應為部分國家政府公債轉為負利率？這對資產配置有何意涵？將是本節討論之重點。

1.主講人：泰國中央銀行投資策略組組長 Mr. Santi Rungsiyaphornratana、瑞士國家銀行新加坡分處長 Mr. Roman Baumann、匈牙利國家銀行組長 Mr. Veres Istvan Attila、喬治亞國家銀行風險管理組組長 Mr. Alex Khazaradze

2.報告重點：

(1)瑞士國家銀行（Swiss National Bank, SNB）之資產負債表風險管理及資產配置

以 SNB 為例，其外匯存底之報酬並非該銀行所追求之主要績效。從 2012 年起，隨外匯資產不斷擴大，多元化之資產配置已有其必要性；此外，特別低迷之利率亦促使其資產多元化。在股權投資方面，完全複製多樣化之股價指數亦為有效之分散方式，然而，SNB 係以各國現貨之幣別作為指數複製之基準，而非以股票市場加權平均為基準。此種指數複製之投資方式限制了機構投資人在小公司之風險，因此也降低其信譽風險，即便 SNB 已被認知為某些公司之主要大股東，然而，這也導致每天數千筆資金流入/出之交易在自動執行當中。

此外，SNB 之股權投資亦排除某些公司，例如：為避免利益衝突，不買進銀行股票及瑞士公司股票；外國持股方面，不投資西班牙博奕公司及挪威漁業公司，以分散風險；再者，亦不投資於不道德之公司，例如：生產備受國際批評武器之公司、大量侵害人權之公司、有計畫地引發環境受損之公司。展望未來，SNB 所面臨之主要挑戰為可進一步分散風險之空間有限，因 SNB 為許多國家重要之資金貸予國，其風險分散之機會有限，且除 G4 國家（指美、英、德、日）政府公債外，實際可供選擇之投資管道很少。

(2) 資產配置之困境

需適時因應之貨幣政策及財政政策，在歐洲市場面臨以下挑戰：低殖利率環境、可能產生之資本損失、逐步惡化之資產品質、集中在少數無風險資產之投資組合，以及歐元區吊車尾之風險。因此，目前國際趨勢為各國中央銀行均積極尋找多元資機會，包括新貨幣及新資產類型等；並輔以審慎且緩慢地將資產分散配置在非 SDR 貨幣及非傳統之資產類型中，且以多方考量為主。

面對上開挑戰及資產配置之困境，各國中央銀行主要回應方式如下：釐清持有外匯存底之主要目標為何？數量上之管控方式為何？是否納入其他貨幣之外匯存底？並考量納入新資產類型，並採取積極主動之管理態度、注意交易對手之風險管理，及關切當前情勢經濟發展等。

在外幣資產之配置方面，主要係採用評分系統，將主要指標列入評分項目，該等指標包括：該國之信用評等、經濟基本面、市場規模、深度、流動性，及可能之超額報酬、財務市場穩定性、國際慣例、風險分散等，經逐項評分並加總後，以求得最適之外幣配置權重。經此評分結果，目前最適持有之外幣資產為歐元、美元、日圓、英鎊、澳幣及加幣等。

在資產存續期間之決定方面，多數介於 1-2 年間，且以具流動性、投資性、被動性之投資組合為主，並將 MBS 商品納入投資組合範圍內，投資時並預設投資底線，且需做壓力測試，以確保資產安全。在資產配置方面，主要係以政府債券、信用評等佳資產及股票為 3 種主要投資資產，並輔以量化模型計算而得其最佳資產配置，結果將發現，多為相同信用評級且較長到期日之資產為主，至於股票投資方面，是否有其必要性，似值再審酌考量。

第四場研討會：風險管理

(七)主題七：瞭解風險因素

傳統之資產配置策略傾向透過多元化資產種類來減輕風險，且該等資產關連性相對較低；然而，從 2007-2008 年之情況看來，在市場危機時，資產關連性已實質增加，且不同資產類型之表現類似。本節將探討資產之風險因素及產生報酬之潛在曝險，針對標的資產之潛在風險因素，投資者可選擇組合型之資產類型以提供更多元分散之投資組合風險。

1.主講人：Avanda 投資管理公司配置策略長及國外部經理人 Mr. Chan Chun Hong、黑石投資公司亞太地區多資產策略經理人 Mr. Edward Bang、太平洋投資管理公司前總裁 Mr. Brian Baker

2.報告重點：

為何要關注風險因素呢？首先要確認資產類別受到多種風險因素影響，而傳統資產配置策略之分散投資效益並無法具體量化，惟基於風險因素之資產配置將可產生更多元分散之投資組合，以下列出各種資產之相關風險因素，俾利資產配置之分散風險考量：

風險因素 資產類型	經濟 成長	實質 利率	通膨	存續 期間	信用 利差	價值	攜帶	動能
全球政府債券		✓	✓	✓			✓	✓
全球政府信用	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
全球通膨連結債券		✓		✓				
現金		✓						
全球公營事業股票	✓					✓		✓
全球民營事業股票	✓							
不動產	✓	✓	✓					
商品	✓		✓				✓	✓
貨幣						✓	✓	✓

如何以風險因素為基礎來建置投資組合呢？首先，需選擇風險因子（如：實質利率、存續期間、信用風險、股權風險等），接著模擬風險因子來找尋相關可投資之證券或資產以建置投資組合，例如與上開風險因子相關之資產包括：國庫券、政府債券、通膨連結債券、公司債、貨幣及可轉債等，最後依風險因子分配風險或資本以建置最終投資組合。

以風險因子為基礎之資產配置所可能產生之效益與挑戰，列表如下：

效益	挑戰
以行為模式而言，風險因子較資產類別之行為模式可被更為信任地預測	建立可投資之風險因子投資組合，仍具一定之挑戰性
以統計資訊而言，風險因子較資產類別之統計資訊具持續性	風險因子投資組合較為複雜，且可能產生較高成本與營運風險

另風險因子之投資考量點尚包括投資檢視、時間軸、規模及可實現性等；至於風險因子之其他可用之處，尚有可補充以資產類型為基礎之資產配置、補強資產損失為基礎之績效貢獻，及對風險意識與管理提供額外之檢視標準。此外，在投資組合之管理目標方面，主要係為達成其風險/報酬標準，且功能導向之投資則重視風險/報酬目標之達成；在投資組合之彈性方面，功能導向之投資，為採用不同策略者提供了彈性。

(八)主題八：外匯存底管理之治理

外匯之治理安排是複雜的，但外匯管理之審慎策略仍為一重要之面向；倘若外匯存底成長之規模等同於分散配置於新資產類型之規模，則監督與報告系統需持續評估以確保其有效性。本節將探討健全治理架構之重要因素、外匯存底之合法所有權、公部門機構間之積極溝通與合作，明確指令、權責與績效指標之建立，及有效監督與風險控管。

1.主講人：喬治亞國家銀行財務市場處處長 **Mr. Giorgi Laliashvili**、印度外匯銀行國外投資與營運部經理 **Ms. Archana Mangalagiri**、世界銀行庫務部主權投資合夥首席財務長 **Mr. Roberto de Beaufort**

2.報告重點：

外匯存底管理之治理首要建立一合法之環境，包括：憲法或組織法之授權、投資指導方針、法令及內部程序等；接續為外匯管理指令之執行，包括獨立之中央銀行，及其擁有與管理外匯存底之權責，並採用合格之工具，並具保證及借款之權利。至於如何保護外匯存底資產呢？除依前述需建立憲法與中央銀行法之合法授權外，中央銀行亦須獨立於該國政府組織之外，意即中央銀行不負責處理政府債務、政府亦對中央銀行無管轄權。

良好之外匯存底管理治理守則尚包括：明確之權責分工、投資決策之授權、中央銀行團隊人員具專業知識及 IT 技術，及明確之績效目標與可課責性。在中央銀行內部架構方面，則包括設置董（理）事會、投資委員會、財務市場部門、前中後台作業與會計部門；其中對風險管理部分，尚需設置對董（理）事會負責之稽核委員會，轄下有內部稽核（第 3 線-負責監督法令遵循並定期執行稽核工作）、中控風險單位（第 2 線-雨傘功能、定義風險策略及營運風險）及財務市場操作者（第 1 線-風險擁有人、管理財務風險及局部營運風險）。

中央銀行為管理其外部風險，通常以其外匯存底量占該國外債之比率，作為其外部脆弱度之衡量基準。以下為部分國家之外匯存底量占該國外債比率之統計資料：

國家 \ 項目	國際外匯存底資產 (單位：10 億美金)	外部債務 (單位：10 億美金)	國際外匯存底資產 占外部債務比率
中國大陸	3651	874	418%
巴西	371	482	77%
印度	332	428	78%
墨西哥	187	443	42%
印尼	108	259	42%
土耳其	102	388	26%
馬來西亞	93	213	44%
南非	39	140	28%

為建置完善之外匯存底管理治理架構，建議設置 3 種層級之委員會並執行投資過程如下表：

治理架構	投資過程
高級策略委員會	策略性資產配置，包括：投資政策、資產組合、貨幣組成
中級策略委員會	戰略性資產配置，包括：量身訂做之基準、收入/報酬分析、戰略基準及機動性
投資委員會	完成投資指令，包括：市場檢視、交易、投資部位之檢視

第五場研討會：債務市場之變革

(九)主題九：發行面觀點及法規改變效應

在量化寬鬆之政策下，可預見將會發生債券短缺之情形，尤其在歐洲執行該貨幣政策之主權國家；同時將會導致債券交易商持有債券之比率下降。上開發展將對債券價格及流動性產生什麼影響呢？對投資人之意涵為何呢？他們需要採行哪些措施來增進債券履約呢？相反地，債券發行者，在低利率環境下被鼓勵增加債券發行，債券發行者要如何因應方可使其債券更能吸引投資人購買呢？本節將傾聽公債發行者為順應量化寬鬆政策所採行之措施。

1.主講人：日本財務省理財局國債企畫課國債政策情報室長 Ms. Eiko Kimata、標準普爾信用評等公司資深經理 Mr. Kim Eng Tan、法國巴黎銀行債務資本市場及衍生性商品部經理 Ms. Christina Cho

2.報告重點：

(1)安倍經濟學（Abenomics）之三箭策略（“Three Arrows” Strategy）

a.第一支箭：大膽之貨幣政策

2013年1月：日本銀行（日本中央銀行，簡稱BOJ）宣示2年內達成2%通貨膨脹目標、貨幣基數增加2倍、長期公債及總資產餘額增加2倍。

2013年4月：BOJ開始啟動量化與質化寬鬆（Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE）政策--透過日本銀行之公開市場操作，購買政府公債約60~70兆日圓並長期持有。

2014年10月：BOJ施行QQE2--擴大量化及質化寬鬆（QQE）規模，除加碼30兆日圓收購政府公債外，同時宣布每年收購股票指數基金（ETF）和不動產投資信託（REIT）之金額調高至3倍。

單位：兆日圓

項目 \ 措施	QQE	QQE2
	(2013/04/04)	(2014/10/31)
貨幣基數	大約 60-70	大約 80
長期公債 (每月購買數量) (所購買公債之平均到期日)	大約 50	大約 80
	大約 6-8	大約 8-12
	大約 7 年	大約 7-10 年
ETF	大約 1	大約 3
J-REIT	大約 0.03	大約 0.09
JPX-Nikke Index 400(ETF)	-	列入可購買者

b.第二支箭：機動之財政政策

2013 年 1 月：提出 20.2 兆日圓之「緊急經濟刺激方案」，其中 10.3 兆日圓為政府支出；該刺激方案分別用於：促進民間經濟活性化（政府支出 3.1 兆日圓）、重建/防災對策（政府支出 3.8 兆日圓）以及援助民眾生計及區域經濟（政府支出 3.1 兆日圓）。

c.第三支箭：促進民間投資之成長策略

2013 年 6 月：制訂「日本復興戰略」（Japan Revitalization Strategy），其整體目標為 10 年內每人平均國民所得每年 3% 以上之名目成長率、2% 左右之實質成長率，10 年後每人平均國民所得增加至 150 萬日圓以上。

(2)近期日本公債市場之強化流動性措施

a.2015 年計畫：強化市場流動性

(a)為維持及強化日本公債（JGB）次級市場之流動性，”強化流動性之標售量”（Auctions for Enhanced-Liquidity）從每月 7000 億日圓增加至 8000 億日圓，即每年增加 1.2 兆日圓。

按：”強化流動性之標售量”係指因結構上缺乏流動性，及公債因需求增加致暫時性短缺所額外發行之公債。

(b)為強化日本公債發行之穩定性，每位標售參與者之最大得標限額，由原為當次預訂發行額度之全部，減少為當次預訂發行額度之 1/2，且市場特別參與者之投標義務數量由當次預訂發行額度之 3% 增加至 4% 或更高比率。

b.增額發行規則（Reopening Rules）

增額發行（Reopening）係指發行新公債時，為確保其市場流動性，將再次發行與先前已發行公債相同發行條件之公債，且被認定為是同種公債。

2015 年公債增額發行計畫

公債期別	標售頻率	發行次數	增額發行規則
40 年期	5 次	每年 1 次	規律發行
30 年期	每月	每年 4 次	規律發行
20 年期	每月	每年 4 次	規律發行
10 年期	每月	每年至少 4 次 (取決於收益率差)	當公債收益率差(票面利率與殖利率差)小於 30bps 始增額發行

公債期別	標售頻率	發行次數	增額發行規則
5 年期	每月	每年至少 4 次 (取決於收益率差)	當公債票面利率等於 殖利率時始增額發行
2 年期	每月	每年 12 次	不增額發行
JGBi (通貨膨脹率連結債券)	每季	每年 1 次	規律發行

(3) 2015 年「日本復興戰略」(Japan Revitalization Strategy)

屬安倍經濟學之第 2 階段，係為克服因人口減少所產生之供給限制。其主要措施如下：

a. 增加未來投資以促進生產力之革新

(a) 鼓勵民間企業增進獲利能力：進一步強化企業治理之原始成長動能，並鼓勵企業向海外（包括亞洲）市場擴張。

(b) 人才與專業之培養：進一步提升女性參與及培育國際化人才。

b. 落實國內安倍經濟學之施行

第六場研討會：內部能力相關議題

(十) 主題十：建立內部能力

當管理之資產規模增加，對中央銀行而言，其中一項最重要之挑戰即為內部資產管理能力、系統及人力資源之培養。本節將探討中央銀行如何在技術性地投資專業中競爭、吸引及保留人才，以及如何評估與升級 IT 系統及軟體以符合更高風險之管理、交割及會計標準。

1. 主講人：喬治亞國家銀行財務市場處處長 Mr. Giorgi Laliashvili、世界銀行庫務部主權投資合夥資深財務長 Mr. Richard Williams

2. 報告重點：

(1) 建立內部能力之成功因素如下：

- a. 資助高階人才能力之建立，並由董事會（理事會）建立外匯存底管理之目標。
- b. 適度編列預算在人力建置及投資科技方面，並包括該組織所有階層人員。
- c. 人力建置應有目標基礎，並應包括科技專業及軟實力，例如：有效率且可相互合作之團隊、人力管理、衝突解決、溝通技巧、計畫管理及變革管理等。

(2) 外匯存底管理之架構

以董事會（理事會）下建置投資委員會為核心，制訂資產配置之政策與策略，執行投資組合管理及風險管理，並設有營運及會計部門，定期向董事會（理事會）作績效報告，並分述如下：

- a. 資產配置管理與治理：在制訂資產配置之政策與策略前，需先瞭解中央銀行承擔風險之能力，並具備量化科技與模型之專業知識，作產出標準之設定、貨幣配置與風險預算並適時投入。治理方面，則由董事會（理事會）制訂清楚且完整之投資政策，在階層組織中適當授權以執行政策，並檢核與控制系統以確保政策及法規遵循。
- b. 投資組合管理(前台)與風險管理(中台)：積極地投資組合管理需有更多專業之成員（包括外部經理人及內部人力）及更精密之系統，並需瞭解新興市場債券報酬率及其波動度，瞭解雙幣存款報酬率及其透明度等。風險管理包括信用、流動性與營運風險，且需事先對合格發行者之資格條件設限，其管理之複雜度端視其內部合格授權及投資組合策略。
- c. 營運與會計部門(後台)及績效報告：後台人員包括結算交割與會計人員，以扮演全球保管機構之角度來建置內部人力；且後台人員需製作會計與投資績效報告，在投資期間適時將該等報告提報董事會（理事會）。

(3) 建立內部能力之挑戰與因應之道

a. 內部能力之建立係屬一長期且持續之過程

投資組合管理技術需耗時數年始可獲得，其中包括多種人力資源之培育，如：風險管理、結算交割、會計、法務及 IT 等；在此期間中投入大量投資，以確保人人得在不斷變化之市場環境中與時俱進。

b. 如何讓人人有動機參與

財務方面，建議於中央銀行法特別規定，提供比照私部門之薪資水準，並引進績效評量系統之激勵獎金計畫；非財務方面，辦理員工內部與外部訓練，建置動態之工作環境及吸引員工之專案，並充分授權員工做投資決定，且得參與重要決策，及與世界銀行、他國中央銀行作適度交流合作。

(十一)主題十一：主權基金之角色

由於商品及石油出口、預算數或經常帳剩餘，或退休儲金之建立，致使主權基金之總數不斷增加；數個亞洲國家已將其部分外匯存底轉為主權基金，以利強化國家財富之投資管理，並可分散投資於更高報酬率但較不具流動性之投資商

品。本節特別邀請經驗豐富之國家主權基金前首席資訊長，分享該主權基金之歷史、發展及持續性改革。

1.主講人：Avanda 投資管理公司董事長 Mr. Ng Kok Song

2.報告重點：

主講人前任職於新加坡政府投資公司（Government of Singapore Investment Corp，簡稱 GIC）之首席資訊長，GIC 成立於 1981 年 5 月，係新加坡最大之國際投資機構，負責管理新加坡政府大部分海外資產，亦為新加坡政府主導成立之主權基金公司，由副總理吳慶瑞於 1981 年創辦，成立之初由總理李光耀親自擔任董事會主席，吳慶瑞擔任副主席。

GIC 旗下有 3 家子公司：新加坡政府直接投資有限公司(The Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd)，主要投資於公開市場，包括股票、債券及貨幣市場商品等；GIC 不動產投資有限公司(GIC Real Estate Pte Ltd)，主要投資於不動產，為全球最大地產公司之一；GIC 特殊投資有限公司(GIC Special Investments Pte Ltd)，主要投資於創業風險投資、企業重組、過渡性融資及垃圾債券等。GIC 目前管理之資產超過 3000 億美元，其投資遍布全球 30 多個國家、2000 多間上市及未上市公司；其中北美占 50%、歐洲占 25%，東亞及東南亞占 25%。

因主權基金主要係看長期之績效表現，對 GIC 而言，投資以穩健為主，並追求成長期投資報酬率至少須達 4-5% 以上，惟近年遭逢金融海嘯受挫，其投資報酬率亦曾跌至 3% 以下，其後隨市場回穩、投資報酬率又回歸正常水準；因此，主講人認為，主權基金經理人需具備耐心做長期投資布局，且亦須有耐心等待市場回歸常軌。而 GIC 採透明管理模式，充分授權專業經理人進行投資，並採取嚴格監理以避免發生弊端，值得作為各國中央銀行進行外匯投資管理之借鏡。

(十二)主題十二：外部基金經理人之選擇與評估

低利率報酬環境似已開啟一新常態，中央銀行須持續分散其資產類型；然而隨著中央銀行開始布局新資產類型，或需更審慎評估外部經理人之聘僱。究竟外部基金經理人須具備哪些經驗呢？何者為最佳財務槓桿之方式？以及須投資哪些資產類型呢？如何適度監督外部基金經理人呢？又如何與內部經理人作績效比較呢？本節將探討聘僱外部基金經理之效益與成本。

1.主講人：韓國銀行外匯存底管理處風險管理組組長 Mr. Rae Hyung Park、匈牙利國家銀行組長 Mr. Veres Istvan Attila、泰國銀行外匯存底管理組組長 Ms.

Wongjan Sripaoraya

2. 報告重點：

聘僱外部經理人之主要目的係借重其專業知識，期能將其投資策略與研究之專業移轉至中央銀行，以強化銀行之投資績效，並能善用外部資源分散投資部位，且定期檢視同儕之績效。

在外部基金經理人之選擇方面，首先須擬訂計畫、列出長名單（10 位經理人以上）做量化評估，接著篩選出短名單（3 位經理人以上）做進一步盡職調查(Due Diligence)，並請候選人做簡報，接著溝通其薪資報酬，最後即可選擇出適合之經理人選。其選擇過程分述如下：

- (1) 擬訂計畫：針對欲聘請外部經理人部分，首先決定基金型態、基金規模、經理人人數、評估標準及目標薪資水準。
- (2) 長名單：依據中央銀行先前面試過之經理人所建置之資料庫，及全球財經雜誌等內容製作 10 位經理人以上之名單。
- (3) 需求建議書 (Request For Proposal, RFP) 及量化評估：依中央銀行對外部經理人之需求製作問卷，並進一步評估是否具備其需求項目，問卷內容包括經理人過去工作經歷、投資專業、投資過程、風險管理、績效及其他服務項目。
- (4) 短名單與盡職調查(Due Diligence)：依據上開量化評估篩選出短名單（3 位經理人以上）且做進一步盡職調查，接著安排與該等候選經理人會面做簡報、溝通其薪資報酬，並檢視其質化要素及 REP 填復內容。

中央銀行任用外部經理人執行投資組合之管理期間，尚須持續評估下列項目：

- (1) 風險監督及法規遵循之檢視：每日監督其資產投資組合之存續期間、變異數、保管機構提供之持有清單等，每週監督其資產投資組合之存續期間、變異數及資產經理人部門之整體部位等，每月監督其資產投資組合之存續期間、變異數、信用風險及風險管理部門所作壓力測試與內部報告，並請主要保管機構檢核其法規遵循狀況。
- (2) 投資組合檢視：至少每年召開 1 次與所有經理人之會議(以面對面或視訊方式)，並做實地查核；且評估其績效與投資策略，包括投資邏輯、績效貢獻、未來市場展望及策略等。
- (3) 投資組合再平衡(rebalancing)：原則上，基金依其過去績效(包括不滿意之績效或連續不斷之壞績效)，每年 1 次做再平衡(動態調整)處理，以建立動態之投資組合。績效佳者，可投入更多資金或新聘外部基金經理人承做該等投資；績效

不佳者，則減少基金規模或解聘該外部基金經理人。

參、心得與建議

此次奉派出席亞銀與泰國中央銀行共同舉辦之「第 5 屆外匯存底投資管理區域論壇」，該論壇雖以外匯存底管理為主軸，惟因外匯管理涉及各國貨幣政策與財政政策之相輔相成，本次與會之會員國代表多有中央銀行與財政部官員併同出席，爰可藉此機會建立與會員國代表間之溝通管道，從而強化我國與亞銀會員國間之合作及經驗分享，俾提升未來進一步參訪、交流之可能性。茲將本次參加會議之心得與建議臚陳如下：

一、安倍經濟學對日本公債之影響

為推動安倍經濟學之三箭策略，2013 年起日本中央銀行開始啟動量化與質化寬鬆(QQE)政策，大量購買公債並長期持有；另為維持及強化日本公債次級市場之流動性，自 2015 年起每年增加發行公債以支應因需求增加致暫時性短缺之公債次級市場。顯見上述日本公債之發行與買回主要係配合其貨幣政策，且因日本銀行持續買進新公債，使債市流動性不足，致日本公債殖利率已降為負數。本次會議本部國庫署與會者蔡簡任稽核青蓉曾就教日本財務省理財局之主講人，在現行日本公債發行(標售)時，是否設有價格底標？又曾否發生不足額標售之情形及其處理方式。主講人當場表示因日本採行 QQE 政策，利率雖已處於低檔，惟因市場游資甚多，故公債發行時之投標倍數多達 2 倍以上，供給明顯大於需求，爰尚未發生不足額標售之情形。

會後持續觀察日本負殖利率公債大賣之原因，雖現行日本 2 年期公債殖利率已跌至-0.03%，惟因投資人預期美國即將於 12 月升息，帶動日圓/美元利差交易擴大，經調整後日本 2 年期公債固定收益達 1.66%，遠高於美國 2 年期公債之 0.95%，因而吸引外資大量買進日本公債，經統計外國投資人本年 1-10 月淨買入日本 2、5 年期公債達 10.46 兆日圓，已逼近去(2014)年全年 10.5 兆日圓之紀錄。

二、中央銀行外匯存底管理所面臨之挑戰及因應之道

由於市場預期 Fed 即將啟動升息，且以中國大陸為首之亞洲新興國家經濟成長放緩，導致亞洲新興國家資本不斷外流，而主要國家（包括日本、歐洲）中央銀行不斷推出量化寬鬆之貨幣政策，導致其公債殖利

率大幅下滑、波動度則大幅上升；因此，目前亞洲中央銀行之外匯存底多集中於現金及債券等收益率偏低之產品。本次研討會之未來趨勢分析，雖主要國家中央銀行之利率政策分歧，惟因市場預期美國即將升息而結束維持近 7 年之零利率時代，使利率趨於正常化，此將續推美元獨強之態勢，使各國中央銀行除仍持續以美元為主要資產配置外，亦將逐步分散到股票投資與其他收益率較高之資產上。

此外，由於市場預期歐洲央行（ECB）將持續進行量化寬鬆，使歐元區主要國家債券收益率過低，且經統計已有超過 60% 之中央銀行持續降低對歐元資產之投資，故未來仍宜降低歐元資產之配置比率，惟短線上歐元仍可作為風險趨避時之投資標的；至於新興市場國家因成長趨緩、資本外流情況持續不斷，宜嚴格審視新興市場投資；而原物料及黃金等商品價格，亦預期在 Fed 升息、美元升值後，進一步引發商品價格跌勢，爰傳統投資標的黃金等商品則不宜加碼投資。

三、人民幣之未來發展不容小覷

全球經濟發展已由美國、歐元區與日本(G3)為中心，逐漸轉變為多邊經濟發展，中國大陸為首之新經濟體對全球經濟成長影響力日增；中國大陸目前為全球第二大經濟體（僅次於美國），亦為全球最大出口國及持有外匯存底最多之國家。中國大陸預估本年度 GDP 平均成長率為 6.8%，創下 6 年來最低增長幅度，因亞洲各國對中國大陸之貿易依存度甚深，南韓、新加坡、馬來西亞及越南受到其經濟成長趨緩之衝擊最大；另中國大陸亦為全球商品原物料之主要消費國，故當中國大陸需求減弱，將造成全球貿易成長減速，亦影響該等出口國之經濟成長動能，且全球主要商品價格亦受到中國大陸購買力需求降低之影響而疲軟，連帶使全球經濟成長隨之趨緩。

至於中國大陸之通用貨幣--人民幣(RMB)在全球之市占率，目前雖遠落後於美元及歐元，惟為使人民幣之普及化與中國大陸在全球經濟體之排名相當，中國大陸積極推動人民幣入籃計畫，終經 IMF 於本年 11 月 30 日宣布將人民幣納入特別提款權（SDR），且人民幣在 SDR 所占權重比率為 10.92%，僅次於美元(41.73%)及歐元(30.93%)，高於日圓（8.33%）及英鎊（8.09%），並將於明（2016）年 10 月 1 日起生效，逐步達成人民幣國際化之目標。而人民幣納入 SDR 對臺灣之經濟與金融具有明顯助益，最重要者為中國大陸之金融改革開放政策將更為堅定，有助於兩岸

金融交流與互動，且在本部與金融監督管理委員會支持金融業者打亞洲盃之政策下，一個開放、穩健之大陸金融體系，將帶給臺灣金融業者新成長機會，業者如何利用此一契機拓展國際化之事業版圖，值得省思。

附錄

附件 1、出席會議人員名單

附件 2、會議議程