

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)

參加法國中央銀行舉辦之「第 19 屆年度 外匯存底研討會」心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：鄭文欽/外匯局襄理

派赴國家：法國/巴黎

出國期間：113.6.1-113.6.8

報告日期：113.8.28

目次

壹、 前言	1
貳、 外匯存底管理	3
一、 本行管理依據	3
二、 何謂外匯存底	3
三、 外匯存底管理三大準則	3
四、 外匯存底管理之風險	4
五、 地緣政治風險	7
參、 全球外匯存底現況與趨勢	9
一、 全球外匯存底	9
二、 人民幣國際化	13
三、 世界黃金協會調查	18
肆、 貨幣政策與市場趨勢	21
一、 ECB 政策利率指標	21
二、 全球主要央行貨幣政策走勢	21
三、 ECB 的貨幣政策：何時降息？	22
伍、 與會央行問卷調查之分析	25
一、 策略性資產配置	25
二、 投資領域	27
三、 永續投資	29
四、 黃金準備	34
陸、 結論與建議	36
一、 結論	36
二、 建議	37
參考資料	38

壹、前言

法國中央銀行(Banque de France)於本(113)年6月3日至6日於巴黎舉辦「第19屆年度外匯存底管理研討會」(19th annual Reserve Management Seminar)，該研討會課程由該行內部訓練機構IBFI (International Banking and Finance Institute)負責規劃。本次主題涵蓋外匯準備及黃金準備之趨勢分析、貨幣市場及債券投資策略分析、央行管理外匯存底之經驗分享、市場創新及ESG相關主題、歐元區貨幣政策等議題，並安排彭博資訊系統在投資組合管理之實務操作、以及投資組合策略分析之模擬演練。除了彭博資訊系統操作及黃金相關議題之外，各主題的講授人員均以該行業務相關部門主管及資深投資組合經理人(Portfolio Manager)為主。

研討會參加人員計有來自秘魯、墨西哥、菲律賓、阿爾巴尼亞、阿爾及利亞、坦尚尼亞、馬達加斯加、巴林、埃及、茅利塔尼亞、阿曼、多明尼加、丹麥、美國、立陶宛、新加坡、柬埔寨、羅馬尼亞、印度、沙烏地阿拉伯、越南及台灣等22國央行代表及歐洲投資銀行(EIB)、歐盟執委會(European Commission)兩個國際組織代表與會，共計有24個學員。法國央行在研討會期間特別安排學員經驗分享，分別邀請埃及、沙烏地阿拉伯及越南三個國家的央行代表分享其國內經濟概況及外匯存底之管理經驗，增進學員之間彼此的了解。

除了專業的課程安排，法國央行也展現其高度藝文素養，安排學員參訪其「黃金藝廊」(The Golden Gallery)。這是一間位於法國央行內部長40米、寬6.5米、以及高8米之金碧輝煌法式宮庭建築，興建於17世紀法皇路易十三時期，並於1808年由法國央行購入維護成為該行的資產。藝廊內部兩端有四尊大型雕像代表歐、亞、美、非四大洲，天

花板及四周內牆均可見宗教主題壁畫，相當令人驚艷。

法國央行為世界第 5 大黃金準備持有國，也是主要黃金保管機構之一，因此，研討會在最後一天安排參觀該行地下金庫。地下金庫位於該行之地下 10 樓，進入前必須經過層層嚴密的電子認證、人體掃瞄及人工認證等關卡，先到地下 3 樓後，再經由引道搭乘特殊專用電梯至地下 10 樓，這是法央保管各國存放黃金的重地所在。法央特別安排一塊成色 999.9，重 400 盎司(約 12 公斤)的金磚，讓學員親自體驗黃金的質感及重量。另外，法央交易室的參訪也是課程的一部分，大致上依據交易商品類別分成各小組來運作，惟進出交易室人員亦要經過嚴密的電子認證及人體掃瞄後，始得進入。

另外，法國央行也安排學員參訪其轄下的「經濟暨貨幣博物館」(Citeco)，其展間分為六大區塊：交換(Exchange)、角色(Players)、市場(Markets)、失衡(Instabilities)、法規(Regulations)、財富(Treasures)，以電子媒體及親自動手做等互動方式，讓民眾親自體驗並了解貨幣起源到現代經濟活動的演進。

研討會課程進行到第二天上午第二節下半，法央總裁法蘭梭瓦·維勒華·德高洛(François Villeroy de Galhau)非預期地到場發表簡短的致詞，期勉在場學員藉由這次的課程及經驗分享，學習到更多不同的知識與技能，俾利在不確定的未來，擁有更多的資源與更從容不迫的態度因應各種不同的挑戰。

本報告分為 5 個部分，除前言外，第 2 部分介紹外匯存底管理、第 3 部分探討全球外匯存底現況與趨勢、第 4 部分觀察貨幣政策與市場趨勢、第 5 部分為本次與會央行代表之問卷調查分析、最後為結論與建議 (本報告圖例資料來源均係法央提供)。

貳、外匯存底管理

一、本行管理依據

根據中華民國中央銀行法第二條第三項：本行經營目標「維護對內及對外幣值之穩定」，第卅三條「本行持有國際貨幣準備，並統籌調度外匯」，及第卅四條「本行得視對外收支情況，調節外匯供需，以維持有秩序之外匯市場」。因此，上述法條可視為我國中央銀行管理外匯資產之主要法源依據。

二、何謂外匯存底

一般而言外匯資產相當於外匯存底，也就是央行持有的國際貨幣準備。央行在「維護對內及對外幣值之穩定」的前提之下，對其所持有之國際貨幣準備進行投資，而投資所產生各種不同的資產組合，便是所謂的外匯資產。

圖 2-1 外匯存底管理三大準則：安全性、流動性、獲利性



三、外匯存底管理三大準則

央行外匯存底管理三大重要原則，依序為安全性、流動性及獲利性。安全性方面，首重保本、降低風險、多樣化投資組合、高品質擔

保品；流動性方面，市場規模夠大、數量夠多、普遍接受性；獲利性方面，平穩波動小、高報酬、投資組合的品質。如圖 2-1。

四、外匯存底管理之風險

外匯資產投資的過程中，因投資工具的不同而面臨各種不同的風險，一般稱之為財務風險（Financial Risk），財務風險主要可分為市場風險（Market Risk）、信用風險（Credit Risk）、流動性風險（Liquidity Risk）等，至於作業風險（Operational Risk）、法規風險（Legal and Regulatory Risk）則可歸屬於非財務風險。

風險就是對於未來事件預期結果和實際發生結果所產生差異之不確定性。財務風險，就是資產投資組合可能產生的損失或利得，管理財務風險便是針對可能損失的部分進行管理，進而控制損失，而非創造利潤。因此，外匯資產的風險管理就是針對外匯資產各種投資組合，進行財務風險的管理，評估可能面臨或發生的損失（下方風險），並將損失控制在可承受的範圍。

1. 市場風險（Market Risk）

指金融市場因股價、匯率、利率、商品等價格之變動，而使投資組合資產價值產生波動之風險。央行外匯資產的價值，主要受到利率、匯率及黃金價格的影響。外匯資產所面臨的市場風險，是屬於無法完全消除的系統性風險，風控部門的責任便是將這些外匯資產損失維持在可控制範圍，而非完全消除。央行所持有的外匯資產，以美元、歐元、日圓等為主要投資的貨幣，投資標的又以各國的公債為主，因此，利率風險管理在市場風險的範疇中佔有極為重要的地位。

2. 利率風險 (Interest rate Risk)

指因市場利率波動造成債券價格變動的風險。衡量債券利率風險最常用的方法就是債券存續期間 (Duration)。所謂債券存續期間，就是債券平均到期年限，代表利率上升(或下降)一個百分點，債券價格下降(或上升)程度的百分比，換言之，就是代表債券價格對利率變動的敏感度。

Duration 數學公式定義如下：

$$D = \frac{-\frac{dp}{p}}{\frac{dy}{1+y}}$$

其中 P 為債券市價，y 為債券收益率

3. 信用風險 (Credit Risk)

係指交易對手違約，無法按時履行契約義務或責任，或信用評等調降造成市值滑落而遭致損失的風險。中央銀行面對的諸多風險中，信用風險影響最大，根據巴塞爾資本協定規範中，信用風險所佔的比率超過一半以上，其餘才是市場風險、作業風險等其他的風險。此外，國家主權債信風險 (Sovereign Risk) 亦屬於信用風險的範疇，加上大多數中央銀行所持有的外匯資產大多以最高評級的政府公債為主 (即傳統上所稱的無風險債券)，因此信用風險仍是大部分中央銀行及金融機構最須關切的議題。隨著科技發展及數量統計觀念的應用，信用風險管理已日趨重要，成為銀行風險管理策略的主流。因此，當資產組合內的各項資產愈能多角化分散投資，則有助於信用風險的下降，投資時應降低交易對手的集中度，以有效分

散信用風險。

4. 流動性風險 (Liquidity Risk)

係指資產無法在需要現金時以合理的價格出售變現，或甚至無法變現之風險。對中央銀行外匯資產而言，流動性風險便是央行無法在需要現金時以合理的價格將外匯資產出售變現的風險。因此，中央銀行除了外匯資產投資於報酬較高、流動性較低的金融商品之外，基於對流動性之需求，央行也必須保有部分高流動性資產，以因應市場上突如其來的大量外匯需求。

保有大量現金及高流動性資產，固然是因應流動性風險的最佳法寶，但其附帶的資金持有成本及高流動性資產低報酬率之特性，則是決策高層無可迴避的問題。如何在資金持有成本及流動性需求之間取得平衡，是中央銀行在執行流動性風險控管時最重要的核心工作。中央銀行究竟持有多少流動性部位最為適當？早期央行外匯流動性部位主要係支應進口物資時的資金需求，持有三個月進口所需的外幣資金為各國普遍採用的法則。然而隨著國際資本市場蓬勃發展，各國間的短期資金快速移動，上述外匯資產最適流動性的法則，也隨著金融市場及各國經濟情勢做進一步調整。根據國際貨幣基金 (IMF) 的研究報告，一年內到期的短期外債似乎更能清楚描繪出外匯流動性部位的實際需求，因此，全球各央行也隨著金融市場的改變，調整本身流動性部位的訂立標準，以確實控管流動性部位，降低流動性風險。

決定了最適流動性部位後，接下來便要選擇適當的流動性資產。傳統上，央行的流動性部位以現金和短期證券為主。現金存放

於活期存款及通知存款，並依外匯市場波動情形訂立不同的標準，當外匯市場平穩時，此現金類存款不低於某一水準（如 30 億美元），或當外匯市場不穩定時，應不低於某一水準（如 60 億美元）；除了活期存款及通知存款，短天期的定期存款也是另一項選擇，並分散定期存款的到期日，以為因應。在短期債券方面，以高流動性之國庫券為主，如美國國庫券等。近年來，全球資本市場蓬勃發展，各類新種商品推陳出新，加上電腦技術運用及金融市場效率性大幅提昇，提供各國央行更多短期流動性投資的選擇（例如附買回債券、遠期、期貨、交換等），在報酬率與流動性之間取得平衡，提昇對流動性風險掌控能力。

5. 作業風險（Operational Risk）

係指因不當或錯誤的內部程序、人員或系統操作，以及外部事件，造成企業損失的風險。作業風險的範圍非常廣泛，在交易部門方面：授權不實、超出交易限額、人謀不臧、詐欺等前台弊端，交割、會計作業錯誤或交易契約瑕疵等後台疏失；在資訊部門方面：電腦系統當機、駭客入侵、交易模型套用不當導致決策錯誤等；在外部環境方面：恐怖攻擊、地震海嘯天災、以及戰爭衝突等之衝擊，凡以上所舉，均屬於作業風險。一般而言，銀行所面對的風險中，信用風險佔比率約 60%，名列第二的是作業風險約佔 30%，作業風險的重要性可見一斑。

五、地緣政治風險

除了上述的財務風險，地緣政治風險近來迅速升溫。目前全球遭到制裁的央行計有委內瑞拉央行存放在英格蘭央行價值 113 億美元的

黃金、阿富汗央行因 2021 年塔利班掌權而使得價值 96 億美元的外匯準備遭凍結、俄羅斯因 2022 年入侵烏克蘭造成 6,320 億美元的外匯準備被凍結。這些央行外匯存底因為國際間之地緣政治對立、或戰爭而導致自家外匯資產遭到敵對陣營的凍結。

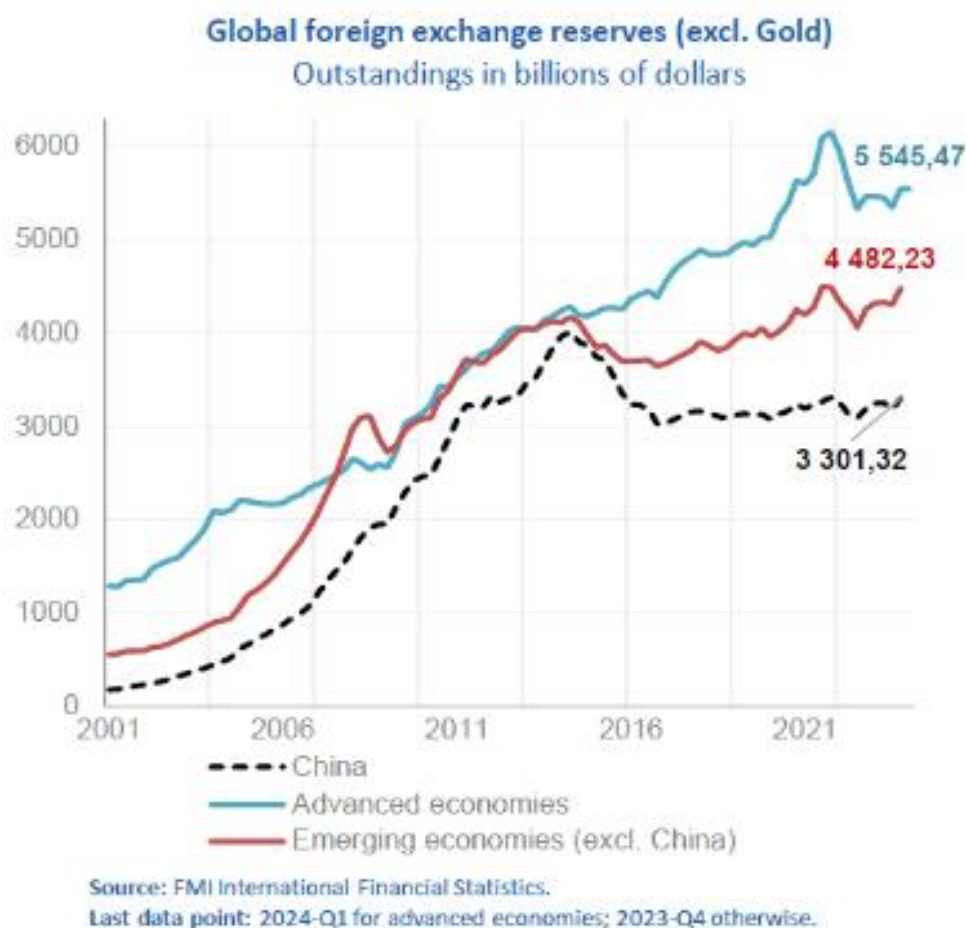
類似這種地緣政治而損及外匯資產的風險，在目前美、中兩大陣營的鬥爭中，似已成為全球央行不得不正視的議題。中方因此力推其對外貿易儘量以人民幣計價取代美元計價，並與俄羅斯、伊朗、北韓等國加強合作關係，期能降低對美元的依賴，進而與美國為首的陣營相互抗衡；同樣地，美方陣營亦嚴格執行相關的制裁措施，要求盟友強化在經濟、金融制裁的網絡韌性，藉以有效打擊對方陣營經濟支撐，取得戰略優勢。

參、全球外匯存底現況與趨勢

一、全球外匯存底

中國為目前全球最大外匯存底持有國，外匯存底超過 3.3 兆美元；全球先進國家持有外匯存底總額約為 5.55 兆美元；中國以外的新興市場經濟體持有外匯存底總額則約為 4.5 兆美元。如圖 3-1。

圖 3-1 全球外匯存底持有分布(黃金除外)

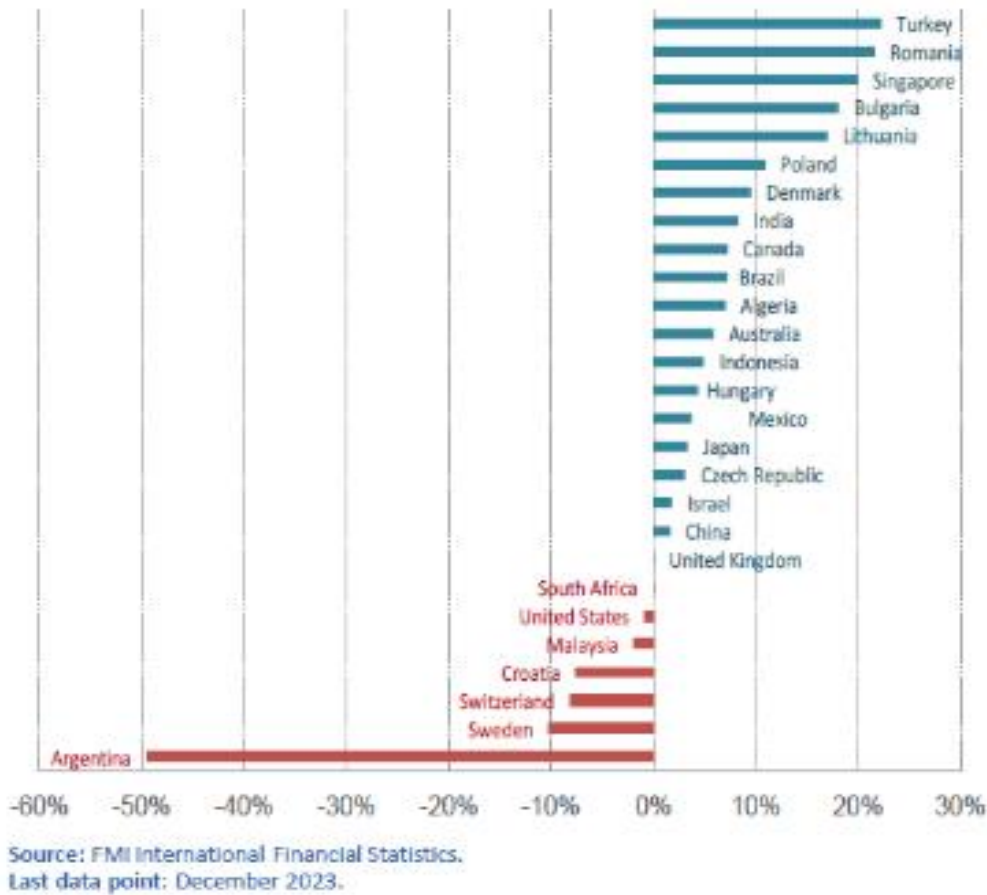


2023 年全球外匯存底總額較上年增加，主要係受惠於大環境利率上升的影響，其中，土耳其增幅達 22%，成長幅度最大；阿根廷則是銳減 49%，縮減的幅度最大。如圖 3-2 及圖 3-3。

圖 3-2 全球外匯存底最大增、減幅之國家(2023 年)

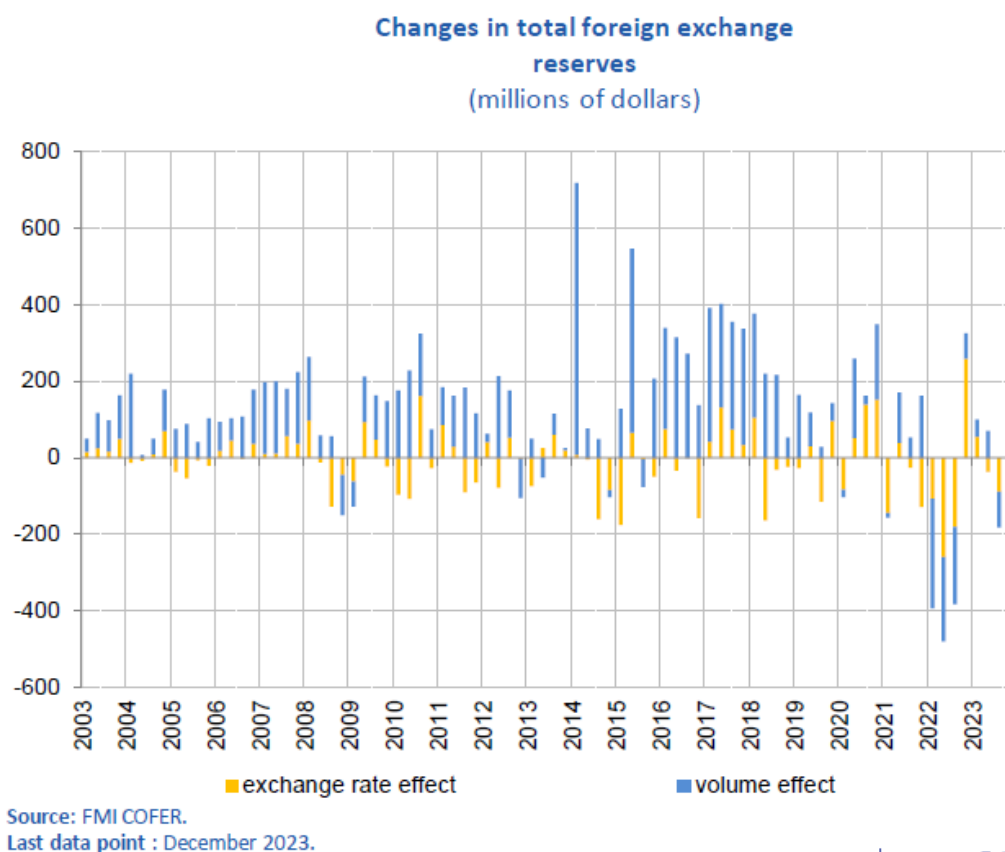


圖 3-3 2023 年各國外匯存底增減概況



美元在 2022 至 2023 年大幅波動，主導全球外匯存底價值評估，其中美元升貶導致外匯存底變動之匯率效果(exchange rate effect)和數量效果(volume effect)不相上下。如圖 3-4。

圖 3-4 美元升貶使全球外匯存底變動之匯率效果及數量效果



資料顯示全球央行外匯存底主要組成型態以證券居多數，佔比高達 70%；其次為貨幣及存款，比重達 10%左右；黃金的佔比約達 10%；SDR 則低於 10%。

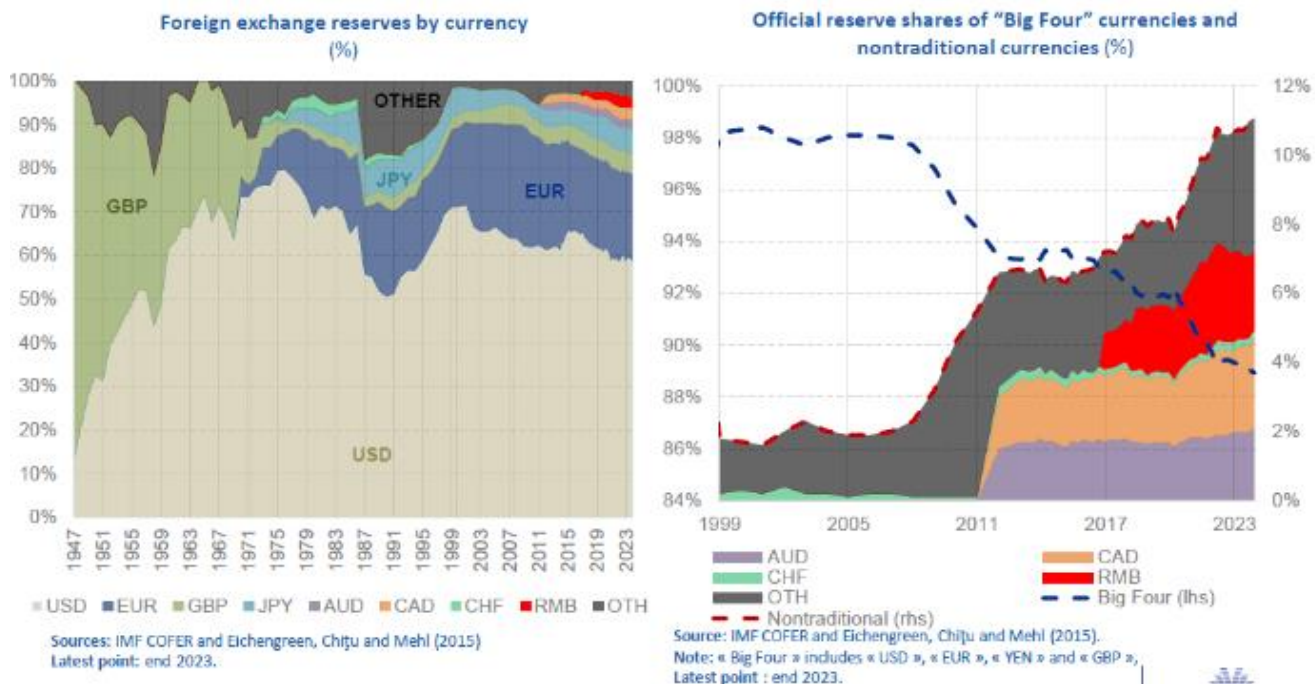
新興市場國家對於黃金投資的興趣特別高，其中以中國和俄羅斯為最。自 2000 年以來，已開發國家的黃金持有量逐年下降，至 2009 年左右持平至今；開發中國家剛好相反，其黃金持有量在 2009 年前持平，2009 年以後則逐年上揚。新興市場國家中，中國和俄羅斯的黃金持有量成長幅度遠超越其他國家，第三名印度則遠遠落後。如圖 3-5。

圖 3-5 新興市場國家持有黃金近況 (俄羅斯和中國成長最大)



美元和歐元仍為全球外匯存底最主要的資產，分別達到 58%及 20%的佔比(2022 年底資料)，儘管美元仍為全球央行外匯存底最重要的資產，但自從 2000 年以來，比重開始出現逐漸下滑的趨勢。

圖 3-6 傳統「四大天王」貨幣與非傳統貨幣之消長



傳統上貨幣「四大天王」為美元、歐元、英鎊、日圓，其佔全球央行外匯存底的比重自 2000 年以來便開始出現下滑的走勢；反觀，非傳統貨幣趁勢崛起：澳幣、加幣、瑞士法郎、人民幣等，其佔全球央行外匯存底的比重自 2000 年以來便開始出現上揚的走勢。如圖 3-6。

二、人民幣國際化

2008 年全球金融危機之後，中國人民銀行開始著手推動人民幣國際化的政策，主要運用三大策略：1. 放寬資本管制、2. 增加人民幣可兌換性、3. 鼓勵以人民幣做為國際貿易支付的貨幣。

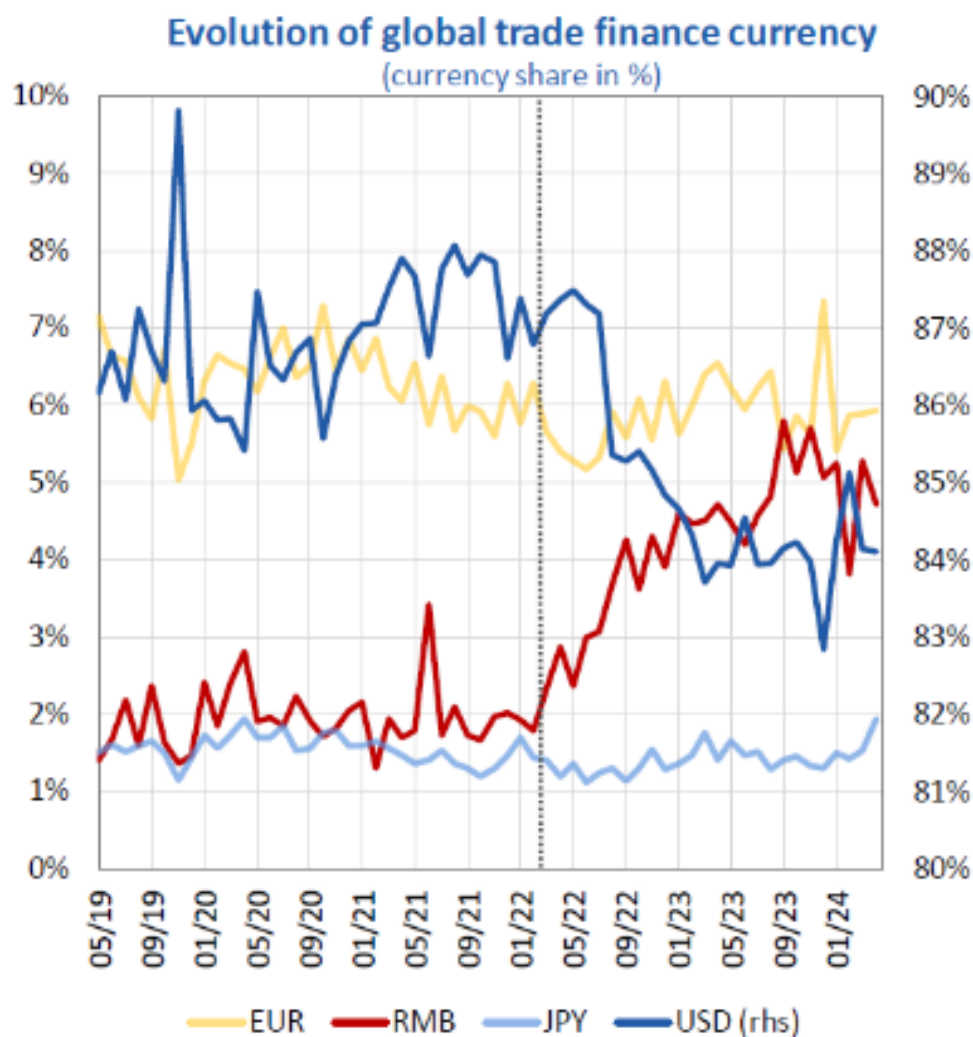
具體做為包括在中國境內選定省份，允許以人民幣做為跨境支付的工具，並逐漸擴及全國；建立雙邊貨幣交換額度(Swap Line)，擴展境外清算銀行，建立跨境銀行間支付系統(Cross-Border Interbank Payment System, CIPS)促進人民幣的普及性；降低外國投資人進入中國金融市場的門檻；將人民幣納入國際貨幣基金(IMF)特別提款權(Special Drawing Rights, SDR)之一籃貨幣；發展數位人民幣(Digital Yuan, e-CNY)等。

自 2022 年起，地緣政治衝突強化了部分國家思考尋求美元以外的替代貨幣，例如巴西宣佈考慮將國際貿易支付以貿易雙方的貨幣(如人民幣)進行交易，藉以降低對國際美元的依賴。其他如沙烏地阿拉伯、巴基斯坦等國也已經考慮接受人民幣做為出售給中國原油的支付貨幣。烏克蘭戰爭爆發後，人民幣在外貿金融的使用比重倍增，中國、俄羅斯、伊朗等反美陣營國家，在使用美元成本及風險逐漸升高的情況下，讓人民幣國際化的道路得到更多支撐的力道。

美元在全球貿易最終支付貨幣的佔比，自 2022 年以來呈現緩步下降的趨勢，但其佔比仍然達 82%以上，一枝獨秀。歐元和日圓自 2019

年以來之佔比即相當穩定，大致分別在 5%-7% 及 1%-2% 之間浮動；而人民幣佔比則從初期(2019-2022)的 1%-3% 之變動範圍，中期(2022-2023)的 2%-5% 之變動範圍，到近期(2023-2024)的 4%-6% 之變動範圍，呈現倍數成長。如圖 3-7。

圖 3-7 美元、歐元、日圓、人民幣貿易金融之佔比

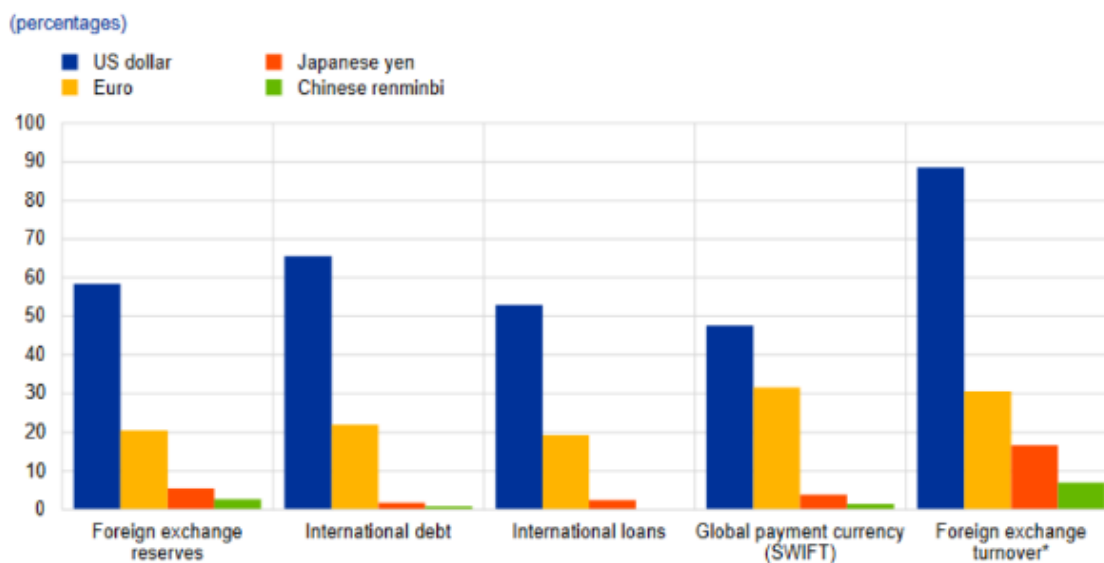


根據 2022 年的資料，雖然中國佔全球貿易總額的 13%，佔全球 GDP 的 19%，但因中國在金融整合的限制，使得人民幣在全球貨幣體系的運用，佔比依然相當有限。例如，外匯存底、國際債權、國際

放款、SWIFT 全球支付系統、外匯周轉率的運用上，美元和歐元仍是使用率最高的兩種主要國際貨幣，短期內美元地位依舊難以被撼動。如圖 3-8。

圖 3-8 美元、歐元、日圓、人民幣在國際貨幣體系之運用

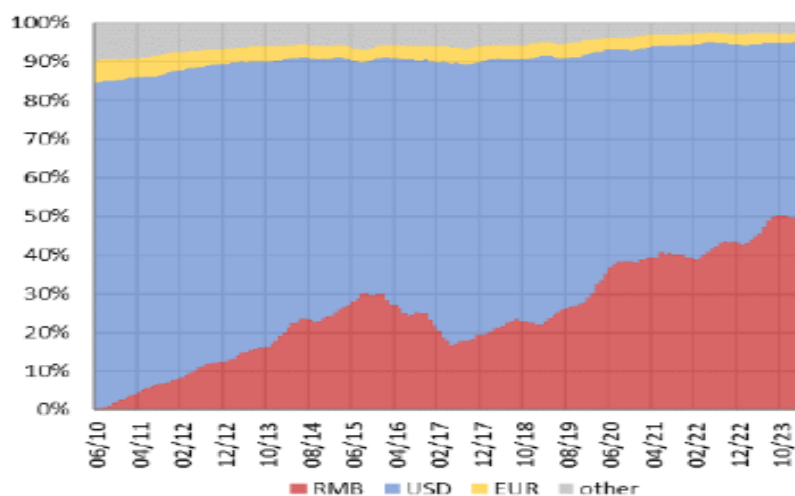
Composition of the international monetary system



Sources : BCE « The international role of the euro, June 2023).
Last point: end 2022 ; april 2022 for the volume of transaction.

圖 3-9 人民幣已佔中國跨境支付貨幣之 50%

Cross-border settlement with China (Currency share)

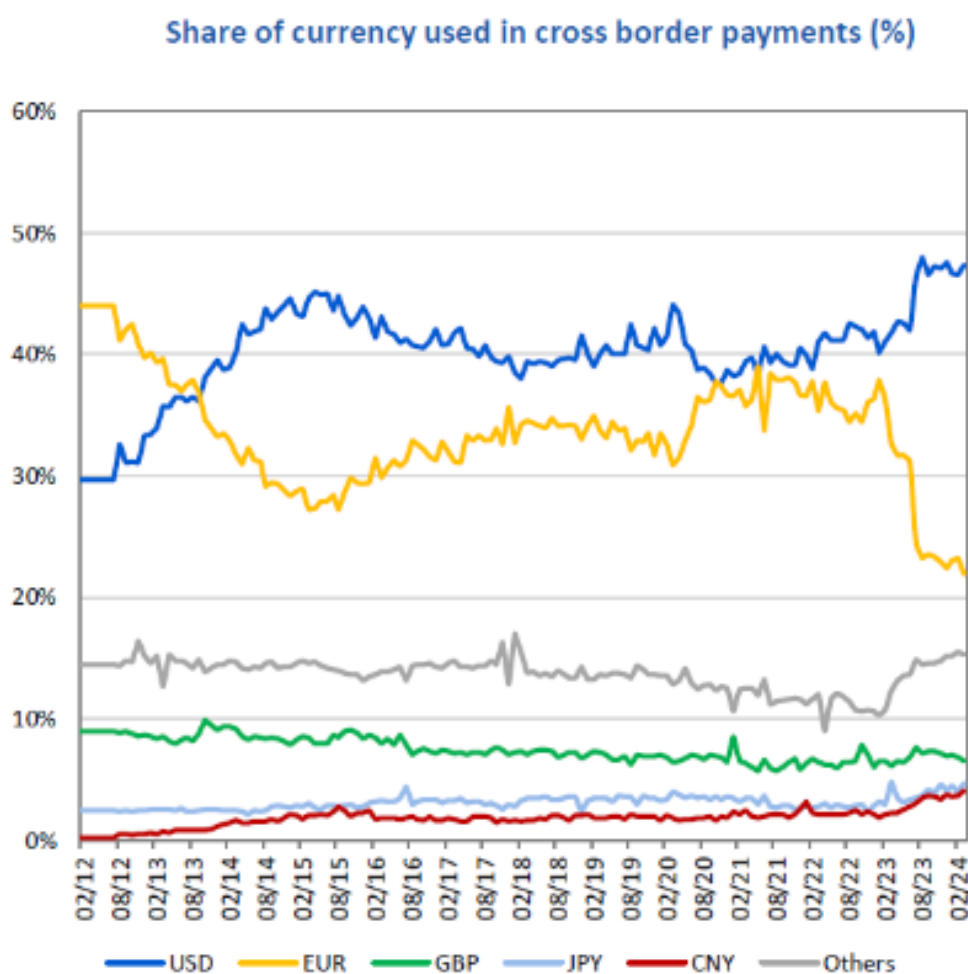


Source: PBOC, CEIC.
Last data point: march 2024.

即便如此，人民幣運用於中國跨境支付上，自 2010 年以來，成長依然相當驚人。如圖 3-9，2010 年中國跨境支付仍以美元為大宗，佔 80% 以上；但到了 2023 年人民幣佔比幾乎達 50%，超越了美元及歐元。

在 SWIFT 全球跨境支付系統上，人民幣的佔比依然很低，不到 5%，美元佔比則接近 50%，歐元佔比大於 20%。如圖 3-10。

圖 3-10 各主要幣別在 SWIFT 全球跨境支付系統佔比



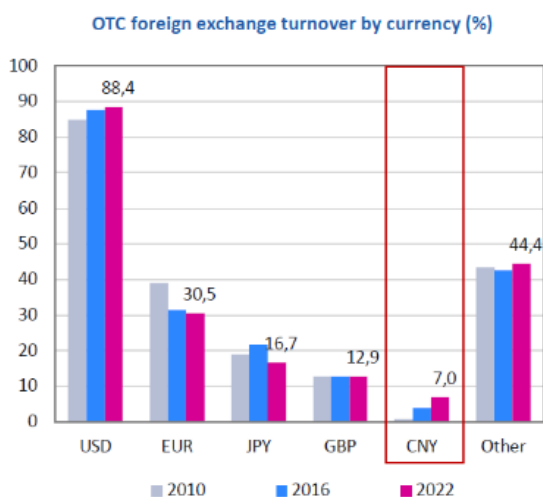
Source: Swift.
Last data point: march 2024.

18

外匯交易周轉率方面，2022 年與人民幣相關的外匯交易佔 7%，而 2010 年僅 0.9%(如圖 3-11)。另外，與其他主要貨幣相較，人民幣和美

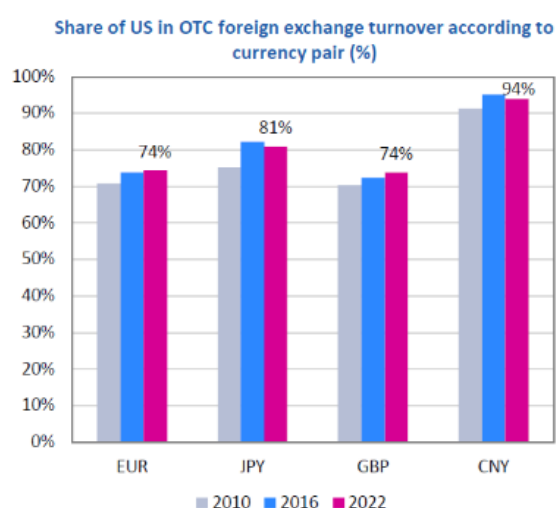
元之間的外匯交易佔比最高，即人民幣 94%的外匯交易幾乎都是兌換美元；日圓兌美元佔比亦達 81%；歐元及英鎊對美元的依存度則為 74%。如圖 3-12。

圖 3-11 主要幣別外匯周轉率



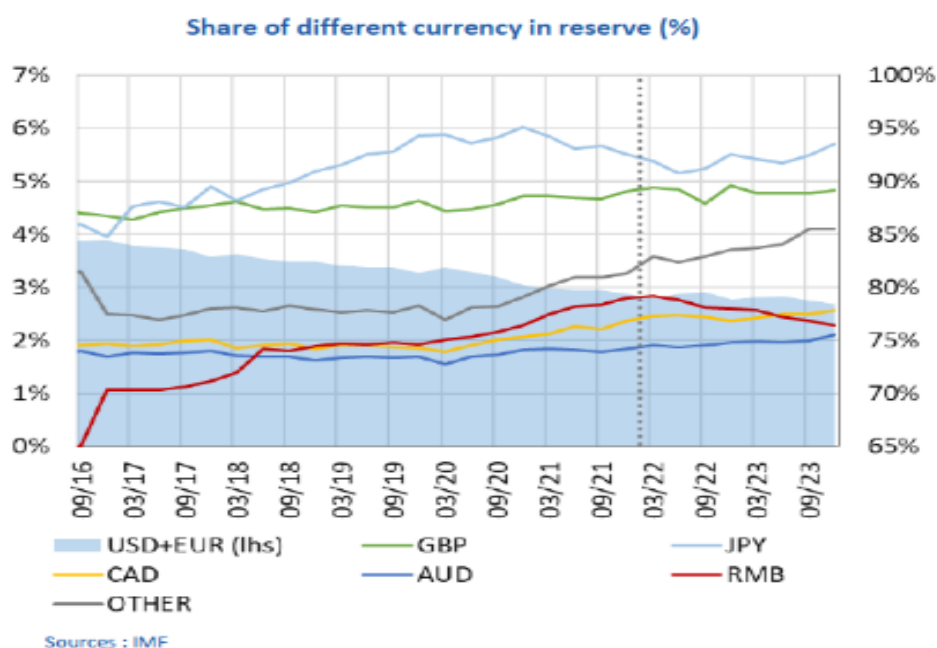
Source : BIS
Last observation: 2022.

圖 3-12 主要幣別對美元依存度



2016-2022 年人民幣在全球外匯存底的比重呈現上揚的走勢，但自 2022 年以後，開始反轉走低。如圖 3-13。

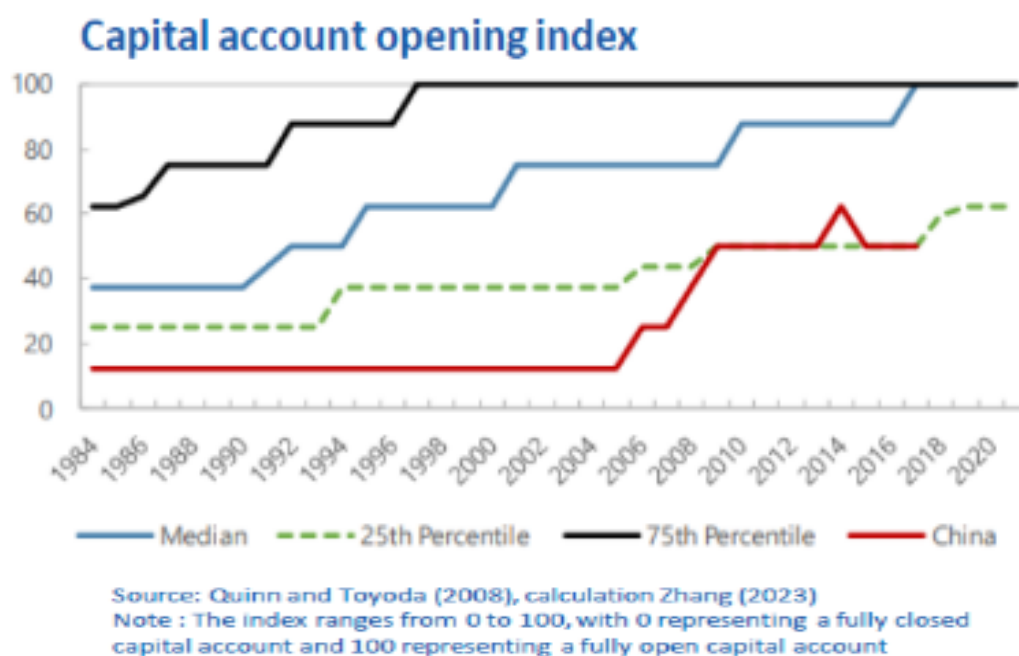
圖 3-13 人民幣在全球外匯存底佔比走勢圖



Sources : IMF

中國雖然極力開放和鬆邦金融市場之諸多限制，但仍因過於嚴厲的資本管控使得金融整合之路障礙重重。圖 3-14 為資本帳開放指數，即便在 2005-2010 年有較為大幅的改善，但基本上相較其他經濟體，中國對資本管控之開放程度仍遠低於中位數，僅勉強在 25% 的水準，顯示其資本管控仍過於嚴苛。也因此，以人民幣計價的安全性資產相較於以美元計價的安全性資產，依然相當有限。

圖 3-14 中國之資本帳開放指數仍遠低於中位數



中國雖然致力人民幣國際化的推動，但礙於中國嚴苛的資本管控及缺乏安全性資產的環境，人民幣在國際化之前景，仍有很大努力的空間。

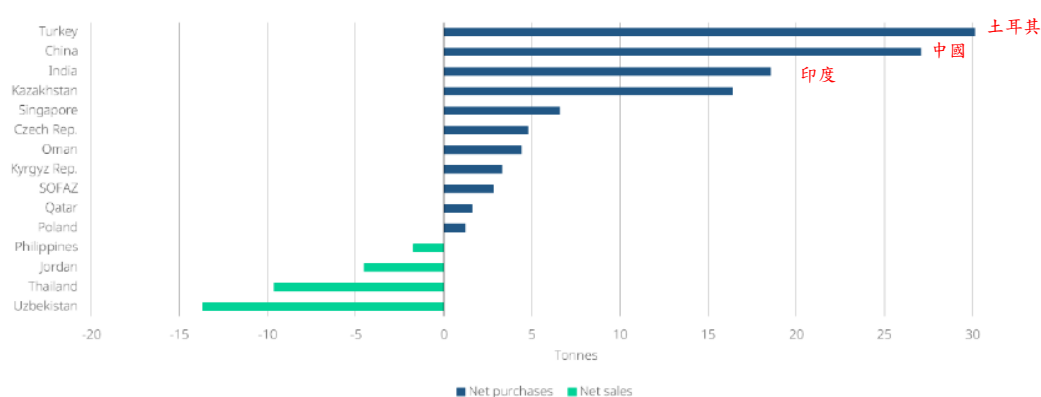
三、世界黃金協會調查

根據世界黃金協會(World Gold Council)於 2023 年的調查指出，全球 83% 的央行的外匯存底中包括了黃金準備，24% 的央行表示在 2024

年會持續增加黃金準備的數量，而其中最主要驅動力乃肇因於地緣政治的動盪、高通膨及高利率的經濟環境。而各國國內強勁的黃金需求，成為推升央行需求的主要元素。

圖 3-15 全球前三大黃金購買國家(2024 Q1)

Turkey, China and India led buying, outweighing sales during Q1



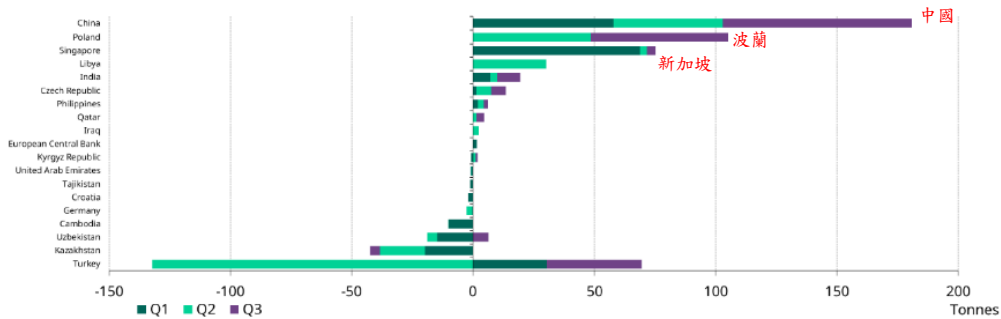
Note: Data as of 31 March 2024. For an explanation of central bank demand, please see the Notes and definitions download: <http://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-q1-2024/notes-and-definitions>

Source: IMF IFS, respective central banks, World Gold Council

2024 年第 1 季，全球前三大黃金買盤依序分別為土耳其、中國和印度(如圖 3-15)；而 2023 年黃金主要需求國家依序則為中國、波蘭及新加坡(如圖 3-16)。2022 年及 2023 年全球央行對黃金的需求連續兩年突破一千噸，分別創下歷史新高及次高紀錄(如圖 3-17)。而全球央行黃金準備累計存量近五年來已突破三萬噸，且持續上揚中，其中已開發國家央行的累計存量大致持平，增加的部分主要來自新興國家的央行。如圖 3-18。

圖 3-16 2023 年黃金主要需求國家

Reported purchases in 2023 dominated by China, Poland and Singapore

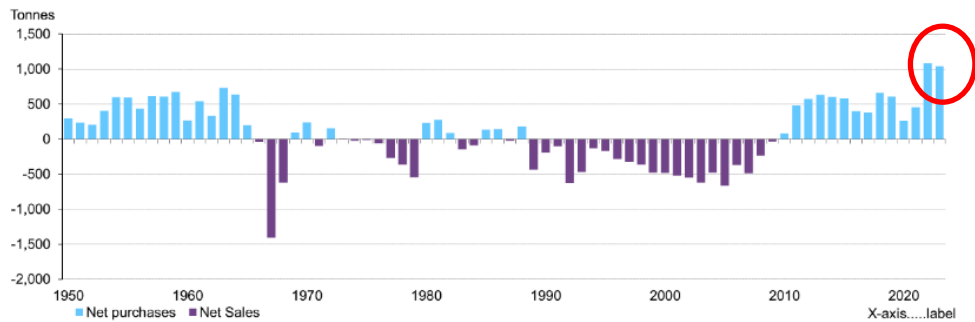


Note: Data as of 30 June 2023. For an explanation of jewellery consumption, please see the Notes and definitions download: <http://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-q3-2023/notes-and-definitions>

圖 3-17 全球央行對黃金的需求

Central bank buying in 2023 - second highest year on record

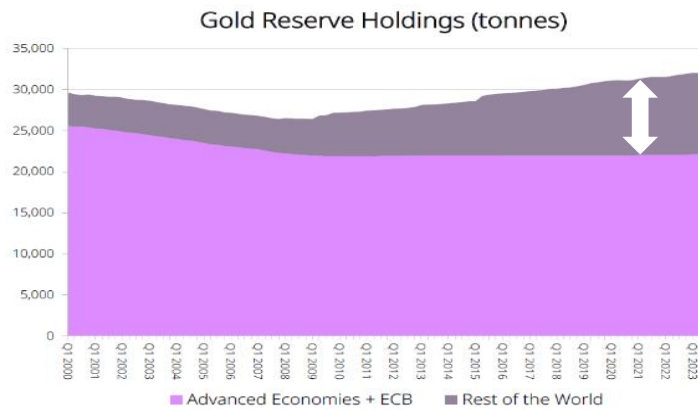
Net central bank demand, tonnes



Note: Data as of 31 December 2023. For an explanation of central bank demand, please see the Notes and definitions download: <http://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-q3-2023/notes-and-definitions>

Source: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council
See [Gold Demand Trends Full Year 2022](#) for more details.

圖 3-18 全球央行黃金存量增加主要來自新興市場

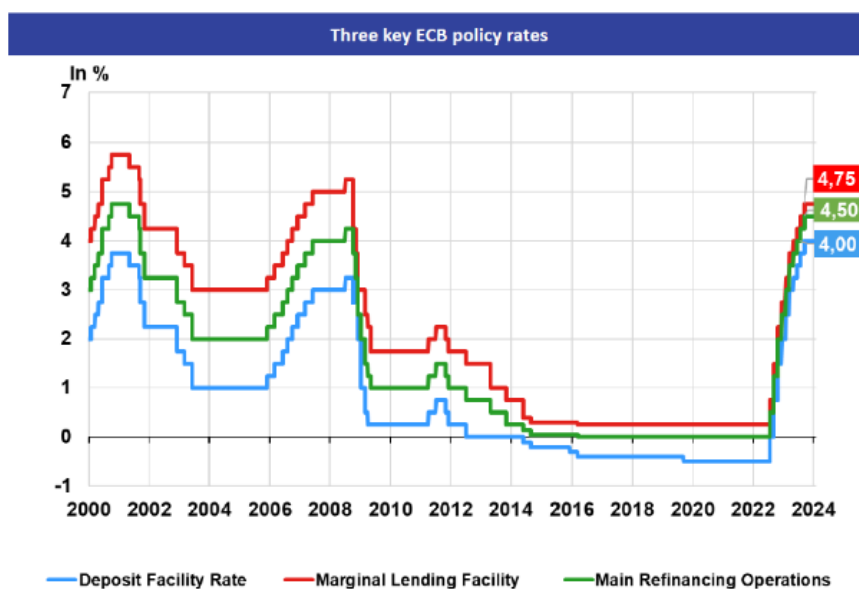


肆、貨幣政策與市場趨勢

一、ECB 政策利率指標

ECB 三個主要的政策利率指標：存款機制利率(Deposit Facility Rate)、邊際放款機制(Marginal Lending Facility)、主要再融資利率(Main Refinancing Operations)。存款機制利率即隔夜拆款利率，金融機構可將多餘的流動性資金以隔夜的方式存放於 ECB，以獲得存款機制利率利息；邊際放款機制和存款機制利率相反，為 ECB 協助金融機構解決其隔夜流動性需求之放款利率；主要再融資利率為 ECB 每週固定調節日常流動性的公開市場操作工具，金融機構以合格的擔保品向 ECB 借入長達一週的資金，一週後 ECB 再以逆回購的方式將擔保品賣回予金融機構。

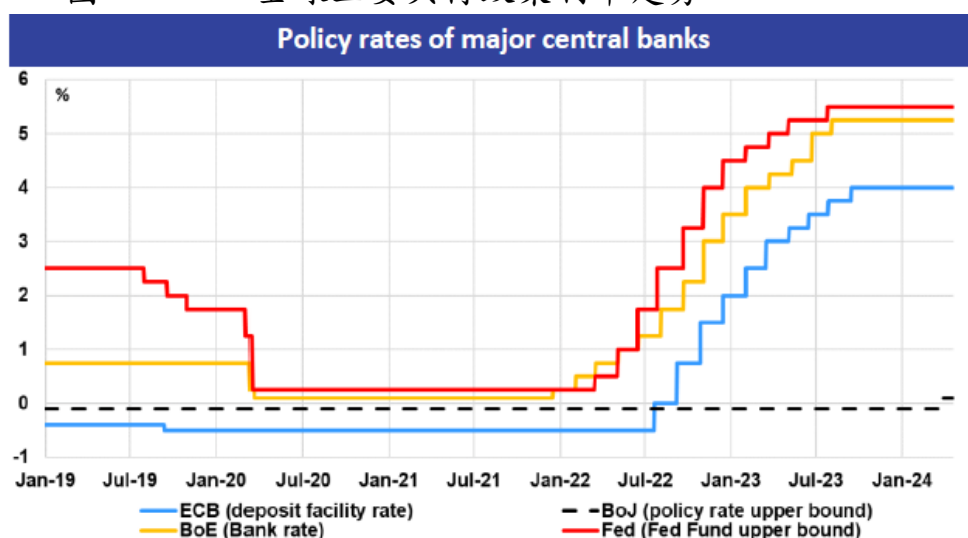
圖 4-1 歐洲央行三項主要政策利率指標



二、全球主要央行貨幣政策走勢

ECB 上述三項政策利率於 2022 年開始上揚，到 2024 年分別達到 4.00%、4.75%及 4.50% (如圖 4-1)。這和美國聯準會(Fed)、英格蘭央行(BoE)政策利率的走勢相當一致，並且在 2024 年呈現持平的態勢。Fed 自 2022 年初以來至今已經升息 525 個基點，ECB 從 2022 年下半年開始升息，至今已達 450 個基點，而日本央行(BoJ)終於在 2024 年 3 月調升政策利率，揮別負利率時代。然而，在一片漲升中，瑞士央行(SNB)則是 G10 中率先降息的央行，這是否意味全球升息的走勢已正式吹起了熄燈號呢？值得持續關注。如圖 4-2。

圖 4-2 全球主要央行政策利率走勢

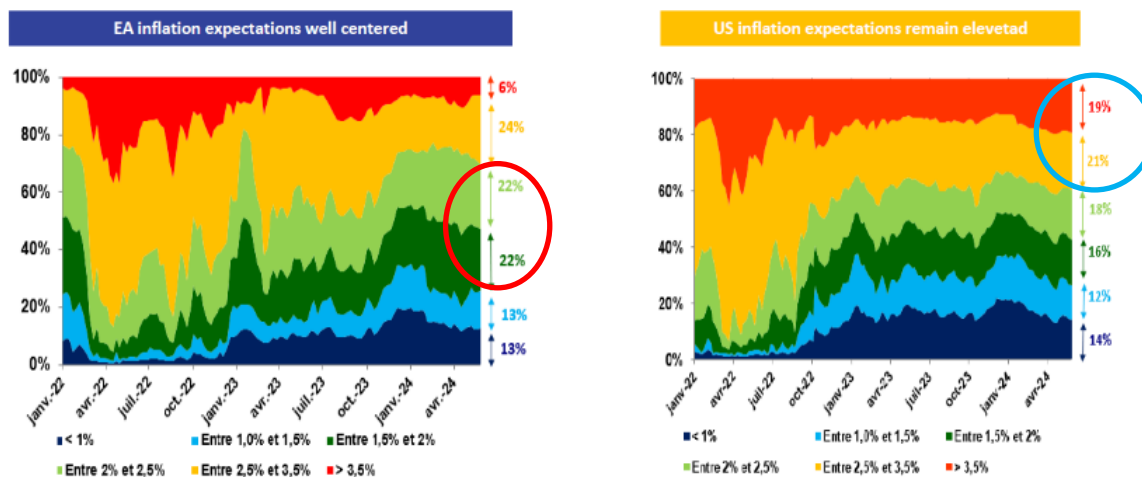


三、ECB 的貨幣政策：何時降息？

ECB 是否降息取決於通膨能否回到 2% 的中期目標。市場預期歐元區未來的通膨小於 1.0% 佔 13%、1.0%~1.5% 佔 13%、1.5%~2% 佔 22%、2%~2.5% 佔 22%、2.5%~3.5% 佔 24%、大於 3.5% 佔 6%；市場預期美國未來的通膨小於 1.0% 佔 14%、1.0%~1.5% 佔 12%、1.5%~2% 佔 16%、2%~2.5% 佔 18%、2.5%~3.5% 佔 21%、大於 3.5% 佔 19%，我們可以發

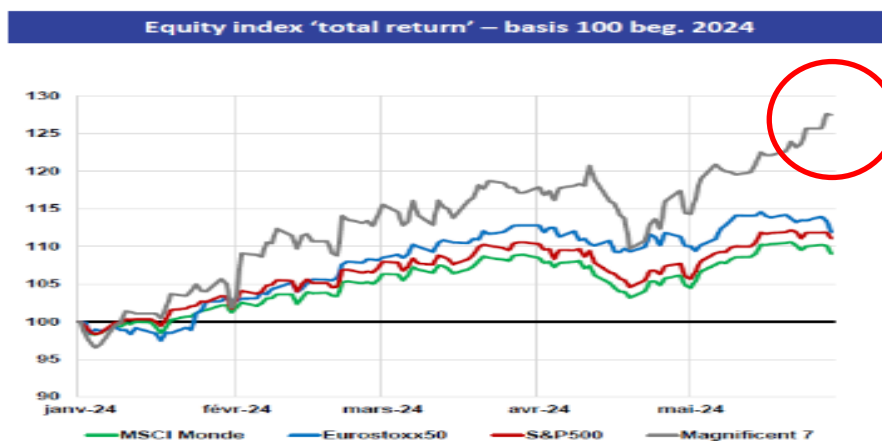
現，市場預期歐元區通膨將趨緩，美國通膨的熱度仍持續揚升。如圖 4-3。

圖 4-3 歐元區與美國通膨之市場預估



法央表示：ECB 政策利率於 2023 年 10 月起便開始持平，預估 2024 年 6 月以前降息一碼的可能性達 95%，年底前可望降息 69 個基點(basis points, bps)。而 Fed 政策利率於 2023 年 9 月便開始持平，預估 2024 年 11 月以前可望降息一碼，年底前則降息 42bps。因此，歐元短期利率主要仍受到通膨的影響。在降息的預期之下，市場資金充裕，風險性資產的報酬表現可期（如圖 4-4）。

圖 4-4 若預期未來降息：風險性資產表現值得期待



匯率方面，EUR/USD 仍走強，與 ECB 貨幣政策預估的效果背離，德國與美國兩年期公債收益率利差並未反應在匯率的走勢(如圖 4-5)。2024 年 4 月，歐元區的購債規模總額降為 45,730 億歐元，購債規模已由 2022 年至 2023 年的高點逐漸縮減(如圖 4-6)。

圖 4-5 歐元兌美元走勢 v.s. 美國與德國 2 年期公債利差

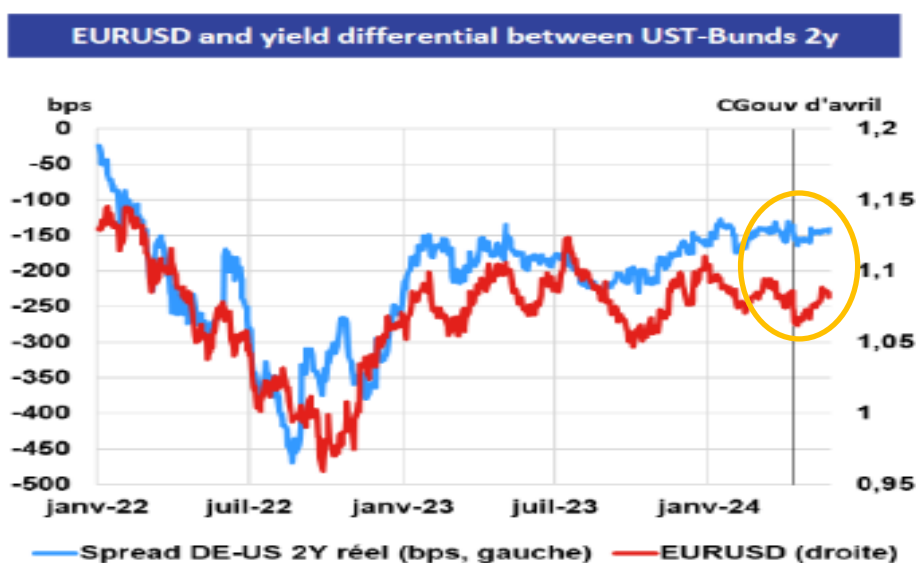
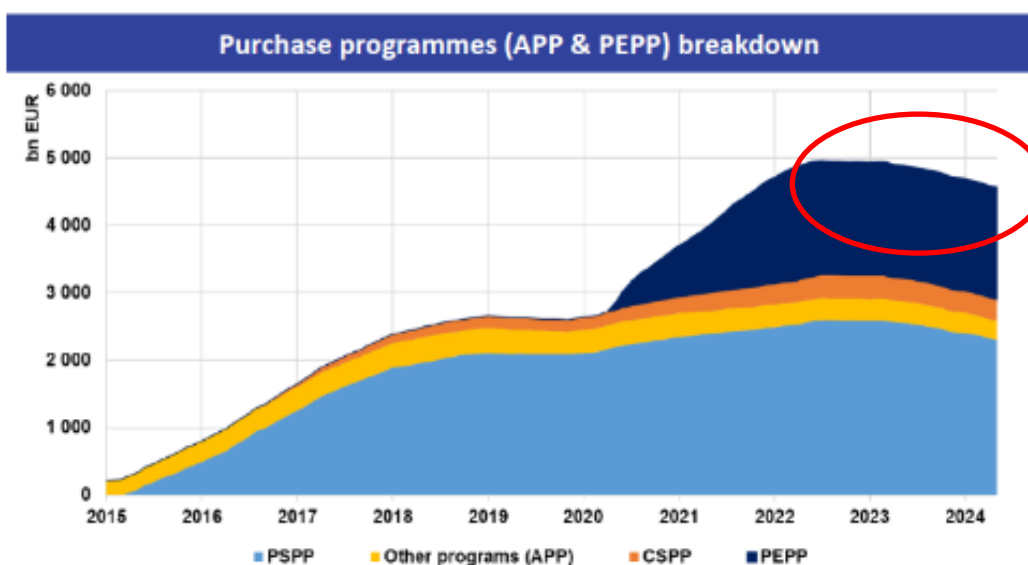


圖 4-6 ECB 購債規模逐漸縮減



伍、與會央行問卷調查之分析

法央在研討會前一週進行問卷調查，並於研討會首日將問卷調查結果公布，供學員參考。問卷分為四大部分：1. 策略性資產配置、2. 投資領域、3. 永續投資、4. 黃金準備。參與問卷調查的央行其區域分布比率分別為：非洲(29%)、歐洲(25%)、亞洲(21%)、中東(13%)、美洲(12%)，如圖 5-1。

圖 5-1 參與調查央行之區域分布

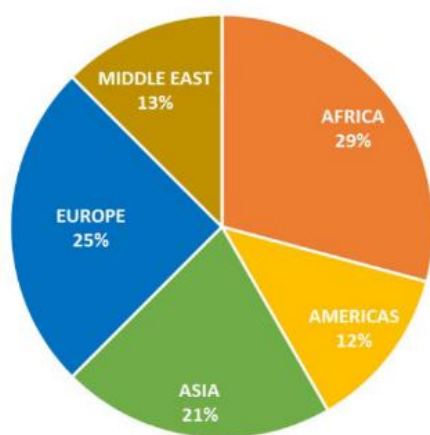


圖 5-2 當前央行面臨之主要挑戰



一、策略性資產配置

對於當前央行所面臨最大的挑戰為何？有 21%認為是地緣政治風險、其餘依序為通貨膨脹(19%)、利率環境(14%)、創新(14%)、金融穩定(12%)、景氣衰退(10%)、ESG(10%)。如圖 5-2。

大部份央行資產投資的前三大考量因素依序為：安全性、流動性、獲利性，基本上與央行的任務及功能相符。如圖 5-3。

圖 5-3 央行外匯資產投資考量因素

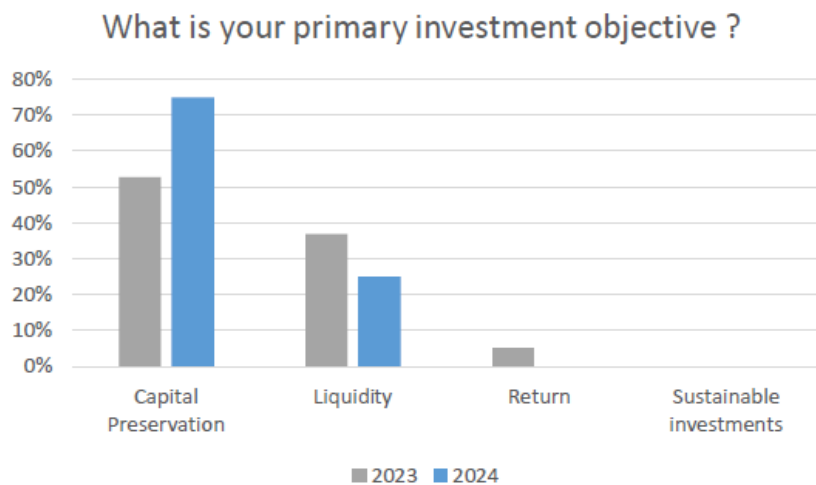
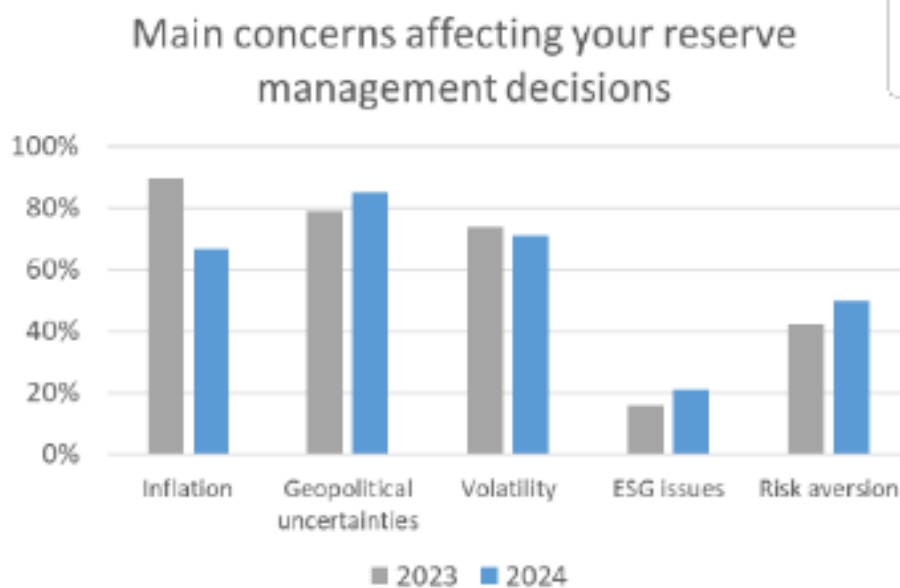
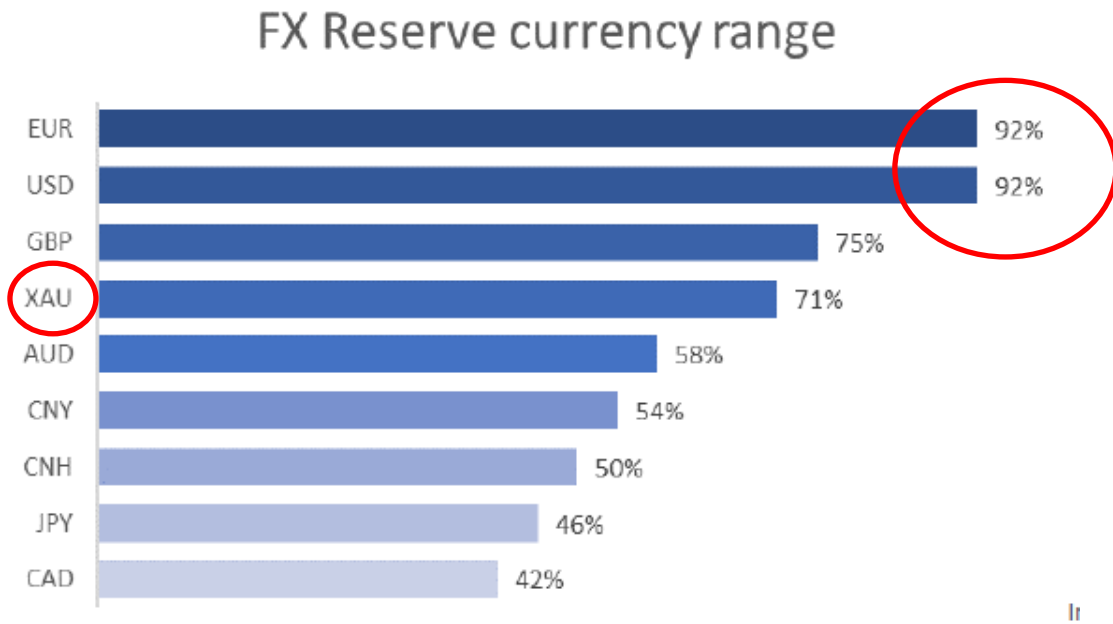


圖 5-4 影響外匯存底管理之主要因素



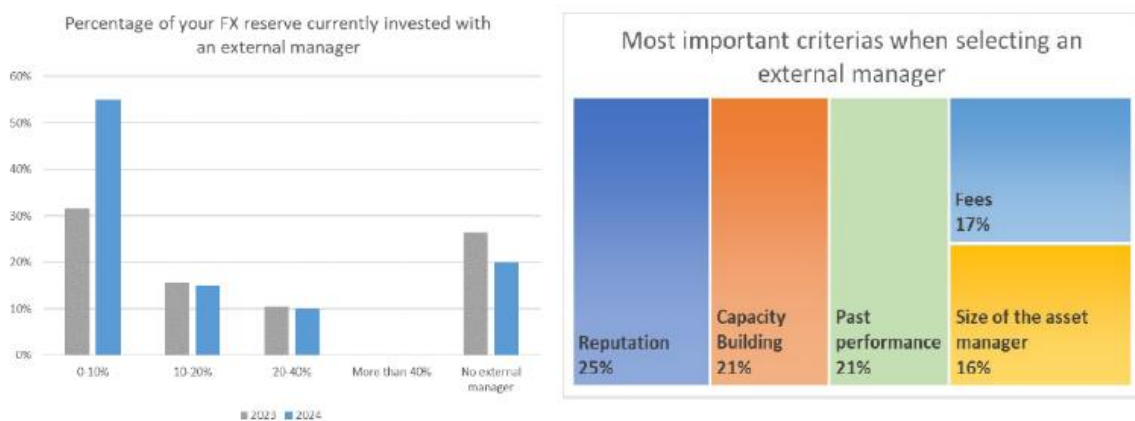
影響外匯存底管理決策之主要因素，前三名分別為通膨、地緣政治不確定性、市場波動。如圖 5-4。此外，半數以上的學員認為 2025 年其外匯存底可望維持穩定，認為會增加的居次，認為會減少的最末。在外匯存底幣別持有的比重方面，美元和歐元仍是多數國家最主要的外幣資產，黃金則排名第四位。如圖 5-5。

圖 5-5 外匯存底主要持有資產



多數國家外匯存底主要還是自行操盤為主，委外比重在 0~10% 以內佔 50% 以上、10~20% 佔 15%、20~40% 佔 10%、亦有將近 20% 的央行其外匯資產均為自行操盤；委外操作時最主要的考慮因素依序為信譽、能力、過往績效、管理費用。如圖 5-6。

圖 5-6 央行外匯存底委外比重及主要考慮因素

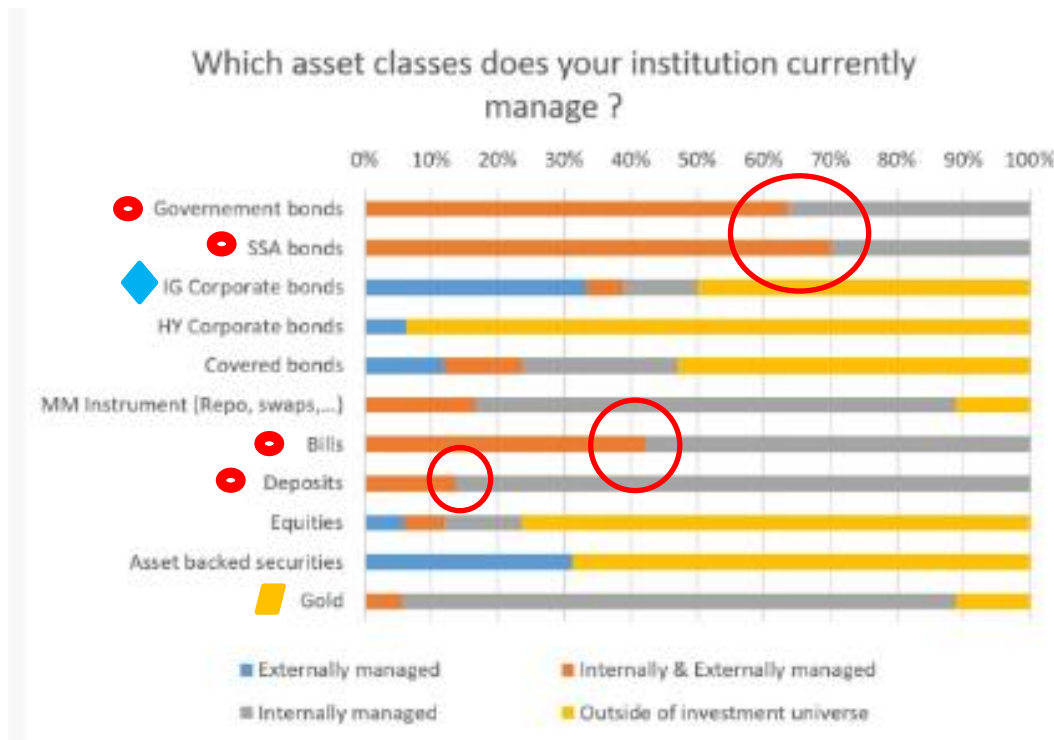


二、投資領域

大多數央行的投資領域集中在風險較低之國債、國際組織、政府

擔保之債券，而較具風險性及複雜性的商品(如公司債、擔保債券、股票、資產抵押證券等)則以委外操作為主。如圖 5-7。

圖 5-7 央行主要投資領域自行操作和委外操作佔比



以政府公債(Government bonds)為例，自行操作及委外操作並行的央行超過 60%，其餘則均以自行操作為主；SSA 債券(Sovereigns, Supranationals and Agencies)方面，自行操作及委外操作並行的央行將近 70%，其餘則以自行操作為主；短期國庫券(Bills)方面，自行操作佔比超過 55%，內部及委外操作並行將近 45%；存款(Deposits)方面，自行操作佔比高達 85%，其餘為內部及委外操作並行。由此可見，風險較低、結構較單純的資產，央行自行投資的比重愈高。

另外，投資等級的公司債(IG Corporate bonds)，超過 30%的央行以委外操作為主，約 10%的央行自行操作，約 5%的央行自行操作及委外操作並行，值得注意的是將近 50%的央行並未將投資等級公司債納入

外匯存底的投資標的。此外，像是高收益公司債(HY Corporate bonds)、擔保債券(Covered bonds)、股票(Equities)、資產抵押證券(Asset backed securities)等，均有超過 50%以上的央行尚未將其納入其外匯存底投資標的。足見大多數的央行對於高風險性資產之投資，仍相當審慎為之。

黃金方面，有高達 80%的央行以自行操作管理為主，委外及內部管理並行的央行佔不到 5%，另外將近 15%的央行並未將黃金納入外匯存底投資資產。

圖 5-8 各國央行最低信用等級投資門檻

Minimum credit rating threshold for investments



對於投資標的之最低信用評等要求，大多數央行為 A 等級 (A-/A/A+)佔 56%，其次為 BBB 等級(BBB-/BBB/BBB+)佔 22%，AA 等級(AA-/AA/AA+)則佔 17%。如圖 5-8。

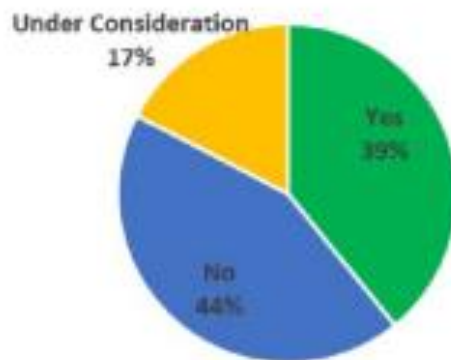
三、永續投資

各國央行對於 ESG 的標準納入投資決策的考量越來越具體化，惟

只有 39%的國家將 ESG 投資相關規定列入資產配置，17%仍在規劃考慮中，而 44%至今尚未啟動。如圖 5-9。

圖 5-9 ESG 納入投資準則之央行

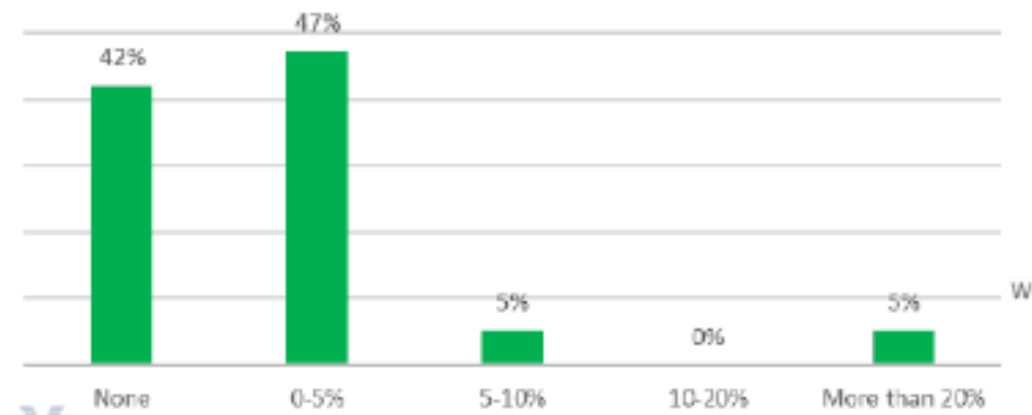
Are ESG criterias included in your Strategic Assets Allocation ?



ESG 永續投資在各國央行外匯存底的佔比方面，0%-5%佔 47%，5%-10%佔 5%。如圖 5-10。

圖 5-10 永續投資在各國央行外匯存底的佔比

What share of your reserves is allocated to green-related assets ?



多數國家在考慮是否將 ESG 的標準納入投資決策的主要動機依序為對環境的社會責任、信譽、領先模範、風險報酬、國際社會壓力、法律的要求等。如圖 5-11。而 ESG 的投資主要以長期資金投資居多，流動性的短期資金居次。如圖 5-12。

圖 5-11 將永續投資納入決策的主要動機

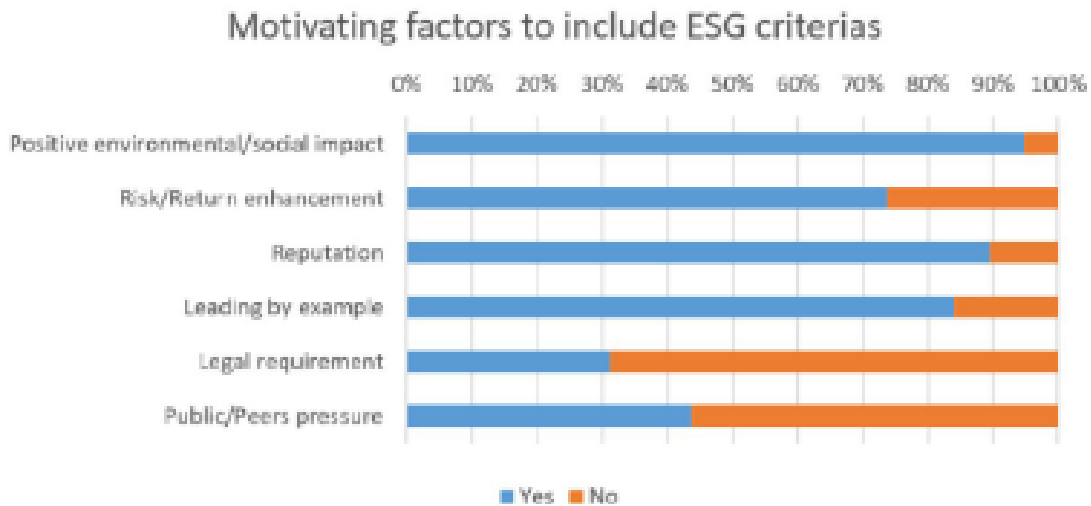
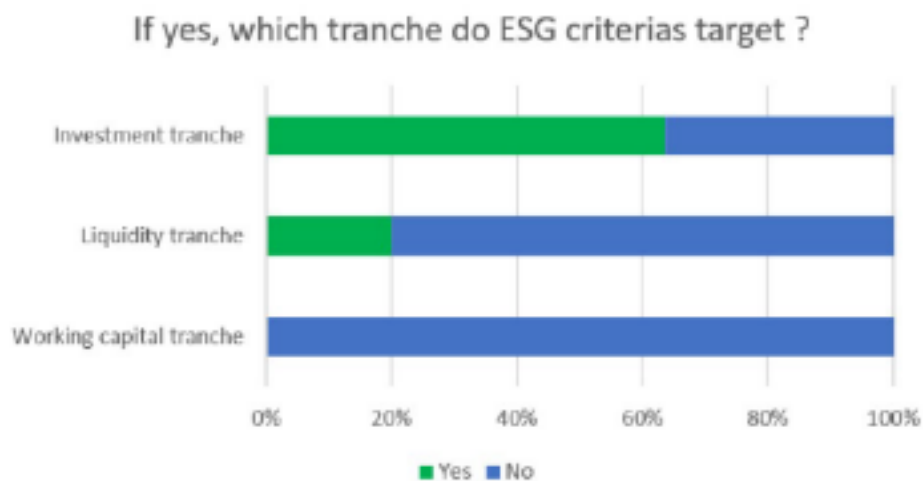


圖 5-12 永續投資的資金以長期資金為主



62%與會代表認為若目前尚未納入 ESG 標準，未來三年內應該有機會可以達成，而 75%與會代表認為應將 ESG 標準引進央行的長期投

資組合，大約 33%與會代表則認為應該將 ESG 標準引進貨幣市場的短期投資組合。由此可見，ESG 近年來在各方極積的倡議下，似乎已漸漸得到共識。

永續投資的投資標的方面，目前各國央行仍以政府債券及固定收益資產為主要的投資標的，投資的準則及特性仍與央行一貫的安全性、流動性、獲利性三大投資理念相符。如圖 5-13。

圖 5-13 央行永續投資主要投資於固定收益商品

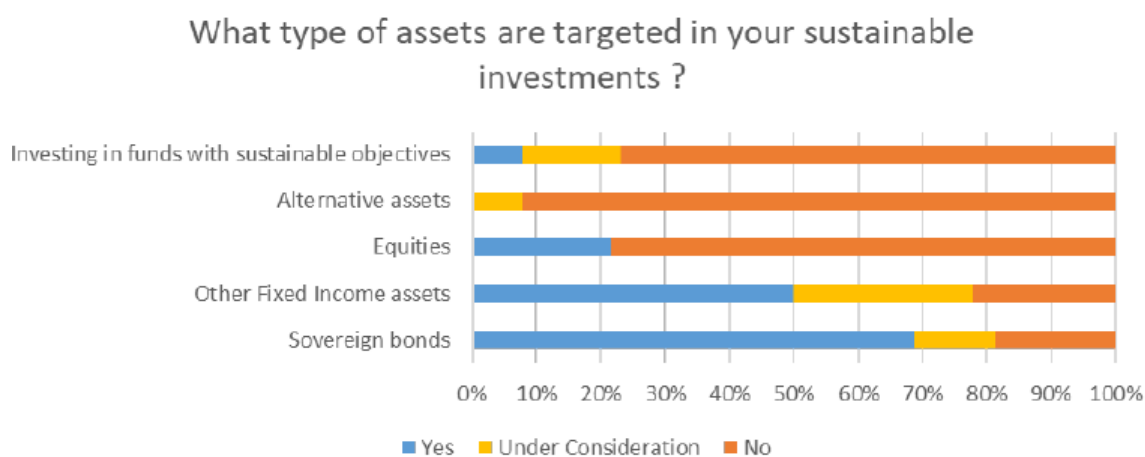
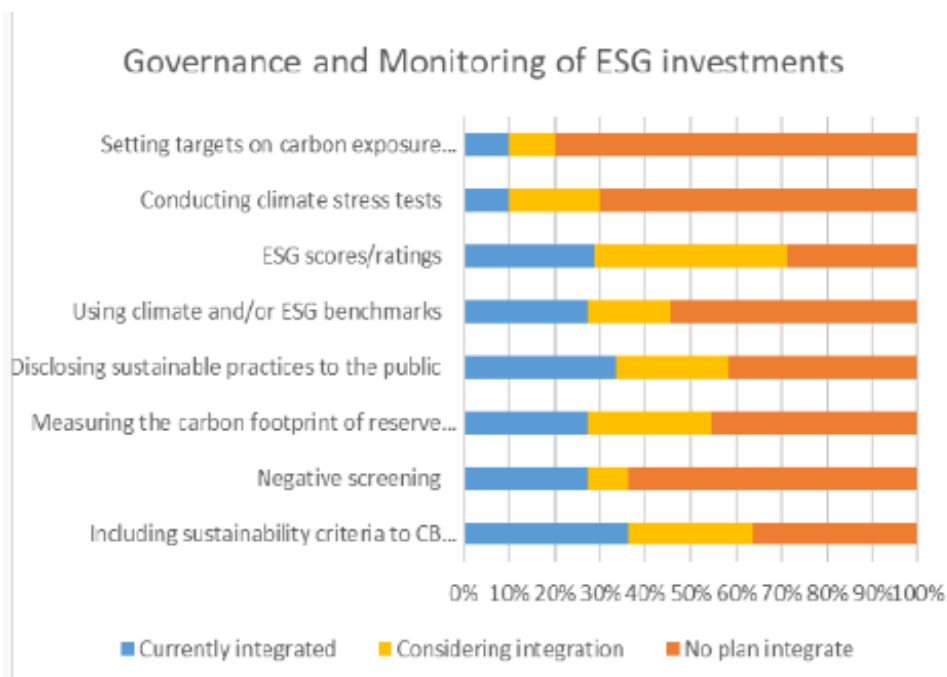


圖 5-14 各國央行永續投資的管控機制現況分析

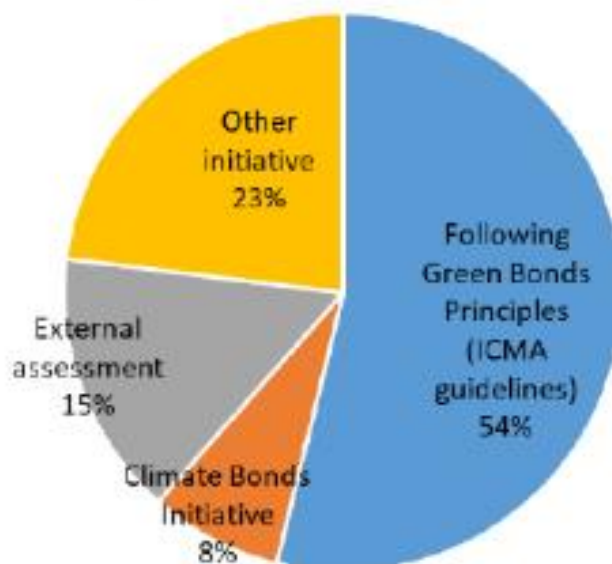


此外，在永續投資的管控上，各國央行也分別針對相關的績效指標去追蹤、管理，例如：將永續基準納入央行的投資準則、設定碳排放目標、執行氣候壓力測試、建構 ESG 評等機制、建立氣候/ESG 基準條件、揭露永續作為、衡量外匯存底的碳足跡、負面篩選等。因此，在這些較新的永續議題，大多數央行尚處於摸索階段，未來仍有相當大努力的空間。如圖 5-14。

在提及如何避免永續投資淪為「漂綠」(green washing)的表面做為，大多數與會代表認為應該遵循國際資本市場協會(The International Capital Market Association, 簡稱 ICMA)所制訂之「綠色債券準則」(Green Bond Principles)，另外，其他相關倡議或外部評價機制亦是可以参考的評估工具。如圖 5-15。

圖 5-15 如何避免永續投資淪為政策「漂綠」

How do you address concerns on greenwashing?



四、黃金準備

黃金佔外匯存底比重在 0~5%的國家約佔 60% (如圖 5-16)，而有 26%的國家活躍在黃金投資的領域 (如圖 5-17)。而持有黃金的動機主要是世代的傳承、安全避險、資產多樣化等因素(如圖 5-18)。

圖 5-16 各國央行持有黃金佔外匯存底比重

What percentage of your reserve is held in gold ?

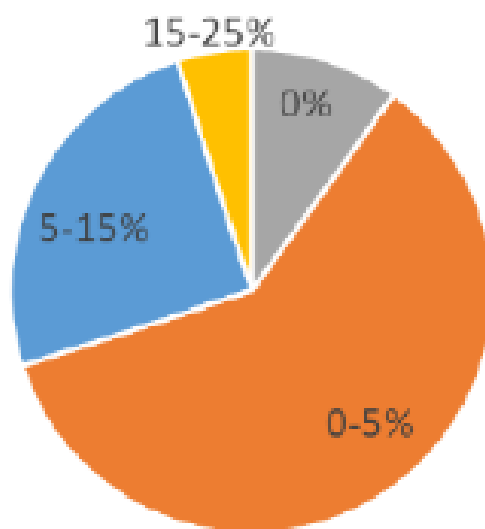


圖 5-17 各國央行對黃金操作之態度

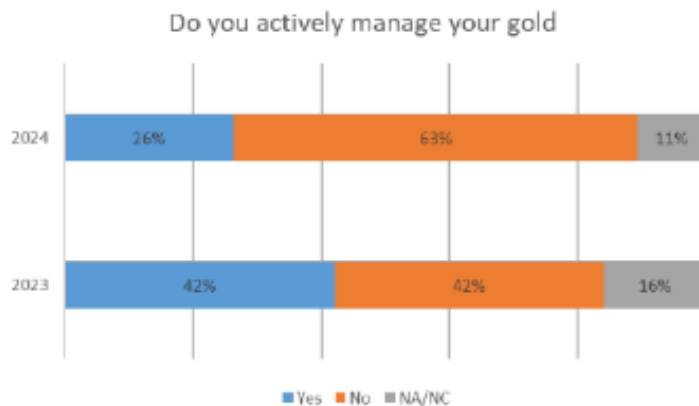
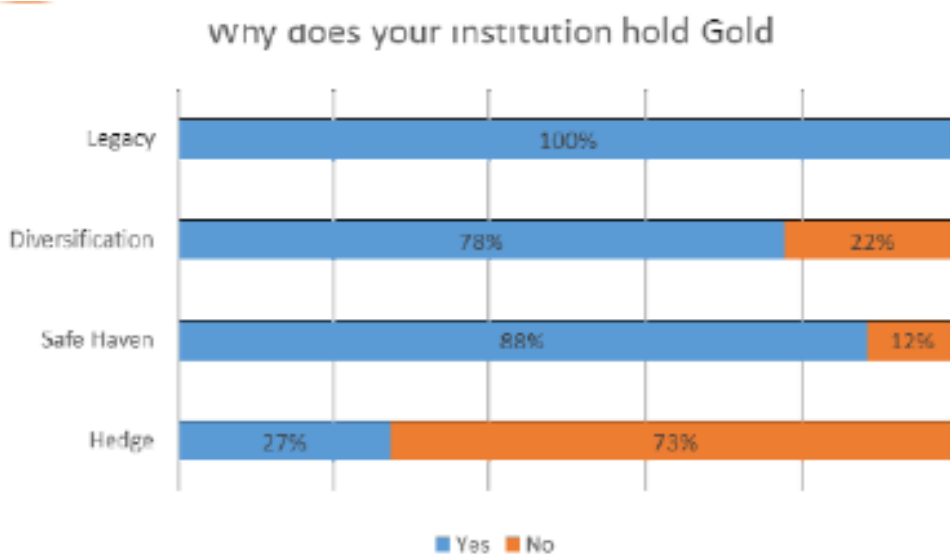
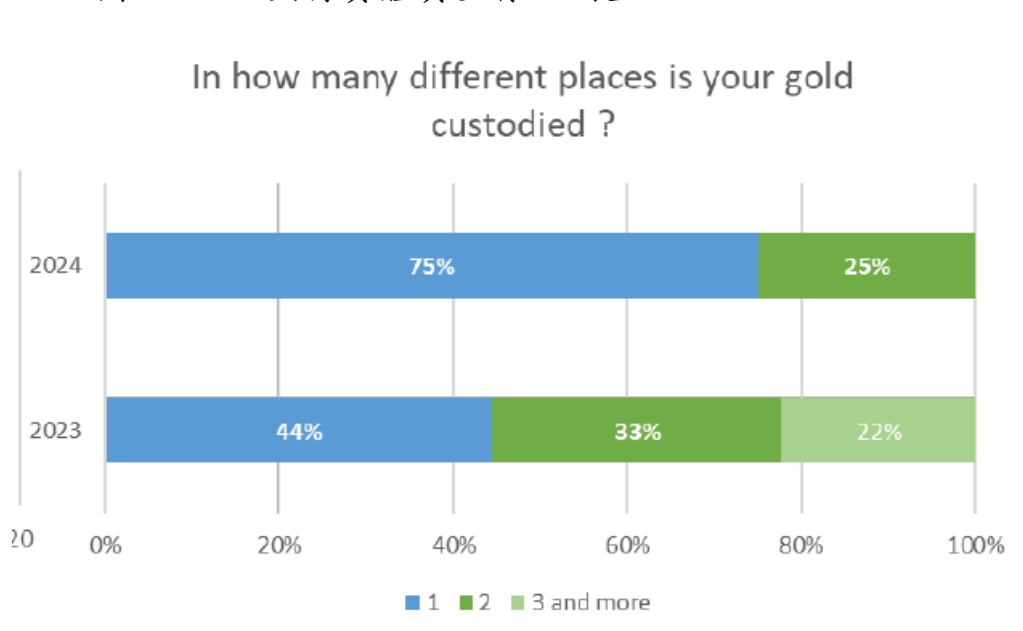


圖 5-18 央行持有黃金的主要原因



大部份與會央行實體黃金的存放均在同一個地點，約佔 75%；分佔兩個地點存放者，佔 25%。主要或基於持有成本及安全性的考量。如圖 5-19。

圖 5-19 央行實體黃金存放調查



陸、結論與建議

一、結論

外匯存底管理三大準則：安全性、流動性、獲利性，是全球中央銀行管理外匯存底的共同理念價值。特別是外匯存底龐大的中央銀行，更須稟持上述三項重要原則，建立嚴格穩健的風險控管機制並確實執行，以維護國家的利益。

近年來地緣政治風險節節高升，如烏克蘭戰爭、中國戰機擾台及南海擴張、北韓核試、以巴衝突，導致雙方陣營劍拔弩張，相互制裁、凍結資產、認知作戰、影響大選等。尤其中央銀行外匯存底大部分以海外資產形式持有，更容易因為國與國之間的衝突而遭到報復性凍結或金融制裁。因此，人民幣趁勢崛起，企圖在以美元為主的全球金融架構中掌握更多的主導權。此外，地緣政治風險提升也促使中國、俄羅斯等國對黃金的強烈需求，希望持有更多的安全性外匯資產，擺脫過度仰賴美元的情況。

2024 年瑞士央行開啓 G10 降息的第一槍後，預估主要央行貨幣政策，在各國通膨趨緩並陸續達標後，可望朝向寬鬆的方向移動。預估歐元區通膨應較早放緩之前提下，法央認為 ECB 在 2024 年底可望降息 69bps；預估 Fed 年底前降息 42bps。惟 BoJ 於 2024 年初調升政策利率，揮別負利率時代，未來走勢仍待進一步關注。

永續金融、綠色債券、環境保護、氣候變遷也是近來各國央行開始關注及倡議的議題。本行亦配合行政院國家永續發展委員會落實推動台灣永續發展工作，將綠色債券納入外匯存底管理運用，期能對全球永續的倡議及發展，善盡相關的社會責任及義務。

二、建議

針對本次的研討會及參訪，相關的心得建議如下：

1. 成立內部專責訓練機構：似可仿倣法國央行成立類似 IBFI 之專責訓練機構，對內可以承辦行內人員的專業訓練課程，對外可以主動爭取或與相關國際組織合作舉辦國際研討會。如此，可藉以提昇本行專業人才的論述能力、累積承辦大型國際會議經驗、與國外機構建立長期合作關係，進而提昇本行的形象。
2. 規劃成立實體央行博物館：似可以本行虛擬券幣博物館為基礎，思考擴大設立實體博物館，增加與社會大眾的互動面向；並可網羅本行退休人員成立志工導覽團隊，提供高齡化社會的互動互助平台，做為相關金融知識傳播的管道，創造雙贏。
3. 持續深化永續綠色金融意識：目前本行已將投資綠色債券納入外匯投資管理與運用，並設定平均每年 5% 成長之目標(自 2020 年至 2030 年)；此外，風控部門已開始關注往來聯行執行永續之成效，做為雙方往來及投資額度之參考。未來除了制度化及細緻化上述前台及中台相關機制外，後台的「氣候相關財務揭露」(Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD) 亦應積極建立中、長期目標及推動進程，展現央行善盡社會責任的態度。

參考資料

1. Valentin Burbán and Karine Ishii, *FX Reserve Management Recent Developments*, BDF, 2024.
2. Jennifer Johnson Calari, Arnab Das, and Franco Passacantando, *The “Weaponization” of Money: Risks of Global Financial Fragmentation*, April 10, 2024.
3. Kurtulus Taskale Diamondopoulos, *Gold Reserves: Central Bank Buying Trends*, World Gold Council, 2024.
4. Kurtulus Taskale Diamondopoulos, *International Reserves after the Russia Sanctions: A Role for Gold?* World Gold Council, 2024.
5. Caroline Genre, *Reserve Management Seminar Central Banks Survey*, BDF, 2024.
6. Julien Idier, *Monetary Policy and Market Trend*, BDF, 2024.
7. Victor Graff and Lucas Vernet, *Performance Attribution and Risks Measures*, BDF, 2024.
8. The World Bank, *Reserve Management Survey Report 2023*, BDF, 2024.
9. Asset Management Division, *Greening FX Reserves at BDF*, BDF, 2024.