

出國報告（出國類別：其他）

參加法國央行舉辦之「Reserve
Management Conference」

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳和謙 四等專員

派赴國家/地區：新加坡

出國期間：113年11月6日至9日

報告日期：114年1月22日

目錄

壹、前言.....	1
貳、報告內容.....	2
一、全球外匯存底近期發展.....	2
二、世界銀行 RAMP 外匯存底管理調查報告.....	4
三、全球央行黃金需求及趨勢.....	6
四、亞太地區經濟發展近況與展望.....	9
參、心得與建議.....	13
肆、參考資料.....	14

壹、前言

職奉派於 2024 年 11 月 6 日至 11 月 9 日參加法國央行(Banque De France)於新加坡舉辦之「外匯存底管理研討會：新的挑戰與機會(Reserve Management Conference : New Challenges and Opportunities)」，主講者包括法國央行第一副總裁 Denis Beau、國際投資人部門主管 Angélique Gastaud、法國央行駐新加坡代表辦事處首席代表 Stéphane Latouche、資深經濟學家 Camille Macaire 與資深投資組合經理 Thomas Dieu、世界黃金協會主管 Qinghan Chen、世界銀行資產管理與顧問部門主管 Stéphane Piot、IMF 駐新加坡代表 Purva Khera、IMF 全球市場分析部門資深金融專家 Benjamin Mosk 及新加坡交易所主管 Laurent Poirot 等。其他出席人員來自瑞士、澳洲、紐西蘭、韓國、泰國、菲律賓、孟加拉、尼泊爾、斯里蘭卡等國央行、亞洲開發銀行(ADB)、日本財務省(MoF)、香港金融管理局(HKMA)及新加坡政府投資公司(GIC)等。

會議主題涵蓋全球外匯存底近期發展、世界銀行 Reserve Advisory & Management Partnership (以下簡稱 RAMP)外匯存底管理調查報告、全球央行黃金需求及趨勢、亞太地區經濟發展近況與展望等議題；主講者開放與會者即時溝通提問，並於會議自由活動時間與出席人員進行多方討論，以激發多種不同觀點。

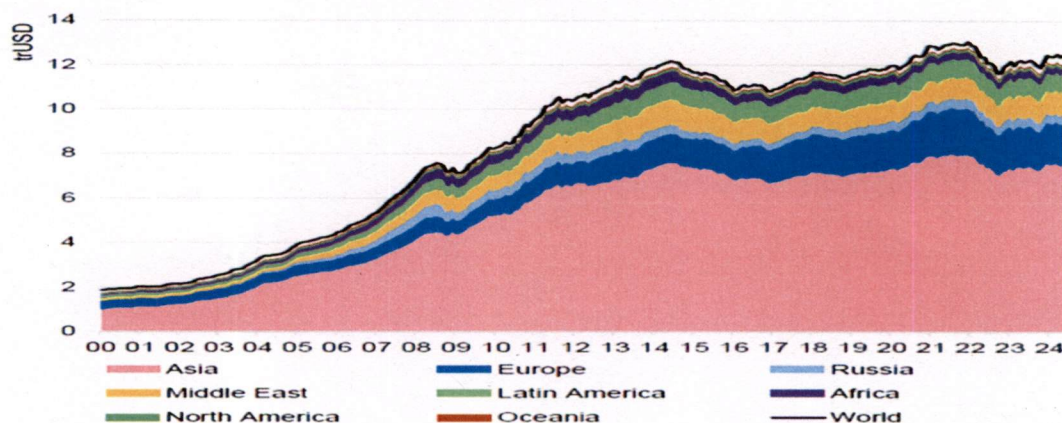
貳、報告內容

一、 全球外匯存底近期發展

(一) 全球外匯存底規模大致維持上升趨勢

1. 自 2000 年以來，全球外匯存底規模呈上升趨勢，且主要由亞洲國家持有(圖 1)，其中，中國外匯存底規模明顯高於其他國家。根據 IMF 統計，截至 2024 年 11 月中國外匯存底規模逾 3.2 兆美元，日本外匯存底規模排名第二，略高於 1 兆美元，其後依序為瑞士及印度等。

圖 1 各地區外匯存底規模



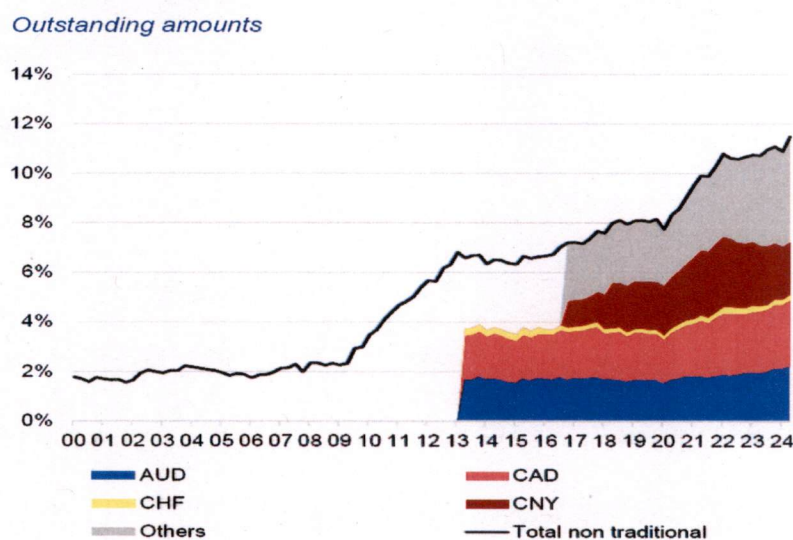
資料來源：BdF

2. 2022 年以來許多亞洲國家外匯存底規模下降，反映美國聯準會積極升息下，亞洲國家與美國間利差擴大，許多亞洲國家因此面臨匯率波動及資本流出風險，並使部分亞洲國家央行需干預匯市。此外，美國聯準會維持較高政策利率較長時間 (higher for longer) 之貨幣政策立場對亞洲新興市場國家的資本流動與匯率穩定構成挑戰，進一步影響其外匯存底管理策略。
3. 全球外匯存底規模於 2022 年出現短暫下降趨勢，其後於 2024 年逐步回升，部分反映疫情後全球經濟穩定復甦，尤其是亞洲國家在國際貿易方面持續成長。另一方面，由於國際政經情勢變化快速、地緣政治風險增加，亞洲新興市場國家為抵禦外部經濟衝擊，可能提高外匯存底需求。

(二) 全球外匯存底幣別組成

1. 基於美國經濟強勁、美國聯準會緊縮貨幣政策及地緣政治風險增加等因素帶動美元走強，美元處於國際貿易及支付體系領導地位之議題重回外界討論焦點。然未來國際經濟發展及全球金融活動可能走向區域化，前述情況或促使部分國家使用並持有美元以外之國際外匯存底組成幣別。
2. 數據顯示，近年全球外匯存底之美元占比緩慢下降，歐元占比相對穩定，澳幣、加幣及人民幣等非傳統外匯存底組成幣別之占比上升(圖 2)。前述非傳統外匯存底組成幣別之占比上升，主要因央行外匯存底持有該等幣別具分散風險功能、該等幣別收益性相對具吸引力，且隨數位金融科技發展，買賣交易及持有非傳統外匯存底組成幣別更為容易。

圖 2 非傳統外匯存底組成幣別之占比上升



資料來源：BdF

3. 上述非傳統外匯存底組成幣別中，人民幣之占比自 2017 年起呈上升趨勢，然 2022 年後受美中兩國利差擴大、中國經濟前景惡化、資產價格波動及中國政治不確定性等因素影響，人民幣之占比反轉下降。

二、 世界銀行 RAMP 外匯存底管理調查報告

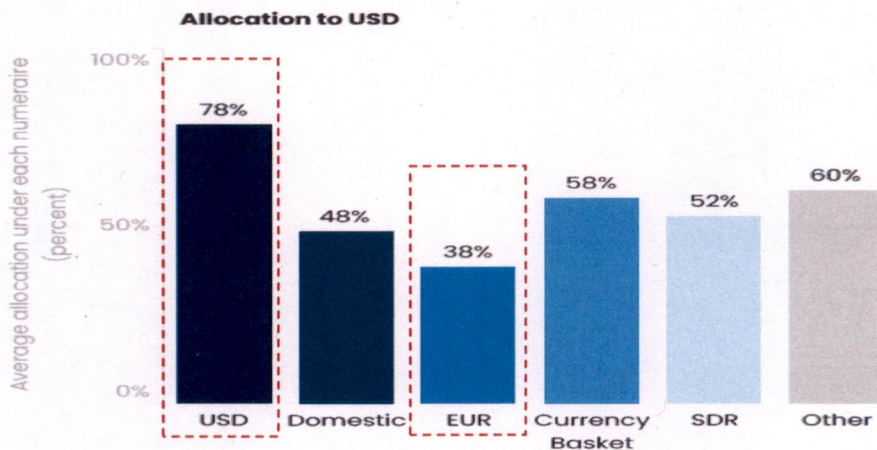
(一) 世界銀行 RAMP 於 2023 年就資產配置、投資組合管理、風險管理、永續投資等外匯存底管理相關議題向多國央行進行問卷調查，並有 125 個國家之央行回應世界銀行 RAMP 之調查。結果顯示，參與調查之央行普遍認為 2022 年面臨之主要挑戰為 ESG、波動性、風險及通膨等。

1. 疫情後許多央行採積極貨幣政策以對抗通膨升溫，並將政策利率提升至 2008 年全球金融危機以來未見之高水準，使外匯存底管理面臨挑戰。
2. 先進國家之政策利率上升對多國外匯存底投資組合造成衝擊，使外匯存底管理者需調整作法以維護投資組合表現，於此背景下，2023 年之調查結果能觀察國際經濟情勢變化是否影響各國央行之外匯存底管理實務。
3. 數據顯示，全球外匯存底於 2022 年第三季年減約 10%，係近二十年來單季最大降幅，其中 62% 國家之外匯存底下降，平均降幅為 12%。

(二) 各國央行外匯存底所持幣別仍以美元及歐元最為廣泛，約 97% 回應調查內容之央行表示其外匯存底持有美元，約 73% 回應調查內容之央行表示其外匯存底持有歐元。

1. 整體而言，各國外匯存底之美元占比依舊最高，歐元占比次之；各國外匯存底配置於美元及歐元以外等其他貨幣所占比例相對較小。
2. 另一方面，逾 60% 參與調查之央行表示以美元為計價標準(numeraire)，其中以美洲、加勒比海地區、中東及非洲之央行使用美元為計價標準之比例相對較高，歐洲及中亞地區之央行較常以歐元或當地貨幣為計價標準。
3. 上述情況影響央行外匯存底之幣別配置策略，以美元為計價標準者，其外匯存底持有美元比例通常較高，以美元以外(如歐元)之幣別為計價標準者，其外匯存底持有美元比例相對較低(圖 3)。

圖 3 以美元為計價標準者之外匯存底持有美元比例較高



N=84

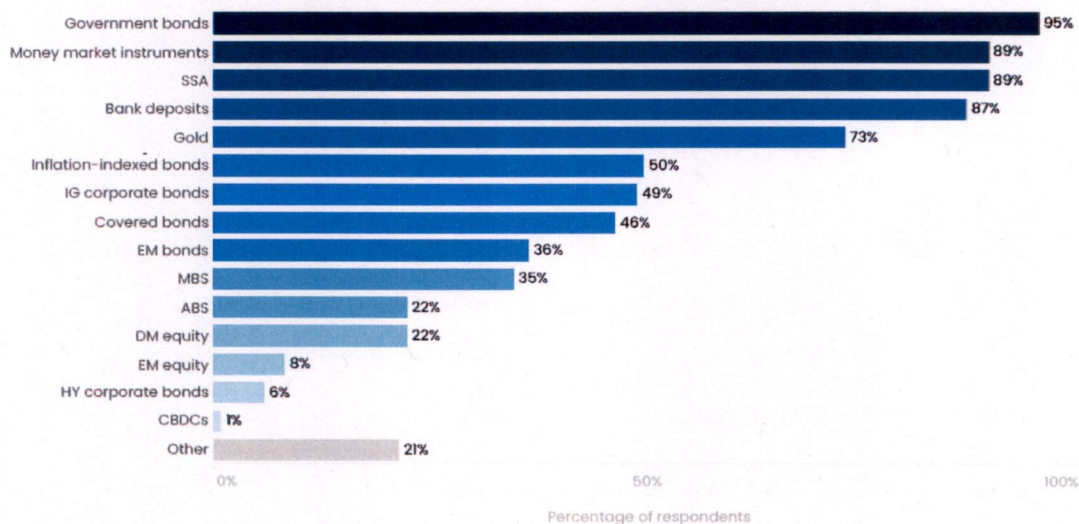
Source: 2023 RAMP Survey on the Reserve Management Practices of Central Banks.

資料來源：世界銀行 RAMP

(三) 外匯存底管理者維持相對保守之投資方式，主要投資高品質且低風險之資產類別。

1. 參與調查之央行中，95%可投資先進國家政府公債，89%可投資貨幣市場工具及國際金融組織所發行債券，87%可投資銀行存款，73%可投資黃金等(圖 4)。

圖 4 參與調查之央行可投資之資產類別



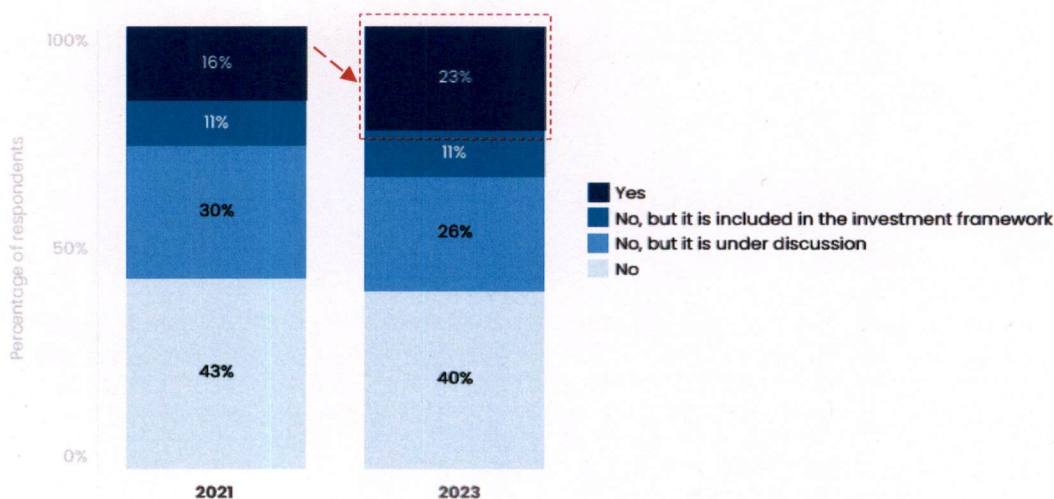
N=121

Note: ABS = asset-backed securities; CBDCs = central bank digital currency; DM = developed markets; EM = emerging markets; HY = high yield; IG = investment grade; MBS = mortgage-backed securities; SSA = sovereign, supranational, and agency bonds. Summary statistics by geographic region, income country level, and size of the reserves can be found in the Appendix (Table 10.8).

資料來源：世界銀行 RAMP

2. 分析顯示，外匯存底配置於先進國家政府公債、銀行存款、貨幣市場工具等傳統資產類別之央行數量較多。其中，參與調查之央行所持外匯存底配置於先進國家政府公債之比例最高，銀行存款次之，其後依序為貨幣市場工具、國際金融組織所發行債券及黃金等。
 3. 外匯存底投資於非傳統資產類別(例如投資等級公司債、先進國家股市等)之央行數量少，且該等央行之外匯存底配置於非傳統資產類別之比例普遍較低。
- (四) 目前有更多央行關注氣候變遷對金融穩定、金融監理、貨幣政策及公共資產管理等議題之可能影響，並將 ESG 納入其外匯存底投資策略之考量因素(圖 5)。另一方面，全球央行以新科技管理外匯存底之進展緩慢，風險管理方面也仍具改善空間。

圖 5 將 ESG 納入外匯存底投資策略考量因素之比例上升



N=104

資料來源：世界銀行 RAMP

三、 全球央行黃金需求及趨勢

(一) 黃金需求主要為 4 種目的

1. 珠寶需求：珠寶需求為黃金整體需求之重要項目，2023 年珠寶需求占整體需求之比例約 35%，惟前述比例於近數十年間逐漸下降。
2. 央行需求：黃金於全球外匯存底扮演重要角色，目前央行需求亦為黃金整體需求

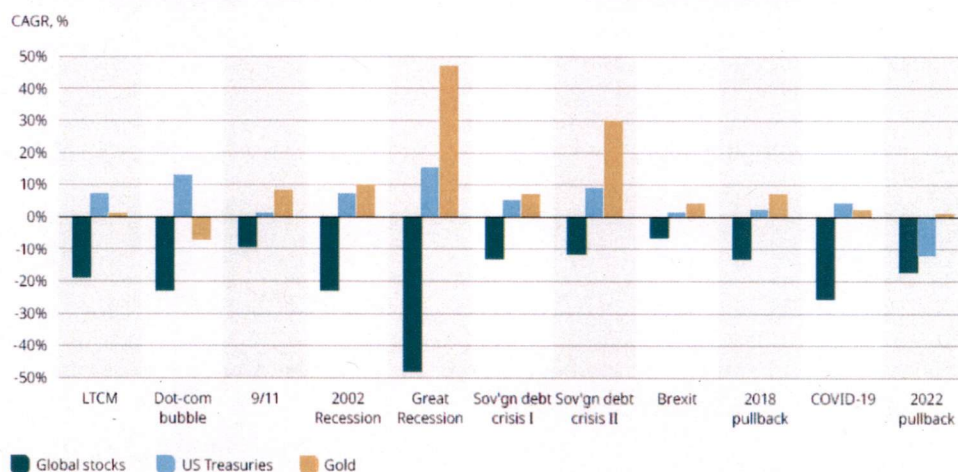
重要來源之一。2008 年全球金融危機促使新興市場國家央行增加購入黃金，而歐洲國家央行則停止出售黃金；當時全球央行對黃金需求之改變，提高黃金與外匯存底管理之相關性。

3. 投資需求：投資人因投資需求而持有黃金之目的包括對抗通膨、降低貨幣曝險、多元化投資組合，或於金融環境不穩定時追求安全資產等。
4. 科技需求：黃金作為工業金屬之應用範圍非常廣泛，主要需求來自電子產品硬體材料之應用，約占整體科技需求之八成。

(二) 全球央行將黃金作為外匯存底之三項考量因素

1. 安全性：基於黃金無違約風險，其普遍被視為安全性相對較高的避險資產。分析顯示，在全球出現系統性風險事件時，如 2008 年全球金融危機、歐洲主權債務危機等，黃金表現多優於全球股市及美國公債(圖 6)。

圖 6 全球系統性風險事件時全球股市、美國公債及黃金之年複合成長率



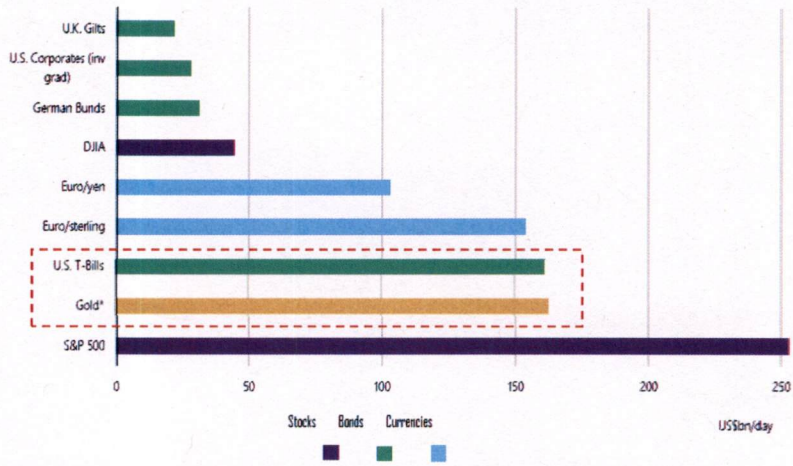
*As of 31 December 2023. Return computations in US dollars for 'Global stocks': FTSE All World Index; 'US Treasuries': Bloomberg Barclays US Treasury Index; 'gold': LBMA Gold Price PM. Dates used: Black Monday: 9/1987 - 11/1987; LTCM: 8/1998; Dot-com: 3/2000 - 3/2001; September 11: 9/2001; 2002 recession: 3/2002 - 7/2002; global financial crisis (GFC): 10/2007 - 2/2009; Sovereign debt crisis I: 1/2010 - 6/2010; Sovereign debt crisis II: 2/2011-10/2011; Brexit: 23/6/2016 - 27/6/2016; 2018 pullback: 10/2018 - 12/2018; 2020 pullback: 31/1/2020 - 31/3/2020; 2022 pullback: 1/2022 - 12/2022.

資料來源：世界黃金協會

2. 流動性：黃金市場於國際間蓬勃發展，黃金除了被投資人廣泛接受外，亦為全球流動性最佳的資產之一，使許多國家之外匯存底部分配置黃金。數據顯示，2023 年黃金平均每日交易量逾 1,500 億美元，與美國國庫券相當¹(圖 7)。

¹黃金每日交易量之計算包含黃金現貨、期貨及 ETF 交易；美國國庫券每日交易量僅計入現貨交易。

圖 7 過去一年黃金平均每日交易量



*Based on estimated one-year average trading volumes from 01 January 2023 to 31 Dec 2023, except for currencies that correspond to April 2022 daily volumes due to data availability.

**Gold liquidity includes estimates on over-the-counter (OTC) transactions and published statistics on futures exchanges, and gold-backed exchange-traded products. For methodology details visit the liquidity section at Goldhub.com.

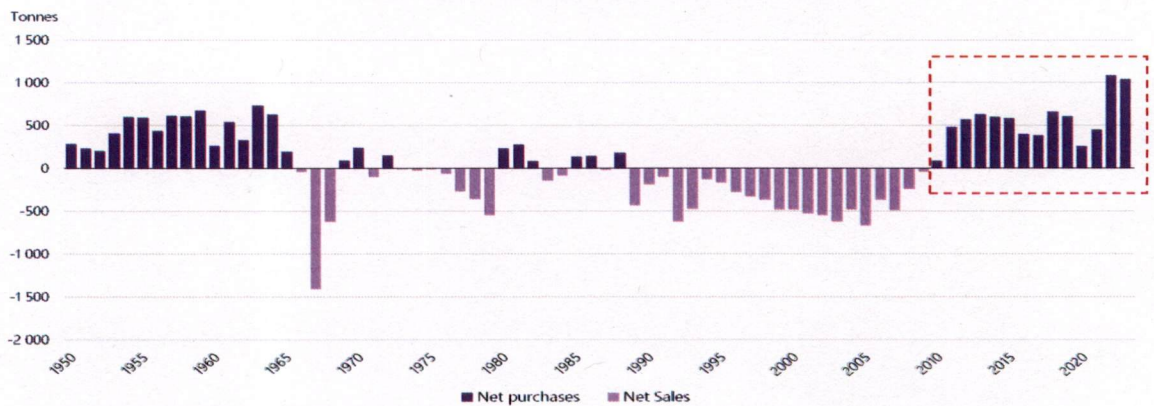
資料來源：世界黃金協會

3. 收益性：黃金為無息資產，惟金價長期呈上升趨勢，提供長期持有黃金之投資人資本利得。此外，國際經濟金融情勢不穩定時，金價走勢相對具支撐；另相對國際主要貨幣，黃金購買力較不受通膨侵蝕，部分投資人將黃金視為抗通膨資產。

(三) 全球央行黃金需求之趨勢

1. 金價於 2024 年多次創歷史新高，壓抑部分黃金需求量，數據也顯示 2024 年第三季全球央行購入黃金步調放緩，惟全球央行已連續數年淨購入黃金(圖 8)。世界黃金協會預估 2024 年全球央行之黃金需求低於 2022 年及 2023 年，惟 2024 年全年需求維持強勁，並認為金價攀升應不影響全球央行增持黃金之長期趨勢。

圖 8 全球央行連續數年淨購入黃金



資料來源：世界黃金協會

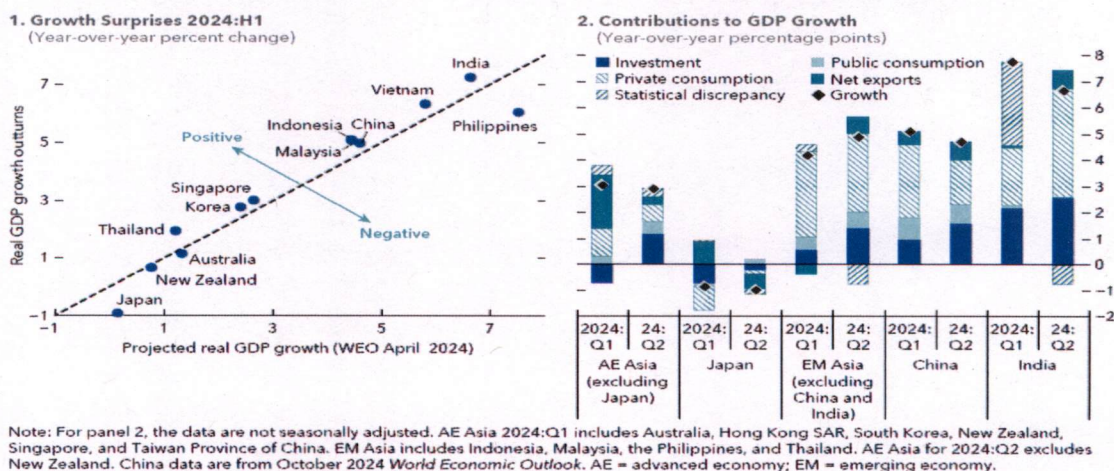
2. 世界黃金協會與成立於英國之國際網路市場調查與數據分析公司 YouGov 合作，每年向各央行進行匿名之問卷調查。2024 年調查結果顯示，81%受訪者認為全球央行黃金儲備於未來 12 個月可能增加，19%受訪者認為維持不變，受訪者指出黃金儲備增加之可能因素包括策略性再平衡外匯存底之資產配置、增持黃金作為避險工具、通膨升溫等。
3. 此外，62%受訪者認為五年後全球外匯存底之美元占比可能下降，20%受訪者認為可能上升，18%受訪者認為維持不變；69%受訪者認為五年後全球外匯存底之黃金占比可能上升，18%受訪者認為維持不變，13%受訪者認為可能下降。

四、 亞太地區經濟發展近況與展望

(一) 經濟與通膨發展近況

1. 2024 年上半年，亞太地區許多國家經濟表現優於預期(圖 9 左)，惟整體而言，IMF 依舊預期 2024 年及 2025 年該地區經濟表現放緩。
2. 亞太地區經濟表現強勁主要受惠於科技產品需求暢旺，然各國經濟成長主要驅動因素不盡相同，先進亞洲國家(如澳洲、韓國與台灣等)之 GDP 成長多仰賴出口，亞太地區新興亞洲國家(如中國、印度、印尼、馬來西亞等)之國內需求與出口對其 GDP 成長貢獻相對較高(圖 9 右)。

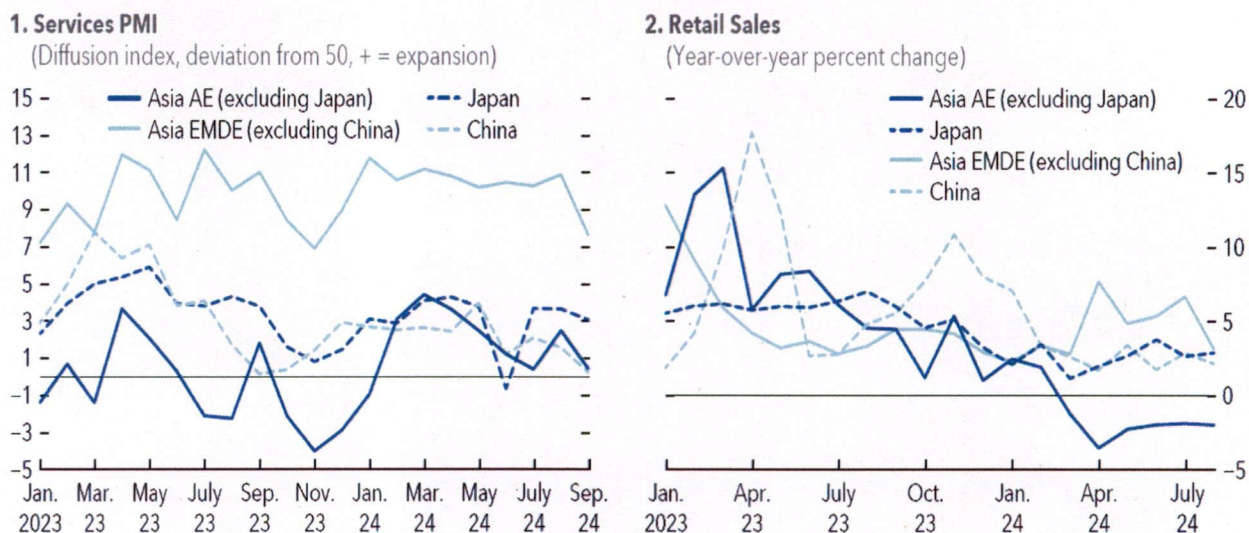
圖 9 亞太地區許多國家 2024 年上半年經濟表現優於預期



資料來源：IMF

3. 另一方面，日本以外先進亞洲國家民間消費放緩，主要反映緊縮貨幣政策對經濟之影響，如該等國家服務類活動放緩，零售銷售也出現萎縮情況(圖 10)。日本則受該國國內供應鏈中斷影響，經濟成長不如預期，惟前瞻經濟指標顯示日本經濟前景尚屬樂觀。

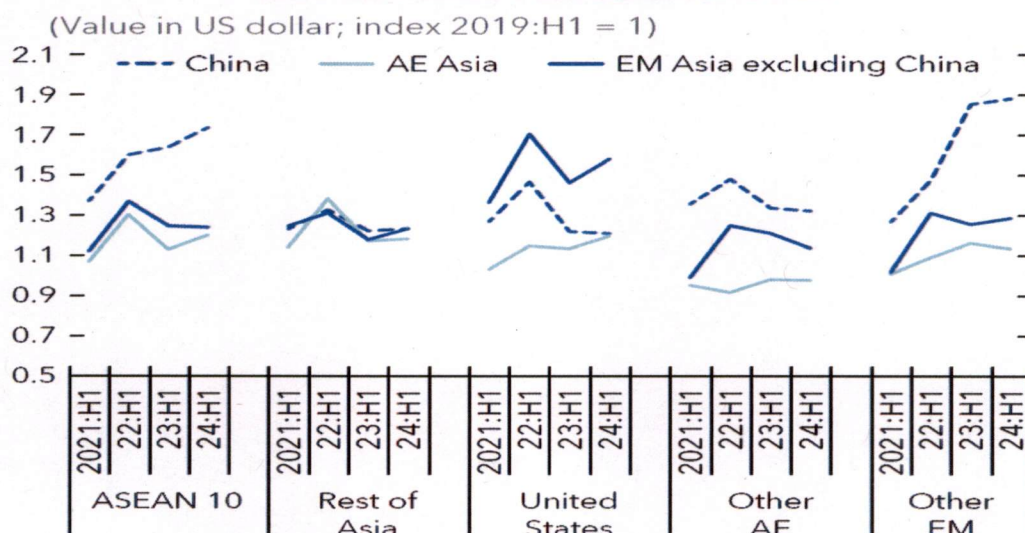
圖 10 亞洲地區服務類 PMI 指數與零售銷售年增率走勢



資料來源：IMF

4. 通膨方面，多數新興亞洲國家通膨已接近或已達其央行通膨目標，商品類通膨快速降溫係關鍵因素。部分先進亞洲國家通膨下降進程放緩，主要因服務類通膨具相當黏性，然最近數月有降溫跡象。
5. 中國方面，2024 年第三季中國經濟成長持續放緩，房地產表現疲弱壓抑國內需求、私人投資及地方政府財政狀況，其後受中國政府刺激政策影響，2024 年第四季中國 GDP 年化季增率自前值 4.6% 回升至 5.4%，達成中國年度 GDP 成長 5% 之目標。另一方面，中國出口成長相對穩健，全球新興市場對中國製造的商品需求上升，部分抵銷先進國家對中國製造的商品需求放緩之影響(圖 11)。通膨部分，2024 年 11 月中國整體 CPI 年增率自前值 0.3% 降至 0.2%，顯示刺激政策對於提振中國內需之效果有限，且尚未能扭轉通膨放緩趨勢。

圖 11 新興市場對中國製造的商品需求上升



資料來源：IMF

(二) 經濟與通膨展望

1. IMF 預估 2024 年先進亞洲國家整體經濟成長率自 2023 年之 2.0% 下降至 1.6%；2025 年該等國家之國內需求或轉為強勁，可能推動整體經濟成長率回升至 1.9%。另一方面，部分先進亞洲國家可能持續受惠於全球對科技產品之強勁需求，例如 IMF 將韓國 2024 年經濟成長預估值自 2024 年 4 月預估之 2.3 調高至 2.5%，預期 2025 年略為放緩至 2.2%。
2. IMF 認為新興亞洲國家之經濟成長步調可能放緩，惟速度低於先前預期，並調整 2024 年及 2025 年新興亞洲國家整體經濟成長率之預估值，分別調高至 5.3% 及 5.0%。以中國為例，IMF 評估中國房市最差情況可能已過，有望支撐中國國內需求，加以中國政府陸續推動刺激政策，應有助於經濟成長；然中國人口老化與生產力成長放緩等議題依舊為中國未來經濟成長所面臨之挑戰。整體而言，IMF 將中國 2025 年經濟成長率預估值自 2024 年 4 月預估之 4.1% 調升至 4.5%。
3. 通膨方面，IMF 預估 2024 年亞太地區平均通膨可能降至 2.2%，並預期 2025 年溫和回升至 2.6%。日本以外之先進亞洲國家通膨放緩趨勢可能延續，因緊縮貨幣政

策影響薪資成長之效果落後，服務類通膨受抑制之時點延後。新興亞洲國家方面，2025 年平均通膨可能上升至 2.7%，主要反映中國及泰國之通膨可能自目前相對低水準逐步回升。

(三) 亞太地區未來可能面臨之風險

1. 美國與中國的貿易政策發展為關注焦點，兩國之間互相提高關稅將對雙方經貿往來帶來負面衝擊，並可能促使國際經濟發展走向區域化。而亞太地區經濟發展普遍高度仰賴國際貿易及全球供應鏈之完整性，前述地緣政治風險提高及國際貿易區域化將是亞太地區未來經濟發展將共同面臨之挑戰。
2. 面對經濟放緩，中國政府刺激政策之效果值得關注，相關政策可能有助於中國房市復甦並強化該國民眾消費，進一步有望支撐亞太地區經濟成長；另一方面，中國政府對製造業與出口業之刺激政策，應有助於提升相關產業於國際市場之競爭力，但可能因此加劇中國與其主要貿易競爭對手之間的貿易摩擦。

參、心得與建議

- 一、目前美元仍為許多央行外匯存底持有之主要貨幣，然降低外匯存底美元占比並多元化外匯存底幣別組成係許多央行探討之議題。短期內美元於國際貿易及支付體系應維持領導地位，可觀察國際情勢發展與全球外匯存底幣別組成變化，應有助於評估調整本行所持有外匯存底之美元占比。
- 二、2024 年全球央行對黃金需求強勁，然各國持有目的不盡相同，目前新興市場國家外匯存底增持黃金之情況相對明顯。基於黃金需求及金價走勢受多種不同因素影響，建議關注金融市場動態及各樣地緣政治事件發展，應有助於更深入瞭解黃金市場供需。
- 三、2024 年美國總統選舉結果為本次研討會常見討論話題，多數與會人員認為川普作為美國新任總統可能帶來諸多不確定性，其將推動之政策或使美國通膨再次升溫，整體而言，宜關注美國新政府對國際政經情勢之可能影響。此外，部分與會人員對川普未來領導美國政府參與氣候變遷等議題則不表樂觀。

肆、參考資料

1. Macaire Camille (2024), “Official Reserves Assets: Key Trends. Representative for APAC,” Banque de France, Nov.
2. Chen Qinghan (2024), “Gold Reserves: Trends, Drivers and Geopolitical Risk Implications,” World Gold Council, Nov.
3. Piot Stéphane (2024), “Reserve Management Survey Report 2023: Insights into Public Asset Management The Fourth Edition,” RAMP (Reserve Advisory and Management Partnership), World Bank, Nov.
4. Khera Purva (2024), “Preserving Asia as the Global Engine of Growth: Regional Economic Outlook for Asia and Pacific,” International Monetary Fund Asia and Pacific Department, Nov.
5. Pessemier Jeremy De et al. (2024), “Gold Demand Trends: Third Quarter 2024,” World Gold Council, Oct.
6. World Bank (2023). Reserve Management Survey Report 2023: Insights into Public Asset Management. RAMP Survey; No.4. © Washington, DC: World Bank. <http://hdl.handle.net/10986/40545> License: CC BY-NC 3.0 IGO.
7. Hlatshwayo Sandile et al. (2024). *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*. IMF, Oct. <https://www.imf.org/en/Publications/REO/APAC/Issues/2024/10/31/regional-economic-outlook-for-asia-and-pacific-october-2024>