

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書
(出國類別：實習)

參加 BIS 舉辦之「Reserve
Management Seminar」

服務機關：中央銀行

姓名職稱：張祐璋/四等專員

派赴國家：瑞士/Brunnen

出國期間：114 年 5 月 18 日至 5 月 26 日

報告日期：114 年 8 月 15 日

目錄

壹、出國目的.....	- 1 -
貳、BIS 主要業務.....	- 2 -
一、BIS 主要業務之一：作為中央銀行家會議場所.....	- 2 -
二、BIS 主要業務之二：研究與統計分析.....	- 2 -
三、BIS 主要業務之三：銀行業務.....	- 2 -
四、BIS 主要業務之四：諮詢機構與標準制定者.....	- 2 -
五、BIS 主要業務之五：促進負責任之創新與知識分享.....	- 2 -
參、外匯存底管理趨勢.....	- 3 -
一、外匯存底管理之目標.....	- 3 -
二、策略資產配置：投資限制.....	- 4 -
三、幣別配置.....	- 7 -
肆、近期通膨發展情勢.....	- 9 -
一、COVID 疫情及近期俄烏戰爭推升全球通膨.....	- 9 -
二、近期驅動通膨潛在因素.....	- 10 -
伍、黃金外匯存底.....	- 11 -
一、央行持有黃金之優點.....	- 11 -
二、央行持有黃金之缺點.....	- 11 -
三、各國央行對於持有黃金看法之變化.....	- 11 -

陸、中央銀行虧損.....	- 13 -
一、近期許多央行皆曾發生虧損.....	- 13 -
二、央行獲利或虧損與其資產負債表變化密切相關.....	- 14 -
三、央行虧損可能衍生之影響.....	- 16 -
四、央行發生虧損是否重要.....	- 17 -
五、應如何看待或應對央行之虧損.....	- 18 -
柒、參與課程之心得與建議.....	- 19 -
捌、參考資料.....	- 20 -

壹、出國目的

本次奉派參加國際清算銀行(Bank for International Settlements, BIS)於瑞士 Brunnen 舉辦之「Reserve Management Seminar」，講者包括 BIS 服務發展與客戶關係經理 Piet Clement、資深資產管理專員 Peter van der Meulen 及資深客戶關係經理 Patricia Coghlan 等。與會者包括紐約聯邦儲備銀行(NY Fed)、ECB、BoC、日本 MoF、瑞士央行等逾 40 國央行及國際組織之投資與風控部門人員。

BIS 安排課程內容涵蓋 BIS 歷史沿革與主要業務介紹，各國央行外匯存底管理目標、資產類別及幣別配置調查，美國通膨指標與近期全球通膨趨勢分析等。透過該課程，與會者可瞭解外匯存底投資領域最新趨勢，學習投資指標選擇及主動投資組合管理、策略性資產配置技巧。

本文依據課程各項重點主題分別詳述，第貳章為 BIS 主要業務，第參章為外匯存底管理趨勢，第肆章為近期通膨發展情勢，第伍章為黃金外匯存底，第陸章為中央銀行虧損，第柒章為參與課程之心得與建議，第捌章為參考資料。

貳、BIS 主要業務

一、BIS 主要業務之一：作為中央銀行家會議場所

中央銀行家可透過 BIS 定期舉行之會議，建立相互理解與信任，於國際貨幣與金融體系改革上協調立場，並於必要時組織緊急行動（例如拉丁美洲主權債務危機、911 恐怖攻擊後干預措施等）。

二、BIS 主要業務之二：研究與統計分析

BIS 呈現目前金融市場主要議題，並協助其保持討論狀態，支持 BIS 主辦委員會與會議工作。另透過研究與出版物討論議題，擔任全球銀行與金融數據統計中心之角色。

三、BIS 主要業務之三：銀行業務

BIS 為中央銀行提供完善且具競爭力之金融服務，為 BIS 合作活動提供資金，並提供市場如何運作之實務見解。

四、BIS 主要業務之四：諮詢機構與標準制定者

金融穩定議題（始於 1970 年代）與全球化凸顯共同國際標準之重要性，即 Basel 委員會所擔任之先鋒角色，制定巴塞爾資本協定(Basel I、II 與 III)。然而，雖 BIS 協助國際共識建構，決策與執行最終確認則係各國當局之責。

五、BIS 主要業務之五：促進負責任之創新與知識分享

BIS 於其內部致力於創新工作方式，塑造該行未來。於外部，BIS 於瑞士、香港、新加坡、倫敦、斯德哥爾摩、法蘭克福、巴

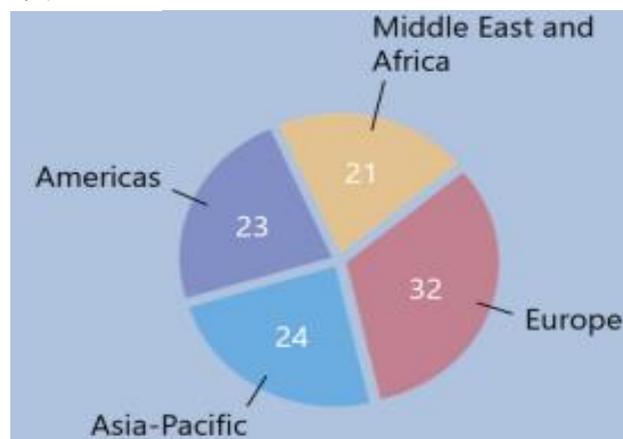
黎與多倫多設立創新中心，並與 NY Fed 建立戰略夥伴關係。創新中心關注議題包含央行數位貨幣、金融科技、綠色金融（如 BIS 綠色債券基金）與下一代金融市場基礎設施等。

參、外匯存底管理趨勢

BIS 對外匯存底管理業務每兩年進行一次調查，前次調查時間為 2022 年，最新一次調查係於 2024 年 2 月底發出，大多數據於 3 月至 5 月間回收。受訪者來自世界各地 120 家機構，分布地區平均(圖 1)，其中 90% 為中央銀行，持有外匯存底約占全球 95%。受訪者表示，預期 2025 年主要挑戰為利率、通膨及地緣政治風險。

圖 1 外匯存底管理受訪者所在地區占比

單位：%

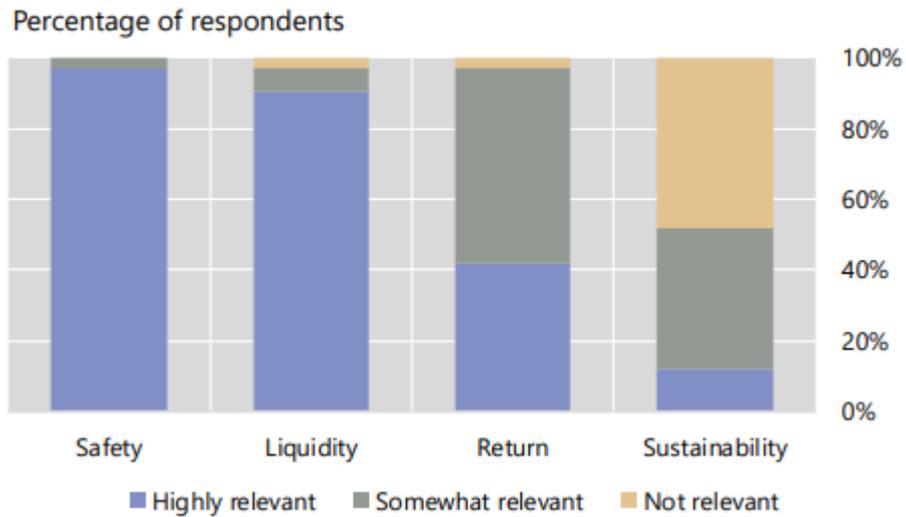


資料來源：BIS

一、外匯存底管理之目標

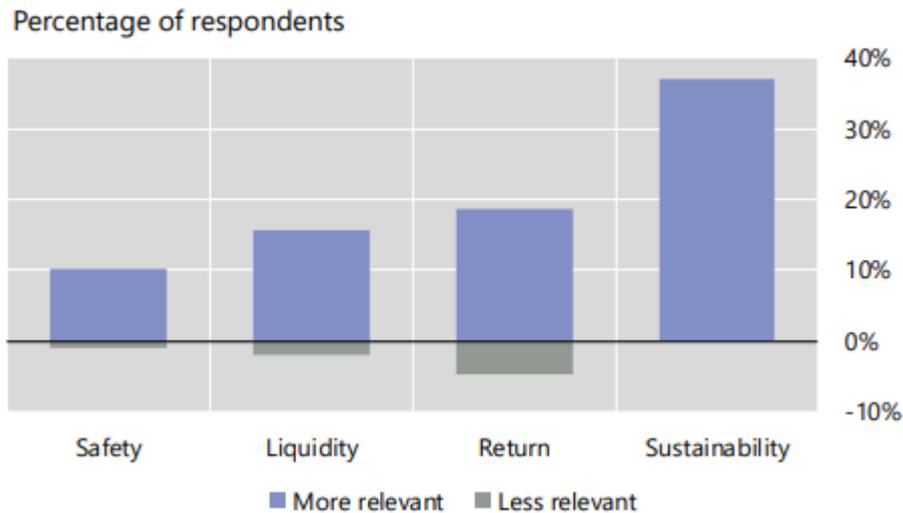
關於外匯存底管理之目標，安全性（或資本保全）對所有外匯存底管理者而言仍至關重要，其次則為流動性，而後為報酬率。此外，永續性已成第四個目標，56% 受訪者評為至少「有點重要」（圖 2），且此趨勢於過去兩年日益明顯（圖 3）。

圖 2 外匯存底管理主要目標



資料來源：BIS

圖 3 外匯存底管理主要目標近兩年改變

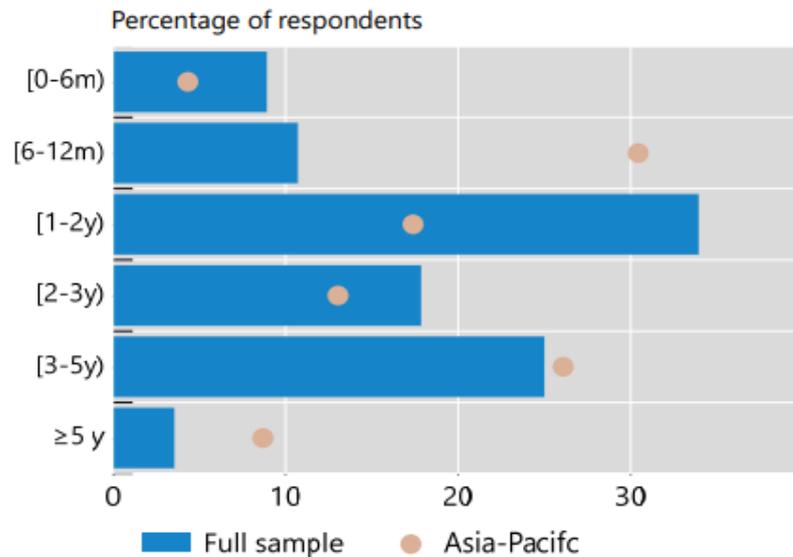


資料來源：BIS

二、策略資產配置：投資限制

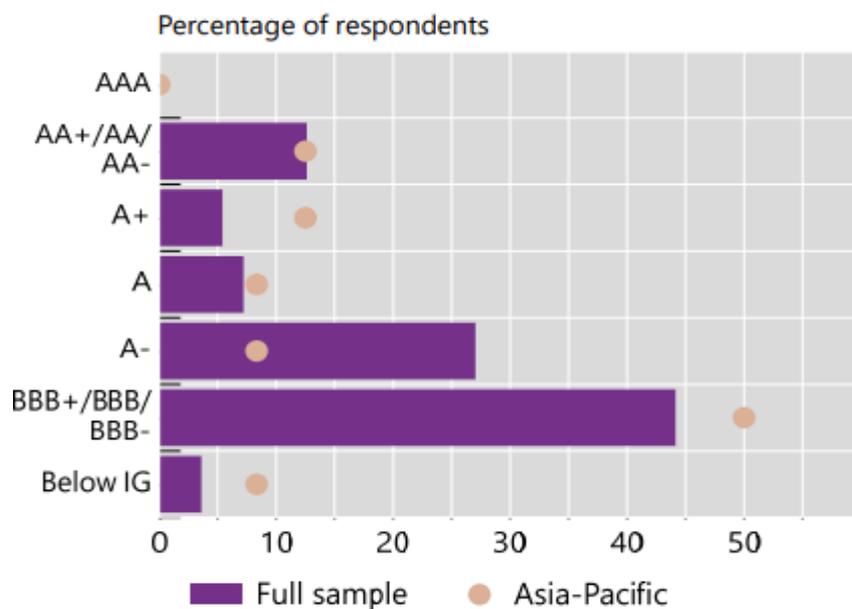
- (一) 與 2022 年相比，2024 年外匯存底管理者傾向於略微延長投資組合存續期間，亞太地區管理者似表現出更高平均利率風險承受能力（圖 4）。最常用之最低信用評等為 BBB，與 2022 年調查結果類似，來自亞太地區管理者似表現出更高平均信用風險承受能力（圖 5）。

圖 4 固定收益資產存續期間分布



資料來源：BIS

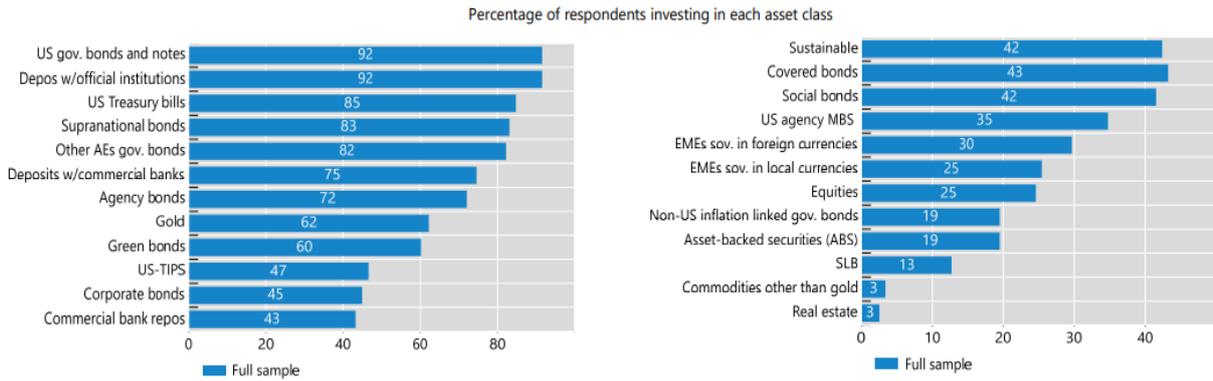
圖 5 最低可投資之信用評等



資料來源：BIS

(二) 傳統外匯存底投資資產類別，如美國公債與官方機構存款，繼續保持其作為首選投資地位。綠色債券採用率已達 60%。公司債與股票於越來越多受訪者投資組合中保留，顯示其對資產類別多元化偏好略有擴大（圖 6）。

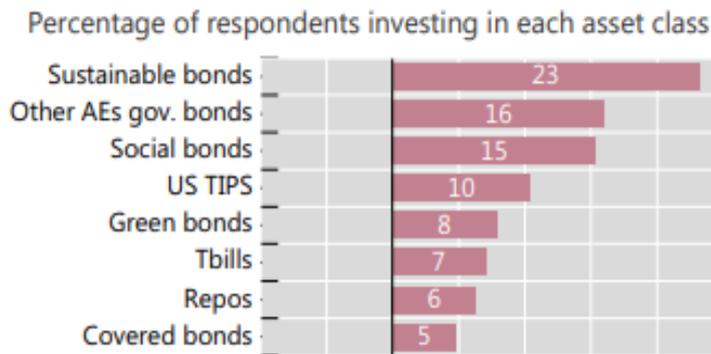
圖 6 投資組合中有投資之資產類別



資料來源：BIS

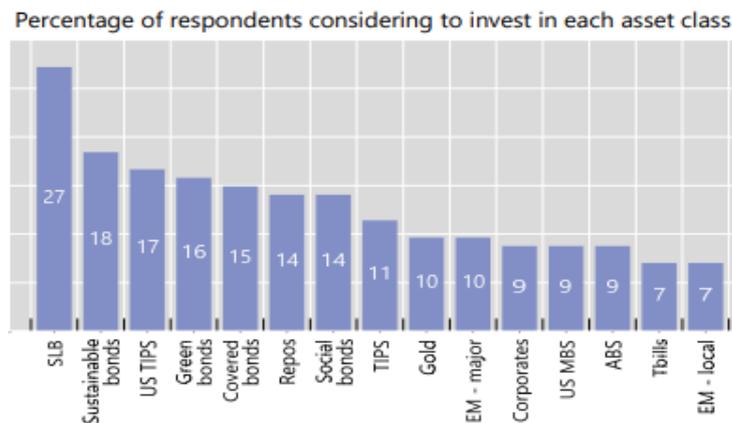
(三) 與 2022 年相比，各國央行對永續債券興趣大幅增加。其他日益受到關注資產包括其他已開發經濟體主權債券、美國 TIPS 與其他綠色資產（圖 7）。展望未來，對永續性關注仍將增加；同時，各國央行亦將繼續評估擴大對通膨連結證券與資產擔保債券之投資（圖 8）。

圖 7 相較於 2022 年增加投資資產類別



資料來源：BIS

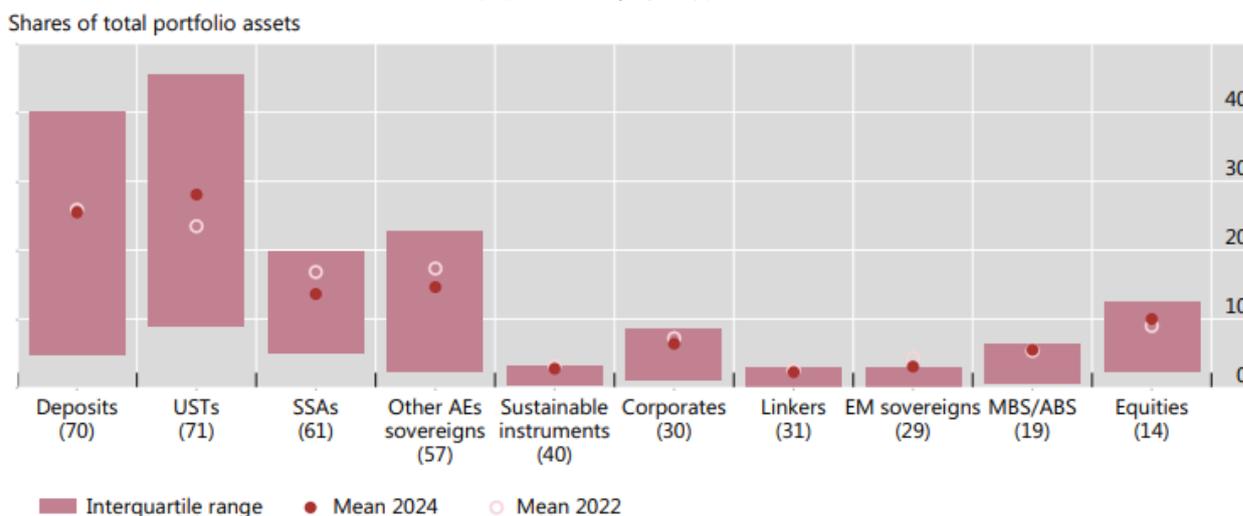
圖 8 未來考慮投資資產類別



資料來源：BIS

(四) 最高資產配置比率(及各國間差異最大者)仍集中於傳統資產類別，大部分外匯存底投資於存款與高信評主權債券。公司債與股票等多元化資產權重比率約 10%，而對永續資產投資規模仍低。與 2022 年相比，配置差異有限，主要差別在於美國公債、SSA 與其他主權債券（圖 9）。

圖 9 各資產配置

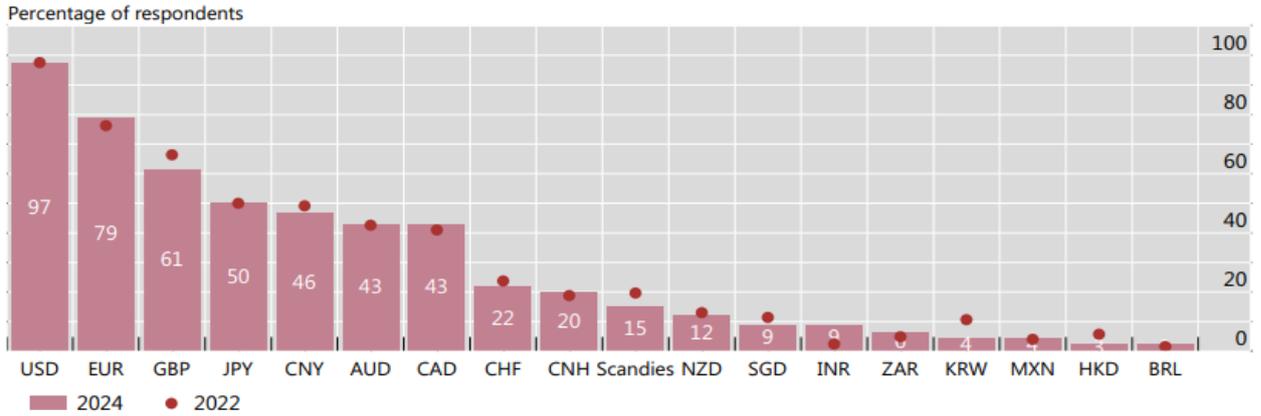


資料來源：BIS

三、幣別配置

(一) 美元仍為外匯存底最廣泛使用貨幣，幾乎所有受訪者皆持有美元。與 2022 年相比，持有歐元者略增，而英鎊與人民幣受歡迎程度有所下降。加幣與澳幣為最常見之非 SDR 貨幣，而印度盧比於新興市場貨幣中受歡迎程度增幅最高（圖 10）。

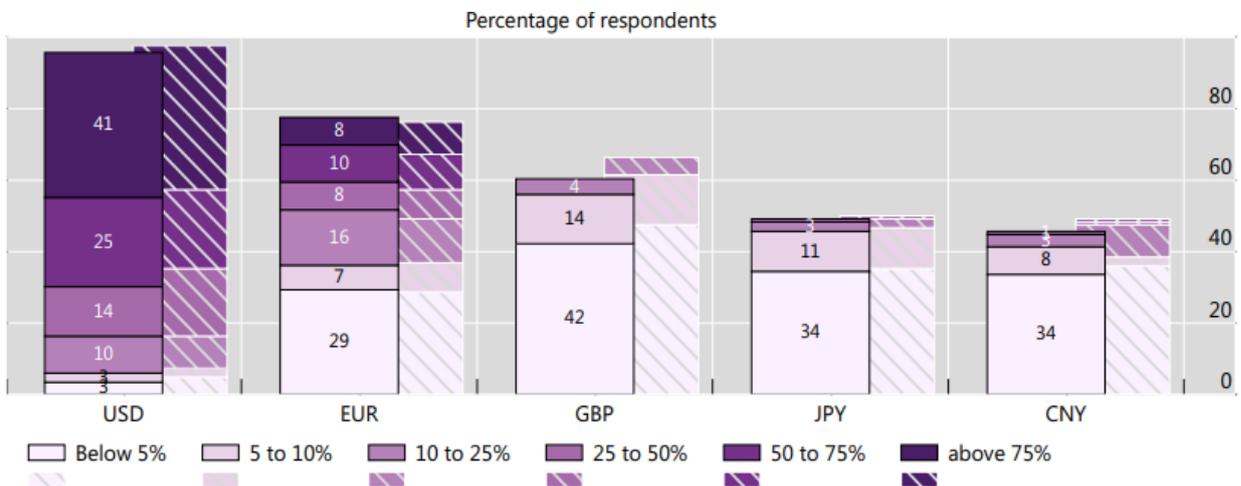
圖 10 各幣別配置



資料來源：BIS

(二) 考慮到計價選擇等因素，美元及歐元貨幣權重最高，且自 2022 年調查以來，權重基本保持不變。其他貨幣權重仍顯著較低，凸顯其主要作為貨幣多元化之用途。而英鎊與人民幣權重似與 2022 年調查相比有所下降（圖 11）。

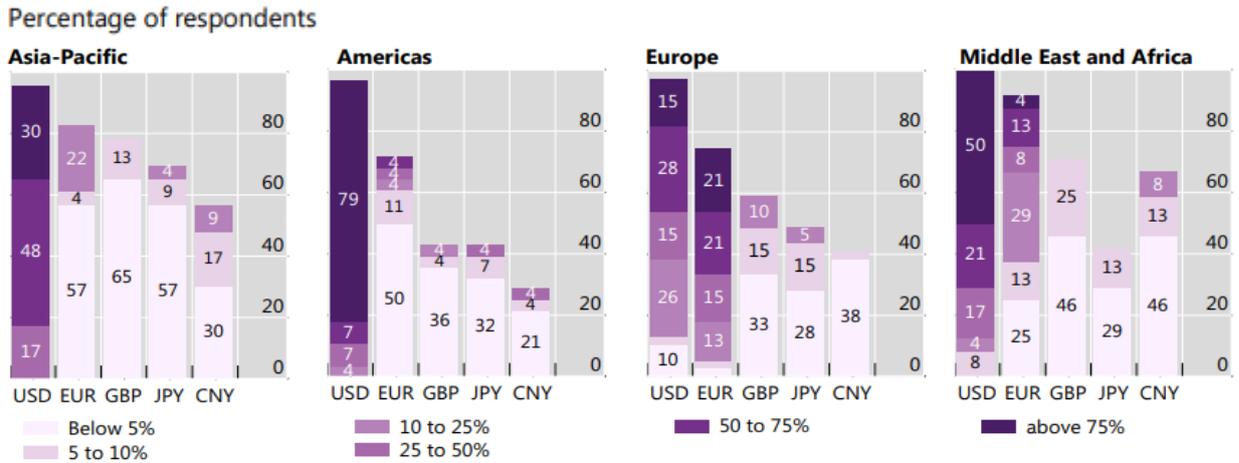
圖 11 2024 年及 2022 年各幣別配置



資料來源：BIS

(三) 幣別配置之廣泛區域分佈顯現差異。美元於美洲、中東、非洲與亞太地區存在感特別強勢，惟於歐洲則略遜一籌。人民幣於亞太地區、中東與非洲配置較多（圖 12）。

圖 12 各區域持有幣別



資料來源：BIS

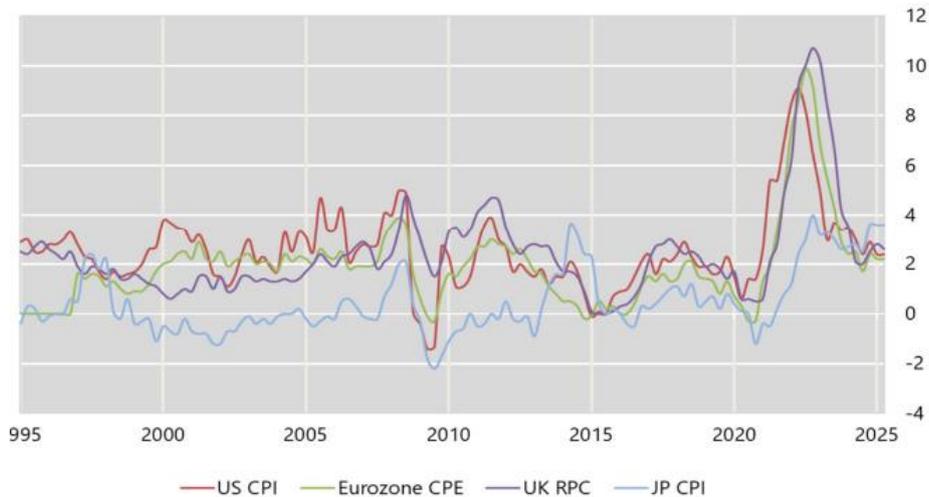
肆、近期通膨發展情勢

一、COVID 疫情及近期俄烏戰爭推升全球通膨

(一) 儘管各國自 2008 年以來實施大規模量化寬鬆，惟通膨從未爆發（圖 13），經濟穩定，薪資成長緩慢。

圖 13 各主要經濟體通膨年率走勢

單位：%



資料來源：BIS

- (二) 疫情期間，需求自服務轉向商品，供應未能跟上激增需求出現瓶頸，強勁需求與多年來投資低迷與供應不足相結合，使通膨惡化。全球價值鏈承壓，全球化受到限制（如汽車零件、半導體）。
- (三) 疫情後，全球經濟於財政與貨幣政策推動下意外快速復甦。許多國家通膨上升，大幅超過預期，呈現普漲態勢。
- (四) 俄烏戰爭爆發導致天然氣、電力與紙張供應中斷，使大宗商品價格上漲，推升通膨，並降低經濟成長率，尤其對進口國而言。出口商利潤激增，惟即使在出口國實質薪資亦有所下降。
- (五) 本次全球通膨升溫後，起初各國央行反應較為緩慢，惟隨後開始以協調一致之步伐共同升息。因此，通膨預期仍保持穩定。期間，外匯存底管理者透過資產類別選擇與資產配置比例調整因應前述市場波動。

二、 近期驅動通膨潛在因素

- (一) 勞動市場緊俏，職缺數量高。
- (二) 供給側瓶頸需時間解決，追趕性需求旺盛，儲蓄過剩。
- (三) 商品需求重回服務需求，造成價格壓力。
- (四) 勞工議價能力、物價指數化與企業定價能力增強，薪資/價格可能出現螺旋式上升。
- (五) 政府財政政策抵銷消費者購買力損失。
- (六) 政府赤字支出與緊縮性貨幣政策相違背。

伍、黃金外匯存底

一、央行持有黃金之優點

- (一) 可作為長期資產持有，因其於危機或經濟與地緣政治前景存在重大不確定性之時，可成為尾端風險強力避險工具。
- (二) 可提供長期價值儲存與良好通膨避險，尤其係於實質收益率為負之情況下。
- (三) 使投資組合多元化，因黃金與其他資產類別（尤其係美元資產）相關性較低。
- (四) 無違約風險，央行以「分配」方式持有或存放在於自身金庫時，黃金並非任何人之負債。
- (五) 黃金價格對單一國家經濟政策與情勢依賴程度較低。

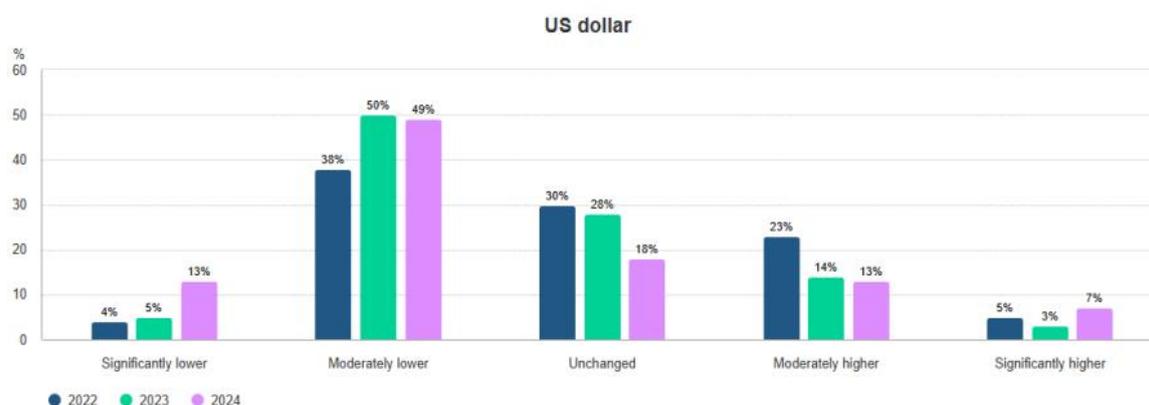
二、央行持有黃金之缺點

- (一) 持有黃金成本高，相關成本包括保管、保險、運輸、結算等。
- (二) 持有黃金帶來機會成本，無法獲取殖利率收入。
- (三) 黃金價格波動性高。
- (四) 各國央行可能對黃金採取不同會計規則，爰無可比較性。
- (五) 各國央行對持有黃金可能有機構制度或法律限制。

三、各國央行對於持有黃金看法之變化

- (一) 2022 年至 2024 年間，整體而言各國央行受訪時表示，預期 5 年後美元計價資產占外匯存底比例將有所降低（圖 14），反映去美元化及投資組合多元化等趨勢逐漸上升。

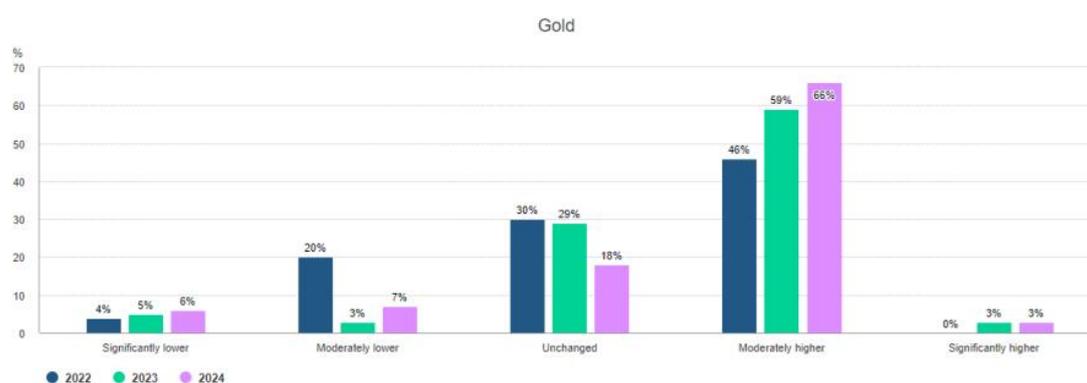
圖 14 各國央行調查：預期 5 年後美元計價資產占外匯存底比例變化



資料來源：World Gold Council

(二) 與此同時，同期間整體而言各國央行認為，預期 5 年後黃金計價資產占外匯存底比例將有所提高降低（圖 15），反映黃金於去美元化及投資組合多元化等議題中將部分取代美元計價資產地位。

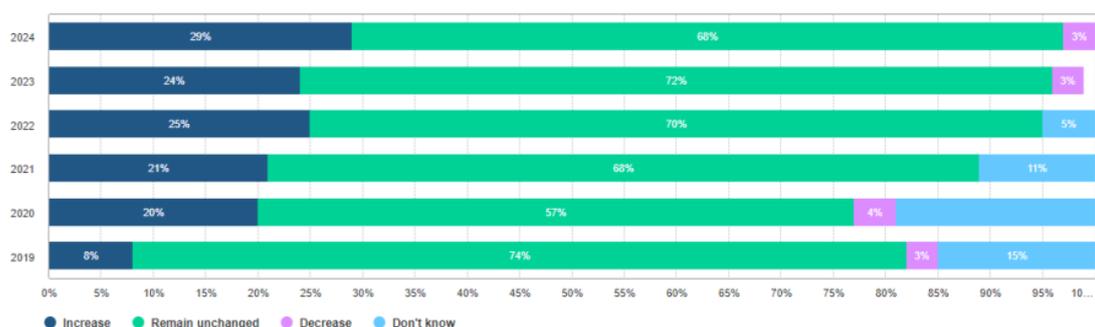
圖 15 各國央行調查：預期 5 年後黃金計價資產占外匯存底比例變化



資料來源：World Gold Council

(三) 2019 年至 2024 年間調查顯示，各國央行於 2020、2022 及 2024 年對於未來 12 個月擬增持黃金之比例較前期有顯著增加（圖 16），期間適逢新冠疫情及全球通膨高漲，顯見黃金對於通膨避險及使投資組合多元化之效果受到央行青睞。

圖 16 各國央行調查：預期未來 12 個月黃金占外匯存底比例變化



資料來源：World Gold Council

陸、中央銀行虧損

一、近期許多央行皆曾發生虧損

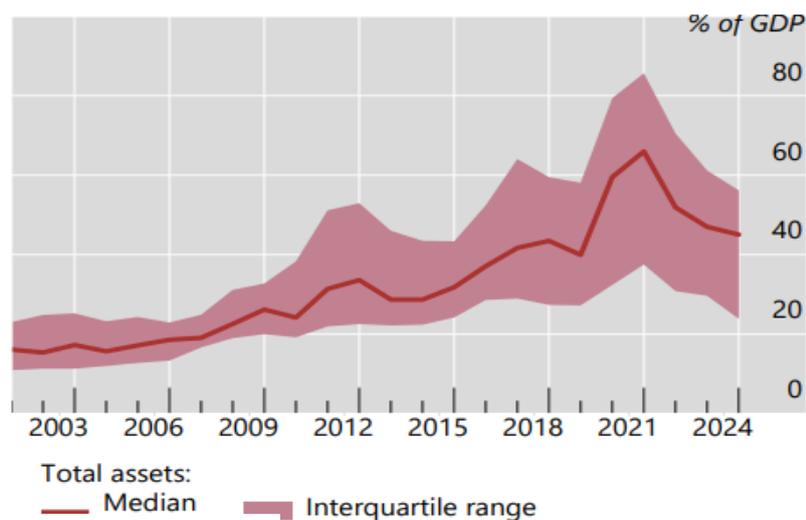
- (一) 2024 年 2 月 23 日彭博報導，受升息影響，荷蘭央行虧損飆升 660%。
- (二) 2024 年 10 月 25 日路透報導，澳洲央行表示，2024 年已連續第四年出現會計虧損，原因係其疫情干預措施後遺症仍殘留於其資產負債表上。
- (三) 2025 年 3 月 21 日華爾街日報報導，Fed 於 2024 年營運虧損 776 億美元，為連續第二年出現巨額虧損。

(四) 2025 年 4 月 7 日英國金融時報報導，2025 年 2 月，BoE 更新了其對資產購買工具損失估計…其損失預測已攀升至…1,150 億英鎊。

二、央行獲利或虧損與其資產負債表變化密切相關

(一) 已開發國家央行資產負債表對 GDP 比率於金融海嘯後逐漸上升（圖 17），疫情後各國央行增加刺激規模，使資產負債表擴大速度進一步上升，前述比率於 2021 年達到頂峰。疫情後多數已開發國家央行亦出現會計虧損，顯示其虧損與資產負債表對 GDP 比率大增或有關聯。

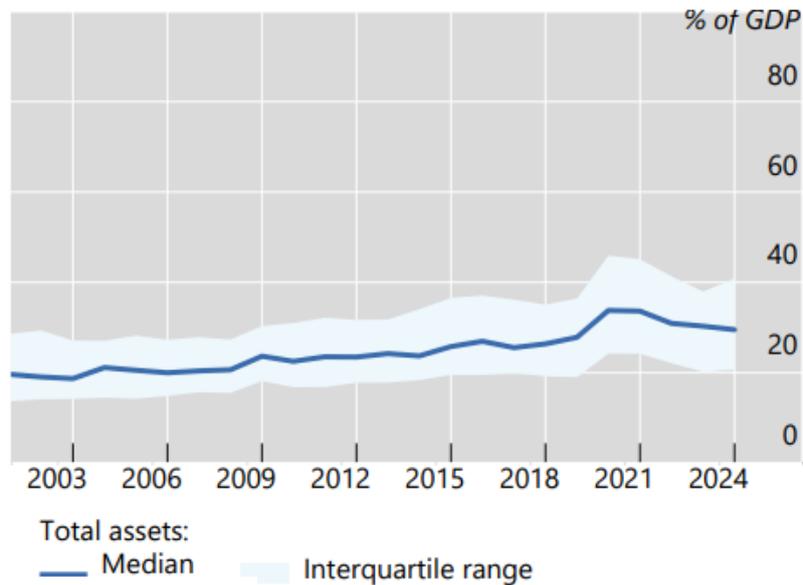
圖 17 已開發國家央行資產負債表規模於疫情期間達頂峰



資料來源：BIS

(二) 同期間，開發中國家央行資產負債表對 GDP 比率於金融海嘯或疫情時皆相對穩定（圖 18）。疫情後其央行刺激規模亦遠低於已開發國家，使其資產負債表擴大速度僅微幅上升，對 GDP 比率於 2020 至 2021 年間達到頂峰。疫情發生後，該等開發中國家央行多未出現會計虧損。

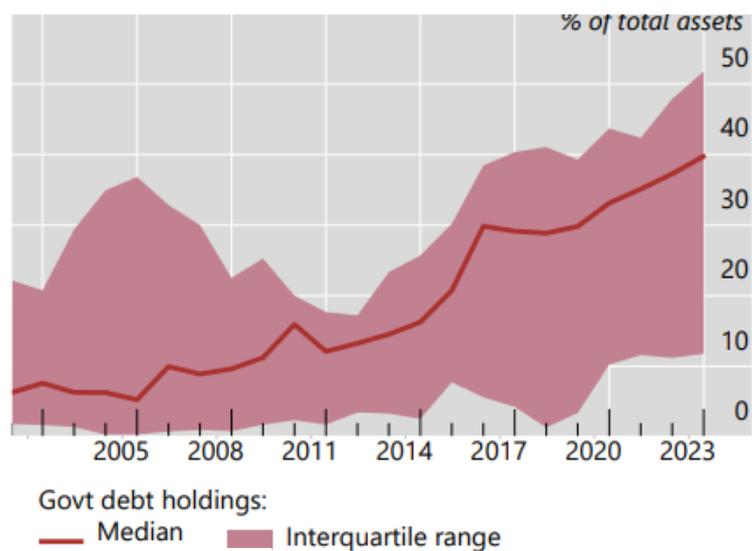
圖 18 開發中國家央行資產負債表規模相對穩定



資料來源：BIS

- (三) 已開發經濟體央行近期已購買大量本幣計價資產（圖 19），以穩定經濟，應對危機。疫情後期政策利率飆升（圖 20），使該等央行淨利息收入減少（圖 21），甚至導致其損失。

圖 19 已開發國家央行購買公債量逐漸攀升



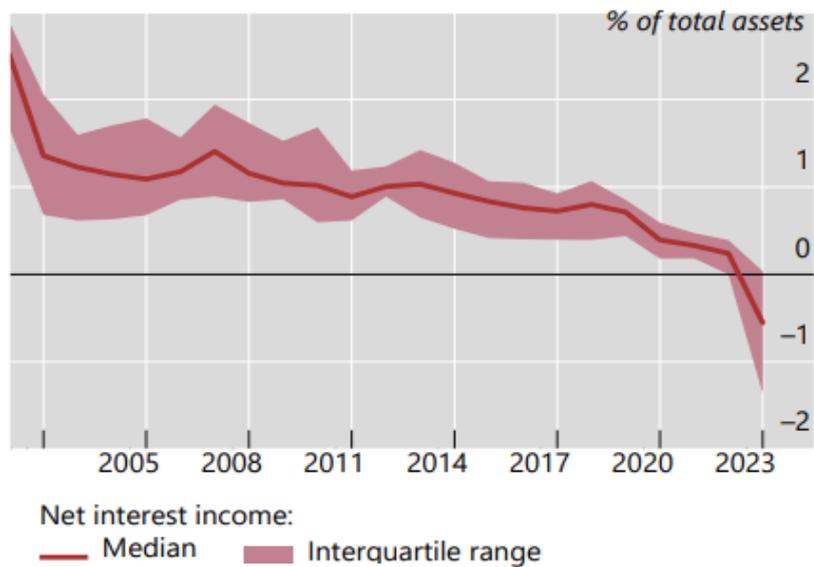
資料來源：BIS

圖 20 疫情後期已開發國家央行政策利率飆升



資料來源：BIS

圖 21 疫情後期已開發國家淨利息收入大減



資料來源：BIS

三、央行虧損可能衍生之影響

- (一) 於總體經濟管理極度不善與國家信譽缺失之背景下，虧損可能損害央行聲譽。

(二) 如政府利用央行虧損(或需進行資本重組)對央行履行職責之方式施加壓力。

(三) 如公眾對虧損原因及其處理方式存在不確定性或誤解。

四、央行發生虧損是否重要

(一) 央行發生虧損或權益為負數皆不損害央行履行其職責能力。

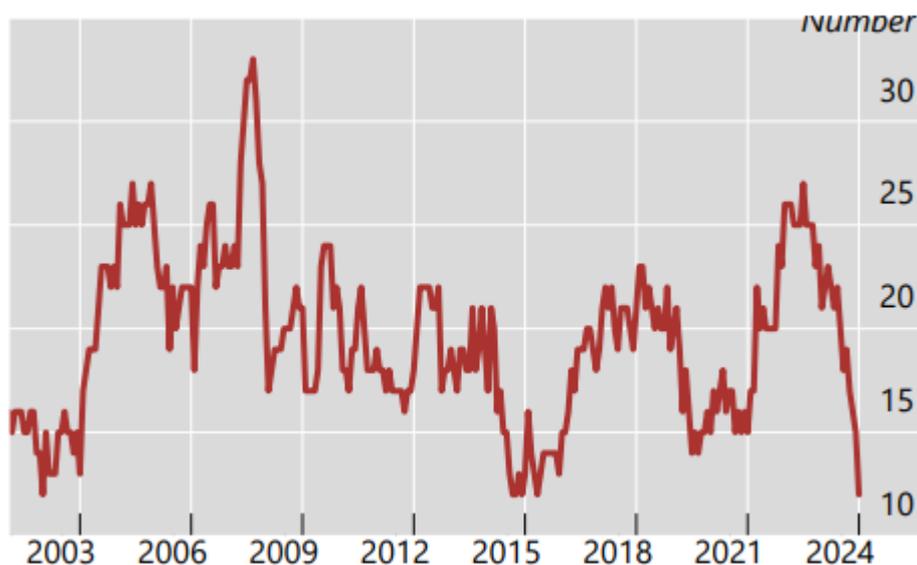
(二) 央行成功應該取決於是否履行政策職責，而非獲利能力。

(三) 央行並非一般商業銀行，其存在目的係為符公共利益。

(四) 央行為「整合」公共財政規畫之一部分。

(五) 央行可於無資本情況下成功運作，甚至可承受長期虧損與權益為負數（圖 22）。

圖 22 權益為負數之央行不在少數



資料來源：BIS

五、應如何看待或應對央行之虧損

- (一) 央行應將政策目標置於獲利之上。
- (二) 物價與金融穩定帶來之社會效益大於虧損成本，而虧損有時正係央行為實現目標所付出代價。
- (三) 央行可透過清楚解釋虧損原因並強調政策措施之益處，強調其持續實現政策目標能力。

柒、參與課程之心得與建議

本行除使用 BIS 結算交割相關服務並參與該行主辦活動汲取新知外，亦可藉其研究與統計分析瞭解全球金融市場動態與趨勢；於金融創新方面，BIS 創新中心所關注之數位貨幣、金融科技與綠色金融等議題，相關產出亦可納入本行發展前述項目參考；並於 BIS 活動中透過與各國央行同仁互動，瞭解同行近期關注焦點與外匯存底管理最新思維。

BIS 於 2024 年對以各國央行為主之受訪者調查顯示，預期 2025 年主要挑戰將為利率、通膨及地緣政治風險。2025 年美國總統 Donald Trump 上任開啟關稅戰後，第 2 季起「去美元化」議題發酵，市場波動性提高。本行除可適度增加波段價差操作外，另可略增美國公債以外之高信用評等公債配置比例。

本次與會者多表示目前綠色債券市場供不應求，符合投資標準者甚少，且投資者買進後多數持有至到期，使其市場流動性普遍不佳。另有他國央行同仁提出意見，指出永續發展相關議題投資應由各國政府主導，而多數央行經營目標仍以通膨為主，金融及就業市場穩定等為輔，似無須主動於永續發展相關議題扮演要角。綜上所述，本行可於永續發展相關之良好債券投資標的出現時適度買進，惟建議仍以安全性、流動性及報酬率等傳統目標為資產配置之優先考量。

捌、參考資料

1. Piet Clement, “The Bank for International Settlements (BIS)” , BIS Reserve Management Seminar, 2025 May.
2. Peter van der Meulen, “Reserve Management Trends” , BIS Reserve Management Seminar, 2025 May.
3. Peter van der Meulen, “Inflation breaking out” , BIS Reserve Management Seminar, 2025 May.
4. Javier Rodriguez Garcia, “Gold as a Reserve Asset” , BIS Reserve Management Seminar, 2025 May.
5. Michael Chui, “Why are central banks reporting losses? Does it matter?” , BIS Reserve Management Seminar, 2025 May.