

出國報告（出國類別：其他）

**參加 BNP Paribas Asset Management
舉辦之「Fixed Income Seminar」**

服務機關：中央銀行

姓名職稱：張祐禎 三等專員

派赴國家/地區：法國 巴黎

出國期間：114年6月28日至7月6日

報告日期：114年9月30日

摘要

對於主權財富基金（Sovereign Wealth Fund，以下簡稱 SWF）或是各國央行等資產管理者而言，其資產配置決策須考量未來全球經濟成長可能面臨的風險，包括通膨壓力、主要國家政府對外政經政策（如關稅）、全球地緣緊張情勢等，及前述情境可能帶來的金融市場波動性；更長遠而言，須將全球經貿碎片化（fragmentation）、氣候變遷及主要國家債務可持續性一併納入考量。在此背景下，主權財富管理者已重新審視其對總體經濟參數之各項假設，並因應調整其資產建構模型及投資管理策略；而由於近年政經情勢變化迅速，市場波動幅度加大，主權財富管理者之管理趨勢將採取更主動的管理方式，並預留較以往更多的彈性使投資組合更具韌性。

近年金價之漲幅凌厲，而黃金之供給相對需求較為和緩，遂引發市場對於金價飆升推手之關切。由於央行近年（尤其是 2022 年後）之黃金需求變動較大，使得外界極為關注央行持有黃金之動態。誠然，全球央行黃金持有量累創新高，但黃金之增持實際上僅集中於少數國家，且各有其考量，與渠等對黃金之角色定位亦有關聯。央行對於其持有之黃金及其他準備資產通常係分開管理，未來如為因應國際政經情勢或經濟衝擊，審酌後需重新調整準備資產內之各類資產配置，甚至涉及實體黃金的移動，因係屬敏感議題，須以他國經驗為鑑，避免引發不必要的市場揣測或動盪。

目錄

壹、前言.....	1
貳、主權財富管理者之資產配置趨勢.....	2
一、鑒於市場對未來利率的預期及各類資產間的相關性與過往已大不相同，主權財富管理者已重新審視其對總體經濟參數之假設，並因應調整其資產建構模型及投資策略.....	2
二、主權財富基金：固定收益與私募市場資產的重新定位並提升主動管理比重.....	3
三、中央銀行：外匯存底管理保持更多彈性，美元仍居國際準備貨幣領導地位。而黃金占官方準備資產之比重可望提升.....	6
參、央行之黃金配置及應用探討.....	10
一、黃金在國際貨幣體系及其在央行資產中之定位：黃金的七個時期.....	10
二、全球央行黃金增持趨勢分析.....	15
三、全球央行黃金管理方式及運用之工具.....	17
肆、心得及建議.....	23
伍、參考資料.....	24

壹、前言

職奉派於本（114）年 6 月 28 日至 7 月 6 日參加 BNP Paribas Asset Management（以下簡稱 BNP）於法國巴黎所舉辦之「Fixed Income Seminar」，參加學員約 35 人，分別來自中東、亞洲及其他地區等 21 個國家之央行、主權財富基金、退休基金及保險公司。課程內容從固定收益投資的評價、殖利率曲線的判讀、固定收益投資的市場風險、績效歸因分析、通膨連結債券、公債期貨、利率交換到可贖回債券，由淺入深的介紹影響固定收益投資之相關因素，及常見的固定收益投資工具，並由 BNP 負責實際投資操作的團隊，進行歐元固定收益投資、固定到期日投資組合（fixed maturity portfolio）的槓桿運用、可轉換公司債、資產擔保債券、全球永續策略及綠債等方面之實務經驗分享，進一步深化本行對固定收益投資理論與實務的了解。

本報告內容共分為兩大部分，第一部分係分析主權財富基金與央行等資產管理者之資產管理趨勢，第二部分則對全球央行之黃金配置與應用進行探討。

貳、主權財富管理者之資產配置趨勢¹

一、鑒於市場對未來利率的預期及各類資產間的相關性與過往已大不相同，主權財富管理者已重新審視其對總體經濟參數之假設，並因應調整其資產建構模型及投資策略

對於主權財富基金（Sovereign Wealth Fund，以下簡稱 SWF）或是各國央行等資產管理者而言，其資產配置決策須考量未來全球經濟成長可能面臨的風險，包括通膨壓力、主要國家政府對外政經政策（如關稅）、全球地緣緊張情勢等，及前述情境可能帶來的金融市場波動性；更長遠而言，須將全球經貿碎片化²（fragmentation）、氣候變遷及主要國家債務可持續性一併納入考量。在此背景下，主權財富管理者已重新審視其對總體經濟參數之各項假設，並因應調整其資產建構模型及投資管理策略：

- （一）考慮到川普之關稅政策或將引發成本上升，以及其移民政策或對勞動市場造成壓力，此等因素對通膨的影響，將進而使得貨幣政策趨緊及利率水準上揚；在此情況下，主權財富管理者不僅需重新調整其存續期間曝險，亦須維持投資組合在各種情境下之韌性與調整彈性，以因應政策不確定性。
- （二）承上，部分主權財富管理者亦已微幅調整其投資組合中美國市場的曝險（如減少較長期美債之配置），並重新評估被動跟隨指數投資之政策（尤其是集中於美國科技公司的股權資產部位），抑或策略性避開美系金融交易對手等。
- （三）此外，從 SWF 及央行未來兩年的固定收益（fixed income）及股權資產管理方式可看出，在現今政經環境的不確定下，管理趨勢將偏向主動管理，以建構較能適應未來變動、具韌性的投資組合，進而避開傳統依市值加權的被動式投資可能隱藏的風險。
- （四）以往資產配置模型中常用的報酬率假設如股債之負相關性，在近年高通膨、高利率之

¹ 主要參考自 Invesco 資產管理公司 2025 年對 141 個主權財富管理機構（包括 83 個主權財富基金及 58 家央行）進行訪談調查之結果分析；該等機構資產管理規模合計約 27 兆美元。

² 指全球市場、貿易、資本流動不再高度整合，而是被地緣政治、政策壁壘、區域化趨勢切割成多個相對獨立的板塊。

時期弱化，甚至轉為正相關，主權財富管理者將重新評估投資組合多元化能運用的工具。對於風險承受度較高之主權財富管理者（如 SWF），將轉向投資另類資產³（alternatives），如基礎建設及私募信貸（private credit）等，因其與傳統資產間相關性低，且可提供額外的報酬來源，得以做為新的風險分散工具。

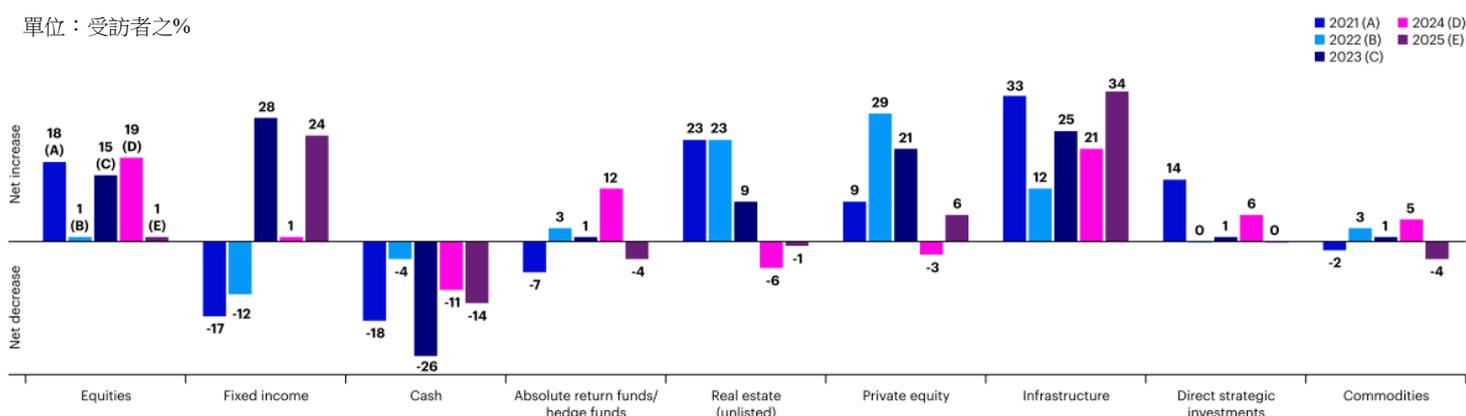
整體而言，資產管理者已調整其投資管理策略，以因應當下大環境面臨的挑戰，以下將依據不同類型管理者之變動趨勢，分節敘述之。

二、 主權財富基金：固定收益與私募市場資產的重新定位並提升主動管理比重

（一）重新定位固定收益資產：除了傳統防禦性功能，還能提升投資組合流動性，其收益性亦甚於以往

過往由於固定收益資產與股權資產等較高風險性資產間之報酬存在負相關性，其能有效調節整體投資組合的風險，具有防禦性之風險調控功能。隨著主要國家貨幣政策及各類資產相關性的改變，固定收益資產已成為 SWF 未來有高度意願增持之資產類別，僅次於基礎建設（圖 1），主要是現今之固定收益資產除了傳統之避險功能外，還能提升投資組合流動性，其收益性亦甚於以往：

圖 1 主權財富基金未來 1 年投資組合中各類資產之配置意願



資料來源：Invesco (2025)

³ 相對於傳統資產（如股票、債券）以外的投資標的。

1. 流動性：在全球政經情勢瞬息萬變的情況下，固定收益資產的高度市場流動性能使整體投資組合保持機動的彈性，並彌補投資組合中日漸增加之私募市場 (private market) 部位流動性的不足；有些 SWF 甚至透過增加短天期的固定收益資產部位，更積極的減少投資組合的存續期間。
 2. 收益性：歷經疫情後主要國家央行的升息，固定收益資產受惠於較高殖利率，且在各國央行有相對充裕的降息空間下，未來仍有價格上漲潛力，相較於估值攀升的股票，更具吸引力。
- (二) 私募市場資產的重新定位與管理策略調整：從利基性到策略性之資產配置考量，投資方式轉向較主動參與

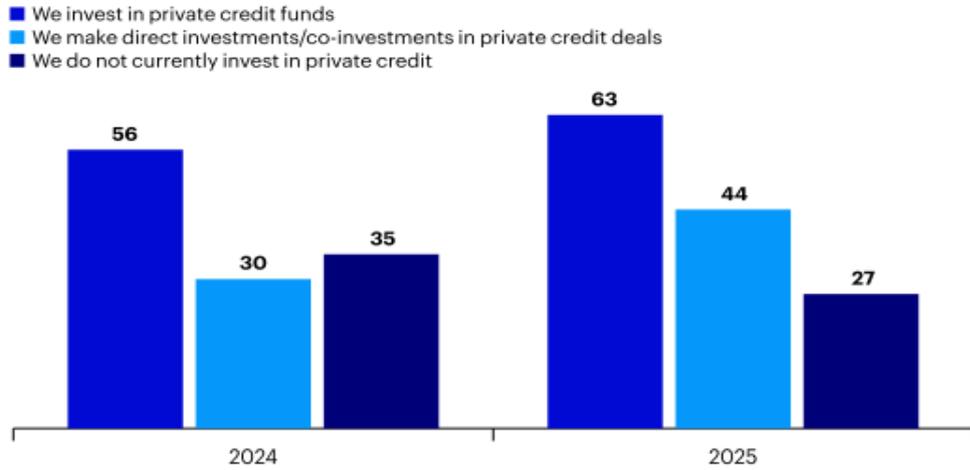
曾經僅是出於資產配置中的利基 (niche) 考量，私募市場資產現正日益被視為投資組合的策略性支柱，主要有以下原因：

1. 私募市場資產多為浮動利率結構，可抵禦利率水準上升之環境下將面臨的衝擊。
2. 私募市場資產因與公開市場資產的相關性較低，且參與投資之架構較能依據 SWF 投資目標和風險容忍度量身訂製等特點，使其更具吸引力。
3. 私募市場資產雖具有較高的收益潛力，但其投資效益往往需要較長的投資期間和穩定的資本投入才能顯現，而此恰好符合 SWF 之投資特質。

此外，部分 SWF 之投資管理政策正歷經轉變，其已從較被動的資本提供者，轉為較主動積極參與投資標的經營之投資者，此等管理方式的改變，也顯現在其投資私募市場資產的方式；雖然 SWF 參與私募市場的方式仍以投資私募基金為大宗，但透過直接或合資的投資形式已較往年大幅提升（次頁圖 2）。整體而言，近半數 SWF 未來一年都有意增加私募市場資產的配置。

圖 2 主權財富基金參與私募市場的方式

單位：受訪者之%



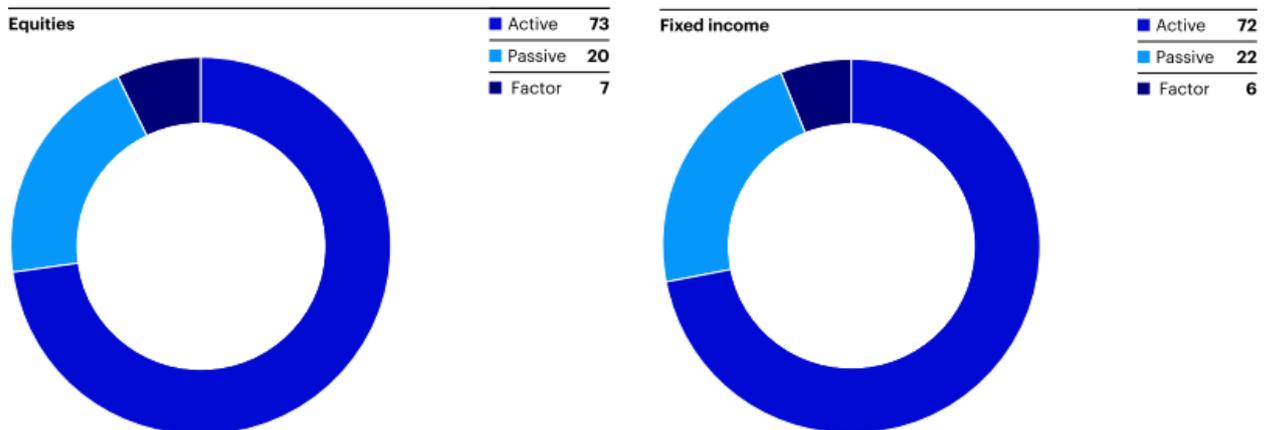
資料來源： Invesco (2025)

(三) 為調節被動式指數投資集中度較高之風險，以及面對全球經貿碎片化應保有之戰略彈性，主權財富基金將提高主動管理之比重

SWF 之投資管理採取主動與被動混合方式，即使被動管理主要是運用在較有效率的公開市場資產，但在股權和固定收益資產方面，仍以主動管理為主（圖 3），近來較大型的 SWF 亦不乏提高整體投資組合中主動管理比重者（可能因管理方式的轉變較小型 SWF 容易），不僅是為了尋求超額報酬（alpha），而是為因應今日快速變動

圖 3 主權財富基金股權與固定收益資產之管理方式比較

(in %)



資料來源： Invesco (2025)

投資環境及以往市場假設所面臨的挑戰，包括：

1. 指數集中風險：由於指數權重集中在高市值科技公司的程度尤甚以往，使得過去被動管理之多元化投資效果減弱，故希望輔以主動管理的方式以平衡曝險。
2. 地緣政治情勢加劇全球經貿碎片化：受近年地緣政治情勢變動影響，經貿體系面臨的不確定性升溫，以往投資區域多元化可提供的風險分散效果，將因新的地區性經貿模式興起而減弱，故須更主動的進行投資區域配置。
3. 投資組合須因應各種情勢發展，具有足夠的韌性：相較於被動跟隨指數權重進行資產配置，主動管理將可因應不同情境分析之結果進行動態調整，讓整體資產配置更具投資韌性。

SWF 對於固定收益資產的管理通常較其對股權資產之管理更為主動，而鑒於主要國家央行的貨幣利率政策步調不一、通膨水準仍多居高位、已開發和開發中國家皆已顯現財政壓力攀升等情況，債券市場流動性不均，主權債券與公司債面臨的市場波動性加劇，使得主動管理固定收益資產（如：存續期間管理、信用資產的選擇、戰術型配置策略等）的重要性尤甚以往，特別是新興市場國家債券部分，除了須從國家層面酌量配置外，尚須就產業別、發行人的部分慎選。

綜上，SWF 現今之主動管理已不僅是投資標的之抉擇（security selection），甚至進一步運用到其整體資產配置策略、調控地區曝險抑或搭配因子投資；在地區曝險調控部分，除了將重新審視資產評價模型中個別國家採用之折現率外，投資地區的多元化也不能僅如過往單純的分散投資區域，而須持續關注資產評價計算並進行策略性調整。

三、中央銀行：外匯存底管理保持更多彈性，美元仍居國際準備貨幣領導地位。而黃金占官方準備資產之比重可望提升

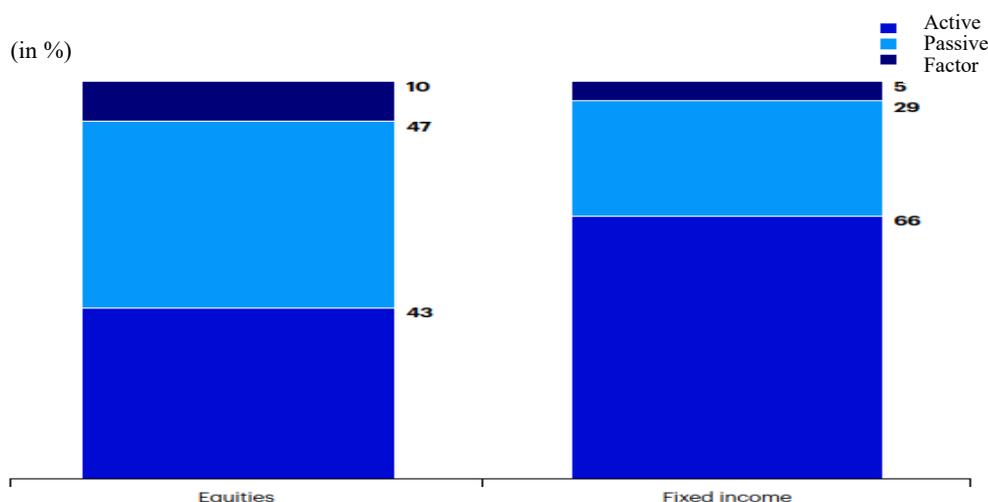
（一）面對政經環境的不確定性，央行之投資管理方式傾向保持更多投資彈性

鑒於近年來國際情勢動盪，過去 3 年間多達 72% 的央行強化其風險管理機制，而

有 62% 的央行重新審視評估外匯存底適足性之標準，顯見在面臨外部衝擊下，多數央行體認到維持充裕的外匯存底或保有其他緩衝機制的重要性。事實上，在近期的市場波動下，部分受衝擊較深國家之央行被迫出手穩匯，其餘央行亦著手重新調整其流動性安排，不論是增加短期資產、調整對擔保品的要求、抑或強化與他國間之貨幣互換機制，均為了確保其能取得緊急流動性，此亦驅動央行傾向維持較充足的官方準備資產（以下簡稱準備資產），並以更機動的方式進行管理。

由於央行的主要法定職責之一即為物價穩定，維持該國貨幣之匯率穩定也多是央行關切重點，從此角度來說，不難理解為何央行外匯存底向來以流動性較佳之債券為主，而央行亦因多年來累積的投資經驗，對於固定收益資產較為熟稔，具有良好之管理能力，故其固定收益資產以主動管理為主（圖 4），此也有利央行調整部位以因應利率風險、標的信用評等降級或市場流動性改變之情況。另一方面，央行對股權資產的管理則是以實務導向，透過被動投資之核心管理方式，可以較有效率地保持對廣泛市場的曝險，必要時亦可搭配主動策略進行標的挑選；然而，已有部分央行考慮在未來幾年於股權資產部分增加因子投資的運用，冀以成本較完全採主動管理，更為受控的方式取得目標曝險程度。

圖 4 央行股權與固定收益資產之管理方式比較



資料來源：Invesco (2025)

(二) 雖美國財政情況堪憂，但國際貨幣體系之結構性因素使得實務上沒有其他足以替代的貨幣，讓美元仍居國際準備貨幣主導地位

美國債務水準上升、持續性的財政赤字及政治波動性，雖使各國對美元在國際貨幣體系的地位產生疑慮，但綜觀各國貨幣，從流動性、國家信用品質及金融市場深度而言，仍以美元為首。據國際貨幣基金（International Monetary Fund，以下簡稱 IMF）之各國外匯存底幣別組合資料顯示，近 15 年來，即使非美元貨幣在整體幣別配置之比重已逐步提升，惟並未集中於單一貨幣，顯示即使要多元分散至美元以外之貨幣，也是緩慢且具戰略性考量的過程，主要有以下原因：

1. 以歐元而言，由於歐元區內各國政治經濟發展程度不一，加上區域內雖使用單一貨幣，但仍個別發行主權債券，市場碎片化，致其債市規模、深度與流動性均不及美國，且金融與資本市場亦因跨國間規則尚未完全統一，整合不足，歐元迄今尚未能撼動美元地位。其他主要國家貨幣如日圓、英鎊、瑞士法郎等，雖具戰略性之幣別分散功能，但在跨境支付及國際貿易計價方面之影響程度亦不若美元、歐元，亦不太可能改變現有國際準備貨幣體系。
 2. 人民幣的部分，雖中國大陸期望透過與他國簽署雙邊貨幣清算協議，提升人民幣在國際上之影響力，但受中國大陸資本管制、市場准入規範、交易時間與政治風險（如：在地緣政治考量下，如遇極端情況，持有人民幣之國家可能無法存取以該幣別計價之資產）等限制，降低其作為國際準備貨幣之吸引力；新興市場貨幣雖在收益性方面具持有誘因，但對央行來說，本於其外匯存底管理原則，在考量流動性與安全性（包括國家信用品質及國家治理層面）下，新興市場貨幣亦未能成為國際準備貨幣主流。
- (三) 央行未來之資產配置可望提升黃金比重，並採取動態管理方式，顯見其對投資組合具有避險價值，強化其做為策略性防禦資產之地位

在金價持續高漲下，央行仍持續增持黃金，雖增持僅集中於部分國家，但在受訪之央行中，未來三年內預期增持黃金者近半數，顯見當前全球政經局勢不確定性上升、

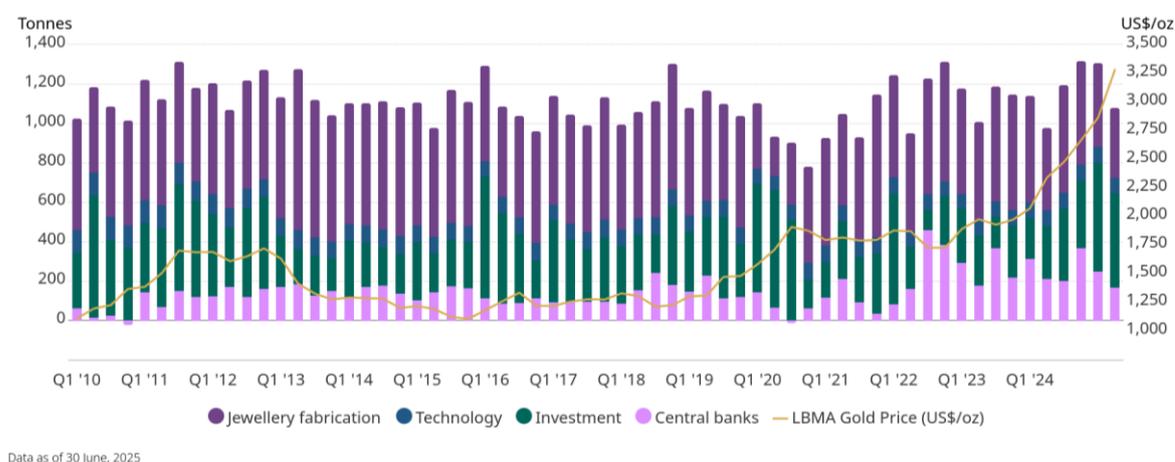
貨幣分散選擇有限下，黃金不受單一國家貨幣當局或政治風險影響之特性，凸顯其價值儲藏功能，且能有效作為策略性防禦資產。此外，央行未來預期將採取更為動態方式管理其黃金曝險⁴，例如使用黃金衍生性商品（如黃金交換、黃金期貨等）或黃金 ETF 等投資工具；因渠等具有較大操作彈性、交易執行上也較有效率，除了方便管理流動性外，亦可微調曝險程度甚或強化投資收益，而無須出售實體黃金，畢竟此等行為之政治敏感性較高。

⁴ Invesco (2025) 對 44 家央行的訪談調查結果顯示，渠等當下及未來五年黃金投資之方式，雖均以持有實體黃金為主，但擬透過黃金衍生性商品投資者，將由當下之 9%提高至 19%；擬透過黃金 ETF 投資者，則由當下之 16%提高至 21%。

參、央行之黃金配置及應用探討

近年金價之漲幅凌厲，而黃金之供給相對需求較為和緩，遂引發市場對於金價飆升推手之關切。綜觀歷年來黃金需求之來源，主要為民間個人或公司及大型機構投資人之珠寶製造與投資需求（圖 5），然由於央行近年（尤其是 2022 年後）之黃金需求變動較大，使得外界極為關注央行持有黃金之動態。以下將先回顧過往各個時期黃金在國際貨幣體系及其在央行資產中的定位，再分析近期央行黃金持有量之變動及可能原因，並就央行之黃金管理方式與較常運用之工具進行說明。

圖 5 黃金需求之來源分析



資料來源：WGC

一、黃金在國際貨幣體系及其在央行資產中之定位：黃金的七個時期⁵

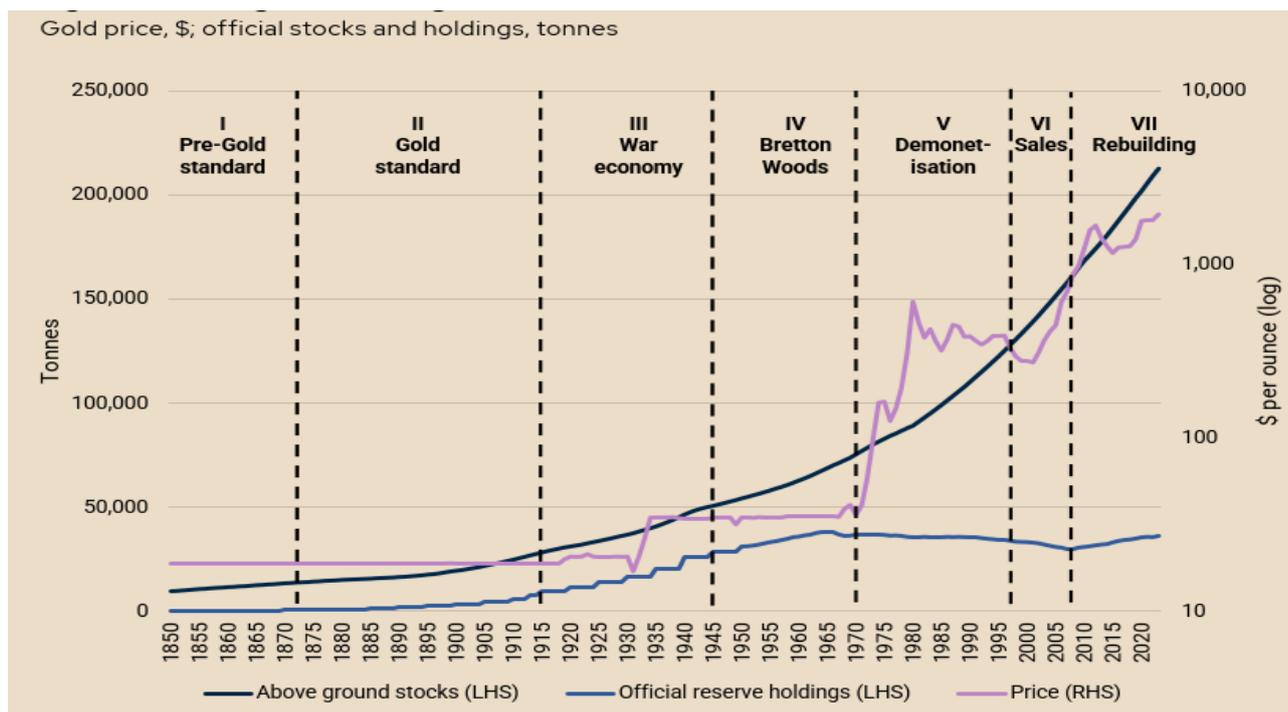
根據國際貨幣基金（IMF）之國際收支手冊（Balance of Payments Manual, BoPM）定義，準備資產係指受貨幣管理當局控制且能立即用於支應國際收支融資需求、介入外匯市場進行匯率干預及其他相關目的之外部資產，並將貨幣用黃金列於準備資產的首位，居於特別提款權（Special Drawing Right, SDR）、IMF 之準備部位及其他準備資產（如貨幣市場或固定收益之投資工具）之前，可見黃金對於央行之重要性。然而，黃金究竟是否能被視為「貨

⁵ 主要參考自 OMFIF (2024), “Gold and the New World Disorder”, Dec. 10 及 Marsh, David and Ben Robinson (2016), “The Seven Ages of Gold”, Sep. 18。

幣」，向來引發正反兩方爭論，且需視所處之時期而定，主要與央行在外部政經環境更迭下，對黃金之看法轉變有關，以下就黃金在過去近 150 年於國際貨幣體系中的角色變化，區分為七個時期（圖 6）：

（一）前金本位時期（Pre-Gold Standard）：1871 年德意志帝國建立之前

圖 6 黃金的七個時期



資料來源：OMFIF (2024)

在 19 世紀中以前，許多國家之貨幣制度係採金銀雙本位制，但由於各國政府規定的金銀比價（即多少黃金能換成多少白銀）不同，加上市場上實際金銀比價會隨著黃金白銀的供需而波動，和政府的官方比價常常不一致，導致黃金在不同國家、市場的價值不一樣，沒有統一或固定的金價，甚至可能產生劣幣驅逐良幣的問題⁶，這種混亂正是後來各國逐步放棄金銀雙本位、轉向單一金本位的重要原因。轉變的契機發生在 1871 年，適逢以下因素，共同推動了金本位制度的建立：

⁶ 在黃金與白銀的實際市場比價與官方比價不同下，人們會將在市場上較有價值的金屬貨幣窖藏，致流通在外的為價值較低的金屬貨幣。

1. 政治因素：時當北德與南德邦國統一，德意志帝國成立⁷後，需要一個強而有力的貨幣制度來鞏固經濟與國際信用；而英國作為全球貿易與金融中心，早已採用金本位制，其他國家為了與英國接軌，加上德意志帝國轉變帶來的示範效應下，帶動了日本與其他歐洲國家跟進改採金本位制。
2. 經貿因素加上技術發展的基礎：工業革命推動了國際貿易與資本流動，需要一個更為穩定的國際結算體系，而金本位制提供了「固定匯率」機制，便於跨國交易，加上交通（如鐵路、船舶等）與通訊（如電報、電話等）的發展與普及，使得黃金跨境運輸與金融結算更為便利。
3. 白銀價格下跌：19 世紀後期，美洲銀礦大量開採，白銀價格下跌，導致銀本位國家出現通貨不穩。

(二) 金本位時期 (Gold Standard)：1871-1914 年

在金本位制度下，一國之貨幣價值是以固定重量的黃金為基準，而各幣別間之匯率將由其含金量決定；由於各國央行須確保持有該國貨幣者得按政府規定之固定比率將貨幣兌換成黃金，在此制度下，央行成黃金固定價格體系之維護者。

(三) 戰時經濟時期 (War Economy)：1914-1945 年

第一次世界大戰爆發後，各國為籌措軍費，暫停貨幣與黃金兌換；雖美國、英國等曾嘗試於戰後恢復金本位制，但由於金本位制度下之貨幣供給受限於黃金儲備，在兩次世界大戰間之經濟大蕭條與金融動盪下，各國貨幣政策缺乏彈性，又進一步加劇了經濟困境，金本位制度至此勢不復返。

(四) 布列敦森林體制時期 (Bretton Woods)：1945-1973 年

各國希望戰後的新制度能兼顧匯價穩定與政策調整空間，加上戰後黃金分布極度不均⁸，在黃金庫存不足下，許多國家可能無法支撐其貨幣發行；由於當時美國經濟

⁷ 時任普魯士首相俾斯麥透過其鐵血政策及與丹麥、奧地利、法國的戰爭，逐步排除奧地利的影響，統合了北德與南德邦國，推動成立德意志帝國；其後德意志帝國乘勢運用戰勝後取得之鉅額賠款（以黃金支付），建立了金本位制度。

⁸ 二戰重創歐洲與亞洲，黃金流向戰爭期間供應軍火與物資的美國。

與金融實力領先多數國家，以美元作為各幣別之「中介」，比讓各國貨幣直接與黃金掛鉤更可行，遂在布列敦森林會議後，建立了美元與黃金掛鉤、其他貨幣再與美元掛鉤的「金匯兌本位」制度。在此時期，黃金作為世界廣泛流通貨幣的角色減弱，但部分國家（如歐洲國家與日本）將其持有過剩的美元向美國兌換成黃金，並累積了可觀的黃金儲備。然而，在美國時任總統尼克森宣布中止美元與黃金兌換⁹後，美元與黃金脫鉤，布列敦森林體系瓦解。

(五) 去貨幣化時期 (Demonetisation)：1973-1998 年

在此時期，由於黃金並非貨幣體系中的正式成員，各國官方黃金持有量下降，但受到地緣政治緊張情勢升溫影響，金價產生了劇烈波動；部分國家為避免受到美國的制裁（如伊朗、伊拉克），開始將存放海外之黃金運回本國，黃金作為避險工具的價值開始顯現。

(六) 出售期 (Sales)：1998-2008 年

由於 1980 年代後金價長期低迷，且黃金並無孳息，相較之下，主要國家公債的高殖利率與較佳的流動性，對多數具有黃金儲備的央行而言，持有黃金的機會成本過高，不符合一般資產管理原則¹⁰；此外，為因應歐元的誕生，歐洲央行（ECB）與成員國央行亦調整準備資產結構，降低黃金比重、增加外匯資產，故英國與部分歐洲國家（如荷蘭、瑞士）大量售出黃金。為避免各國同時拋售導致金價暴跌，1999 年 15 個歐洲國家央行與 ECB 共同簽署中央銀行黃金協議（Central Bank Gold Agreement，CBGA），其中限制簽署方之黃金出售量，並強調黃金在央行準備資產中的角色不會消失。

⁹ 1960 年代後期起，日本及歐洲經濟復甦，美國在全球經濟的比重下降，致各國開始質疑美元含金量，紛紛要求將手中的美元兌換成黃金（如法國與瑞士即曾大規模兌換黃金），加速美國黃金外流；加上在布列敦森林體制下，美國必須持續提供美元給世界，代表美國將呈現長期國際收支逆差，而美國當時又受到越戰及國內社會福利計畫開支的影響，美元加速流出海外，但其黃金存量有限，美元與黃金已難維持平價。故當尼克森宣布關閉黃金窗口，終止美元與黃金的兌換後，各國陸續放棄該國貨幣對美元的固定匯率，至此開啟了浮動匯率制度時代。

¹⁰ 一般資產管理原則之基本理念，包括安全性、流動性、收益性、多元分散等；對於央行而言，尤重前三者。

(七) 重建期 (Rebuilding)：2008 年迄今

央行在此期間由黃金淨賣家轉向成為淨買家，主要原因包括：

1. 全球經濟不確定性升高，持有黃金可減緩央行資產負債表受到的衝擊

2008 年金融危機及其後之歐債危機以降，自美國 Fed 開始，英國、瑞士等國央行及 ECB 陸續採行量化寬鬆政策抑或啟動資產購買計畫，而此使得債券持有人受到巨大資產（評價）損失，部分歐洲國家央行（如德國及荷蘭）係透過黃金評價之相關科目來緩解其資產負債表受到的衝擊。

2. 對美元武器化與遭受制裁的擔憂，加上資產配置多元化的風險分散需求

近年由美國主導，歐盟、英國等國跟進對俄羅斯的制裁，凍結了俄羅斯在渠等國家的官方資產，導致非美盟國對於美元「武器化」、甚或持有其他盟國貨幣計價資產的擔憂；即使是較為中立的國家，也可能出於更廣泛的風險分散需求而增持黃金，因其不屬於任一國家的負債，價值不受任何單一國家的影響。

3. 具有實質價值保障以對抗通膨或政經環境的不確定性

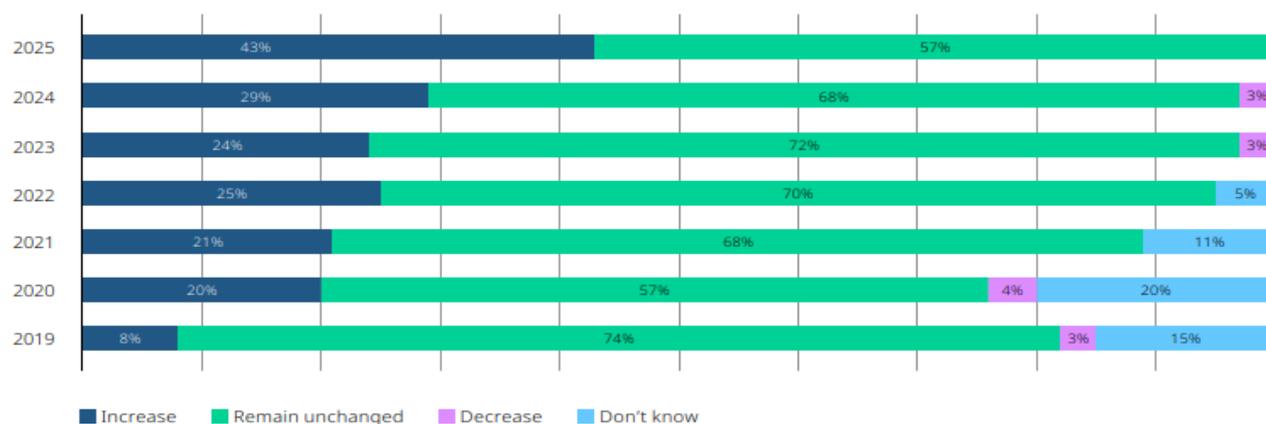
受到新冠肺炎疫情（COVID-19）對供應鏈及俄烏戰爭對能源的衝擊，市場對通膨上升的擔憂亦推升部分央行重新購買和儲存黃金；近年來國際地緣政治情勢升溫，更是推升對黃金的避險需求。

在此時期，購買黃金的國家較以往更為廣泛，從較早增持的中國大陸和俄羅斯開始，擴展到新興市場國家（如印度、土耳其），甚至更多國家也加入，如波蘭、哈薩克、匈牙利、新加坡、捷克、卡達與埃及等；此等黃金購買趨勢，顯示未來將鮮有大規模的央行出售黃金，也使得原本每五年由簽署國續約一次之 CBGA，在 2019 年到期後未再續簽。

二、全球央行黃金增持趨勢分析

承前所述，自 2010 年以來，央行轉為國際黃金市場之淨買方，而 2022 年後全球央行的黃金持有量更是大幅成長，且此趨勢未來仍可望持續。據世界黃金協會（World Gold Council，以下簡稱 WGC）2025 年對 73 個國家央行的調查¹¹顯示，該國未來 1 年內預計增持者占比達 43%（圖 7），其中主要為新興市場國家或開發中經濟體（Emerging Markets and Developing Economies，EMDE），至於增持之原因各異，但多數表示與準備資產多元化之政策、先進經濟體政治風險升溫、資產配置再平衡之策略性調整有關，其他可能原因包括：增加避險工具（以因應高通膨、美元曝險或市場動盪等）、國內黃金購買計畫¹²等。

圖 7 央行預計其未來 1 年內之黃金儲備變化



資料來源：WGC (2025)

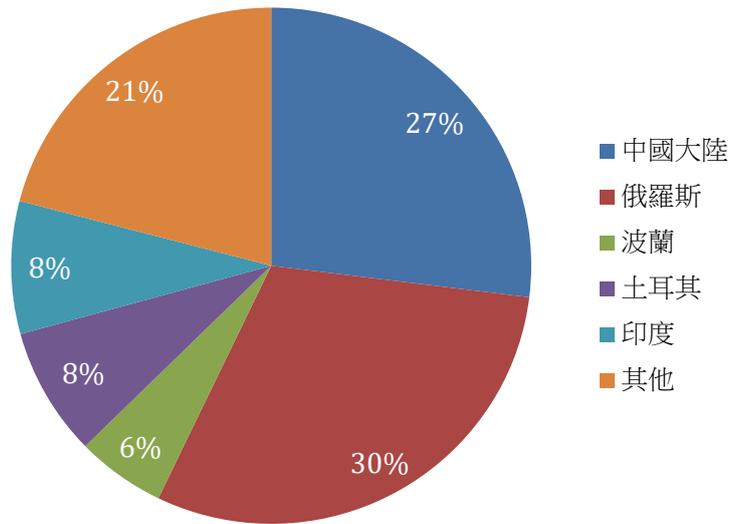
雖近半數央行未來有意增持黃金，但自黃金重建期（2008 年後）迄今，實際增持黃金者僅集中於少數國家；自 2008 年至 2024 年，黃金增持量前五大國（俄羅斯、中國大陸、印度、土耳其及波蘭）即占同期所有央行黃金增持量近 8 成（次頁圖 8）。在目前全球黃金持有量前十大國家¹³中，僅 3 國央行在 2008 年至 2024 年間持續大量購入黃金，顯示黃金持有

¹¹ WGC 對 73 個國家央行就其黃金儲備相關之問題進行調查，其中包括 16 個先進國家（Advanced）及 57 個新興市場國家（Emerging），各國得僅就部分問題進行回覆。

¹² 國內黃金購買計畫，是指央行透過要求黃金出口商保留一定的產量給央行購買，或是央行主動向當地黃金礦商收購黃金的相關計畫；非洲的迦納、坦尚尼亞、尚比亞，拉丁美洲的厄瓜多，以及亞洲的菲律賓、蒙古、哈薩克等國，都有相關的安排。央行自國內購買黃金，可能是為減少外匯存底動用、降低取得成本，或出於支持本土產業的原因。

¹³ 2024 年底全球黃金持有量前十大單一國家之央行依序為美國、德國、義大利、法國、俄羅斯、中國大陸、瑞士、印度、日本及土耳其。

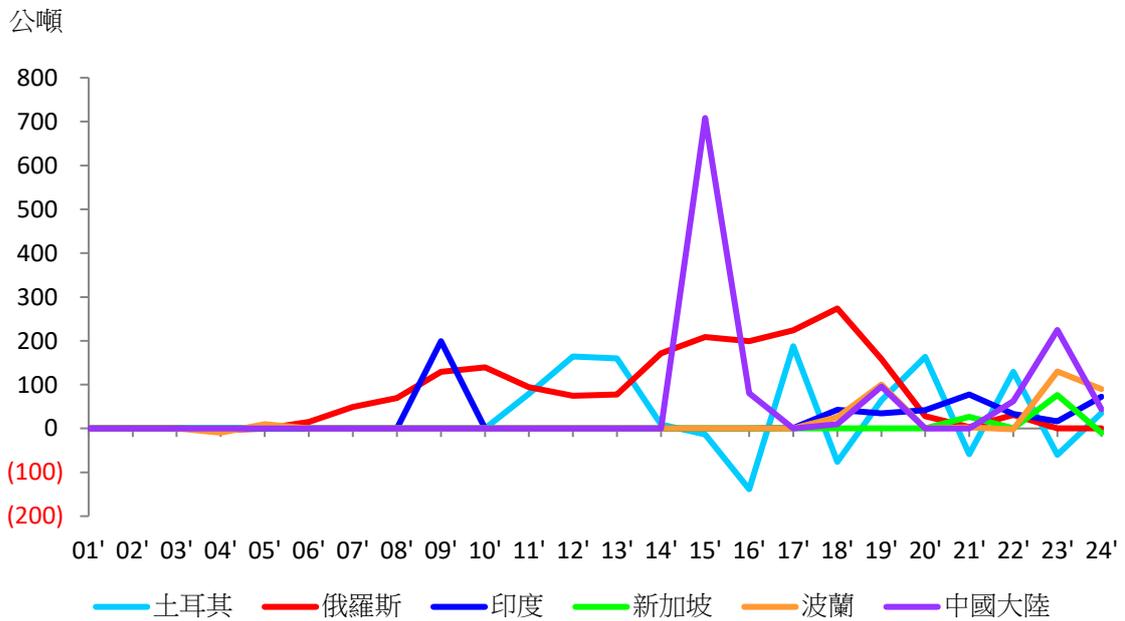
圖 8 2008-2024 年全球央行黃金增持量占比



資料來源：WGC

量較大之國家主要係因歷史因素而繼續持有；至於近年黃金增持較多之國家，各有其考量，且在不同期間亦可能有不同的因素交互影響（圖 9），茲分類如下：

圖 9 2008-2024 年央行之黃金年增持量



資料來源：IMF, WGC

(一) 為因應貿易衝突或地緣政治風險升溫、降低對美元曝險或減少受歐美國家金融制裁影響等政治性考量，例如中國大陸（2018-2019 年及 2022-2023 年）及俄羅斯（2007-2019

年、2022 年)、波蘭¹⁴ (2018-2019 年及 2023-2024 年)。

(二) 當發生資金外逃或其國內通膨嚴峻，使得其匯率驟貶、幣值不穩者，如中國大陸 (2015-2016 年) 及土耳其 (2017-2019 年¹⁵、2022 年、2024 年)。

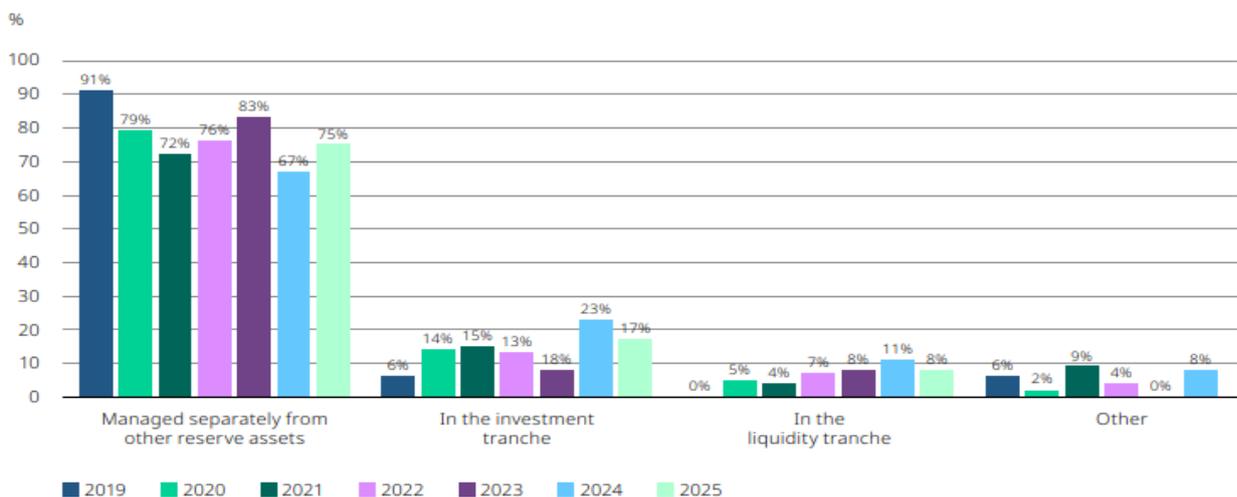
(三) 為增加投資工具，或有資產配置多元化以分散風險之投資需求者，如中國大陸 (2002 年、2009 年) 及新加坡 (2021 年、2023 年)。

(四) 出於其國內傳統上對於黃金、金飾等文化需求者，如印度。

三、全球央行黃金管理方式及運用之工具

IMF 對國際準備的定義，包含了外匯存底及黃金，而各國央行對於黃金的管理方式，與外匯存底及其他準備資產的管理方式是否有所不同呢？據 WGC 2025 年對央行的調查顯示，在 59 家央行中，多數央行會將黃金與其他準備資產分開管理 (圖 10)。將黃金分開管理的原因，過去主要是因其難以透過現有評價機制評估，及歷史性因素 (即黃金僅為央行過去留

圖 10 央行對黃金之管理方式



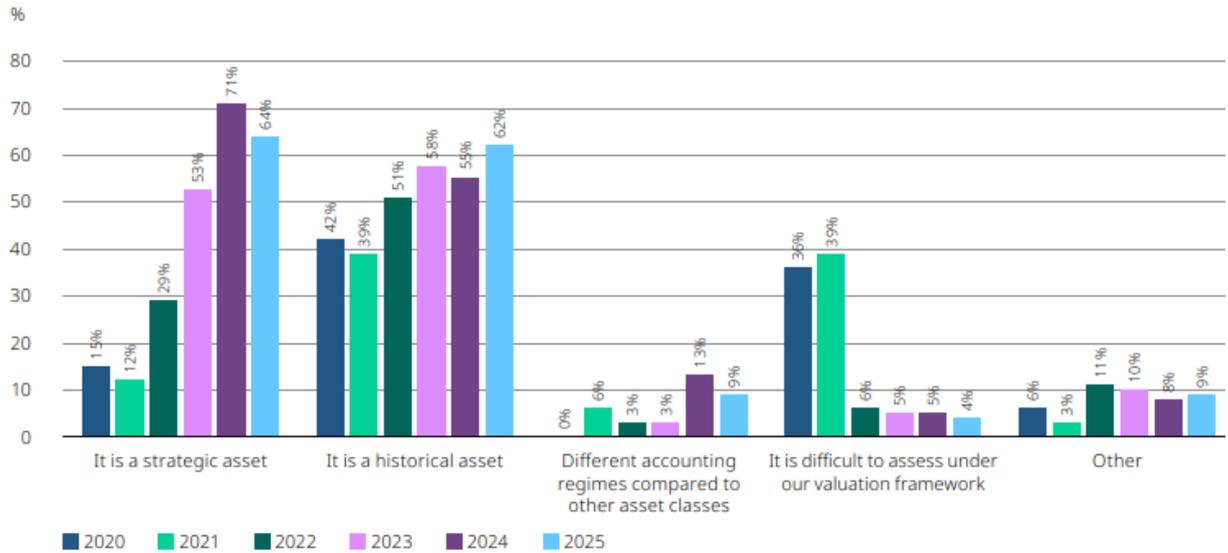
資料來源：WGC (2025)

¹⁴ 據波蘭央行總裁 Adam Glapiński 過往對外表示，波蘭購買黃金是出於強化國家金融安全、提升國際投資人對波蘭的信任度 (2018 年)，並表示黃金是「國家財富的象徵」，強調黃金在危機時期的保值與避險功能，尤其在戰爭、危機和災難期間，黃金能提供長期穩定的實質報酬 (2019 年)。尤其在俄烏戰爭爆發後，黃金是「無交易對手風險」的資產，能在制裁與金融動盪中保護該國之準備資產，且出於地緣政治風險上升、美元資產集中度過高之考量，計畫再購入黃金 (2021-2022 年)。此外，其於本年表示，在全球動盪與尋求新金融秩序的時代，黃金是唯一安全的準備資產，黃金對官方準備資產之目標比重將從原定之 20% 提升至 30%。

¹⁵ 當時土耳其央行甚至曾鼓勵商業銀行以黃金作為存款準備金存入央行，央行持有之黃金也因此增加。

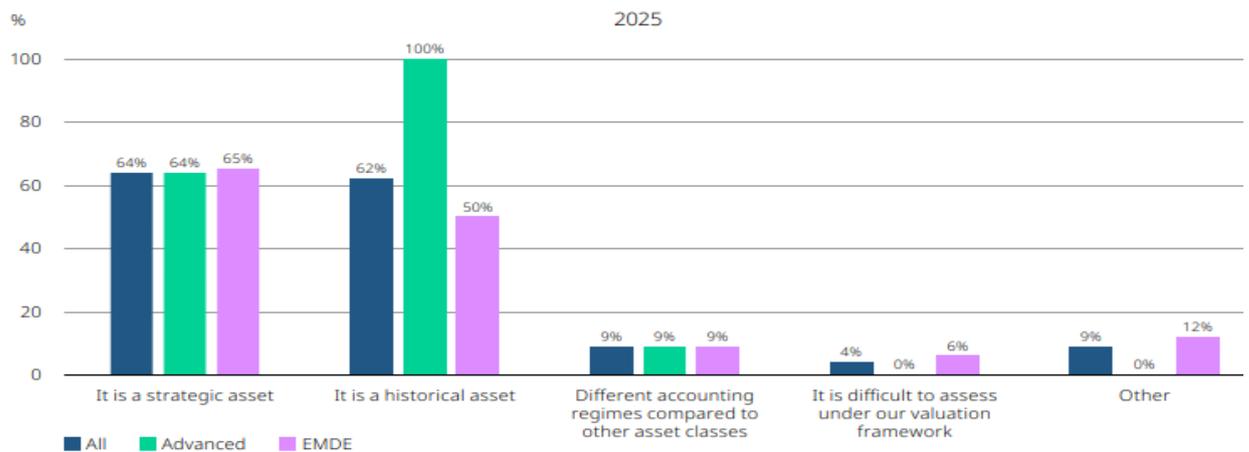
存之部位而繼續持有) 影響 (圖 11); 近年來, 雖對先進國家而言, 主要仍受歷史性因素影響, 但對 EMDE 而言, 除了歷史因素外, 更重要的是將其視為策略性資產而另行管理 (圖 12)。

圖 11 央行將黃金與其他準備資產分開管理之原因(2020-2025 年)



資料來源：WGC (2025)

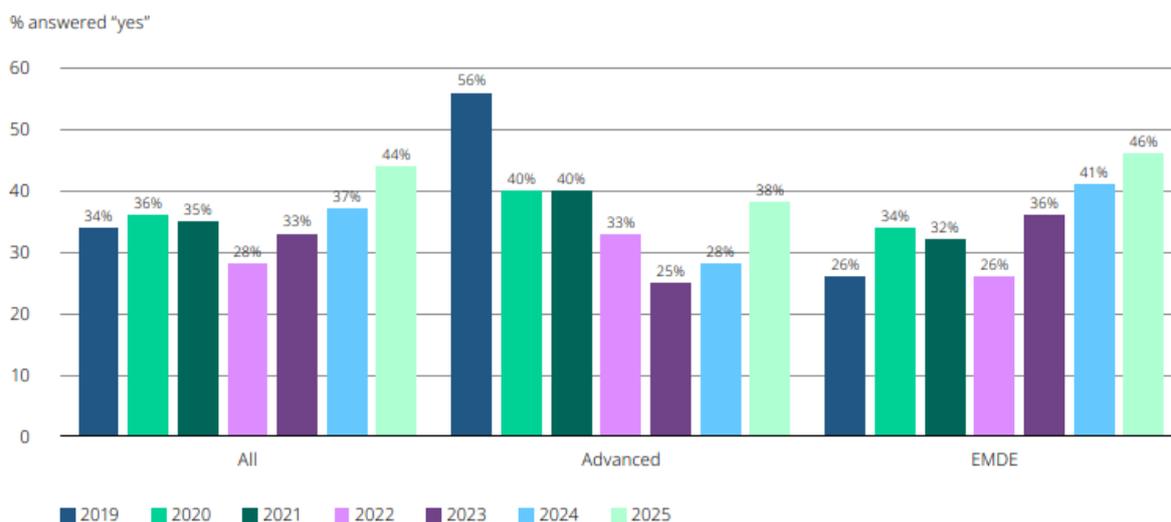
圖 12 央行將黃金與其他準備資產分開管理之原因(2025 年)



資料來源：WGC (2025)

2008 年後，全球央行黃金持有量持續攀升，但央行對於購入之黃金係採取買入後便長期持有的被動性管理，抑或較積極主動管理其黃金部位呢？據 WGC 2025 年對央行的調查顯示，在 59 家央行中，有 44% 的央行屬積極性管理，其中雖然以 EMDE 央行為主，但可看出先進國家央行近年來管理態度轉趨積極（圖 13）。該等央行積極管理黃金部位之目標，包括增加收益、風險管理及戰略性（tactical）交易等，而其目前或正考慮運用之黃金投資工具以黃金存款最多、其次為黃金交換（期初提供黃金作為擔保品以取得流動性）。以下謹就黃金存款及黃金交換的運作方式概述如後：

圖 13 央行對黃金採積極管理之比例



資料來源：WGC (2025)

(一) 黃金存款

黃金存款之交易雙方，分為期初出借其所持有之黃金者（以下稱貸方）及期初收受黃金者（以下稱借方），期初交易雙方確認黃金存款之交易條件，包括：欲進行黃金存款交易之黃金重量、黃金存款利率、存款期間及黃金參考價（用以結算存款期間之利息），黃金自貸方移轉給借方；黃金存款到期後，借方返還貸方黃金，並依交易條件給付貸方存款期間之利息（通常以美元支付）。貸方通常係為活化黃金、增加投資收益而進行黃金存款交易，而借方通常會透過該等交易，將借入之黃金透過另一筆

黃金租賃¹⁶ (gold leasing) 或是黃金交換交易，再貸出／換出予第三方，以賺取和黃金存款交易間之報價利差，抑或透過此交易進行本身相關部位之避險¹⁷ (圖 14)。因此黃金存款利率水準通常會受美元無風險浮動利率¹⁸、美元黃金交換利率及當時市場對黃金的需求所影響；一般而言 1 年期黃金存款利率會在 0% 左右波動，近年來因美元無風險利率及對黃金之需求上升，致 1 年期黃金存款利率報價略微提升至 0.20% (圖 15)。

圖 14 黃金存款交易示意圖

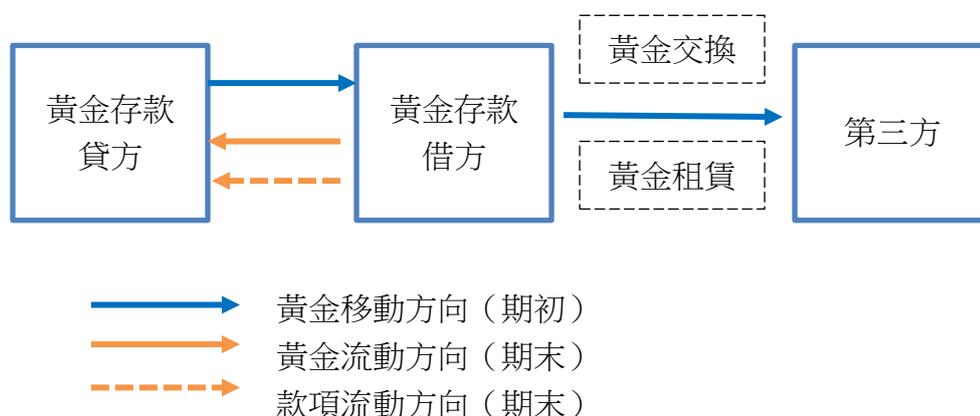
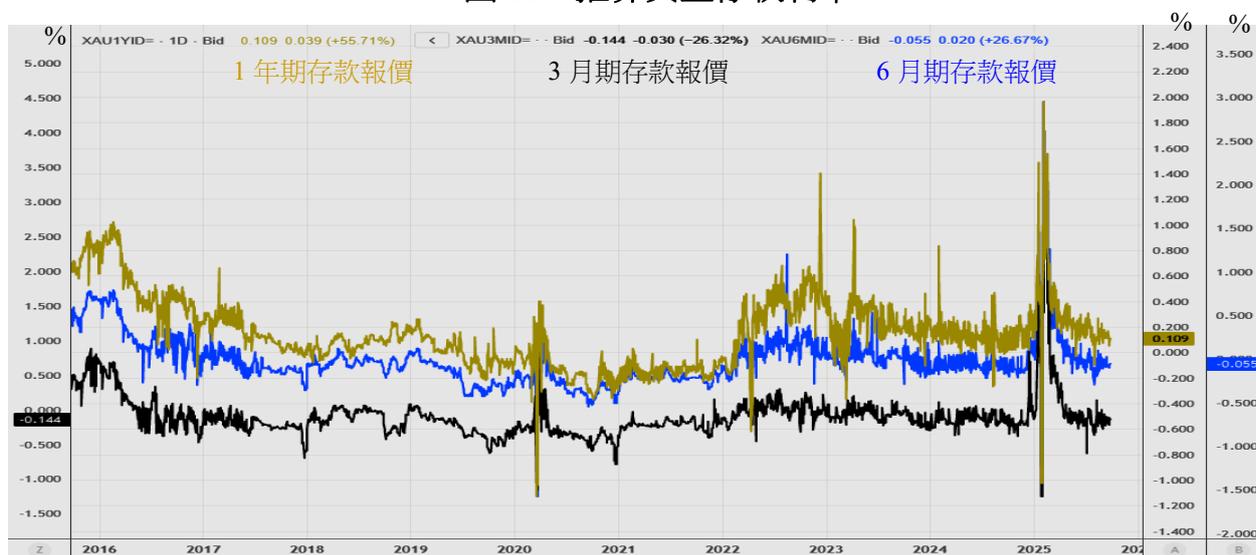


圖 15 推算黃金存款利率



資料來源：Refinitiv

¹⁶ 黃金租賃交易，是黃金持有人將黃金借給銀行、交易商或礦商，收取租賃期間之利息，在市場對黃金需求上升時報價較高。
¹⁷ 商業銀行、貴金屬交易商可能會需要透過此等交易取得額外黃金以進行相關部位的避險，央行如做為黃金存款交易之貸方，可適度緩解黃金市場流動性。
¹⁸ 自倫敦銀行同業間拆放利率 (London Interbank Offered Rate, LIBOR) 退場後，現多以美國擔保隔夜融資利率 (Secured Overnight Financing Rate, SOFR) 為指標。

(二) 黃金交換

黃金交換交易是黃金換出方於期初提供黃金作為擔保品，向另一方借入美元（或其他主要國家貨幣），到期時依據交易條件¹⁹支付美元款項以換回黃金，其期初與期末間收付之美元款項差額則等同其取得美元流動性應支付之成本。由於黃金交換屬於衍生性金融商品，交易雙方須已簽署國際交換及衍生性商品協會（International Swaps and Derivatives Association, ISDA）之相關合約。多數央行進行黃金交換之主因，應是在不影響國際金價及其所持有黃金庫存的情況下，取得短期外匯流動性；由圖 16 可見，於黃金現貨或期貨市場避險需求（對黃金之融資需求）較低或美元流動性趨緊之際，黃金交換利率水準通常較高。

圖 16 1 個月期之黃金交換利率水準



資料來源：Bloomberg

雖然各國央行未曾公開表明其承作黃金交換之時點及規模，但據市場推測，1990 年

¹⁹ 黃金交換之交易條件包括黃金重量、黃金交換報價（以基點報價）、交易期間及黃金參考價，期初黃金換出方取得之美元為黃金重量 x 黃金參考價，而期末需支付另一方之美元款項為黃金重量 x 黃金參考價 x (1+黃金交換利率) x 黃金交換天數/360。

前之蘇聯²⁰及印度央行均曾透過黃金交換取得外匯流動性。在 1990 年波斯灣戰爭爆發前幾年，因石油輸出國組織（OPEC）內部分歧及產量增加，致國際油價下跌，使得蘇聯外匯收入銳減，加上其國內遭逢財政壓力，市場傳聞蘇聯除了直接出售黃金外，亦透過黃金交換向國際間銀行換取短期外匯資金，交易規模估計達 300 公噸黃金。一般而言，與直接出售黃金相比，央行透過黃金交換換出黃金可取得短期流動性，又不至於影響金價；但如該等黃金交換之交易對手將這些換入的黃金進一步透過黃金貸款交易貸出，增加黃金貸放市場的黃金供給量，將會壓低黃金貸放利率。然而當 1990 年 8 月，伊拉克入侵科威特觸發波斯灣戰爭，避險需求推升金價之時，蘇聯反向操作黃金交換，用外匯換回其黃金，並立即將這批黃金在現貨市場以更高的價格拋售賺取外匯收入，使得金價下滑，並推升了黃金貸放利率（因減少了黃金貸放市場的黃金供給量）。

另外當 2013 年，時任美國聯準會主席 Bernanke 透露將縮減量化寬鬆之購債規模，引發金融市場動盪（即縮減購債恐慌）下，國際資金自新興市場大幅撤離，造成新興市場股債價格下跌且其貨幣對美元匯率大幅貶值，尤其是財政及經常帳失衡較嚴重之新興市場國家，其中極度仰賴外債支應的脆弱五國（印度、巴西、印尼、土耳其及南非）貨幣跌幅最深，市場遂推測印度央行曾透過黃金交換向 BIS 取得緊急美元流動性，使得當年度 BIS 持有之黃金（包含因黃金交換而取得之黃金）基準較高，致 BIS 次年（2014 年）年報中揭露其持有之黃金量顯著減少²¹。

²⁰ 俄羅斯社會主義蘇維埃聯邦共和國（Union of Soviet Socialist Republics, USSR），簡稱蘇聯，原係由 15 個加盟共和國組成的聯邦制社會主義國家，在 1991 年瓦解後，由俄羅斯繼承其國際法人地位。

²¹ BIS 通常是作為黃金交換交易之黃金換入方，而由於其曾在其 2014 年報中揭露所持有之黃金（包含因黃金交換而取得之黃金）較前一年減少約 168 公噸，故市場推測，其黃金持有量之巨幅變動可能有部分係因印度央行於 2013 年間與其進行黃金交換所致。

肆、心得及建議

- 一、 為達到長期經營目標，主權財富管理者宜採取更主動的管理方式因應，並預留較以往更多的調整彈性，方能因應瞬息萬變的政經環境

對主權財富管理者而言，其管理目的不論是以增加國家財富為前提，或是配合國家發展策略進行投資，抑或是為維護對內及對外價格、經濟金融穩定而管理國家準備資產，都是以其經營目標為方向，而著重長期發展，因此其資產建構模型所仰賴的總經參數與各項假設，亦須定期審視調整。由於近年政經情勢變化迅速，市場波動幅度加大，主權財富管理者在擬定投資管理策略時，宜採取更主動的管理方式因應，並預留較以往更多的調整彈性，對 SWF 而言，包括提高與傳統資產相關性低之類型的資產比重，或策略性適時增加對固定收益資產之曝險；對央行而言，則包括外匯存底適足性評估、強化緊急流動性之安排及準備資產結構之全面檢視。

- 二、 近年全球央行之黃金增持集中少數國家，且各有其考量，未來仍宜持續關注全球央行黃金持有動態，但須留意相關數據解讀；如需進行黃金部位調整，須以他國經驗為鑑，避免引發不必要的市場揣測或動盪

近年金價飆升，加上央行自 2010 年以來已成為黃金淨買方，使得外界極為關注央行之黃金配置，邇來甚有報載央行持有之黃金市值占準備資產比重已超越美債占比，但黃金市值之漲幅，主要是受金價上揚所致，黃金增持量之影響則相對較為和緩。誠然，全球央行黃金持有量累創新高，但黃金之增持實際上僅集中於少數國家，且各有其考量，與渠等對黃金之角色定位亦有關聯。未來仍宜持續關注全球央行黃金持有動態，並留意相關數據的解讀；準備資產下之各資產配置（如黃金占比）如為因應國際政經情勢或經濟衝擊而需重新調整，甚至涉及實體黃金的移動，係屬敏感議題，須以他國經驗²²為鑑，避免引發不必要的市場揣測或動盪。

²² 菲律賓央行近年黃金持有量之增減變動，曾引起其國內輿論關注，引發是否係因選舉屆臨的政治性考量之疑慮；該行本年亦就其售金行為進行澄清，表示此係因金價上漲致黃金占準備資產比重超過理想水準之決定，而非進行投機交易。

伍、參考資料

1. Alimukhamedov, Kamol (2024), “Gold Investing Handbook for Asset Managers”, *The World Bank*.
2. BIS (2014), “84th Annual Report- 1 April 2013- 31 March 2014”, *BIS*, June 29.
3. Clarida, Richard, Andre Balls and Daniel J.Ivascyn (2025), “The Fragmentation Era”, *PIMCO Secular Outlook*, June 10.
4. Invesco (2025), “2025 Invesco Global Sovereign Asset Management Study”.
5. Marsh, David and Ben Robinson (2016), “The Seven Ages of Gold”, Sep. 18.
6. O’Callaghan, Gary (1993), “The Structure and Operation of the World Gold Market”, *IMF*, Sep.
7. Official Monetary and Financial Institutions Forum (2024), “Gold and the New World Disorder”, Dec. 10.
8. World Gold Council (2025), “Central Bank Gold Reserves Survey”, June.
9. 中央銀行 (2021), 「1971 年 8 月 15 日尼克森關閉「黃金窗口」、終結「布列敦森林制度」！」, *央行知識家*, 10 月 13 日。
10. 中央銀行 (2022), 「Fed 縮減購債對美國債市及新興市場之可能影響」, *金融穩定報告*, 5 月。