

外匯存底：投資與管理

截至 2001 年 8 月底，我國外匯存底總市值高達一千一百三十一億美元，世界排名第四，僅次於日本、大陸及香港。外匯存底不僅是我國重要國家資產，也是中央銀行執行貨幣及匯率政策的重要工具。

什麼是外匯存底？一個國家為什麼需要外匯存底？央行如何取得外匯存底？一個國家需要多少外匯存底？外匯存底是否越多越好？外匯存底應該如何投資與管理？以上皆是所有外匯存底管理單位必須深入研究探討的問題，也是筆者參加 2001 年德國中央銀行外匯管理研討會期間學習重點。

什麼是外匯存底？

外匯係指外國的貨幣及可兌換成貨幣的有價證券。而外匯存底就是一個國家的貨幣主管機關或財政單位所持有的外匯存量，其資產項目可包括國際流通貨幣、有價證券、債權及其他海外資產等。

為什麼需要外匯存底？

雖然幾乎每個國家都持有外匯存底，但其目的與用途不一定相同。為什麼需要外匯存底？持有外匯存底的主要原因為：

1. 外匯存底傳統用途是作為發行本國貨幣的準備。例如

美國實施金本位（gold standard）期間，黃金成為美國政府發行美元的準備，美國政府並設立黃金窗口，提供美元兌換黃金的服務。目前僅有極少數央行完全以黃金作為發行貨幣的準備，部分實施通貨委員會（currency board）制度的國家大多以美元、歐元、日圓等主要國際流通貨幣作為發行貨幣的準備。

2. 外匯存底是執行貨幣及匯率政策的重要工具。實施固定匯率制度的國家需要運用外匯存底來干預外匯市場以求匯率穩定。各國中央銀行亦可利用外匯存底透過外匯市場影響國內貨幣供給額。

3. 外匯存底可用來償還政府外幣負債及利息。

4. 外匯存底可用來支付政府海外支出。

5. 外匯存底可用來因應緊急狀況或天災的特別支出。

6. 有部分國家將外匯存底視為一筆投資基金，用來累積財富，例如新加坡政府投資公司及挪威的石油基金。

7. 外匯存底可用來維持市場信心，防止金融風暴的發生。

外匯存底來源

大多數的學者專家在討論外匯存底的議題時，通常將外匯存底視為一項資產，而忽略了其相關負債項目。因此有關外匯存底的論語往往只討論外匯存底應當如何運用，而忽視外匯存底的取得方式以及其相關費用。一般而言，外匯存底的取得方式有三種：

1. 由政府或央行透過直接貸款或發行公債等方式借入外幣。這個方式並不影響本國外匯市場，但政府或央行向外貸款須要支付利息及償還本金。
2. 央行以 FX swap 方式將本國貨幣轉換為外幣。

這個方式並不影響外匯市場，因為每筆即期外匯交易於 swap 到期日時將會反轉。央行持有外幣期間有外幣利息收入，但相對所釋出本國貨幣屬於負債，必須支付相關費用。

3. 由央行直接以本國貨幣購買外幣。

這個方式不但影響匯率也影響國內貨幣供給額。央行所取得之外幣雖有有利息收入，但相對所釋出本國貨幣屬於央行負債，須支付相關費用。

央行取得外匯須要成本，持有外匯亦須支付相當費用。對許多開發中國家而言，國內利率通常高於美元、歐元及日圓等國際流通貨幣的利率，因此持有外匯存底的相關費用往往大於收益，由此可見外匯存底並非越多越好。

一個國家應該持有多少外匯存底？

在政府應有效運用資源不至浪費的原則下，中央銀行究竟應該持有多少外匯存底？回答這個問題時應再回歸到一個國家為什麼需要外匯存底，其次應決定最少需要多少外匯存底才能應付這些需求，再者應分析持有外匯存底的相關費用。以上三項原可以用來設定外匯存底的安全底限。要精準的計算出外匯存底的適當標準非常困難，但重點在於外匯存底並非越多越好。

外匯存底應該如何投資與管理？

外匯存底屬於公共資產因此負責保管人員必須重視其安全性；外匯存底具有多項功能及用途，必須隨時支援國家的需要，而為能及時運用以發揮其應有功用，外匯存底必須具有流動性，不能全部作長期固定投資；外匯存底亦是一項

資產，在滿足以上兩項原則下應追求合理收益水準，盡量運用於高利率的投資。換言之，外匯存底的投資與管理必須兼顧安全性、流動性及收益率。

安全性

任何一種投資都有風險，但風險的性質與大小不一。投資風險可能包括國家風險、信用風險、利率風險、市場風險、匯率風險、流動性風險、通貨膨脹風險等。投資人必須充分了解各類型風險的性質與特色，避免承受不必要或過高風險，並盡可能分散風險。例如在研究美國企業發行的公司債是否應列入外匯存底投資工具時投資人應考量：

1. 美國政局是否安定？是否可能發生戰爭或其他重大事件而導致金融市場無法正常運作？
2. 公司信用評等為何？是否有被降低評等而導致債券下跌，甚至倒閉的可能？
3. 美元利率走勢密切影響美國債券價格，利率開始上揚時債券價格下跌，可能造成資本跌價損失。
4. 目前資產組合的幣別分配情況是否過度集中？是否應該加以分散？
5. 美國政府是否能有效控制通貨膨脹以避免美元債券價格下跌？
6. 以往美國公司債市場價格波動幅度是否在投資人所能接受的範圍內？
7. 債券到期日為何？通常期限越長風險越高。
8. 如有緊急需求，是否能於短時間內出售債券求現？

流動性

流動性係指央行在短時間內將外匯資產轉換為外幣現金的能力。不同類型的資產求現的困難度與速度不一。例如若要以出售一筆房地產必須經過估價、尋找買主、廣告、安排買主參觀房屋、議價、收訂金、簽署買賣契約、搬遷、進行交割等手續，過程繁雜瑣碎，變數多，難以掌握時效。相對的，透過可靠的證券商出售一筆美國國庫券，不僅有公訂市場價格作為參考，其交易過程簡便、迅速、透明化，可於數分鐘內完成，並可於交易後隔日辦理交割手續取得現金。

流動性高的投資工具利率通常較低，因此在考量外匯存底流動性議題時必須兼顧央行對流動性的需求以及所須付出之代價，選擇適當投資工具以維持資產組合足夠但合理的流動性。

對一個實施完全浮動匯率政策（Pure Float）的國家而言，因不必干預外匯市場，流動性需求並不須要納入考量。而一個實施固定匯率的國家因可能隨時干預匯市，外匯存底必須具有高度的流動性。

有許多國家認為，必要時央行應該能動用所有的外匯存底，因此整體外匯資產組合應具有高度流動性。這一類型的央行通常將外匯存底投資組合集中於美國國庫券。每當本國貨幣有貶值壓力時，央行則出售美國國庫券取得現金來干預即期外匯市場以求匯率穩定。

近年來因金融市場不斷演變，金融產品日新月異，央行可以採取其他比較靈活的手段來干預外匯市場。遠期外匯、選擇權、repo 以及 swaps 等工具均可用來穩定匯率，而費用往往低於上述的傳統干預方式。

如果外匯存底主要用途為干預匯市，其流動性需求則直接受匯率政策以及短期資金流量與流向影響。央行干預匯率時所須動用的資金額度與匯率制度、外匯市場的交易量、

金融自由化程度與短期資金流量息息相關。通常匯率制度缺乏彈性、市場交易量越大，短期外債越高，短期外資投入本國證券市場或房地產金額越高，金融市場自由化程度越高，資本外逃風險越高的國家須要用越多外匯存底來穩定匯率，以有效預防金融風暴的發生。

央行於考量流動性議題時，應利用已往干預匯率及因應金融風暴的經驗，衡量當前國際金融局勢及未來展望，密切監測短期國際資金動向，利用最具成本效益的投資工具來維持足夠但合理流動性。

收益率

對投資人而言，收益率當然越高越好，但基於安全性及流動性的限制，投資外匯存底時只得盡可能追求高收益率。安全性及流動性高的投資工具通常收益率較低。在兼顧安全性及流動性的前提下，那一類型投資策略收益最佳？投資策略可分為 active 及 passive 兩種類型。

passive 投資策略又可分為 buy and hold 及 indexing 兩種。buy and hold 策略係指投資人在考量投資工具的性質、品質、利息以及到期日等多項因素後，根據本身需求買進適當的資產並持有至到期日，買進的資產於持有期間不再買賣，以避免承受價格損失及再投資風險。buy and hold 類型投資人比較偏好風險低、利率高、流動性較差的投資工具。例如美國 agency 債券因有美國政府擔保，信用品質與國庫券雷同，但因流動性較差，利率一般比同期限國庫券高。buy and hold 類型投資人因不必考慮流動性因素可選擇以 agency 債券取代國庫券以獲取較高利率。

因職業基金管理人的操作績效往往低於市場指數，indexing 類型投資策略乾脆按照市場指數比重分配投資金

額。以台北股市為例，投資人可以台北發行量加權股價指數作為標的，按照各股佔市場指數比重來分配投資金額。如投資人有本金 100 元，台積電的各股權數約佔市場總值 10%，投資人則應買進 10 元台積電股票，至於投資其他股票的額度，以此類推。採取 indexing 策略投資人的主要任務是建立能反應特定指數變動的資產組合。

認為金融市場機能並不健全，又有信心打敗市場指數的投資人則偏好 active 投資策略。active 投資人善於預測市場未來走向，在適當時機建立部位，於市場價格波動擴大時獲利了結。以債券市場為例，active 投資人可能採取以下四種投資策略：

1. 利率預測：如預期利率將開始下降，投資人可加碼債券，利率下降後債券價格上漲，即可獲利。
2. 價值分析：根據歷史資料、投資經驗、債券特徵投資人可分析各債券價格是否被市場高估或低估現象，買進被低估債券，賣出被高估債券，等市場價格修正時即可獲利。
3. 信用分析：發行債券的機構通常有信用評等。著重信用分析的投資人必須在信用評等公司公佈評等變化前預先掌握各公司信用品質情況，賣出信用評等即將惡化之公司債券，買進信用評等即將改善之公司債券，於信用評等公司公佈評等變化後即可獲利。
4. 利差分析：不同性質債券之間應有合理利差。例如 agency 債券與同一期限美國國庫券因信用等級、流動性不同，殖利率較高。美國國庫券與 agency 債券之間利差通常在經濟不景氣或利率波動增大時擴大，景氣好或利

率波動減低時縮小，善於分析利差的投資人可藉此獲利。

active 及 passive 投資策略各有利弊。passive 投資策略較為保守，亦比較容易監督與控管。active 投資策略風險較高，必須有妥善的風險管理，但潛在收益亦可能較高。目前學者專家對 active 及 passive 兩者不同投資策略的相對優勢並無共視。認同金融市場機能完備(efficient market hypothesis) 的學者認為，active 投資人的平均績效在扣除費用後往往低於市場指數，而且風險較高，不值得大費周章。偏好 active 策略投資人則表示，active 基金管理人有好有壞，優秀的專業基金管理人能有效控管風險，達成長期超越市場指數的績效。

結語

每一個國家的國情、歷史背景及經濟情況不同，外匯存底的投資與管理亦無固定的準則。央行在管理外匯存底時應不斷的探討我國為什麼需要外匯存底？我國外匯存底的用途為何？央行取得外匯存底的最佳方式為何？央行取得及持有外匯存底須支付多少相關費用？我國究竟需要多少外匯存底？我國外匯存底應該如何投資與管理？

隨著國內與外在政治、經濟、金融環境的變遷，外匯存底的管理與投資方式必須不斷改善方能隨時支應國家需求，維持國內甚至國際經濟及金融穩定，並避免無謂浪費國家資源。

參考文獻

淺談外匯存底的意義、來源及運用，中央銀行編印，1992年2月。

郭恆慶，我國外匯管理制度之演進與檢討。

John Nugee, *Foreign Exchange Reserves Management*, Handbooks in Central Banking, No. 19, (Center for Central Banking Studies, Bank of England).

Frank K. Reilly, *Investment Analysis and Portfolio Management*, 4th edition, 1994.

J. Onno de Beaufort Wijnholds and Arend Kapteyn, *Reserve Adequacy in Emerging Market Economies*, IMF Working Paper WP/01/143.