

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 **BlackRock** 外匯存底管理研討會
心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳淑勤 一專

派赴國家：英國

出國期間：103 年 5 月 10 日至 103 年 5 月 18 日

報告日期：103 年 8 月 11 日

摘要

本次 BLACKROCK 舉辦之外匯存底管理研討會(Reserve Management Seminar)係由該行紐約總行在倫敦地區舉辦，研討會主要邀請 19 個國家中央銀行，共計 22 位代表參加。討論內容主要為外匯存底管理、固定收益債券、全球股票市場投資、新興市場前景、新興市場貨幣投資及趨勢等主題。

面對日本及歐洲寬鬆的政策，及 FED 仍將維持利率於低檔一段時間的情形下，各國中央銀行未來在外匯存底的投資管理都充滿挑戰。藉由這次 BLACKROCK 的外匯存底管理研討會，各國皆認為持續分散外匯存底投資組合是未來投資管理的趨勢。

目錄

壹、前言	1
貳、外匯存底管理趨勢	3
一、外匯存底管理近來發展	3
二、外匯存底投資組合配置近況	8
參、拉丁美洲 A 央行及歐洲 B 央行的外匯存底管理	10
一、拉丁美洲 A 央行外匯存底管理	10
二、歐洲 B 央行外匯存底管理	12
肆、結論	16

壹、前言

本次 BlackRock 外匯存底管理研討會在該行倫敦分行舉辦，主要參加人員包括來自美國 FED、德國、奧地利、巴貝多、拉脫維雅、斯里蘭卡、中國 SAFE、香港及新加坡貨幣管理局等 19 個國家的中央銀行人員共 22 人，為一小型的研討會。

此次研討會主要由該行各個金融產品的交易員及策略分析師參與主講，在 5 天研討會內容中，涵蓋最適的外匯存底管理 (Optimizing Reserve Management)、固定收益債券 (包含公債、美國 TIPS 及 MBS 債券)、全球股票市場投資 (Opportunities in Global Equity Market)、債券市場分散投資策略 (Strategy Highlights—Diversifying Fixed Income, Mortgage-Backed Securities, Global IG Credit and Inflation-Linked Bonds)、全球經濟觀點 (Perspectives on the Global Economy)、新興市場前景 (The Future of Emerging Markets)、新興市場貨幣投資及趨勢 (Strategic Trend and Hard Currency Investments) 等多項議題，課程豐富充實。

此次研討會主要重點是探討中央銀行外匯存底的投資管理。自 2008 年金融風暴以來各主要中央銀行採取寬鬆的貨幣政策，使得主要公債市場殖利率降至歷史低點。對於中央銀行傳統以公債投資為主的投資策略面臨挑戰。因此如何提高外匯存底投資收益是目前各國中央銀行在外匯存底管理的重點。本報告將以各國央行普遍遇到問題，介紹如何分散外匯存底的幣別組合，及未來投資策略。

BlackRock 在研討會中特別安排圓桌討論，主題是希望藉由中央銀行的角色思考多種資產投資觀點 (multi-asset Investing—Perspectives from Central Banks)。講者係邀請來自歐洲一家中央銀行學員及拉丁美洲中央銀行學員以互動式的方式分別分享其外匯投資管理。包括其採取的投資決策組合，不同的投資組合配置，和目前分散外匯存底的

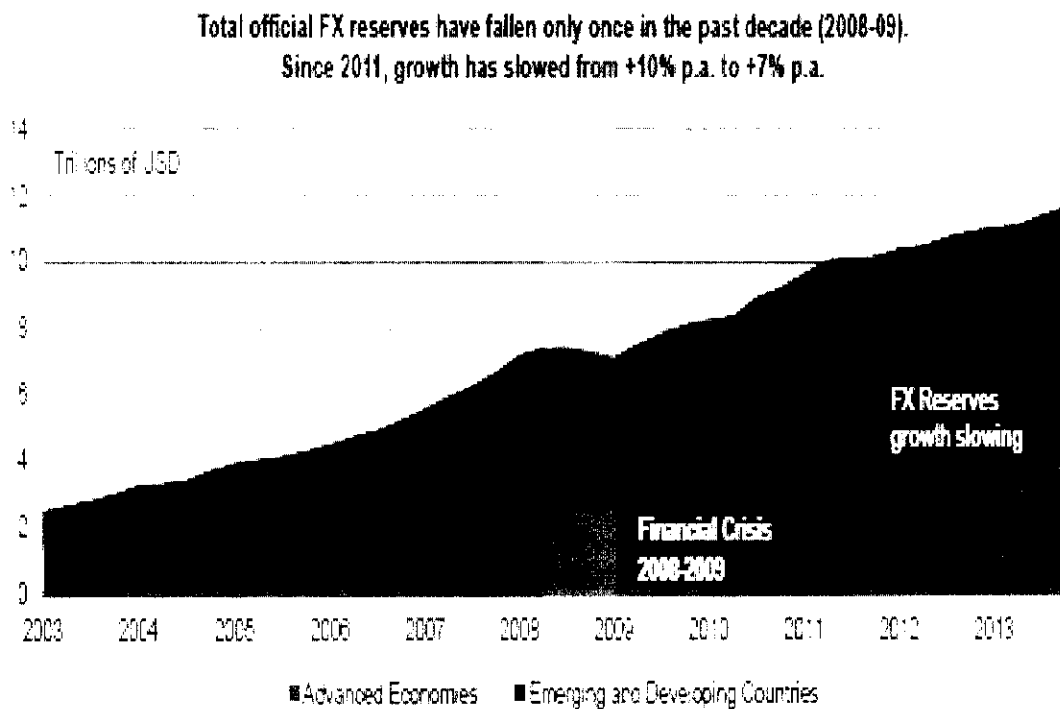
想法等。將於報告中簡述。

BlackRock 指出在 2014 年，主要投資決策將受到不同因素的影響：1、主要中央銀行的貨幣政策將持續主導投資報酬；2、大部份資產類別投資收益從年初迄今呈現溫和且正成長；3、主要經濟體經濟低迷，但仍微幅成長；4、蘇聯及烏克蘭事件對已開發市場影響有限；5、股價指數已偏高，應隨時注意市場反轉；6、投資新興市場具挑戰性，應注意分散風險；7、分散投資組合成本越來越高，賺取投資收益越來越難。

貳、外匯存底管理趨勢

一、外匯存底管理近來發展

依據國際貨幣基金會 IMF 資料顯示，自 2003 年至 2013 年止，全球中央銀行（包括已開發國家及新興市場及開發中國家）整體外匯存底累積金額除了在 2008 年－2009 年金融風暴期間短暫下滑以外，每年均呈現逐步上揚走勢。而自 2011 年以來，全球外匯存底累積速度自每年 10% 稍微下降至 7%。（如下圖）



由圖上資料顯示，新興市場及開發中國家累積的外匯存底金額遠遠大於已開發國家外匯存底累積的金額（約佔整體外匯存底累積金額的 2/3）。在 2003 年至 2013 年期間，瑞士及新興市場等各國外匯存底累積的金額因各國整體經濟環境，不同的貨幣政策，資金的流動，及匯率的變動因素而不同。初步將外匯存底累積情形分為下列 3 種現象。

現象 1、外匯存底累積速度快且有原動力的國家 (the Movers)

中國：其外匯存底在 2013 年累積達到 39000 億美元，是目前全球外匯存底排名第 1 的國家。中國因近年經濟快速成長，其外匯存底金額遠遠超過外匯存底排名第 2 至第 8 名國家外匯存底加總的金額。

沙烏地阿拉伯：除了金融風暴期間該國外匯存底曾短暫下跌外，該國外匯存底因石油價格上揚而迅速累積。

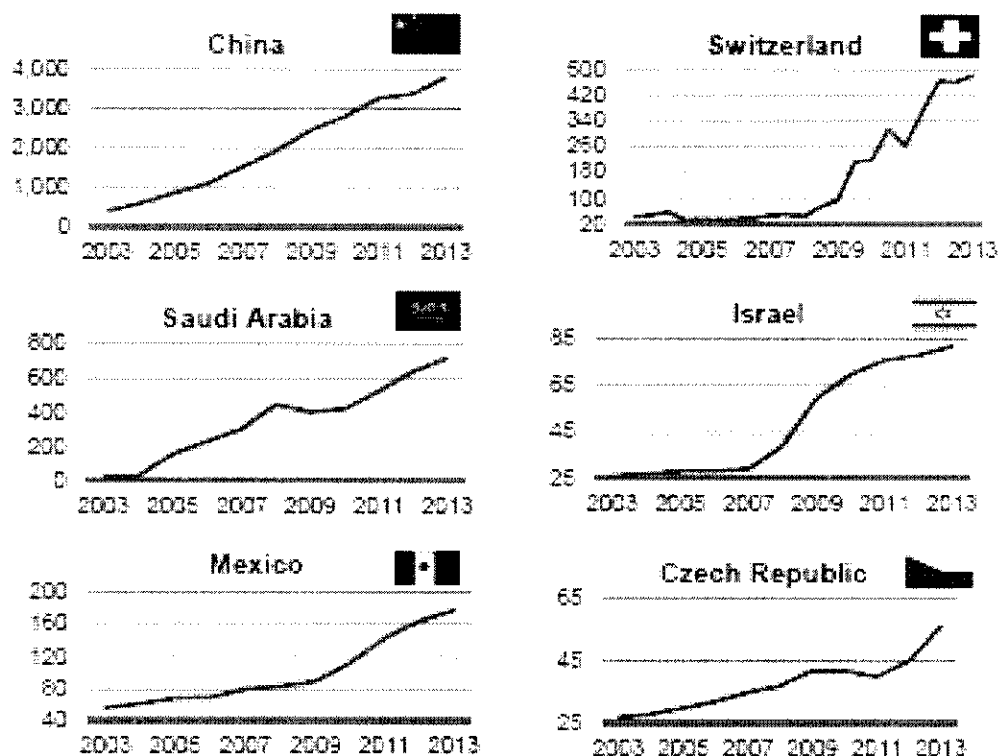
墨西哥：在 2008 年金融風暴後，因墨西哥披索匯率表現相對穩定，有利於該國經濟成長，外資投資增加，墨西哥外匯存底因而快速成長。

瑞士：與中國類似，瑞士的匯率政策採取盯住歐元。在匯率相對穩定的情形下，吸引大量的外國資金長期直接投資瑞士，加上該國的貿易順差使瑞士外匯存底近來急速累積。

以色列：在過去 10 年因國際貿易改善，外匯存底快速增加。

捷克：與瑞士一樣，貨幣採取盯住歐元政策，外匯存底得因外資直接投資增加而成長。
(如下圖所示)

此外，其他外匯存底迅速成長的新興市場國家，包括阿拉伯聯合大公國、孟加拉、卡達、烏拉圭、亞塞拜然。



現象 2、近 10 年來，外匯存底先快速成長，後因該國貨幣貶值，使得外匯存底自高點微幅下跌，累積速度放緩的國家。(the Shakers)

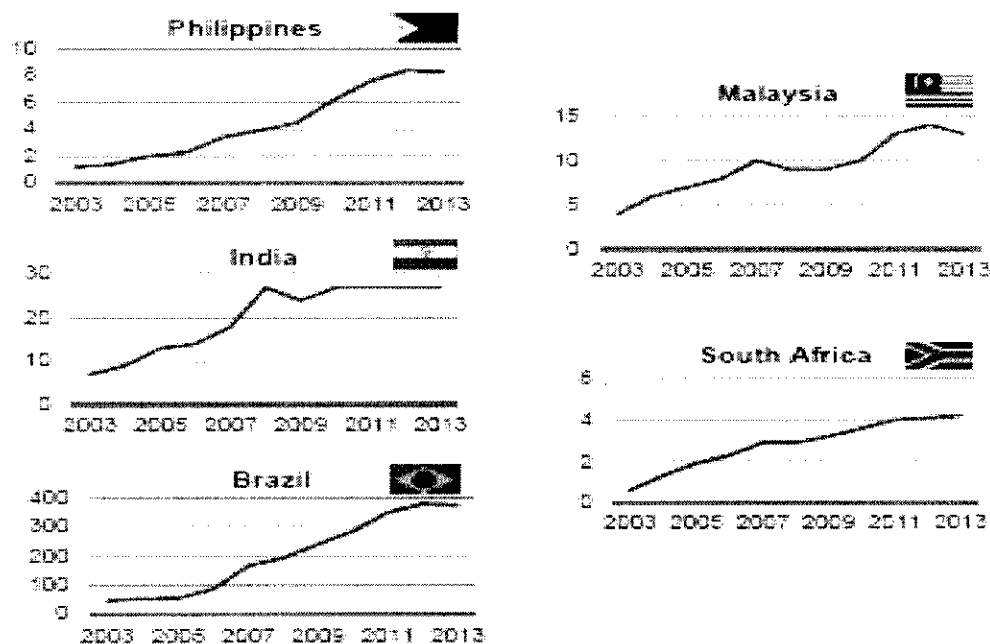
菲律賓/馬來西亞：此 2 國家的外匯存底增減受到該國經濟成長影響。在經濟成長時，外匯存底快速增加。當經濟成長放緩，匯率貶值，則該國外匯存底將微幅下跌，累積速度放緩。

印度：在 2003－2008 年間，印度外匯存底因應經濟成長而快速累積。在 2011 年－2013 年期間，印度盧比匯率先貶值（幅度超過 30%），隨後又反彈（12%），使得印度外匯存底累積速度放緩。

巴西：巴西貨幣里耳在過去 10 年波動猶如雲霄飛車，與美元匯率波動區間在 1.53 到

3.21 之間。其匯率升值期間，貿易順差及外資匯入股市上漲，外匯存底快速累積。在 2013 年以來匯率貶值，外匯存底累積速度放緩。

(如下圖)



現象 3、外匯存底累積情形在 2003 年至 2013 年間，呈現上下波動的國家：(recent turbulence) 因國內或國際政治因素造成區域緊張，使得資金流出超過預期，該國外匯存底下降速度超乎預期。

烏克蘭：該國因經常帳赤字及外債尋求 IMF 援助，外匯存底於金融風暴期間減少。

該國外匯存底於 2011 年增加至 383 億美元後，因地緣政治緊張，該國外匯存底迅速蒸發，目前外匯存底約 173 億美元。

蘇聯：該國外匯存底在 2014 年因烏克蘭事件，外資獲利了結後資金匯出，為維持其

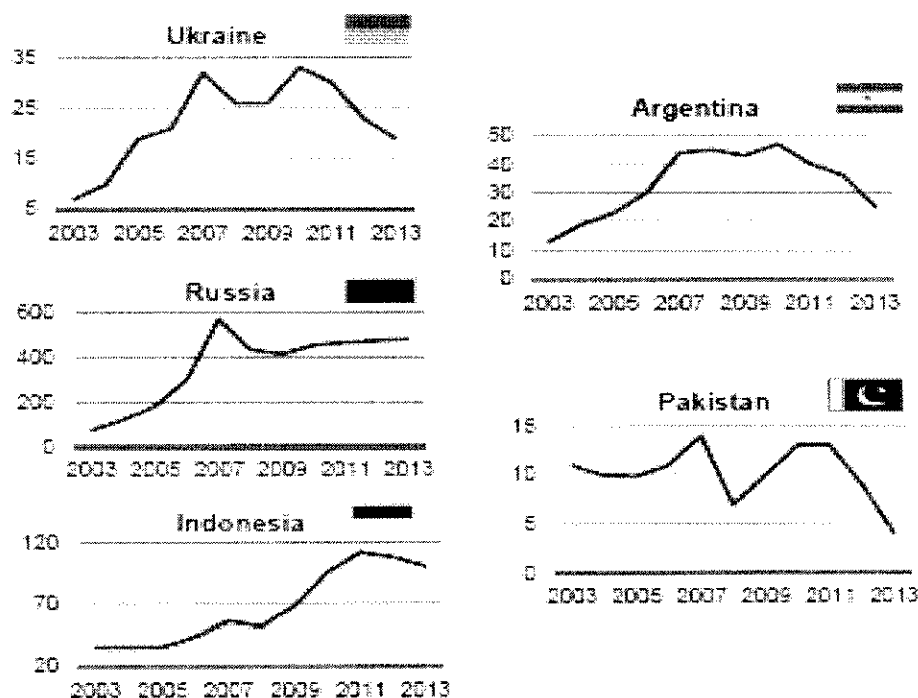
其盧布匯率，該央行賣出 110 億美元以支撐盧布匯率，外匯存底隨之減少。

印尼：外匯存底在 2003 年至 2011 年間因石油價格及經濟成長而增加，惟自 2011 年 8 月至 2013 年 8 月間因外資資金流出而下降 30%。

阿根廷：外匯存底在 2008 年攀上高峰以後，隨後阿根廷披索貶值超過其他貨幣，加上阿根廷有外債違約疑慮，故其外匯存底自高峰下跌 60%。

巴基斯坦：該國外匯存底在 2003 年至 2011 年間，因該國升息及匯率升值而增加。在 2011 年至 2013 年期間則因貿易赤字而減少約 80%。目前該國外匯存底僅足夠支應該國少於 2 個月的進口金額，且依舊是貿易赤字的國家。

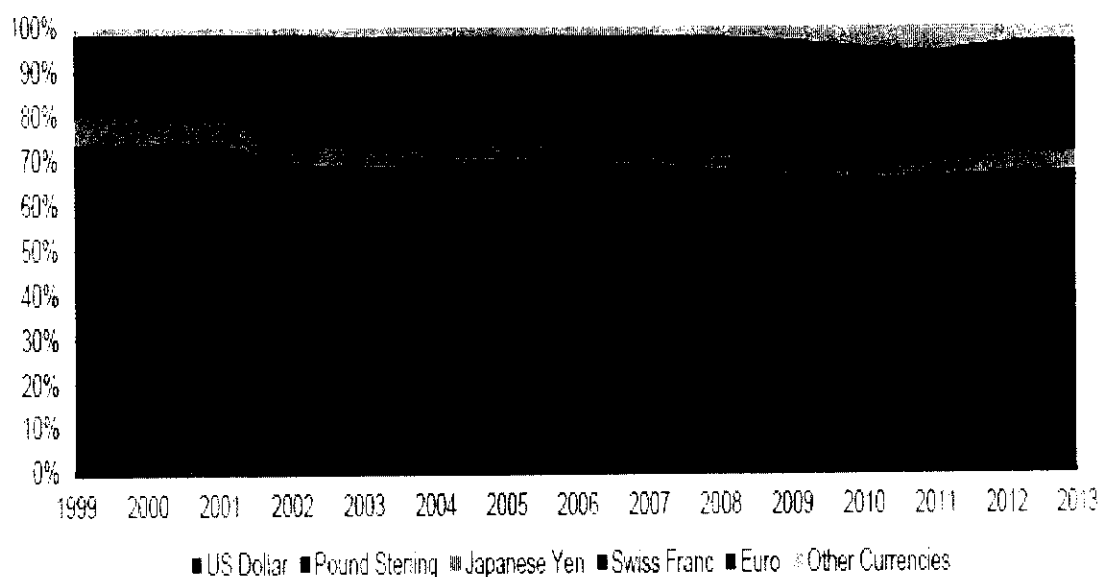
(如下圖)



二、外匯存底投資組合配置近況

1、幣別比重：

據國際貨幣基金會 IMF 在 2014 年資料顯示，不論各國外匯存底金額逐年增加或減少，其外匯存底的主要貨幣成分皆包括美元、英鎊、日圓及歐元。其中，美元佔外匯存底的比重持續維持在約 65% 左右（上下變動不超過 5%）。雖然大多數新興市場國家並沒有公布其外匯存底幣別比重的細節，惟不同的是，加幣、澳幣及其他新興市場貨幣在各國外匯存底中的投資比重已逐年增加。

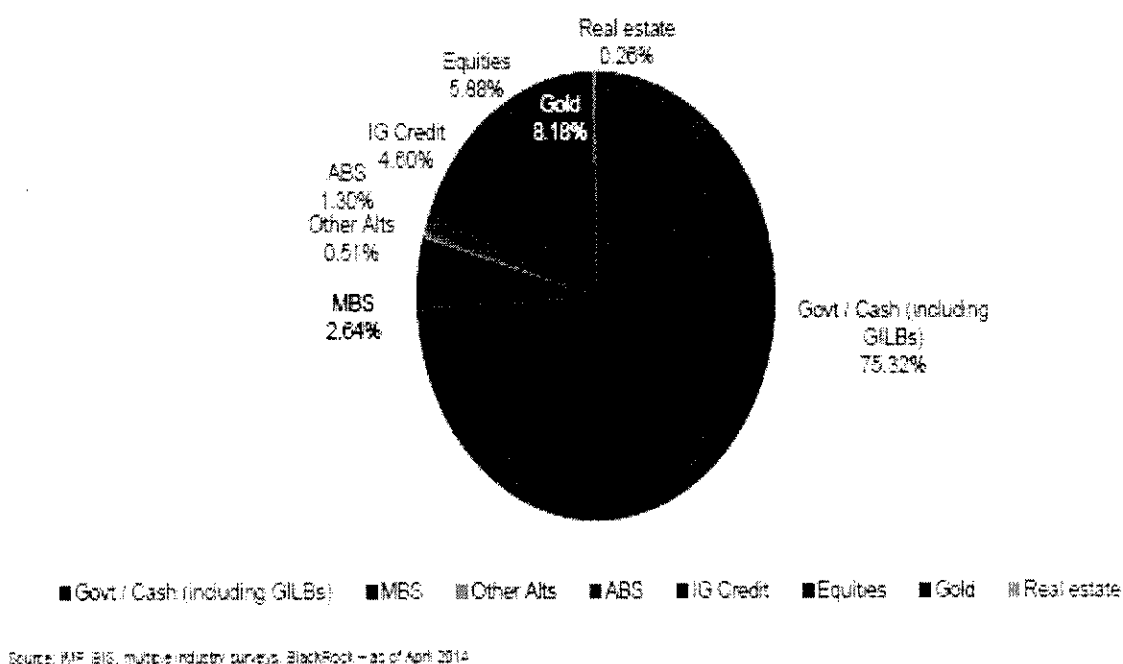


資料來源: IMF COFER — 2014 年 4 月

2、資產配置：

從 Bank for International Settlements (BIS) 及 IMF 2014 年統計資料，各國中央銀行外匯存底投資組合仍以固定收益債券為主。其中，政府公債（含現金）比重約佔 75.32%。比較有趣的是，已有中央銀行開始經由委外資產管理，將少量資金投資於高評等的公司債（約佔 4.60%）、股票（約佔 5.88%）。主要原因為，政府公債收益率目前處

於歷史低點，故期望能經由分散部份投資組合，提升外匯存底的投資收益。(詳下圖)



BlackRock 指出，自 2011 年起，因應低利率的金融環境，有越來越多主權基金及中央銀行改變過去保守投資的想法，願意增加投資金融產品的風險承受能力，以換取較高的投資報酬率。從最近幾年的市場報導得知，已有部分中央銀行或由內部自行擬定投資策略，或委託外部經理人操作部份外匯資產從事股票及公司債投資。換句話說，其外匯存底的投資組合，已從傳統投資全球主要政府公債，增加投資股票、房貸抵押證券、公司債，抗通膨債券等資產類別。

爲了解近來中央銀行在外匯存底管理理念的改變，BlackRock 特別邀請參加研討會的拉丁美洲及歐洲之中央銀行學員作實例報告。該 2 國中央銀行學員以互動式的方式分享其外匯投資管理，包括以中央銀行的角度，思考多種資產投資 (multi-asset Investing - Perspectives from Central Banks)、不同的其投資決策理念、不同的投資組合配置，分散風險想法等。將於下章節摘要報告。

參、拉丁美洲 A 央行及歐洲 B 央行的外匯存底管理

一、拉丁美洲 A 央行外匯存底管理

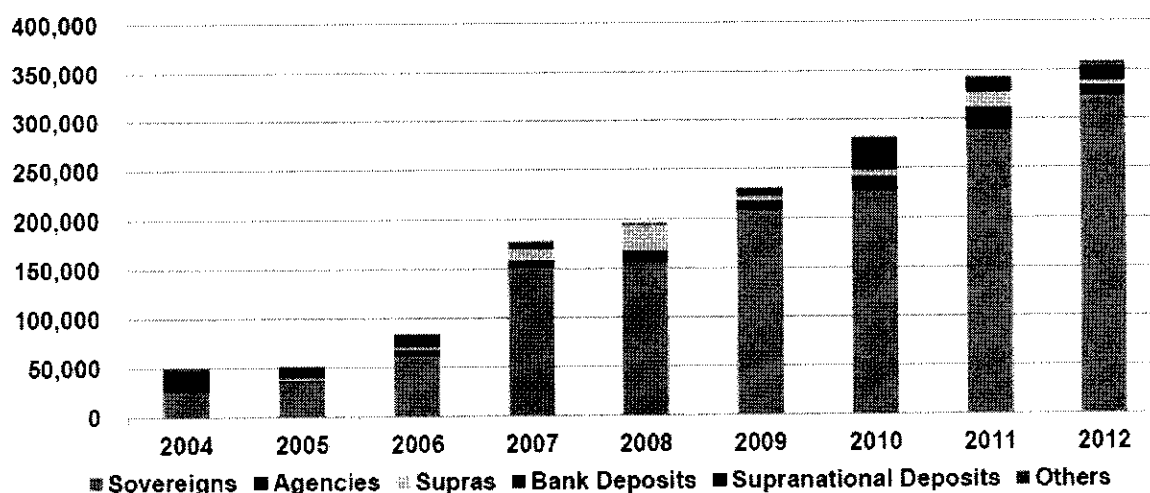
拉丁美洲 A 央行策略部門 Mr. MARTIN 指出，該央行與各國央行一樣，外匯存底投資管理一向秉持安全性、流動性及收益性。因此該國中央銀行的外匯存底投資在首重安全的考量下，過去以投資已開發國家的政府公債為主。但是在 2008 年金融風暴以來，在美、日、ECB 等國央行相繼採行降息等寬鬆的貨幣政策，各主要公債市場殖利率持續下滑至歷史低點，因此該央行外匯存底管理者，對於外匯存底如何保本並達到收益率目標面臨重大挑戰。

Mr. MARTIN 稱，據 2013 年 IMF 資料顯示，全球外匯存底累積金額，從 2004 年約 4 兆美元累積至 2013 年約 12 兆美元約成長 3 倍。以該央行為例，該國外匯存底金額在 2004 年約 500 億美元。在 2012 年至 2014 年間，外匯存底金額並無成長。在 2014 年 7 月外匯存底累積至 3800 億。

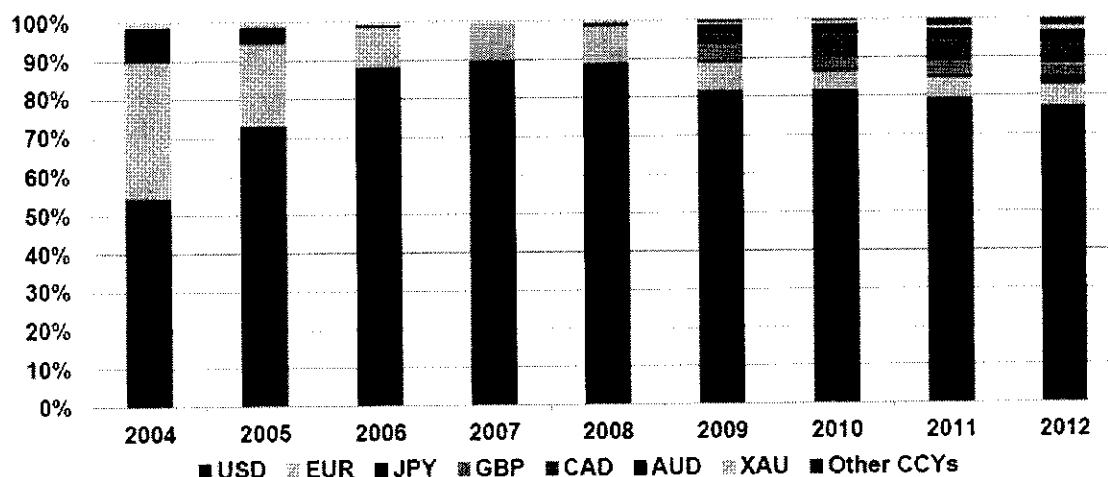
而該國央行外匯存底在 2004 年到 2012 年間投資管理如下：

- 1、資產配置部分：過去以政府公債投資為主。自 2004 年投資包括政府公債及政府機構債及少許的黃金。在 2005 年後逐步擴展至投資國際金融機構債券及銀行存款。在 2009 年資產類別，開始包含國際金融機構存款。
- 2、幣別組合部分：在 2004 年主要以美元、歐元、日圓為主。之後，開始少量分散幣別組合至加幣、澳幣及新興市場貨幣等。

拉丁美洲 A 央行外匯存底配置情形



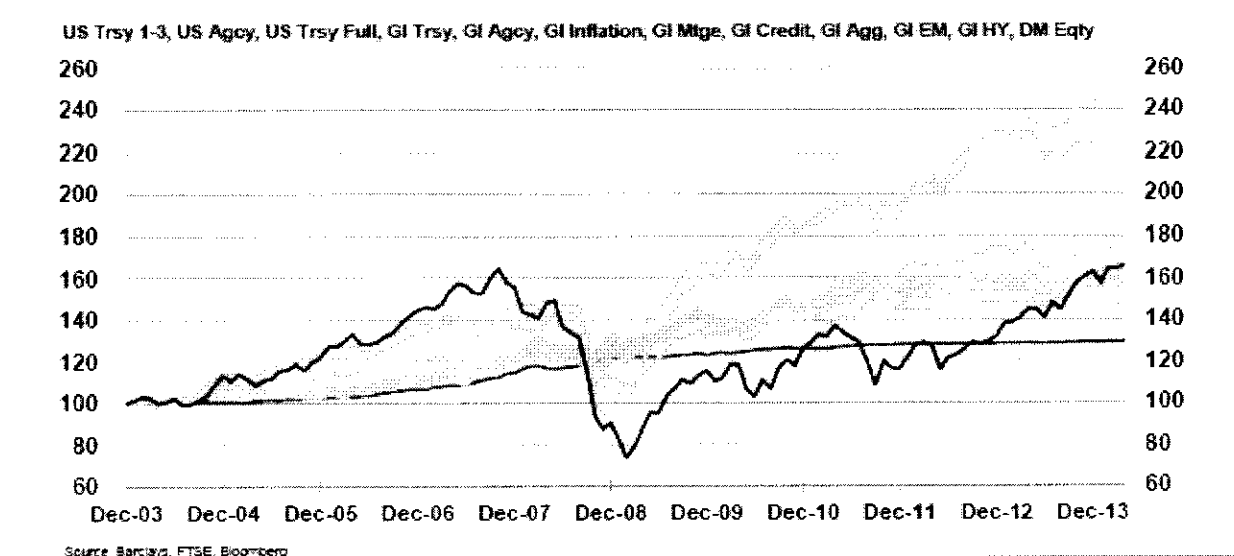
拉丁美洲 A 央行外匯存底幣別組合



Mr. MARTIN 指出，目前債券市場殖利率處於歷史低點，但是在未來全球經濟好轉，殖利率從低點上揚的情形下，中央銀行應該如何因應？如何分散投資組合風險呢？

Mr. MARTIN 建議，中央銀行外匯存底管理人員，在面對日益變化的全球金融環境（Mr. MARTIN 以雲霄飛車形容快速變化的全球金融市場），須採取更積極的態度。在外匯存底的投資組合中，不論是投資美國政府公債、機構債券、抗通膨債券、房屋抵押品

債券、高收益債，或已開發國家股票投資，應隨時依照各金融產品不同時期的表現（見下圖），並參考該國當時的經濟情形所需要的流動性資金，調整投資組合風險可承受程度，採取適當的投資決策。



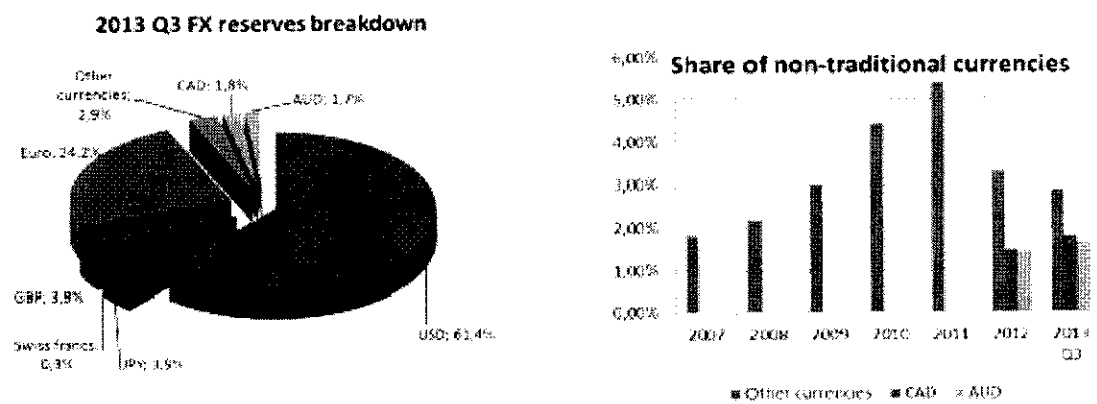
二、歐洲 B 央行外匯存底管理

歐洲 B 央行管理部門金融投資主管 Mr. CELLA 稱，在 2000 年，各國外匯存底投資管理方式相當簡單。外匯存底管理者從來不曾想過，中央銀行在投資組合配置，除了投資各國政府公債外，必須考慮跨足股票、公司債等其他金融商品領域。此外，在幣別組合部分，除了投資傳統的美元、歐元、日圓及英鎊等幣別，亦須考慮分散至新興市場等其他多種貨幣。

主要轉變係從 2008 年全球金融風暴後開始。首先，政府公債市場利率持續下跌、安全性資產的供給、需求產生失衡。過去股票、債券等資產類別間的相關性完全改變（例如：在經濟低瀾的環境下，股票與債券價格的表現完全相反，即股票價格下跌而債券價格上揚。但是在金融風暴後卻發現，由於各國政府採行寬鬆的貨幣政策，不但造成公債殖利率

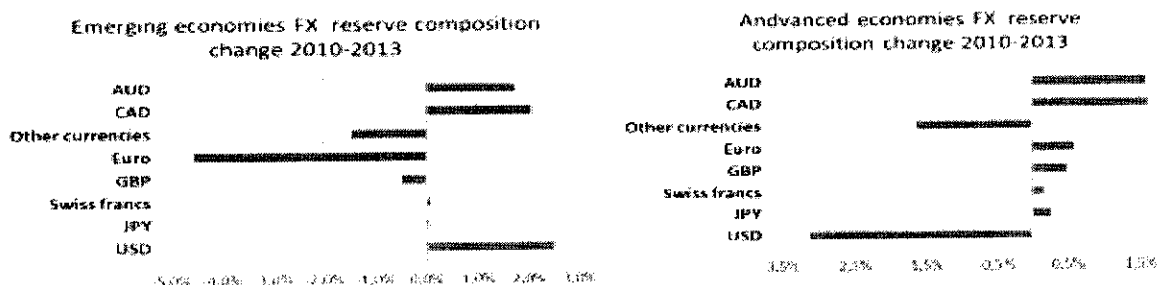
下跌，債券價格上漲，同時看到股票市場亦因市場資金充沛亦呈現上漲的情形)。因此各國央行開始積極思考分散外匯存底投資組合。

Mr. CELLA 指出，近年來加幣及澳幣在全球外匯存底的比重越來越高。在 2007 年至 2012 年間，全球外匯存底的幣別組合分布情形，已從美元、歐元、日圓、英鎊及瑞士法郎等主要貨幣投資，分散至加幣、澳幣及新興市場等其他貨幣，上述幣別佔全球外匯存底比重約 6.2% (約 3,720 億美元)。



Source: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, IMF December 2013

新興市場及已開發國家在 2010 至 2013 年間同時增加對加幣及澳幣投資。其中，新興市場外匯存底的幣別配置，除減少對歐元及英鎊的投資外，仍以美元為主，並增加加幣及澳幣投資。而已開發國家在此期間，亦分散外匯存底部分美元及歐元，至加幣及澳幣。



以歐洲 B 央行為例，Mr. CELLA 指出該央行的外匯存底投資組合，在考慮銀行內部資產負債管理 (Asset and Liability Management – ALM，內容涵蓋國際準備、其他投資、營運成本、貨幣政策等等因子) 的架構下，採取策略性的資產配置 (Strategic Asset Allocation – SAA)。

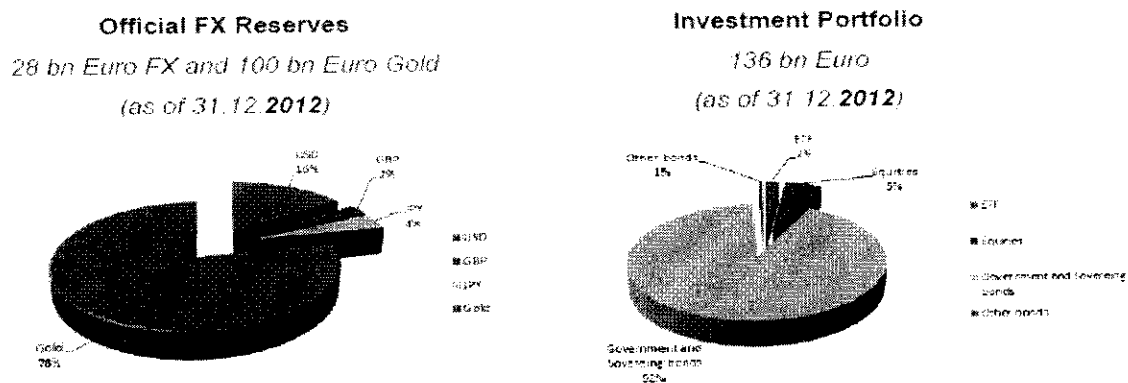
資產配置策略形成過程：

資產負債管理單位先提供所有可能的方案至該行的策略委員會 (Strategic Committee)，並由策略委員會擬定可行的策略性資產配置方案，提交該行理事會討論，之後由理事會決定該行當年度的資產配置策略。

歐洲 B 央行 2012 年外匯存底配置：

幣別組合：包含美元、歐元、英鎊、日圓。

資產類別：92% 的政府公債外，另以委外方式投資少量比例於股票 (5%) 及 ETF (2%)。



該行在考慮外匯存底可承擔的風險程度，及分散至其他幣別金融產品的計劃下，在 2013 年採取下列投資：

幣別組合：

- 1、將澳幣納入其外匯存底的幣別組合 (澳幣比重約占外匯存底的 5%)。

- 2、設定市場指標，並採取積極操作投資方式。
- 3、主要投資於澳幣計價的政府公債。

資產類別：以委外資產管理方式，少量投資於美元、歐元計價的高評等公司債。

Mr. CELLA 指出在未來經濟逐漸好轉且各央行開始升息的情形下，該央行將持續分散外匯存底投資組合，並繼續追求外匯存底投資組合風險調整後之報酬。

最後，Mr. CELLA 提出適當分散投資組合須考慮下列因素：

- 1、選擇適當分散的國家、可投資債券的種類、可投資的幣別組合。
- 2、對於央行而言，分散投資組合須以長期投資為主，並因應市場變化，隨時評估並擬定短期的投資策略。
- 3、由於央行所持有外匯存底的數量能提供該國面臨困境時的額外緩衝，故分散投資組合時，須同時考量其對於外匯存底的安全性、流動性、及收益性的影響。

肆、結論

各國外匯存底在維持一國匯率、控制該國通貨膨脹，及穩定國內金融環境扮演重要角色。在過去，大部份國家累積其外匯存底金額，遠遠超過該國維持國內金融穩定所需。BlackRock 稱超額的外匯存底金額管理不易，若投資產品產生風險可能會損害其中央銀行的獨立性，或影響其主權信用評等。

BlackRock 建議外匯存底管理者應採取明確的投資決策模式，並在投資組合的流動性，及投資組合風險調整後報酬之間取得平衡。此外，對於投資黃金、股票及債券等金融產品未來報酬之預估，採取更加謹慎態度。