

行政院及所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

2014 年 Credit Agricole 中央銀行 研討會心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：張維娟 三專/邱嘉慧 四專

派赴國家：義大利羅馬

出國期間：103.10.18~103.10.26

報告日期：103.12.22

目 錄

壹、前言.....	2
貳、全球主要經濟體貨幣政策分歧.....	3
參、後 QE 時代外匯市場.....	8
肆、新興市場貨幣重要性漸增.....	12
伍、人民幣國際化進展.....	15
陸、心得及建議.....	21
柒、參考資料.....	24

壹、前言

此次參加 Credit Agricole 舉辦之 2014 年中央銀行研討會，會議內容主要包括全球總體經濟分析、外匯市場、義大利公債市場、人民幣市場、拉丁美洲市場、歐洲監管政策等多項議題。整體而言，歐元區經濟前景及人民幣國際化進展，是與會者最感興趣的議題。

本報告內容主要分為五大部分，第一部分說明美、歐、日主要經濟體貨幣政策出現分歧，第二部分簡析後 QE 時代的外匯市場，第三部分說明新興市場貨幣的影響力，第四部分整理人民幣國際化進展，第五部分則為本次研習心得及建議。

貳、全球主要經濟體貨幣政策分歧

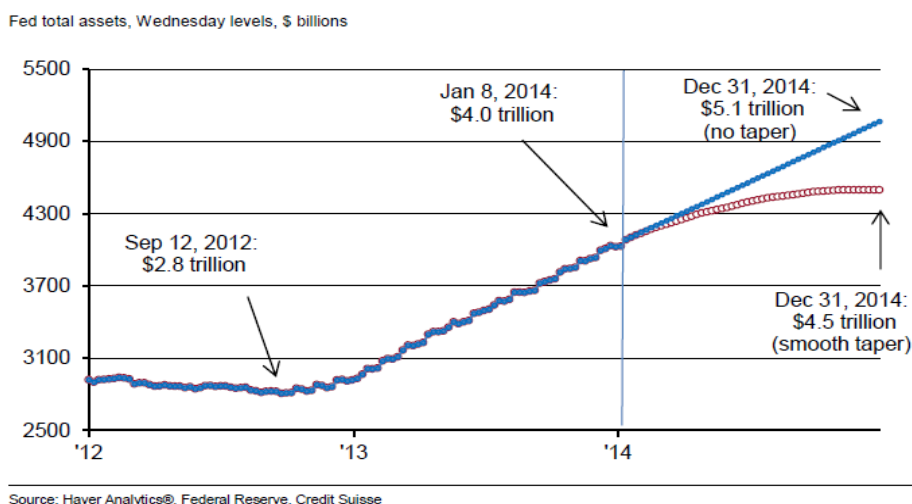
近期資料顯示，全球主要先進國家貨幣政策明顯分歧：美國已逐步進行貨幣政策正常化，但歐元區及日本卻仍持續推出寬鬆貨幣政策。

一、FED 正式宣布結束 QE 政策

自 2014 年起，FED 於每次貨幣政策會議後開始縮減購債規模。由於美國經濟及勞動市場前景已有實質改善，FED 於 2014 年 10 月 28 日至 29 日貨幣政策會議上，正式宣布結束實施長達 6 年之非傳統貨幣量化寬鬆政策(QE)。

統計自 2012 年 9 月 FED 啟動 QE3 以來，購債金額總計達 1.63 兆美元，而從 2008 年實施 QE 政策以來，購債總金額約達 3.98 兆美元，FED 資產負債表亦因 QE 政策而快速擴張。根據 Credit Suisse 的資料顯示，在 2007 年 7 月 25 日金融危機發生之前，FED 總資產規模僅 8,250 億美元，而截至 2014 年 10 月 29 日，FED 總資產規模已擴增至 4.5 兆美元。

FED 資產負債表因 QE 政策快速擴張

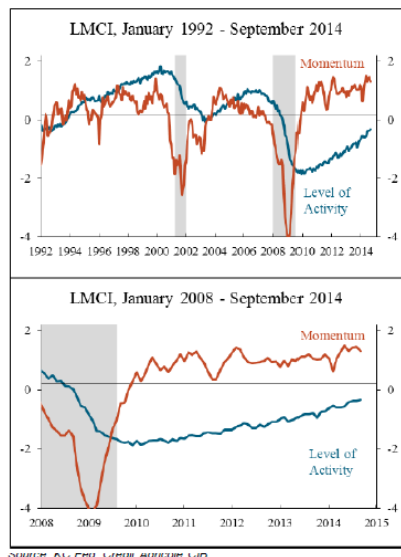


FED 於 10 月貨幣政策會議上表示，如果未來美國就業及通膨目標發展的速度比委員會預期快，那麼 FED 可能會比當前判斷的時間更早提高政策利率。在

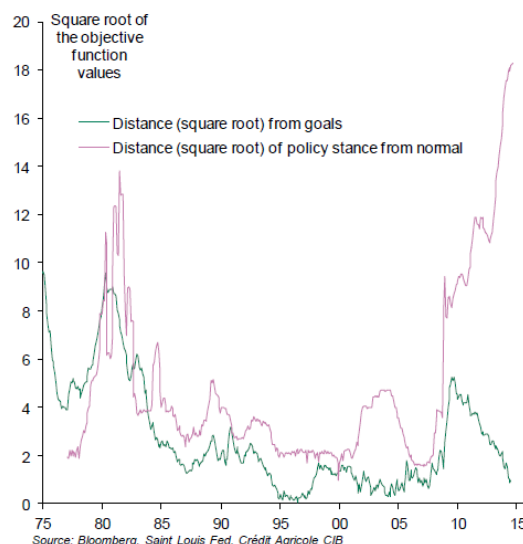
度過 2008 年金融危機後，美國很可能成為主要先進國家中第一個升息的國家。

美國就業市場狀況指數已改善但 FED 貨幣政策才剛要開始正常化

Improvement in the Labour Market Conditions Index



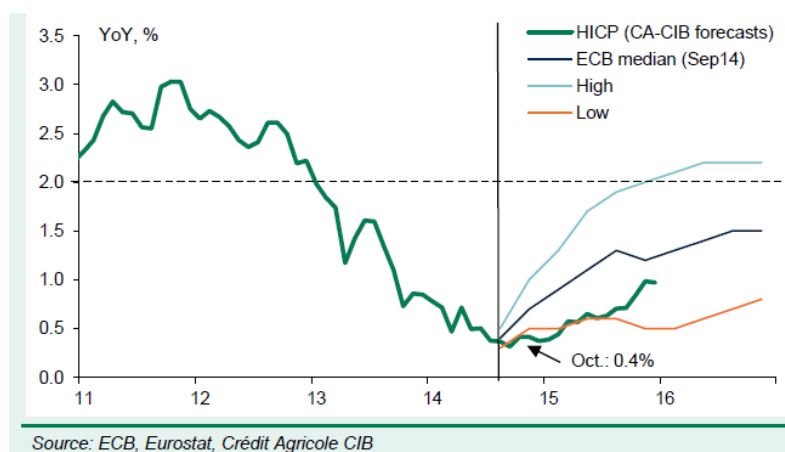
An exceptionally accommodative stance



二、ECB 降息並實施債券購買計畫

近期歐元區經濟成長動能疲弱，前三大經濟體 2014 年 Q2 GDP 數據令人失望，其中德國 GDP 成長率因比較基期高導致季減 0.2%，為 2012 年以來首見衰退。此外，歐元區面臨陷入通縮的風險，通膨持續呈現緩跌。2014 年 9 月歐元區通膨率降至近 5 年低點僅 0.3%，10 月通膨率初值回溫至 0.4%，惟仍遠低於 ECB 所設訂之 2% 目標。

ECB 調降通膨預期



ECB 除已於 2014 年 6 月及 9 月分別採取降息措施，並在 9 月 4 日之貨幣政策會議上宣布 10 月起啟動購債計畫，意圖擴大資產負債表，抵抗低通膨的威脅。

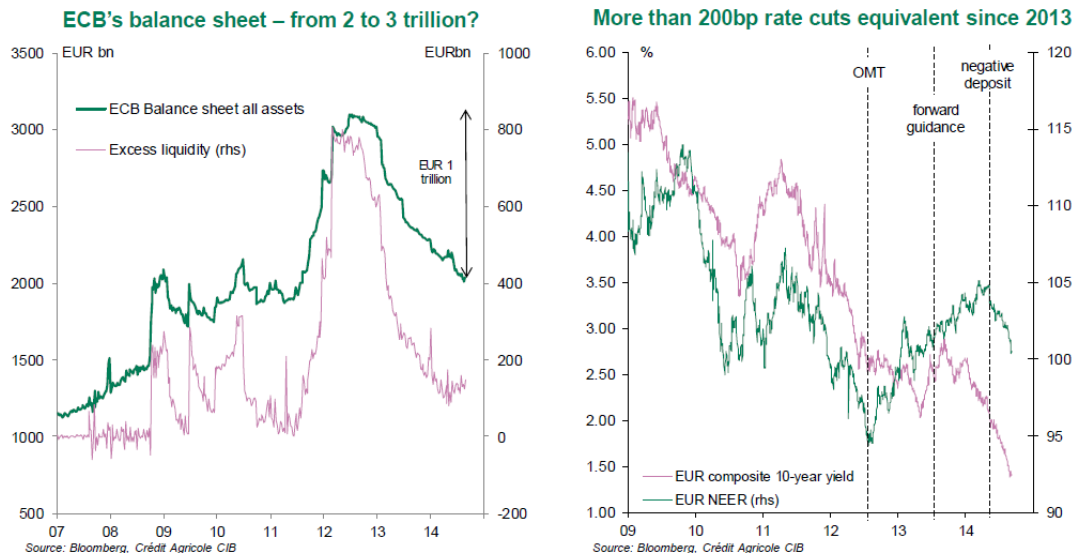
據 Credit Agricole 分析，ECB 以 6,000~8,000 億歐元的定向長期再融資操作 (TLTRO)，取代到期 3,500 億歐元的 3 年期長期再融資操作 (LTRO)，提供流動性至非金融體系；再加上購買 2,500~4,500 億歐元私部門資產（資產抵押證券購買計畫 ABSPP 與擔保債券購買計畫 CBPP3）兩種做法彈性推動 QE。Credit Agricole 推估，此購債計畫將使 ECB 資產負債表規模自 2 兆歐元擴大為 3 兆歐元，效力相當於 2013 年開始降息超過 200bp。

CBPP3 及 ABSPP 購債計畫內容

	Covered Bonds – CBPP3	Asset Backed - ABSPP
What will be purchased?	Euro-denominated covered bonds issued in the euro. Will be carried out by the ECB and the Eurosystem NCBs by means of direct purchases.	Senior and guaranteed mezzanine tranches (both primary and secondary markets). Silent on direct purchases.
Primary/secondary?	Purchases will be both primary and secondary markets	
Eligibility criteria*		
ECB Framework	Covered bonds should eligible for monetary policy operations	eligible under collateral framework for Eurosystem credit operations
Issuer	Bonds should issued by Euro area credit institutions; or, in the case of multi-cédulas, by SPV incorporated in the Euro area;	Not applicable
Currency	EUR denominated and held and settled in the euro area;	EUR denominated with issuer residence within Euro area
Underlying	have underlying assets that include exposure to private and/or public entities	claims against non-financial private sector entities resident in the euro area – either legacy or newly originated – of which a minimum share of 95% is EUR-denominated and of which a minimum share of 95% are resident in the euro area;
Minimum Rating	have a minimum first-best rating of BBB- or equivalent;	Second-best rating of BBB-/Baa3/BBB1
Greek/Cyprus inclusion conditions	In case of Greek or Cyprus bonds which cannot achieve a second-best rating it should: <ul style="list-style-type: none"> (i) monthly reporting of the pool and asset characteristics; (ii) committed over-collateralisation >= 25%; (iii) currency hedges with at least BBB- rated counterparties for non-euro-denominated claims included in the cover pool or at least 95% of the assets to be EUR denominated; and (iv) claims must be against debtors domiciled in the euro area. 	<ul style="list-style-type: none"> i. comply with above criteria except rating; ii. ratings on a second-best basis should be at maximum achievable rating in the jurisdiction; iii. credit enhancement >= 25%; iv. availability of investor reports and of modelling of the ABSs in standard third party ABS cash-flow modelling tools; v. all counterparties to the transaction except servicer, have a first-best rating of at least BBB-/Baa3/BBB1 full back-up servicing provisions are in place.
	Entities suspended from Eurosystem credit operations are excluded	Not applicable
	Counterparties to be eligible for the Eurosystem's monetary policy operations, other counterparties that are used by the Eurosystem for the investment of its euro-denominated portfolios.	Not applicable
Size Limits	Max purchase limited to 70% per ISIN (30% in case of Greek/Cyprus bonds)	
	Retained issuance eligible	Retained issuance eligible provided some participation by other market investors
Eurosystem due diligence requirements	Ongoing due diligence	Ongoing due diligence

Source: Deutsche Bank; *For Asset backed senior tranches only criteria for guaranteed mezzanine tranches to be confirmed at a later date
The Covered bond purchase programme also incorporates a mandate to make its CBPP3 portfolio available for lending.
https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1.en.html

ECB 資產負債表



此外，Credit Agricole 也提到，當顯示剩餘流動性緩緩出現而通膨預期仍有下行風險時，ECB 會感受到需要更多政策力度的壓力，亦即需要推出更多非傳統寬鬆貨幣政策。儘管市場普遍認為 ECB 最終將被迫啟動購買公債計畫，才能將資產負債表擴大 1 兆歐元規模，但 Credit Agricole 認為在訴諸此政策前，或許還可以採用更寬鬆的 TLTRO 或更廣泛的私部門資產購買計畫。

三、BOJ 意外提前推出 QQE2

日本於 2014 年 4 月實施調高消費稅由 5% 至 8%，但國內需求不振，加上原油價格大幅下跌，連續數月日本核心 CPI(扣除消費稅因素)未能進一步增長。為確保達成 2% 之通膨目標，BOJ 出乎市場意外地於 2014 年 10 月 31 日進一步推出貨幣寬鬆政策，擴大貨幣基數並增加長期公債、指數股票型基金、不動產投資信託等資產的購買速度。值得注意的是，此次會後聲明稿中刪除「2 年內」使國內通膨率達到通膨目標 2% 之用語，改為使用「無限期」(open-ended) 用語，隱含對安倍經濟學成效的不確定性。

BOJ 資產規模預估及貨幣政策比較表

單位:兆日圓

	2013 年底 (實際值)	2014 年底 (預估值)	2013 年 4 月 4 日 以來實施之 貨幣政策	2014 年 10 月 31 日 宣布加速後之 貨幣政策
貨幣基數	202	275	每年增加 60-70 兆	每年增加 80 兆
長期公債 (JGB)	142	200	每年增加 50 兆 (平均存續期間為 7 年)	每年增加 80 兆 (平均存續期間延 長 3 年,即 7~10 年)
指數股票型 基金(ETF)	2.5	3.8	每年增加 1 兆	每年增加 3 兆
不動產投資 信託(JREIT)	0.14	0.18	每年增加 0.03 兆	每年增加 0.09 兆
商業本票 (CP)	2.2	2.2	持續購買至餘額 達到 2.2 兆日圓	維持不變
公司債	3.2	3.2	持續購買至餘額 達到 3.2 兆日圓	維持不變
總資產 (含其他)	224	297	-	-

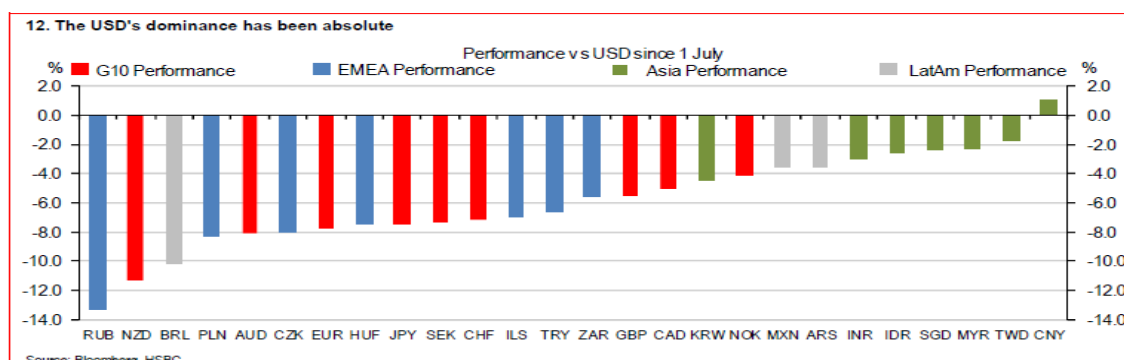
資料來源: BOJ

參、後 QE 時代外匯市場

一、美元具有升值潛力

近期美元走勢呈現上揚，主要係受到一連串優於預期的美國經濟數據所激勵。根據一份 HSBC 研究報告顯示，美元指數自 2014 年 7 月以來上漲，且在觀察 33 個國家中，各國貨幣(除人民幣外)對美元均呈現貶值，顯示美元升值是全面性的，也是一波上漲趨勢的初升階段。

2014 年 7 月以來各國貨幣對美元走勢

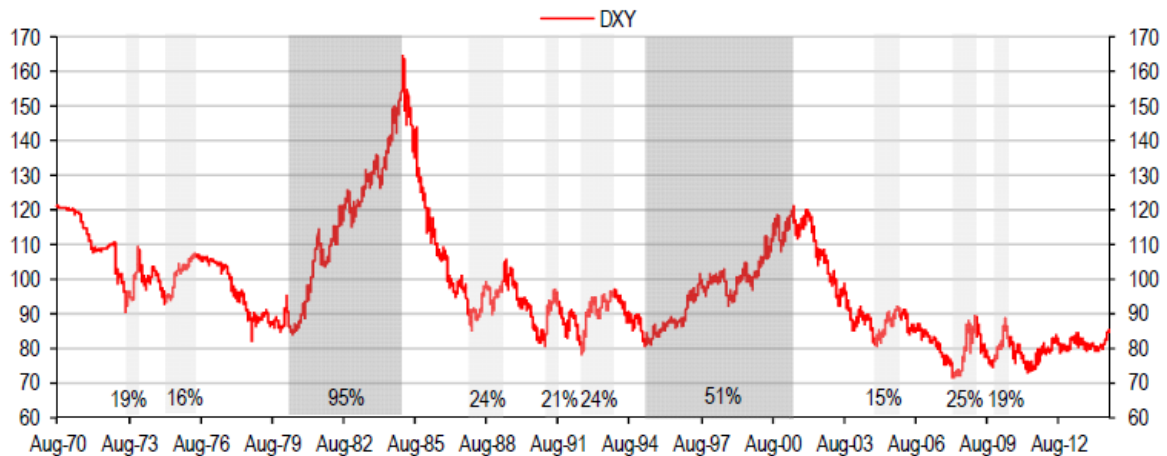


HSBC 研究指出，此次美元升值可能與過去經驗略有不同。目前除美國之外，多數國家正面臨通縮或低通膨的威脅。而由於許多國家政策利率非常接近或已經為零，這加重匯率取代利率作為影響通膨政策工具之角色-即低通膨國家紛紛允許貨幣貶值來對抗低通膨或通縮。

市場預期美元後市看漲，除因美國經濟成長相對其他國家較為強健，美國貨幣政策也相較其他仍採行貨幣寬鬆政策的國家轉趨緊縮，而愈來愈多國家加入貨幣戰爭，這些因素都將持續推升美元走強。

據 HSBC 研究指出，若不考慮過去兩次的超級美元強升週期（即 1980-1985 年間美元上漲超過 90%，1995-2001 年間美元上漲超過 50%），每一波美元上漲趨勢出現時，平均而言美元升值幅度可達 20%，且時間約可持續一年。

1970 年以來美元指數走勢圖

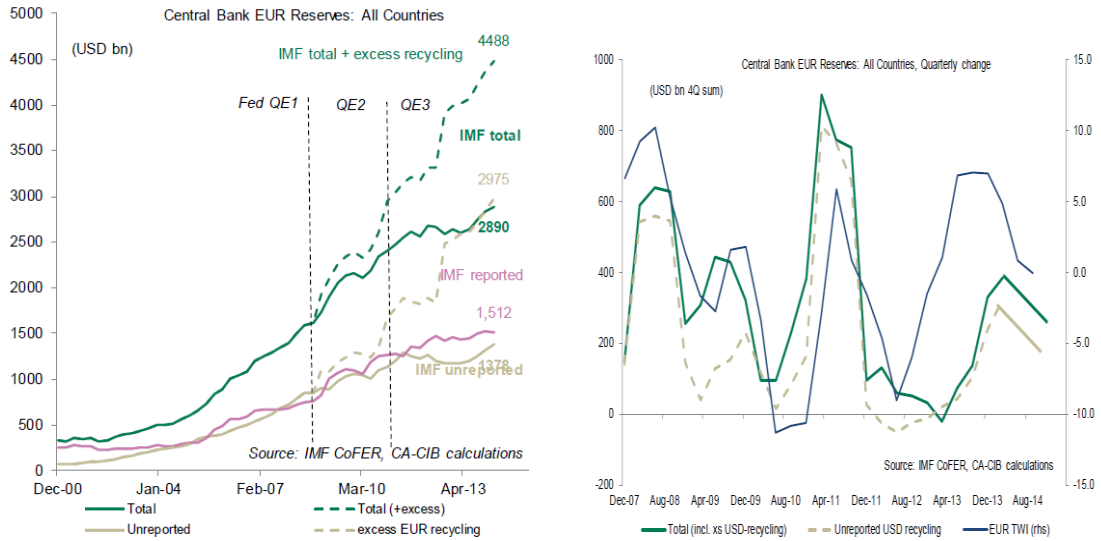


資料來源: HSBC

二、歐元面臨貶值壓力

2008 年後由於 Fed 陸續推出非傳統貨幣寬鬆政策，增加超額美元在市場之流動性。據 Credit Agricole 估計，全球央行在進行外匯準備配置策略時，約將超額美元之 2 成配置於歐元，因此實際歐元配置金額高於 IMF COFER 報告中所公布之數據，此亦成為支撐歐元近 2 年走強的因素之一。但由於美國已宣布結束 QE，未來全球央行配置歐元資產的動力恐將減少。

此外，歐元區經濟成長動能疲弱又面臨低通膨壓力，ECB 除採取降息措施，並於 2014 年 10 月實施購債計畫，且極有可能於 2015 年後被迫推出公債購買計畫，才能順利擴張其資產負債表。反觀 Fed 自今年起已開始縮減 QE 規模，並於 10 月正式宣布終止 QE3，兩國貨幣政策差異化擴大，歐元走勢恐將持續承壓。針對未來歐元兌美元走勢，Credit Agricole 預期 2014 年 Q4 匯價為 1.28，2015 年底則將走跌至 1.23。



資料來源: Credit Agricole

三、日圓面臨貶值壓力

近期影響美元兌日圓走勢的因素，主要包括: (1) BOJ 貨幣政策、(2) GPIF 改革、(3)日本投資人增加海外資產投資的速度。此次 BOJ 意外擴大 QQE，致使美、日兩國貨幣政策差異化持續擴大；再加上日本政府退休基金(GPIF)已展開改革，增加海外資產投資比例，將有助美元走升、日圓貶值。

GPIF 新、舊資產配置策略比較表

(Old)	Domestic bonds	Domestic stocks	International bonds	International stocks	Short-term assets
Target allocation	60%	12%	11%	12%	5%
Permissible range of deviation	± 8%	± 6%	± 5%	± 5%	—

⇓

(New)	Domestic bonds	Domestic stocks	International bonds	International stocks
Target allocation	35%	25%	15%	25%
Permissible range of deviation	± 10%	± 9%	± 4%	± 8%

資料來源: GPIF

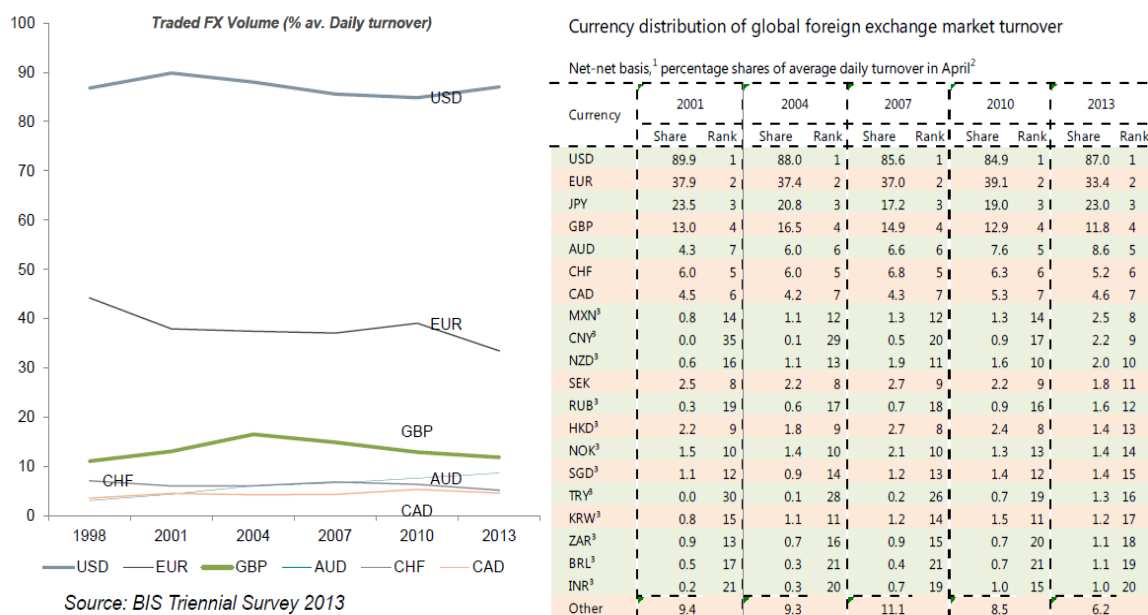
由於國家經濟成長動能及兩國間利差的因素，扮演推動 G10 貨幣走勢的主要驅動力，目前除美國已確定結束 QE，但歐元區及日本卻仍將擴大寬鬆政策規模，因此市場普遍預期歐元及日圓兌美元後市仍面臨貶值壓力。

肆、新興市場貨幣重要性漸增

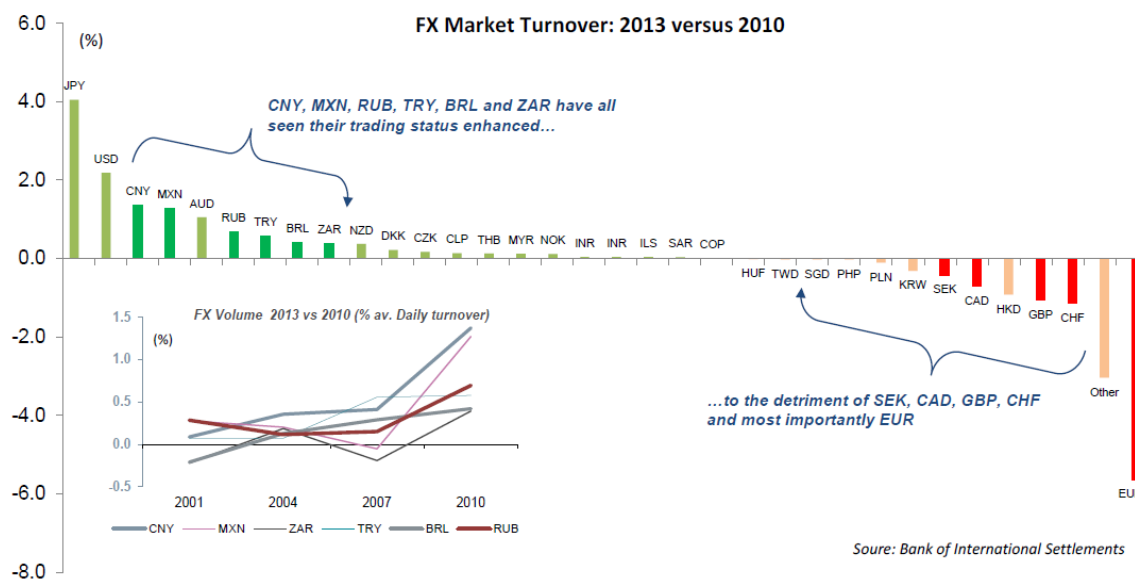
一、新興市場貨幣外匯交易量呈現增長

Credit Agricole 歐洲地區外匯策略首席分析師 Adam Myers 指出，一國貨幣在外匯市場之交易量愈大，有助於支撐該貨幣可以維持強勢。Myers 提及，由於歐元在外匯市場交易量僅次於美元，因此儘管前兩年經歷歐債危機，但當時歐元並沒有崩盤。

據 BIS 統計資料顯示，截至 2013 年底，美元、歐元、日圓分別為外匯市場前 3 大交易量之貨幣。值得注意的是，2001 年時澳幣僅為外匯市場第 7 大交易量貨幣，但 2013 年時已成為第 5 大交易量貨幣。此外，2001 年時人民幣僅為外匯市場第 35 大交易量貨幣，但 2013 年時已成為第 9 大交易量貨幣。



若相較 2013 年及 2010 年，包括人民幣、墨西哥披索、俄羅斯盧布、土耳其里拉、巴西雷亞爾、南非蘭特等新興市場貨幣外匯交易量明顯呈現增長，甚至超越大多數已開發國家，新興市場貨幣在外匯市場的重要性與日俱增。



資料來源: Credit Agricole

二、美元升息對新興市場貨幣之可能影響

不過，若明年美國啟動升息，屆時會不會造成資金快速撤出新興市場，導致新興市場貨幣出現激烈震盪？

依據 HSBC 的研究分析指出，不同於已開發國家貨幣走勢與短天期債券殖利率趨勢的相關性較強，新興市場貨幣走勢則是與美國 10 年期公債走勢相關性較明顯。HSBC 預期，美元走強可望抵銷美國通膨上漲壓力，因此有助壓抑美國 10 年期公債殖利率不致大幅上漲，因此對新興市場貨幣不會有嚴重的影響。惟若美國 10 年期公債殖利率出現迅速上漲，則新興市場貨幣恐將出現震盪跌勢。

三、中國大陸在國際投資市場上的影響力漸增

2014 年 11 月 3 日 Bloomberg 有一則報導：全球最大(挪威)主權財富基金所配置之中國大陸資產儘管目前只占 1.5%，但其操盤人 Yngve Slyngstad 每年都會到中國大陸進行考察。

據 Slyngstad 表示他會每年親赴中國大陸考察主要有下列理由：

(一)中國大陸將成為世界最大之經濟體，幾乎全球所有的投資決策都會受到中國大陸狀況的影響。挪威主權財富基金目前規模為 8,600 億美元，在未來 3 年內預計將達到 1 兆美元規模，了解中國大陸一舉一動，對操盤人而言極為重要。

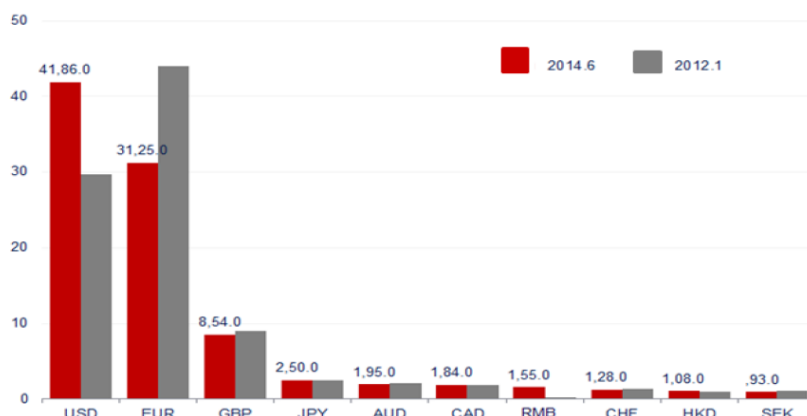
(二)全球經濟的組成，包括巴西、印尼、南非等新興市場之未來發展均將由中國大陸決定。

挪威主權財富基金相信中國大陸經濟發展的重要性，並對投資中國大陸具有極大興趣，亦透過在香港上市的公司來投資中國大陸。截至 2014 年第 3 季，其配置中國資產之占比為 1.5%，約為該基金股票投資之 2.7%（此高於 2013 年底之 2.5%）。這則新聞透露出，中國大陸在國際投資市場上的影響力逐漸增強。

伍、人民幣國際化進展

中國大陸是全球僅次於美國的第二大經濟體，亦為全球最大貨物出口國和第二大貨物進口國，擁有最多外匯儲備的國家。儘管經濟影響力如此巨大，然而根據 SWIFT 統計，截至 2014 年 6 月，人民幣位居全球第七大常用支付貨幣，占國際交易金額的 1.55%，相較於美元高達 41.86% 的比率，國際間使用人民幣的普及程度，與中國大陸經濟地位的重要性目前仍不相稱。受限於封閉資本帳與國內資本市場尚未成熟等因素，人民幣尚處於周邊化與貿易貨幣階段。

Top 10 payment currencies (% of the total amount)



資料來源：SWIFT

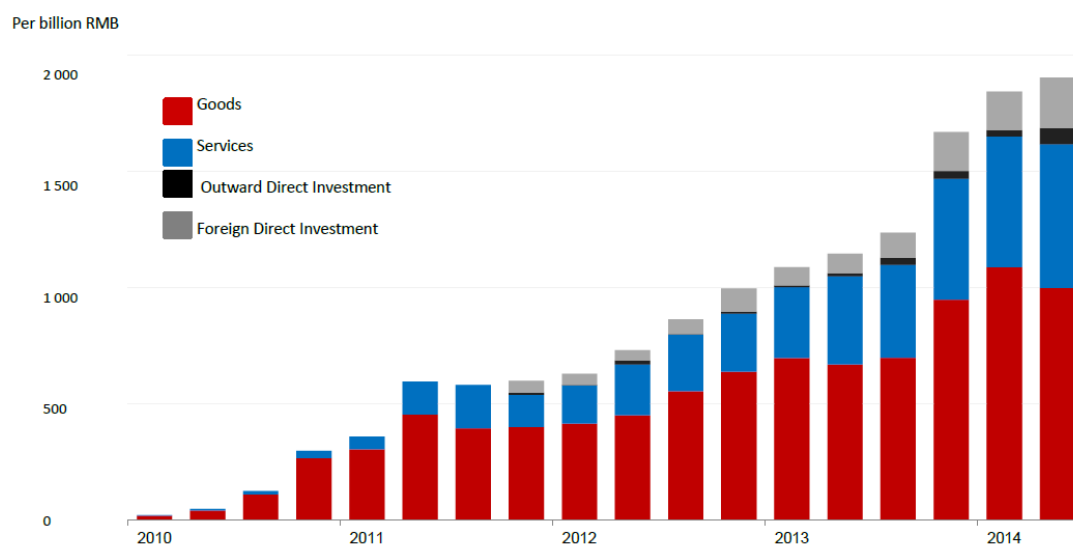
人民幣國際化對中國大陸來說具有重要的經濟意義，包括：（1）降低進出口商面對的匯率風險；（2）增強金融機構的資金效率；（3）降低與周邊國家的交易成本，促進貿易；（4）減少持有美元資產的需求與降低外匯儲備的資本損失；（5）最終成為世界主要儲備貨幣之一，在國內和國際經濟政策上有更多發揮的空間。因此，近年來中國大陸積極推動人民幣國際化，自 2009 年人民幣正式用於跨境貿易結算以來，五年來已獲致一些顯著的成果：

一、人民幣跨境貿易投資規模增長

跨境貿易人民幣結算試點啟動於 2009 年 7 月，在上海、廣州、深圳、珠海

及東莞等城市開展跨境貿易人民幣結算試點，首批試點有 365 家企業參加。2010 年 6 月，境內試點地區擴大至 20 個省市，試點企業擴大至 6 萬多家。2011 年 8 月，跨境貿易人民幣結算範圍擴大至全大陸地區。在跨境貿易人民幣結算啟動 2 年半後，2012 年 3 月參與主體範圍擴大至所有具有進出口經營資格的企業，均可選擇以人民幣進行計價、結算和收付。

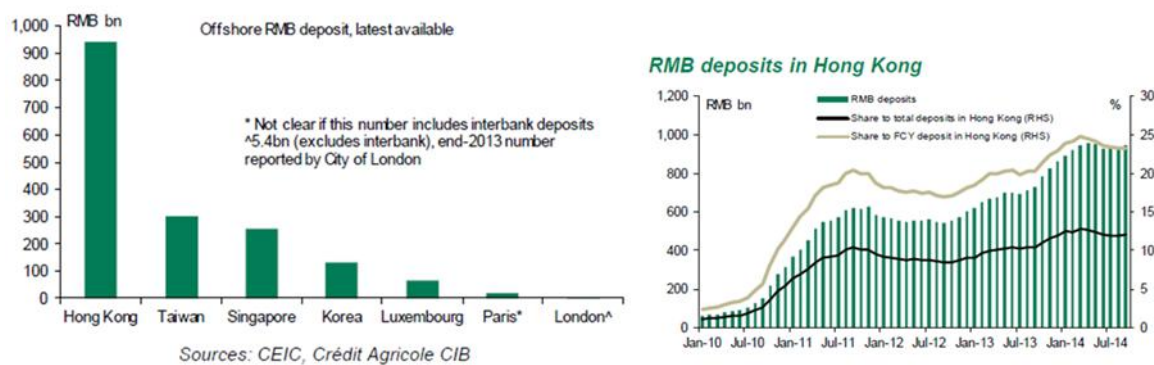
經過上述的發展，根據中國人民銀行統計，跨境人民幣結算金額在 2009 年只有 35.8 億元，到今年前 3 季已超過 4.8 兆元，人民幣跨境收支占全部跨境收支的比重已接近 25%，貨物貿易進出口的人民幣結算比重則超過 15%，成長速度驚人。值得一提的是，除了貨物貿易結算之外，服務貿易結算與人民幣直接投資金額亦有增長，顯示人民幣國際使用正逐漸深化，不止於貿易。



資料來源：PBOC，Bank of China

二、離岸市場發展迅速

離岸中心是在規劃人民幣國際化過程中一個很關鍵的重要階段，香港最早開始離岸人民幣業務，目前也是最大市場，其次為台灣、新加坡、韓國、盧森堡。



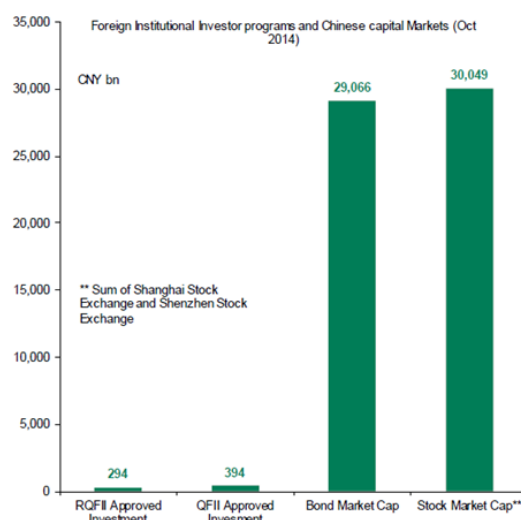
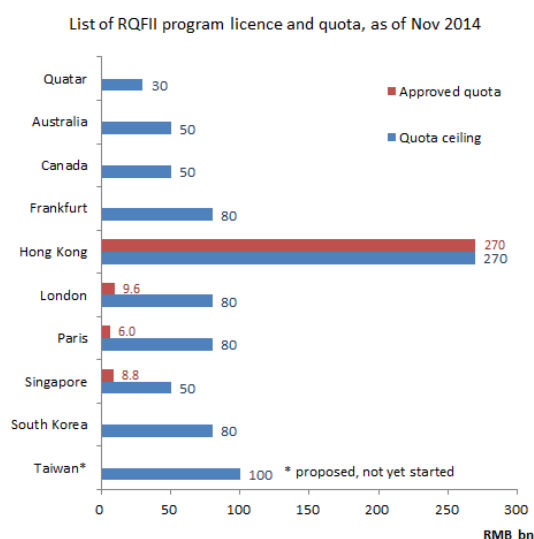
Credit Agricole 統計 2014 年 7 月香港人民幣存款約達 9 千億元，分別占其總存款與外幣存款之 12%、23%，而香港人民幣金融產品目前為各離岸市場中發展最為完整，市場發展現況如下表所示。隨著各種產品、天期的 CNH 貨幣市場工具、衍生性商品的交易蓬勃發展，CNH Yield Curve 逐漸形成。

CNH 產品	市場發展現況
SPOT	每日交易量 70-90 億美元，CNH 與 CNY 匯差逐漸收窄
Forwards	每月交易量 1,400-1,800 億美元，Tenor 一年內流動性較好
CCS	每月交易量約 50 億美元，標準契約是 CNH Fixed Rate 對 USD 3M LIBOR
Options	每日交易量名目本金 30-50 億美元，Tenor 兩年內流動性較好
Futures	2012 年 9 月起於香港期交所買賣，每口 100,000 美元，方便投資人更能便捷地管理人民幣匯率風險
IRS	每月交易量約 2,000 億 CNH，以 CNH HIBOR 利率決價
Repo	HKMA2012 年 6 月推出，提供 O/N 至 1-week 的流動性，可抵押港交所交易的基金票據、香港特區政府公債、海外發行的中國公債
Bonds	流通在外點心債約 4,500 億人民幣，以 3-4 年期債券為主(占 65%)，多為中國大陸與香港發行人(占 88%)

資料來源：Credit Agricole

三、穩健有序擴大人民幣跨境證券投資，惟規模仍小

透過 QFII 與 RQFII 制度，境外機構投資人可在其審批額度內投資中國大陸證券市場，滿足境外投資人對境內市場的投資需求，RQFII 更可允許投資人直接以人民幣進行投資，逐步形成人民幣「出得去、回得來」的良性機制。截至 2014 年 11 月，RQFII 總投資額度已達 8,700 億人民幣（含臺灣已承諾額度 1,000 億），其中已獲審批額度累計達 2,944 億元。Credit Agricole 亞洲利率首席分析師 Frances Cheung 指出，與中國大陸接近 60 兆人民幣的資本市場規模（債券市場 29 兆、股票市場 30 兆）相比，QFII 與 RQFII 合計僅 0.68 兆，僅開放了 1.15%，規模仍小。



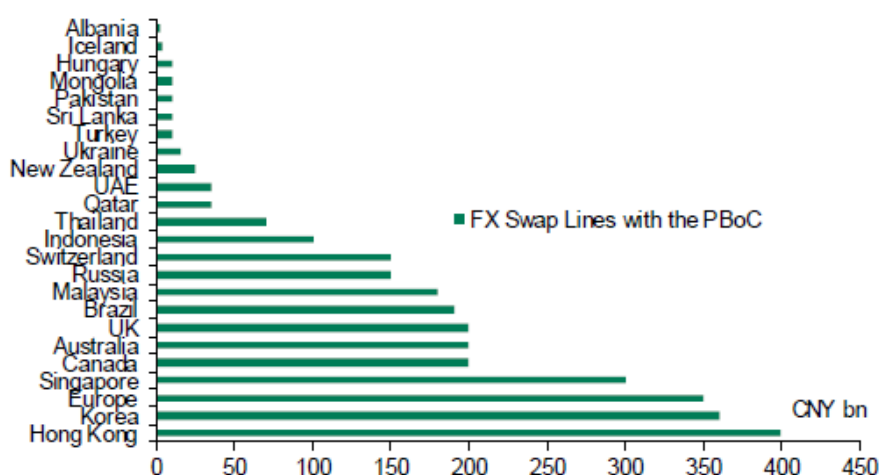
資料來源：Credit Agricole

四、積極與各國簽署雙邊本幣互換協議

伴隨跨境人民幣業務的開展，自 2009 年開始至 2014 年 11 月，中國人民銀行先後與 28 個國家、地區貨幣當局簽署了總規模超過 3.11 兆元人民幣之雙邊本幣互換協議(RMB Bilateral Swap Agreements)，雙方貨幣可直接兌換。

人民銀行與先進國家間簽署本幣互換協議原為因應金融危機美元流動性緊

張，其後隨著人民幣國際化的推展，亦有利於加強雙方金融合作、維護區域金融穩定、降低兩國企業融資和匯兌成本及促進雙邊貿易發展。其中，人民銀行與全球第2大儲備貨幣歐元之互換協議於2013年10月簽署完成，規模達人民幣3,500億元，人民幣在國際金融的實力大幅成長。



Sources: PBoC, HKMA, various central banks, Crédit Agricole CIB

另外，中國人民銀行於今(2014)年5月30日宣布使用中韓本幣互換協定下的4億韓元資金（折計約240萬元人民幣），支持企業貿易融資，此為人民銀行首次動用雙邊本幣互換協定的對方貨幣，擴大本幣互換應用範圍，顯示隨著貿易往來的縱深發展，已經讓中國大陸與部分國家的雙邊貨幣結算需求得到實質性提升，雙邊本幣互換協議的運用對美元產生了若干替代性作用。

五、滬港通啟動吸引境外人民幣回流

人民幣國際化因「滬港通」2014年11月通車邁出里程碑式的一步，內地投資人（機構和散戶）首次可以直接投資海外股票，實現資產組合多元化；而海外的機構和散戶投資者亦可以直接投資內地股市，資本市場進一步開放。中國大陸股市現已為全球第二大股市，債市則名列全球第三，儘管規模龐大，多年來實施資本帳戶管制的結果，股票市場基本上與全球投資者絕緣，滬港通將內地龐大但

相對隔絕的股票市場與國際投資人連接，吸引境外人民幣回流，有助於擴大人民幣的流動性和產品範圍。

五年來人民幣國際化成就斐然，經常帳的人民幣輸出推升了國際化水準，貿易結算與離岸市場的發展逐步成型。惟中國人民銀行行長周小川曾提到：人民幣在貿易與投資中的跨境使用開展時間不長，基數很低，所以增長率雖然顯得很高，但是實際上，在國際貿易和投資中的使用比重還是相對比較低的。人民幣如果真是走向國際化，還有很多準備工作沒有做好，例如消除使用人民幣的不必要的法律限制，讓可以用硬通貨(Hard Currency)的地方也可以用人民幣。

貨幣國際化成功與否，取決於資本帳與金融帳的開放程度，周小川認為應穩步推進和逐步實現人民幣的資本項目可兌換，把政策改革做好了，推廣人民幣使用方面並不需事先安排速度、節奏、時點。

陸、心得及建議

近期的經濟數據顯示，在全球主要經濟體中只有美國經濟逐漸復甦，但多數國家不僅經濟成長缺乏動能，甚至面臨低通膨或通縮風險。由於全球主要中央銀行利率水準接近或已經降至零，全球債務也節節升高，加上各國競相展開貨幣戰讓本國貨幣貶值，這些現象令人憂心。

一、後 QE 時代充滿未知數

由於過去從來沒有任何國家採行過 QE 政策，因此這次美國結束 QE 後，未來對美國經濟及金融市場、甚至是全球經濟會有何影響，目前都尚無可知。

其次，在全球主要經濟體當中，現階段只有美國正式宣布結束 QE 政策，但是歐洲及日本都因陷入經濟窘境還有可能繼續加大 QE 規模，未來會對金融市場造成何種影響也須持續觀察。

二、外匯存底幣別配置決策非易事

只要美國經濟持續穩健復甦，市場普遍預期 Fed 最快於 2015 年年中可望啟動升息，因此在考量貨幣政策的優勢上，美元仍具升值潛力。Credit Agricole 即建議，在幣別配置考量上，未來應增加美元配置，減少歐元配置，並可酌量增加新興市場貨幣作為多元化資產投資。

不過，外匯存底幣別配置絕非簡單的決策，仍需就投資組合中各幣別之波動性、各幣別間之相關性、欲增(減)持貨幣國之經濟及金融現況與展望，以及加上本國經濟貿易及投資等狀況，進行通盤考量。

三、人民幣國際化對國際投資人的影響

人民幣國際化仍處於初始階段，在資本帳仍管制下，主要在增加海外人民幣

雙向流動管道，提高國際投資者持有人民幣意願，距離開放資本帳仍有很長的路要走，還包括對中國大陸利率自由化、匯率市場更浮動等考量，現階段中國大陸逐漸透過各種試點試行局部開放資本流通，例如滬港通的例子。

此外，雖然離岸人民幣的發展提供國際投資人另一種資產選擇，但除了開放的議題外，不能忽視資本市場發展未臻成熟，發債者債信不透明，而企業財務資訊品質存疑等問題。

四、未來投資應注意之風險事件

(一) 全球低通膨風險

預期明年全球主要國家仍將面臨低通膨風險，除美國、英國可能升息外，歐元區、日本、中國大陸都有可能持續寬鬆貨幣政策。

(二) 美國升息造成金融市場動盪

若美國意外迅速升息，或因美元強勢導致經濟復甦遲緩而意外延後升息時間，將可能造成金融市場動盪。

(三) 歐債危機捲土重來

若 ECB 擴大 QE 卻無法激勵經濟成長、通膨升溫，或因政治因素導致區域內國家財政改革進度遲緩或失敗，有可能使市場投資人再度對歐元區前景失去信心。

(四) 中國大陸經濟硬著陸

倘若影子銀行、房地產市場、地方債務問題失控，經濟成長放緩嚴重，有可能拖累全球經濟發展。

(五) 日本安倍經濟學失敗

安倍政府在選舉後推出的政策方向，以及日圓貶值是否影響國內經濟復甦，亦需持續觀察。

柒、參考資料

1. “DM Outlook-The normalization that wasn’t”, 17 October 2014, Credit Agricole.
2. “Re-awakening-FX in the post Fed-QE Environment”, 15 October 2014, Credit Agricole.
3. “Can a strong USD save the world?”, 1 October 2014, HSBC.
4. “The 2014 FOMC – New Faces, Same Taper”, 12 January 2014, Credit Suisse.
5. “ECB: Unanimous and Preparing”, 6 November 2014, Deutsche Bank.
6. “ECB Purchase Programmes-Flexibility the name of the game”, 6 November 2014, Deutsche Bank.
7. “Global Economics Weekly-Policy divergence intensifies”, 31 October 2014, Barclays.
8. “Man Running World's Biggest Wealth Fund Tackles China Riddle”, 3 November 2014, Bloomberg.
9. “USD Rally: How Far and For How Long?”, 13 November 2014, Credit Suisse.
10. “Reserves Management Review”, October 2014, JPMorgan.
11. “The House View”, 25 November 2014, Deutsche Bank
12. “Offshore RMB”, Dec 2014, Credit Agricole.
13. “RMB Internationalization”, Oct 2014, Bank of China.
14. “The RMB’s Long Road to Internationalization”, 22 Sep 2014, Nargiza Salidjanova, No.5 USCC Economic Issue Brief.
15. “人民幣國際化緣起與發展”, 2013 年 7 月, 曹遠征, 中國銀行