

# 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)

## 參加「HSBC 政府機構訓練研討會」

### 心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：張淑美 副科長

派赴國家：中國香港

出國期間：104年4月20日至104年4月24日

報告日期：104年7月9日

## 目 錄

壹、前言	2
貳、全球經濟狀況與展望	4
參、2015 年外匯存底管理之趨勢	15
肆、結語及建議	22
伍、附註	26
陸、參考資料	29

## 壹、前 言

職奉派參加 104 年 4 月 20 至 24 日於 HSBC 香港所舉辦之「政府機構訓練研討會 (Sovereign Training Programme)」，該研討會係 HSBC 自去(103)年起特別針對央行及主權基金客戶而舉辦，此次參與者包括央行（大陸 SAFE、台灣、泰國、日本及其他歐、非、南美等各國央行）、財政部（越南、菲律賓等）、主權基金（中國投資公司 CIC、淡馬錫控股公司）及國際金融機構（BIS、ADB、AfDB）等相關業務人士計 50 餘人。

HSBC 希望藉由此一學習交流平台讓與會者了解目前全球之經濟情勢與金融市場之發展現況，並透過外部專業人士的實務經驗分享，期能提供與會者未來資產配置可能的調整方向。

鑒於目前各主要大國貨幣政策分歧，美國正考慮在經濟明顯穩健成長下升息，朝貨幣政策正常化的方向邁進；另一方面，影響全球景氣復甦的其他重要經濟體—歐元區、日本及中國大陸，卻因經濟表現疲軟，通縮威脅加劇而展開寬鬆政策。在現今各區經濟復甦跡象呈現不同步且不明確的情況下，央行如何透過資產配置的調整來提高收益率，實有必要

加以了解；故本篇報告之前半部將說明目前全球經濟狀況與  
展望；後半部則摘錄 HSBC 2015 年外匯存底管理趨勢之調查  
結果，以供本行外匯存底操作管理之參考。

## 貳、全球經濟狀況及展望

### 一、美國經濟持續成長可能出現變數：

從美國的就業數據來看，其失業率自 2008 年 10% 的高峰下降至 2015 年 4 月的 5.4%（如圖 1），顯示聯準會自 2008 年至 2014 年三波的量化寬鬆政策<sup>註 1</sup>確實已使就業狀況大幅改善。然而，美國經濟是否能持續穩定成長，仍有一些變數存在。

圖 1: 美國勞工失業率



Source: CEIC, HSBC

首先，美國房市復甦力道不足，可能阻礙經濟成長。美國新屋開工率<sup>註 2</sup>自 2007 年金融海嘯爆發後就快速下滑，儘管這幾年有些復甦的景象，但也只回升

到 1991 年經濟蕭條的低點位置（如圖 2），距離房市榮景還有一段距離。

圖 2：美國新屋開工數（折成年率）



Source: CEIC, HSBC

其次，雖然截至目前為止之企業財報表現尚佳，但企業獲利能否持續，有三個**關鍵變數**：**工資、油價及匯率**。雖然目前名目工資成長率看似平穩，約在 2% 徘徊（如圖 3），但一旦勞動市場緊俏，工資上揚，將壓縮企業的獲利空間。

近期油價波動劇烈，雖曾一度下滑至每桶 50 美元以下，但今年 3 月中油價又迅速反彈站回 60 美元之上，未來油價若再回升，將墊高企業成本，稀釋企

業獲利。至於匯率，先前已因美國聯準會可能調升利率的市場預期，導致美元升值，企業出口受到波及，獲利減少；萬一美國聯準會真的啟動升息，則美元匯價極有可能再度上揚，將降低其出口競爭力，進一步侵蝕其獲利能力。

圖 3：美國名目工資成長率



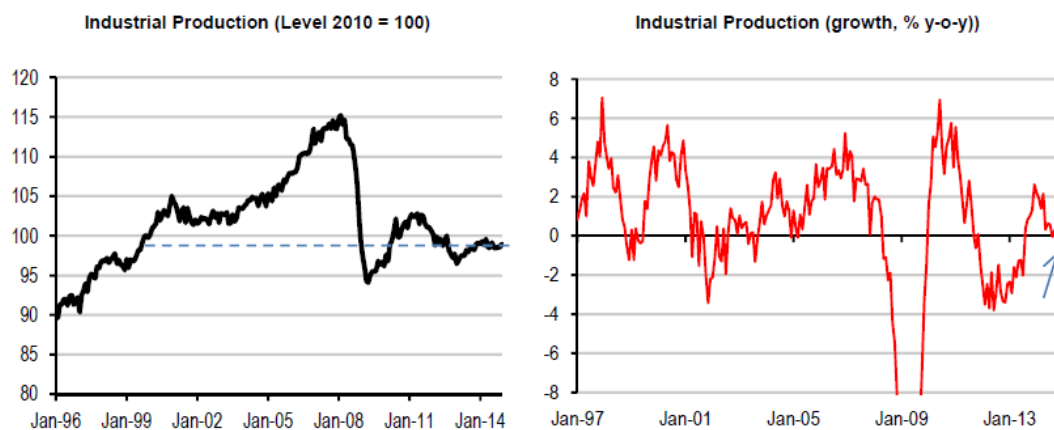
Note: Uses average hourly earnings (USD per hour) for all private sector workers since 2006 and average hourly earnings for production & nonsupervisory workers in the private sector prior to this.  
Source: HSBC, Thomson Reuters Datastream

## 二、歐元區經濟面臨通貨緊縮壓力：

歐元區經濟表現自 2008 年金融海嘯爆發便迅速下滑，雖然德、法等國政府力圖振作，但因歐債危機困擾不斷，使得該區經濟成長受阻，這可從工業生產成長率的表現看出端倪，幾乎都圍繞在零值附近游走

(如圖 4)。

圖 4：歐元區工業生產成長率

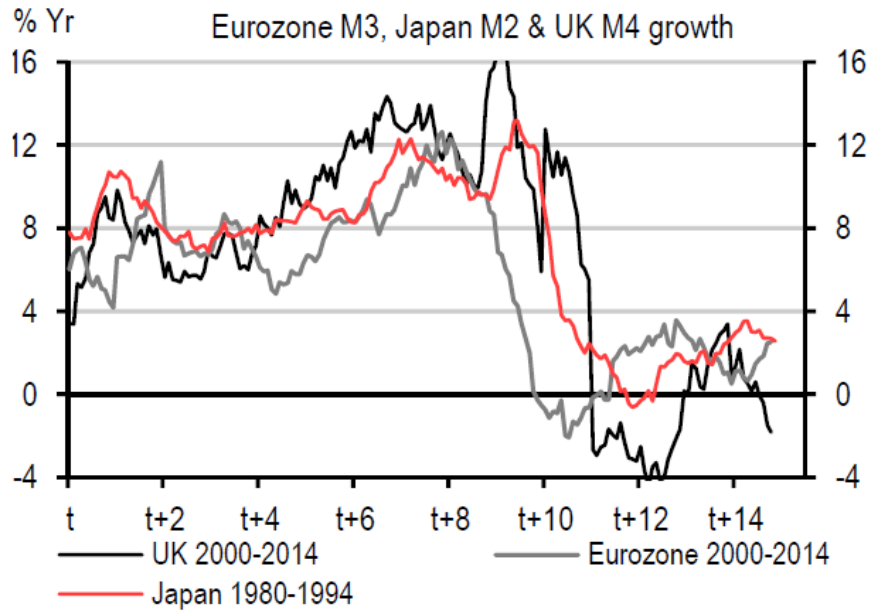


Source: CEIC, HSBC;  
NB: EU-15

由於歐元區許多國家政府債務沉重，加以歐盟對其會員國財政赤字比率需低於 3% 的限制，因此財政政策工具施展不易，只能仰賴貨幣政策工具來解救低迷不振的經濟；惟目前歐元短期利率雖已降至負值<sup>註 3</sup>，貨幣供給年成長率仍無明顯起色（如圖 5），再加上歐元區物價持續下滑（如圖 6），很難不讓人聯想到，是否歐元區之經濟會步入日本通貨緊縮的後塵。

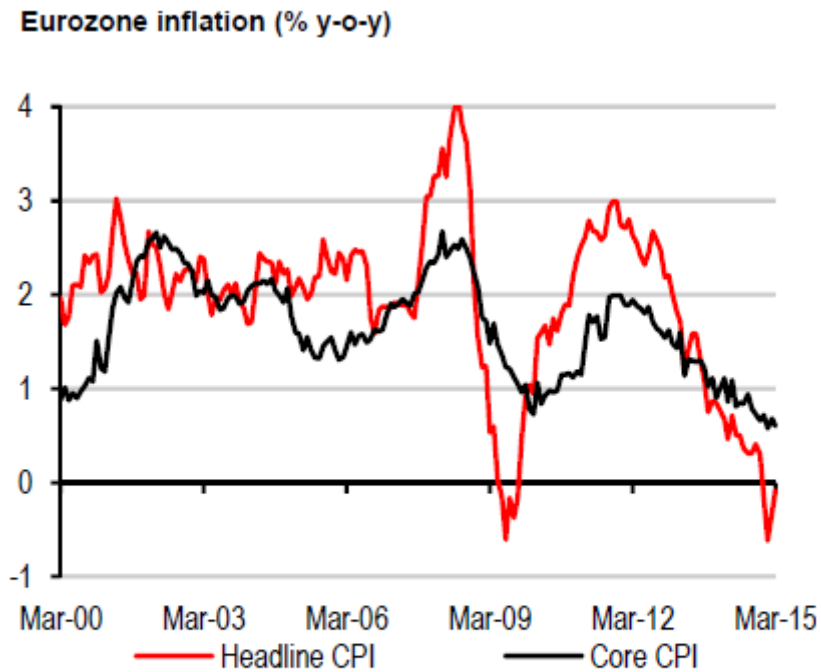


圖 5：歐元區、日本及英國貨幣供給成長率比較



Source: HSBC, Thomson Reuters Datastream

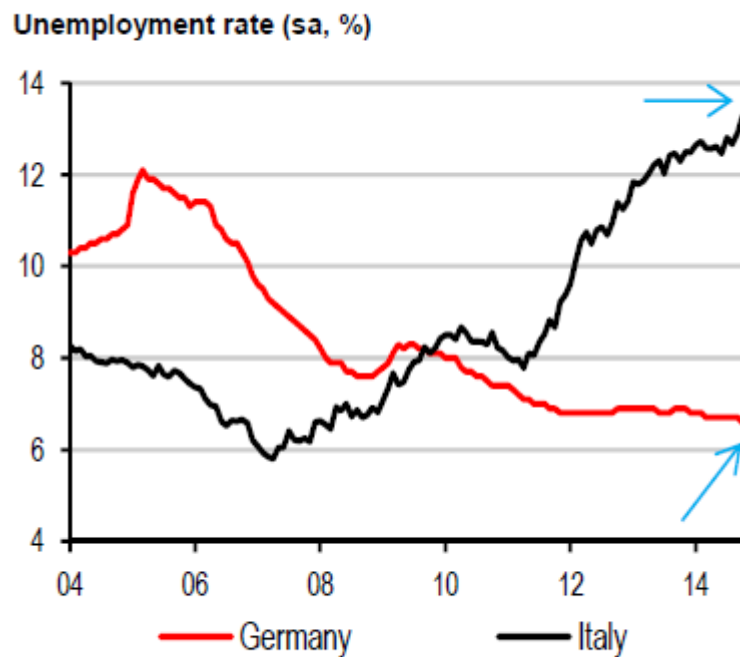
圖 6：歐元區物價指數上漲率



Source: CEIC, HSBC

為了拯救歐元區疲軟不振之經濟，歐洲央行決定實施量化寬鬆（Quantitative Easing）<sup>註 4</sup> 政策以避免通貨緊縮。然而，歐元區各國經濟狀況迥異，身為火車頭的德國失業率持續下滑，反觀義大利失業率卻不斷升高（如圖 7）；未來，歐洲央行所面對的挑戰可謂極為艱鉅。

圖 7：歐元區勞工失業率

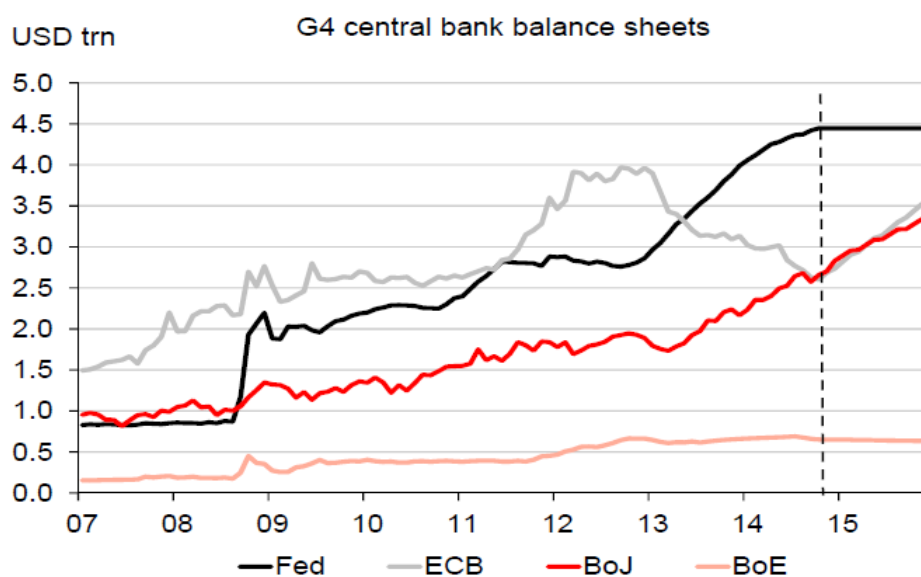


Source:CEIC, HSBC

### 三、日本及新興市場經濟成長可能減緩：

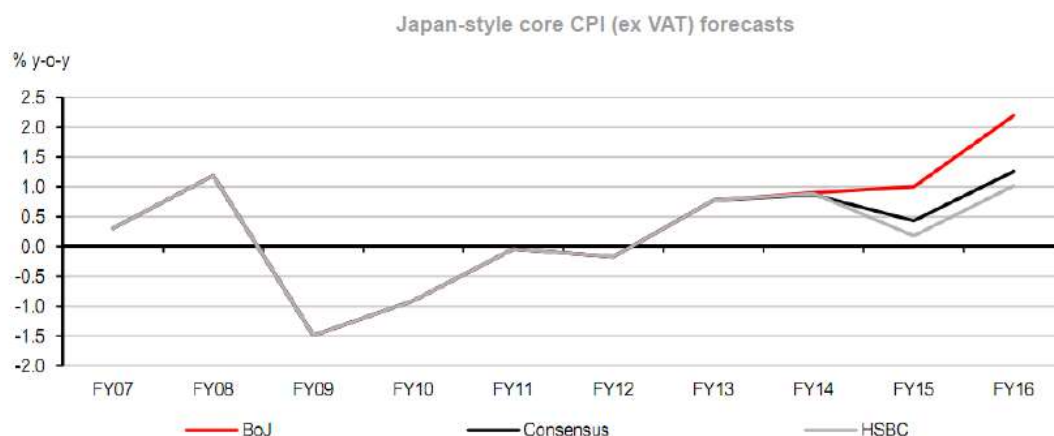
日本安倍政府經濟學（Abenomics）<sup>註5</sup>的基本精神，簡言之就是「印鈔救經濟」，日本央行積極實施量化寬鬆政策，已將超過等值3兆美元之資金注入金融體系中（如圖8），希望能使通貨膨脹率上升至2%以上；然而市場普遍認為日本央行對於通膨預期過於樂觀（如圖9），短期內不易達成通膨目標。

圖8：G4 央行資產負債表



Source: Bloomberg, HSBC forecasts

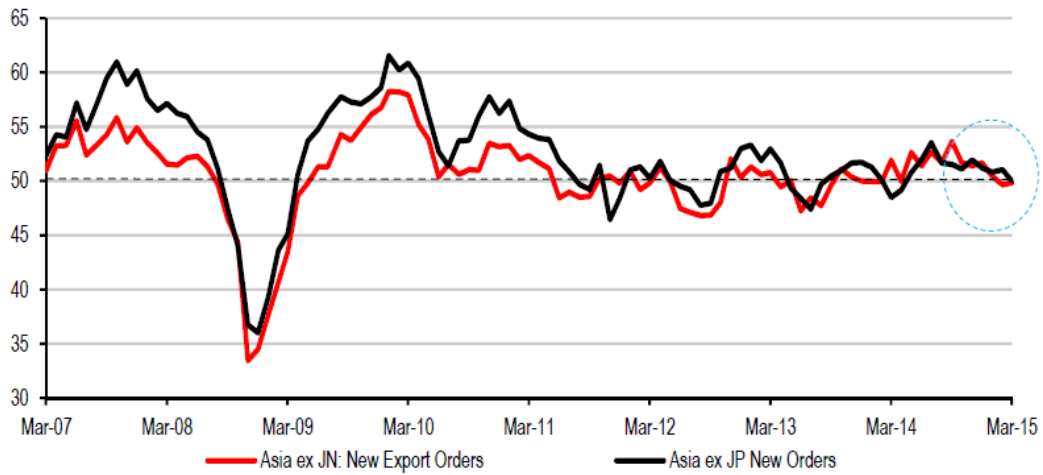
圖 9：BOJ、HSBC 及 JECR 對日本未來之通膨預期



Source: Bank of Japan, JECR, HSBC. Consensus forecasts are from the JECR ESP survey conducted between 23 February and 2 March (sample size 41). BoJ forecasts are from the January 2015 MPM

至於新興市場方面，從 HSBC 編製之採購經理人指數<sup>註 6</sup>（Purchasing Managers' Index, PMI）走勢圖來看，亞洲新興市場之新出口訂單及新訂單成長率都有減緩的現象(如圖 10)，而這當中最重要經濟體——中國大陸，其經濟成長下滑的現象更是明顯，過去動輒 10%以上之經濟成長率已不復在，取而代之的是所謂「新常態 (New Normal)」經濟成長(如圖 11)。

圖 10：亞洲地區（不包括日本）PMI 指數走勢圖



Source: CEIC, Markit, HSBC

圖 11：中國經濟成長率走勢圖



Source: NBS, HSBC

不僅中國地區房市萎靡不振（如圖 12），進出口貿易也停滯不前，物價持續下滑（如圖 13），一般家庭債務負擔加重（如圖 14），在在顯示其前景堪憂，

無怪乎大陸央行必須調降利率<sup>註7</sup>以挽救不斷下滑的經濟成長率。

圖 12：中國房地產銷售面積走勢圖

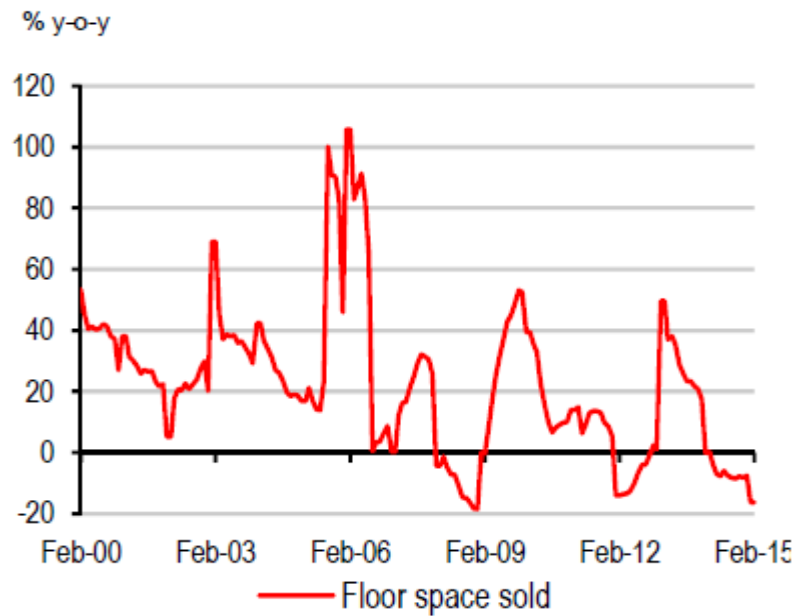
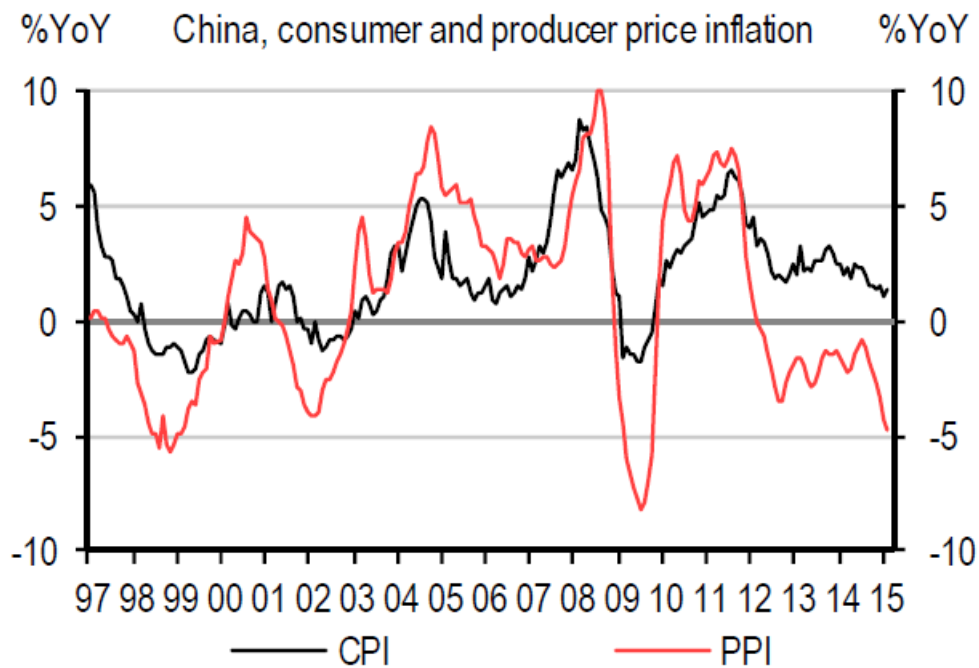
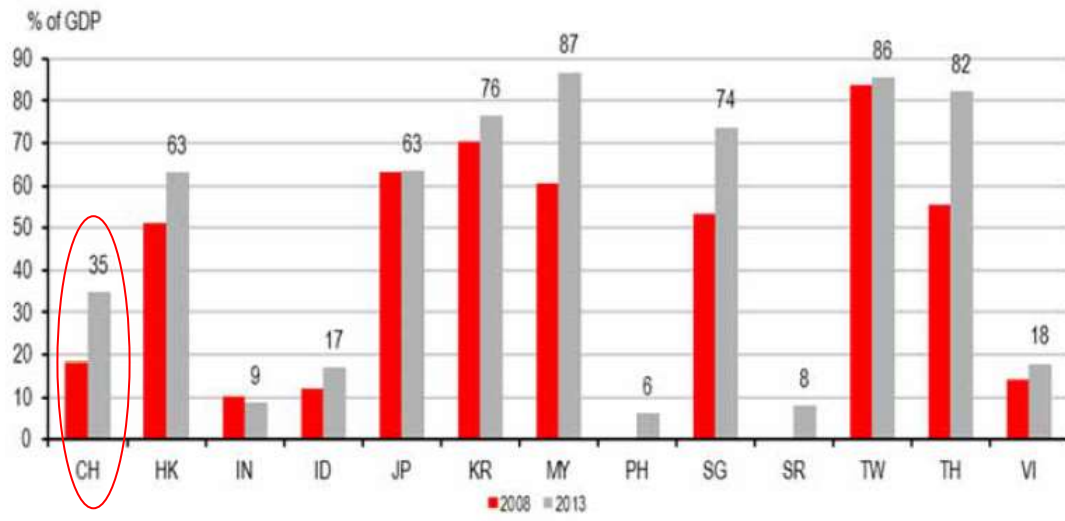


圖 13：中國物價指數上漲率



Source:CEIC, HSBC

圖 14：各國一般家庭負債比

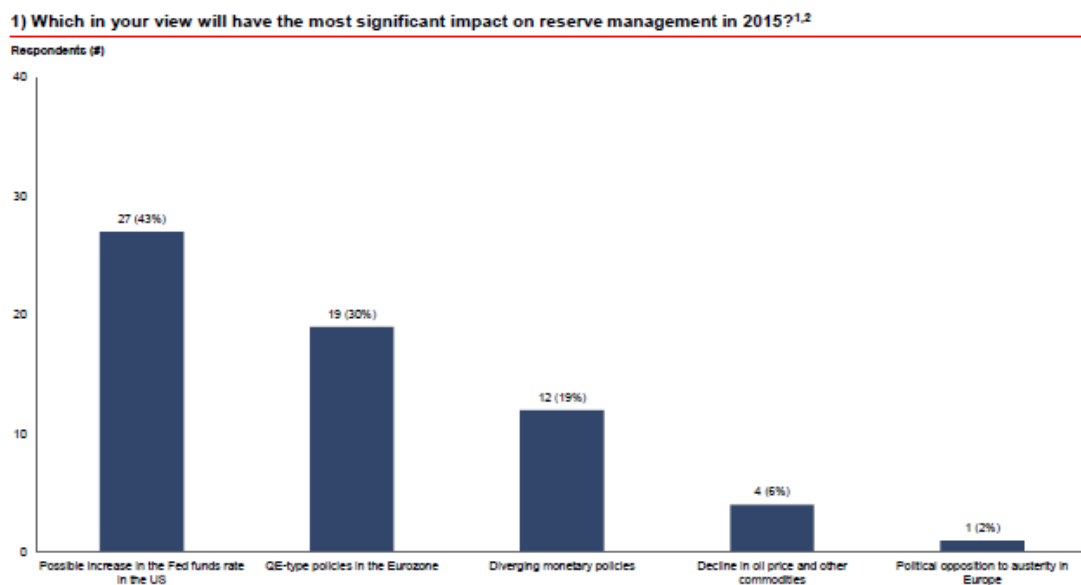


Source: CEIC, HSBC

## 參、2015 年外匯存底管理之趨勢

根據 HSBC 於 2015 年 4 月針對全球 72 家央行(掌管全球 48%之外匯存底，其區域分布依次為歐洲 43%、美洲 19%、非洲 18%、亞洲 11%、大洋洲及中東 8%) 所做的問卷調查，各國央行外匯存底之管理趨勢如下：

- 一、美國聯準會的升息預期成為 2015 年外匯存底管理最主要影響因素（比重佔 43%），其次則是歐元區的量化寬鬆政策（比重佔 30%），各國貨幣政策的分歧亦有不小的影響力，佔 19%。



註：計 66 家央行回覆此問題。

- 二、至於在管理美元投資部位上，高達 70%的央行表示考慮採取措施來降低殖利率上升所帶來的影響；其中

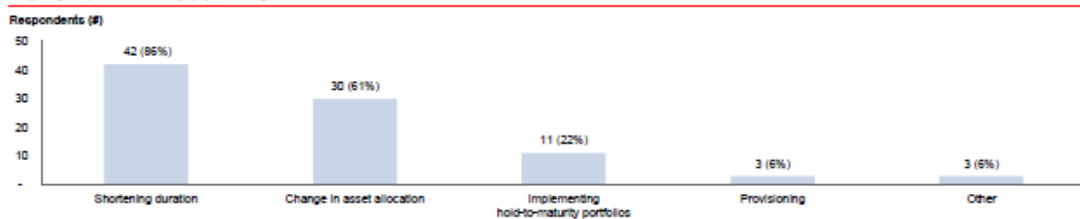


有半數以上的央行係採縮短存續時間、調整資產配置的策略，另有部分央行則採 hold-to-maturity 的投資策略。

2a) Have you taken any steps recently to reduce the impact of rising yields in markets, notably in the US?<sup>1,2</sup>



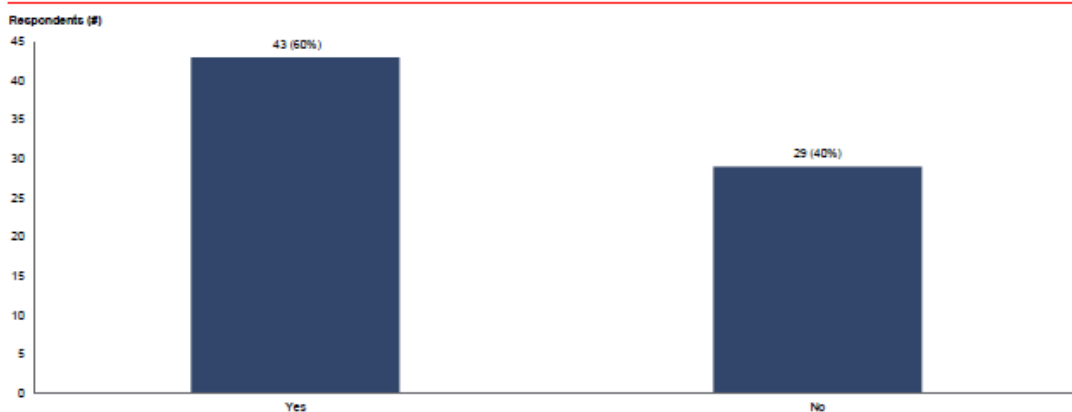
2b) If yes, which step(s) have you taken?<sup>1,3</sup>



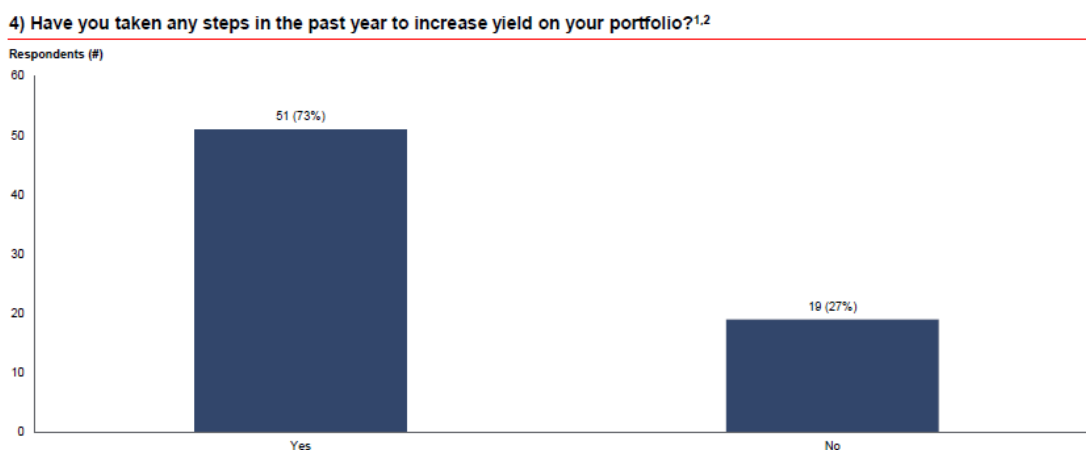
註：計 70 家央行回覆此問題。

三、在面對歐元區低利率，甚至負利率的環境下，60%的央行表示已因應調整其投資策略，部分央行並考慮提高其風險承受度，分散投資於公司債等風險較高之資產。

3) Have you made any changes to your investment policies as a result of negative interest rates in some European countries?<sup>1,2</sup>



四、在目前低收益率的環境下，高達 73%的央行表示已另覓投資管道以增加收益，如分散投資於中國、韓國市場，購買美國公司債，增持人民幣及黃金部位。



註：計 70 家央行回覆此問題。

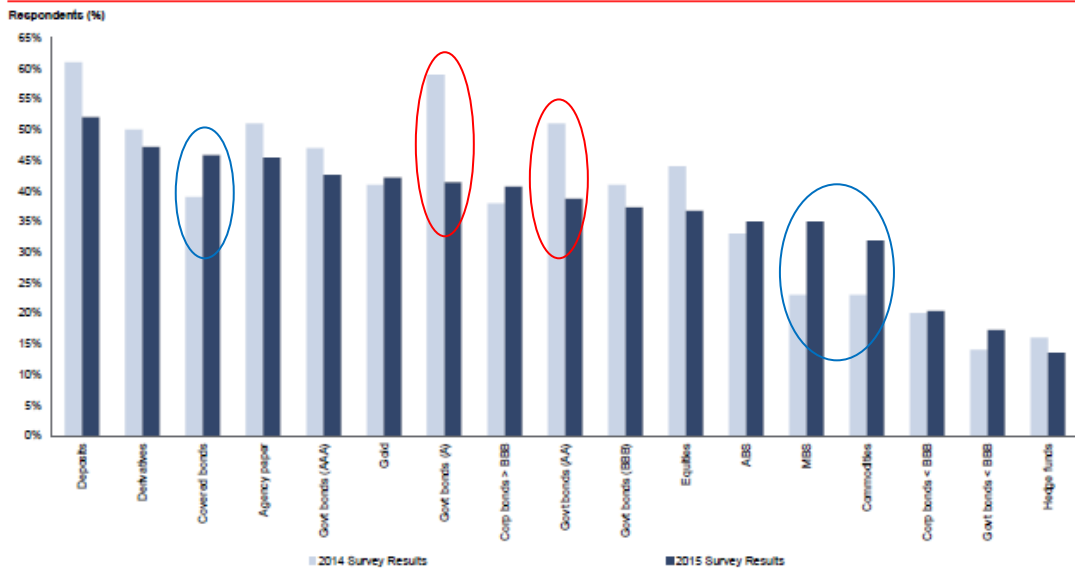
五、至於那些資產類別比 1 年前(2014 年)更具吸引力？

和 2014 年一樣，受訪央行對市場普遍持悲觀看  
法，2014 年調查結果顯示多數央行只考慮存款、信  
評中上的政府公債及政府機構債券，對於低信評的  
政府公債、MBS 及原物料商品則較不感興趣。

今（2015）年的調查結果顯示存款仍是最受歡  
迎的資產，但對信評中上政府公債的偏好則有下降  
之趨勢；另外，對 Covered bonds、MBS、及原物料  
商品之偏好則略上升。此種偏好的轉變，可能與信

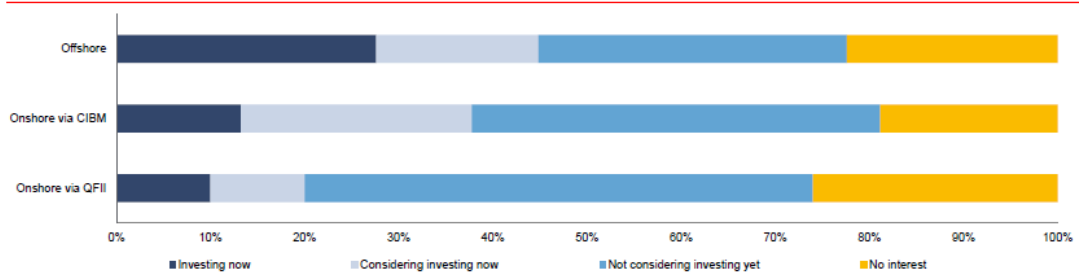
評中上政府公債之殖利率過低，央行在面對收益減少的壓力下另覓投資管道有關。

6) Which of the following asset classes appear more attractive than 12 months ago?<sup>1,2</sup>



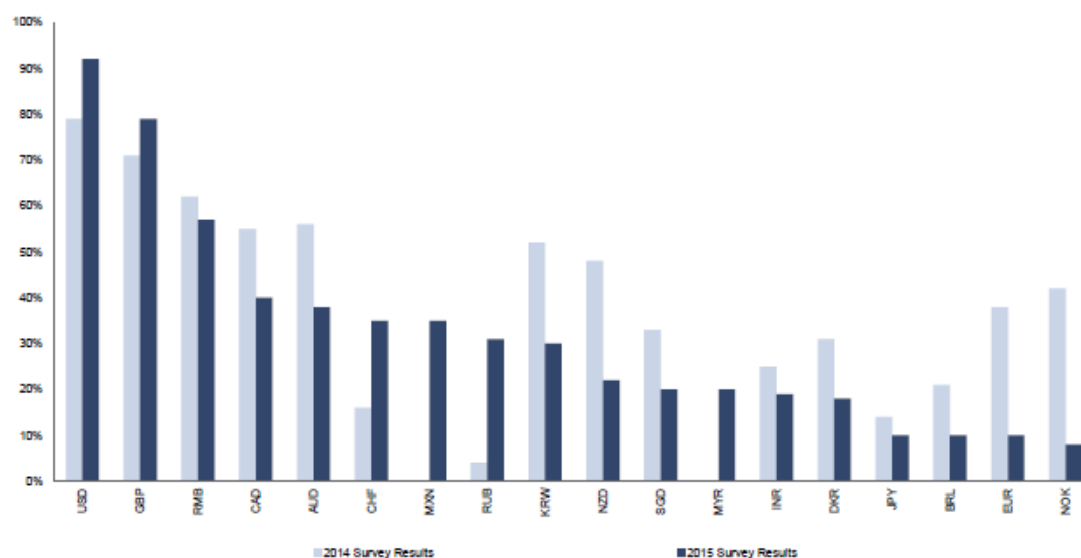
六、對於投資人民幣的看法，53%的受訪央行已投資或考慮投資人民幣；而且較偏好透過境外市場投資人民幣。

7b) Which of the following best describes your stance regarding investing in the RMB?<sup>1,3</sup>



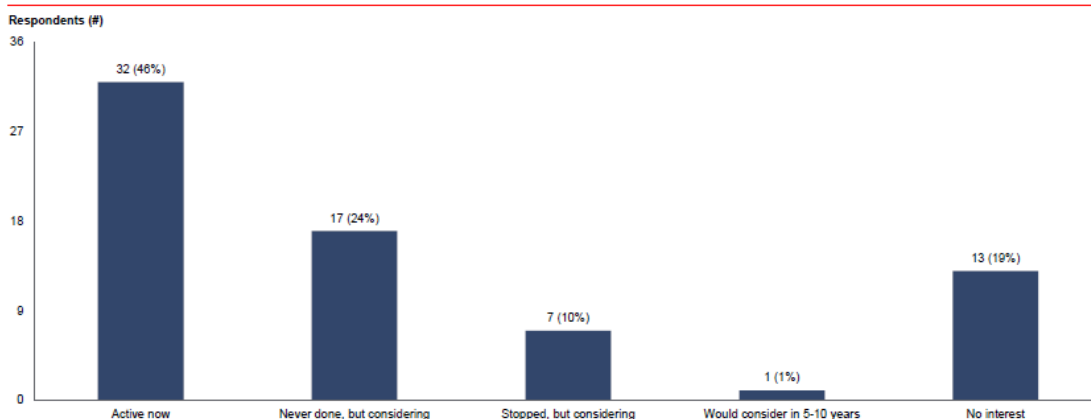
七、至於幣別配置方面，大多數受訪央行仍偏好美元及英鎊，人民幣也有過半數的支持者，歐元及日幣則較不受青睞，推測應與目前歐洲央行及日本央行均採行量化寬鬆政策有關。至於對 G4 以外幣別的看法，則以加幣及澳幣最受喜愛。

8) Which of the following currencies appear more attractive than 12 months ago?<sup>1,2</sup>



八、46%的受訪央行，在目前低收益率的環境下，透過出借證券來賺取微薄收益，以補貼保管費的支出。

12) Which of the following best describes your approach to securities lending?<sup>1,2</sup>



註: 計 70 家央行回覆此問題。

九、半數以上的受訪央行表示在新法規遵循方面，的確造成管理上的負擔；其中 Dodd-Frank 法案，Basel III 的規範已影響到其交易聯行與央行間的互動關係。

13a) Has compliance with new regulation (e.g. ISDAs, two-way CSAs, collateral account control agreements) impacted reserve management at your central bank?<sup>1,2</sup>



註: 計 69 家央行回覆此問題。

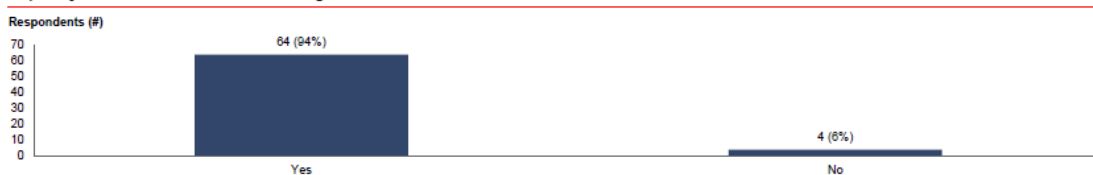
13b) Has compliance with new regulation (e.g. Dodd-Frank, Basel III,) impacted your counterparties and their interaction with you?<sup>1,3</sup>



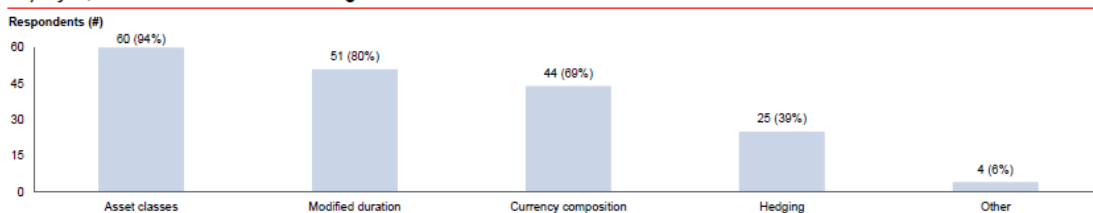
註: 計 70 家央行回覆此問題。

十、幾乎所有受訪央行都肯定積極的(Active)外匯存底管理十分重要；其中又以資產類別的決定、適時調整資產存續期間及幣別組成最為重要。

5a) Do you believe that active management of reserves can add value?<sup>1,2</sup>



5b) If yes, where can active asset management add value?<sup>1,3</sup>



註:計 68 家央行回覆此問題，受訪央行可選擇 1 種以上之資產管理策略。

## 肆、結語及建議

### 一、全球經濟展望：

美國在 2014 年底已宣布結束 QE，歐元區及日本卻因經濟表現不佳，相繼採行量化寬鬆政策以挹注市場更多的流動性，企圖擺脫通縮威脅，突破低迷之經濟困境。未來美國是否能如願於今年內升息，歐元區及日本之量化寬鬆政策是否能發揮效用，順利達成 2% 之通膨目標，均影響各國央行政策的執行方向；特別是我國這類出口導向國家更應密切注意這些主要經濟體的政策走向以期提早因應。

#### 1. 美國升息可能循序漸進：

雖然美國今年 5 月份就業市場數據優於預期，市場重新燃起對美國經濟復甦的信心，紛紛揣測聯準會將於今年底前升息；惟因自 4 月迄今，企業固定投資與出口依然疲弱，估計其升息時機，最快於今年 9 月，至於其升息幅度應不至於過大。再加上聯準會主席葉倫不僅曾在今年 5 月示警長期利率過低，提醒投資人對於債市殖利率反轉飆升的風險宜小心謹慎；且近期的重大談話中也透露出其安撫投

資人及社會大眾的用心，強調一旦啟動升息將以緩慢且循序漸進之方式進行，似乎擔心 2013 年「減碼恐慌(taper tantrum)」的戲碼重演。

## 2. 日本及歐元區持續量化寬鬆政策：

目前歐元區低成長、低通膨、高債務及高失業率的情況很難在短時間內大幅改善，且社會貧富不均加劇影響政局安定，再加上近期希臘債務協商延宕；這些都讓歐元區的復甦之路蒙上一層陰影。估計 ECB 在 2016 年 9 月前仍會持續其每月 600 億歐元的購債計畫，不至於提前結束。

至於日本安倍經濟學是否能有效改善通縮威脅，並透過結構性改革來達到經濟重新增長的終極目標，目前民眾之通膨預期似乎未被明顯誘發，估計日本央行仍會持續其寬鬆政策。

## 3. 中國大陸可能面臨調降利率處境：

由於中國大陸經濟面臨較大的下滑壓力，中國人民銀行不得不調降利率，降低企業融資成本，以穩定廠商投資意願。總計自去(2014)年 11 月以來，大陸央行已四度降息，三度調降存款準備率；最近



一次宣布自本年 6 月 28 日起同時降息、降準更是 6 年半來首見，其效果如何仍待評估。惟最新 HSBC PMI 數據(China Services PMI)較上(5)月的 53.5，進一步下滑至 51.8，顯示其國內生產擴張仍不明顯；為避免通膨過低及總體經濟進一步下滑，估計大陸央行可能考慮進一步調降利率。

## 二、2015 年外匯存底管理趨勢

1. 在幣別配置方面，央行仍偏好美元和英鎊，減碼歐元及日幣；且隨著中國推動人民幣國際化的改革開放腳步，越來越多央行考慮納入人民幣於其外匯存底資產配置內。
2. 對美國之升息預期影響央行如何操作管理外匯存底甚鉅，多數央行係採縮短存續時間之策略來管理美元部位。
3. 在低殖利率環境下，如何提高收益？經理人採行的策略，包括重新調整資產配置，放寬其投資風險的承受度，尋求另類投資管道等。
4. 積極的(Active)外匯存底管理仍十分重要；如何決

定資產類別、適時調整資產存續期間及幣別配置等  
關鍵策略，除可透過內部投資決策會議討論制定  
外，也可採行委外操作方式以吸取外部專家之實務  
經驗，使投資策略更加靈活。

## 伍、附註

### 註 1：美國量化寬鬆時間表

2007、2008 年的金融海嘯，使部分美國金融機構出現經營危機，隨後金融法規改革、美國經濟顯示的結構性失衡，以及失業率偏高，景氣疲弱，使 Fed 分別於 2008 年、2010 年及 2012 年，實行不同規模及內容的量化寬鬆政策 (QE)。

單位：美元

三輪量化寬鬆政策	QE1	QE2	QE3 及加碼**
實施期間	2008/11 開始、 2009/3 加碼至 2010/3	2010/11 至 2011/6	2012/9 至 2014/10
購買債券種類	1. 機構債 (Agency Debt) 2. 機構房貸擔保證券 (Agency MBS) 3. 政府公債	政府公債	1. 機構房貸擔保證券 (Agency MBS) 2. 政府公債
釋出資金規模	1.75 兆美元	6,000 億美元	1.63 兆美元

\*\*2012 年 9 月 FOMC 決議每月購買 400 億 Agency MBS，直至就業市場明顯好轉。2012 年 12 月 FOMC 決議於扭轉操作到期後，每月增購 450 億政府公債。

註 2：新屋開工率或房屋開工率(Housing Start)係一項相當重要且影響廣泛的領先指標，衡量每個月私有住宅的開工數量。由於房屋購買對於一般消費者而言，是一項相當大且重要的支出，因此購屋計畫與消費者對於未來景氣狀況及經濟前景的預測息息相關；此外，房屋開工對於整體經濟活動也有加乘效果的影响力，可帶動房屋相關耐久財如家具及家用品等需求。

註 3：自 2011 年 11 月至 2014 年 9 月間 ECB 共計降息 7 次，其中再融通操作利率(Interest Rate on Main refinancing operations (fixed rate))目前已降至 0.05%；隔夜存款利率(Interest Rate on Deposit facility)自 2014.6.11 首次由 0%調降至-0.1%，成為 G4 央行中第一個實施負利率的央行，目前更進一步降至-0.2%。

註 4：ECB 債券購買計畫(expanded asset purchase programme)，此計畫係 ECB 繼 2014 年 10 月及 11 月實施收購擔保債券(covered bond)及資產擔保證券(Asset-Backed Security, ABS)以來，進一步將收購範圍擴大至歐元區政府公債及機構債(Agency debt)，預計自 2015 年 3 月 9 日起，透過每月 600 億歐元的購債措施，來達到提振成長及改善通膨的目的。此項措施預

計持續至 2016 年 9 月，挹注資金達 1.14 兆歐元。

註 5：日本安倍經濟學 (Abenomics)，為解決日本景氣長期處於通縮狀況以及經濟體質逐漸弱化等結構性問題，安倍政府於 2012 年 12 月 26 日上路後，接連實施第一支箭「大膽的金融政策」與第二支箭「機動的財政政策」，並於 2013 年 6 月 14 日彙整了「日本再興戰略」以作為第三支箭「成長戰略」的內容，以啟動經濟成長再生的三個良性循環。包括：①「總體經濟環境好轉」→「成長戰略的推動」；②「企業業績改善」→「投資擴大」→「就業與所得增加」→「消費擴大」；以及③「經濟再生」→「財政健全化」。

三支箭	內容	預期效益
大膽的金融政策 (Bold Monetary Easing)	1. 2 年內達到 2% 的通膨目標 2. 貨幣基數增加為 2 倍 3. 央行資產負債表的長期公債及資產總餘額增加為 2 倍	擺脫通縮、振興經濟
機動的財政政策 (Flexible Fiscal Policy)	推出 20.2 兆日圓的緊急經濟對策；其中擴大政府支出部分達 10.3 兆日圓。	
成長戰略 (Growth Strategy to Promote Private Investment)	1. 振興產業計畫 2. 產業結構活化與創新計畫 3. 促進貿易計畫	

註 6：採購經理人指數 (Purchasing Managers' Index, PMI) 是衡量製造業表現的一項重要領先指標，可衡量製造業在生產、新訂單、商品價格、存貨、雇員、訂單交貨、新出口訂單和進口等狀況。通常採購經理人指數是以百分比來呈現，以 50 作為經濟強弱的分界點。指數高於 50 時，被解讀為經濟擴張的訊號；指數低於 50，尤其非常接近 40 時，就有經濟蕭條的憂慮，此時投資人多預測政府將降息刺激景氣。

註 7：近期中國調降利率措施內容

實施日期	內容	預期效益
2014.11.22	分別調降 1 年期貸款和存款基準利率 0.4 及 0.25 個百分點	降低融資成本，提振經濟成長，營造中性適度的貨幣金融環境，以利為經濟結構調整及轉型升級。
2015.02.05	調降存款準備金 0.5 個百分點	
2015.03.01	調降 1 年期貸款和存款基準利率各 0.25 個百分點	
2015.04.20	調降存款準備金 1 個百分點	
2015.05.11	調降 1 年期貸款和存款基準利率各 0.25 個百分點	
2015.06.28	調降 1 年期貸款和存款基準利率各 0.25 個百分點； 定向降準 0.5 個百分點。	

## 陸、參考資料

- 1.HSBC, Frederic Neumann, April 2015, “Feelin’ Deflated Asian economic prospects for 2015 and beyond”
- 2.Bank of Japan, Naoto Shimoda, April 2015, “Japan – is Abenomics working?”
- 3.HSBC, April 2015, “Reserve Management Trends Survey 2015”
- 4.游淑雅，民國 104 年 5 月 27 日，「全球經濟金融發展趨勢」
- 5.財團法人台北外匯市場發展基金會，103 年 7 月，「日本安倍經濟學的內涵與影響」
6. ECB 網站