

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)

BIS「外匯存底高階研討會」心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：紀元瀚/科長

出國地點：美國(舊金山)、墨西哥(墨西哥市)

出國期間：106.3.27 至 106.4.03

報告日期：106年6月12日

目錄

壹、前言.....	3
貳、Wells Fargo 全球經濟學家 Jay Bryson 對當前美國及全球主要區域經濟發展的看法.....	4
參、墨西哥央行與 BIS 共同舉辦之「外匯存底高階研討會」.....	6
肆、結論及心得.....	13

壹、前言

此次行程共分兩階段，分別是(1)拜會聯行 Wells Fargo 並與其全球經濟學家 Jay Bryson 會晤，聽取該公司對當前美國及全球主要區域經濟發展的看法。(2)參加由墨西哥央行與 BIS 共同舉辦之「外匯存底高階研討會」。

研討會共計 42 國央行官員參與，其進行採討論會模式 (Panel Discussion)，共分四個場次：(i)在不確定因素上升與當前利率環境下，對外匯存底的管理所造成之影響。(ii)現在與未來新的投資趨勢。(iii)金融市場的流動性。(iv)以新興市場的角度，分析外匯存底管理的趨勢。每個場次由 4~5 位來自世界各國央行之代表參與論述，並分享該國在相關主題的管理經驗。整體而言，各國央行所關注的焦點，主要仍是圍繞在外匯存底管理的趨勢，以及該如何重新審視並調整其投資組合。

貳、Wells Fargo全球經濟學家Jay Bryson對當前美國及全球主要區域經濟發展的看法。

- 一、該公司預期美國聯準會今年將升息三次，除三月份以外，分別在六、九月每次各一碼。

Jay Bryson 認為，目前美國通膨水準仍在可控制範圍，升息的基礎主要源自於三點(1)資產價格(股市與房地產)普遍上漲，所產生的財富效果及其對消費與就業的推動。(2)自川普就職以來，包括美國在內全球對於通膨預期的改變。(3)美國就業市場持續改善，且薪資所得的成長符合聯準會的期待，因此聯準會有必要就其貨幣政策正常化進行調整。

此外，Jay Bryson 也特別指出，根據 FOMC 3 月會議紀錄顯示，部分與會官員認為川普的經濟刺激政策（減稅、基礎建設支出、放寬對金融業法規限制）最快在 2018 年才會開始發酵，因此，明年聯準會的升息步調，川普政策的推展將是判斷快慢的關鍵因素之一。

- 二、川普的財政政策是最大的不確定因素。

共和黨在稅改之前，先審理健保改革有其原因。川普減稅

計劃勢將擴大赤字，廢除歐巴馬健保（Obamacare）以減少開支，是稅改的先決條件。如今健保改革撤回，短期內不僅川普難以推翻歐巴馬所提出的醫改方案，也令其身陷醫療健保改革的兩難，其後果則是川普團隊很難在不增加聯邦赤字的前提下進行稅改。再者川普與國會間的磨合仍需時日，其稅改政策的推行恐將一波三折。

因此，競選期間所提之稅改承諾可能遭到大幅刪修，調降稅率的幅度會更緩和，並把重點放在簡化稅法和減少稅務漏洞，這將與市場原本的期待不同。換言之，市場所預期的最大利多(稅改、基建等)，短期內恐成為干擾市場的利空因素。

三、歐元區的發展將優於預期。

川普效應、歐洲多國選舉所帶來的政治不確定性以及歐洲央行持續購債維持寬鬆貨幣政策，使得目前全球資金仍對美元資產趨之若鶩。但隨著川普財政政策陷入遲滯，歐元區通膨回歸正軌，以及歐洲多國選舉情勢漸趨明朗化，全球資金將可能再次輪動，歐元區的發展或將優於市場原有之預期。

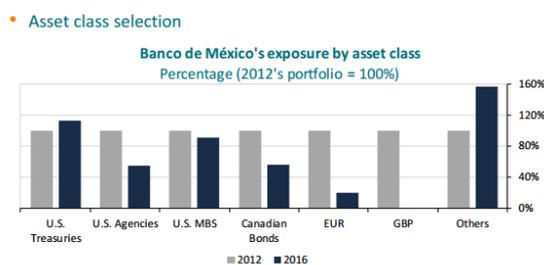
參、墨西哥央行與BIS共同舉辦之「外匯存底高階研討會」

研討會共計42國央行官員參與，其進行採討論會模式（Panel Discussion），共分四個場次：(i)在不確定因素上升與當前利率環境下，對外匯存底的管理所造成之影響。(ii)現在與未來新的投資趨勢。(iii)金融市場的流動性。(iv)以新興市場的角度，分析外匯存底管理的趨勢。每個場次由4~5位來自世界各國央行之代表參與論述，並分享該國在相關主題的管理經驗。整體而言，各國央行所關注的焦點，主要仍是圍繞在外匯存底管理的趨勢，以及該如何重新審視並調整其投資組合，謹就其重點彙整如後：

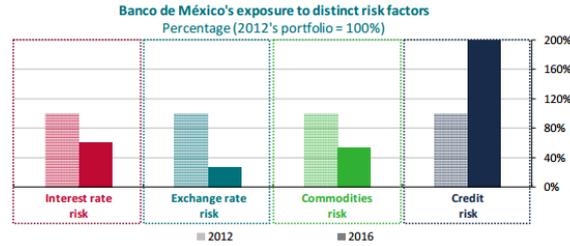
一、 外匯存底投資的新趨勢。

1. 風險承受度提高。

以墨西哥央行為例，相較於2012年的投資組合，該國目前已降低已開發國家占其外匯存底的投資比重，轉投資於開發中國家及新興市場，同時也願意承受更多信用風險。



• Risk factor identification



2. 股票投資的比重上升。

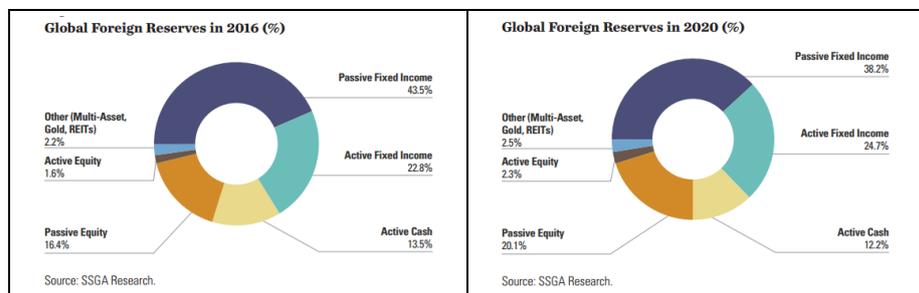
多個國家表示(如新加坡、以色列、南韓、瑞士)，將增加其股票投資占外匯存底的比重。以韓國為例，股票所占比重已由 2007 年的 1.3% 大幅攀升至 2015 年的 6.3%，預期將進一步提高。值得注意的是，南韓央行對於股票投資，主要是透過資產管理委外帳戶進行管理，而非由央行內部執行投資與管理，這也解釋了南韓央行委外管理的金額比重，等比例的自 2007 年的 11.6% 攀升至 2015 年的 15.5%。

(End of, %)

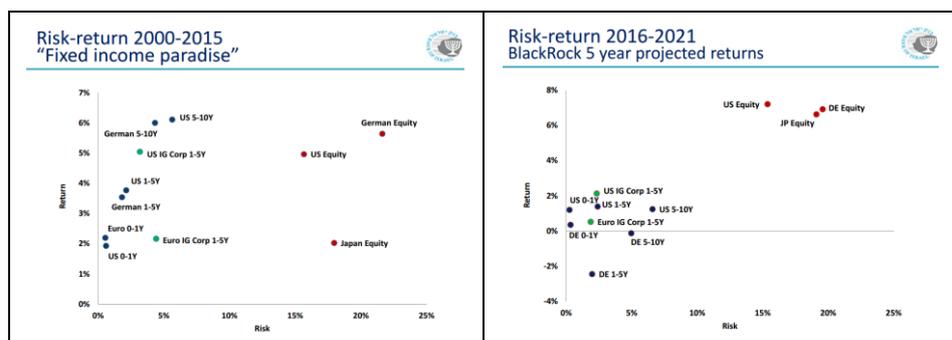
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
By Tranche	Liquidity	3.9	5.8	1.9	3.2	4.5	3.9	3.1	4.3	4.5
	Investment	84.5	76.1	84.0	82.5	79.7	79.4	81.6	80.5	80.0
	External Management	11.6	18.1	14.1	14.3	15.8	16.7	15.3	15.2	15.5
By Currency	USD	64.6	64.5	63.1	63.7	60.5	57.3	58.3	62.5	66.6
	Non-USD	35.4	35.5	36.9	36.3	39.5	42.7	41.7	37.5	33.4
By Asset Class	Deposits	7.4	8.4	4.0	6.0	6.6	4.8	4.4	3.8	5.9
	Government bonds	35.5	31.8	38.1	35.8	36.8	38.0	36.8	37.1	35.7
	Agencies, Supras, Sov.	28.8	22.4	22.3	21.8	20.1	21.5	22.0	22.5	22.7
	Corporate bonds	15.4	16.9	15.1	16.5	14.1	12.9	15.9	17.5	16.4
	Asset-backed securities	11.6	17.0	17.4	16.1	17.0	17.1	14.8	13.0	13.1
	Equities	1.3	3.5	3.1	3.8	5.4	5.7	6.1	6.2	6.3
Total Reserves (billion USD)		262.2	201.2	269.9	291.5	306.4	326.9	346.5	363.6	368.0

Source: Bank of Korea Annual Report

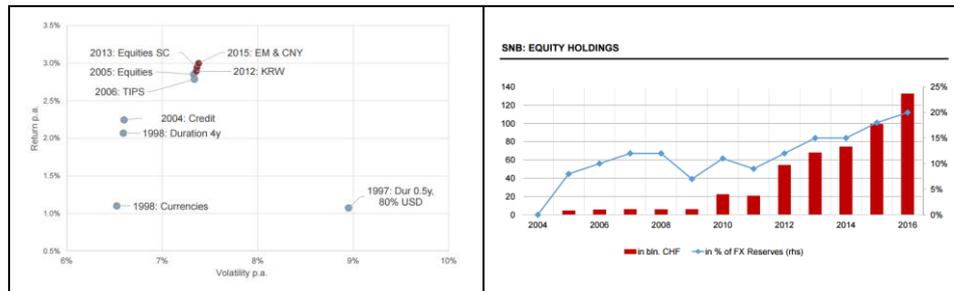
新加坡央行則引述了 State Street Global Advisors 的研究報告指出，截至 2016 年全球央行配置在股票投資的比重約 18%（主動式股票投資比重 1.6%，被動式股票投資比重 16.4%），而至 2020 年股票投資的比重將提高至 22.4%（主動式股票投資比重 2.3%，被動式股票投資比重 20.1%）。



以色列央行的報告則顯示，2000~2015 年是債券市場的黃金年代，在相同報酬下債券相對於股票而言承受較低的風險值(如下圖左)。然情勢自 2016 年開始似乎將會改觀，以色列央行引用 BlackRock 的預估，2016~2021 年間債券將重新回歸低風險低報酬的屬性。

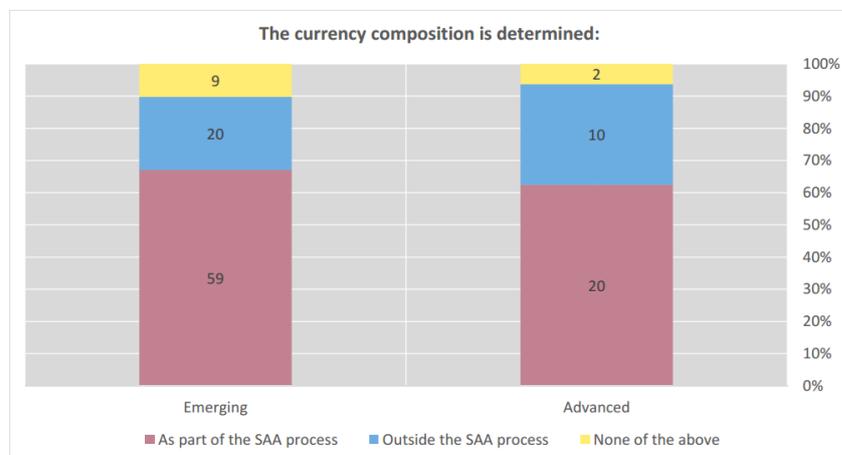


瑞士央行以其自身多角化投資為例，說明投資組合在加入多種貨幣與不同產品（如：股票、TIPS）之後，不僅提高其收益也降低了投資組合的波動度。尤其是股票投資占外匯存底的比重，更是自 2005 年低於 1%，躍升至 2016 年將近 20%。



二、 外匯存底的貨幣組合仍以美元為主

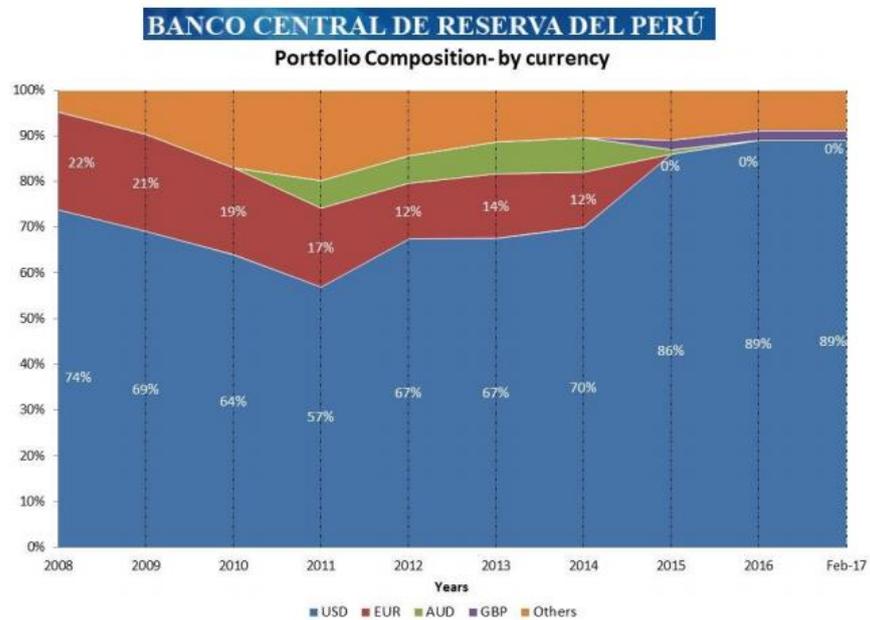
1. 根據 BIS 的調查研究，各國對貨幣的比重配置主要仍以資產配置為考量，美元仍是最主要的投資貨幣。



Source: BIS Central Bank Survey 2016.



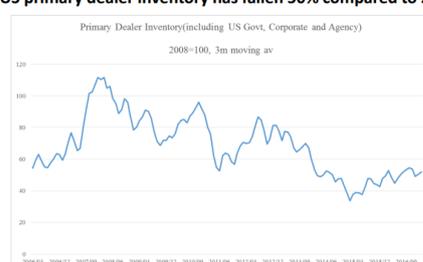
值得注意的是，受到利差因素的影響，部分與會的央行表示，該國投資組合有美元集中化的傾向。(例如：秘魯)



三、 外匯存底的流動性管理，難度與挑戰均提高

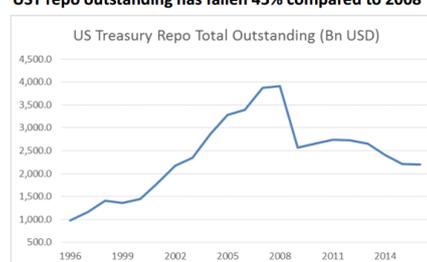
1. 2008 年金融風暴後各國金融監管趨嚴，對金融機構流動性的要求提高，從另一角度而言，也限制了金融機構靈活運用資金的能力，以及扮演金融機構相互間短期資金融通的角色。(例如：美國公債的 Repo 市場，相較 2008 年的高點已萎縮了 45%。)

US primary dealer inventory has fallen 50% compared to 2008



Source: Haver

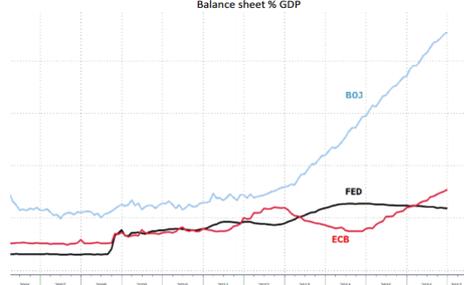
UST repo outstanding has fallen 45% compared to 2008



Source: SIFMA

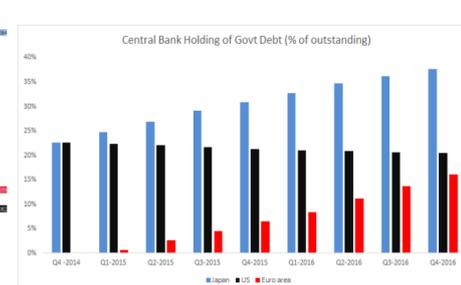
2. 主要經濟體如美國、日本與歐洲等國之央行，由於施行貨幣量化寬鬆政策之故，使其對債券市場的影響性激增，間接也扭曲了市場供需的平衡。

Key Central Banks deployed huge QE program post 2008 crisis
Balance sheet % GDP



Source: Bloomberg

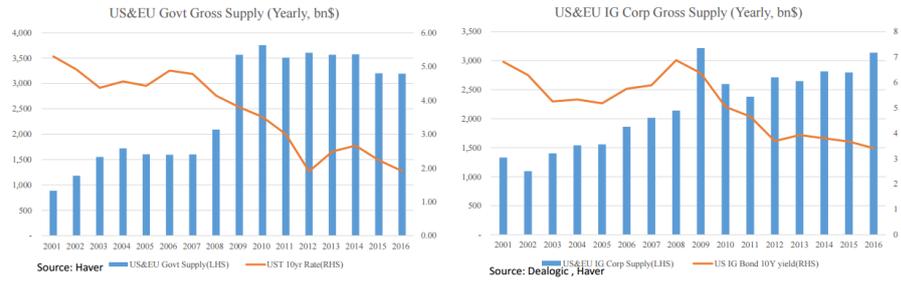
Key Central Banks sovereign holding % of outstanding



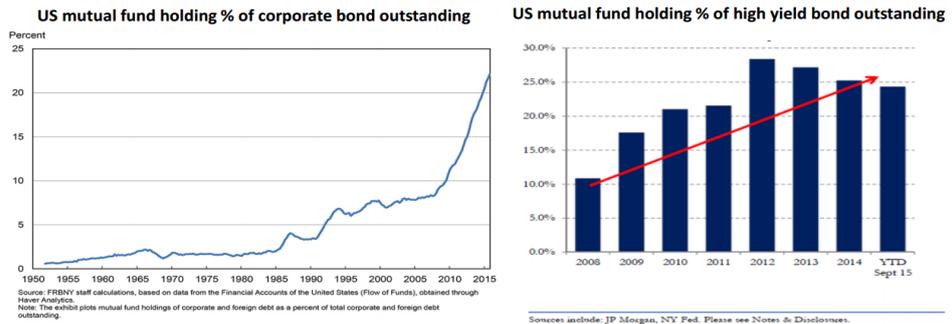
Source: Bloomberg

3. 過去數年，受到利率持續走跌的影響，債券新增發行的數量也與日俱增，對市場的資金也產生磁吸效

應，進而影響了金融市場的資金流動性。



4. 市場流動性的提供者，似有主客易位的趨勢。例如：
美國共同基金業者已成為美國公司債之最主要持有者。



肆、結論及心得

過去數年各國央行皆奮戰於低利率及負利率的金融環境，不僅飽嘗收益率下滑之苦，更經歷了多次「黑天鵝事件」的發生。如今勢隨境遷，伴隨全球通膨預期的上升與美國正邁入升息循環的階段，外匯存底的管理將面臨新的挑戰，收益率或許不再是首要難題，美國財政政策可能的走向，以及聯準會資產負債表調整的方式與速度，才是當前更需要我們未雨綢繆的當務之急。

承此，外匯存底管理之動態操作越顯重要，在配置投資組合的過程中，除前述美國與傳統之總體經濟變數外，亦須審慎考量因地緣政治變化所帶來的風險，以及過去數年因寬鬆貨幣政策而對金融市場資源配置造成的影響等非常態性因素，唯有不囿於歷史資料與經驗，才能適時應變隨之而來的挑戰。