

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 JP Morgan 外匯存底管理研討會 心得報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：游孝元 (研究員)

出國地區：美國紐約

出國期間：107 年 4 月 30 日至 107 年 5 月 4 日

報告日期：107 年 7 月 16 日

摘要

本次 2018 年 JP Morgan 研討會由美國 JP Morgan 銀行主辦，循例邀請全球多國的中央銀行、主權財富基金，以及國際機構債發行人等官方機構投資人參加，共計 50 多位代表與會。多數與會成員對於今年全球經濟成長預期樂觀，特別是對美國經濟展望樂觀，認為美國經濟今年仍將穩健成長，Fed 可望於今年升息 3-4 次，美國公債殖利率曲線將趨於平坦。另外，對於美國總統 Trump 的行為對金融市場的影響，多數與會人員(包含很多 JPMorgan 當地的美國人)都認為不確定性太高，難以預測，可能會是未來市場的一隻黑天鵝。

鑒於美債利率預期走升，在滿足外匯存底投資組合流動性需求(購買美國公債)之餘，建議繼續投資收益較高之美元產品，如 MBS。目前 MBS TBA 收益約較 10 年期公債收益率高出 50-70bps，對於提高投資收益有所助益。

目 錄

壹、前言	1
貳、外匯存底發展趨勢	4
一、外匯存底近年發展	4
二、外匯存底未來展望	8
參、外匯存底管理問卷結果	15
一、外匯存底管理模式	16
二、外匯存底投資策略	21
肆、結論與建議	29

壹、前言

本次 2018 年 JP Morgan 舉辦之「官方機構投資人研討會」(Official Institution Investor Seminar)由美國 JP Morgan 銀行主辦。本研討會歷史悠久，今年已是第 44 屆，本年循例邀請全球多國的中央銀行、主權財富基金，以及國際機構債發行人等官方機構投資人參加，共計 50 多位代表與會，本次研討會內容重點：

全球經濟展望(Global Economic Outlook)：JP Morgan 預期 2018 年全球經濟成長可望延續去年良好表現，繼續維持優於潛在成長率的速度成長(above potential growth trend)。除了美國經濟復甦強勁外，預期歐元區、日本、英國及中國皆可望繼續成長。JP 預估今年全球經濟成長率為 3.3%，已開發市場平均 2.2%(美國為 2.3%)、新興市場為 5.1%(中國為 6.5%)。伴隨著樂觀的全球經濟成長預期，勞動市場逐漸改善，薪資開始成長，因此 JP 認為今年的通膨是個值得關注的議題。雖然通膨可望持續增溫，但今年尚不至於過熱，不過這也代表全球央行在執行貨幣政策正常化之餘，有更多的工作與限制需納入考量與執行。下表為 JPMorgan 預估今年全球成長率(前方括弧內為潛在 GDP 成長率)

Global real GDP

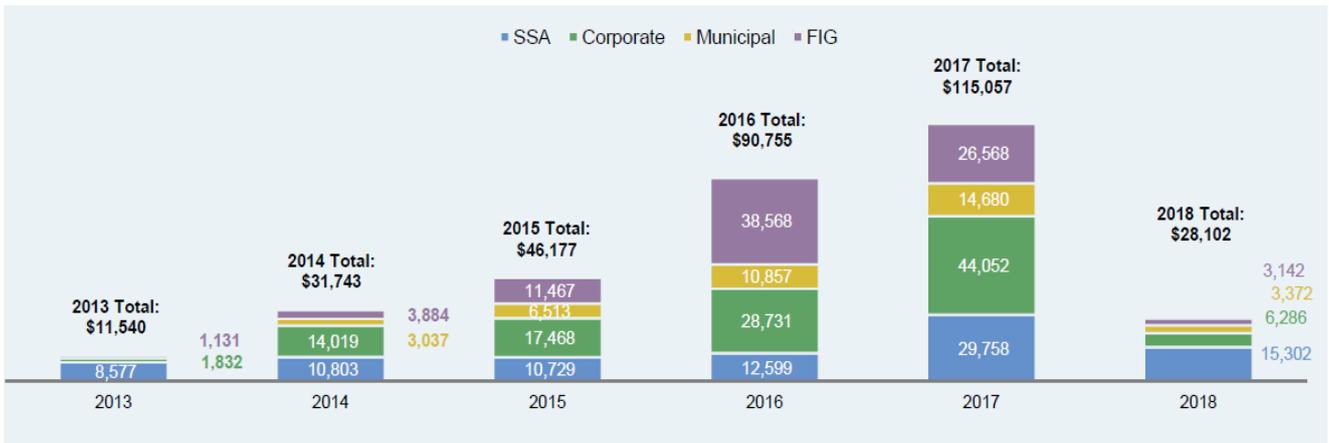
% ch annualized; potential growth in parentheses

	2015-1H16	2H16-2017	2018
Global (2.7)	2.8	3.4	3.3
DM (1.4)	2.0	2.5	2.2
US (1.4)	1.9	2.6	2.3
Euro area (1.3)	1.7	2.7	2.3
Japan (1.0)	0.5	2.1	1.3
UK (1.7)	2.7	1.4	1.9
EM (4.8)	4.4	5.2	5.1
EM Asia (5.9)	6.2	6.1	6.0
China (6.4)	7.0	6.8	6.5
India (7.3)	7.9	7.0	7.1
...ex. Chn, Ind (3.9)	3.5	4.0	4.1
EMEA EM (2.6)	1.9	3.8	3.1
Russia (1.3)	-1.2	0.9	2.6
CEE-4 (3.4)	3.8	5.1	3.9
Latam (2.1)	0.2	2.3	3.4
Mexico (2.5)	3.1	1.5	2.7
Brazil (1.4)	-2.8	2.2	4.3

Source: J.P. Morgan

投資產品介紹：外匯(forex)、利率(interest)、股票與ETF、商品(commodity)、Money Market Repo、借券(security lending)、衍生性金融商品(derivatives)等產品今年的投資策略與分析等議題。值得注意的是，隨著環保意識及企業社會責任意識抬頭，現在也有越來越多的機構投資人開始將資金移往投資綠能債券(Green Bonds)，或是社會及永續債券(Social and Sustainable Bonds)，將資源導入綠能及永續發展產業，為地球的未來發展，盡一份心力。下表可看出近年來綠能債券(含社會及永續債券)的發行量正逐年攀升，可見投資需求強勁。

Green Bond Issuance (in \$mm)



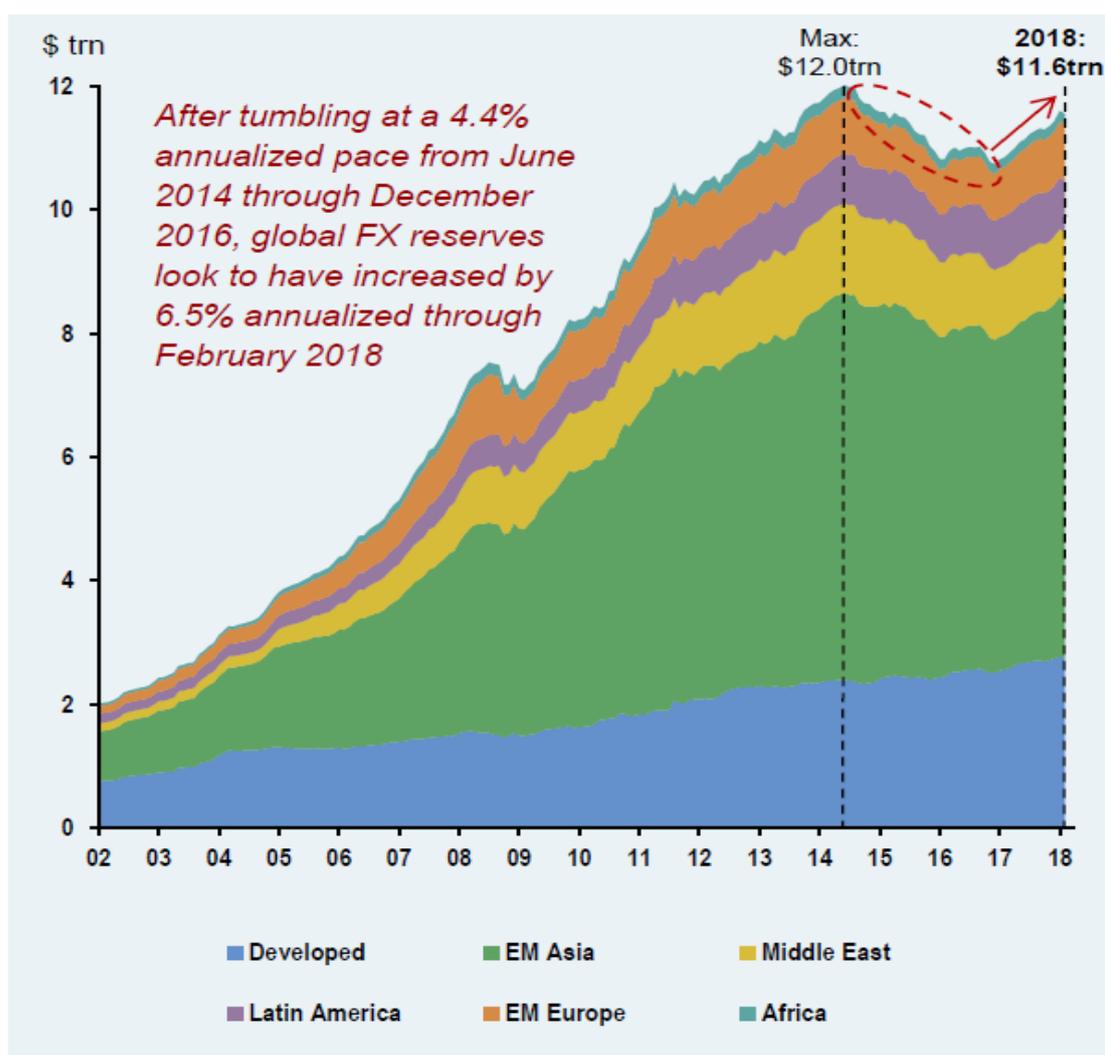
Source: Bloomberg, Climate Bonds Initiative and J.P. Morgan as of Q1 2018. Includes Green, Social, and Sustainability Bonds

本文接著將對近來全球外匯存底發展趨勢以及本次研討會之問卷結果做進一步探討。

貳、外匯存底發展趨勢

一、外匯存底近年發展

全球外匯存底在過去 16 年內快速增長，自 2002 年時約 2 兆美元之規模，到 2014 年中達到頂點 12 兆美元，目前(2018 年初)則約 11.6 兆美元，複合年增率約 11.6%(2002 年-2018 年)。



由上圖的全球外匯存底發展趨勢圖可知，在 2014 年以前，除了 2008 年當時爆發金融海嘯，全球外匯存底出現暫時性下滑外，其餘時間外匯存底都是呈現年年增長的趨勢(2002 年至 2014 年之複合年增率達 16.1%)。

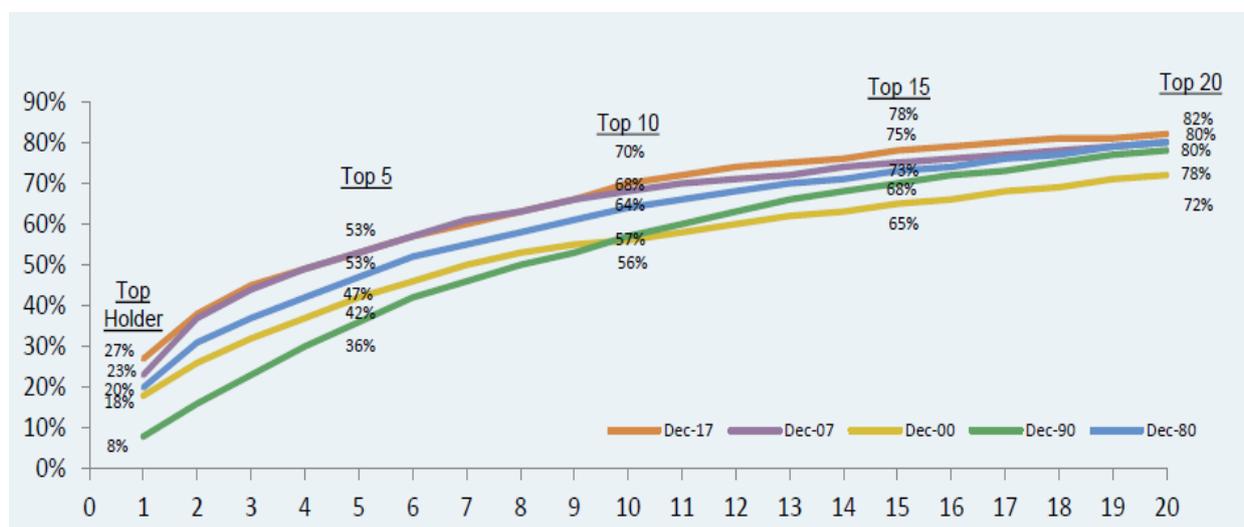
2014 年至 2016 年間，由於新興市場持續去槓桿化(deleveraging in EM)，加上油價下跌，全球通膨不振，致使全球的產出及經濟活動停滯不前，外匯存底無法增加，甚至減少(當時部分產油國因油價下滑，頁岩油的競爭，致石油收入減少，開始處分外匯存底資產，以平衡國內財政赤字)。這段期間(2014 年-2016 年)全球外匯存底下滑程度甚至還超過 2008 年金融海嘯時期。

2016 年底起，受惠於油價持穩，全球貿易活動復甦，新興市場經濟活動恢復往常，經常帳盈餘增加，資本流入也開始增加，新興市場政策制定者開始改變他們的行為模式，由原本的處分外匯存底，恢復過往的買進外匯存底模式，抑制本國幣值走升，以穩定外匯市場。這段期間(2016 年底至 2018 年初)，全球外匯存底複合年增率達 6.5%。

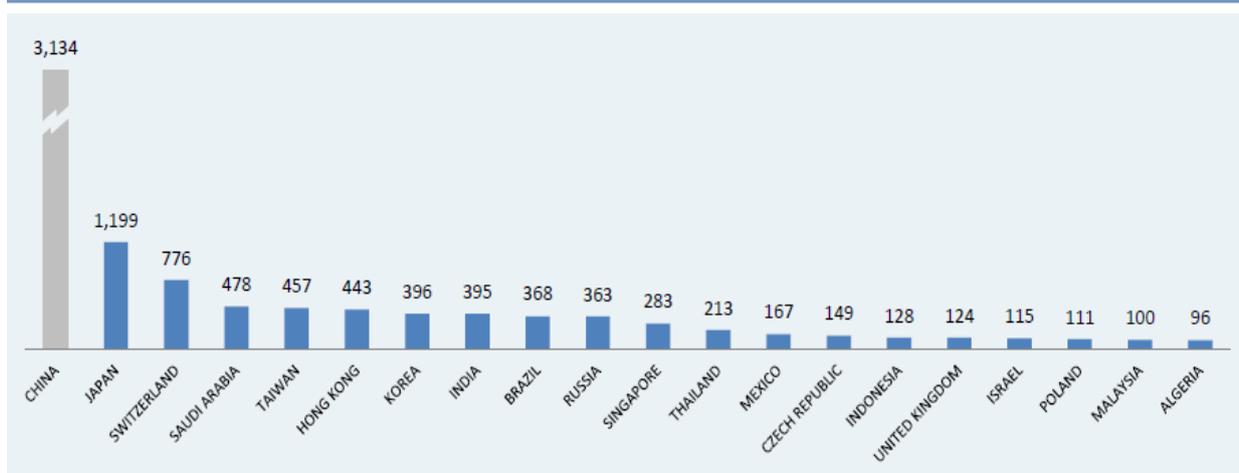
另外在全球外匯存底組成區域來看，2002 年時，新興市場占全球外匯存底比重僅 63%，已開發市場尚有 37%，但是到了 2017 年底時，新興市場占比已攀升至 76%，已開發市場僅剩 24%。2010 年兩者甚至曾出現 80:20 的情況。造成新興市場外匯存底占比持續提升的主要原因，便是金融市場全球化，資本自由移動，特別是流入新興市場，加上新興市場長年累積大量貿易順差，貨幣當局面對鉅額的資本帳及經常帳盈餘，為了維持國內幣值穩定，避免升值過快，所以持續買進外幣，造成外匯存底一直增加。這樣的發展模式在以出口導向的新興亞洲地區最為明顯，2002 年時占比 41%，到 2017 年時已達 50%，增加 9 個百分比。其次為中東產油國，全球外匯存底占比由 6% 提升至 10%，增加 4 個百分比，其他地區的增減變化則相對持穩，差異不大。

Relative share of global reserves by region					
	2002	2006	2010	2016	2017
Emerging Asia	41%	43%	52%	50%	50%
Middle East	6%	11%	11%	11%	10%
Latin America	7%	6%	7%	8%	7%
Emerging Europe	7%	11%	9%	7%	8%
Africa	2%	2%	2%	1%	1%
Emerging Markets	63%	73%	80%	77%	76%
Developed Markets	37%	27%	20%	23%	24%

觀察主要外匯存底持有者近年比重變化可知，外匯存底持有者在過去 30 年來也是出現大者恆大，且有集中的趨勢發展。下圖可知外匯存底持有者前 10 大(top 10)所占比例，在 80-90 年代約 56%-57%，到了 2017 年底已達 70%，增加約 14 個百分比。另 2017 年底前 20 大(top 20)外匯存底持有者占全球外匯存底比重更高達 82%，其中中國大陸 3.13 兆美元的外匯存底占比便高達 27%(中國 2014 年 6 月外匯存底達 3.99 兆美元高峰，當時占全球外匯存底比重達 33%)。



Top 20 countries by size of reserves as of February 2018 (\$bn)



Source: J.P. Morgan, IMF
Note: Top holders may change year to year

2

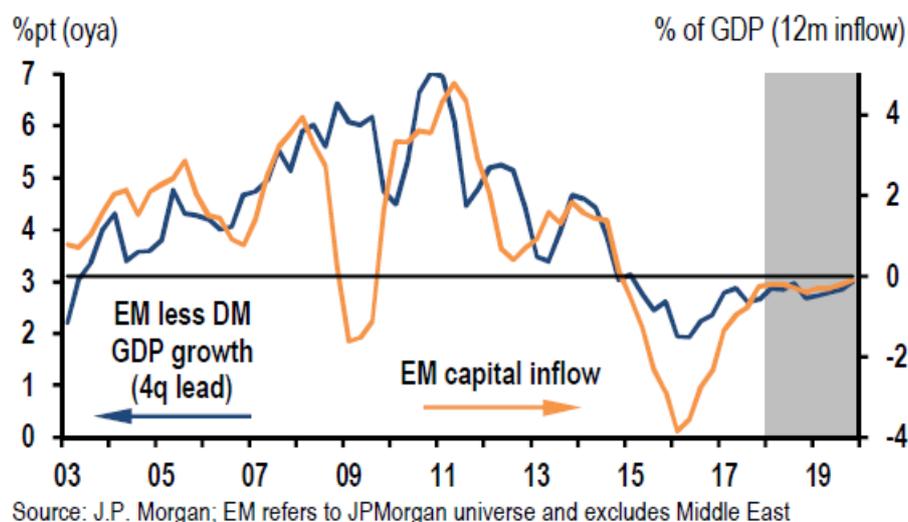
J.P.Morgan

二、外匯存底未來展望

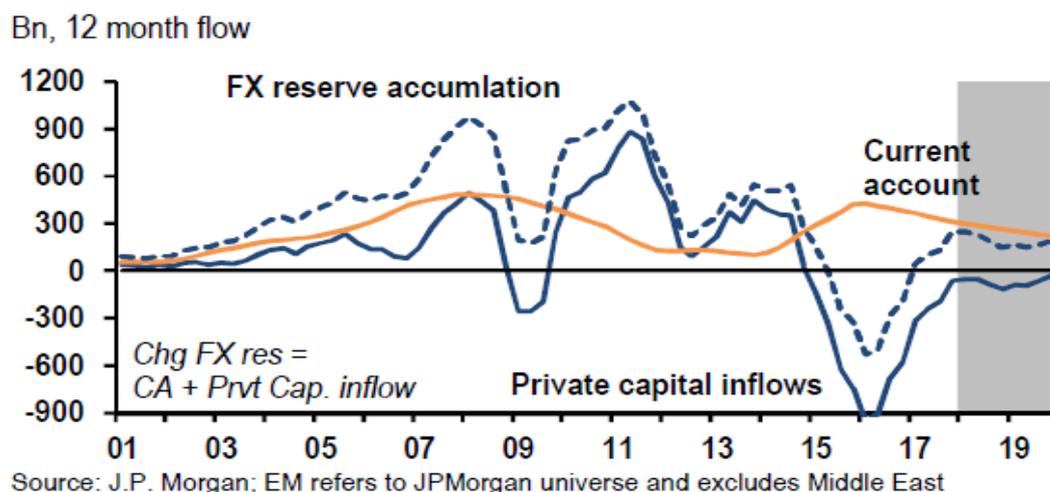
影響外匯存底的主要因素為國際收支中的經常帳及資本帳表現，另外就是央行對於匯市干預的程度大小而定。

就資本帳(含金融帳)而言，JP Morgan 認為國際資本在歷經 2015-2016 年美元轉強，國際資本從新興市場快速逃離後，非美元貨幣已經歷相當修正，投資人現已逐漸重回新興市場投資，故 2017 年新興市場的資本流動已轉為中性，JP Morgan 預估未來 2 年(2018-2019 年)應不至於再次上演像 2015-2016 年那樣大規模國際資本逃離新興市場的劇本，但受到歐美經濟復甦，部份資金回流已開發市場的影響，JP Morgan 認為 2018、2019 年新興市場仍將有 1,160

億及 33 億美元的資本淨外流，兩年預估約有 1,500 億美元資本流出，不過整體而言，這樣的資本淨流出算是良性的國際資本移動，並不會造成新興市場承受過大的壓力。

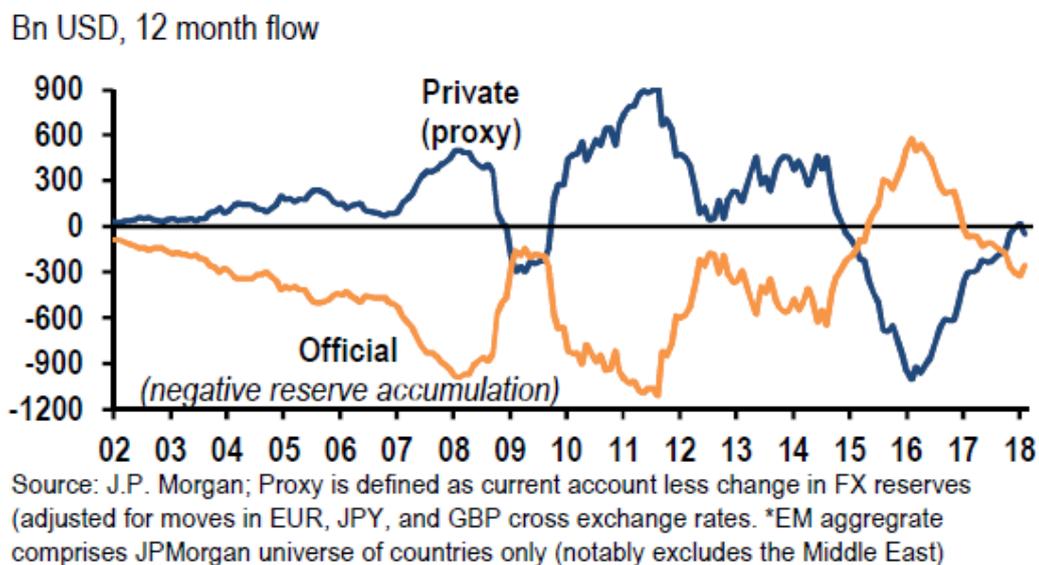


經常帳部分，全球經濟在近來美國經濟帶頭復甦，國內勞動市場持續改善，薪資開始上揚，民眾開始恢復消費，這樣的經濟模式讓出口導向的新興市場(特別是新興亞洲)恢復出口動能，加上歐元區經濟也正逐步回溫，對於新興市場出口而言都是正面展望，因此 JP Morgan 樂觀預估 2018-2019 年新興市場可望維持每年 2,500 億美元的經常帳盈餘，2 年合計共 5,000 億美元的經常帳順差。



以完全浮動匯率的國際收支(BoP)等於經常帳加計資本帳來看，JP Morgan 認為 2018-2019 年新興市場可望有 5,000 億美元的經常帳順差，加上 1,500 億美元的資本帳逆差，外匯存底合計(未考慮央行干預的官方準備)約可增加 3,500 億美元，相較於目前全球 11.6 兆美元的外匯存底規模，2018-2019 年的外匯存底算是溫和增長。

至於最後一項影響外匯存底的重要因子--官方準備資產，JP Morgan 根據 2002-2018 年的過去資料，計算新興市場的私部門資本流動(EM private capital flow)與官方準備資產變動(negative reserve accumulation)走勢發現，兩者間相關係數接近-1，兩者走勢近乎是完全相反。這樣的趨勢說明了過去新興市場政策管理者為了維持匯價穩定，面對國際資本流入/流出時，進場買進/賣出外匯，因而造成官方準備資產的累積/減少。

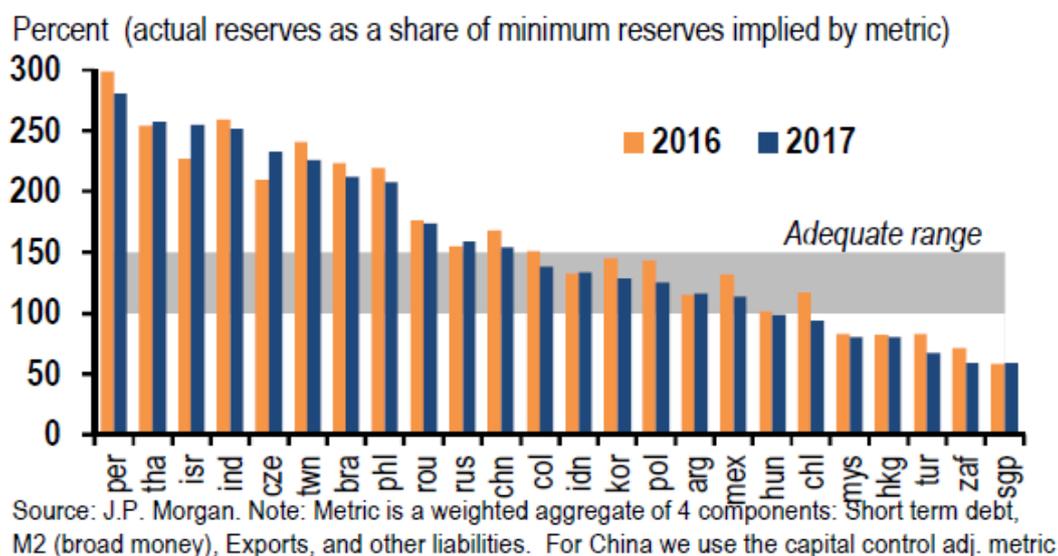


既然官方準備資產變動也是影響外匯存底多寡的一項重要因素，但 JP Morgan 認為這項因素在未來卻是難以估算，或者可以說影響力將不若過往般重要。理由如下：

1.最適外匯存底

過去支持官方干預匯率，累積外匯存底，認為足夠的外匯存底可以幫助新興市場在面臨國際資本快速移動時，減緩對本國匯價所造成的衝擊。但根據 IMF 的最適外匯存底指標來看，目前多數新興市場的外匯存底已較當年(1997 亞洲金融風暴)高出許多，未來繼續進場干預之必要性已大不如前，且部分人士認為許多新興市場國家(特別是新興亞洲)累積過多的外匯存底，恐壓低本國匯價，犧牲國

內消費購買力，換取國際貿易的競爭優勢，故 JP Morgan 認為基於上述理由，外匯存底未來增長速度趨緩尚屬合理之推估。



2. 美國匯率報告

美國川普政府認為許多新興市場利用低估的匯價，造成貿易不公，進而使得美國貿易連年出現赤字。川普總統甚至在競選期間也提過匯率操縱(currency manipulation)這樣的字眼，表示他當選美國總統之後，勢必將對這些國家祭出懲處。美國政府對於貿易對手是否為匯率操縱國的重要指標，便是其半年一次的財政部匯率報告(US Treasury Currency Report)。

根據美國財政部認定匯率操縱之三項標準：

(1)與美國雙邊貿易存在顯著貿易順差，達 200 億美元以上

(2)經常帳順差相對 GDP 比逾 3%

(3)持續進行單邊干預匯市，淨買入金額逾該國 GDP 2%

最新美國財政部(2018 年 4 月)公布之匯率報告顯示，目前僅中國大陸、日本、韓國、瑞士、德國及印度列入觀察名單(monitoring list)，並沒有任何一個國家被認定為匯率操縱國。

JP Morgan 認為目前川普政府對於美國貿易赤字問題相當重視，在本(2018)年 3 月，美國開始對美國進口的鋼鋁製品加徵高額關稅，引發全球軒然大波；4 月間又與中國針對多項貿易商品開戰，雙方僵持不下，相互警告，金融市場擔憂全球貿易戰一觸即發。這場兩大強權的貿易戰還是進行式，並非過去式，預期本年仍將持續影響國際政經局勢與金融市場動向。

目前美國川普政府相當重視貿易不公平以及匯率低估、干預等問題，JP Morgan 認為新興市場與美國經貿關係密切，特別是新興亞洲國家，許多商品都出口至美國，且目前在美國財政部匯率報告中觀察名單上，6 個列入觀察名單的國家中有 4 個是亞洲國家(中國大

陸、日本、韓國、印度)。在當前國際政經環境對匯率議題這樣敏感的時刻，或許新興市場國家(特別是新興亞洲)對於以往那套干預匯市，累積官方準備的操作模式，動作將趨於緩和，故 JP Morgan 認為官方準備這項因素未來影響全球外匯存底之多寡，將是難以估算，又或者影響力將不若過往般重要。

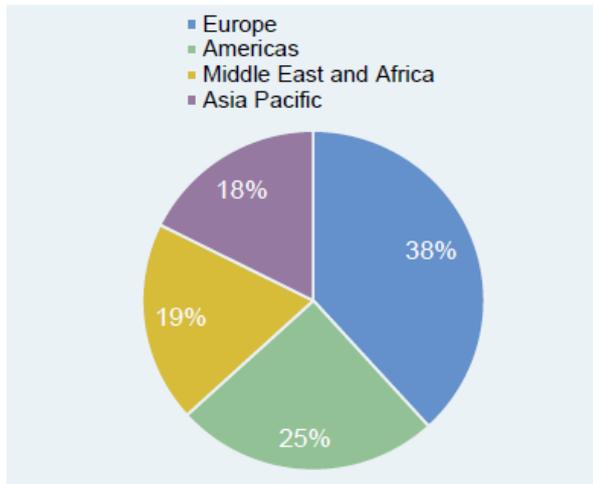
參、外匯存底管理問卷結果

中央銀行身為一國貨幣管理當局，兼具國家財富管理者與投資人雙重身分，為了保障國民財富，投資天性偏向保守。中央銀行投資保守的特點如下：

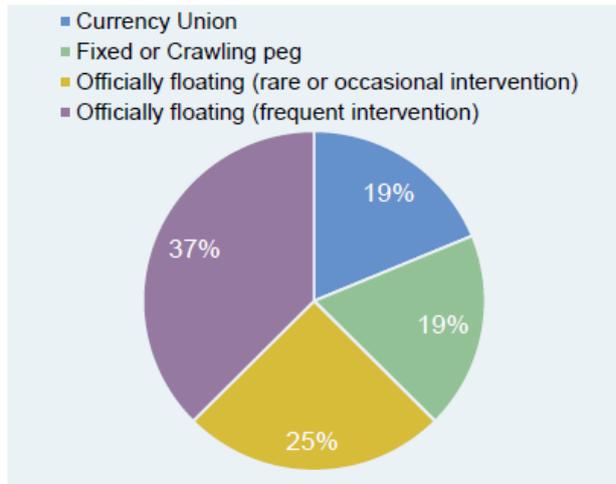
1. 重視保本(capital preservation)更勝於追求收益
2. 投資組合存續期間較短
3. 風險管理以正面表列可投資產品，而非透過多角化投資組合
4. 保有相當之流動性以便執行匯率政策
5. 開放新種投資產品步驟採漸進式，較為緩慢
6. 投資決策過程較為冗長

本次 JP Morgan 研討會的問卷總計回收 71 份，包涵 61 間中央銀行、10 間國際組織及發債機構，總管理資產超過 5.4 兆美元。若以地域性來看，38% 來自歐洲、25% 來自美洲、19% 來自中東及非洲、18% 來自亞洲。若以匯率制度來看，則有超過 60% 受訪者都採管理式浮動匯率制度。

Geographic representation



Exchange rate regime



這次問卷可分為兩大部分，第一部分是請各機構法人填答現有的外匯存底管理模式，另一部分則是關於外匯存底的投資策略，重點分述如下：

一、外匯存底管理模式

(一) 持有外匯存底之功用

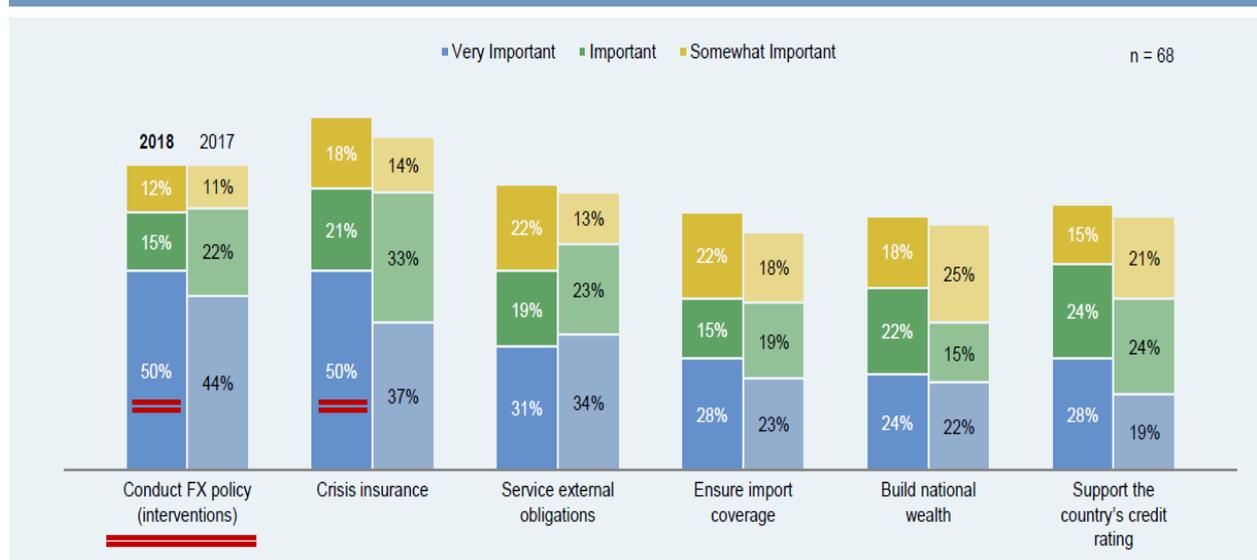
外匯存底為國家人民財富，除了儲存國家財富(build national wealth)外，尚具有危機預防(crisis insurance)、支應國外債務(service external obligations)、確保進口保障(ensure import coverage)、執行匯率政策(conduct FX policy)，以及支持國家信用評等(support the

country's credit rating)等功用。

根據 JP Morgan 去年(2017 年)問卷調查結果，多數國家(50%)認為外匯存底最重要的功能是危機預防，這可能與當年 1997 年亞洲金融風暴，許多新興市場國家因外匯存底不足，無法抵禦國際資金的攻擊而受到傷害有關。但有趣的是，今年(2018 年)的問卷結果顯示，危機預防(50%)與執行匯率政策(50%)同樣受到多數國家認為是外匯存底最重要的功能，這可能與今年美國川普政府認為許多國家操縱匯率，揚言要打國際貿易戰，引起許多國家對於穩定外匯市場的重視。

另外值得注意的是，去年認為外匯存底是用來支持國家信評的重要工具僅 19%，但今年認為非常重要的比例已上升至 28%，增加 9 個百分點，是所有項目中增加幅度僅次於危機預防(13 個百分點)的一項。至於支應國外債務則是所有項目中唯一被認為重要性下降的一項。

Describe the reasons for which your institution holds FX reserves



Source: J.P. Morgan

(二) 外匯存底之管理模式

至於受訪者如何管理其外匯存底，著重流動性、安全性，抑或收益性。JP Morgan 將選項分列為 1.維持高度流動性(流動性目標)、2.避免資本損失(安全性目標)、3.提高收益(收益性目標)。

問卷調查結果顯示本年(2018 年)有 64% 受訪者認為流動性目標是外匯存底管理中至為重要的項目，高於安全性的 60% 以及收益性的 17%。若以過去 3 年(2016-2018)調查結果來看，認為流動性目標非常重要的比例一直維持在 62%-64% 區間，且每年比例均為最高，顯示多數央行之外匯存底管理仍以維持高度流動性為首要目標。

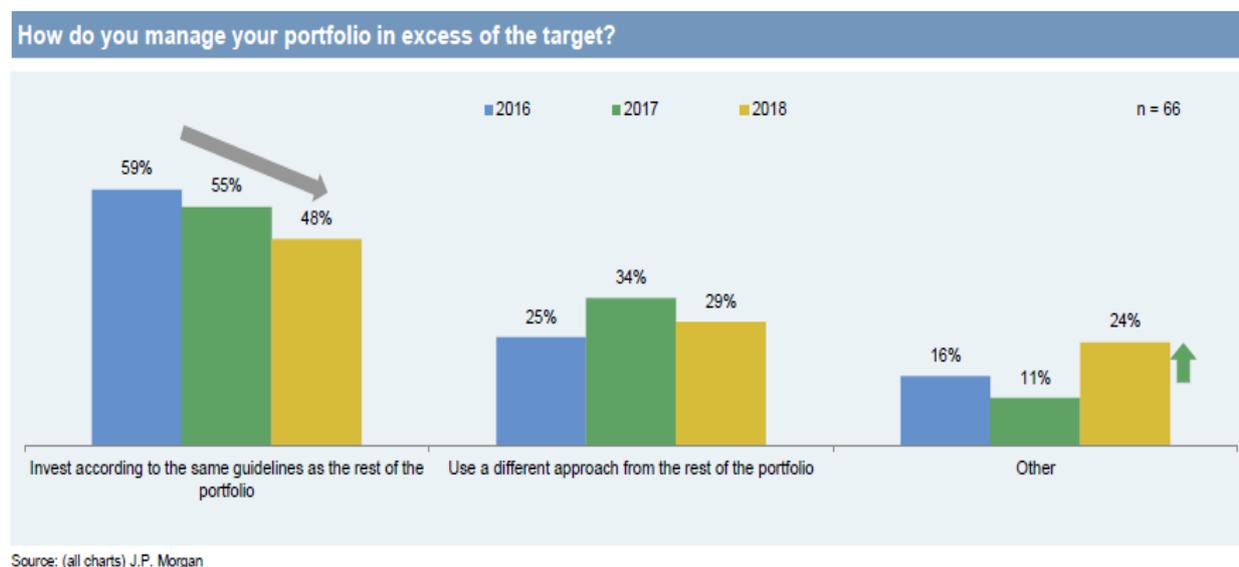
至於認為安全性目標是重要之比例，也由 2016 年之 58% 提升至 2018 年之 60%。這可能與 2015 年底，美國 Fed 啟動升息循環，市場開始預期未來殖利率走升，債券價格可能下滑有關，因此開始關注外匯存底投資要避免發生損失。

Describe your reserves management approach												
n = 70	Very Important			Important			Somewhat Important			N/A		
	'18	'17	'16	'18	'17	'16	'18	'17	'16	'18	'17	'16
Maintain a high level of liquidity	64%	64%	62%	21%	22%	33%	11%	13%	5%	3%	2%	0%
Avoid capital losses	60%	58%	58%	26%	26%	27%	10%	12%	9%	4%	3%	5%
Enhance returns	17%	22%	19%	54%	51%	59%	26%	26%	19%	3%	2%	4%

最後一個項目，也是這次調查結果最有趣的一項，便是各國央行對於收益性的看法。結果顯示，2016 年認為提高收益是非常重要的比例為 19%，到了 2017 年提高至 22%，可是今年卻下降至 17%，為近 3 年最低。搭配前述認為要避免資本損失的比例提高至 60%，可見多數與會者認為在升息環境下，保本要比獲利更加重要。

(三) 超額外匯存底之管理模式

根據 IMF 的最適外匯存底指標來看，許多新興市場國家持有之外匯存底均已超過所需之標準。面對這些超額的外匯存底(excess of the target)該如何管理，這次問卷調查出現了有趣結果。在近 3 年(2016-2018)的調查結果中，認為要將超額外匯存底比照一般外匯存底進行投資的比例呈現逐年遞減，由 2016 年的 59%，至 2017 年剩 55%，再驟降至 2018 年的 48%。



取而代之的則是選擇其他(other)，或是採用不同的投資模式(different approach)。值得注意的是，在 2018 年的調查結果中，已有超過半數的外匯存底管理者對於超額外匯存底採取不同於傳統一般

的外匯存底管理模式，顯見多數央行目前也正朝向多角化自己的外匯存底投資組合邁進。

二、外匯存底投資策略

(一) 投資組合多角化

既然目前多數央行已認為超額之外匯存底應採不同於傳統一般的外匯存底管理模式，那麼多角化投資組合應屬必要。



Source: (all charts) J.P. Morgan

問卷調查結果顯示，2017 年認為多角化幣別組合(diversify currency composition) 是重要 / 非常重要的投資策略者占 39%(15%+24%)。到了 2018 年，認為多角化幣別組合是重要/非常重要的投資策略之比例上升至 44%(16%+28%)，增加 5 個百分點。

至於藉由新增資產類別及投資產品(new asset classes and investment products)，來達成多角化投資組合者，在 2017 年認為重要/非常重要之比例為 60%(19%+41%)，到了 2018 年，認為透過增加資產類別來多角化投資組合是重要/非常重要之比例已攀升至 71%(22%+49%)，增加了 11 個百分點。

根據本次的問卷結果顯示，多數央行目前似仍較偏好以增加投資資產類別的方式，來達成投資組合多角化之目標。

(二) 幣別配置

根據 IMF 公布之 2017 年底全球外匯存底幣別配置資料顯示，美元與歐元仍是全球外匯存底中最重要的兩種貨幣，占比分別為 62.7%、20.1%，兩者合計超過八成比重。

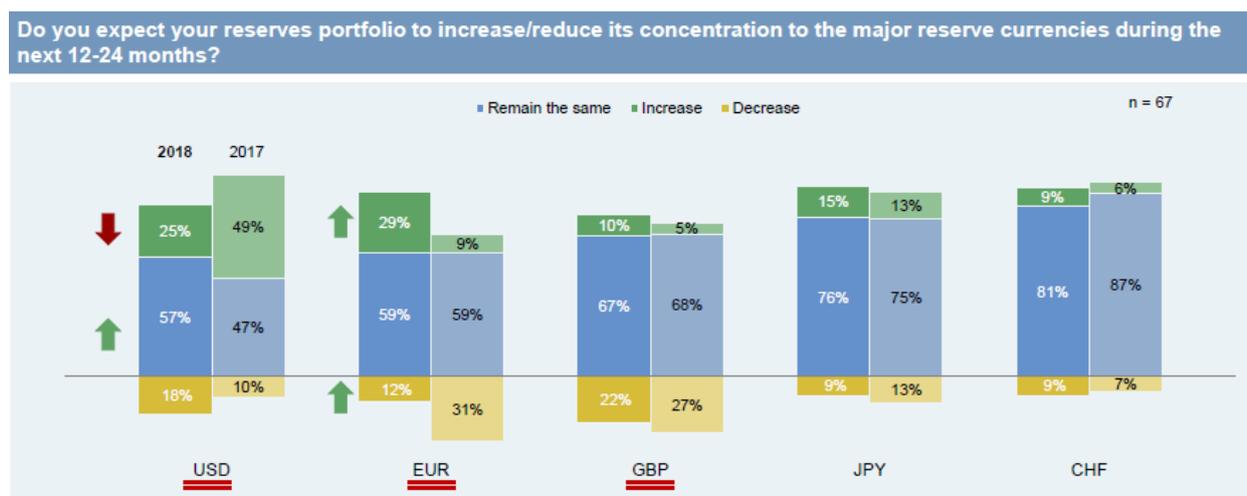
幣別比重(%)	美元	歐元	其他
2016 年底	65.3	19.1	15.6
2017 年底	62.7	20.1	17.2

歐元區為全球重要經濟體，在 2011 年發生歐債危機前，歐元在全球外匯存底中佔比超過 25%，但在歐債危機發生後，這些年來的經濟不振、政治動盪，除了造成歐元走貶外，也讓投資人漸漸轉向擁抱美元或其他幣別的資產，使得歐元在外匯存底中之占比滑落至 20% 左右。

不過今年 JP Morgan 對於央行幣別配置所做的問卷調查，卻有不太一樣的結果。這次問卷題目是問外匯存底管理者在未來的 12 至 24 個月內，對於美元、歐元、英鎊、日圓及瑞士法郎等 5 種外匯存底之準備貨幣，將會增加持有、維持不變、或是降低持有。比較 2017 年與 2018 年的結果顯示，差異最大的便是投資管理者對於歐元的投資部位看法。

2017 年時，僅 9% 的投資人認為未來會增持歐元，但有 31% 的

投資人認為將來將減持歐元部位。到了 2018 年時，情況完全改變。現在認為未來將增持歐元部位之投資人已變為 29%，認為未來會減持歐元的比例僅剩 12%。這樣的結果似乎正反應了歐元區目前經濟復甦穩健，通膨逐步回溫，加上 ECB 於 2017 年底開始降低每月購債規模，由原本每月購買 600 億歐元，降至每月購買 300 億歐元。這些因素開始減緩了歐元走貶的壓力，使得 2018 年開始，歐元又重獲投資人的青睞。



就美元部位來看，2017 年時，有高達 49% 的投資人認為未來將增持美元部位，僅 10% 投資人認為將來會減持美元部位。這與當時美國啟動升息循環，市場預期將來美元走強有關。但是到了 2018 年時，受到美國政府要打貿易戰，國際美元走勢震盪加劇，情況開始出現反轉，認為未來會增持美元部位的比例由前年的 47%，下降

至 25%，認為未來會減持美元部位的比例則由 10% 增加至 18%，另外，對美元部位抱持不變看法的，也由 2017 年的 47%，增加至 2018 年的 57%。

(三) 資產種類

在調查外匯存底管理者投資的資產類別問卷中，JP Morgan 將資產類別分為美國政府公債 (US govt bonds)、國際組織機構債 (Supranationals)、G7 政府公債 (G7 govt bonds)、其他已開發市場債券 (development market bonds)、美國機構債 (US agencies)、商業銀行存款—現金 (Commercial bank deposits--cash)、黃金 (Gold)、Covered bonds、美國抗通膨債券 (TIPs)、投資級公司債 (High-grade corporate bonds)、不動產抵押債券 (MBS)、新興市場債券—原幣 (Emerging market debts—local currency)、新興市場債券—歐元/美元 (Emerging market debts—EUR/USD)、商業銀行存款—黃金 (Commercial bank deposits--gold)、股票/股價指數 (Equities/Equity Index)、貨幣市場基金 (Money market funds)、資產抵押債券 (ABS)、指數股票型基金 (ETF)、高收益債券 (High yield corporate bonds)、不動產/基礎建設 (Real estate/infrastructure)、結構型產品 (Structured products)、對沖基

金 (Hedge funds)、私募基金 (Private equity)、非黃金之商品類 (Non-gold commodities) 等 24 大類。至於投資狀態，則分為目前投資、今年計畫投資、核可但尚未投資、過去 12 個月暫停投資、不會投資等 5 大類。

Please describe your ability or intention to invest in the following asset classes:

n=66	Currently investing	Planning for this year or next	Approved, but no current interest	We stopped investing in the last 12 months	Unlikely to ever be approved
US Govt. bonds	94%	2%	3%	2%	0%
Supranational/multilateral bonds	94%	3%	0%	0%	3%
Other G7 govt. bonds	89%	5%	5%	0%	2%
Other development market bonds	75%	5%	11%	0%	8%
U.S. agencies	71%	8%	9%	0%	12%
Commercial bank deposits - cash	70%	2%	16%	2%	11%
Gold	52%	7%	11%	2%	28%
Covered bonds	49%	6%	14%	3%	27%
TIPs	48%	10%	16%	2%	24%
High-grade corporate bonds	41%	13%	3%	0%	44%
MBS	34%	16%	10%	2%	39%
Emerging market debt – local currencies	33% 	11%	5%	0%	52%
Emerging market debt – EUR and USD	28%	12%	0%	2%	58% 
Commercial bank deposits - gold	28%	3%	25%	3%	41%
Equities/Equity index	24%	8%	2%	0%	67%
Commercial money market funds	20%	3%	15%	0%	62%
ABS	17%	10%	17%	3%	53%
ETFs	15%	12%	3%	2%	68%
High yield corporate bonds	11%	5%	3%	0%	81% 
Real estate / infrastructure	8%	2%	0%	2%	88%
Structured products	8%	0%	6%	2%	84%
Hedge funds	5%	2%	2%	0%	92%
Private equity investments	5%	2%	0%	0%	94%
Non-gold commodities	3%	3%	2%	0%	92%

Source: J.P. Morgan.
Note: green arrows represent YoY movements up of 10% or greater, red arrows represent YoY movements down of 10% or greater

根據本年問卷調查結果顯示，目前已有 94% 的央行投資美國公債及國際組織機構債，為所有資產類別中比例最高者。另 G7 政府

公債，目前也有接近九成的投資比例，屬於次高者。至於流動性較差之對沖基金、私募基金，以及非黃金之商品類，則投資比例最低，約 5% 左右。

JP Morgan 在比較前後年(2017 vs 2018)之問卷結果變化後，將前後期差異變化(YoY)超過 10% 以顏色箭頭標示，其中綠色箭頭：新興市場債券—原幣是今年唯一較去年顯著獲投資人青睞而提升的資產種類。至於紅色箭頭：新興市場債券—歐元/美元以及高收益債券，則是較去年降幅超過 10% 的資產種類。

新興市場債券—原幣今年能夠獲得投資人青睞，增加投資比例，而新興市場債券—歐元/美元則被投資人減碼，應該都與市場預期今年美元走貶，新興市場貨幣可望走強，直接投資新興市場原幣(local currency)債券較投資 hard currency(美元與歐元)更為有利所致。這樣的結果也與前述今年投資人預期減持美元的比例增加是一致的。

另外一個今年獲投資人顯著減碼的資產類別則是高收益債券。這應當與市場預期美國今年仍將升息 3-4 次，公債殖利率將持續走

升，資金離開固定收益產品市場，高收益債券等信用類產品之價差(spread)將變寬(widen)，不利投資績效表現，故投資人開始將資金抽離所致。

整體而言，央行投資人今年對於資產類別的投資策略與去年比較變化不大，主要影響因素仍為預期美元走弱，以及美債殖利率將緩步走揚。另目前已有投資股票的央行比例為 24%，但未被核可投資股票類產品之比例仍高達三分之二(67%)，顯見多數央行在選擇資產類別投資時，仍是相當保守因應，目前還是以固定收益類產品為主要投資工具。

肆、結論與建議

本次參加 JPMorgan 研討會，除了聆聽 JPMorgan 專業人員對於未來總體經濟展望及產品投資策略建議外，能有機會與多國央行代表互動溝通，瞭解其他央行目前對於市場看法及未來投資展望，實屬難得。

整體而言，多數與會成員對於今年全球經濟成長預期樂觀，地緣政治風險似正降溫，特別是對美國經濟展望樂觀，認為美國經濟今年仍將穩健成長，Fed 可望於今年升息 3-4 次，美國公債殖利率曲線將趨於平坦。這些看法與目前多數投資銀行之看法相同。除非美中兩大強權擦槍走火，引發全球動盪，不然今年全球殖利率應是緩步走升。另外，對於美國總統 Trump 的行為對金融市場的影響，多數與會人員(包含很多 JPMorgan 當地的美國人)都認為不確定性太高，難以預測，可能會是未來市場的一隻黑天鵝。

建議：

鑒於美債利率預期走升，在滿足外匯存底投資組合流動性需求

(購買美國公債)之餘，建議繼續投資收益較高之美元產品，如 MBS。目前 MBS TBA Ginnie Mae 收益約 3.50%、Freddie Mac 收益約 3.70%，已較 10 年期公債收益 3.00% 高出 50-70bps，對於提高投資收益應有所助益。

在與 JPMorgan MBS trader (Mohib Karzai) 客製化面談時，他也提到，除了投資 MBS TBA 外，某些 seasoned MBS specified pools，其提前還款穩定，prepayment risk 下降許多，或許也是長期投資人適合考慮的投資標的，本行未來也將評估挑選適合的 specified pools 進行投資，提高收益。(specified pools MBS 流動性較 TBA 差，且購買時需額外支付 pay-up，需挑選效益高於成本的 pools 進行投資較為有利)