

出國報告（出國類別：其他）

參加 BNP 與法國央行舉辦之
「2018 年投資及存底管理研討會」
心得報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：單家禎（三等專員）

派赴國家：法國/巴黎

出國期間：107 年 6 月 18 日至 7 月 1 日

報告日期：107 年 9 月 20 日

目 錄

| | |
|----------------------------|----|
| 壹、前言 | 2 |
| 貳、BNP研習心得..... | 3 |
| 一、「存底管理與相關多元化議題」小組討論 | 3 |
| 二、「人民幣國際化議題」小組討論 | 6 |
| 三、「人民幣國際化現況」主題演講 | 7 |
| 參、法國央行研習心得..... | 11 |
| 一、Fed 貿易加權美元指數之緣起 | 11 |
| 二、Fed 貿易加權美元指數之計算 | 11 |
| 三、Fed 3 種貿易加權美元指數 | 12 |
| 四、ICE 美元指數..... | 14 |
| 五、美元指數間之差異..... | 14 |
| 肆、心得及建議事項..... | 17 |
| 一、關於「存底管理與相關多元化」 | 17 |
| 二、關於「人民幣國際化」 | 17 |

壹、前言

本次 BNP 與法國央行舉辦之「2018 年投資及存底管理研討會」，主要內容涵蓋國際總體經濟、存底管理、人民幣國際化及外匯、債券市場等投資相關議題。

BNP 之投資會議為期 3 天，其型式為邀請不同來賓進行多場小組討論，並進行與會者即時問卷調查及現場提問，以增進來賓及與會聽眾互動，並促進與會聽眾對討論主題之了解。

法國央行存底管理研討會則為期 5 天，由法國央行同仁向其他受邀央行等官方機構，分享其總體經濟看法，並介紹法國央行服務平台，以期能協助其他央行進行存底管理。

職等就其重點摘要如下列章節：

- BNP 研習心得；
- 法國央行研習心得；
- 心得及建議事項。

貳、BNP 研習心得

一、「存底管理與相關多元化議題」小組討論

(與談人：韓國央行 ABS 團隊主管 Jae Yong CHOI、以色列央行市場部門執董 Andrew ABIR 及 BIS 銀行部門副主管 Jean-Francois RIGAUDY 共同參與)

(一) 關於存底管理現況與多元化規劃

【韓國央行】

目前約 80% 資產是自行操作，20% 則採委外操作。資產組合中約 90% 為固定收益，10% 為股權投資¹。整體存底投資仍集中在先進經濟體，少部分為包括中國在內之新興經濟體。

自 2000 年開始，將存底投資逐步由政府債券分散擴大至 MBS、公司債及抗通膨債券，近年並開始藉由 KIC 涉足股權投資。

就多元化後收益增加之貢獻度來說，股權投資最高，其次為公司債，再其次為 MBS。韓國央行認為，多元化投資後使其投資管理更具效率。

【以色列央行】

該行存底管理最主要目標為兼顧風險考量下，儘量提高投資

¹ 透過韓國投資公司 KIC 進行投資。

收益。主要存底投資集中在美、歐、日之政府公債；近年因收益考量，以色列央行開始逐步介入股權投資。

固定收益投資方面，因研究個別公司債需投入較多人力，而新興經濟體債券風險較高，故仍偏重於美、歐、日政府債券。

(二) 關於存底管理之貨幣配置

【韓國央行】

自 2005 年開始投資澳幣與加幣；自 2012 年開始投資人民幣。分散貨幣組合後，對存底之投資組合收益提升並無明顯助益，惟考量分散貨幣風險之潛在好處，未來仍將持續此一方向。

【以色列央行】

目前存底投資之貨幣配置仍以美元與歐元為主，但現正嘗試建立一個綜合考量投資收益、進口等貿易因素之指標 (benchmark)，作為未來進行貨幣分散之參考。

(三) 與會聽眾提問對 ETF 被動投資及 ESG (Environmental, Social and Governance) 責任投資之看法

【韓國央行】

該行認為 ETF 被動投資越來越重要，因此投資管道有助投

資者獲取公司債、MBS 等資產類別之市場報酬。

至於 ESG 責任投資，該行還在研究階段，惟未來將儘量將此考量納入既有投資配置過程。因為社會的永續發展，長期來說，對包括韓國央行在內的所有投資者皆是有利的。

【以色列央行】

該行認為透過股票 ETF 獲取市場報酬是可行的；但對公司債、新興市場債券 ETF 則暫不考慮，因此類 ETF 追蹤誤差大，且易受單一公司或國家權重過多之影響。

以色列央行認為 ESG 責任投資是該行日後須面對之挑戰，惟對相關議題目前仍處於研究階段。

(四)與會聽眾互動調查部分

- 存底管理最重要考量：
保本(50%)、流動性(40%)及收益(10%)。
- 未來存底最想納入之貨幣：
人民幣。
- 未來最看好之固定收益投資：
新興市場債、公司債及綠能債券。

二、「人民幣國際化議題」小組討論

(與談人：亞洲開發銀行 ADB 金融與風險管理部門副總裁 Ingrid VAN WEES、法國央行市場部門董事 Imene RAHMOUNI-ROUSSEAU、法國國際關係研究機構，French Institute of International Relations 中國研究主管 Alice EKMAN)

■ ADB 看法：

一個貨幣能否成功國際化，有 3 個觀察指標：1) 是否為存底貨幣、2) 是否能使用於貿易等結算用途，及 3) 能否具備投資功能。目前人民幣已納入 SDR，具備成為存底貨幣之潛力；然在貿易等結算上使用仍然受限，根據環球銀行金融電訊協會(SWIFT, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication)統計，人民幣作為支付貨幣之占比仍低於 2%；至於在投資功能上，中國股、債市雖然規模龐大，但對外資投資仍多有限制。

中國境內股、債市場不僅對境外機構法人設限，也缺乏境外自然人進入之管道，加上缺乏利、匯率相關避險工具，且債券次級市場也仍有待完善。整體而言，人民幣國際化進程還在相對起步階段。

■ 法國央行看法：

該行於 2013~2014 年開始規劃人民幣投資，目前已建立相

關投資部位。中國之投資市場處於不完全開放且尚不健全，同時具備相當程度之法規風險，惟鑒於中國經濟之重要性不斷提升，且其信評與收益並不差，在投資分散考量下，長期對人民幣投資與其國際化，均持偏正面樂觀看法。

■ 法國國際關係研究機構看法

人民幣國際化不只是經濟議題，其未來發展需考量政治層面之評估，才能窺其全貌。以中國近來提倡之「一帶一路」為例，在東西方文化、價值觀差異下，很難讓西方國家不去猜忌其背後之政治意圖。

就過往經驗觀察，中國將維持政權穩定視為最高優先選項，人民幣國際化可能僅是替政治服務下之政績項目。由於中國領導人自趙紫陽失勢後，已經缺乏在政治、經濟上，堅持改革開放的開明派人物，這讓外界對中國後續之政經走向有所擔憂。

三、「人民幣國際化現況」主題演講

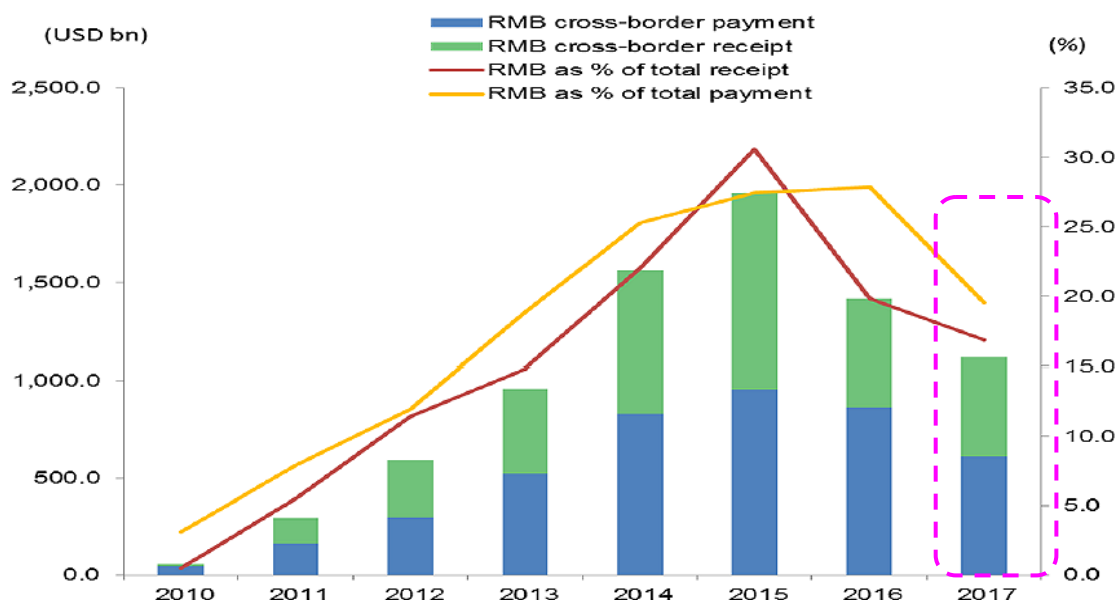
(發表人：BNP 首席中國經濟學家 — 陳興動)

(一) 人民幣作為支付工具及資產類別之現況

截至 2018 年 3 月，已有近 35 萬家公司與近 400 家國際銀行開展人民幣跨境支付業務。根據 2017 年資料顯示，作為

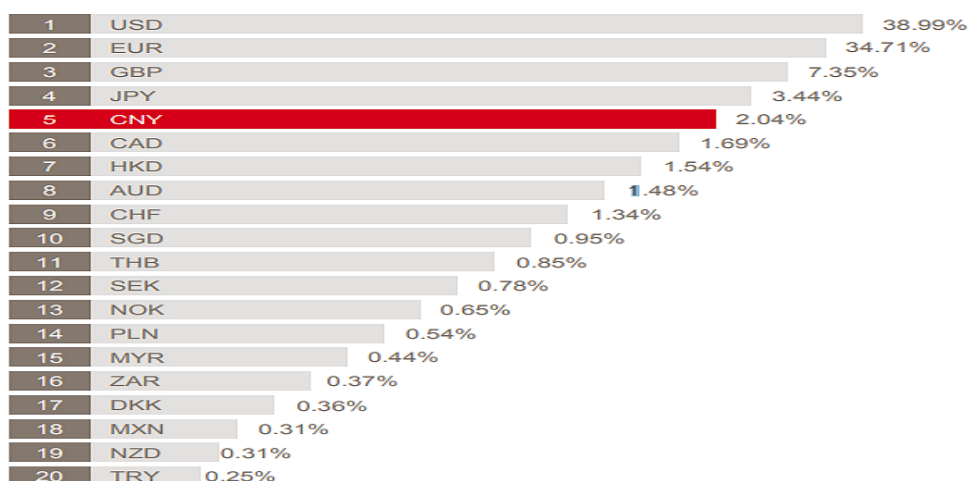
中國跨境貿易及投資用途之人民幣清算比率，在收取面占比約為 16.9%，在支付面占比約為 19.5% (圖 1)。

圖 1 以人民幣進行國際結算概況



資料來源：BNP

圖 2 全球支付貨幣排序



資料來源：SWIFT

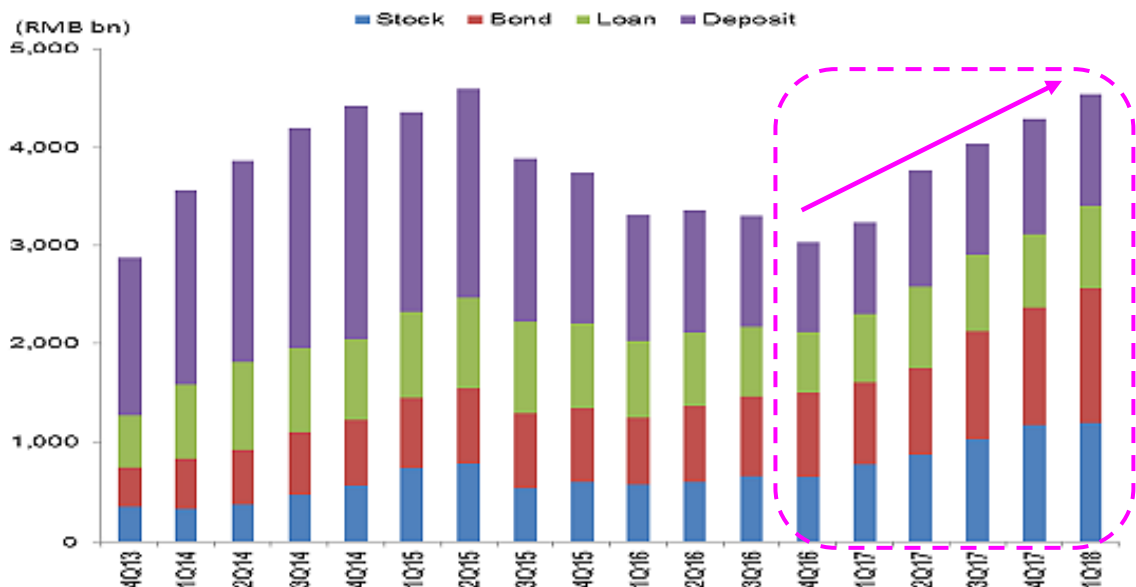
若由 SWIFT 公布資料來觀察(圖 2)，截至 2018 年 7 月，人

人民幣作為全球支付貨幣排名第 5，占比為 2.04%，第 1 仍為美元(占比 38.99%)，其次分別為歐元(占比 34.71%)、英鎊(占比 7.35%)與日圓(占比 3.44%)。

(二) 人民幣作為資產類別之現況

截至 2018 年 3 月，境外投資者持有之人民幣資產已逾 4.5 兆人民幣，其中債券占 30%、股票占 26.5%、存款占 25%²，以及貸款占 18.5%(圖 3)。近年來，隨著中國逐步開放其金融市場，外國人投資中國境內股票與債券金額均呈增加態勢。

圖 3 境外投資者持有人民幣資產類別變化



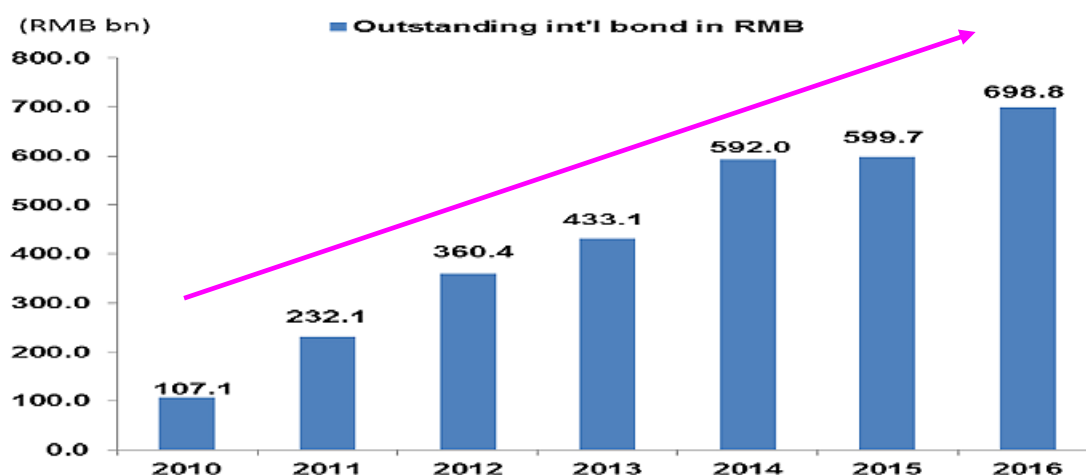
資料來源：BNP

² 其中約 54%於香港；31%於臺灣；15%於新加坡。

(三) 人民幣作為融資工具計價貨幣之現況

發行股票或債券皆可成為融資來源。目前外國公司尚未允許於中國境內發行股票籌資；不過如熊貓債³、點心債⁴等人民幣計價債券已蓬勃發展。根據 BIS 狹義統計標準⁵，截至 2016 年底，以人民幣計價之國際債券餘額為 6,988 億人民幣(圖 4)，其中境外機構在中國境外發行達 5,667 億人民幣，於境內發行餘額則為 1,321 億人民幣。

圖 4 以人民幣計價之國際債券流通量



資料來源：BNP

³ 熊貓債是由境外機構在中國境內所發行之人民幣計價債券。

⁴ 點心債是指在香港發行之人民幣計價債券。

⁵ BIS 對國際債券有兩種統計標準；其中狹義人民幣國際債券是指境外機構在境內、外發行之人民幣計價債券，而廣義人民幣國際債券是指發行人，在本國以外發行之人民幣計價債券。

參、法國央行研習心得

一、Fed 貿易加權美元指數之緣起

根據 Fed 網站⁶說明，1998 年底 Fed 為因應即將於 1999 年推出的歐元，且考量 1970 年代以來美國國際貿易狀況已發生顯著改變，故引進貿易加權美元指數概念，以期能更適切反映美元漲跌與美國貿易間之關係。

二、Fed 貿易加權美元指數之計算

名目 Fed 貿易加權美元指數可透過下列公式，由多個美元對其他貨幣匯價之幾何平均計算得出：

$$I_t = I_{t-1} \times \prod_{j=1}^{N(t)} (e_{j,t}/e_{j,t-1})^{w_{j,t}},$$

其中， I_{t-1} 為上述貿易加權美元指數之前期值；

$e_{j,t}$ 與 $e_{j,t-1}$ 為以貨幣 j 為計價單位之美元匯價；

$w_{j,t}$ 為貨幣 j 於 t 時點，於指數內之權重，且 $\sum_j w_{j,t} = 1$ ；

$N(t)$ 為 t 時點，上述貿易加權美元指數所含貨幣數目。

而權重 w 是透過美國與各國往來之進口、出口等貿易占比所決定，每年度調整一次。

⁶ <https://www.federalreserve.gov/releases/h10/weights/default.htm>

三、Fed 3 種貿易加權美元指數

Fed 為研究與比較之便，依組成幣別不同，共創設 3 種貿易加權美元指數如下：

(一) Broad 指數 (涵蓋 26 種貨幣)

Broad 指數涵蓋 26 種貨幣所代表國家或地區，與美國間之貿易占比達美國全部貿易 9 成以上，故該指數對於美元價格與美國整體貿易間之影響變化，具有相當之參考性。

Broad 指數以 1997 年 1 月為基期值 100，26 種貨幣權重每年調整一次，依 2017 年 11 月 6 日最新權重高低依序包括人民幣(21.559%)、歐元(17.199%)、墨西哥幣(12.822%)、加幣(11.890%)、日圓(6.524%)、韓元(3.911%)、英鎊(3.595%)、新臺幣(2.259%)、瑞士法郎(2.182%)及印度盧比(2.071%)等(如表 1)。

表 1 貿易加權美元 Broad 指數之幣別組成 (1997 年 1 月基期為 100，按權重排列)

| | | | | | | | | |
|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 人民幣 | 歐元 | 墨西哥幣 | 加幣 | 日圓 | 韓元 | 英鎊 | 新臺幣 | 瑞士法郎 |
| 21.559% | 17.199% | 12.822% | 11.890% | 6.524% | 3.911% | 3.595% | 2.259% | 2.182% |
| 印度盧比 | 巴西里拉 | 新加坡幣 | 馬幣 | 泰銖 | 港元 | 澳幣 | 以色列幣 | 印尼幣 |
| 2.071% | 1.833% | 1.665% | 1.654% | 1.505% | 1.440% | 1.136% | 0.967% | 0.949% |
| 俄羅斯幣 | 沙烏地阿拉伯幣 | 智利披索 | 瑞典克郎 | 菲律賓披索 | 哥倫比亞披索 | 阿根廷披索 | 委內瑞拉幣 | |
| 0.921% | 0.760% | 0.704% | 0.686% | 0.587% | 0.530% | 0.500% | 0.151% | |

在提及 Fed 貿易加權美元指數時，一般若無特別說明，通

常是指 Broad 指數。Fed 每週一於其官網更新公布，包括 Broad 在內 3 種貿易加權美元指數在上週之日資料⁷。

(二) Major 指數 (涵蓋 7 種貨幣)

Major 指數涵蓋歐元、日圓、英鎊、加幣、瑞典克朗、瑞士法郎及澳幣，均為金融市場中之主要交易貨幣，具備流動性較佳特點，故該指數可視為金融市場衡量美元強弱之依據。

Major 指數以 1973 年 3 月為基期值 100。7 種貨幣權重取自於 Broad 指數，再將權重總和調整至 1 (如表 2)。

表2 貿易加權美元Major指數之幣別組成 (1973年3月基期為100)

| | 歐元 | 日圓 | 英鎊 | 加幣 | 瑞典克朗 | 瑞士法郎 | 澳幣 |
|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 比重 | 39.801% | 15.098% | 8.319% | 27.516% | 1.588% | 5.050% | 2.629% |
| 累計 | 39.801% | 54.899% | 63.219% | 90.734% | 92.322% | 97.371% | 100% |

(三) OITP (Other Important Trading Partners)指數 (涵蓋 19 種貨幣)

將 Broad 指數之 26 種貨幣扣除 Major 指數之 7 種貨幣，便為 OITP 指數，因所涵蓋貨幣包括中國、墨西哥、南韓及臺灣等國，對研究美元強弱影響下，美國與新興經濟體間之

⁷ <https://www.federalreserve.gov/releases/h10/current/default.htm>

貿易關係，能有較適切之衡量，該指數以 1997 年 1 月為基期值 100。

四、ICE 美元指數

目前一般坊間使用之美元指數係由美國洲際交易所(ICE)編製，根據美元對歐元、日圓、英鎊、加幣、瑞典克朗及瑞士法郎等 6 種貨幣，經加權計算而得。因指數組成貨幣之流動性佳，且貨幣權重分配與其在外匯市場之交易量排序⁸較為接近，有利於金融機構追蹤美元之強弱，再以此研發相關期貨、ETF 等金融商品。

ICE 美元指數詳細權重如表 3，以 1973 年 3 月為基期，與 Fed 之 Major 指數基期相同。

表3 ICE美元指數之幣別組成(1973年3月基期為100)

| | 歐元 | 日圓 | 英鎊 | 加幣 | 瑞典克朗 | 瑞士法郎 |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 比重 | 57.6% | 13.6% | 11.9% | 9.1% | 4.2% | 3.6% |
| 累計 | 57.6% | 71.2% | 83.1% | 92.2% | 96.4% | 100% |

五、美元指數間之差異

(一) ICE 美元指數 vs Fed Broad 指數

ICE 美元指數僅涵蓋 6 種貨幣(歐元、日圓、英鎊、加幣、

⁸ 根據 BIS 2016 年之調查報告顯示，外匯市場成交量占比最大之 3 種貨幣組合依次為：歐元對美元、美元對日圓、英鎊對美元。

瑞典克朗及瑞士法郎)，此 6 種貨幣僅占 Broad 指數(表 1) 之 42.076%。

(二) ICE 美元指數 vs Fed Major 指數

歐元、日圓等在外匯市場交易量較大之貨幣，在 ICE 美元指數占比較高(二者合計 71.2%)。而與美國貿易關係密切之加拿大，在 ICE 美元指數占比僅 9.1%，在 Major 指數(表 2)占比達 27.516%。

(三) Fed Broad 指數與 ICE 美元指數近來表現

Broad 指數由 2017 年底 119.0722 上漲至 2018 年 9 月 7 日之 126.5233，漲幅為 6.26%；而 ICE 美元指數由 2017 年底 92.124 上漲至 2018 年 9 月 7 日之 95.365，漲幅為 3.52%。

圖 5 Fed Broad 指數與 ICE 美元指數

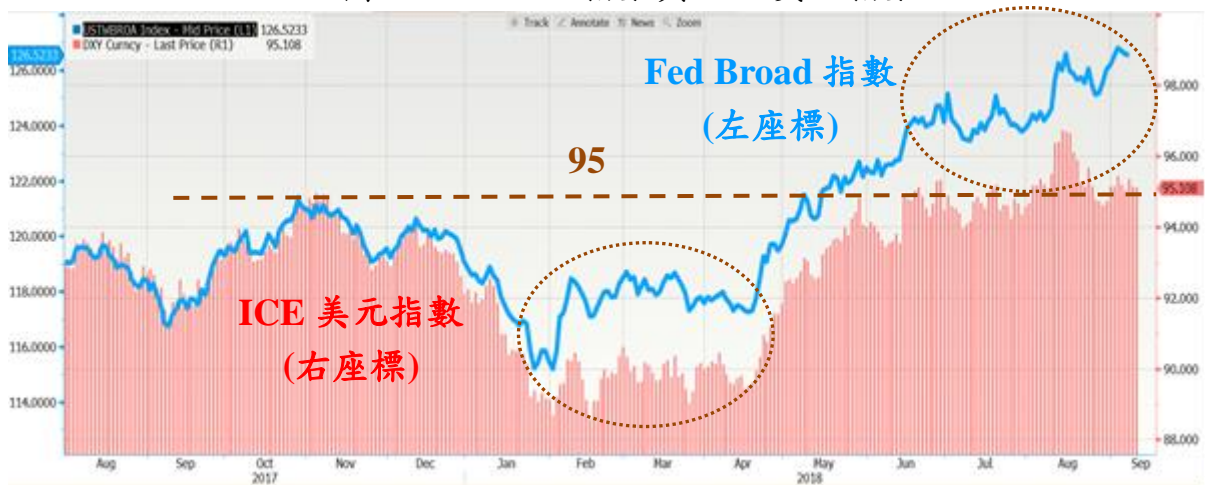


圖 5 顯示，Broad 指數在 2018 年 5 月初突破 2017 年 10 月

27 日前波高點 121.3270 後，一路震盪向上攀升，並於 2018 年 9 月 4 日創下近期高點 126.7975，並且維持高檔震盪格局；反觀 ICE 美元指數則落後至 2018 年 6 月中旬才觸及 2017 年 10 月底之前波高點 95 區域，之後雖維持於 95 附近高檔整理，但無法再有明顯漲幅，相較 Broad 指數顯得相對弱勢。

Broad 指數與 ICE 美元指數表現之差別原因可能如下，首先歐元在 2018 年 1 月中至 3 月底處於相對高檔區間⁹，故歐元占比較低之 Broad 指數於同時期顯得相對強勢；其次美元對許多新興經濟體貨幣自 2018 年 4 月底以來陸續出現明顯漲勢，讓涵蓋人民幣、墨西哥幣之 Broad 指數之漲勢較 ICE 美元指數強勁許多。

⁹ 近 1 年來高點出現在 2018 年 2 月 16 日，當日歐元兌美元匯價 1.2555。

肆、心得及建議事項

一、關於「存底管理與相關多元化」

根據IMF所公布之COFER存底貨幣組成資料¹⁰顯示，截至2018年第1季已公開貨幣組成之10兆4千億美元存底中，美元占比最高達62.5% (6.5兆美元)，歐元居次為20.4% (約當2.1兆美元)，兩者合計已達所有公布存底之82.9%。

觀察過去15年來，美元與歐元合計占所有公布存底區間約在82.9%~91.2%間，雖然長期呈現減少趨勢，但仍高達8成以上，表示美元、歐元為國際主要存底貨幣之角色仍難以撼動，而美元長期佔據國際間存底幣別配置6成以上之現象，更彰顯美元在國際金融中的獨特地位。

展望未來，各國央行即使持續推動存底之貨幣組成多元化，美元與歐元預估仍可能維持其主要支配角色；這樣的發展框架，是所有從事國際金融投資者，不可忽視之客觀事實。

二、關於「人民幣國際化」

雖然美元及歐元仍將扮演存底貨幣之主要角色，但由COFER資料可得知，人民幣占全球存底貨幣比率由2016年12月首次公布之1.08%，已逐步增加至2018年3月之1.39%。隨著中國

¹⁰ 資料來源：<https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>

逐步開放其金融市場，加上考量中國占全球 GDP 比重¹¹已近 15%，僅次於美國之 24.0%，以及歐盟的 21.4%，未來人民幣占全球存底貨幣比率仍應有相當增加空間。

根據中國中債登(中央國債登記結算公司)最新統計顯示，截至 2018 年 8 月底，境外機構在中債登的債券託管量達 1.4 兆人民幣，月增近 600 億元人民幣，為外資連續第 18 個月增持人民幣債券。另外，中國證監會副主席方星海 2018 年 9 月 18 日表示，2018 年 1 至 8 月境外投資者加碼中國股票的金額累計達 2,100 億人民幣。由前述數據顯示，境外投資者對人民幣債券、股票興趣正持續提升中。

未來人民幣於國際存底貨幣扮演之角色可能近一步加重，不過中國相關法規、市場透明度與資金匯入、匯出等問題，仍有待進一步改善。在考量整體投資安全性、流動性與收益性之前提下，對人民幣投資的機會與風險應有更全面與充分認識。

¹¹ World Bank 2017 年資料：全球 GDP 總額 80.68 兆美元，美國 GDP 約為 19.39 兆美元，歐盟成員國 GDP 合計約為 17.28 兆美元，而中國 GDP 約為 12.24 兆美元。