

出國報告（出國類別：研討會）

參加「2018年外匯投資管理論壇」 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：亞美尼亞、葉里溫

出國期間：107.10.21 至 107.10.26

報告日期：107年12月26日

摘要

亞洲開發銀行於亞美尼亞葉里溫舉辦之「2018 年外匯投資管理論壇」(2018 Asian Regional Forum on Investment Management of Foreign Exchange Reserves)，計有 25 國央行及官方機構派員參加，其中絕大部分為新興市場國家之央行代表。論壇的內容著重在當前貨幣政策正常化的循環過程中，各國央行如何應對新的經濟變局，以及如何調整外匯存底之管理與投資策略。

隨著以美國為首之貨幣政策正常化的開展，不僅全球金融市場開始順勢調整與磨合，各國央行也嚴正以待，尤其是新興市場國家之央行，除須面對國內經濟成長的挑戰，更須因應國際資金可能大量撤出的風險。此外，地緣政治與中美貿易戰同樣增添全球經濟發展的不確定性與複雜性，值此之故，各國央行對當前全球經濟的發展，皆抱持著很深的危機感。

話雖如此，亞銀卻也相對看好亞洲各國經濟發展的表現，預估今明兩年亞洲整體經濟成長年增率分別為 6.0%及 5.8%。亞銀認為，隱憂雖有衝突也在，但快速成長的亞洲正逐漸自成一格，隨著區域內貿易的增長，將有助於抵銷對美國的出口損失與依賴。再者，雖然亞洲過去曾是世界工廠，但如今全球超過一半的中產階級都在亞洲，漸趨厚實的消費力與動能已不可同日而語。

目次

壹、	目的	4
貳、	各國央行對當前全球經濟的發展，皆抱持著很深的危機感。中美間的博弈，乃全球最大風險之來源。	4
參、	亞銀持續看好亞洲經濟之發展	5
肆、	亞銀針對外匯存底管理趨勢進行調查	8
伍、	結論與建議	10

壹、目的

亞洲開發銀行(以下簡稱亞銀)於亞美尼亞葉里溫舉辦之「2018年外匯投資管理論壇」(2018 Asian Regional Forum on Investment Management of Foreign Exchange Reserves)，計有25國央行及官方機構派員參加，其中絕大部分為新興市場國家之央行代表。論壇的內容著重在當前貨幣政策正常化的循環過程中，各國央行如何應對新的經濟變局，以及如何調整外匯存底之管理與投資策略。此外，也藉由經驗分享與開放座談的方式，讓各央行代表能彼此交換意見，以了解各國在外匯存底管理上之異同及面臨的挑戰。

貳、各國央行對當前全球經濟的發展，皆抱持著很深的危機感。中美間的博弈，乃全球最大風險之來源。

由論壇演講者的內容，以及各與會央行代表的發言可知，隨著以美國為首之貨幣政策正常化的開展，不僅全球金融市場開始順勢調整與磨合，各國央行也嚴正以待，尤其是新興市場國家之央行，除須面對國內經濟成長的挑戰，更須因應國際資金可能大量撤出的風險。與此同時，全球所面對的不確定性與地緣政治風險亦不斷攀升，各國央行似乎被迫再次重拾2008年金融風暴後的危機感，深怕在歷經長期低利率以及經濟穩步增長的承平日子後，失去了那份敏感度。

亞銀於研討會上曾針對外匯存底之管理與投資對與會者進行線上問卷調查，其中有關「全球經濟主要面臨的風險為何？」一題，超過九成的回覆是中美間急劇對峙的貿易戰爭。這樣的結果並不令人意外，但有趣的是，當筆者詢問其他央行代表，「中美貿易戰是否會和平落幕？」、「中美貿易戰對金融市場的具體影響？」、「中美貿易戰會延續多久？」等問題時，所得到的答案卻是南轅北轍莫衷一是，事實上，目前所能推斷者也僅是貿易數量間的增減變化，但影響最深也最令人擔憂的部分，例如貿易戰對投資信心與消費動能的影響、貿易戰是否會拖累中國金融市場開放與改革的速度甚至是人民幣國際化的趨勢、貿易戰是否牽動國際資金與企業在亞洲的長遠布局、美國所著眼的真僅止於商業議題或有著更深層的政治企圖等問題，卻是難以量化或具體論述。因此，令人不禁要問的是，隨著貿易戰增溫所掀起的金融市場大幅震盪，美國聯準會是如何思考這個問題，聯準會是否真能淡然處之？

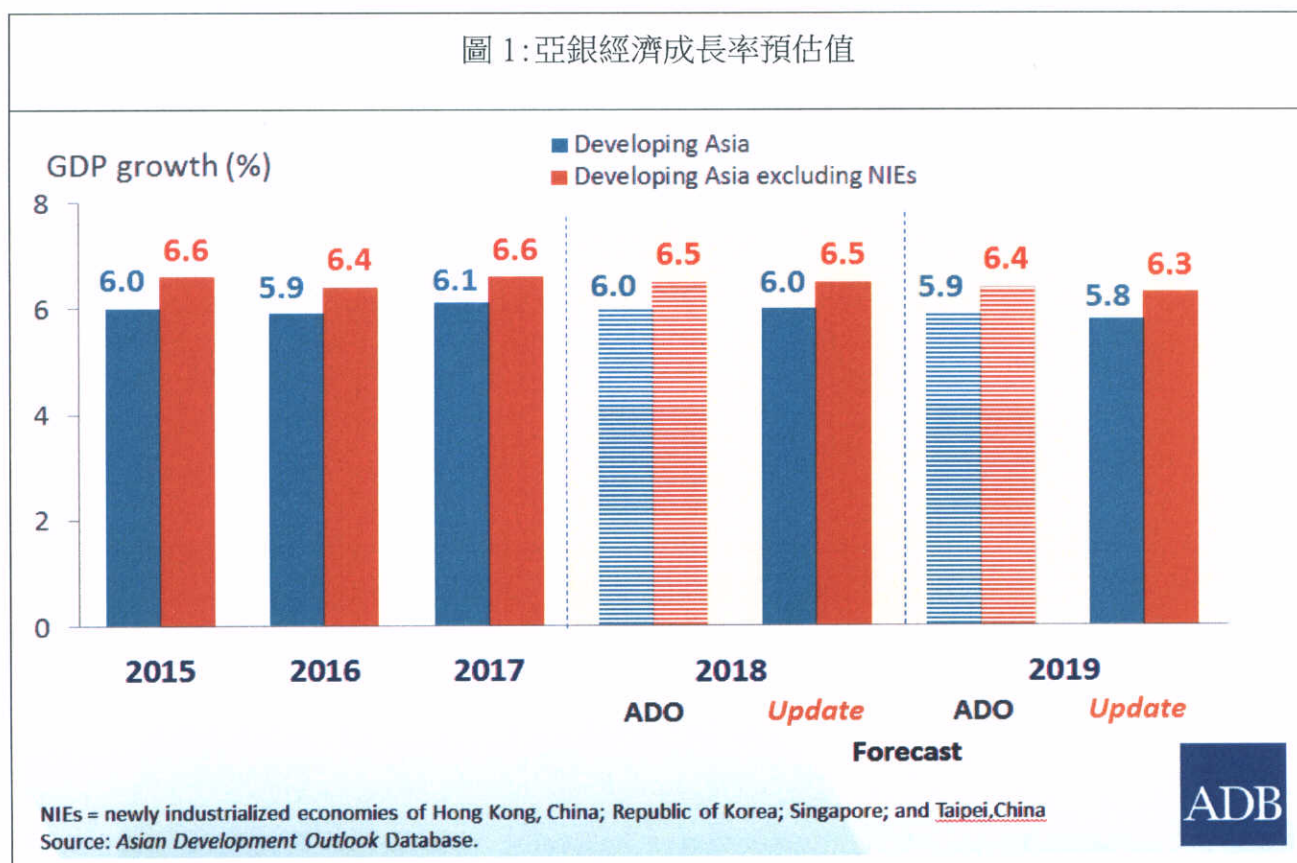
參、亞銀持續看好亞洲經濟之發展

亞銀在研討會上針對其最新發表之《2018 年亞洲發展展望報告》更新版 (Asian Development Outlook (ADO) 2018 Update) 內容提出重點說明，並預測今明兩年亞洲的經濟仍將保持穩定增長態勢。

一、 今明兩年亞洲整體經濟成長年增率分別為 6.0%及 5.8%。

相較本(2018)年 4 月份的預測，亞銀在此份更新版報告中將亞洲 2019 年經濟成長年增率的預估值從 5.9%小幅下調至 5.8%，2018 年則維持 6.0%不變。若將此區域內所得較高之新興工業經濟體(如台灣、香港、新加坡、南韓等)除外，則今明兩年經濟成長年增率將分別為 6.5%與 6.3%(其中 2019 年的部分同樣微幅下調 0.1%)。新興工業經濟體的年增率將於 2018 年和 2019 年分別達到 2.3%和 2.0%，與 2018 年 4 月的預估值一致。

圖 1: 亞銀經濟成長率預估值



二、 快速成長的區域內貿易，可望降低中美貿易衝突的傷害

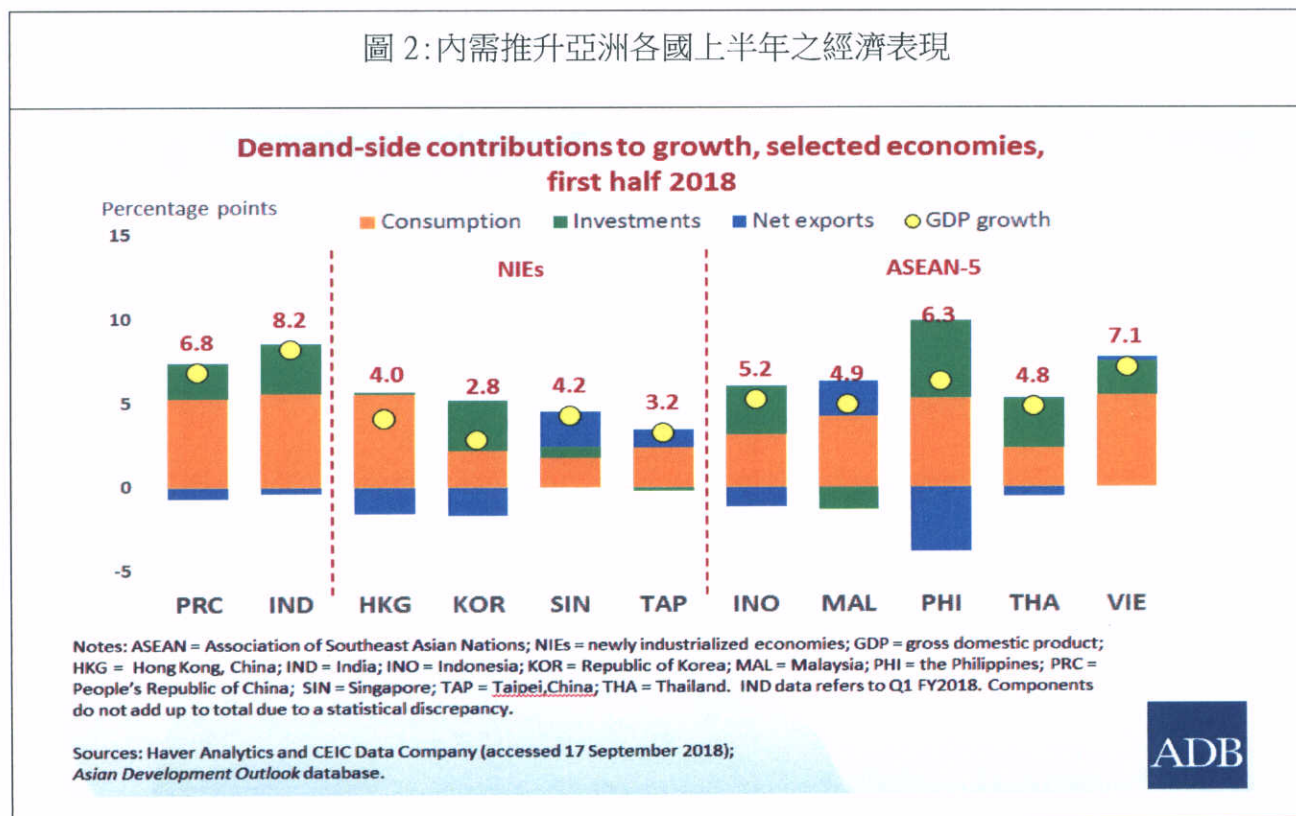
亞銀表示，貿易衝突、債務上升以及美國利率走高的潛在衝擊，的確可能在未來一年削

弱亞洲經濟成長，其中又以貿易衝突對供應鏈造成的損害為甚。但亞銀也認為，快速成長的亞洲正逐漸自成一格，隨著區域內貿易的增長，將有助於抵銷對美國的出口損失與依賴。目前區域內的貿易額占亞洲總貿易額的比率將近 50%，且此一比率仍不斷攀升之中。再者，雖然亞洲過去曾是世界工廠，但如今全球超過一半的中產階級都在亞洲，漸趨厚實的消費力與動能已不可同日而語。

三、內需將成為區域會員國經濟表現的中流砥柱

亞銀在最新報告表示，中國經濟雖有烏雲罩頂，但受惠於今年上半年強勁的經濟表現、供給面改革與去槓桿暫告段落以及活躍的內需市場與服務業成長，亞銀預估中國今明兩年的經濟成長年增率將分別為 6.6%與 6.3%。印度同樣受益於國內需求強勁，以及基礎建設帶動的國內投資增長，預估印度今明兩年的經濟成長年增率將高達 7.3%與 7.6%。但亞銀也提出警訊，油價的攀升、全球金融市場的震盪與印度盧比的貶值，將為其物價穩定及貨幣政策帶來壓力。

圖 2:內需推升亞洲各國上半年之經濟表現



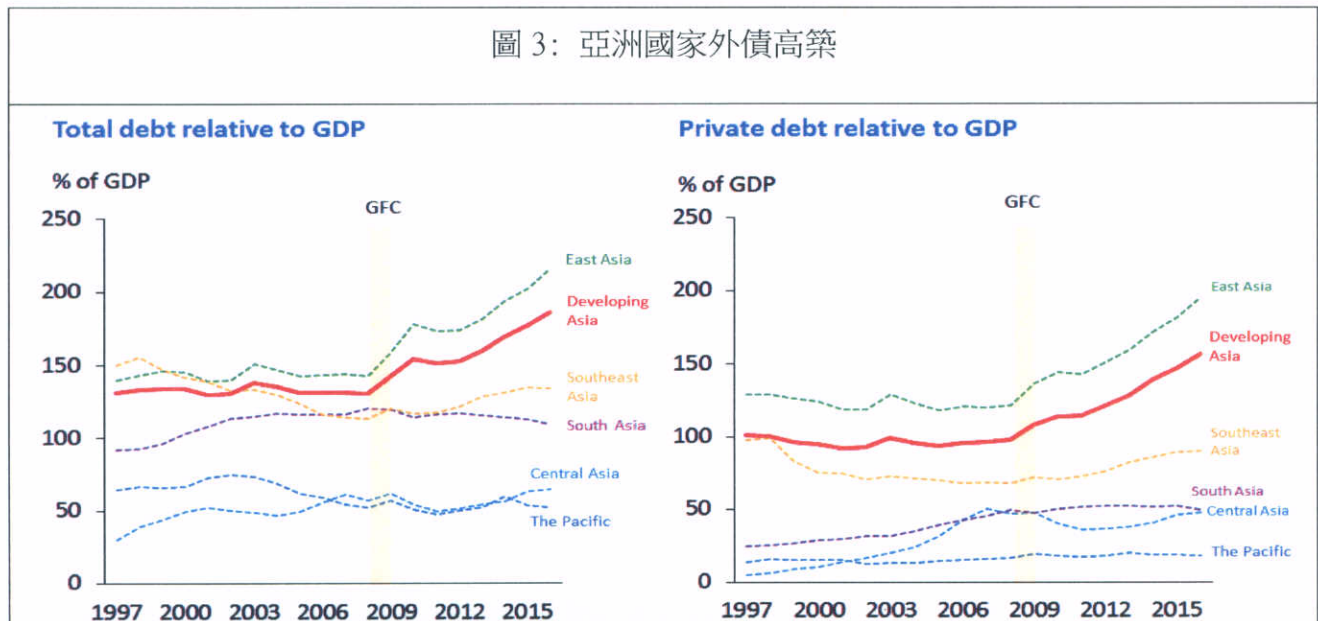
預估 2018 年東協 10 國經濟成長年增率為 5.1%，2019 年則略微提升至 5.2%。此外，中亞地區受惠於石油和天然氣價格上漲、出口和投資增加，推升整體經濟成長動能，預計今明

兩年的經濟成長年增率分別為 4.1%與 4.2%。相反地，由於巴布亞紐幾內亞爆發地震，且東帝汶的政府支出短絀，難有後續的財政刺激政策，太平洋地區本年經濟成長率修正為先前預測值的一半僅 1.1%，2019 年可望復甦回升至 3.1%。亞銀在此份報告中調升了台灣 2018 年的成長展望，經濟成長年增率由原本 2.9%調升至 3.0%，2019 年則維持在 2.8%¹。

四、經濟成長的風險來源。

亞銀在報告中列舉了多項經濟不確定性，包括(1)隨著國際金融情勢的變化，資金在各區域間大舉移動，不僅影響當地資本市場也使得各國的匯率波動度增加。(2)目前亞洲許多國家外債高築，隨著美元利率走升以及各國當地貨幣趨貶，將加重各國的債務負擔。(3) 部分國家面臨房價過高的風險，包括香港、馬來西亞、中國、南韓與台灣。

圖 3: 亞洲國家外債高築



¹亞銀在 12/12 日出爐的《2018 年亞洲發展展望報告》補充報告中將台灣今明兩年經濟成長年增率，自 3.0%及 2.8%雙雙下修至 2.6%。

肆、亞銀針對外匯存底投資與管理趨勢進行調查

本次研討會亞銀針對所有與會者提出有關外匯存底管理與資產配置等一系列問卷調查，內容包括對當前總體經濟的評估、資產配置、投資工具、未來幣別配置及委外管理等項目，透過該調查結果可進一步了解各國外匯存底的管理趨勢及未來的布局方向，內容頗具參考價值。調查結果重點摘要如下：

一、在未來 2 年中，影響外匯存底管理的主要變數為何？

調查結果前三名為

- (1) 美國通膨走勢及美國聯準會貨幣正常化的進程。
- (2) 地緣政治風險：中美貿易戰、中東緊張局勢等。
- (3) 外匯市場的大幅波動。

二、過去 10 年，是否感受到外匯存底不斷累積增加？

- (1) 是 (66%)。
- (2) 不是 (16%)。
- (3) 不確定 (18%)。

三、貴行是否曾經改變外匯存底的策略性資產配置？

- (1) 在過去 2 年內曾經改變策略性資產配置 (54%)。
- (2) 在過去 5 年內曾經改變策略性資產配置 (20%)。
- (3) 未曾改變 (26%)。

四、在過去 3 年中，你會如何描述貴行在跨資產類別投資的相關發展？

- (1) 增加投資類別 (69%)。
- (2) 投資類別限縮 (2%)。
- (3) 不變 (29%)。

五、貴行是否曾經考慮非傳統資產類別的投資，例如股票、商品、低投資等級的政府債券、公司債、新興市場貨幣或不動產？

- (1) 是 (42%)。
- (2) 不是 (58%)。

六、貴行是如何看待人民幣成為國際準備貨幣的相關發展？

- (1) 人民幣的重要性將增加，我們會提高投資比重 (54%)。
- (2) 人民幣的重要性將增加，但不會提高投資比重(40%)。
- (3) 人民幣的重要性不變，亦不會提高投資比重(5%)。
- (4) 人民幣的重要性將下滑，對既有的國際準備貨幣不會造成影響(0%)

七、至 2018 年底，人民幣資產占貴行外匯存底的投資比重為何？

- (1) 目前並未投資 (45%)。
- (2) 低於 1% (20%)。
- (3) 介於 1-5% (27%)。
- (4) 介於 5-10% (7%)。
- (5) 高於 10% (2%)。

八、在未來 12 個月內，貴行對於黃金部位的投資？

- (1) 增加 (25%)。
- (2) 不變 (73%)。
- (3) 減少 (2%)。

九、貴行外匯存底中委外投資管理的占比為何？

- (1) 目前並未委外投資管理 (33%)。
- (2) 介於 0-10% (43%)。
- (3) 介於 10-20% (18%)。
- (4) 介於 20-30% (0%)。
- (5) 高於 30% (6%)。

十、貴行如何將大數據、人工智慧及機械自動學習的相關發展應用於投資管理？

- (1) 我們已經展開相關之應用 (11%)。
- (2) 我們主要是透過第三方進行相關之應用 (25%)。
- (3) 我們尚未進行相關之應用 (64%)。

伍、結論與建議

一、有關跨資產類別的外匯存底投資策略將被重新嚴格檢視。

2008 年全球金融風暴後，低利率及負利率的金融環境迫使各國央行積極尋找新的收益來源，跨資產類別(尤指股票、公司債、私募股權投資等)的多角化投資策略頓時成為顯學。事實上，這可由瑞士央行、以色列央行、墨西哥央行及南韓央行早已成為近幾年各研討會的常客，以及相關研究洛陽紙貴可窺一二。

但值得注意的是，本次研討會上，已有數位央行代表對於央行投入跨資產類別投資提出異議，所持之論點，主要在於外匯存底管理的基本核心應以流動性與安全性為主，股權投資所涉風險與投資專業，已遠超乎傳統央行的業務範疇。

的確，雖然瑞士、以色列、墨西哥及南韓等國央行均透過股權或公司債投資在近年取得優異的投資績效，但不可諱言的，這些國家的投入時點多在 2008 年金融風暴之後，換言之，相關投資均未受到景氣衰退或股市崩盤的嚴厲檢測，未來(可能就在不遠的 2-3 年內)一旦發生全球系統性風險或是金融風暴，擁有較高風險投資部位的央行，是否經得起損失與流動性考驗，尚屬未定之數。

事實上，根據瑞士央行最新公布的第三季財報可知，受到全球股市修正、瑞士法郎大幅走升的影響，該行第三季帳上投資損失約 129.4 億瑞郎(128.8 億美元)，累計今年前三季投資損失約 78.3 億瑞郎(77.9 億美元)，相較去(2017)年同期 337 億瑞郎的獲利表現，顯示今年以來的市場操作難度增加。

雖然多角化投資策略的執行、風險的控管及董事會的支持，皆是影響整個跨資產類別投資策略成敗與否的重要關鍵因素，但筆者更認為，對善於長期持有的投資人(例如央行或主權財富基金)而言，持有期間的長短、投資時機(或時點)及投資標的的選擇，才是決定最後成敗與否的重要因素。故考量當前全球經濟正處於景氣循環週期的末升段(late cycle)，或許對於有意發展跨資產類別投資的央行而言，會是一有利的時機點。且正如瑞士央行總裁 Thomas Jordan 曾說過的，選擇了這條路，就算艱辛，也要有長期抗戰的準備。(” The decision to introduce new asset classes should always be taken with the aim of improving the

long-term position, and with the awareness that a change should be sustainable, even in more difficult times.”)

二、 遵循 ESG (Environmental, Social and Governance Policy) 投資準則正逐漸成為各國關切的議題。

強調環保、社會責任與公司治理的投資準則，已是當前投資界的顯學，對於相關議題的提倡，不論是私部門或公部門皆不遺餘力。研討會上各國央行成員對綠色債券有著相當積極與熱烈的討論，對於綠色債券的投資也表達了高度的興趣。但是否將綠色債券納入外匯存底投資，仍有相當大的討論空間，主要因素包括：

- (1) 綠色債券尚不符合對外匯存底投資工具有關安全性與流動性之要求。目前綠色債券的發債規模小，同時也欠缺可供積極交易的次級市場。
- (2) 定義不明的問題。國際間並無專職且具公信力之機構，針對何者屬於 ESG 投資準則做出明確定義。事實上，何者屬綠能，以及何種再生能源真正具環保價值，也常隨著更多的證據出爐而改變。例如：風力發電是目前成長最快的再生能源領域之一，滿足全球約 4% 的電力需求。但科學家也發現，風力發電廠在某些生態系統中將傷害食物鏈最頂層的生物，並改變棲地動物習性。根據刊於《自然－生態學與演化》(Nature Ecology and Evolution) 期刊的一篇研究論文 ” Wind farms have cascading impacts on ecosystems across trophic levels” ，國際科學團隊在一項探討印度西高止山脈 (Western Ghats) 風力渦輪機對環境衝擊的研究中發現，在有風力渦輪機的高原，掠食性猛禽數量少 3 倍，而被獵食的蜥蜴 (Sarada superba) 數量卻暴增。此外，他們還發現蜥蜴的行為、形態學和生理學出現微妙改變，換言之，它們(指風力渦輪機)改變了這個生態系統裡的物種平衡，彷彿自己就是 ” 食物鏈最頂層的掠食者” 。
- (3) 對於綠色債券發行所依據之計畫 (或標的物)，難以進行事前的實質審查 (Due Diligence) 與事後的成效追蹤。一旦所投資之計畫有誤或有人謀不臧之情事，除發行機構會遭致責難外，參與投資的央行也難逃社會輿論的關注或撻伐。

(4) 遵循 ESG (Environmental, Social and Governance Policy) 投資準則將為參與股權投資的央行帶來巨大的變革，例如目前廣為許多投資者追蹤的 S&P500 指數，其中便有許多不符合 ESG 的企業，包括菸草、酒精飲料、國防工業、博弈產業等。此外，根據 State Street 的研究報告(2017 年)，S&P500 指數中完全符合美國公司治理指導原則(係指美國 Investor Stewardship Group 於 2018 年 1 月 1 日正式實施之”Corporate Governance Principles”)之企業僅占 40% (199 家)。換言之，對於 ESG 投資準則的遵循，將使得央行有必要針對追蹤指數進行客製化的修訂，在追蹤誤差與成本增加的情況下，或許未來將引導央行直接以 ESG 指數(目前已有多家公司研擬相關指數，例如: MSCI Socially Responsible Investment (SRI) indexes)成分股為投資標的。

三、美國聯準會貨幣政策的動向分析。

研討會普遍的共識之一，咸認為美國聯準會本年 12 月將再升息一碼，且 2019 年仍有二至三次的升息機率；換言之，與會者認為美國聯準會仍應持續升息，至少在聯邦基金利率未達 3.00%或 3.25%水準前，毋須結束這波升息週期。但須注意的是，聯準會遲遲未對外詳細說明其資產負債表正常化的內容與細節，僅針對債券到期再投資的部份提出說明與規劃。然而，資產負債表的最終規模，以及美國後續財政支出的發債規模，或將深遠影響金融市場的後續發展。

原因之一在於，2008 年的金融風暴主要源自於大量的信用槓桿，而過去十年全球的流動性以及股債市的榮景，卻是源自於以美國為首之央行量化寬鬆的結果(姑且稱之為貨幣槓桿)。信用槓桿與貨幣槓桿兩者最大的差異，主要顯現在流動性的緊縮速度(或資產泡沫的崩跌)上，前著的反向效果強而有力，故資產泡沫崩跌的速度很快(如 2008 年金融風暴，股市在 6 個月內(2008 年 9 月至 2009 年 3 月)即修正完成)。而後者所引發的資產泡沫崩跌，則端視各國央行量化緊縮的規模與速度，縮得快自然泡沫崩跌的也快，反之亦然。換言之，美股雖在近期面臨大幅修正，但由美國聯準會的態度，以及歐洲與日本央行均未真正執行量化緊縮的角度觀之，這波景氣雖已至末端，但苟延殘喘的時日很可能也因而延長。