出國報告（出國類別：其他）

JP Morgan 官方準備管理研討會

服務機關：中央銀行
姓名職稱：蔣維儀專員
派赴國家/地區：美國/紐約
出國期間：**108.4.27** 至 **108.5.5**
報告日期：**108.6.5**

目錄

壹、 前言 02

貳、 經濟展望.....03

參、 外匯存底發展趨勢..... 05

肆、 外匯存底管理問卷研析.....10

伍、 外匯管理金融危機前後比較.....25

陸、 心得及建議 28

壹、 前言

職奉派於4月29日至5月3日參加由JP Morgan在紐約舉辦之「45th Annual Official Reserves Management Seminar」，參加者共計62人，包括央行、國家機構、國際金融機構等，講師為來自紐約及倫敦之JP Morgan銀行與JP Morgan Asset Management資產管理公司的資深專業主管。

此次研討會主要內容包括：外匯管理趨勢、全球經濟展望、美國利率改革、ESG(環境、社會責任及公司治理)證券與指數、房貸抵押債券等。多數與會者認為美國經濟現況仍屬表現良好，Fed今年將不會升息，2020年將視美國經濟發展及總統大選等政經情況而定。值得注意是，部分與會者擔憂Fed的獨立性會受到美國總統Trump言行的影響，JP Morgan講師表示，目前仍肯定並確認Fed的獨立性，亦不苟同Trump干擾Fed的利率政策。

預期美國Agency MBS的再還款速度不高，仍屬可投資之金融產品，以提升收益率，另考量Agency CMBS提前還款有閉鎖期限制，能降低再投資風險，建議投資者似可提高該債券持有比重。

貳、 經濟展望

一、 全球經濟展望

2018 年為接續著全球經濟連續增長，在通膨和利率上升後，預期 2019 年全球增長動能有所放緩，但在中國採行貨幣寬鬆和 Fed 暫停升息等支持性和靈活政策下，應會減緩經濟負面影響。與此同時，經濟衰退風險應依然溫和。JP Morgan 預估 2019 年全球經濟成長率為 2.9%，約與去年持平，但下修已開發國家由 2018 年 2.0%，調降為 1.7%；上修 2019 年新興國家經濟成長率，由去年 4.3%增加至 4.7%。 其中 2019 年已開發國家中美國 2.2%，歐洲 1.6%；新興國家部分，亞洲為 5.8%，歐洲 2.3%，拉美 2.2%。另預期 2020 年全球經濟成長率微幅下滑為 2.8%。

Global real GDP growth outlook

% change annualized; potential growth in parentheses

	2015-1H16	2H16-2017	2018	2019	2020
Global (2.7)	**2.8**	**3.4**	**2.9**	**2.9**	**2.8**
DM (1.4)	**1.8**	**2.3**	**2.0**	**1.7**	**1.7**
US (1.5)	2.0	2.3	3.0	2.2	1.7
Euro area (1.3)	2.0	2.6	1.1	1.6	1.7
EM (4.7)	**4.3**	**5.0**	**4.3**	**4.7**	**4.5**
EM Asia (5.8)	6.0	6.0	5.8	5.8	5.6
EMEA EM (2.3)	2.0	3.7	1.7	2.3	2.0
Latam (1.9)	-0.7	1.9	0.7	2.2	2.3

二、 中國

JP Morgan 認為中國正面臨著艱難的逆境，中國經濟增長趨勢在去年年底持續疲弱，因為經濟數據未達市場預期，顯示世界第二大經濟體的放緩。儘管近期放寬貨幣政策，惟工廠產能減弱，利潤萎縮，進出口不佳及信貸增長下滑，中

國承諾採取反週期措施穩定經濟增長，並計劃在 2019 年實施各種貨幣寬鬆政策和財政政策支撐經濟。 JP Morgan 將保持謹慎觀點，認為美中衝突可能會在下半年再次升級，對中國的經濟影響可能仍然很大。鑒於整體經濟的不利因素，預計將再降低中央銀行存款準備金率，以及進一步降低公司稅。中國將 2019 年經濟成長目標降至 6-6.5%，惟 J.P. Morgan 則估計為 6.2%，低於 2018 年的 6.6%。

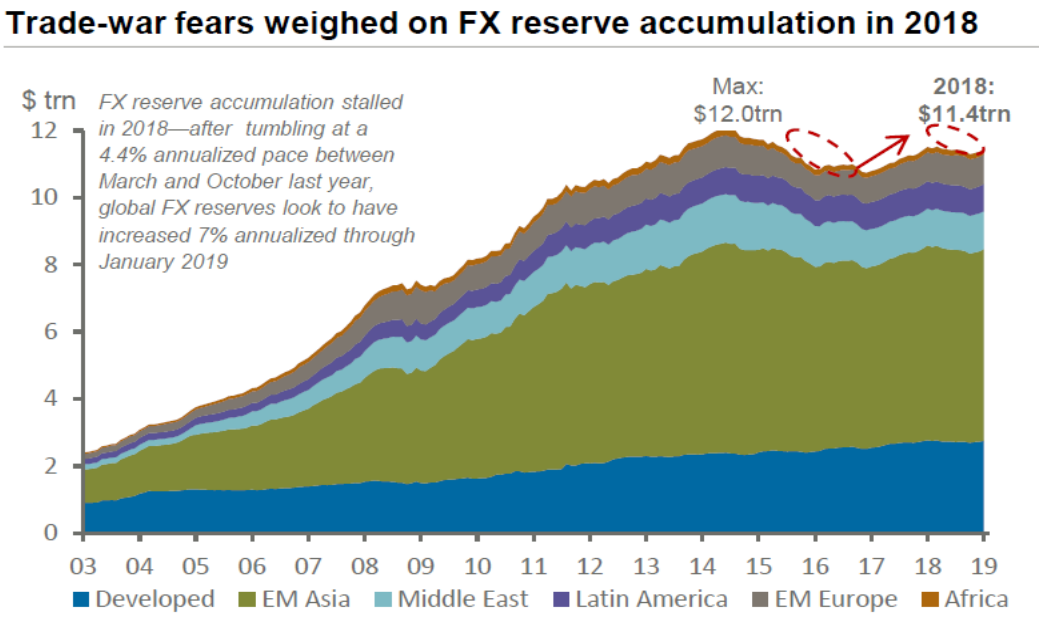
三、 歐洲與新興市場

（一） 英國脫歐和意大利係為關注焦點，政治尾部風險仍然是歐洲經濟的主要風險。目前尚不清楚目前巨額意大利債務壓力可否控制。英國脫歐部分，JP Morgan 預期，有序談判退出歐盟的可能性為 45%。 2019 年上半年硬脫歐可能性從 10%下降到 5%。

（二） 新興市場看起來好壞參半，預計 2019 年第二季度起開始出現週期性回升，其中拉丁美洲經濟應惟相較活躍的地區之一，尤其巴西在總統大選之後。在股票市場，巴西，智利，印尼和俄羅斯將成為投資者的最重要首選。

參、 外匯存底發展趨勢

一、 全球外匯存底自 2003 年始快速增長，在 2014 年中達到頂點 12 兆美元，2018 年底為 11.4 兆美元，惟在 2018 年 3-10 月間曾大幅減少 2,960 億美元，主因係美國與各國間之貿易衝突、經濟走緩疑慮及風險意識升高所致，另包括中國等新興市場經濟走緩，土耳其、巴西、阿根廷等之政經情況不穩等因素。其後(2018 年 10 月至 2019 年 1 月)，全球外匯存底回升增加 1,920 億美元，複合年增率達 7%。



二、 全球外匯存底之區域比較

（一） 以全球外匯存底組成區域來看，2006 年新興市場占全球外匯存底比重 73%，已開發市場為 27%，但 2018 年底時，新興市場占比增加 3%，升至 76%；已開發市場則降為 24%。

（二） 另一方面，2010 年新興市場及已開發市場之占比出現 80:20 的情況，其造成新興市場外匯存底占比持續提升的主要原因，應是金融市場全球化，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。因此，新興亞洲在全球外匯存底之占比自 2006 年 43%，升至 2010 年之 52%，共計增加 9 個百分比。其後 2016-2018 年間，亞洲新興國家每年外匯存底占比則持穩在 50%。

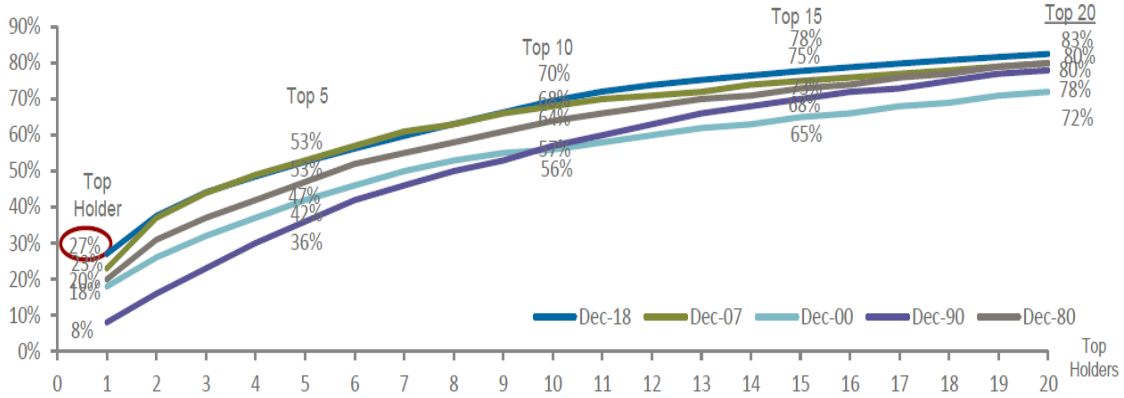
（三） 新興歐洲國家部分，其占比則由 2006 年 11%逐年下降至 2018 年的 6%。中東產油國之全球外匯存底占比相對穩定，2006-2016 年為 11%，2017-2018 年為 10%，變動不大。

Relative share of global reserves by region

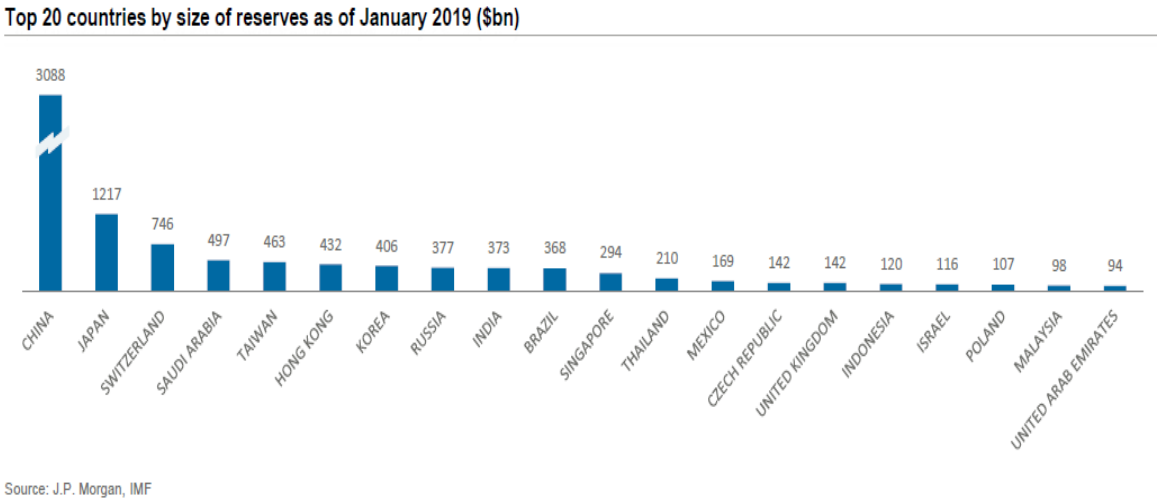
	2006	2010	2016	2017	2018
Emerging Asia	43%	52%	50%	50%	50%
Middle East	11%	11%	11%	10%	10%
Latin America	6%	7%	8%	7%	7%
Emerging Europe	11%	9%	7%	8%	8%
Africa	2%	2%	1%	1%	1%
Emerging Markets	**73%**	**80%**	**77%**	**76%**	**76%**
Developed Markets	**27%**	**20%**	**23%**	**24%**	**24%**

三、 全球外匯存底持有比例之配置

（一） 1980 年代迄今，全球外匯存底持有比例變化不大，但歷年來卻有越來越集中於持有比例高者之趨勢。2018 年外匯存底前 20 大持有者占全球比例 83%，較 2000 年 72%高 11%；而 2018 年前 10 大持有者比例則由 2000 年 56%，大幅增加 14%至 70%，幅度高達 25%。



（二） 外匯存底金額比較：截至 2019 年 1 月止，前 5 大外匯存底持有國(金額)依序分別為中國(30,880 億美元)、日本(12,170 億美元)、瑞士(7,460 億美元)、沙烏地阿拉伯(4,970 億美元)、台灣(4,630 億美元)。 以上顯示雖然中國獨佔鰲頭，惟其外匯持有比已自 2014 年 33%的高峰，下滑至 2019 年 1 月之 27%。

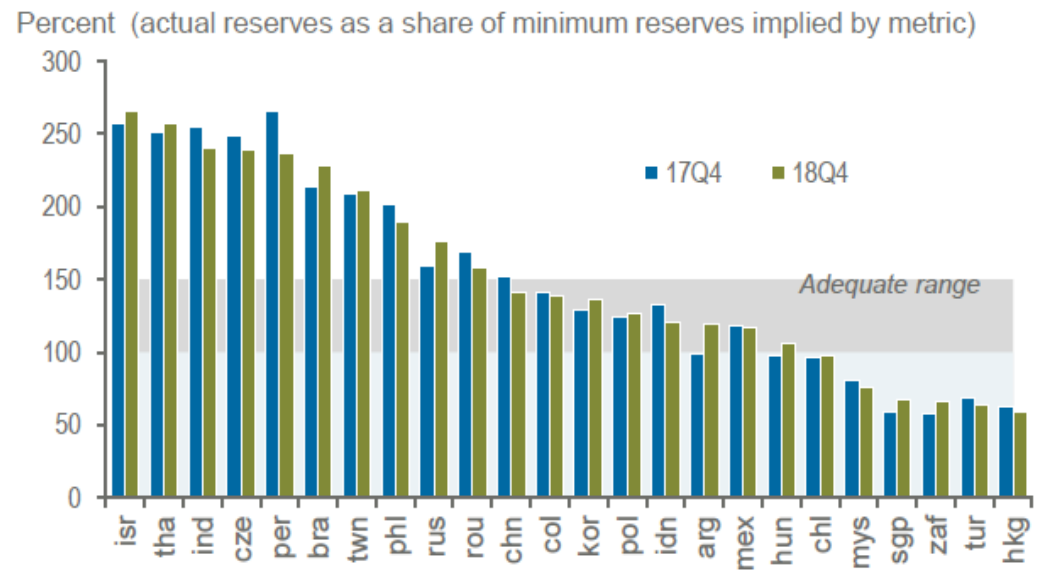


四、 外匯存底的適足性

（一） 依據 IMF 外匯存底適足性衡量方式（IMF FX reserves adequacy metric）顯示大多數新興國家之外匯存底金額多超過其適足範圍 (adequate range)

（二） 惟值得注意是，中國雖為全球外匯存底持有之首要大國，但 2017 年第 4 季外匯存底金額僅微幅超過 IMF 之適足範圍，而 2018 年第 4 季則落在適足範圍區間內，主因係近年來中國為刺激經濟，減緩經濟疲軟及中美貿易衝突，政府當局大規模增加市場流動性M2 所致(最適外匯存底應約等於 M2 之 5%~20%)。

IMF FX reserves adequacy metric



五、 全球外匯存底之貨幣配置

（一） 依據 IMF 2018 年第 4 季度官方外匯儲備貨幣組成報告 (COFER)顯示，儘管各國央行對美元計價資產興趣有所轉變，美元仍為全球外匯存底貨幣首選，歐元排行第二，對人民幣計價資產各國仍持謹慎態度。

（二） 各國以美元計價的外匯存底在 2018 年第 4 季在整體官方外匯存底占比降至 61.7%，為 2014 年以來新低，此舉可能代表著各國央行避免過度暴露於以美元計價資產，但仍未拋售美元計價的外匯存底，因此，美元仍處霸主地位。

（三） 多年來，各國嘗試推翻「美元霸權」，歐元自於 2002 年 1 月 1 日發行，今年第 4 季各國以歐元計價外匯存底占比達 20.7%，為 2015 年第 4 季以來新高。

（四） 基於全球利率多屬低迷，經理人尋求高收益貨幣，此時非傳統貨幣如加幣、澳幣、人民幣及其他幣別等需求量增加，前述之非傳統貨幣在 2000 年占比低於 2%，惟至近期 2018 年第 4 季攀升到 7.8%。

（五） 中國近年經濟迅速崛起，以成全球第 2 大經濟體，但各國央行對大幅持有人民幣的意願仍不高，但在 2018 年第 4 季顯示，人民幣在全球官方外匯儲備貨幣中占比 1.9%，已超過加幣 1.8%及澳幣 1.6%。雖之如此，人民幣占比仍遠不及全球之主要外匯資產。

Global foreign exchange reserves, allocation by currency

% of reserves

	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	CAD	AUD	RMB	Other*
00Q4	71.1	18.3	2.8	6.1	0.3	...	...	...	1.5
04Q4	65.5	24.7	3.5	4.3	0.2	...	...	...	1.9
06Q4	65.0	25.0	4.5	3.5	0.2	...	...	...	1.8
08Q4	63.8	26.2	4.2	3.5	0.1	...	...	...	2.2
10Q4	62.2	25.8	3.9	3.7	0.1	...	...	...	4.3
12Q4	61.5	24.1	4.0	4.1	0.2	1.4	1.5	...	3.2 (6.1)
14Q4	65.2	21.2	3.7	3.5	0.2	1.8	1.6	...	2.8 (6.1)
15Q4	65.7	19.1	4.7	3.8	0.3	1.8	1.8	...	2.8 (6.4)
16Q4	65.4	19.1	4.3	4.0	0.2	1.9	1.7	1.1	2.3 (7)
17Q4	62.7	20.2	4.5	4.9	0.2	2.0	1.8	1.2	2.4 (7.5)
18Q4	61.7	20.7	4.4	5.2	0.1	1.8	1.6	1.9	2.5 (7.8)

Source: IMF COFER survey; Parentheses for "Other" include CAD, AUD, RMB

肆、 外匯存底管理問卷研析

一、 中央銀行外匯政策之限制及投資屬性

中央銀行管理國家外匯存底之際，須面臨許多特殊限制，並擔當一位保守的投資者。在確認風險與國家需求間，另再追求增加收益率。茲將該限制條件及投資保守等二項分述如下：

（一） 特殊限制：

1. 外匯存底的操作方式須面對強烈的公眾監督；
2. 投資收益須繳付政府，限制實現損失之會計帳務處理；
3. 外匯存底投資組合之規模大小與資金流向，主要係取決於政策與外在因素；
4. 組織激勵方式對於個人和機構有限，另預算/資源亦屬有限，致難以留住經驗豐富的員工或提升組織效能。

（二） 投資保守

1. 重視保本更勝於追求收益，僅能短暫承受損失；
2. 規避風險，傾向管理低風險投資產品，而非透過多樣化分散投資組合；
3. 須保有相當之流動性以便執行貨幣及匯率政策；
4. 開放新種投資產品須採漸進式模式，時程較為緩慢；
5. 投資決策過程較為冗長，改變幅度有限。

二、 問卷參與者背景

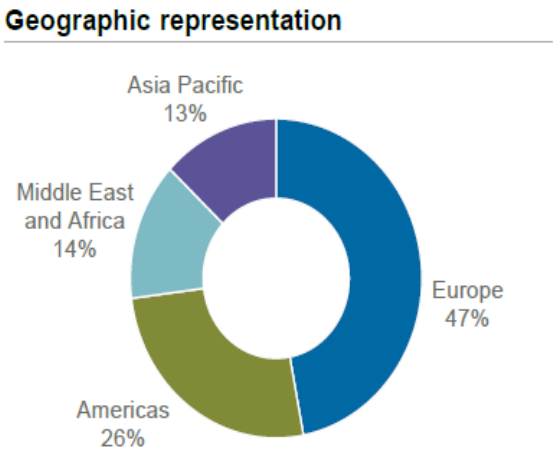
（一） 受訪機構：本次 JP Morgan 研討會的問卷總計回收 62 份，共計 53 間中央銀行及 9 間國際組織。其中 2019 年問卷較去年新增列 13 間機構，受訪者中有

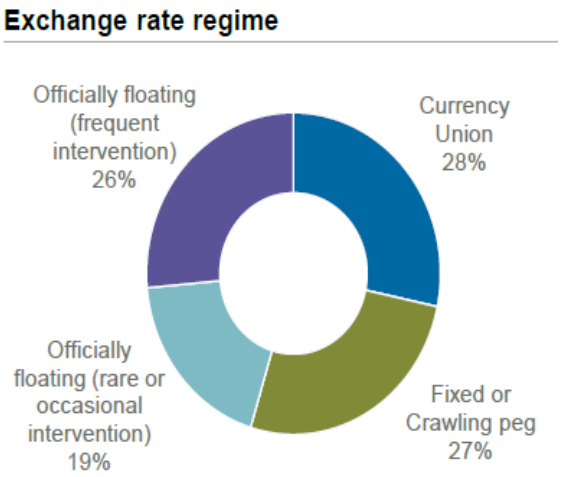
40%為外匯管理負責入。

（二） 總管理資產金額：約 4.5 兆美元來自央行外匯存底，超過 1.8 兆美元來自政府與國際機構。

（三） 地域性：47%來自歐洲、26%來自美洲、14%來自中東及非洲、13%來自亞洲。

（四） 匯率制度：採取浮動匯率制度者計 45% (常態性干預及偶而干預分別為 26%及 19%)，貨幣聯盟(currency union)與固定/釘住匯率者之比例相當，各為 28%及 27%。





三、 持有外匯存底之動機與目的

（一） 持有外匯存底的主要理由有六，分別為危機保險(crisis insurance)、干預性執行匯率政策(conduct FX policy – interventions)、支應外部債務(service external obligation)、支持國家信用評等(support the country’s credit rating)、累積國家財富(build national wealth)、確保支應進口覆蓋率(ensure import coverage)。

（二） 根據 JP Morgan 於 2008、2014、2019 年之問卷調查比較結果，主要發現如下:

1. 危機保險項一直被貨幣當局者認為之非常重要功能，自 2008 年 41%受

訪者，持續提升至 2019 年的 50%，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。

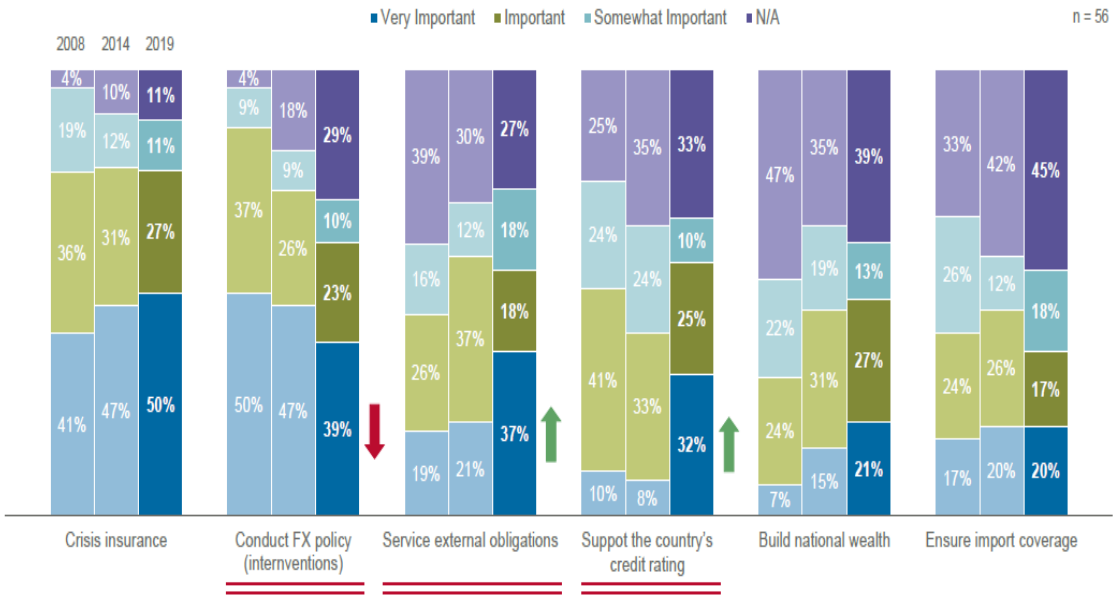
2. 許多國家亦逐漸提高支持國家信用評等項目，列為非常重要性，受訪者占比分別由 2008 年 19%向上增加為 32%，惟經查該數據主要來自於中低所得之經濟體。

3. 干預性執行匯率政策在各國之非常重要性，則於 2008 年占比 50%，降低為 2019 年之 39%。

4. 2019 年認為支應外部債務係為非常重要之國家上升至 37%，JP Morgan 特別表示，此為參與問卷國家中唯一全體都增加超過 10%之項目。

5. 累積國家財富方面，在 2019 年顯示有 21%國家認為非常重要，惟該等國家主要來自於中低收入之經濟體。

Describe the reasons for which your institution holds FX reserves



Source: J.P. Morgan

四、　外匯存底流動性、安全性與收益性

（一） JP Morgan 將受訪者就流動性、安全性及收益性看法，分列 3 種選項作為參考值，說明如下:

1. 流動性：維持高度流動性(maintain a high level of liquidity)

2. 安全性：避免資本損失(Avoid capital losses)

3. 收益性：提高收益(Enhance returns)

（二） 問卷調查結果顯示，多數受訪者認為流動性目標是外匯存底管理中非常重要的項目。其中，在 2017-2018 年流動性目標非常重要的比例一直維持在 64%，而 2019 年攀升至 76%，遠高同年非常重要占比之避免資本損失 65%及提高收益 19%。

（三） 在避免資本損失項目，受訪者認為非常重要的占比亦自 2017 年 58%逐年上升至 2019 年 65%。這可能與美國與各國貿易戰、歐盟政經不穩、金融市場震盪有關，以致於外匯存底管理者須關注在投資之際，如何避免產生損失。

（四） 值得注意是，各國央行對提高收益性之看法，結果顯示，2017 年認為提高收益是非常重要的比例為 22%，但是到了 2017 年降至 17%，2019 年則微幅升至 19%，可見多數與會者認為在全球經濟不穩定，低利率情境下，保本似乎較獲利更加重要。

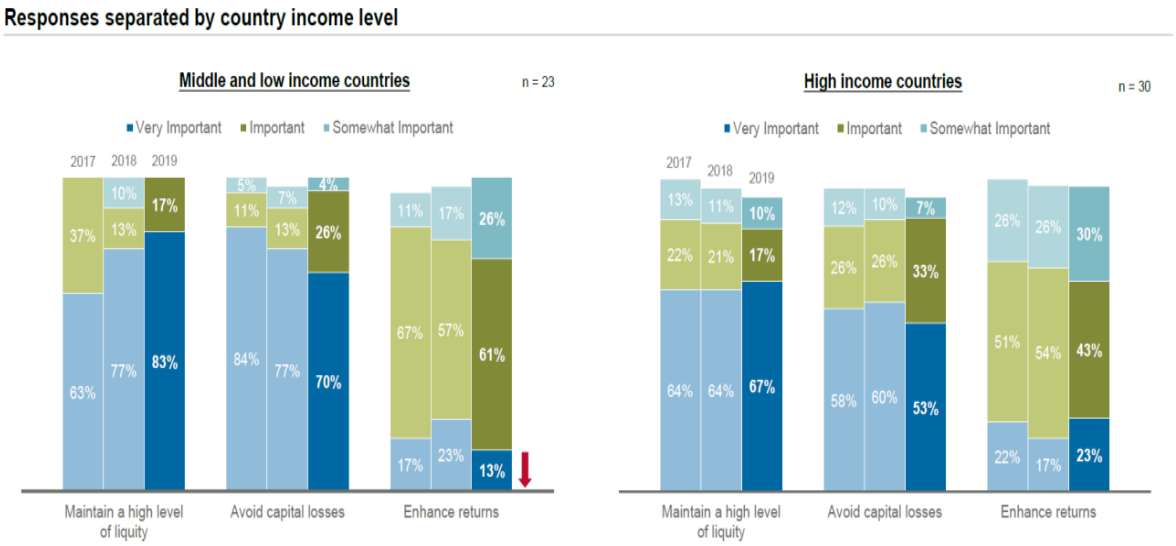
Describe your reserves management approach

n = 62	Very Important			Important			Somewhat Important			N/A		
	'17	'18	'19	'17	'18	'19	'17	'18	'19	'17	'18	'19
Maintain a high level of liquidity	64%	64%	↑ 76%	22%	21%	15%	13%	11%	6%	2%	3%	3%
Avoid capital losses	58%	60%	65%	26%	26%	26%	12%	10%	6%	3%	4%	3%
Enhance returns	22%	17%	19%	51%	54%	50%	26%	26%	29%	2%	3%	2%

（五） 若以國家所得高低(country income level)分析受訪者對於外匯存底流動性、安全性與收益性間等重要性的優先順序。JP Morgan 調查顯示，自 2017 到 2019 年，無論國家所得高低，外匯存底管理均以維持高度流動性為首要，次為避免資本損失，最後才是提高收益。

（六） 在中低所得國家中，2019 年有 83%國家認為維持高度流動性係非常重要，然在提高收益部分，認為非常重要之國家占比，自 2018 年 23%劇降至 2019 年 13%，該現象應仍是受到國際金融波動影響，為穩定國內外匯市場，仍以流動性為優先考量。

（七） 另一方面，在高所得國家中，2019 年有 67%國家認為維持高度流動性係非常重要，卻有 23%國家表示提高收益是非常重要，遠高於前述提及中低所得國家之 13%，似乎顯示高所得國家在其富裕的後盾下，更有能力去追求收益率。

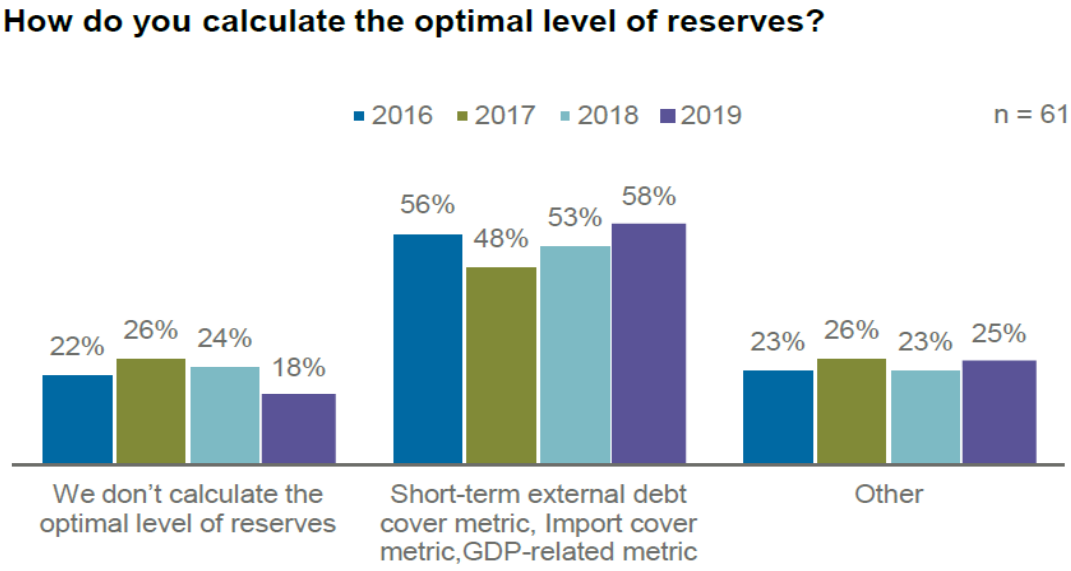


五、 超額外匯存底管理

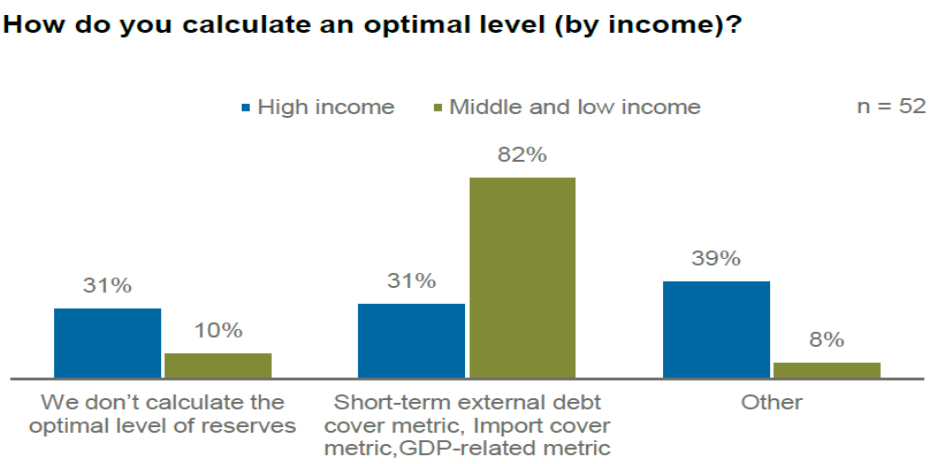
（一） 最適外匯存底估算方式

根據 IMF 的最適外匯存底指標來看，許多市場國家持有之外匯存底均已超過所需之標準。此次問卷調查就計算最適外匯存底(calculate the optimal level of reserves)歸類出 3 種選項，茲將受訪者在該 3 種情形於 2019 年占比 / 2016-2019 年均值，分列如下：

1. 不計算最適外匯存底水平：18% / 22.5%
2. 以短期外債償還能力、進口支付能力及 GDP 相關數據為依據：58% / 53.75%
3. 其他方式：25% / 24.25%



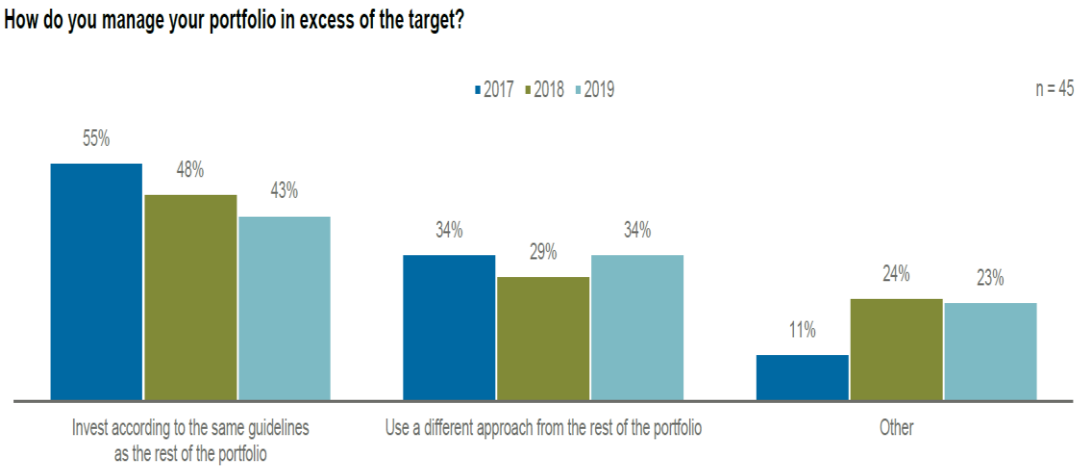
（二） 以國家所得區分：得知中低所得與高所得國家在前述 3 種選項的占比差異很大，其中高所得國家在各選項占比相當均約 30%；而中低所得國家中，不計算最適外匯存底及其他方式者，僅分別為 10%及 8%；而以短期外債償還能力、進口支付能力及 GDP 相關數據為依據者高達 82%，似乎高所得國家就最適外匯存底規模方式彈性較大，無一定規範遵循。



（三） 超額外匯存底管理

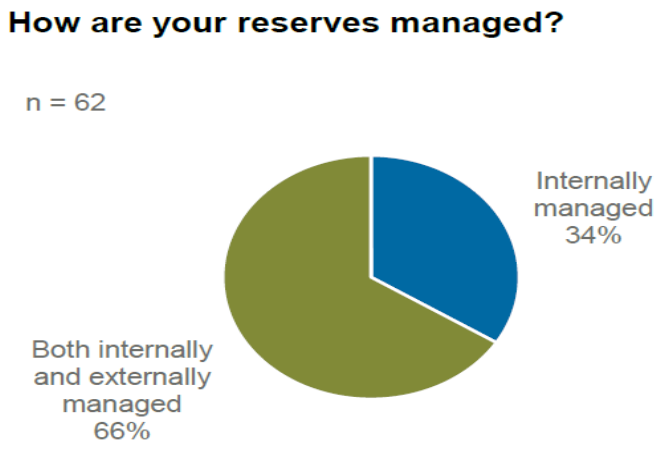
1. 各國就超額的外匯存底(excess of the target)該如何管理，這次問卷調查出現有趣結果。在近 3 年(2017-2019)的調查中，認為要將超額外匯存底比照一般外匯存底進行投資的比例呈現逐年遞減，由 2017 年的 55%，至 2018 年大幅降為 48%，2019 年再下滑至 43%。

2. 反之，採用不同的投資模式(different approach)由 2018 年 29%上升至 2019 年之 34%。值得注意的是，在 2019 年的調查結果中，已有超過半數(57%)的外匯存底管理者對於超額外匯存底採取不同方式，顯見多數央行目前也正朝向多角化投資組合邁進。

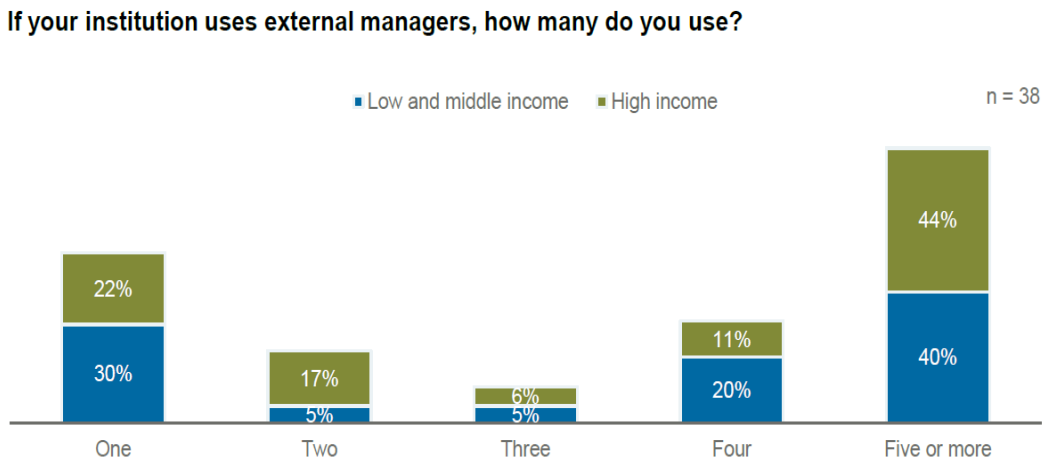


六、　外匯存底自行及委外操作

（一）　各國外匯存底管理者依據該政經情況，致對自行操作及委外操作看法不一，經問卷調查後得知，在 62 個受訪者中，目前僅有 34%仍為自行操作外匯存底投資，66%為同時採行自行及委外操作方式。



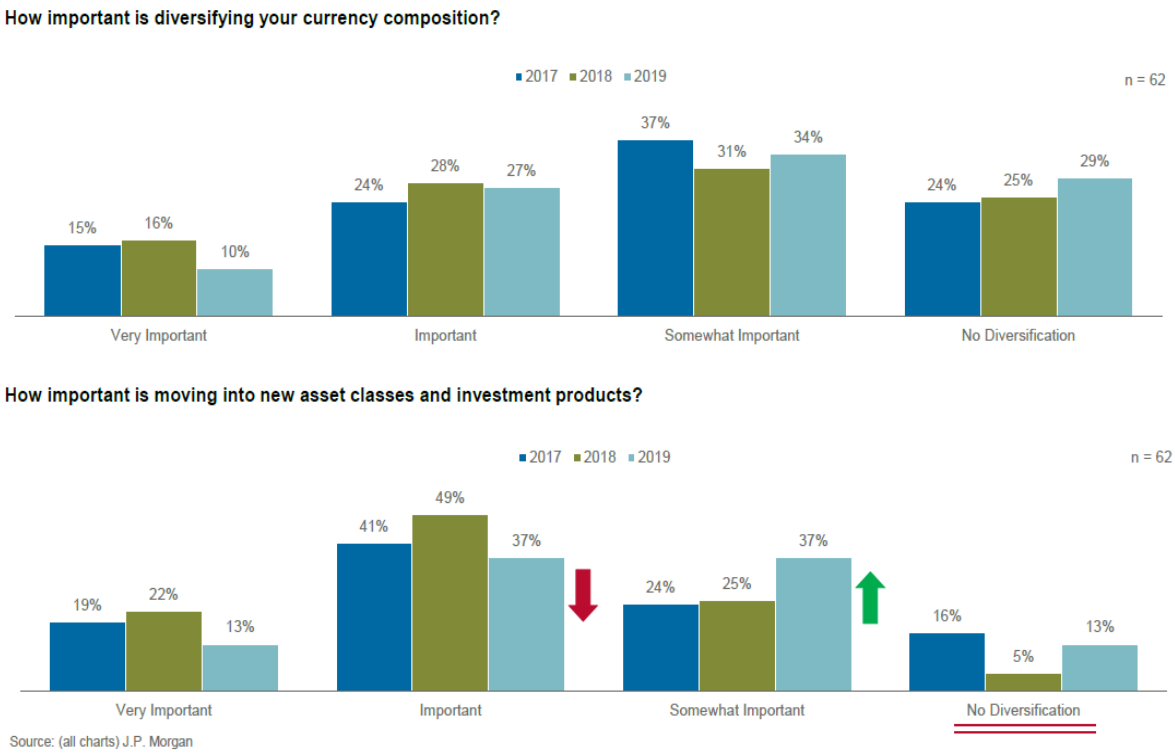
（二）　另就採行委外操作者部分，再區分中低收入及高收入所得群組做進一步分析，顯示高所得國家採用之委外操作帳戶家數，多高於中低所得國家，或意味著高所得國家願意將較多的超額外匯存底委託市場基金經理人代操，以期多元化運用，或達到分散投資組合及增加收益率等目的。



七、 外匯存底投資策略

（一） 分散投資之方式

央行外匯存底各有不同之投資模式，以下分述受訪者就分散幣別配置及新增資產類別及投資產品之看法，說明如下：



1. 分散貨幣配置(diversifying currency composition)：認為分散貨幣配置為非常重要性之國家占比由 2018 年 16%，大幅降至 2019 年 10%；而 2019 年國家占比最高選項為有些重要，高達 34%，另外次高者為 No Diversification，國家占比為 29%。

2. 新增資產類別及投資產品(new asset classes and investment products)：希冀達成多樣化投資組合者，在 2019 年認為重要/非常重要之比例分別由 2018 年 22%及 49%，分別大幅下滑至 13 及 37%。反之，有些重要/No Diversificaiotn 之比例，則由 2018 年 25%及 5%，分別顯著攀升至 2019

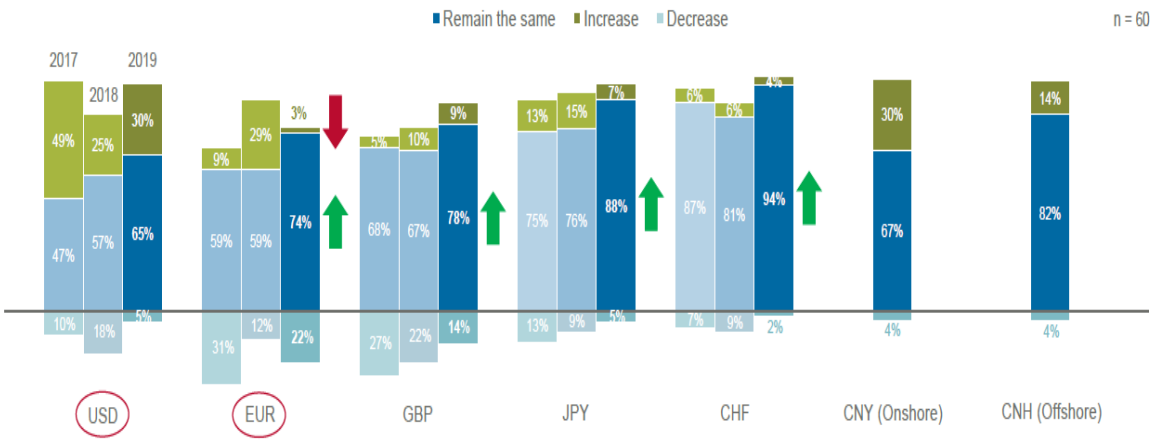
年之 37%及 13%。

3. 得知在 62 個受訪問卷調查中發現，分散貨幣組合及投資新資產類別或產品，似乎並非目前外匯管理者列入重要/非常重要之選項，反而有些重要(somewhat important)之占比增加，該現象或顯示出各國可能囿於全球政經不確定性，且風險依然具有一定的威脅情況下，導致外匯存底投資趨向保守方式。

（二） 幣別配置

根據 IMF 公布 2019 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 61.7%及 20.7%，兩者合計超過八成比重。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。此次問卷調查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、日圓及瑞士法朗等 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 2018 年與 2019 年的結果顯示有以下差異：

Do you expect your reserves portfolio to increase/reduce its concentration to the major reserve currencies during the next 12–24 months?



Source: J.P. Morgan

1. 歐元部位：

2018 年時，有 29%的投資人認為未來會增持歐元，有 12%的投資人認為將來將減持歐元部位。到了 2019 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僅減少為 3%，認為未來會減持歐元的比例攀升至 22%。這樣的結果似乎正反應了歐元區政治的民粹主義及經濟情況不穩定性，另外加上英國脫歐陰影等所致。

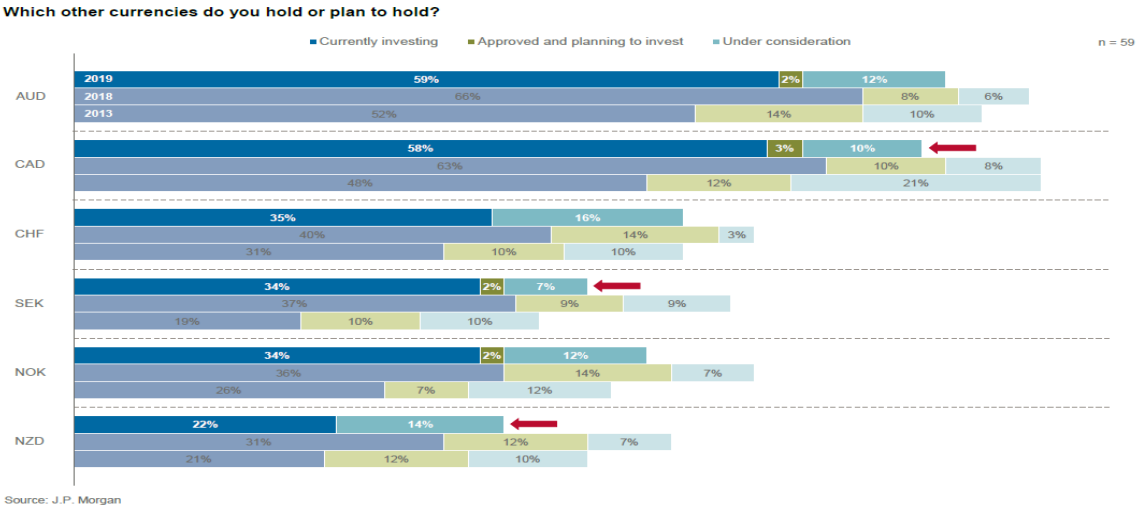
2. 美元部位：

就美元部位來看，2019 年投資人認為未來將增持美元部位自 2018 年 25%向上升至 30%，減持美元部位則由 2018 年 16%劇降到 5%。這可能與美國啟動貿易戰，全球經濟風險增加，市場預期將來美元走強有關。另外，對美元部位抱持不變看法的，則由 2018 年 57%增加至 2019 年的 65%。

3. 日圓及瑞士法郎部位：

2019 年外匯存底管理者在未來的 12 至 24 個月內，對於投資日圓及瑞士法朗仍維持現況者，分別較 2018 年上升至 88%、94%，升幅均約 16%。或考量該二幣別為主要避險貨幣因素，投資比例不做大幅修正。

4. 非 G4 國家貨幣投資傾向



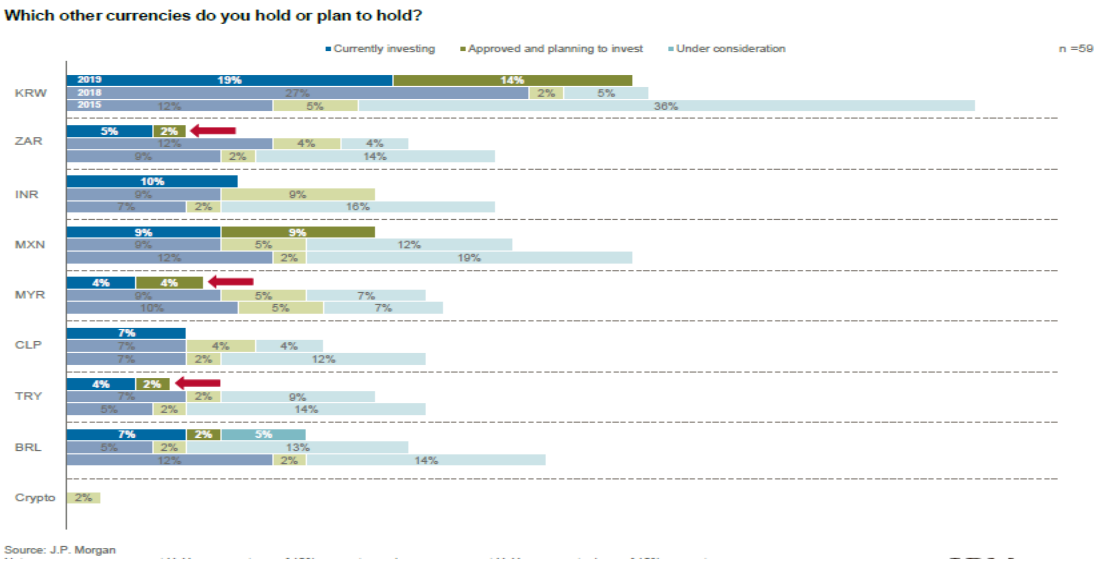
JP Morgan 另對非 G4 國家貨幣之投資傾向分類為 3 個選項：目前已投資（current investing）、已核准及擬投資(Approved and planning to invest) 及尚在考慮中(Under consideration)，說明如下：

(1) 澳幣：投資澳幣國家占比由 2018 年 66%降至 59%，降幅為 10.6%，已核准及擬投資國家占比則由 2018 年 8%減少為 2%，降幅高達 75%。

(2) 加幣、瑞典法郎及紐幣：在加幣/瑞典法郎/紐幣之已核准及擬投資項下之國家占比，分別由 2018 年 10%/9%/12%，各自減少為 3%/2%/0%，大幅降低，降幅高達 70%/78%/100%。尤其是紐幣，該幣為問卷受訪國家中目前全無核准及擬投資者，另外，該目前投資項之占比，則由 2018 年 31%降至 2019 年 22%。

(3) 韓元與馬幣

韓元在已核准及擬投資項下之國家占比大幅攀升，由 2018 年 2%升自 2019 年 14%，顯示受訪國家對韓元投資傾向增加；惟馬幣部分，2019 年無任何國家表示要將該幣別列入考慮投資項，另目前投資占比亦從 2018 年 9%下降至 2019 年的 4%，跌幅高達 56%。



（三） 資產配置

JP Morgan 在調查外匯存底管理者投資的資產配置的類別中，分列美國政府公債(US Govt Bonds)、國際組織機構債(Supranational/Multilateral Bonds)、其他 G7 政府公債(Other G7 Govt Bonds)、其他已開發市場債券(Other Development Market Bonds)、美國機構債(US Agencies)、Covered Bonds、黃金(Gold) 、投資級公司債(High-grade corporate bonds)、不動產抵押債券(MBS)、美國抗通膨債券(TIPs)、新興市場債券—原幣(Emerging Market Debts—Local Currency) 、新興市場債券—歐元/美元計價(Emerging Market Debts—EUR/USD)、指數股票型基金(ETF) 、貨幣共同基金(Commercial Money Market Funds)、資產抵押債券(ABS)、結構性產品(Structured Products)、高收益公司債(High Yield Corporate Bonds)等及其他商品，共計 24 大類。至於投資狀態選項，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 大項。

Shift towards more conservative assets, increase in investment products' approvals

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

n = 61	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
Supranational/Multilateral Bonds	98%	0%	2%	0%	0%
Other G7 Govt. Bonds	93%	0%	7%	0%	0%
US Govt. Bonds	88%	3%	8%	0%	0%
Other Development Market Bonds	84%	0%	13%	0%	3%
Commercial Bank Deposits - Cash	70%	0%	11%	3%	15%
U.S. Agencies	67%	5%	17%	0%	12%
Covered Bonds	49%	5%	16%	5%	25%
Gold	48%	8%	10%	0%	33%
High-Grade Corporate Bonds	47%	8%	5%	0%	39%
MBS	39%	10%	10%	2%	39%
TIPs	36% ↓	16%	31% ↑	0%	16%
Equities/Equity Index	31%	2%	2%	0%	66%
Emerging Market Debt–Local Currencies	30%	5%	0%	0%	65% ↑
Emerging Market Debt–EUR and USD	29%	8%	10% ↑	0%	53%
Commercial Bank Deposits - Gold	22%	10%	17%	3%	47%
ETFs	20%	8%	10%	0%	61%
Commercial Money Market Funds	19%	5%	12%	0%	64% ↑
ABS	17%	7%	12%	0%	64%
Structured Products	10%	0%	13%	0%	77%
High Yield Corporate Bonds	7%	2%	5%	0%	87%
Real Estate/Infrastructure	3%	3%	0%	0%	93%
Hedge Funds	3%	0%	0%	0%	97%
Private Equity Investments	2%	0%	2%	0%	97%
Non-Gold Commodities	0%	0%	5%	0%	95%

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

1. 根據本年問卷調查結果顯示，目前有 98%受訪者投資國際金融組織機構債，為所有資產類別中比例最高者，其他 G7 政府公債占比 93%為次高者為，而美國政府公債位居第三，占比為 88%。 另外，US Agencies、MBS、TIPS 之投資比例，分別為 67%、39%、36%。

2. 值得注意是，受訪者投資 Covered Bonds 比例為 49%，排名第 7，遠高於黃金、高投資等級公司債，以及美國 MBS，顯示 Covered Bonds 相當受到央行投資之青睞。

3. 投資比重低於 10%之資產共計有 5 種，分別為高收益公司債、不動產/基礎建設債、對沖基金、私募基金、非黃金商品(Non-Gold Commodities)，其中非黃金商品投資比例為零。

4. 另一方面，JP Morgan 在比較前後年(2018 vs 2019)之問卷結果後，將前後期差異變化(YoY)超過 10%以顏色箭頭標示，綠色箭頭表示較去年比例升幅超過 10%者，紅色箭頭則反之，為較去年降幅超過 10%者。其中顯示在目前投資選項下，TIPS 是本年唯一較去年減碼降幅超過 10%的資產種類；而在核可但尚未投資項下，TIPS 及新興市場債券—歐元/美元則較去年提升超過 10%的產品。

5. 整體而言，2018 年國際組織機構債與美國政府公債等 2 項資產均占比 94%，並列第一，係最得投資人的青睞。惟 2019 年國際組織機構債，以 98%獨占鰲頭，遠高於美國政府公債之 88%。主要影響因素或為國際組織機構債及其他 G7 政府債券安全性與美國公債相當，但可提升些許收益率。另美國總統 Trump 掀起各國貿易戰，尤其與中國之關稅報復政策，致使投資者考量分散投資風險等。另一方面，受訪者中目前已有投資股票的比例為 31%，較去年 24%高，隱喻著追求收益率的需求增加。

n = 61	Currently investing						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Supranational / Multilateral Bonds	89%	96%	89%	94%	93%	94%	98%
Other G7 Govt. Bonds	93%	94%	88%	92%	92%	89%	93%
U.S. Govt. Bonds	96%	90%	88%	96%	90%	94%	88%
Other Developed Market Govt. Bonds	63%	52%	68%	80%	75%	75%	84%
Commercial Bank Deposits	47%	58%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Commercial Bank Deposits – Cash	N/A	N/A	66%	68%	74%	70%	70%
Commercial Bank Deposits – Gold	N/A	N/A	15%	26%	31%	28%	22%
U.S. Agencies	65%	59%	66%	61%	68%	71%	67%
Covered Bonds	40%	48%	53%	45%	41%	49%	49%
Gold	61%	74%	58%	63%	55%	52%	48%
High-Grade Corporate	**23%**	**43%**	**40%**	**47%**	**38%**	**41%**	**47%**
MBS	32%	28%	29%	34%	31%	34%	39%
TIPs	35%	36%	45%	48%	47%	48%	36%
Equities/Equity Index	22%	30%	30%	36%	24%	24%	31%
Emerging Market Debt	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Emerging Market Debt – Local Currency	**18%**	**36%**	**32%**	**31%**	**18%**	**33%**	**30%**
Emerging Market Debt – EUR and USD	**17%**	**32%**	**32%**	**24%**	**19%**	**28%**	**29%**
ETFs	**6%**	**15%**	**21%**	**21%**	**16%**	**15%**	**20%**
Commercial Money Market Funds	9%	9%	21%	14%	18%	20%	19%
ABS	13%	20%	20%	18%	19%	17%	17%
Structured Products	5%	7%	15%	12%	10%	8%	10%
High Yield Corporate Bonds	3%	5%	10%	2%	3%	11%	7%
Real Estate / Infrastructure	N/A	N/A	2%	0%	5%	8%	3%
Hedge Funds	0%	5%	4%	0%	3%	5%	3%
Private Equity Investments	6%	5%	4%	0%	3%	5%	2%
Non-Gold Commodities	3%	5%	4%	2%	3%	3%	0%

Source: J.P. Morgan

≥10% YoY

≤10% YoY

伍、 外匯管理金融危機前後比較

自 2008 年金融危機後，主要國家央行陸續推出非傳統貨幣政策下,全球債券市場陷入低利率、低報酬率情境。因此，央行資產管理如何在安全性、收益性與流動性的三角選擇間達到平衡，成為當前管理外匯資產的最大挑戰。

2014 年來美國經濟景氣回升，美國聯準會 Fed 自 2015 年 12 月底開始升息至 2018 年 12 月止，已由 0.25%升至 2.50%，升息次數共計 9 次，升幅為 225 基點。2019 年 3 月 Fed 更暗示今年不會升息，並開始放慢縮減資產負債表的速度。因此，央行在面對各種經濟情況時，在政策與投資方面，會採行不同之因應方式。茲將 2008 年金融危機以來，外匯管理者之政策重點及資產配置說明如後。

Trends in reserves management: then and now

	Reserves	Portfolios	Risk	Diversification	Alpha
Before the crisis (2008)	■ Reserves rising at a phenomenal pace	■ From liquidity management to asset management	■ Risk adjusted returns ■ A portfolio approach to risk	■ Move from USTs to spread products... ■ USD dominates	■ Derivatives , liquidity management ■ High Income from securities lending
During the crisis (2009–10)	■ Moderation in growth ■ Some countries experienced sharp declines	■ Liquidity is paramount	■ Question core assumptions about risk ■ Cut back on risk, especially counterparty	■ ... And back into USTs	■ Concerns about OTC risk ■ Securities lending is cut back
Coming out of the crisis (2011) into "low for long" (12–13)	■ Growth resumes but at subdued levels	■ Avoiding capital losses gives way to enhancing returns	■ Investment in risk mgmt and reduction on counterparty credit risk gives way to gradual easing of risk aversion	■ Cautious but growing interest in asset diversification, but less diversification in practice; USD steady	■ Derivatives markets held up well ■ Sec lending & repo make a slow comeback
Waiting for rising rates (2014)	■ Growth continues at modest rate	■ Liquidity is once again top priority	■ Multi-year trend toward lower level of risk aversion continues	■ Significant increase in non-G4 currencies and EM bonds	■ Regulatory changes impacting ability to use tools
Feeling stressed! (15–16)	■ Rare contraction of growth in 2H14 continuing through 2015; pace slowing into 2016	■ Increased awareness of reserves adequacy; juggle liquidity needs and longer duration	■ Continuation of trends toward less risk aversion in 2015, with moderation in 2016 except with respect to duration	■ Continued interest in diversification at a moderate level; USD & EUR moves dominate; RMB rising	■ Slightly increased use of derivatives (interest rate and currency), regulations dampen repo
Back to a new normal (18–19)	■ Global FX reserves have stalled for the last two years; growth is expected to be relatively modest in the short term	■ Liquidity continues to be a top priority given the lingering uncertainties ■ Longer duration	■ Minimal trends in risk aversion	■ Cautious approach, intention to maintain current holdings configuration ■ Shift towards more conservative assets	■ Limited changes in use of derivatives, uptick in the use of repo as investment class ■ Reduced participation in securities lending programs

一、 2008 年金融危機前

外匯存底以驚人的速度上升，投資組合以流動性管理轉向資產管理(asset management)，投資資產由美國公債轉移到 spread products，投資策略含衍生性商品，另運用 securities lending 增加收益。

二、 2009-10 年金融危機期間

外匯存底適度增長，但一些國家外匯存底急劇下降，回歸主張流動性的重要性，強調風險意識，尤其是交易對手之風險，投資以美國公債為主，擔憂 OTC 風險，縮減 securities lending 交易。

三、 2011-13 年脫離金融危機，但進入長期低利率期間

外匯存底雖然有所回升但仍屬低水平，投資目標以避免資本損失來替代提高報酬率，著重風險管理和降低交易對手信用風險，雖然謹慎地想將投資資產多樣化，但實際仍以美元為主，緩慢恢復 securities lending 及 repo 的交易。

四、 2014 年等待經濟復甦

外匯存底以溫和的速度成長，流動性再次成為首要重點，持續厭惡風險，投資非 G4 貨幣和新興市場債券顯著增加，監管政策改變影響可投資工具的選擇範圍。

五、 2015-16 年經濟景氣過熱的壓力

2014 年下半年至 2015 年止，外匯存底急劇下降，2016 年緩步回升。重視外匯存底之最適性，兼顧流動性需求和延長投資的存續期間，減少風險規避，幣別以美元和歐元為主，提高人民幣投資，略微增加衍生性商品（利率和貨幣）操作，但法規抑制 repo 交易。

六、 2018-19 年經濟回復新常態(Back to a new normal)

外匯存底增長將相對溫和；鑒於市場持續存在不確定性因素，因此流動性仍為優先考量重點，維持較長得存續時間，風險規避趨勢降低，謹慎維持目前的資產配置，並轉向投資更保守的資產(conservative assets)，減少 securities lending 交易。

陸、 心得及建議

本次 JP Morgan 研討會為該行特別重視之年度官方機構外匯存底管理研討會，除了能明瞭 JP Morgan 專業人員對於未來總體經濟展望、產品投資策略、風險分析及建議外，並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。

另一方面，JP Morgan 彙整與會者 62 家（含央行，主權基金及國際金融機構等）有關外匯存底運用及觀點之問卷調查，全面性的探討及分析外匯存底趨勢及管理方向，藉此瞭解現行外匯存底管理者的想法、決策及未來方向，值得作為重要參考資料。

建議事項：

分散資產類別投資：如新興市場公債、股票、或是貨幣投資(currency investment)，惟須研析各市場政經情況，尋求適當投資時機及操作策略，俾能兼負風控管理及增加收益之目的。

美國 MBS 債券投資：建議增加 Agency CMBS，因 Agency CMBS 提前還款有閉鎖期限制，能降低再投資風險；偏好 specified pools，因其可防禦市場交割品質不佳之抵押品；增加持有還款速度較低之 high coupon Ginnie。

值得注意是，JP Morgan 提出 3 大議題詢問與會者，分別為美國總統 Trump 連任對美國政經影響、Fed 獨立性、英國 Brexit。結論顯示與會者均擔憂 Trump 連任會影響全球金融市場，另也開始質疑 Fed 獨立性及決策是否能不受 Trump 言行干擾。但就英國 Brexit 部分，與會者有不同看法，如硬脫歐、2 次公投、軟脫歐等。JP Morgan Co-President & CEO Daniel Pinto 表示，該行僅規劃脫歐及留歐之 2 方案。若是脫歐，則其位在巴黎、法蘭克福及愛爾蘭等機構均可正常運作，影響有限。以上討論或意味著央行越來越擔憂主要國家政經問題及金融市場之潛在危機。

參考資料

1. Joe Lupton (Managing Director) & Nicholas Steenbergen (Executive Director) (2019/5), "New Trends in Reserve Management," JP Morgan
2. Bruce Kasman (Managing Director, Chief Economist) (2019/5), "Still Resilient After All These Years," JP Morgan
3. Alex Roever (Managing Director) & Jay Barry (Managing Director) (2019/5), "U.S. Interest Rate Strategy," JP Morgan
4. Allan Monks (Executive Director) (2019/5), "The UK Economy and Brexit," JP Morgan
5. Brian Ye (Managing Director) (2019/5), "MBS Outlook," JP Morgan
6. Gregory Elders (Vice President) (2019/5), "Environmental Social and Governance Investing and the J.P. Morgan ESG(JESG) Fixed Income Indices and Data Suite," JP Morgan
7. Richard Oswald (Managing Director) (2019/5), "J.P. Morgan Global Bond Challenge," JP Morgan