

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其它)

「東方匯理銀行舉辦之中央銀行研討會」  
出國報告

服務機關：中央銀行

出國人職稱：倫敦代表辦事處主任

姓名：劉棟賢

出國地點：摩納哥

出國期間：108/11/05-108/11/09

報告日期：109年01月31日

## 目錄

壹、 前言.....	3
貳、 負利率政策的介紹.....	5
參、 負利率政策所帶來的衝擊與挑戰.....	15
肆、 結論及建議.....	18

## 壹、前言

本次東方匯理銀行舉辦之中央銀行研討會，由各國央行官員、國際貨幣基金、世界銀行以及各國國際金融組織代表參與，前義大利財政部長 Pier Carlo Padoan 與剛卸任之歐盟貿易談判代表 Pier Carlo Padoan 均與會致詞。會議方式以分組討論(Panel Discussion)方式進行，討論主題分別為：Repo Market 的機會與挑戰、綠色債券市場的發展現況、2020 年外匯市場展望、美國與歐元區的地緣政治與貨幣政策環境分析、美國與歐元區利率展望、負利率政策對金融市場的衝擊、貿易戰對總體經濟與貨幣政策的影響、金融科技發展與數位創新等。

全球負利率債券總額最高已達到破紀錄的逾 17 兆美元，相當於全球 GDP 的 20% 左右，來到在 2008 年金融海嘯最嚴重時都達不到的水準，此一現象已令金融市場感到不安。日本、瑞士、德國、荷蘭、奧地利、丹麥與瑞典公債殖利率幾乎都已達到負值，前東歐國家(包括斯洛伐克和斯洛維尼亞)的 10 年期債券亦都跌入負利率範圍，就連經濟狀況不穩定的義大利，其中、短期債券殖利率也來到負值。

過去 100 年來美國公債實質利率(real rate)也有相當長的時間處於負值，但 1980 年至 2008 年金融危機前美國公債實質利率大多為正值，導致這一代的投資人幾乎忘記美國公債實質利率亦經歷過長期負值。隨著中美貿易戰帶來的不確定性、地緣政治的衝突、民粹政治的興起，全球經濟成長趨緩、低通貨膨脹，全球央行均展開新一輪的寬鬆政策，或導致美國公債名目利率在未來亦可能步上日本與歐洲先進國家公債的後塵。

牽動今(2020)年全球經濟展望的最關鍵因素，仍是中美貿易戰。預期中美貿易戰仍將持續進行，但雙方在敲定第一階段協議後，休兵

期間的長度，將取決於中國大陸當局承諾讓步、以及落實承諾的程度。此外，美國與歐盟、墨西哥和加拿大之間的貿易緊張，再加上美國總統大選、美國抵制世界貿易組織（WTO）仲裁機制、地緣政治因素等，都是不確定因素的來源。貿易戰帶來的負面影響將持續顯現，商品與服務貿易量可能減少，對企業投資造成壓力，減緩全球經濟成長幅度。

世界銀行今年 1 月的最新的全球經濟成長預測顯示，全球經濟成長率將從去(2019)年的 2.4% 升至今年的 2.5%，到 2022 年逐步升至 2.7%。這些數字均比該行於 2019 年 6 月發布的預測值下調了 0.2%。世界銀行預測，已開發經濟國家可能會經歷困難的 1 年，美國經濟成長率將從去年的 2.3% 下滑至今年的 1.8%。此外，美國的經濟展望已開始放緩，不斷提高的關稅增加了貿易成本，而且美國與其它國家的貿易關係存在不確定性，也拖累了全球投資信心。歐洲的經濟前景更為疲弱，歐元區 2020 年的經濟增長將僅為 1%，其工業部門將受到沉重打擊。中國 2020 年的經濟增長將可能自 1990 年以來首次跌破 6%，未來幾年預計還會進一步惡化。在全球債務成長方面，2010 年以來債務成長的速度超過了過去 50 年中的任何一波成長，這引發了外界對新興市場金融危機的擔憂。同時，生產率成長持續令人失望，這增加了償還債務的難度。面對此一全新的國際經濟與金融環境，給全球央行帶來重大挑戰。

本報告主要針對負利率政策對全球經濟所帶來的影響提出探討，共分為三個部分，第一部分，負利率政策的介紹；第二部分，負利率政策所帶來的衝擊；第三部分，結論及建議。

## 貳、負利率政策的介紹

### 一、負利率政策之緣由、定義、動機與目的

#### (一) 負利率政策之緣由

最早提負利率概念的是德國商人兼經濟學家，自由經濟創始人 Silvio Gesell 於 19 世紀末所提出，Gesell 提出了一種印花憑證 (Stamp Strip) 貨幣的觀念，即定期蓋印花憑證才有效的貨幣。Gesell 的觀點為：「作為交換媒介的貨幣應該被看作是一種社會服務，因此必須對它徵收少量的使用費」。德國在那個年代，印花憑證是徵收這類費用的方法。這等於對囤積現金課稅，讓貨幣儲藏價值消失，Gesell 主張改變貨幣的本質，因為庫存商品會隨時間產生損失，所以必須讓現金隨時間承擔相同的損失。英國經濟學家凱因斯(John Maynard Keynes)曾於 1936 年出版的經典大作「一般理論(General Theory)」中稱讚這樣的概念，但也認為其不切實際，所以才引導出其擴大政府支出才是解決經濟大蕭條關鍵的結論。

#### (二) 負利率政策之定義

負利率即中央銀行將政策利率之名目利率水準定於 0 以下，即中央銀行對商業銀行持有之超額準備金不僅不支付利息，而且還收取費用。中央銀行的傳統貨幣政策工具即是在經濟局勢不佳，為提振通膨預期並預防通縮現象發生時調降利率，最低將政策利率調降至 0。2008 年金融海嘯發生時，Fed 於 2008 年將政策利率 Fed Funds Rate 降至 0-0.25%，即是所謂 0 利率政策，此為傳統貨幣政策工具，但負利率政策係將利率調降至 0 以下，為非傳統的貨幣政策工具。

#### (三) 負利率政策之動機

### 1. 傳統貨幣政策已無法提振總體經濟

金融危機之後，歐洲已開發經濟體與日本出現流動性陷阱(Liquidity Trap)的現象，傳統貨幣政策無法提振總體經濟。流動性陷阱是由 John Maynard Keynes 所提出，係指利率水準降到不能再低時，此時無論貨幣數量如何增加，利率也不會再往下降。即使利率接近於 0，也無法促使商業銀行增加貸款、鼓勵投資行為並提振整體消費，最終寬鬆貨幣政策失去了作用，短期利率無法再下降，也無法引導中長期利率下降。

### 2. 使用非傳統的貨幣政策刺激總體經濟

當傳統降息的寬鬆貨幣政策失效後，央行官員便思索非傳統的貨幣政策來刺激總體經濟，負利率政策便被討論並採用，以提高民間消費與整體投資。

## (四) 負利率政策之目的

### 1. 迫使商業銀行降低在央行的超額準備金

由於出現了流動性陷阱，中央銀行政策制定者便想到用負利率政策迫使商業銀行降低在央行的超額準備金，提高其放款金額。

### 2. 促使個人與企業減少儲蓄，提高消費與投資意願

由於錢放在銀行沒有利息收入，甚至還要支付費用，負利率將迫使個人與企業減少儲蓄，進而刺激民間消費，另外也會增加投資，促進經濟成長，支撐資產價格，推動私部門財富增加。

### 3. 透過負利率引導匯率走貶，提高出口競爭力

負利率政策會帶動整條殖利率曲線下滑，大幅降低外國資本流入的誘因，使得本國匯率走貶，提高出口競爭力。

## 二、全球主要實施負利率國家之介紹

### (一) 全球實施負利率政策之主要央行

瑞典央行(Riksbank)、丹麥央行(Danmarks Nationalbank)、瑞士

央行(SNB)、歐洲央行(ECB)與日本央行(BOJ)為實施負利率政策的主要國家央行，每個國家實施負利率政策的動機並不相同，ECB、BOJ、瑞典央行實施負利率政策主要為提振經濟，刺激通貨膨脹，丹麥央行、SNB 則是為應對避險資本流入，避免本國貨幣大幅升值。

## 1. 瑞典央行

### (1) 全球金融危機爆發後，瑞典央行率先短暫實施負利率政策

在 2008 年全球金融危機爆發後，瑞典央行率先於 2009 年 7 月首次引入存款負利率政策，將該行 Repo Rate 降至-0.25%，當時只是一個短暫的嘗試。但當歐洲面臨通縮壓力時，瑞典央行於 2015 年 2 月再次將 Repo Rate 降至 0 以下，最低曾降至 -0.5%。

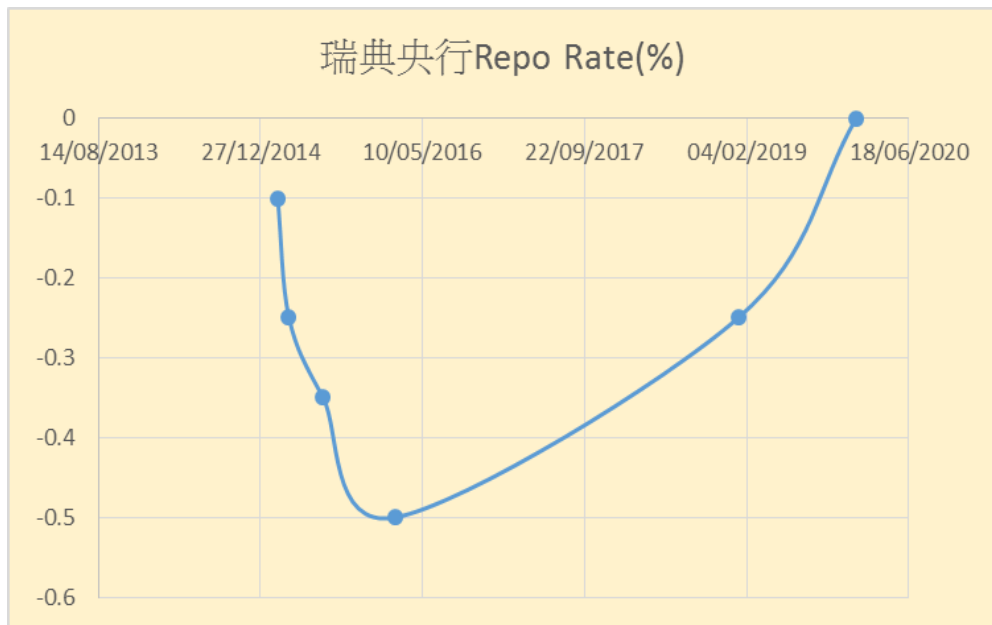
### (2) 2019 年 12 月 19 日，瑞典央行率先結束負利率政策

瑞典央行於 2019 年 12 月 19 日將作為主要利率的附買回利率 (repo rate) 調高 0.25 個百分點至 0%，結束實行接近 5 年的負利率政策，為主要國家央行第一個結束負利率政策的央行。瑞典央行認為，鑒於國內通貨膨脹率已接近 2% 的目標，且可能持續停留在這個水準，央行決定升息至 0%。但瑞典央行在聲明中表示：「預計未來幾年附買回利率將保持在 0%」，且央行將維持擴張性貨幣政策。在 2015 年初，瑞典央行首度將引導利率調降至-0.10%，此後一直維持負利率至 2019 年 12 月 19 日為止。

表 2-1 瑞典央行政策利率變化

日期	Repo Rate(%)
08/01/2020	0.00
09/01/2019	-0.25
17/02/2016	-0.50
08/07/2015	-0.35
25/03/2015	-0.25
18/02/2015	-0.10

圖 2-1 瑞典央行政策利率走勢圖



資料來源:瑞典央行

## 2. 丹麥央行

### (1) 2012 年 7 月 6 日，丹麥央行面對歐債危機時率先實施負利率政策

歐債危機爆發後，丹麥央行率先於 2012 年 7 月 6 日率先實施負利率政策，將該行 Certificates of deposit rate (期限 7 天) 調降至 -0.20%。丹麥克郎(Danske Krone)一向採緊盯歐元的外匯政策，因此在歐洲央行持續採寬鬆貨幣政策下，為維繫丹麥克郎兌歐元匯率的穩定，避免丹麥克郎過度升值，出口受損，因此將政策利率調降至 0 以下。丹麥央行係取分層利率模式，僅對金融機構的部分超額流動性徵收負利率，此模式既有助於打擊外匯投機，亦可以降低金融體系所承擔的成本。目前丹麥央行將金融機構存放在央行的 Certificates of deposit rate 訂為 -0.75%，並對存款帳戶設定上限，如果該帳戶餘額未達到上限，則享受 0 利率。



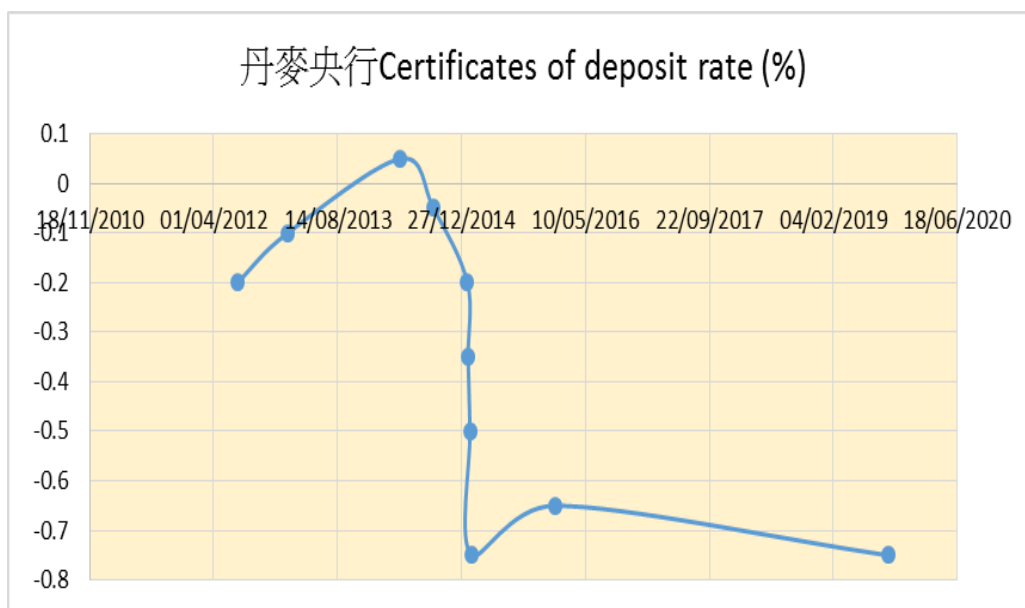
(2) 丹麥是全球實施負利率時間最長的國家

丹麥是全球實施負利率時間最長的國家，實施期間從 2012 年 7 月迄今已超過 7 年，由於丹麥央行的負利率政策主要是為因應 ECB 的寬鬆貨幣政策以維持匯率穩定，並降低通縮預期，因此何時結束負利率政策還要進一步觀察 ECB 的貨幣政策前景。

表 2-2 丹麥央行政策利率變化

日期	Certificates of deposit rate (%)
13/09/2019	-0.75
08/01/2016	-0.65
06/02/2015	-0.75
30/01/2015	-0.50
23/01/2015	-0.35
20/01/2015	-0.20
05/09/2014	-0.05
25/04/2014	+0.05
25/01/2013	-0.10
06/07/2012	-0.20

圖 2-2 丹麥央行政策利率走勢圖



資料來源:丹麥央行

### 3. 瑞士央行

- (1) 為穩定瑞士法郎(Swiss franc)幣值，瑞士央行於2014年12月採行負利率政策

瑞士為歐元區國家的鄰近小國，當歐債危機爆發後，歐洲央行採取非傳統的貨幣政策以刺激經濟與通膨，大批避險與投機性資金湧入瑞士，使得瑞士法郎備受升值壓力。為維持瑞士法郎幣值得穩定，提升出口競爭力，瑞士央行於2014年12月18日開始實施負利率政策，將SARON (Swiss Average Rate Overnight)調降至 -0.5%。

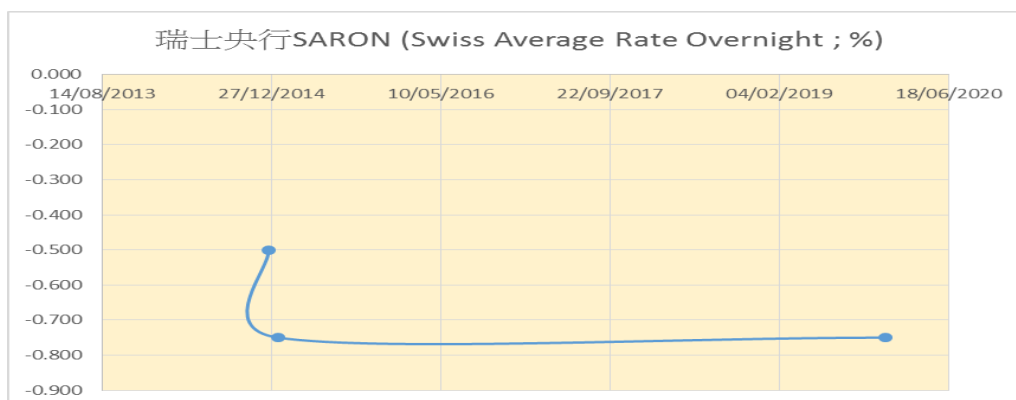
- (2) 負利率政策雖阻止瑞士法郎(Swiss franc)升值，亦帶來不利影響

大多數的瑞士出口商認為負利率對瑞士總體經濟產生不利的影響，退休基金和儲蓄無法從傳統式收利息的方式中獲利，導致資金湧向股票與房地產，形成瑞士的資產泡沫。

表 2-3 瑞士央行政策利率變化

日期	SARON (%)
15/01/2015	-0.75
18/12/2014	-0.50

圖 2-3 瑞士央行政策利率走勢圖



資料來源:瑞士央行

#### 4. 歐洲央行

- (1) 為刺激經濟成長並提振通膨，歐洲央行是首家實施負利率政策的全球三大主要央行。

鑒於歐元區通膨長期低迷，其他經濟指標也表現不佳，ECB 於 2014 年 6 月將隔夜存款利率(O/N deposit facility rate)從 0% 下調至 -0.1%，希望藉以減少儲蓄，增加消費與投資，刺激經濟成長，提振歐元區通膨。

- (2) ECB 長期實施負利率政策也帶來對總體經濟的負作用

雖然 ECB 的負利率政策支撐總體經濟，但金融投機活動開始增加，可能在中長期對歐元區金融穩定構成挑戰。基金公司和保險公司因負利率政策承擔的風險更大，一旦市場突然出現衝擊，這些機構的壓力可能會蔓延至更廣泛的金融體系，導致企業和個人蒙受損失。此外，負利率政策鼓勵投資人借入更多的資金，房貸房地產市場的泡沫也愈來愈大，投資房地產風險大幅提高，若房市泡沫破裂，亦將危及歐元區的金融體系。

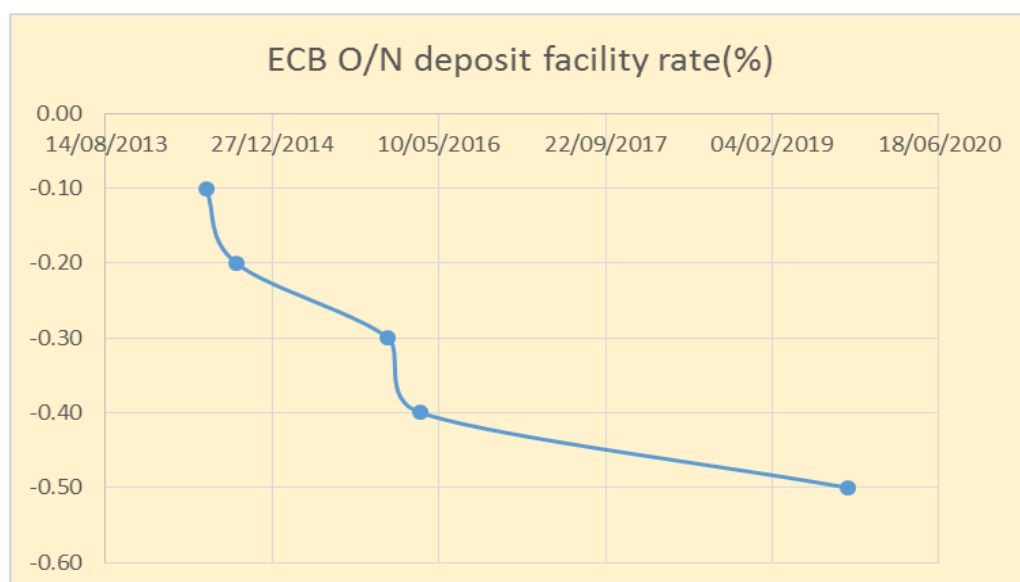
- (3) 歐元區銀行的獲利能力持續惡化

歐洲央行實施負利率政策，導致歐元區銀行的獲利能力下降，甚至產生虧損，由於獲利差，打銷壞帳的能力也減弱，歐元區銀行業不良貸款增加，無法進一步增加放款，帶動歐洲經濟復甦。信用評等機構 Moody's 於去(2019)年發布報告，將德國銀行業前景下調至「負面」，主要即當前負利率環境導致銀行獲利能力與整體信用出現下滑。由於利息收入下降，使得德國銀行業原先就已脆弱的獲利能力，未來將進一步惡化。持續的負利率環境，導致傳統的商業銀行，尤其是受存款利差支撐的銀行難以獲利，嚴重衝擊金融機構。

表 2-4 歐洲央行政策利率變化

日期	O/N deposit facility rate (%)
08/01/2020	0.00
09/01/2019	-0.25
17/02/2016	-0.50
08/07/2015	-0.35
25/03/2015	-0.25
18/02/2015	-0.10

圖 2-4 歐洲央行政策利率走勢圖



資料來源:歐洲央行

## 5. 日本央行

(1) 日本央行在 2016 年 1 月 29 日政策會議後宣布將 O/N call rate 調漲至 -0.1%，為亞洲國家中第一個實施負利率的國家

日本央行仿效 ECB 的負利率政策，從 2016 年 2 月 16 日，開始對商業銀行存入 BOJ 的隔夜存款由 0.1% 下調到 -0.1%，等同向商業銀行的隔夜存款徵收 0.1% 的利息，採極度寬鬆的貨幣政策，希望釋放更多資金到市面上流通。日本的負利率政策係

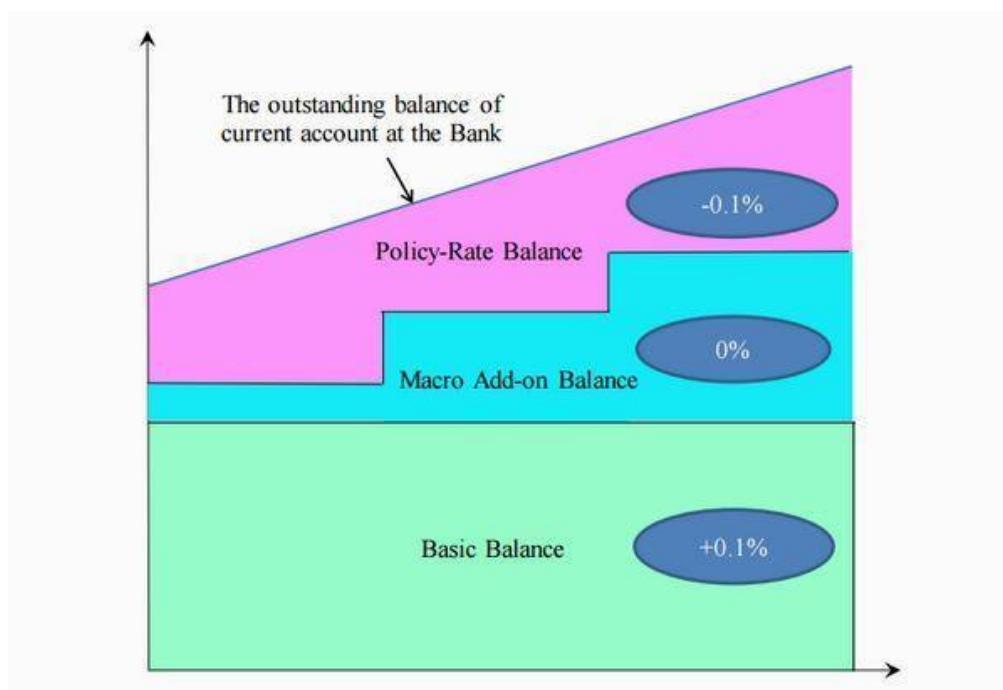
對商業銀行的隔夜存款採取 3 層式存款利率機制，將商業銀行存入 BOJ 的隔夜存款餘額減去基礎餘額與總體新增餘額，收取 0.1% 的利息。

(2) 日本央行「3 層式存款利率機制」介紹

第 1 層：基礎餘額(Basic Balance)

基礎餘額仍給付利息，即(圖 2-5)的最底層的綠色區塊。日本央行會計算商業銀行於 2015 年 1 至 12 月提存準備金(含法定及超額)的平均數，商業銀行未超過此平均值門檻的超額存款，日本央行仍會支付 0.1% 的利息。

圖 2-5 日本央行 3 層式存款利率機制



資料來源:日本央行

第 2 層：總體新增餘額(Macro Add-on Balance)

總體新增餘額為 0 利率，即(圖 2-5)第二層的藍色區塊，為下列 3 項的加總：(1)商業銀行存放在 BOJ 的法定準備金；(2)因

協助 BOJ 的支援貸款專案(3)依基礎餘額乘上特定比例金額。

第 3 層：政策利率餘額(Policy-Rate Balance)：

所謂的政策利率餘額，係指商業銀行隔夜存款餘額減去基礎餘額與總體新增餘額。即(圖 2-5 )的最上層的粉紅色區塊，BOJ 收取 0.1%的利息。

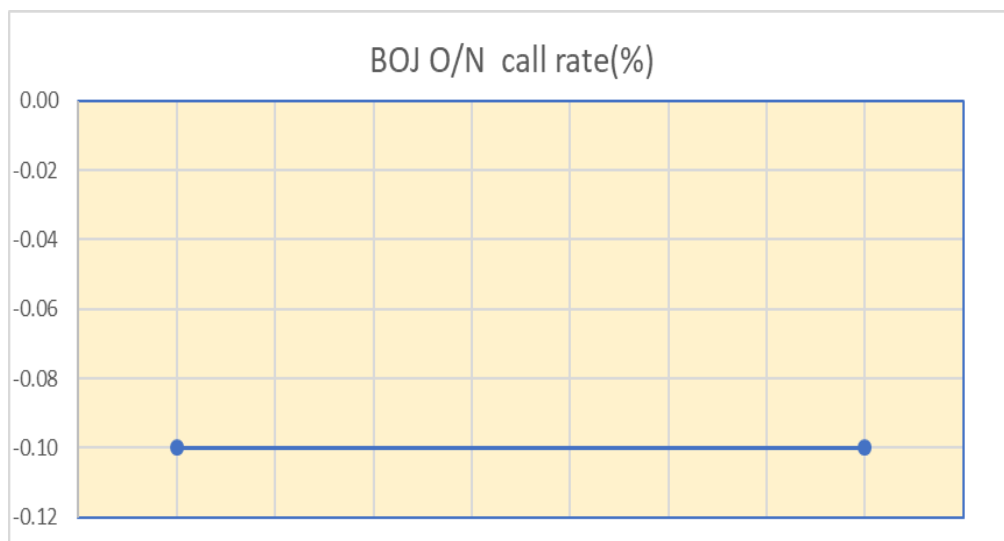
### (3) BOJ 實施負利率政策之目的

實施負利率政策主要旨在促使商業銀行積極放款，讓公司獲得更大利潤，增加民間消費與投資，刺激經濟成長，帶動通貨膨脹。此外，亦可透過負利率引導日圓貶值，提高日本商品出口競爭力。

表 2-5 日本央行政策利率變化

日期	O/N call rate (%)
16/02/2016	-0.10

圖 2-6 日本央行政策利率走勢圖



資料來源:日本央行

## 參、負利率政策所帶來的衝擊與挑戰

### 一、負利率政策所帶來的衝擊

#### (一) 侵蝕銀行獲利

##### 1. 存款戶利率仍維持 0 利率

商業銀行業在吸收存款業務上，面對高度競爭、法規遵循、政治壓力以及可能的存款流失等因素，常迫使商業銀行對將存款利率維持在 0，但商業銀行於央行的超額準備金為負利率，即使商業銀行以提高管理費、手續費的比重來增加獲利，但仍無法抵銷淨利差減少所帶來的衝擊。一旦利差縮小獲利下降，便會減少對企業與民眾放款。倘若銀行的股價受到拖累，籌資不易，資本適足率不足，會導致惡性循環。

##### 2. 殖利率曲線進入負利率領域且平坦化

除了負利率政策外，主要國家央行還會實施量化寬鬆政策，使得殖利率曲線不僅進入負利率領域且平坦化，導致銀行貸款利率下降速度超過存款利率，而商業銀行貸款以短支長的營運模式面臨淨利息收入下降的局面。

#### (二) 侵蝕銀行資本累積

##### 1. 降低商業銀行承做放款的能力

商業銀行獲利下降將侵蝕資本累積，降低商業銀行承做放款的能力，或提高放款利率，將不利於整體經濟復甦與銀行體系的穩定，歐洲銀行業近期表現的疲弱不振即是負利率政策侵蝕獲利的負面效果。

##### 2. 歐洲銀行業規模萎縮

德意志銀行(Deutsche Bank)的副董事長兼總裁 Karl von Rohr 表示，歐洲地區的銀行和壽險業者大幅落後競爭對

手，目前僅有 1 間銀行市值排名擠進全球前 20 大銀行，相較於金融危機前還有 6 家上榜。德意志銀行公布，2019 年全年為淨虧損 53 億歐元，遜於市場預估的虧損 51 億歐元。2019 年第 4 季，該行就產生淨虧損 15 億歐元，並計畫在 2022 年底前裁員 1 萬 8 千人。

## 二、對金融體系帶來風險與挑戰

### (一) 對提供給付保障的退休基金和壽險業者帶來挑戰

退休基金與壽險公司為提供長期的保障給付，通常投資中長期債券，負利率導致退休基金與壽險公司之收入無法支付保障給付，將使金融體系風險升高。

### (二) 迫使金融機構提高投資風險

為提高報酬率，金融機構開始追逐流動性不佳的高風險資產，扭曲金融資產價格，導致金融資產泡沫的風險。退休基金首當其衝面臨此一風險，因為退休基金需向退休人士給付一定比例報酬。管理約 550 億美元資產的芬蘭第二大退休基金 Ilmarinen Mutual Pension Insurance 表示，已減少買進流動性佳的資產，以提高收益率。而瑞典金融管理局 (Finansinspektionen) 建議將國內三大銀行的資本準備增加 16 億美元，並表示瑞典金融系統正面臨前所未有的新風險。若退休基金與壽險業者因資產泡沫破裂導致無力償付保障給付，將帶來社會的不穩定，或需要靠政府介入注資以解決問題。

### (三) 貨幣市場基金面臨流動性風險

由於負利率導致貨幣市場基金無利可圖，將導致短期資金自貨幣市場流出，貨幣市場基金將面臨清算或產生流動性危機的風險。



(四) 產生「金錢幻覺(money illusion)」，讓人覺得儲蓄會變窮而更減少支出

由於負利率政策讓存款累積變慢，為了達到退休生活所需的存款目標，反而會增加每期的儲蓄目標並降低消費。因此負利率政策更像是變相課稅，而非刺激消費的措施，反而導致儲蓄率更高。

(五) 競爭力差的企業因負利率環境得以繼續經營，衝擊潛在經濟成長率。

負利率環境讓經營不善之企業得以超低利率借款，因而難以被市場淘汰，導致新創企業不易進入市場，創新能力下降，生產力亦隨之下降，未來的經濟成長率便停滯不前。

## 肆、結論及建議

### 一、IMF 總裁 Kristalina Georgieva 關注負利率政策的風險

#### (一) 應審慎思考負利率政策的退出策略

保加利亞籍的 IMF 總裁 Kristalina Georgieva 表示，已要求 IMF 的研究人員密切關注負利率的風險以及對全球經濟的影響，並敦促各國在面對全球經濟成長放緩時，明智地使用貨幣政策。在 Georgieva 的領導下，IMF 將加快研究負利率陷阱 (the pitfalls of negative interest rates) 的工作，如果全球貨幣政策要經歷更長的負利率時期，應該更認真地考慮其可能後果，以及退出策略。

#### (二) 應預防負利率政策的副作用

面對全球經濟放緩，許多國家的通貨膨脹率依然不振，IMF 呼籲全球央行需要採取寬鬆的貨幣政策因應，但隨著有些國家央行不斷壓低負利率的範圍，可能會產生意想不到的副作用。Georgieva 將要求 IMF 研究負利率環境下，追求收益對金融機構產生的副作用，及對金融體系穩定的影響，以因應未來可能的金融風險。

#### (三) 若貨幣政策已達極限，應以財政政策因應

負利率已經在歐元區和部分歐洲國家蔓延，美國總統 Donald Trump 亦不斷呼籲 Fed 將政策利率下調至 0 或更低，但 Fed 主席 Jay Powell 表示，並未考慮採取任何此類措施。在貨幣政策受限制的情況下，若全球經濟放緩比預期嚴重，各國就必須採取財政應對措施。但各國政府在做準備工作時，應該記取英國大文豪 William Shakespeare 的名言：「最好早到三小時，而不要遲到一分鐘(Better three hours too soon, than a minute too late)」。

## 二、負利率政策的效果可能已經到了極限

- (一) 負利率政策原本是救急的短期非傳統貨幣政策，但自從丹麥央行於 2012 年實施以來，迄今已實施超過 8 年，全球仍無法擺脫對非傳統貨幣寬鬆政策的依賴，且在沒有積極財政政策的配合下，仍須靠效果有限的貨幣政策維持寬鬆環境，預期在負利率政策下，歐洲銀行業將舉步維艱。
- (二) 2019 年 12 月 19 日，瑞典央行開出了第一槍，率先結束負利率政策，顯示歐洲國家央行已覺得負利率政策的效果弊大於利，雖然經濟復甦前景不明，至少先調回到 0 利率，讓利率持續維持低檔，刺激景氣復甦，但不要傷害銀行體系。
- (三) 由於持續的負利率環境，加上央行實施量化寬鬆，擴張資產負債表，市場投資人為追求收益，風險性資產可能會繼續上漲，短期雖然滿足金融機構追求收益的目標，但中、長期可能有資產泡沫的現象，造成系統性危機的負面影響。

## 三、負利率時代全球央行外匯存底管理所面臨的挑戰

負利率時代來臨，投資高信用評等政府公債面臨空前挑戰，目前日本與歐元區核心國家的 10 年期公債殖利率均進入負利率的領域，全球約 55 兆美元的債券當中，有超過 20% 的殖利率低於 0。德國 10 年期公債殖利率於 2019 年 8 月 2 日下探 -0.503%，30 年期公債殖利率下探 -0.006%，均創下歷史新低紀錄，使得整條德國政府公債殖利率曲線均為負數，另全球有超過 40% 的債券殖利率不到 1%。若全球經濟持續下行，各國央行競相採取寬鬆貨幣政策，外匯存底管理將面臨投資高信用評等政府公債為負利率的空前挑戰。

在 2008 年全球金融危機後，主要國家央行採取非傳統貨幣政策導致利率快速下滑，甚至採負利率政策，為因應此一全新的金融環境，各國央行在管理外匯存底的策略及方式上產生很大的改變：

### （一）全球金融危機前

多數中央銀行關注外匯存底的持有成本，研究最適合的外匯存底存量，並致力於提升其外匯存底之收益率，進行投資組合的分散、延長投資年限及增加風險性資產，投資標的包含機構債券、MBS、ABS、公司債及股票，甚至使用相關衍生性金融產品等。另外，有部分央行成立主權基金或將外匯存底委外管理，直接由外部機構提供相關專業服務，以求增加收益率，並進行風險分散。

### （二）全球金融危機後

各國央行體認到傳統的外匯存底資產(如美國公債)仍是績效表現最佳的金融商品，無論在流動性或安全性都是最好的，且在金融危機前分散配置的投資組合反而更具風險，因許多信用產品在金融危機時，在流動性及收益率方面都出現嚴重的問題；以傳統檢視最適外匯存底規模的方法不再適用，且當金融危機來臨時，擁有較多外匯存底的央行，其經濟體所受的衝擊亦較少。

### （三）負利率時代

2012 年 7 月 6 日，丹麥央行面對歐債危機時率先實施負利率政策，全球經濟陷入低通膨及負利率的時代，外匯存底管理當局再度遭遇挑戰，該如何在持有龐大外匯存底規模下，更有效率的運用外匯存底，創造更高的收益率？因此，分散投資組合及最適外匯存底規模等議題再度浮上檯面，近年來許多央行持續

增加不同的外幣投資，如澳幣、加幣及人民幣等；另外亦增加其他投資標的，如黃金，抗通膨債券、投資等級公司債、新興市場公債、股票及ETF等。

#### 四、建議事項

- (一) 外匯存底管理傳統上著重安全性與流動性，但面對人口老化與社會福利支出日益提高的情況下，社會輿論對外匯存底操作績效的要求日益提高，尤其面對負利率政策的環境下，使得外匯存底資產管理方式變得更為專業，各國央行為因應新的挑戰，多以科學化的方式逐步建立新的外匯存底管理目標與架構。本行外匯存底管理人員應逐步發展外匯存底的管理目標與架構，以科學化的方式管理外匯存底並提高操作績效。
- (二) 負利率時代下，投資高信用評等政府公債面臨空前挑戰。由於各國央行不斷採行非傳統的寬鬆貨幣政策，導致負利率債券比重屢創新高，對外匯存底獲利性衝擊甚大，因此必須建構良好投資準則過程與風險管理系統，維持穩定的獲利。
- (三) 由於負利率政策導致中長期債券殖利率隨短期債券下滑，為追求收益，外匯存底管理者常會以放寬信用標準與延長存續期間因應，短期雖可達成盈餘目標，但長期來看風險更高，甚至導致未來的損失，因此在追求短期盈餘目標下，亦需思考中長期的因應對策。

## 參考資料

1. Nicola Mai and Peder Beck-Fris (2019), “Negative Rate: Negative View”, Viewpoint November 2019, PIMCO, pp 1-8.
2. Agustin CarstensSelva Demiralp, Jens Eisenschmidt, “Thomas Vlassopoulos (2019), Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks’ reaction to unconventional monetary policy in the euro area”, ECB, Working Paper Series, pp 2-8.
3. Jing Cynthia Wu and Fan Dora Xia (2018),” The negative interest rate policy and the yield curve”, BIS, Working Papers No 703, pp 2-5.
4. Katrin Assenmacher and Signe Krogstrup (2018), Monetary Policy with Negative Interest Rates: Decoupling Cash from Electronic, IMF, Working Papers, pp 20-24.
5. James Politi (2019), IMF chief asks staff to examine consequences of negative rates, Financial times, 8<sup>th</sup> October 2019.