

出國報告（出國類別：其他）

參加「第四屆中國金融市場分析年會」

出國報告

服務機關：臺灣金融控股股份有限公司

姓名職稱：副總經理 陳素甜

派赴國家：中國北京

出國期間：2009年7月18至7月20日

報告日期：2009年10月20日

目 次

摘 要.....	1
壹、研習目的.....	3
貳、研習過程.....	4
參、研習心得.....	7
肆、建議事項.....	16

摘 要

奉派參加本年 7 月 18 日於中國北京舉行，為期 2 天之「第四屆中國金融市場分析年會」，與會者 220 餘人，議題涵蓋國際經濟、中國重點產業分析、金融市場情況分析與投資策略等。目的在協助與會者瞭解與掌握 2009 年下半年中國金融市場之機會與風險。

二天年會的議程安排相當緊湊，與談人演講相關內容放在專屬網站供閱 (<http://business.sohu.com/s2009/tzfx09>)。個人主要心得摘述如下：

- 一、金融分析師、經濟學家及金融從業人員對於經濟問題的探討，必須注意區分結構性問題與周期性問題。
- 二、美國不會如日本出現所謂失落的 20 年。
- 三、中國房地價格未來將越攀越高。
- 四、中國經濟成長動能向以出口為主，金融風暴後多以投資支撐，未來則將倚賴內需增長。
- 五、國際油價在 2009 年很難超過每桶 80 美元的水平，2010 年倘全球經濟進入復甦軌道，油價可能呈現上升走勢。
- 六、黃金在資產配置中的主要作用，不在對抗通膨或增值獲利，最重要在於對抗不確定性，尤其是信用風險。
- 七、中國經濟在 2009 年上半年確立復甦趨勢，惟屬資金面帶動之繁榮，可能產生資產泡沫。
- 八、中國經濟增長是人口現象，也是城市化的結果。
- 九、中國大陸創業板的創立可有效帶動創投市場發展。
- 十、中國大陸經濟指標及特性集錦。

鑑於本公司旗下子公司赴大陸設立據點在即，建請往後賡續指派同仁參與類似之研討會，藉以增進對大陸市場之瞭解並累積人脈，俾利未來業務拓展。另一方面，建請子公司臺灣銀行經濟研究處、企劃部、徵信部及法律事務處等單位，加強投注人力研究中國大陸金融政策、金融體系銀行業擴展概況、產業政策、臺商概況及經濟金融情勢等資訊，作為集團西進策略知識庫，研究成果並提供各界參考，樹立國內財經領導品牌地位，從而對臺灣金融產業作出貢獻。

壹、研習目的

應中國國務院發展研究中心金融研究所邀請，奉派參加本年 7 月 18 日於中國北京舉行，為期 2 天之「第四屆中國金融市場分析年會」。

該年會係由中國國務院發展研究中心金融研究所及中國企業聯合會指導，參加者以中國官方代表、知名政策專家及金融機構人士為主，旨在就金融市場上廣泛關注的宏觀經濟和金融調控等問題，以及中國重點產業、資本市場、商品市場、房地產市場及外匯市場發展與趨向，進行專題分析，建立意見交流與知識平台，以協助中國金融市場研究分析與投資決策的專業人士，瞭解與掌握 2009 年下半年中國金融市場的機會和風險，俾利其在全面瞭解政策與市場的走向下，能理性地制定和調整相關的投資策略。

思忖此行，雖僅短短 2 天的期程，但卻是趟豐收之旅，有知性的啓發，亦洋溢著感性的體驗，除得以有機會瞭解整個中國金融市場投資的政策發展與市場趨勢外，尚有助於提升本公司能見度與個人視野，同時以學術交流為基礎，建構本公司的人際網絡，進而強化集團赴大陸布局的策略規劃與未來業務拓展。

貳、研習過程

一、出國過程

7月17日由桃園機場搭機直飛北京參加7月18日及19日舉行之分析年會，20日晨由北京搭機返回臺灣。

二、與會對象

- (一) 證券、基金、保險、期貨等金融機構市場研究和投資決策部門主要負責人。
- (二) 各商業銀行、政策性銀行支行長以上管理人員。
- (三) 從事市場研究、投資銀行、貴賓理財、金融創新、衍生商品交易、計劃財務相關部門主管。
- (四) 私募基金、上市公司、大中型企業集團、投資公司等投融資事務負責人。
- (五) 會計師事務所、律師事務所、投融資諮詢公司等專業仲介機構主要負責人。

三、研習時程

自2009年7月18日至7月19日止。

四、研習地點

中國北京。

五、議程內容

第四屆中國金融市場分析年會—暨第四屆中國註冊金融分析師年會 議程	
7月18日上午 環球市場與中國經濟解讀 主持人：許玉道 中國註冊金融分析師培養計劃執行辦公室主任	
9:00-9:45	國際經濟及金融市場形勢分析 龔方雄 摩根大通董事總經理、中國區首席經濟學家
9:45-10:30	進出口貿易狀況及前景分析 隆國強 國務院發展研究中心對外經濟研究部副部長
10:30-11:15	固定資產投資與產業振興計劃實施情況分析 王一鳴 國家發改委宏觀經濟研究院常務副院長
11:15-12:00	下半年貨幣政策分析 夏斌 國務院發展研究中心金融研究所所長
7月18日下午 商品市場與資產價格分析 主持人：許玉道 中國註冊金融分析師培養計劃執行辦公室主任	
14:00-14:45	中國資源類產品價格形成機制改革 任興洲 國務院發展研究中心市場經濟研究所所長
14:45-15:30	國際政治經濟秩序博弈下的原油價格分析 李向陽 中國社會科學院亞洲太平洋研究所所長
15:30-15:45	會間休息 (15分鐘)
15:45-16:30	房地產市場分析：價格與銷量 黃瑜 中國指數研究院常務副院長
16:30-17:15	當前環境下國際黃金價格走勢分析與投資建議 張炳南 中國黃金協會副會長
17:15-18:00	銅及有色金屬行業供求、價格形勢分析 尚福山 中國有色金屬工業協會副會長

7月19日上午 市場流動性與新機會 主持人：範建軍 國務院發展研究中心金融所博士	
9:00-9:35	上半年中國經濟資料解讀 姚景源 國家統計局總經濟師
9:35-10:10	市場流動性與通貨膨脹分析 王國剛 中國社會科學院金融研究所副所長
10:10-10:45	2009年資本專案監管與走出去戰略 孫魯軍 國家外匯管理局資本專案管理司副司長
10:45-11:20	創業板與資本市場新機會 王歐 中國證監會研究中心研究員（副局級）
11:20-11:55	商業銀行併購貸款專案評估與風險控制 程斌宏 中國工商銀行投資銀行部重組併購處長
7月19日下午 重點行業與資本市場策略分析 主持人：吳慶 國務院發展研究中心金融所研究員	
14:00-14:45	中國重點產業景氣分析 楊建龍 國務院發展研究中心產業部副部長
14:45-15:30	下半年金融市場方向選擇 婁剛 摩根史丹利執行董事、中國策略師
15:30-15:45	會間休息（15分鐘）
15:45-16:30	經濟復甦中行業選擇與資產配置 李迅雷 國泰君安總經濟師、首席經濟學家
16:30-17:15	機會、風險與下半年市場策略 邱勁 中國國際金融公司研究部董事總經理
17:15-18:00	下半年保險基金投資策略思考 錢小安 中國人壽資產管理公司投資研究部總經理
18:00-18:10	致閉幕詞 許玉道 中國註冊金融分析師培養計劃執行辦公室主任

資料來源：搜狐財經 <http://business.sohu.com/s2009/tzfx09>

參、研習心得

此次奉派參加第四屆中國金融市場分析年會，係個人首次赴北京，與會者 220 餘人來自大陸各地。在兩整天的會議中，台上台下俱是所謂“大陸同胞”，身為唯一“臺客”，感覺相當奇特。

經由媒體報導早知奧運後的北京各種建設已有長足進步，當親臨目睹仍頗受震撼。長安大街最寬處雙向車道共 20 線，金融街大樓林立，李嘉誠家族興建的辦公大樓及購物商場既大又氣派，咱們臺北與之相較似乎遜色不少。但當親眼看到華麗大樓內的服務小姐，竟然旁若無人將一口大痰吐在明淨的地板上，所有美好印象頓時破滅，誠所謂硬實力可以追趕跑跳，軟文化則須長期淬煉。依此觀之，祇要我們好好加油，充分發揮文化底蘊和創意，臺灣仍有發展空間。

二天的議程，講題涵蓋總體與個體，19 位講師輪番上陣，口若懸河，一時之間讓我心有所感，其實這何嘗不是大陸經濟崛起的展現，在彰顯實力的同時，也不忘了行銷訴求，本次所有與談人的內容均置放網路供閱，有興趣的同仁可上網 (<http://business.sohu.com/s2009/tzfx09>) 瀏覽。為使長官及同仁可以最少的時間掌握梗概，謹就與金融業相關性較高的資訊與論述，擇要摘述如下：

一、金融分析師、經濟學家及金融從業人員對於經濟問題的探討，必須注意區分結構性問題與周期性問題

一般人常犯的錯誤就是把結構性問題和周期性問題混在一起做分析，並據以下結論。以美國為例，偏高的財政赤字不利未來繼續採取刺激性經濟措施，亦即美國政府進一步採取刺激景氣的能力相對有限。惟此項限制並不妨礙其周期性的景氣復甦，因為周期性復甦靠的是消費信心恢復與存貨調整。現階段美國儘管結構性問題依然存在，但整體經濟已朝周期性復甦之路邁進。

二、美國不會如日本出現所謂失落的 20 年

根據理論，經濟成長主要依賴勞動生產力的提高及勞動力的成長。日本由於是一個高齡化的社會，人口出生率持續下降，城市化過程已經結束，勞動力無法增長。而勞動生產力的提升靠的是技術創新，日本長期以來少有原創性的技術發明，多藉由將他人的原創發揮到淋漓盡致的境界，從而享有比原創更豐碩的果實。

由於全球近年來缺乏大規模技術發明與突破，日本經濟因而持續低迷 20 年。反觀美國，由於採取開放的移民政策，吸納全球精英赴美發展，人口結構未見老化，加上吸納來的優秀人才經常帶動創新，經濟成長動力源源不絕。另一方面，

去年發生的全球金融風暴雖然讓美國的銀行及股市受創，但並未嚴重傷害美國實體經濟的核心競爭力，以一台價值 1000 美元的 PC 為例，其中 300 至 400 美元是英特爾製造的 CPU，另外 300 至 400 美元是微軟的作業系統，剩下 200 至 300 美元的部分才由全球各地的廠商競分，顯見電腦產業真正的核心技術仍在美國。

美國產業第二個核心競爭力存在軍火工業體系，全球愈是烽火戰亂，受益最多的就是美國軍火工業。至於美國第三個核心競爭力是在生物科技工程及醫療設備上，全球很多醫院高科技的設備是由 GE 製造，美國在此等領域的技術是引領風騷的。

準此以觀，美國不可能如日本發生所謂失落的 20 年。一般預估，未來美國的潛在經濟成長率應有 2% 左右水準，雖明顯低於金融風暴前的 3%，惟若近期內能夠在新能源或生物科技工程領域出現技術大突破，則經濟成長率仍可望大幅提升。

三、中國的房地價格未來將越攀越高

分析中國的房價就得先探討中國的土地資源。中國國土面積和美國差不多，但中國的可耕面積不到美國的一半，而中國人口又是美國的 4 倍，所以中國的人均可耕地不到美國的八分之一。在這種情況下，中國的地價當然會越來越高，都市化的過程又會不斷地占用可耕地，影響所及，中國的房

價也會不斷推升，縱有回跌，終將再創新高。

四、中國經濟成長動能向以出口為主，金融風暴後多以投資支撐，未來則將倚賴內需增長

長時期以來，中國大陸經濟成長的主要動力源自出口，2008年下半年全球遭逢金融風暴，大陸為穩定外需，截至2009年5月陸續採取包括：完善出口信用保險、提高出口退稅率、解決外貿企業融資問題、減少外貿企業費用負擔、完善加工貿易政策及支持企業「走出去」俾帶動出口等六大措施，該等措施能否發揮效果尚待觀察。

值得注意的是，2009年上半年中國大陸經濟成長最主要的支撐力道是來自於投資，尤其是國有部門的投資，因為在政府四萬億人民幣投資計畫中，最大板塊就是“鐵公機”（鐵路、公路、機場），其中鐵路投資在2009年上半年增幅高達126%，至於民間部門由於製造業獲利尚未恢復，整體投資動能猶待提升。

展望未來，由於全球景氣復甦尚不十分明確，傳統以出口為經濟成長動能的發展模式已不可恃，以政府投資為主導的模式又須要有最終的消費力道支撐。影響所及，中國為確保經濟持續成長，必須以提振國內消費為藥方。政府必須設法降低儲蓄，提高消費，以帶動經濟增長的續航力。

五、國際油價在 2009 年很難超過每桶 80 美元的水平，2010 年倘全球經濟進入復甦軌道，油價可能呈現上升走勢

先就影響油價的需求面因素分析，由於多數人認為全球經濟最壞的情況已經過法，今年下半年將是觸底回穩階段，2010 年可望步入復甦軌道，儘管復甦過程可能非常緩慢，但祇要經濟邁向復甦，對石油需求將會增加，石油價格可能上升。

再就影響油價的供給面因素觀之，截至今年上半年，OPEC 的剩餘生產能力已達過去幾年來的高點，按理油價應乏上漲的驅動力，但因過去幾年油價的上漲豐裕了 OPEC 國家的財政支出能力，一旦油價下跌，該等國家均將面臨入不敷出的財政困境，因此唯有推升油價才能維持渠等的收入。

此外，由於發展清潔能源乃是美國歐巴馬政府提出的重要戰略目標，而包括生質能源、風能、太陽能等清潔能源與石油能源相較之最大劣勢在於成本過高。基於低油價不利清潔能源發展，以美國為首等已開發國家必然傾向支持高油價。

六、黃金在資產配置中的主要作用，不在對抗通膨或增值獲利，最重要在於對抗不確定性，尤其是信用風險

國際金價在 2001 年每盎司約 250 美元，目前多在 950 美元以上，漲幅近 4 倍，黃金似為理想投資標的。但若拉長時

間觀察，自 1980 年至 2000 年，國際金價不漲反跌 50% 以上，黃金難調為良好投資標的。事實上，黃金最大的功用在於對抗不確定性，尤其是信用風險。由於全世界黃金產量在未來十年不會有太大的增長，加上各國民間對黃金的持有量越來越高，而且亞洲新興國家對黃金的需求益見殷切，在此背景下，黃金價格走勢將獲得一定支撐。

值得注意的是，以對抗不確定性而從事之黃金佈局必須以實金為之，而且一定要提前佈局，因為等到風險發生才佈局通常為時已晚。另一方面，由於黃金基本上應視為對抗不確定性的資產，買入價格自可不必太過計較，其占可投資資金的比重以不超過 15% 為原則。

七、中國大陸經濟在 2009 年上半年確立復甦趨勢，惟屬資金面帶動之繁榮，可能產生資產泡沫

中國大陸經濟受全球金融風暴衝擊，一般認為至少要 1 年甚至 5 年才能走出陰霾。但因大陸官方持續採取大規模激勵景氣措施，同時採取史無前例的大幅寬鬆貨幣政策，2009 年上半年新增銀行貸款 7 兆多人民幣（相當於同期 GDP 之 53%），刺激整體景氣快速復甦，全年實質 GDP 成長率可望達 9%，2010 年估計亦可達 10%。

由於景氣已然復甦，2009 年下半年之宏觀經濟政策應趨中性，2010 年上半年趨緊，下半年可能升息 2 次。

反映目前資金寬鬆情勢，2009 年下半年中國大陸股市看多，但因存有資產泡沫化疑慮，投資股市必須做好風險控制，一旦變盤重挫，一定要做好停損。

至於看好的產業則以持有大量資產的公司(如保險公司)或與消費相關的行業(高檔食品飲料、汽車或耐久性消費財等)及大宗商品為主。房地產固然也有很多專家看多，但因其與政策動向相關性太高，主管當局通常無法容忍其漲幅過高，建議以末班車行情視之。

八、中國大陸經濟增長是人口現象，也是城市化的結果

經濟成長之長周期與人口增長率密切相關，目前大陸人口仍處上升階段，意謂大陸經濟成長之長周期尚未結束(美、日及歐洲之長周期均已結束)。據估計，大陸人口上升趨勢將在 2015 年至 2020 年結束，屆時每 3 人養 1 人(1978 年係每 2 人養 1 人)。目前北京的人口結構比上海年輕(北京 3 人養 1 人，上海 3 人養 2 人)，故北京的 GDP 增長較上海為高。

與人口撫養比例相關的就是城市化，城市化也是推動經濟增長之主要動力。目前大陸城市人口占 45%，未來可能上升至 60% (美國已達 80%以上)。綜之，大陸在人口上升趨勢尚未結束及城市化持續進行之大前提下，經濟成長動力仍強，縱有放緩，終將維持正成長局面。

九、中國大陸創業板的創立可有效帶動創投市場發展

自 1991 年至 2000 年，隨著 NASDAQ 的發展，美國風險投資的資本總額由 23 億美元增加為 1,000 多億美元，所投資企業數量則由 970 家增加為 5,600 多家。另自 2000 年至 2006 年美國風險投資機構所投資之中小企業家數增逾 28,000 家。

在韓國 KOSDAQ 市場，自 1998 年至 2006 年，創投企業所投資之企業家數亦由 2000 多家激增為 1 萬多家。

中國大陸經過 10 餘年的努力，創業板市場即將啟動，證監會為降低可能的炒作帶來的傷害，將加強健全發行體制(如將保薦人責任由 2 年延長為 3 年)，並推出創業板合格投資人制度(要求投資人對於市場風險特徵與交易制度應具基本認知)。

十、中國大陸經濟指標及特性集錦

(一)目前大陸經濟產值約 30 兆人民幣，對外依存度(進出口總額除以國內生產總額)為 60%，意謂大陸 60% 以上之經濟活動與世界經濟景氣密切相關。

(二)大陸改革開放 30 年來實質經濟成長率平均為 9.8%，2009 年上半年為 7.1%，其中投資貢獻 6.2%，消費貢獻 3.8%，貿易貢獻為負 2.9%。

(三)大陸糧食在過去幾十年來都是以 5 年為一個周期，5 年當

中，通常 2 年豐收，2 年平產，1 年歉收。惟 2009 年已是連續 6 年度夏糧豐收，因此糧食收穫要想繼續取得好收成，秋糧的豐收十分重要。平均而言，大陸夏糧佔 25%，秋糧佔 75%，截至 10 月 13 日，大陸全國已收穫秋糧作物(8.12 億畝)占應收面積達 71.4%。

(四)大陸消費結構正值由衣食向住行升級階段，在這個階段外在危機和困難雖可能影響升級速度，但不致造成根本性變化。

(五)2008 年全球併購規模一反前 5 年成長態勢大減 1/3，惟中國國內的併購規模卻反向成長 30%，主要由於政府鼓勵中央企業整併地方企業所致。

(六)大陸 CPI 組成中有 1/3 為食品類(臺灣食品類占 CPI 比重為 26.08%)，其各月與上年同期比較之年增率與貨幣供應量 M_1 之年增率存在高度相關，時間落差約 6 個月，例如 2008 年 11 月 M_1 年增率最低為 6.6%，半年之後 CPI 年增率亦降至負 1.1%之谷底。

(七)截至 2007 年 6 月底，大陸中小企業有 4,200 多萬家，占全國企業總數 99.8%，吸納了 75%的城鎮人口和農村轉移勞動力就業，其中經工商部門註冊之中小企業為 460 萬戶，個體經營戶達 3,800 多萬戶。另在 40 個行業中，中小企業在 27 個行業所占比重超過 50%。顯見中小企業不僅是國家

經濟的“脊梁”，也是維護社會穩定的要素。

肆、建議事項

- 一、建請繼續派同仁赴大陸參加類似之研討會，藉以累積對大陸金融及產業之政策面及實務面的瞭解，尤其本金控集團赴大陸設立據點在即，多參與相關研討會，尚可建立產業人脈與資源，有利未來業務拓展。另外，大陸主講人的研究深度與表達技巧，亦有值得借鏡之處。
- 二、任何業績的質變都來自於量變的積累，鑑於國內金融業競爭激烈，利潤創造不易，赴大陸發展已成台灣金融業積極佈局之重心。盱衡本金控集團對大陸經濟金融市場之瞭解尚非深入，希望集團內研究能量儘速累積發揮效能。由於個人曾在臺銀服務 30 年，其中 10 餘年係在經濟研究處工作，對於臺銀具備研究能量之單位較為熟悉，謹以野人獻曝之情，試提下列方向，建請長官請各相關單位積極研究：

(一)臺銀經濟研究處

該處歷史悠久，人員配置約 30 人，但因例行報告編製佔用極多人力，近年來少有專論提出。建議該處全面檢討各類報告存廢之必要性，同時調整例行性報告之內容與方式，儘量擷節人力，從而投注大量資源針對大陸金融制度及金融體系之發展沿革、現況及前景做專題分析並長期追蹤，以做為

本公司及三家子公司未來赴大陸佈局發展之參考。

(二) 臺銀企劃部

該部職司臺銀子公司業務擘劃之重責，長期以來少有研究作品，期待該部針對大陸銀行業發展茁壯成長策略提出專案分析，同時探討大陸銀行業來臺發展可能模式，並規劃臺銀因應策略。

(三) 臺銀徵信部

該部職司產業分析重責，請其深入分析大陸產業政策，臺商產業概況及地域分佈，從而找出具前景之臺商產業，俾做為銀行授信及證券承銷之參考。

(四) 臺銀法律事務處

該處在併入中信局之後人才倍增，建請其提升對大陸法規的研究能量，廣泛搜集並探討大陸金融相關法規，以做為金控及三家子公司拓展大陸及臺商業務之法務支柱。

前述各部處之研究，建議以專人專案專責方式為之。假以時日，專案研究人員可望成為特定領域翹楚，不僅可以作為集團內之顧問，亦有可能成為業界名師，為臺灣金融產業作出貢獻。