

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：其他)

「Morgan Stanley 2012 Central Bank and Sovereign Wealth Fund
Educational Seminar」

心得報告

服務機關：中央銀行/外匯局

出國人職稱及姓名：一等專員/黃寶霞

出國地區：英國倫敦

出國期間：101.06.15-101.06.24

報告日期：101.9.17

摘要

關鍵詞：銀行聯盟、財政聯盟、財政懸崖

近來因歐洲主權債務危機，對全球金融市場產生重大衝擊。雖然目前尚難準確預測衝擊程度及影響期間長短，全世界政府必須積極思索如何因應因之可能引發的連鎖反應。所幸最近歐洲央行（ECB）已積極地推出新的「直接貨幣市場交易」（OMT）計畫，再加上歐洲穩定機制（ESM）在德國憲法法庭順利過關，可望為歐盟爭取些時間，但仍無法改變歐元區內國家競爭力差異與銀行業等結構性問題，長期而言，尚需財政聯盟及銀行聯盟的推動。

在歐洲債務危機愈演愈烈之際，大西洋對岸的美國也面臨著一顆定時炸彈——「財政懸崖」。隨著愈來愈接近 2012 年底，「財政懸崖」亦時時刻刻牽動著全球市場的神經。

中國因歐美金融海嘯之故，進口需求轉為疲弱，對其經濟成長造成不少壓力。面臨此些轉變，中國既想維持經濟成長速度，又趁機調整社會經濟結構，將設法增進民間投資與居民消費，以為經濟成長之新動能。

本篇報告謹就 Morgan Stanley 對各項總體經濟議題分析在本文的第貳至第伍部分加以說明，包含全球、歐洲、美國及中國的經濟展望。最後第陸部份為本篇報告的結論與建議，針對政府債券及外匯方面提出建議與看法。

「Morgan Stanley 2012 Central Bank and Sovereign Wealth Fund
Educational Seminar」心得報告

目 錄

壹、 前言.....	4
貳、 全球經濟展望.....	5
參、 歐洲的未來.....	11
肆、 美國的經濟展望.....	20
伍、 中國的經濟展望.....	26
陸、 結論與建議.....	29
參考文獻.....	31

壹、前言

^職奉派於 101 年 6 月 15 日至 24 日赴英國倫敦參加 Morgan Stanley 所舉辦之中央銀行暨主權基金研討會。該研討會共有 60 名來自亞洲、歐洲、非洲及美洲之中央銀行及主權基金等代表與會。會議期間討論主題範圍廣泛，涵蓋當前全球金融經濟情況及未來趨勢分析，並聽取 Morgan Stanley 之交易主管對有關債券、外匯、新興市場、商品及股票等各種資產類別之投資觀點。

近來因歐洲主權債務危機，對全球金融市場產生重大衝擊。雖然目前尚難準確預測衝擊程度及影響期間長短，全世界政府必須積極思索如何因應因之可能引的連鎖反應。所幸最近 ECB 已積極地推出新的「直接貨幣市場交易」(OMT) 計畫，再加上歐洲穩定機制 (ESM) 在德國憲法法庭順利過關，可望為歐盟爭取些時間，但仍無法改變歐元區內國家競爭力差異與銀行業等結構性問題，長期而言，尚需財政聯盟及銀行聯盟的推動。

在歐洲債務危機愈演愈烈之際，大西洋對岸的美國也面臨著一顆定時炸彈——「財政懸崖」。隨著愈來愈接近 2012 年底，「財政懸崖」亦時時刻刻牽動著全球市場的神經。

中國因歐美金融海嘯之故，進口需求轉為疲弱，對其經濟成長造成不少壓力。面臨此些轉變，中國既想維持經濟成長速度，

又趁機調整社會經濟結構，將設法增進民間投資與居民消費，以
為經濟成長之新動能。

本篇報告謹就Morgan Stanley對各項總體經濟議題分析在本
文的第貳至第伍部分加以說明，包含全球、歐洲、美國及中國的
經濟展望。最後第陸部份為本篇報告的結論與建議，針對政府債
券及外匯方面提出建議與看法。

貳、全球經濟展望

一、Morgan Stanley 認為現在的全球經濟正處於後泡沫時代，

是一個和過去時代顛倒的世界（Upside Down）：

- 增加槓桿操作 vs. 去槓桿化
- Goldilocks 經濟¹ vs. BBB 復甦
- 通貨膨脹減緩 vs. 通貨膨脹
- 正實質利率 vs. 負實質利率
- 中央銀行貨幣政策主導 vs. 財政激勵措施主導
- 市場規則 vs. 政治規則

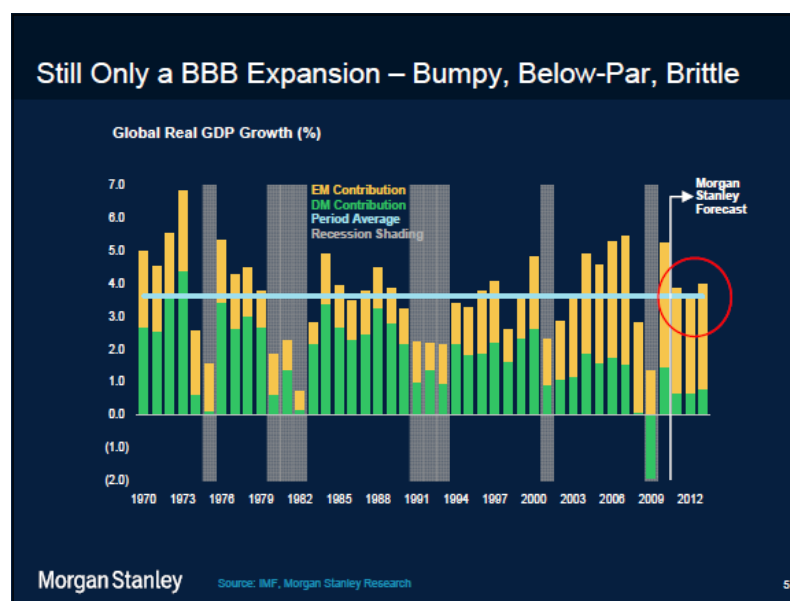
¹ Goldilocks 經濟係指不過熱、不過冷的經濟，維持著溫和的經濟成長及低通貨膨脹率，允許對市場友善的貨幣政策。此名詞首先見於1992年Soloman Brother的David Shulman "The Goldilocks Economy: Keeping the Bears at Bay"。

二、目前全球經濟擴張特性：

(一)BBB 復甦 (BBB recovery)：

由任職於 Morgan Stanley 的 Joachim Fels 所提出，係指顛簸 (Bumpy)、低於長期平均值 (Below-par) 及脆弱的 (Brittle) 全球經濟擴張 (如圖 1)，尤其在已開發國家中最為明顯。BBB 復甦源自於三重去槓桿化行動：美國家計部門、歐元區銀行部門及歐元區公共部門的去槓桿化。

圖 1、BBB 擴張—顛簸、低於長期平均值、脆弱



(二)貨幣政策依賴症：

- 1、因全球寬鬆貨幣政策，以及非金融業的企業部門所展現健全的資產負債表，其帶來的正面效果抵銷了

部份的逆境，但也使得實質利率保持為負值。這些正反力量的拉扯，反應在全球 GDP 預測值，今(2012)年預測值為 3.5%及 2013 年 3.8%，與長期平均成長率大致類似，但相較於信用擴張期間的平均成長率，則約略低 1.2-1.7%。

	Real GDP(%)			CPI Inflation (%)		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
全球經濟	3.9	3.5	3.8	4.4	3.4	3.1
G10	1.3	1.3	1.4	2.6	1.9	1.4
新興國家	6.4	5.6	6.1	6.2	4.8	4.8

資料來源：Morgan Stanley Reserch forecasts

2、近幾個月來，全球中央銀行已送出第三帖處方，Morgan Stanley 稱之為「The Great Monetary Easing Part Two」，簡稱為 GME2。在這麼多貨幣刺激措施下，人們產生二個疑問：

(1) 全球的 GME2 現在要結束了嗎？

(2) 這些刺激措施有效嗎？

Morgan Stanley 的簡答是：

(1) 尚未結束。

(2) 有效。

但若是詳答就有些複雜了。

3、GME2 係自去年底開始，首先登場是 ECB 的降息及長

期再融資操作（LTROs），英格蘭銀行及日本銀行另一波寬鬆政策，以及美國聯準會發表的溫和言論。第二帖處方則由新興國家如巴西、印尼、印度及中國等中央銀行送出。第三帖則由新興國家及已開發國家央行聯手出擊，在 ECB、中國人民銀行及英格蘭銀行之後，巴西央行及南韓央行亦於今年 7 月間加入國際央行寬鬆貨幣政策之列。若過去 10 個月來沒有這些央行行動，在歐元主權債務危機、油糧價格逐漸上升及美國「財政懸崖」逼進的不確定性下，BBB 擴張有可能逐漸反轉變成二次全球性衰退。

4、Morgan Stanley 認為 GME2 尚未結束，並預期在今年年底前還會有更多樣式的貨幣政策藥方陸續端出。如果全球經濟下行風險升高，尤其是在歐元區及英國，更進一步的寬鬆措施的機率亦隨之上升。理由如下：

（1）因國際油價已從 2008 年的最高點下跌，再加上經濟成長減緩，許多新興國家及已開發國家的通膨壓力近期已減緩。

（2）當美國「財政懸崖」逐漸逼進，及歐元區債務危

機尚未整理好，在已開發國家中，BBB 復甦變得更加顛簸 (Bumpy)、低於長期平均值 (Below-par) 及脆弱的 (Brittle)。

(3) 最後但並非最不重要的一點，已開發國家的政府仍繼續需要他們的中央銀行強而有力的幫忙，用低名目利率並且是負實質利率來融通他們的財政赤字。

5、在去槓桿化、歐元區令人擔憂的未來、及美國「財政懸崖」所造成的不確定性影響下，GME2 的效果多少受到影響。但經由以下三個途徑，寬鬆政策仍將持續發揮其功效：

(1) 在已開發國家，去槓桿化已妨礙了貨幣政策在真實經濟活動中的傳遞效果，但大多數新興國家並未面對如此之逆境。

(2) 在已開發國家，貨幣政策的主要貢獻在於防止通貨緊縮預期的發生，因通貨緊縮的預期將可能導致衰退和惡性通貨緊縮相伴發生。過去四年來，每當通貨膨脹的預期消失，已開發國家的央行立即以傳統或非傳統的寬鬆政策，推使通貨膨脹的

預期重新燃起，以避免日本模式的通貨緊縮。

(3)最後但並非最不重要的一點，各種形式的 GME2 用極低的名目利率。並且是負實質利率，使深陷負債的政府（除了歐元區邊陲國家）得以持續融通其財政赤字。當私人部門節約開銷時，這使得財政政策得以支撐國內需求。

(三)經濟成長速度多重分歧：

1、係指新興國家 vs. 已開發國家，已開發國家之間，歐元區國家之間經濟成長速度不一（如圖 2）。新興國家對全球經濟成長的貢獻度雖然已達到 80%（如圖 3），但目前全球經濟已步入減緩，新興國家的成長動能將無法持久，亟需結構性改革。

圖 2、G3 及歐元區內各國經濟成長分歧

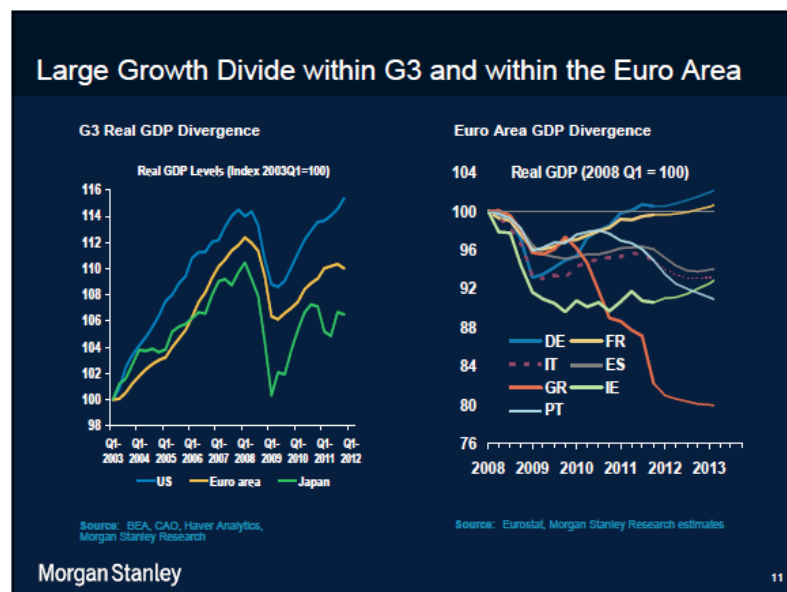
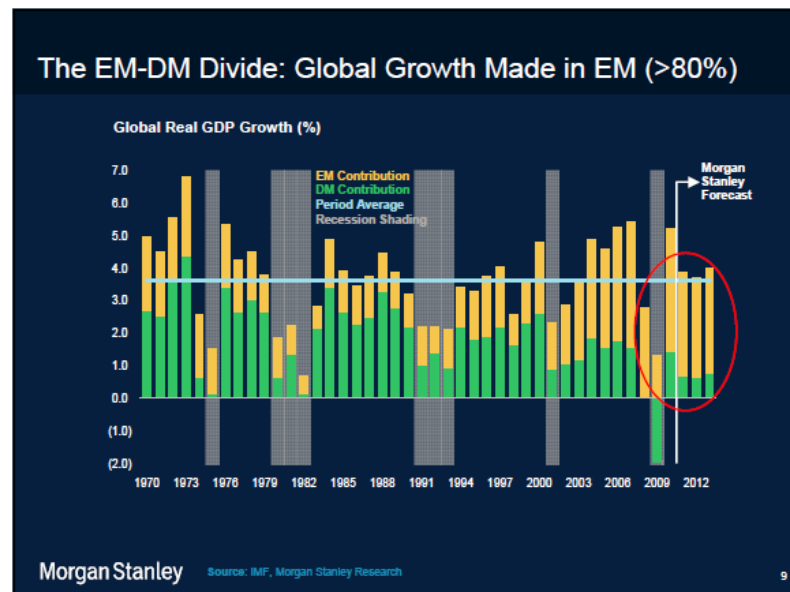


圖 3、新興國家對全球經濟成長的貢獻度已達 80%



2、新興國家正同時面臨內外衝擊挑戰，使得舊式的出口導向經濟成長模式已不復存在。外來的衝擊是已開發國家疲弱的消費需求、已開發國家當地製造業的重生、以及外部融資風險。內部的衝擊是出口導向經濟成長，意味著重要資源長期被忽略分配給國內需求的。而積極的出口激勵政策將使得這種不平衡更加惡化。為提高潛在的產出成長，新興國家各項激勵政策必須使國內需求獲得「適當」資源。

參、歐洲的未來

一、兩年多來，歐元區的決策者已採取若干權宜措施以因應債

務危機，如 EFSF (European Financial Stability Facility — 歐洲金融穩定基金) 暫時性紓困及 ECB 流動性準備等。然而上述措施僅是為了爭取時間，直到歐元區最主要缺陷處（缺乏財政聯盟及缺乏對政府最後的資金融通者）建立起來。但可惜的是截至目前為止，大都僅流於口頭討論階段，進展有限，而市場對此已逐漸失去耐心及信心。

二、根據 Morgan Stanley 的分析，若以經濟整合或分歧，財政/政治聯盟或政治分裂為經緯分析，歐洲的未來可分成下列四種情形

(一) 跌跌撞撞中 (機率 40%)：

- 1、財政聯盟陷入泥淖中，緊張升溫。
- 2、嚴格的改革及調整努力獲得成效。
- 3、歐洲蹣跚而行但未跌倒。

(二) 歐元區分裂 (機率 35%)：

- 1、政治及社會緊張升溫。
- 2、改革及重新平衡失敗。
- 3、歐元崩解。

(三) 義大利式婚姻 (Matrimonio all' Italian) (機率 15%)：

- 1、進行財政/政治聯盟。

2、大型經濟體仍分歧。

3、需要大規模財政移轉。

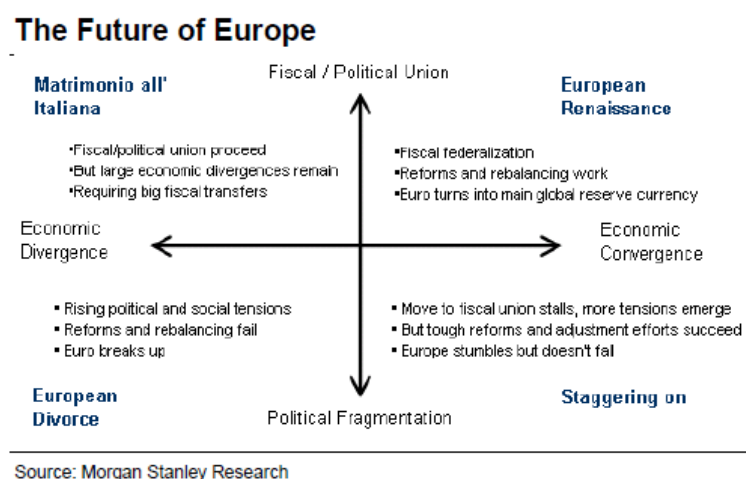
(四)歐洲復興（機率 10%）：

1、財政聯盟。

2、改革及重新平衡生效。

3、歐元變成全球外匯存底之主要貨幣。

圖 4、歐洲的未來



三、歐元區各政府應採取永久解決措施而非權宜措施的時間已

愈來愈緊迫。為了避免歐元區可能瀕於分裂，持久解決措

施必須建構出三大關鍵區域：財政聯盟、銀行聯盟及 ECB

在財政聯盟及銀行聯盟所扮演的角色。依據 Morgan

Stanley 分析，永久解決歐元區危機的五個關鍵步驟如下：

(一)積極的 ECB 策略行動：

應採取更多的長期再融通操作（LTROs）——更長的到期

日及更寬鬆的擔保規定，以及大規模的公私部門債券購買計劃（數量寬鬆）；但此些行動僅能爭取時間直到實施以下第二至五步驟。

（二）透過 EFSF/ESM（European Stability Mechanism—歐洲穩定機制）對邊陲地區銀行進行資本重整：

間接透過國家主權或直接透過 EFSF/ESM 對邊陲地區銀行進行資本重整，從而 ESM 可得知銀行狀況；但此步驟也僅是爭取時間的暫時性措施。

（三）聯邦存款保障計畫：

政府同意聯合擔保歐元區銀行之存款，但此需要時間來達成，從而亦需前二項步驟同時進行。

（四）財政聯盟：

政府同意朝向聯合融通及財政移轉機制，惟此需要修改歐盟條約和國家憲法，並制訂條約，故而需要第一及二步驟作為銜接。

（五）ECB 成為歐洲聯邦的官方最終融通者：

使歐洲政府債券在危機時分仍屬無風險資產，但其必要條件為變更歐盟條約及實施以上四個步驟。

四、財政聯盟：

(一)Morgan Stanley 對財政聯盟的定義為：能將跨國財政資源聚集起來的任何安排，以確保有償債能力的國家能夠以其可負擔的利率取得融通資金。換言之，運用財政移轉機制，以支援受困的會員國。其二項要素為：

1、聚集跨國財政資源於一處。

2、紀律——為了避免某些國家利用跨國財政資源而產生的道德風險，故必須對該國家之預算施以某種「聯邦控制」的形式。

(二)財政聯盟需要某種「取捨」：弱國接收來自強國在資產負債表及財政上的可信賴度，其代價是必須放棄部份主權。這就是財政聯盟受到部分阻撓的原因：某些國家不願將其財政資源供他國使用，而某些國家則不願意放棄部份主權。

(三)財政聯盟形式的安排充滿無限想像空間，大多數的提議是至少對已存在的債券且/或將發行的債券有聯合或部分法律責任，並承諾以部分稅收來償還上述債務。Morgan Stanley 認為歐洲償債基金（European Redemption Fund）擁有類似歐元債券（Euro Bond）的部分好處，且有較高程度的政治可行性。

五、銀行聯盟：

(一)必須建立銀行聯盟的原因：貨幣聯盟係透過單一貨幣的建立來完成一個可以讓銀行服務及資本跨境自由流動的單一市場。當銀行經由經濟規模轉變成跨境、跨國的銀行時，銀行也必須被跨國監理，無論其生（法律規範及資本重整）與死（清算重組）均須受到相同的規則及限制。簡言之，一種貨幣需要一套統一的金融監理規則，而此監理規則範圍須涵蓋整個歐元區。

(二)完整的銀行聯盟應具有三個組成要素：

- 1、銀行存款保險機制
- 2、一個涵蓋所有金融體系的跨國聯邦監管機構
- 3、聯邦資本重整及清算重組的主管機構

(三)若是僅有銀行存款保險機制卻無跨國聯邦監管機構，將招致道德風險：

- 1、就個別銀行而言，當有存款保險支撐卻無監管時，將招來魯莽的行為。（畢竟，金融監理是存款保險機制必要的平衡力。唯一差別是面對跨國貨幣聯盟時，金融監理等級必須提高至跨國聯邦等級。）
- 2、就個別國家而言，最極端的情形是各國競相放鬆監

理以得到經濟成長內化利益，但其衍生出的成本卻由所有國家承擔。

(四)銀行聯盟與財政聯盟間的關係：

- 1、銀行聯盟是設立財政聯盟必要的第一步，因為其將使個別國家體認到在財政聯盟中必須為他國銀行體系承擔責任。
- 2、但銀行聯盟無法替代財政聯盟，因其機制尚不足以支撐貨幣聯盟。
- 3、銀行聯盟的結構必須反映出財政聯盟的結構：正如財政聯盟需要紀律要素來補充聚集財政資源的保險要素；銀行聯盟需要共有的銀行規範（及清算重組）來補充聯邦銀行存款保險機制的保險要素。

	財政聯盟	銀行聯盟
保險要素	共有的保險/聚集財政資源	聯邦銀行存款保險
紀律要素	財政協議	聯合銀行監理

- 4、銀行聯盟是貨幣聯盟與財政聯盟間必要的中途站：因銀行存款是貨幣形式的一種，故其具有貨幣的特性；又因銀行聯盟的聯邦存款保險機制需要聚集財政資源，故其亦具有財政的特性。故而，銀行聯盟是由貨幣聯盟邁向財政聯盟中重要的、決定性的里

程碑。

(五)ECB 在財政及銀行聯盟中的角色：

- 1、沒有央行的擔保，存款保障機制就無法完成，畢竟這也是央行存在的理由之一。無論如何，當央行是貨幣發行的獨占發行者，財政資源對存款保障機制的貢獻是有限的。
- 2、一個完整的財政聯盟需要 ECB 擔任資金的最後融通者，同時由其承擔對歐元區銀行業的監理責任，主要是因各方對 ECB 的信任度較高，較能確保對歐元區銀行業施以嚴格、高品質及平等的審慎監理。
- 3、另據 2012 年 9 月 7 日公佈之歐盟委員會草案提議，ECB 將從 2014 年 1 月 1 日起具備涵蓋歐元區銀行業的完全監理職權。

六、2012 年 9 月 6 日 ECB 已積極地推出新的「直接貨幣市場交易」(OMT, Outright Monetary Transaction) 計畫，整體計畫細節較市場預期優異，其施行重點如下。

- (一)債券購買規模未予限制，並將完全沖銷其造成之流動性。
- (二)受援國家須嚴格遵循 EFSF/ESM 機制下所設之「總體經濟

調整」條件；另外，ECB 可視貨幣政策是否達成或請求援助國家是否遵守該等條件等理由啟動、延續或暫停。此具有逼迫請求援助國家改革之作用，預計較以往證券購買計畫（Securities Markets Program, SMP）更具效果。

（三）購買到期年期在 1 至 3 年間之政府公債，購買範圍為次級市場主權債券。

（四）ECB 放棄所購入之成員國主權債券的優先債權人地位，並放寬 ECB 對貸款抵押品的標準。

（五）透明性：ECB 將每週公佈 OMT 所持有之債券總量及市值；並將每月公佈 OMT 持有債券平均存續期限及公債發行國家之細目。

（六）ECB 將中止先前的債券購買計畫（SMP），並將已購買之債券持有至到期日。

七、此次 ECB 方案可謂邁開了 Morgan Stanley 所稱的第一個關鍵步驟—「積極的 ECB 策略行動」。再加上歐洲穩定機制（ESM）在德國憲法法庭順利過關，可望為歐盟多爭取些時間，也讓投資人對歐債危機的信心稍為回升，並降低周邊國家的發債成本。但長期而言，這些行動尚無法改變歐元區內國家競爭力差異與銀行業等結構性問題。歐盟仍需面

對橫亘於前的重重困難，除了政治上的阻礙，歐洲經濟增長乏力、公共財政嚴重失衡、社會動盪頻繁、政局不穩因素增多等不利局勢，歐洲的未來取決於歐盟及其成員國領導人在促進經濟成長及財政政策協調、加強銀行監管和銀行聯盟方面作出結構性改革。

肆、美國經濟展望

一、財政懸崖(fiscal cliff)的衝擊

在歐洲債務危機愈演愈烈之際，大西洋對岸的美國也面臨著一顆定時炸彈——「財政懸崖」。隨著愈來愈接近 2012 年底，「財政懸崖」時時刻刻牽動著全球市場的神經。

(一)「財政懸崖」形成的原因

- 1、2001 年 1 月 20 日美國政府頒布了《經濟增長與稅收減免協調法案》，將最高所得稅稅率從 39.6%降到 35%。
- 2、2003 年，將資本利得稅稅率從 20%降到 15%，個人股息所得稅率從 35%降到 15%，減稅期間為 10 年。
- 3、前述的減稅政策本應於 2011 年底結束，但因金融危機爆發，美國經濟遭受重創，美國政府被迫將減稅

時間延長了兩年。

- 4、另為了刺激消費，自 2011 年起薪資稅率從 6.2%調降至 4.2%，同時發布兩年期（2013 年 1 月到期）的失業救助金計劃。
- 5、由於稅收的減少和經濟刺激計劃的巨大開銷，美國政府財政舉步維艱，於 2011 年 5 月正式達到債務上限，雖然最終兩黨協議提高了債務上限，但並未能就今後十年的減赤方案達成一致。而後國會設定了自動觸發機制，如果不能在 2013 年之前達成共識，這一系列之財政政策將於 2013 年 1 月依序終止或開始啟動，美國財政赤字將呈現斷崖式下跌（預估約 6,070 億美元），故稱為「財政懸崖」。

（二）「財政懸崖」的衝擊

- 1、上述優惠政策若如期結束，大約 1.6 億美國薪水階級的稅率將上升 2%，同時數百萬長期失業者將失去救濟金。這 6,070 億美元，相當於美國國內生產總值的 4%，將對美國 2013 年經濟成長構成嚴重威脅，不僅扼殺經濟復甦的萌芽，甚至可能使美國經濟再度衰退。另外，財政懸崖問題帶來不確定性，打擊

投資信心，更加劇金融市場波動。

2、美國國債債務上限的約束：2011 年 8 月調高法定債務上限達 16.394 兆美元後，在 2012 年 9 月 4 日國債已突破 16 兆美元門檻。根據目前的財政狀況，預計 2012 年 11 月底或 12 月初美國可能再次達到債務上限。一旦觸及債務上限，國會或許只有通過採取「特別措施」緊急融資來維持主權債務信用，以等待下一次提高債務上限的談判。所謂的「特別措施」——通過減持部分政府信託基金的短期國債，釋放大約 2,000 億美元融資額度，但其最多僅可維持到 2013 年 2 月。至於何時提高債務上限，將視美國大選結果不同而異，如果歐巴馬獲勝，兩黨很可能在 2012 年年底之前就調高債務上限達成共識。但如果是羅姆尼入主白宮，或者兩黨仍就降低預算赤字陷入僵局，那麼就有可能直到逼近最後期限時，在經歷艱難的談判後，才會再次調高債務上限。

二、因應之策：

(一)稅收優惠到期後，為避免再次衰退，有學者預估美國政府會讓 4,000 億~4,500 億美元的稅收優惠暫時延期，以

維持經濟復甦；同時會終止 1,500 億~2,000 億美元的稅收優惠，否則難以回應國會的減赤計畫和信評公司評析。

(二)鑒於 FED 和美國政府對於經濟復甦的堅定態度，市場上原先預測美國可能會採取下列措施以防止經濟下行風險；

- 1、推出第三波量化寬鬆政策 (QE3) 購買美國國債；
- 2、FED 購買房地產抵押擔保債券，以降低房貸成本，從而刺激房地產等消費市場的復甦；
- 3、效仿英國央行，鼓勵商業銀行給工商業企業貸款，FED 給予商業銀行優惠獎勵，即 FED 給予商業銀行一筆額外的貸款利息，以降低美國工商業復甦、再工業化的資金成本。

(三)2012 年 9 月 13 日 FED 為積極促進經濟成長與降低失業率，並對長期利率增加下降壓力，支持抵押貸款市場，協助讓金融情況更加寬鬆，宣佈將實施新一波貨幣寬鬆政策 (QE3)，主要內容包括：

- 1、每個月 400 億無限期購買機構抵押擔保債券 (Agency MBS) 直到就業市場改善為止，且未定出期限及購買總金額 (open-ended purchases)。

2、決議維持聯邦基金利率目標範圍於 0 至 0.25%，並延長維持極低利率水準的承諾至 2015 年中。

3、維持現行的「扭轉操作」(Operation Twist)，即賣出短期債券，買進長期債券，並將到期證券資金進行再投資。如此，FED 每個月將共增加 850 億美元長期證券，直至年底。

(四)寬鬆政策雖可提振市場信心，但若景氣若未能及時復甦，投資人信心究竟可以維持多久，值得觀察。況且，FED 主席 Bernanke 曾指出「貨幣政策不能消除美國面對的財政與金融風險。」，美國政府與國會仍須儘快解決財政上的僵局，避免掉入「財政懸崖」。

三、美國製造業「復興」

(一)製造業「復興」是目前美國產官學界熱門話題。金融危機後，有人對美國經濟過度金融化、虛擬經濟過度發展、產業空洞化和外包等產生質疑，認為亦是本次經濟危機發生的重要原因，故而重振製造業似乎是走出經濟困境的最佳出路。美國政府因勢利導，以重塑美國經濟增長基礎為名，於 2010 年 8 月 11 日生效的《美國製造業振興法案》(United States Manufacturing Enhancement

Act of 2010)，從預算支出、稅收、貿易等多方面推動製造業促進政策，使美國製造業率先表現出復甦，2012年5月美國製造業採購經理人指數（PMI）數據顯示美國製造業活動連續第34個月擴張，表現頗為亮眼，但近來表現卻又有所下滑。故而這究竟是周期性復甦還是結構性改善，目前尚難定論。

- （二）美國製造業的復興，並非恢復與重建傳統製造業，返回勞動密集型和資源要素性的增長模式，而是在既有產業基礎上的「再工業化」，也就是以創新技術為基礎，推動產業升級。從政策層面分析，主要由以下四方面來構建：
- 1、擴大對製造業研發和貿易促進機構之資金支持。
 - 2、政府協助打開國外市場，積極與亞太各國簽訂高層次的貿易協定，落實與巴拿馬、韓國等簽署的雙邊自由貿易協定等，為美國產品尋找可觀的國際市場。
 - 3、為製造業在美國國內的發展提供稅收優惠、保護知識產權等政策激勵。
 - 4、繼續加強在新能源與乾淨能源領域的投資，同時擴大與其他國家在可替代能源方面的合作，以培育美國在未來世界經濟競爭的制高點。

(三)這些策略的最終目的為協助美國製造業技術升級，更換資本耐久財，從而在全球市場上更有效地提高其競爭力。但是否能使企業將其在供應鏈中高附加值部分留在美國，以及能否因之創造就業機會，均尚待觀察。但不可否認，美國對其本地製造業展開復興計畫，創造工作、鼓勵創新，企圖找回昔日的輝煌，頗有美國製造再起之趨勢，「美國製造、美國消費」的年代似乎悄然來臨。

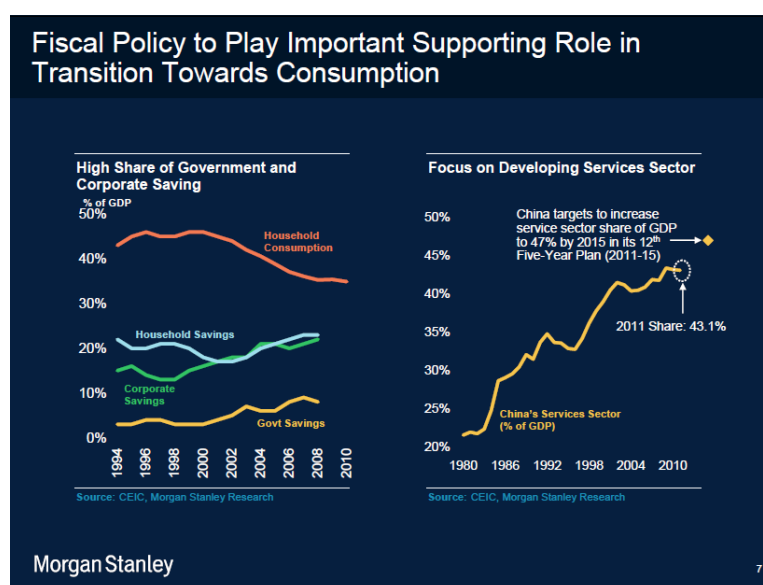
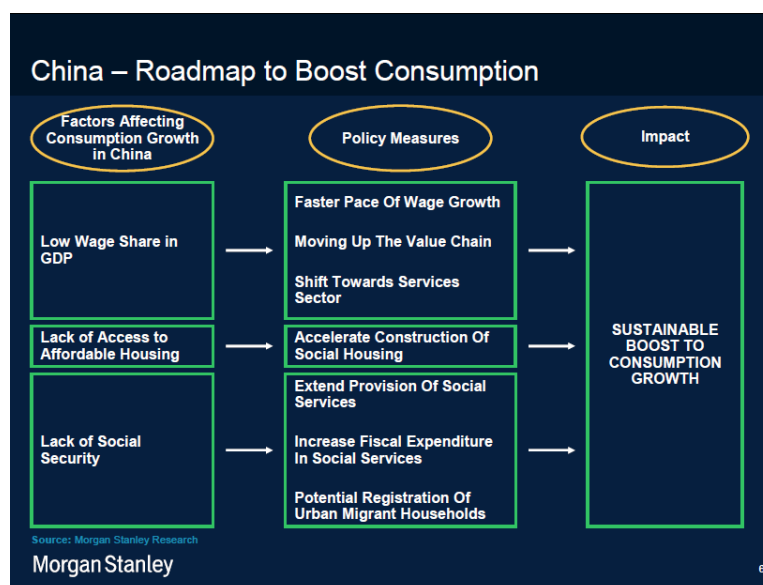
伍、中國經濟

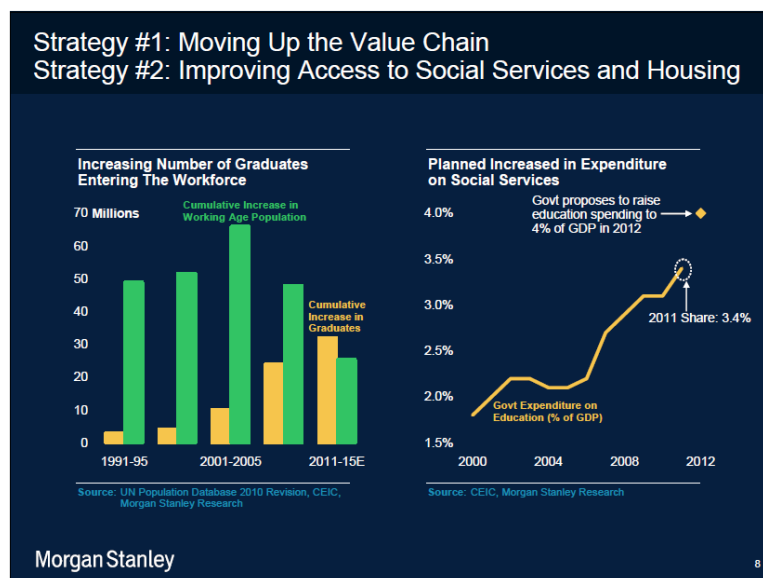
一、中國成長新動能－民間投資與消費

(一) 在過去二十年中國大陸經濟結構呈現「重投資輕消費」的特性，在產業結構上也倚賴工業成長，對其經濟成長固然有其正面支撐作用，但隨著中國大陸出口居於世界首位，各主要國家紛紛要求中國大陸開放市場並擴大內需，再加上近年來歐美因金融海嘯之故，進口需求轉為疲弱，對中國經濟成長造成不少壓力。

(二) 中國面臨此些轉變，既想維持經濟成長速度，又趁機調整社會經濟結構，就必須設法增進民間投資與居民消費。大陸以第十二個五年規劃到 2015 年的經濟政策走

向，改變的重點由數量上的成長轉變為質的提升（提昇價值鏈高附加價值部分），例如將服務業產值占 GDP 比重提高至 47%。除了增加教育支出、提高城鄉居民收入超過經濟成長率，以及擴大養老及醫療等社會安全網，擴建社會住宅及在更多地區延長結構性稅務改革等，來達到擴大民間消費，進而帶動經濟成長的目的。





二、其他經濟指標

(一)2012 年 8 月的工業生產成長年增率為 9.1%，製造業活動減緩，但存貨去化過程加速，故而近期製造商對擴大生產仍相當小心。固定資產投資成長年增率為 20.4%，保持穩定。

(二)CPI 微幅上揚，2012 年 8 月達到年增率 2%。

(三)Morgan Stanley 在貨幣政策方面，預期第 3 季及第 4 季將各有一次 25bp 的降息，以降低企業融資成本及活化融資需求。

(四)就業指數持續下滑，反應出就業市場中低度就業逐漸轉變成失業的部分壓力。雖然就業指數係經濟成長的落後指標，但假使產業活動急劇失速造成失業率持續惡化，就必須特別關注。

陸、結論與建議：

從上述全球經濟各項議題之粗略分析，還是得以窺見其中充滿了各種變數及高度的不確定性，對於如何妥適地投資，也更加具有挑戰性，或者因時因事隨機應變方為上策。

一、政府債券：

(一)有關 2012 年第 4 季美國債券，Morgan Stanley 維持較高收益率及較陡峭 (steeper) 的收益率曲線之預測。10 年期收益率將高於 2%，美國抗通膨國庫債券之隱含通膨率將更高。

1、建議賣 5 年期及買 2 年及 10 年期之美國國庫券。

2、因 FED 顯然可以容忍短期稍高於目標的通貨膨脹率，以達到就業市場明顯改善情況，故而在美國抗通膨國庫債券方面，建議持有 2y2y forward breakeven positions (即 2 年後的 2 年期隱含通膨率將走高)。

3、預期債券附買回 (Repo) 利率逐漸下滑，但將不至於如 QE1 時期那麼劇烈。因為充沛的流動性，舒緩了融通壓力及減低風險 (tail risks)，Morgan Stanley 預期 3 個月期 LIBOR 開始下滑。

(二)參酌 JGB 的經驗，Morgan Stanley 認為德、法公債之殖利率曲線均會變得平緩；投資策略方面，建議買 10 年期及賣 2 年及 30 年期之德國公債，法國方面則是賣 2 年期買 10 年期。

二、全球匯率預測：

(一)在美國 FED 公佈 QE3 前，Morgan Stanley 認為 2012 年是「美元年」，其他貨幣相對弱勢，尤其歐元將長期走弱。然而 FED 公佈 QE3 後，致使美元貶值，美元在今年以來的累積漲幅已被消耗殆盡。

(二)根據 Morgan Stanley 2012 年 9 月 13 日更新之全球匯率預測：

		2012		2013				2014
	Current	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
EUR/USD	1.29	1.32	1.34	1.30	1.25	1.20	1.15	1.20
USD/JPY	78	80	84	85	87	89	90	90
GBP/USD	1.61	1.61	1.61	1.59	1.54	1.52	1.51	1.54
USD/CHF	0.94	0.91	0.90	0.85	0.88	0.96	1.03	1.03
USD/SEK	6.58	6.55	6.57	6.62	6.80	7.00	7.22	7.00
USD/NOK	5.75	5.64	5.60	5.62	5.76	5.92	6.09	5.92
USD/CAD	0.98	0.95	0.93	0.95	1.00	1.01	1.03	1.02
AUD/USD	1.05	1.04	1.05	0.99	0.92	0.90	0.88	0.90
NZD/USD	0.82	0.83	0.86	0.82	0.76	0.75	0.74	0.75
USD/CNY	6.33	6.30	6.30	6.30	6.30	6.27	6.24	—
USD/TWD	29.61	30.25	29.75	29.44	29.13	28.81	28.50	—

參考文獻

一、英文參考資料

1. Joachim Fels, Manoj Pardhan and Spyros Andresopoulos, July 11, 2012, “The Global Macro Analyst – Oops, They Did it Again” , Morgan Stanley.
2. Joachim Fels, June 2012, “Global Macro Outlook: A World Turned Upside Down” , Morgan Stanley.
3. Vincent Reinhart, June 2012, “U.S. Outlook” , Morgan Stanley.
4. Melanie Baker and Charles Goodhart, June 2012, UK Economics (There Are) Policy Options, Morgan Stanley.
5. Chetan Ahya, June 2012, “Why China Needs Consumption and India Needs Investment” , Morgan Stanley.
6. European Central Bank Press Release, September 6, 2012, Technical features of Outright Monetary Transactions, http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html
7. Federal Reserve press release, September 13, 2012, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/2>

0120913a.htm

8. Morgan Stanley Global Currency Forecasts, September 13, 2012,
Morgan Stanley Research

二、中文參考資料

1. 商業週刊 1286 期，2012. 7. 16-2012. 7. 22，「世界反過來!美國製造 IN、中國製造 OUT」
2. 馬鑫，2012. 6. 18，「美國製造業前景看好」，第一財經日報
3. 新浪新聞中心，2012. 8. 20，「美國製造業復興言之過早 重大創新未出現」
4. 鉅亨網新聞中心（來源：財匯資訊），2012. 09. 03，「美國“財政懸崖”：在復甦與減赤間權衡」
5. 鉅亨網新聞中心（來源：財華社），2012. 9. 6，「歐央行公布直接貨幣交易 OMT 購債技術細節」
6. 郭照青，2012. 9. 14，「Fed 決議推出 QE3 聲明全文」，鉅亨網編譯