

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

**參加 Bank of America Merrill Lynch
全球央行暨主權基金研討會
心得報告書**

服務機關：中央銀行

出國人職稱：辦事員

姓名：李映瑾

出國地點：美國舊金山

出國期間：101/6/1 至 101/6/9

報告日期：101 年 8 月 23 日

目錄

壹、前言.....	2
貳、新興市場定義.....	3
參、新興市場經濟概況.....	5
肆、新興市場債券發展過程.....	8
伍、新興市場與全球經濟的關聯性.....	14
陸、BofA Merrill Lynch 對新興市場之展望.....	25
柒、結語.....	29

壹、前言

職
於 101 年 6 月 1 日至 6 月 9 日奉派參加 Bank of America Merrill Lynch 在美國舊金山所舉辦之 2012 年「全球央行暨主權基金研討會」(2012 Global Central Bank and Sovereign Wealth Fund Conference)，參加人員主要來自於各國之中央銀行、主權投資基金及債券發行人，總計共八十七人。研討會內容包含全球經濟展望分析、全球匯率與利率分析與交易策略等，其中探討最多的為新興市場之經濟前景等議題。

本報告內容主要分為四個部份，第一部份為新興市場定義與經濟概況，第二部份為新興市場債券發展過程，第三部份為新興市場與全球經濟的關連性，第四部份為新興市場之經濟展望。

貳、新興市場定義

新興市場(Emerging Markets)一詞於 1980 年首次由世界銀行經濟學家 Antoine van Agtmael 提出，指的是當時全球的中低收入國家，範圍遍及歐洲、拉丁美洲、亞洲、非洲、中東；當時這些國家的人口總和約佔全球 80%，但經濟產值僅佔全球約 20%，但隨著這些新興國家的經濟快速起飛，如今已成為投資人青睞的投資標的。

不同機構對「新興市場」這個詞彙的定義以及所涵蓋國家的看法並非完全一致，根據國際貨幣基金組織(IMF)在其全球金融穩定性研究報告中(Global Financial Stability Report, 2004 年 9 月)，定義新興市場的國家為「金融市場未經全面發展，但仍便於海外投資者涉足投資的發展中國家」。而有的國家儘管經濟發展水平和人均 GNP 水平已進入高收入國家的行列，但由於其股市發展滯後，市場機制不成熟，仍被認為是新興國家。

隨著新興市場逐漸成為投資標的後，投資銀行也開始編制新興市場指數，以摩根士丹利(Morgan Stanley)於 1988 年所編制的 MSCI 新興市場指數為例，其把新興市場進一步區分為新興亞洲、新興歐洲、拉丁美洲、非洲、中東等區域。目前 MSCI 新興市場指數覆蓋以下 21 個新興國家。

圖1：MSCI新興市場指數組成國家

Americas	Europe, Middle East & Africa	Asia
Brazil	Czech Republic	China
Chile	Egypt	India
Colombia	Hungary	Indonesia
Mexico	Morocco	Korea
Peru	Poland	Malaysia
	Russia	Philippines
	South Africa	Taiwan
	Turkey	Thailand

Source: Morgan Stanley

近十年新興市場漸成投資人之熱門投資標的，投資銀行向投資人介紹時，將其認為新興國家中最具發展潛力的幾個國家，取其首個英文字母組成方便記憶的稱號，以下介紹兩個廣為大眾所知的稱號。

(1) 金磚四國(BRIC)

2001年，高盛(Goldman Sachs)銀行之經濟學家奧尼爾在「全球需要更好的經濟金磚」一文中首次提到BRIC這個組合稱號，分別代表巴西(Brazil)、俄羅斯(Russia)、中國(China)、印度(India)的英文首字母，認為這四個國家最具發展潛力，而因BRIC與英文的“磚(Brick)”發音類似，故給予其「金磚四國」的稱號。2003年，奧尼爾在一份研究報告中預測，到2050年，世界經濟格局將重新洗牌，「金磚四國」將超越英國、法國、義大利、德國等西方已開發國家，與美國、日本一起躋身全球新六大經濟體。

首屆「金磚四國」峰會於2009年6月16日舉行，2010年底，南非因地緣

政治關係可幫助原金磚四國掌握石油能源以及礦物資源，故被邀請加入金磚四國合作機制，成員由四國變為五國，稱號改變為BRICS。

(2) 狸貓六國(CIVETS)

當金磚四國題材被炒得人盡皆知之後，分析家轉而尋找新的投資國家，於是「狸貓六國」浮現，這是由匯豐銀行(HSBC)的經濟學家於2010年首次提出，為繼金磚四國後一個新的炒作題材。狸貓六國分別是哥倫比亞(Colombia)、印尼(Indonesia)、越南(Vietnam)、埃及(Egypt)、土耳其(Turkey)與南非(South Africa)等六國，這六個國家英文名稱的第一個字母，組合起來，剛好是「狸貓」(civets)這個字。

參、新興市場經濟概況

(一)新興市場對全球 GDP 之貢獻

新興市場一詞於1980年首次提出時，這些國家的經濟產值僅約佔全球20%，但因新興市場為發展中國家，其GDP成長較已開發國家快速，故此三十年間新興國家之經濟產值佔全球比重快速上升，目前已佔全球近40%。

根據投資銀行J.P Morgan預測，2017年時新興市場之經濟產值將達全球之50%以上(圖2)，而根據BofA Merrill Lynch，預估2012年新興國家對全球GDP成長的貢獻將高達78%，其中中國大陸對全球GDP成長貢獻

即佔了41% (圖3)。

近兩年中國大陸與巴西已相繼成為全球前六大經濟體，2010年中國大陸以5.8兆美元的經濟規模超越日本的5.4兆美元，成為世界第二大經濟體，而2012年3月，巴西政府亦宣布已取代英國，成為全球第六大經濟體，英國目前經濟規模2.48兆美元，低於巴西的2.52兆美元。

圖2：新興國家與已開發國家GDP預估

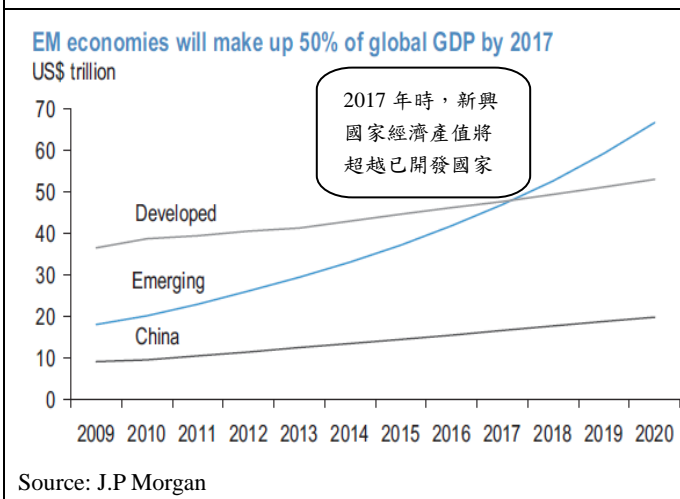
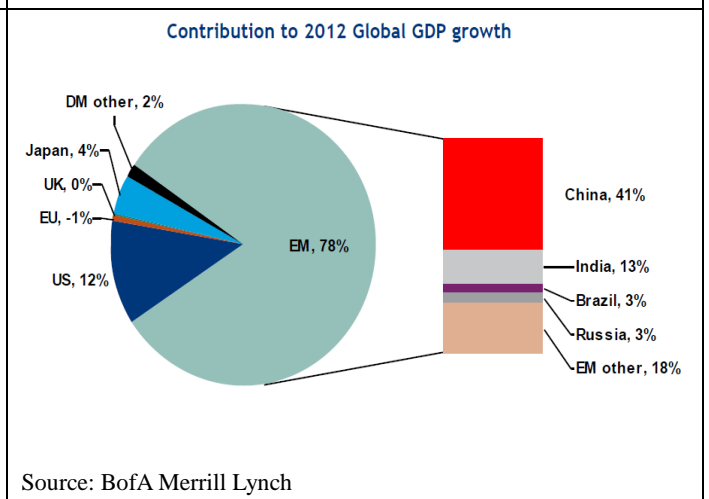


圖3：2012年新興國家對全球經濟成長貢獻預估



(二)新興國家債務負擔比率

自2008年金融風暴以來，已開發國家因大規模財政支出使其債務負擔比率大幅提高，相較之下，新興國家的債務負擔比率明顯較低、財政體質較佳(圖4)。圖5之橫軸為IMF對各國家2011~2016年的平均GDP成長率預估，縱軸為2011年各國公部門債務佔GDP之比率，金磚四國位於圖形右下角，代表經濟成長高且公共債務負擔比低，而G7與美國則位於金磚四國左上的位置，代表經濟成長較低且公共債務負擔較

高。

圖4：各國公部門債務佔GDP之比率

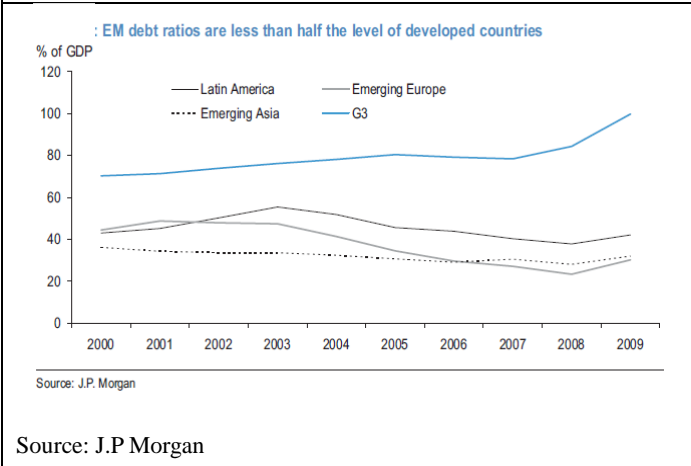
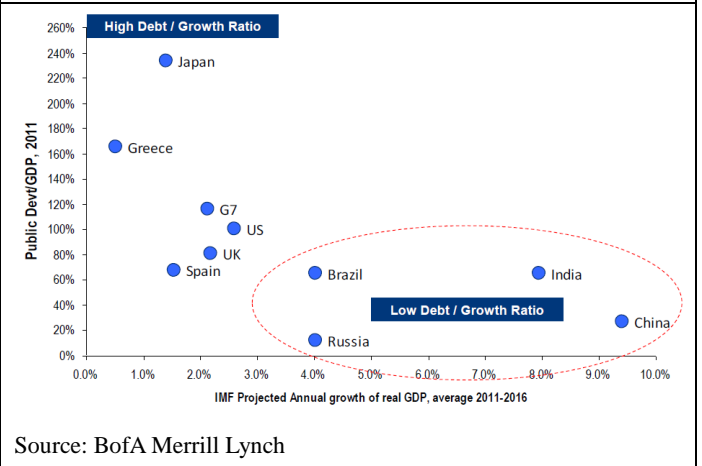


圖5：各國債務佔GDP之比率與GDP成長率預估



(三)新興國家通貨膨脹

近五年來，新興國家的通膨水準已能維持穩定，約在 5~10% 之間，並與已開發國家的通膨水準走勢一致(圖 6)，顯示新興國家在運用貨幣政策控制通膨方面已有長足進步。而利率水準方面，新興市場目前的平均利率水準較美國與歐元區高，代表其在未來有較多的降息空間以刺激經濟。(圖 7)

圖6：新興國家與已開發國家通膨水準

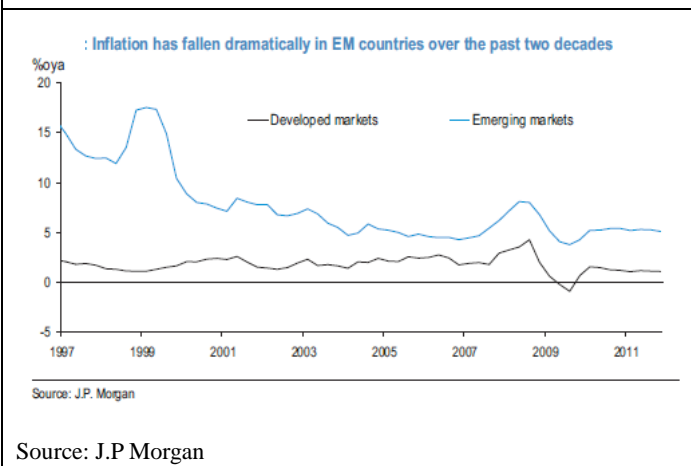
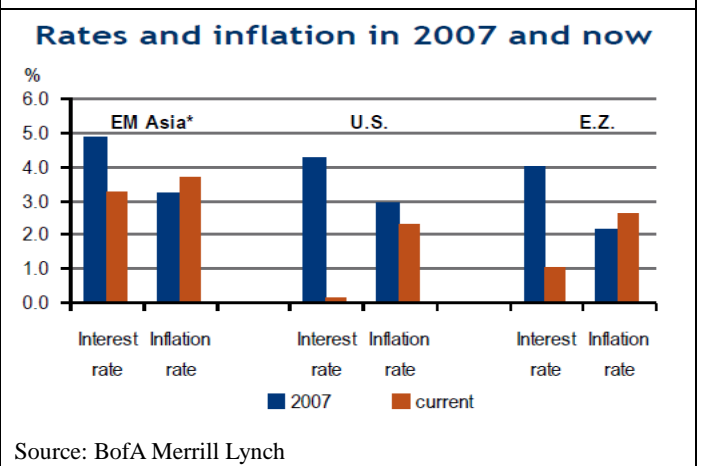


圖7：新興國家與已開發國家利率與通膨水準



(四)信用評等

近五年來，新興國家的信用評等因發展漸趨成熟而被逐步調升(圖 8)，已開發國家卻因金融風暴以來，政府大規模財政支出導致政府赤字與高負債比而被調降信用評等(圖 9)。

圖8：新興國家主權債評等漸提升

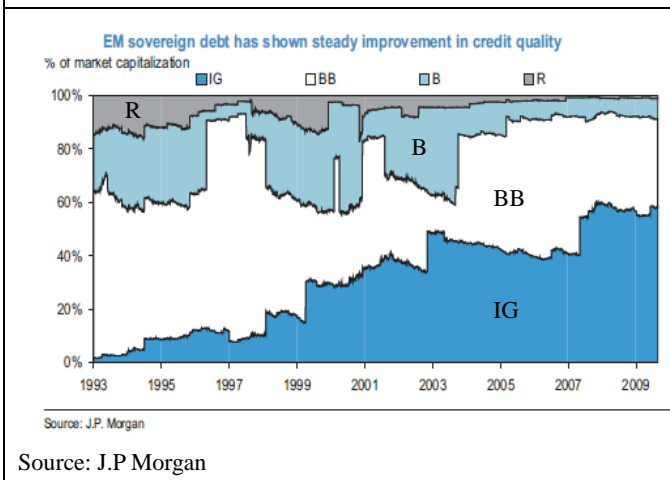
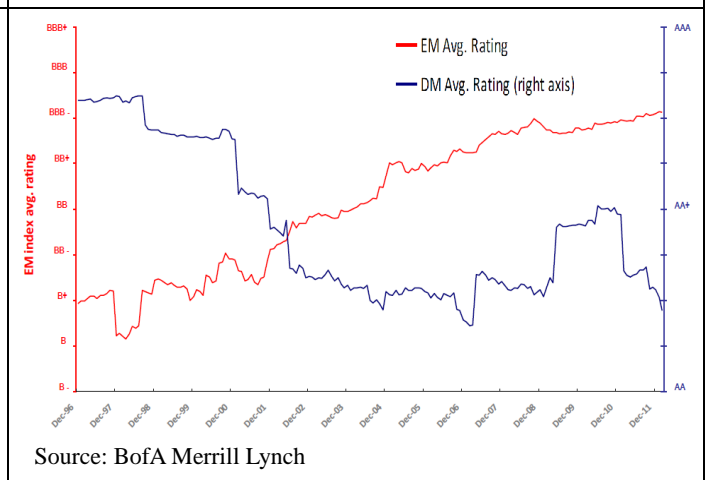


圖9：新興與已開發市場近五年信用評等變化



肆、新興市場債券發展過程

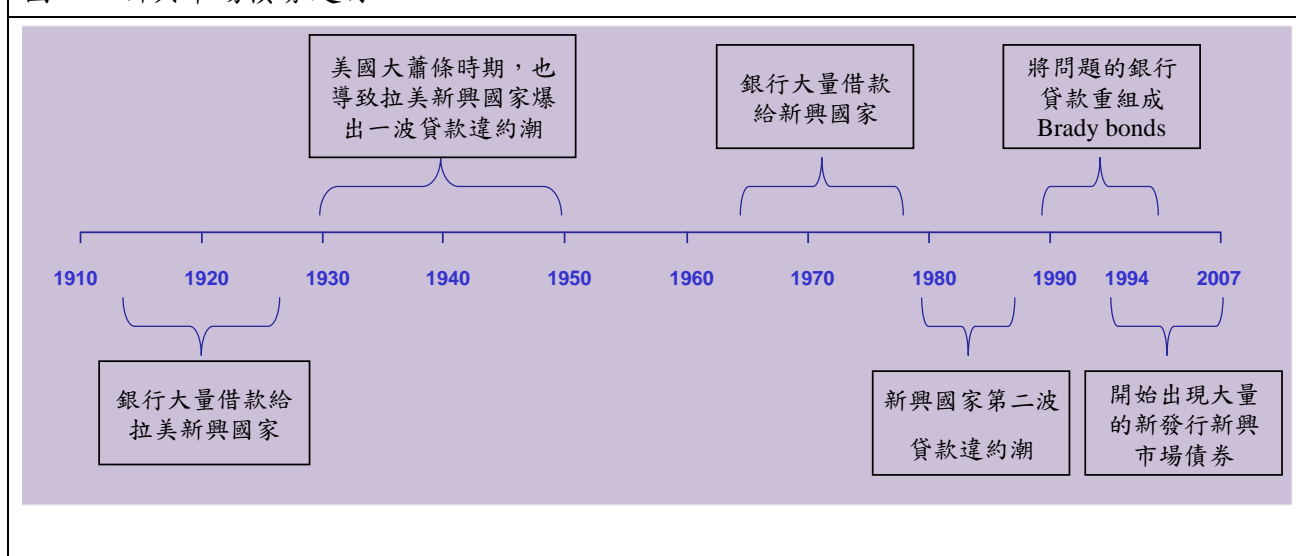
(一)新興市場債券起源

西元1815年，拿破崙戰爭結束，西班牙於拉丁美洲勢力逐漸瓦解，阿根廷、智利、秘魯、哥倫比亞紛紛獨立，各國致力於經濟發展，由於歐洲國家的投資建設，加上其豐富的天然資源，湧入一波投資浪潮，使得許多拉美國家，包括阿根廷、智利、巴西、烏拉圭等，在第一波全球化年代間(1870年至1920年)的經濟成長率高於世界平均水準。

1930年代為拉美經濟的轉捩點，此時美國爆發經濟大蕭條，歐美資金大量撤離拉丁美洲導致當地多數銀行倒閉，再加上原物料出口品價格崩跌，使拉丁美洲經濟遭受重創，爆發了一波貸款違約潮。1960年代起，主要的全球金融機構又開始大量借款給這些開發中國家政府，用於促進經濟成長與社會方案。

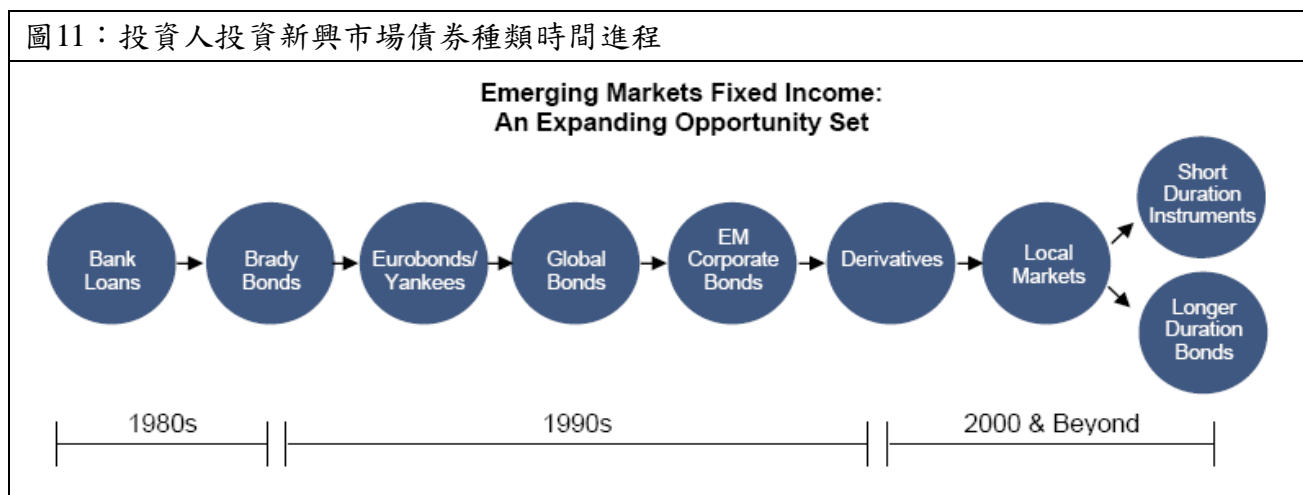
但在1980年代初期，許多新興國家因美國利率不斷調高使債息負擔加重（當時許多貸款是採浮動利率並且以美元計價），加上經濟成長走緩，因此無力負擔龐大借款。許多政府實施非常寬鬆的貨幣政策，但引起通貨膨脹導致貨幣狂貶，結果更無力支付其美元計價債務，最後這些新興國家的貸款成為美國一些主要銀行的大麻煩，因為這些新興國家的問題貸款佔這些美國銀行淨值的二到三倍之多。

圖10：新興市場債券起源



為避免這個區域性的問題演變成全球性的危機，當時的美國財長尼古拉斯·布萊迪(Nicholas Brady)與IMF和World Bank協議合作，於1989年提出布萊迪計畫(Brady Plan)，目的在將新興國家的不良貸款重整為以美元計價可在市場上交易的債券，這類債券被稱為布萊迪債券，此為新興市場債券蓬勃發展的開始。(圖10)

布萊迪債券之後，新興市場才發展出不同種類的債券，隨著新興市場的開發程度與投資人接受程度漸高，全球投資新興市場的標的也由新興國家發行的外幣主權債券(Eurobonds、Global bonds) 擴展到新興市場公司發行的外幣公司債，到現在新興市場當地貨幣債券亦成為熱門投資標的。(圖11)



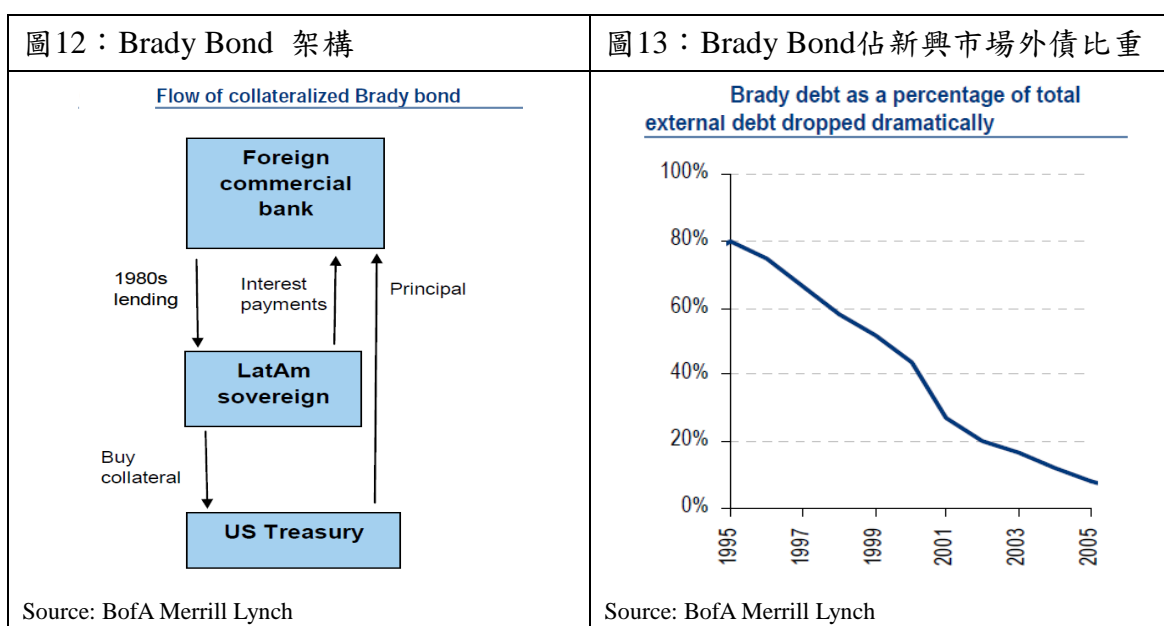
(二) 布萊迪債券(Brandy Bond)

布萊迪債券的基本架構為新興國家政府發行美元計價債券，向貸款銀行交換先前的美元借款債務，銀行再將換回的美元債券於市場出售給

投資者以收取現金。

貸款銀行拿到的布萊迪債券面額通常小於先前的貸款金額，或是其票面利率低於市場利率，因此這些貸款銀行有遭受損失，損失幅度平均約為原始本金之30~50%。

布萊迪債券通常為擔保抵押債券，債務國買進美國零息國庫券以擔保債券本金，確保購買布萊迪擔保債券的投資人在債券到期時會收回全數本金(圖12)。



布萊迪債券的形式除平價與折價債券，有些還附加回復條款(recovery rights或warrants)，例如墨西哥、委內瑞拉和奈及利亞的債券給予債券持有者一種回復權利，當其償債能力改善時，債券損失可回升一部分，有些條款則是連結到該國的出口油價。

參加布萊迪計畫的債務國大多位於拉丁美洲、東歐與非洲區域，如阿根廷、巴西、保加利亞、哥斯大黎加、多明尼哥、墨西哥、奈及利亞、摩洛哥、波蘭與烏拉圭等國。

自1990年代中期後，新興國家發行的債券多半是以歐洲債券及其他非布萊迪債券的形式，這表示布萊迪計畫已成功地為新興國家建立了一個公開的債券市場，布萊迪債券佔新興市場外幣債券之比重由1990年代初期的超過90%到目前已低於9%。(圖13)

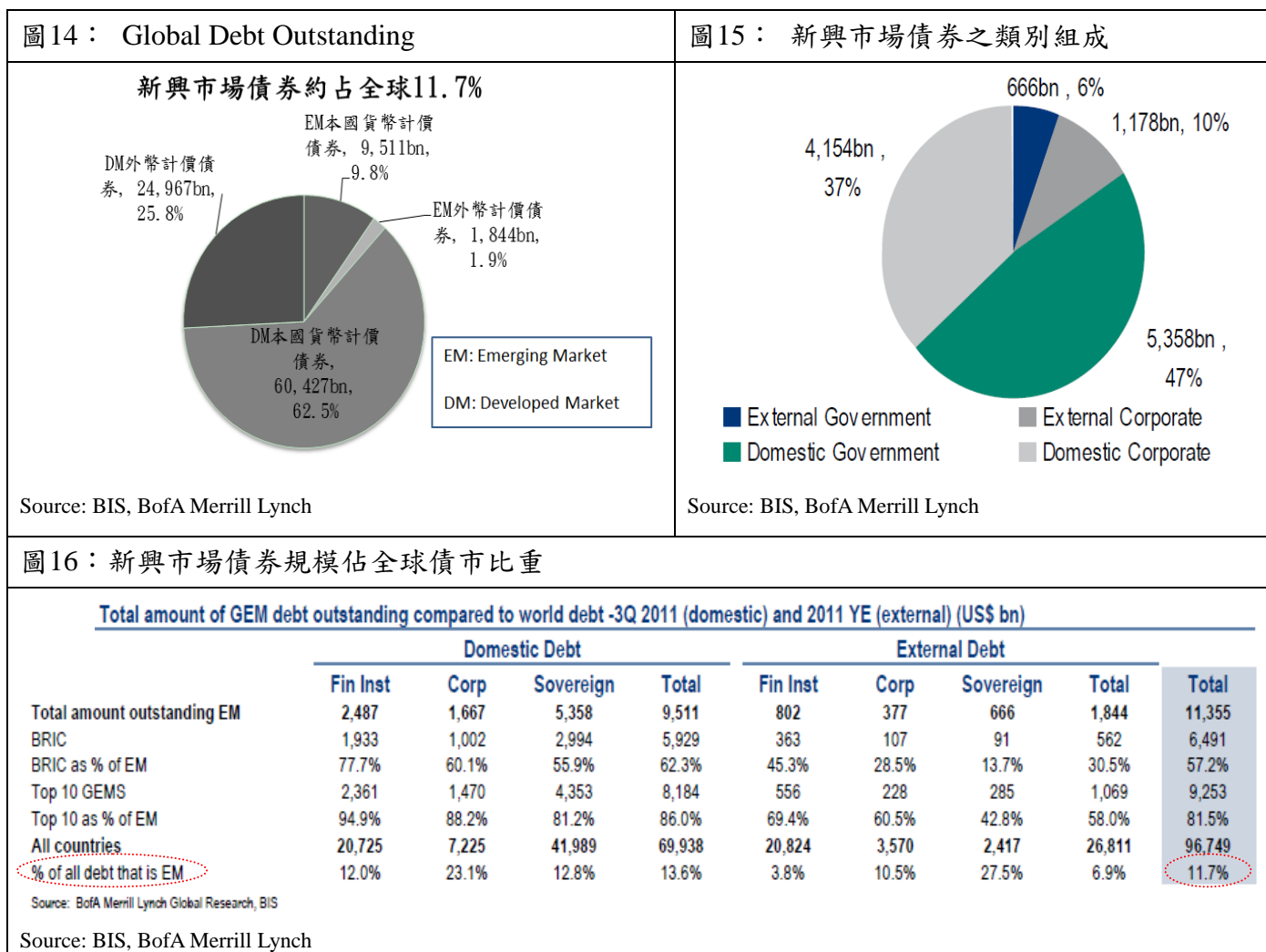
(三)新興市場債券現況

新興市場債券在過去二十年來有相當大的轉變，現已成為一個成熟且多元的資產類別。在十年前，布萊迪債券這個類別只有不到15個國家，而屬於投資等級的標的更是不到10%，如今，新興債券市場有將近40個國家組成，債信評等亦大幅提高，近60%的債券屬於投資等級。

新興市場債券以發行幣別可分為外幣貨幣計價和當地貨幣計價債券，以發行者可分為主權債與公司債。根據BIS統計，2011年底時新興市場在外流通債券約佔全球債券約11.7%，其中當地貨幣計價之債券佔全球比重約9.6%，外幣貨幣計價之債券佔全球比重約1.9%。(圖14~圖16)

而金磚四國(BRIC)在外流通發行債券即佔新興市場約57.2%，且前十大

新興國家佔整體新興市場比重高達81.5%，顯示新興市場債券的集中度高。(圖16)



新興市場債券規模過去十年間(2002年起至2011年)之平均年成長率高達16%，於2011年底達到113.5千億美元，近幾年因新興國家基本面逐漸改善，加上已開發國家因財政赤字使投資風險上升，故新興市場債券漸成為具吸引力的投資工具。

(五)投資新興市場債券之風險因子

投資新興市場債必須承受許多風險，包括經濟、信用、政治、法律以及市場波動性等風險。下表為影響新興市場債券之主要因素，以及分別對外幣與當地貨幣計價債券的影響程度高低。

影響因素	影響程度		說明
	美元計價債券	當地貨幣計價債券	
財政收支	較低	較高	主要影響當地貨幣債券的償付能力與供給
當地貨幣政策與通膨	較低	較高	主要與當地貨幣計價債券殖利率水準有連動關係
美國貨幣政策與通膨	較高	較低	美元無風險利率變化影響
經常帳收支	較高	較低	影響該國償付外債能力
外匯存底	較高	較低	影響該國償付外債能力
債信評等變動	高	高	債信評等表示該國的償債能力與違約機率
匯率風險	較低	較高	當地貨幣計價債券較美元計價債券多承擔一層匯率風險
供需關係	有影響	有影響	債券的供需關係影響債券價格與利差變化
投資人信心	有影響	有影響	投資人信心反映於利差變化
政治風險	有影響	有影響	如中東茉莉花革命使許多新興國家出現民眾反抗政府，要執政者下台等政治風險。

伍、新興市場與全球經濟的關聯性

2008年金融風暴開始時，美國經濟成長出現停滯，但新興國家仍維持高度經濟成長，因此經濟學者曾熱烈討論新興國家之經濟是否可和已開發國家脫鉤而不受其影響，並期望新興國家可在美歐大國一蹶不振時支撐全球經濟。但事實證明了隨著金融與貿易管道的跨國交流越趨

頻繁，當金融風暴與歐債危機使美歐兩大經濟體陷入危機時，新興經濟體亦無法置身於事外。

歐美經濟疲弱之影響經由數個管道蔓延至新興國家，使新興國家之經濟成長與金融資產價格(ex. 股票、貨幣、債券與CDS等)亦大幅受挫。

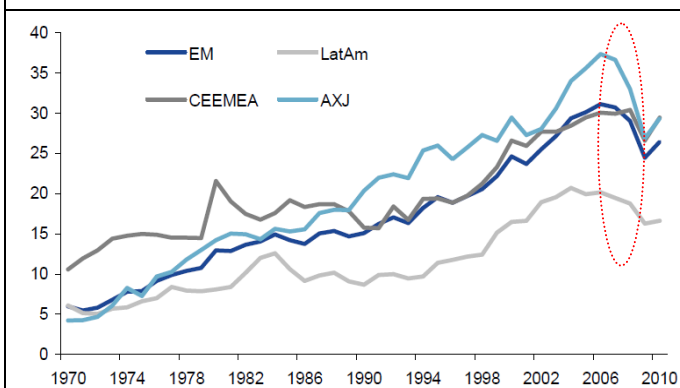
以下將分析歐美經濟危機是藉由哪些管道蔓延至新興國家，以及若歐債危機惡化則哪個新興市場區域將會受創最大。

(一)貿易管道(Trade)

貿易是最直接的跨國間危機蔓延管道，若A國的出口占其GDP比重很大且出口至B國的比重亦高，則當B國發生經濟衰退時，B國進口需求下降加上B國貨幣貶值，將導致A國出口至B國的金額大幅衰退並直接傷害A國經濟成長。因此當跨國貿易對全球經濟之重要性越高時，若全球的重要經濟體發生衰退，將對其他經濟體造成越大的傷害。

目前新興國家的出口占其GDP比重仍高，圖17顯示雖然此比率在2008~2009年金融風暴時由30%下降至23%，但已自2010年起回升至目前約26%的水準。再依圖18雖亦顯示新興國家出口至已開發國家占GDP比重雖較2006年為低，但仍高達10~20%，因此新興經濟體之出口仍依賴已開發國家，故當歐美經濟疲弱時，經由貿易管道所受到的影響仍相當大。

圖17：新興市場經濟體之出口佔GDP比重

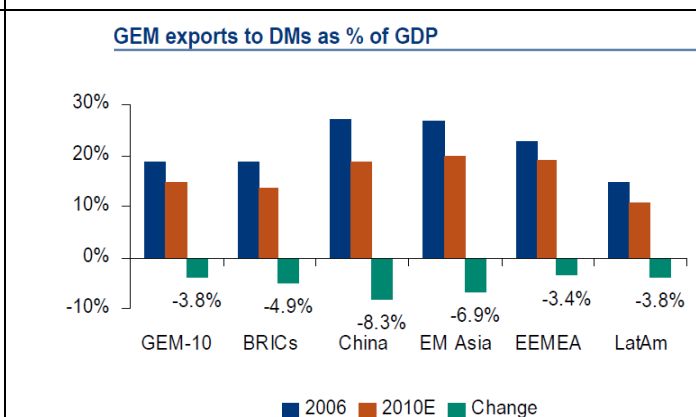


Source: Haver

Source: Morgan Stanley

Note: EM : Emerging Market LatAm : Latin America
CEEMEA : Central Eastern Europe Middle East & Africa.
AXJ: Asian except Japan

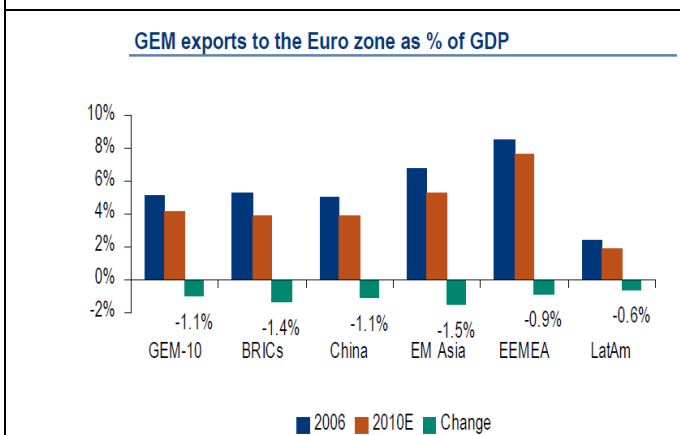
圖18：新興國家出口至已開發國家佔GDP比重



Source: BofA Merrill Lynch

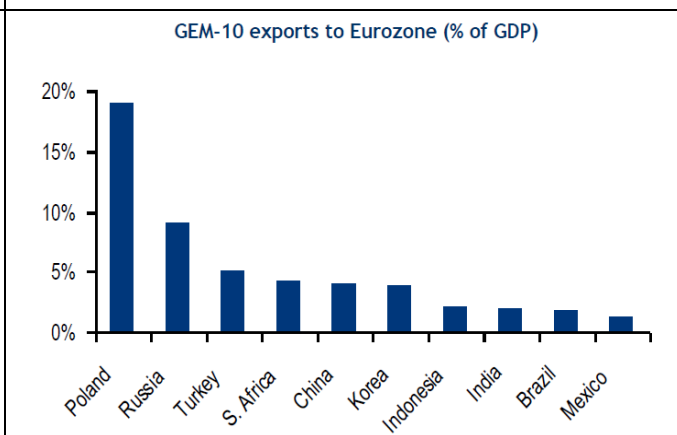
圖19與圖20為新興國家出口至歐元區佔其GDP比重之統計，可發現無論是以國家或是以區域來看，皆是「東歐、中東與非洲」(EEMEA; East Europe, Middle East and Africa)區域為最高，主要因為其地理位置鄰近歐洲。再者，許多新興國家出口以能源為主，其財政預算、經常帳以及經濟成長都受能源價格與全球需求量所主導，如俄羅斯，故當歐美經濟體衰退而能源價格下降時，對此類新興國家的影響甚鉅。

圖19：新興市場出口之歐元區佔GDP比重



Source: BofA Merrill Lynch

圖20：前十大新興國家對歐元區出口佔GDP



Source: IMF WEO, BofA Merrill Lynch

Note: GEM-10 : TOP 10 of Global Emerging Market

(二)金融管道(Financial Market)

相對於貿易管道，金融市場屬於較隱性的危機蔓延管道，但隨著全球資本市場間的連結程度越來越深，金融管道的重要性甚至已超越貿易管道。以下將分析歐美經濟危機是如何經由金融管道來蔓延至新興經濟體。

(1)為何融資是蔓延到新興市場最重要的管道

以新興國家來說，若發行非當地貨幣計價(ex.美元、歐元等)的國際債券進行融資，這些流通在外債券就成為此新興國家之外幣負債(external debt)，故由一國的外幣資產與負債金額佔GDP比重可看出該國與外部連結的緊密性，圖21可看出新興經濟體的外幣資產與負債金額佔GDP比重於近十年快速上升，顯示新興經濟體與全球資本市場的連結已越來越深，不再是一個與其他經濟體區隔的市場了。

圖21：新興國家之外幣資產負債佔GDP比重

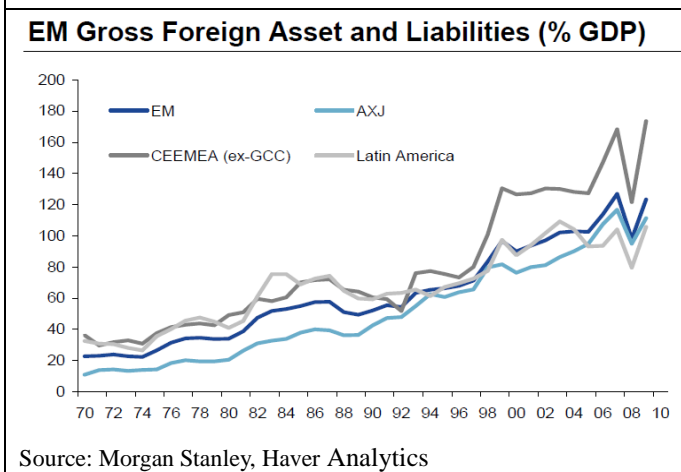
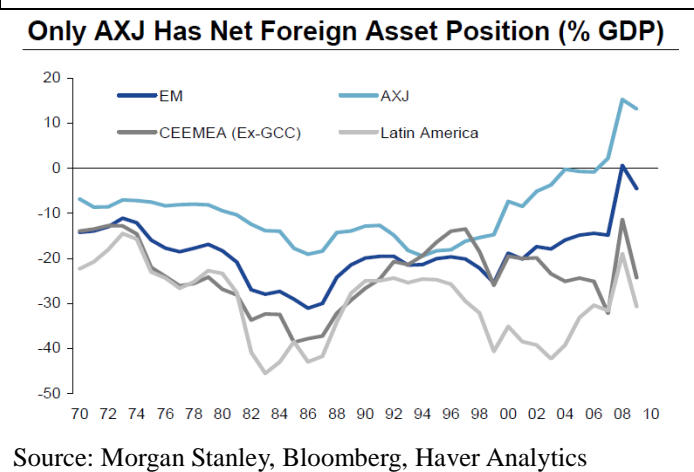


圖22：新興國家之淨外幣資產佔GDP比重



而若一國的淨外幣負債(代表其外幣負債高於外幣資產)占GDP比重越高，代表其越倚賴外部融資。目前新興經濟體中除亞洲(Asia except Japan; AXJ)有淨外幣資產，其他兩個區域的新興經濟體(LatAm、CEEMEA)之淨外幣負債仍占其GDP達25~30%(圖22)，顯示新興經濟體倚賴外部融資程度高，因此其外幣債務到期時之再融資風險(rollover risk)亦高。

外幣債務到期之再融資風險為，當歐美發生經濟衰退或金融危機時，因投資人對未來信心不足，故投資與貸放的信用條件轉趨嚴格，使得全球資本市場緊縮，此時若新興國家發行人需再融資以償還即將到期之外幣債務，可能無法順利在國際資本市場發行外幣計價(如美元或歐元)之新債，此時即面臨無法償還債務之危機。故每當歐美金融市場緊縮時，新興市場之再融資風險就會上升，投資人就會拋售新興市場之金融資產(如股票與債券等)，使其價格大幅滑落。

因此融資管道如此重要的原因在於其蔓延範圍相當廣泛，即使當初與引起資本市場緊縮的原因無直接相關之國家，一旦透過資本市場的連結，亦會受到嚴重的影響。例如巴西與希臘的直接關聯小，但希臘危機引起歐元資本市場緊縮，此時若巴西有發行歐元計價的主權債券，則巴西之再融資風險上升。

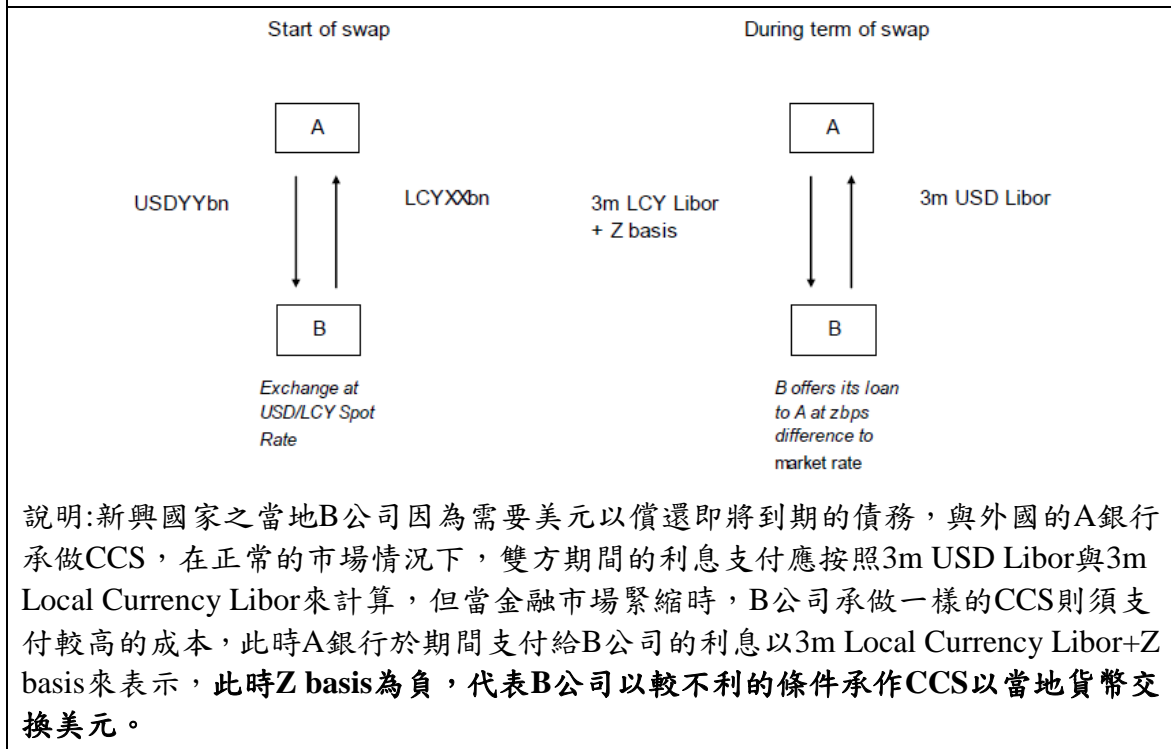
(2)融資市場緊縮造成的短期影響 – 新興國家貨幣貶值

若歐美融資市場緊縮使新興市場之債券發行人或借款人無法在國際資本市場舉新債還舊債時(歐元或美元計價)，為了避免造成違約，他們只剩下兩種選擇，而這兩種做法最終都造成對新興國家當地貨幣的貶值壓力：

做法1：新興市場債券發行人或借款人直接以當地貨幣在外匯市場買入美元或歐元來償付即將到期之外幣債務，造成對該國當地貨幣之貶值壓力。

做法2：新興市場債券發行人或借款人承做Cross Currency Swap以本國貨幣換取美元或歐元以償付即將到期之外幣債務，但因金融市場緊縮時，因新興國家貨幣風險性較高，於此時承作CCS之條件必對新興市場債券發行人或借款人較為不利，這亦將反映在遠期外匯(FX Forwards)上而使該國當地貨幣的隱含收益率降低，承受貶值壓力。(圖23)

圖23：CCS之架構



(3)融資市場緊縮造成的長期影響 – 新興國家經濟萎縮

當歐美經濟體疲弱的狀態維持較長一段時間時，歐美投資人的投資部位通常已遭受損失，他們會考慮降低投資組合中的風險性資產，包括新興市場金融資產，故這種歐美投資人去槓桿(deleverage)的行為將對新興市場之融資造成不利影響，這種危機蔓延管道被認為是造成亞洲金融風暴(late 1990s)與拉丁美洲債務危機(1980s)的重要因素。而銀行體系在此蔓延管道中扮演著重要的角色，當新興市場的銀行體系面臨融資市場長期緊縮時，其本身對外的貸放條件與金額亦必定緊縮，導致當地公司可能無法從銀行借到錢用以擴張廠房等，長期下來將造成新

興國家經濟萎縮。

(4) 哪個新興市場區域經由融資管道受歐美經濟影響最大

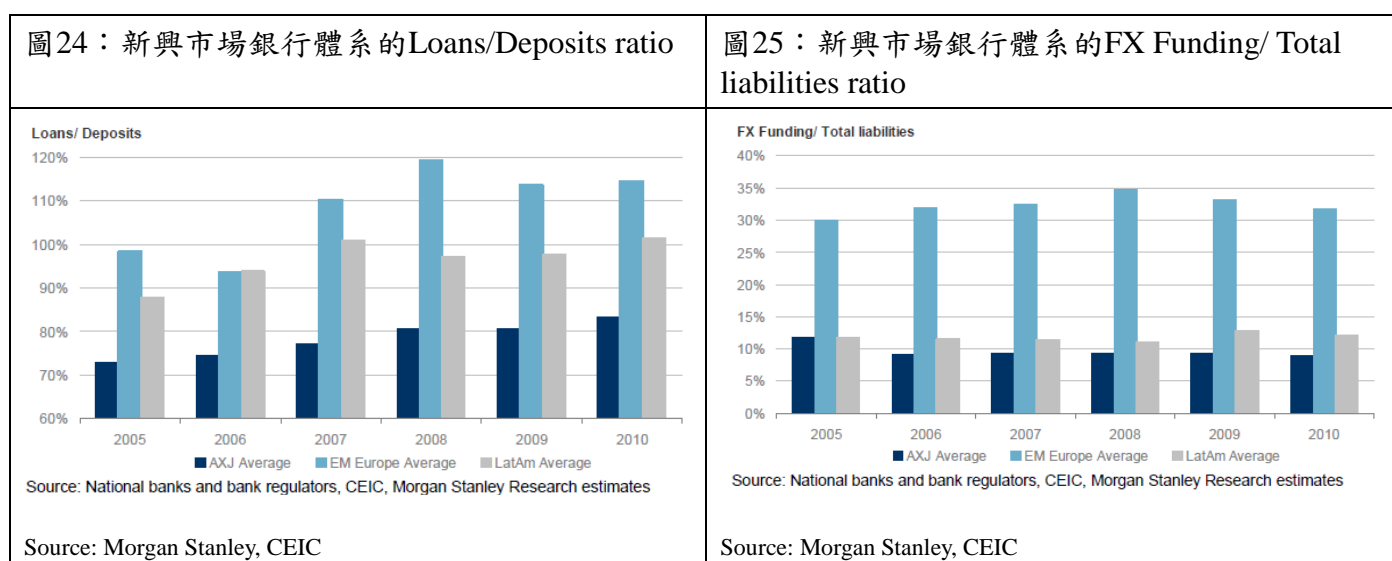
銀行在融資管道中扮演著重要的角色，因此我們經由分析三個新興市場區域的銀行體系來推論哪個區域的融資會受歐美經濟疲弱影響最大。

- 銀行體系倚賴外部融資程度

2008~2009年金融風暴時，美國許多高度倚賴短期融資的銀行因市場凍結而無法借新債還舊債，發生流動性危機，最後靠政府注資才度過難關，在此之後，歐美皆加強鞏固其銀行體系，訂定更嚴格的銀行法規，歐美銀行本身也緊縮其貸放條件，但這使得新興國家的銀行體系陷入困境，因為許多新興國家的銀行倚賴已開發國家的大額融資(Wholesale funding)，故當這些資金流入突然停止的時候，新興國家的銀行就面臨了流動性危機。

我們可藉由Loans/Deposits和FX Funding/ Total liabilities這兩個比率來衡量銀行受到融資緊縮影響的脆弱性。Loans/Deposits比率越高代表銀行除了以存款來融資外，還向外舉債來擴張其信貸規模，因此在融資市場凍結時將面臨較高的再融資風險；

而FX Funding/Total liabilities比率越高代表銀行倚賴外部融資程度越高。由圖24與圖25可知新興歐洲這兩個比率不僅是相對較高，絕對水準亦偏高，故其新興歐洲的銀行體系之再融資風險是三個區域中最高的。



● 外人持股比重

歐債危機持續未獲解決，且西歐銀行須符合更嚴格的BIS ratio，已使得西歐銀行開始進行去槓桿的行為(deleverage)，即削減風險性資產部位，其中必定包括新興市場之金融資產，歐銀可能減少對新興市場之貸款或對新興市場之子銀行進行抽資。(圖26)

新興國家的銀行由外國人持股的比重偏高，尤以新興歐洲的銀行平均約60%股權由外人持有為最高(圖27)，因為他們大都為

西歐銀行的子銀行，故在其西歐母銀行進行去槓桿時，可能減少對新興歐洲子銀行的借款與出資，使這些子銀行的資金開始緊縮或面臨關閉，而這會造成當地企業融資不易，長期下來對新興歐洲之經濟發展將造成傷害。西歐銀行在過去十年間增加很多對新興市場的曝險，故一旦西歐銀行開始抽資，將對他們所投資的新興市場對象造成風險，特別是新興歐洲區域。

圖26：歐洲銀行對新興市場之曝險

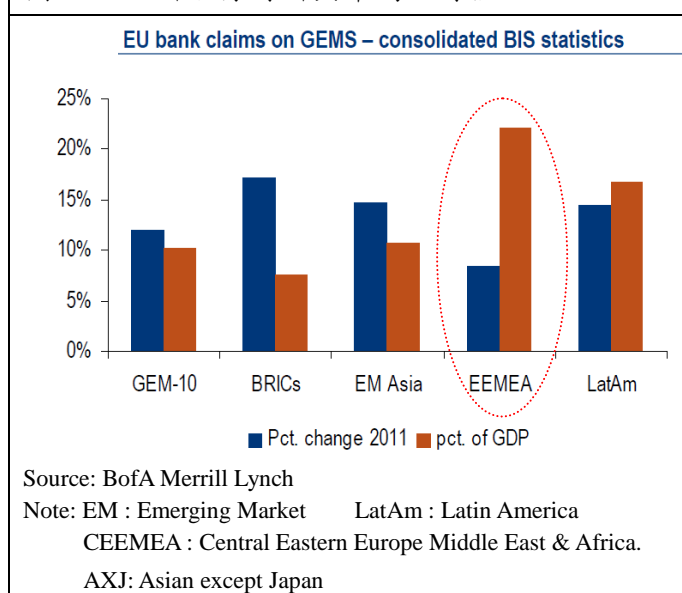
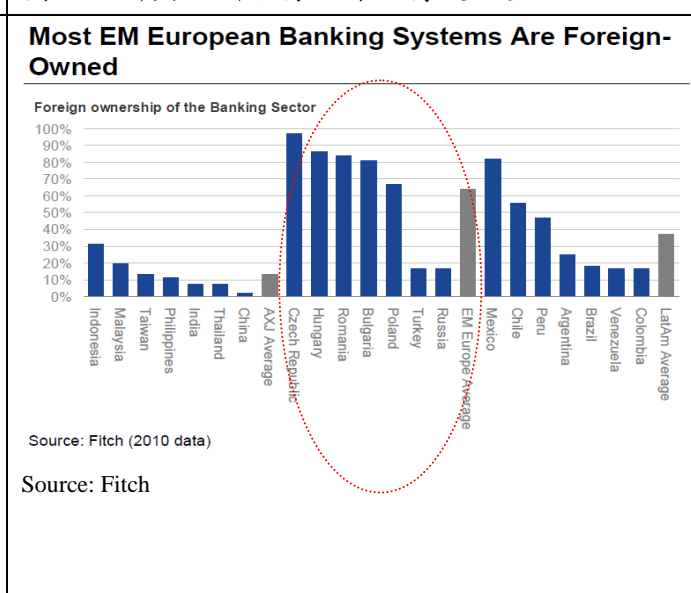


圖27：新興歐洲銀行之外人持股比重

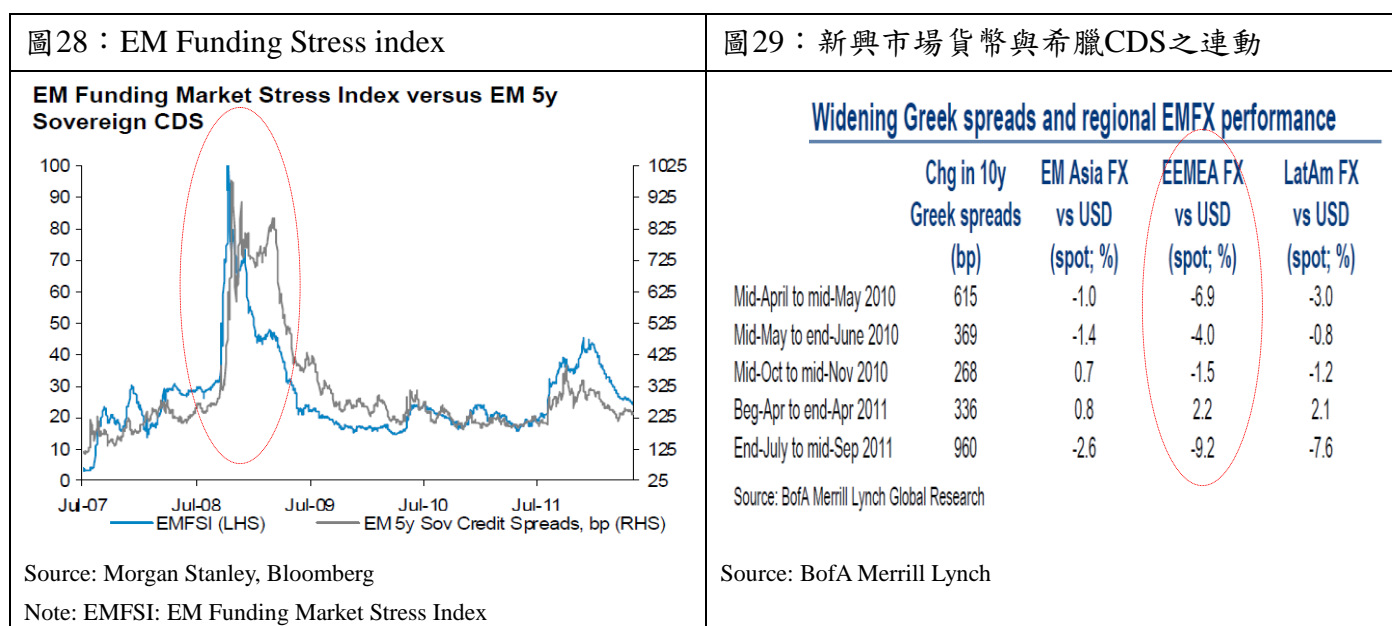


(4) 觀察融資市場寬鬆程度之指標

我們可以藉由Libor-OIS spread、Euribor-OIS spread 和各新興國家貨幣與美元(或歐元)的CCS basis swap走勢來觀察國際資本市場和新興市場融資管道是否有緊縮的情形，當Libor-OIS spread與Euribor-OIS spread 偏高時，代表流動性可能不足，市場對美元或歐元的需求大於供給，

同理當各新興國家貨幣與美元(或歐元)之CCS basis point越來越寬時，即代表新興市場的融資管道有緊縮的情況。

圖28為由Libor-OIS spread、Euribor-OIS spread與多種新興貨幣與歐元間的CCS basis swap編制而成的EM Funding Stress index，越高代表新興市場融資越緊縮，在2008~2009金融風暴期間融資市場近乎凍結，EM Funding Stress index大幅上升，但之後各國央行為防止再度發生流動性短缺，相互建立貨幣互換協定以確保流動性充足，因此日後若再度發生融資市場緊縮，應不致如金融風暴時嚴重。



(三)小結

當歐美經濟疲弱而使融資市場緊縮時，有外部融資需求的新興市場債券發行人或借款人可能無法順利籌資美元或歐元的新債以償還原有債

務，此即為再融資風險，融資緊縮在初期會對當地貨幣造成貶值壓力並使新興市場之金融資產(如股票、債券和CDS等)價格高度波動。而若歐美經濟持續維持疲弱，使得歐美投資人與銀行遭受損失並開始降低風險部位，這將使得倚賴外部融資的新興國家銀行體系面臨再融資困難，最後不得已縮減其信貸規模而對當地經濟成長造成傷害。

經分析後，推論歐債危機對新興歐洲之經濟與資產價格傷害最大，因(1)新興歐洲銀行體系對西歐銀行的融資倚賴程度最高 (2)許多西歐銀行在新興歐洲都有子銀行，若母銀行將資金抽回則子銀行亦將縮減對當地的信貸，傷害新興歐洲之經濟成長 (3)新興歐洲因地緣關係，出口倚賴西歐程度最高，故出口貿易受歐元區經濟疲弱影響最大。

觀察過去匯率表現，每當希臘主權CDS上升時，新興歐洲、中東與非洲區域(EEMEA)的匯率貶值幅度皆是三個新興市場區域中最大的(圖29)，可間接印證此區域對歐債危機抵抗能力最為脆弱之推論。

陸、BofA Merrill Lynch對新興市場之回顧與展望

2011上半年，新興國家為了控制通膨，多數採取升息等貨幣緊縮措施，但又遭受歐債危機、美債降評及全球景氣放緩等外部因素干擾，使得新興市場之金融資產於2011年呈現劇烈震盪且多數走跌，僅部份東協

國家表現相對抗跌。

今年新興市場通膨壓力已和緩，新興國家不需再實行貨幣緊縮措施，反而是為了刺激經濟，紛紛實施降息政策，但在歐債問題仍未解決且美國前景仍具不確定性下，新興市場在2012上半年的經濟成長並不如預期，以下將針對經濟成長、通貨膨脹與政策空間進行回顧與展望。

(1)經濟成長

新興國家之貿易與融資仍倚賴已開發國家，因此在歐美國家景氣依舊疲弱與西歐銀行持續去槓桿之環境下，BOA預期新興國家出口成長仍疲弱，前十大新興國家的GDP成長率將由2011年的6.2%降至2012年的5.2%與2013年的5.4%，但下述風險因子可能讓新興國家的經濟成長更低於預期：

- 歐洲情勢轉差

依前一章節分析，歐債危機對新興市場影響甚大，尤其是新興歐洲，因此，2012下半年新興市場的經濟下行風險因子即是歐債危機轉趨嚴重：(1)希臘或其他歐元區國家因政治或其他因素無法實行撙節措施而被迫離開歐元區或發生債務違約。(2)歐元區外圍國家之銀行業發生危機。

BOA預期這類極端事件可讓新興國家在最初幾季的經濟成長削減2%，新興國家貨幣貶值且新興市場風險資產價格全面下挫。

- 美國政治懸崖(fiscal cliff)與QE3期望落空

布希減稅政策將於2012年底到期(佔GDP1.6%)，且因美國政府債務上限議題，屆時可能會有更多的財政支出刪減出爐，因此2013年財政緊縮規模可能超過GDP的4%。BOA認為財政懸崖的影響效應於2012下半年就會開始，預估2012年第3季美國GDP成長1.3%，第4季則降低為1.0%。

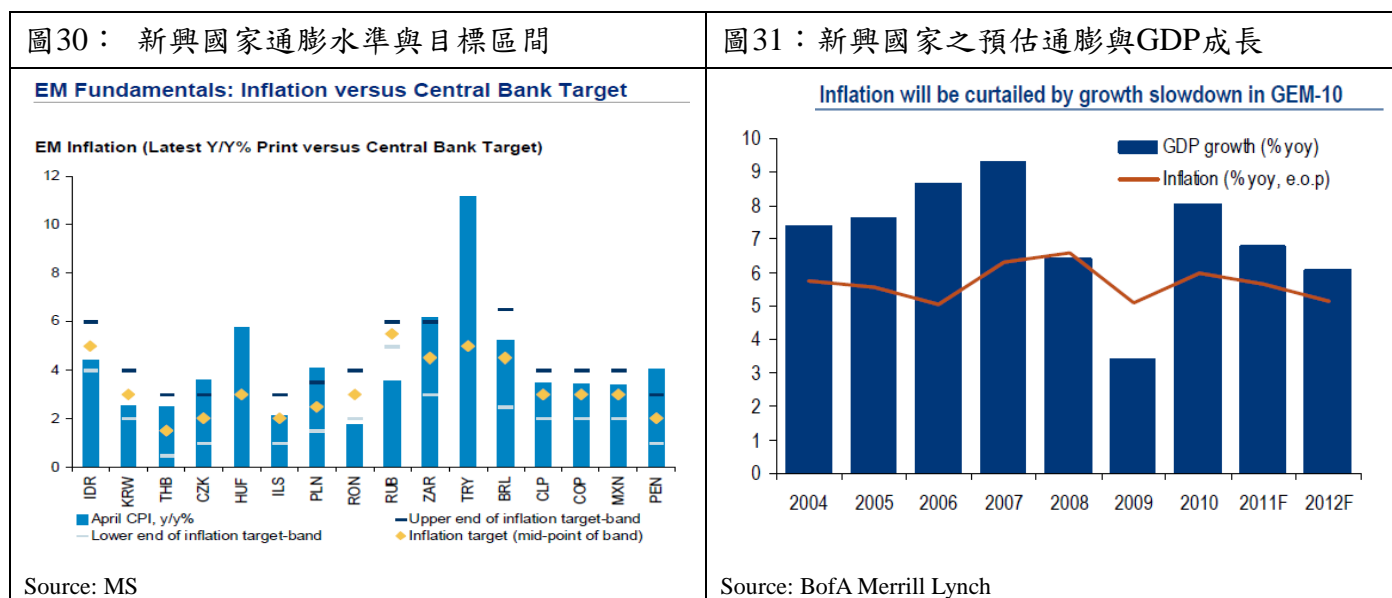
另若FED未推出QE3，在失業率仍高與前景不明的情況下，市場失望情緒可能使消費者信心下滑，增加美國再次陷入衰退的可能性，此情況亦將對新興市場的資產價格以及匯率造成不良影響。

- 中國景氣放緩

BOA預期中國經濟放緩應為軟著陸，GDP成長將由2011年的9.2%降至2012年的8.6%，但若下列情況發生，中國將會發生硬著陸的情況，使新興市場成長率低於預期：(1)歐元區解體，則中國實質出口YOY在第一季可能下降15%，若此衝擊維持一年且無強力的政府刺激政策下，中國2012年GDP成長率可能降至6.6%。(2)中國房地產泡沫化，在此情境下，中國2012的GDP成長率可能降至7.0%。

(2)通貨膨脹

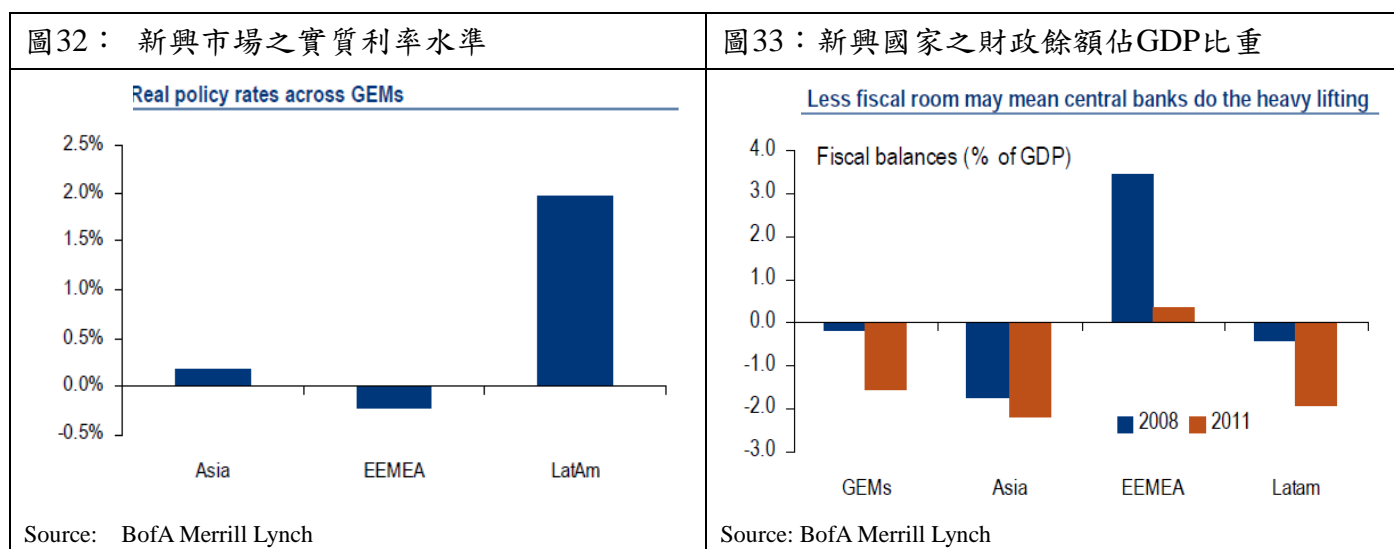
目前各新興國家的通膨水準大都已下滑至各央行設定的通膨區間內(圖30)。BOA預期新興市場通膨率將由2011年的6.5%下降至2012年的5.3% (圖31)，因為(1)全球經濟成長減緩，已開發國家進口需求下滑將拖累新興市場經濟成長。(2)新興國家經濟成長減緩使內需不具足夠力道推升通膨。(3)預期全球景氣減緩將帶動油價下滑。



(3)政策空間

2012上半年新興國家大都以降息來刺激經濟成長，然而，目前除了拉丁美洲國家之實質利率仍有下降空間，亞洲與新興中東歐、中東非洲 (CEEMA)區域國家的實質利率皆已接近零或為負，降息空間不大 (圖32)。

財政政策空間亦較2008年時受限，雖然新興國家的債務佔GDP比重(約35%)較已開發國家為低，但許多新興國家仍有經常帳赤字，有些則因2008年以來的大幅財政支出而處於財政赤字的狀況(圖33)。



柒、結語

經過2008年美國次貸危機所引起的全球金融風暴後，大家才體認到全球間的金融聯結是如此緊密。市場參與者可經由各式的金融產品在國際資本市場進行任何幣別的借貸與投資，因此當世界主要經濟體發生衰退或金融危機時，透過全球金融與貿易市場，其他經濟體必然會受到傷害，全球已然成為一個大經濟體。

新興市場在近數十年的發展下，無論貿易與金融市場皆與已開發經濟體緊密聯結，因此出口與融資皆相當程度倚賴已開發經濟體的需求，

新興市場已無法在歐美經濟疲弱之際獨善其身，然因新興市場正處於開發中的高成長階段，因此縱使受到歐美不景氣拖累，但預估2012年全球經濟成長仍有八成來自於新興市場。

但因新興市場風險資產(ex.股票、貨幣與債券等)之交易規模較小，且政治與金融體制亦未臻成熟，其資產價格易受外部因素影響而波動度大。因此投資新興市場與投資已開發市場之最大不同處，在於除了對主權風險(尤以政治風險)須謹慎評估外，匯率風險亦非常重要，此外，每個新興國家之相異度大(有的內需市場強勁，受外界影響較小，因此價格波動度較小，如印尼，但有的新興國家之經濟成長倚賴出口能源，則其資產價格受到全球景氣影響大故波動度高，如俄羅斯；另有的新興國家受其他已開發國家影響巨大，如墨西哥受美國影響大。)，故在投資某新興國家之債券或股票時，需針對此一國家進行深入之研究後始能進行投資。