

出國報告（出國類別：國際會議）

## 2012 年亞洲退休基金圓桌會議 報告

服務機關：勞工退休基金監理會

姓名職稱：劉副主任委員麗茹、陳專員臆如

派赴國家：印尼

出國期間：101 年 10 月 31 日至 11 月 2 日

報告日期：101 年 12 月 21 日

## 摘要

2012年第10屆亞洲退休基金圓桌會議(2012 Asian Pension Fund Roundtable)由太平洋退休金協會(Pacific Pension Institute)主辦，印尼勞工社會保險公司(PT Jamsostek)及公務員儲蓄保險公司(PT Taspen)協辦，於2012年10月31日至11月2日在印尼雅加達舉行。

本次會議主題為「在全球再平衡氛圍下的投資風險管理」【Managing Risk in a Rebalancing World】。本次會議共有30餘個退休基金及有關單位參加，除紐、澳以外，本次與會成員多為亞洲國家。透過本次會議，本會除聽取主講人之評論與與會者討論外，並透過與其他與會人員的問答討論方式進行，經綜合彙整本次會議演講重點，謹摘要觀察重點，並說明如下：

- 一、 整體亞洲經濟成長在全球經濟展望混沌不明以及亞洲兩大經濟體中國及印度疲弱的國內需求影響下，使得整體成長的步調趨緩。目前最大下檔風險為歐元區的債務危機發生以及美國可能推行財政緊縮政策。然大多數開發中的亞洲經濟體都有足夠空間實行因應的財政及貨幣政策。
- 二、 中期而言，整體亞洲經濟面對外在需求持續地衰弱，再加上中國及印度經濟成長溫和，意味著亞太區應該要更多元化其經濟成長推升來源。而預期服務業的發展將在未來亞洲經濟成長持

續推升動能上，扮演關鍵性的角色。

三、 中國的經濟奇蹟已成功定位其為全球第二大經濟體，然而，其遭遇的逆風仍強，中國必須持續經濟自由化及經濟改革過程，才有可能奪回其工業革命前全球第一大經濟體的地位。而印尼憑藉其富有礦藏及農業資源，使其國民富裕並帶動國內消費，進而使印尼經濟穩定地蓬勃發展。

四、 在這全球低利環境下，新興市場提供全球投資人能有機會更有效的運用其手中資產，透過資產配置，除可積極參與新興市場相關內需產業投資及新興市場美元計價債券，以賺取高於成熟市場所能提供的資產報酬外，新興市場本地貨幣計價債券投資亦可增加資產投資幣別的多元化選擇。

# 目次

壹、目的及過程.....	5
貳、亞洲在全球經濟中的發展趨勢.....	7
參、亞洲關鍵經濟體－中國及崛起經濟體－印尼之展望...	15
肆、新興亞洲市場的投資策略.....	20
伍、心得與建議.....	26

## 壹、目的及過程

勞工退休基金監理會肩負著廣大勞工退休後經濟安全之重責大任，因此監理會內部同仁無不持續關注國內外市場經濟情勢變化，期透過資產配置及對市場情勢的掌握，獲取退休基金長期穩定之報酬，以保障勞工退休生活福祉。

自勞工退休基金監理會成立於民國 2007 年 7 月 2 日以來，迄今五年有餘。截至 2012 年 11 月底，新、舊制勞退基金規模合計達 1 兆 4,463 億元，其中舊制基金規模為 5,768 億元，新制基金規模為 8,695 億元。其中，尤以新制勞退基金，每月仍持續以百億元的資金流入，為目前國內政府基金中成長速度最快者。

有鑒於基金成長快速，管理難度將與時俱增，而全球經濟仍充滿不確定性，無論在已開發市場或是新興市場都將持續面對嚴峻的挑戰。一方面，歐洲及美國在去槓桿化的壓力下，將面對其國內財政緊縮及消費支出縮減的威脅，使得經濟復甦的力道及持續性令人感到質疑。另一方面，新興市場經濟仍然依賴已開發市場的發展，再加上中國經濟成長呈現減緩的情形，促使投資人重新認知到目前全球經濟日漸融合所產生的挑戰及機會。為借鏡全球其他退休基金及資產管理業者在管理及投資的相關經驗與心得，參加有關的退休基金國際會議實有其必要性，同時藉由相互交流將有助於勞退基金未來投資規劃與管理。

爰上，本會劉副主任委員麗茹及陳專員臆如於 2012 年 10 月 31 日至 11 月 2 日赴印尼雅加達，參加由太平洋退休金協會（Pacific Pension Institute）主辦，印尼勞工社會保險公司（PT Jamsostek）及公務員儲蓄保險公司（PT Taspen）協辦的 2012 年第 10 屆亞洲退休基金圓桌會議（2012 Asian Pension Fund Roundtable）。本次會議共有 30 餘個退休基金及有關單位參加，除紐、澳以外，本次與會成員多為亞洲國家。透過本次會議，本會除聽取主講人之評論與與會者討論外，並透過與其他與會人員的問答討論方式進行，下列報告即是此次與會觀察所得的摘要。

## 貳、亞洲在全球經濟中的發展趨勢

整體亞洲經濟成長在全球經濟展望混沌不明以及亞洲兩大經濟體中國及印度疲弱的國內需求影響下，使得整體成長的步調趨緩。依據亞洲開發銀行最新預估，整體亞洲經濟成長預期，會從 2011 年的 7.2% 滑落至 2012 年 6.1%，但在 2013 年會微幅反彈至 6.7%。目前亞洲經濟發展最大下檔風險為歐元區的債務危機持續惡化以及美國可能推行財政緊縮政策。幸運的是，目前大多數開發中的亞洲經濟體都有足夠空間實行因應的財政及貨幣政策。

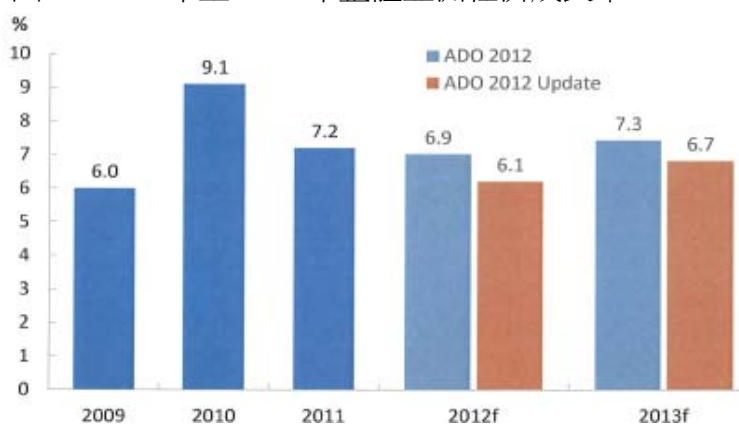
中期而言，整體亞洲經濟面對外在需求持續地衰弱，但由於中國及印度經濟仍屬溫和成長的情形下，意味著亞太區應該要更多元化其經濟成長推升來源。而服務業的發展預期將在未來亞洲經濟成長持續推升動能上，扮演關鍵性的角色。

### 一、混沌不明的全球經濟展望

#### (一)亞洲經濟展望

面對整體亞洲經濟成長快速地降溫，依據亞洲開發銀行最新預估(詳圖 1)，因為疲弱的外在環境緣故，將下修 2012 年的經濟成長 0.8% (從 6.9%) 至 6.1% 及下修 2013 年 0.6% (從 7.3%) 至 6.7%。

圖 1、2009 年至 2013 年整體亞洲經濟成長率



Source : Asia Development Bank

在全球主要經濟體中，由於美國經濟仍未成功建立強勁的成長動力，再加上歐元區持續溫和緊縮中，使得全球的經濟展望在 2012 年剩餘期間仍未見改善跡象。

亞洲兩大經濟體中國及印度的經濟趨緩是很明顯的，因為外在及內在因素更削弱其經濟成長展望。中國經濟成長(詳圖 2)從 2011 年 9.3% 預估驟降至 2012 年的 7.7%；印度從 6.5% 也降至 5.6%。

圖 2、2011 年至 2013 年亞洲各經濟體經濟成長率

	2011	2012 <sup>f</sup>	2013 <sup>f</sup>		2011	2012 <sup>f</sup>	2013 <sup>f</sup>
<b>South Asia</b>	<b>6.2</b>	<b>5.5</b>	<b>6.4</b>	<b>Central Asia</b>	<b>6.6</b>	<b>5.7</b>	<b>6.0</b>
India	6.5	5.6	6.7	Kazakhstan	7.5	5.8	6.3
Pakistan	3.0	3.7	3.7	Kyrgyz Republic	5.7	0.0	5.5
Sri Lanka	8.3	6.5	7.0	<b>East Asia</b>	<b>8.1</b>	<b>6.5</b>	<b>7.1</b>
<b>Southeast Asia</b>	<b>4.6</b>	<b>5.2</b>	<b>5.5</b>	China, People's Rep. of	9.3	7.7	8.1
Indonesia	6.5	6.3	6.6	Hong Kong, China	4.9	1.6	3.9
Malaysia	5.1	4.6	4.8	Korea, Rep. of	3.6	2.7	3.4
Philippines	3.9	5.5	5.0	Taipei, China	4.0	1.7	3.8
Singapore	4.9	2.2	3.8	<b>The Pacific</b>	<b>7.0</b>	<b>6.0</b>	<b>4.2</b>
Thailand	0.1	5.2	5.0	Fiji	2.0	1.3	1.7
Viet Nam	5.9	5.1	5.7	Papua New Guinea	8.9	7.5	4.5

Source : Asia Development Bank



中國及印度的經濟明顯趨緩的外在因素來自出口成長大幅下滑；中國在 2012 年上半年出口成長率下滑至 9.2%（去年同期 24%）；印度則在 2012 年前 5 個月下滑至 6.7%。亞洲兩大經濟體成長動能疲弱，導致很多亞洲各區域經濟體成長展望非常不樂觀，因為中國及印度的進口需求在全球貿易中佔有舉足輕重的角色。

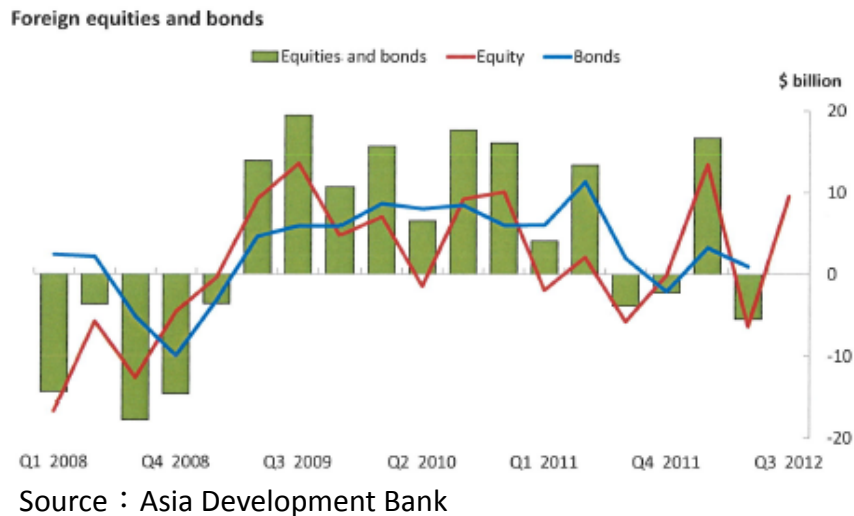
不過也正因為整體亞洲緩慢的經濟成長預期，使得商品價格上漲壓力被控制住。依據亞洲開發銀行資料，2012 及 2013 年通貨膨脹率預期皆控制在 4.2% 以內，比去年實際通貨膨脹率 5.9% 下降許多。

## (二)可能遭遇的風險

尚未完全解決的歐債危機以及美國的財政懸崖是亞洲經濟發展面臨最大的下檔風險。歐洲漸增的金融市場壓力，可能致使歐債危機擴散至全球，而加深亞洲經濟成長衰退。另美國若無法展延重要的財政政策至 2013 年，將進一步侵蝕私部門的需求，造成亞洲原本疲弱的外在需求持續衰弱。然而最近歐洲央行及美國聯準會相繼宣佈的財務因應措施，減低但並非完全消除未來經濟成長風險，對全球經濟展望仍可能存在不可測的風險。

此外，瞬間資本流向的反轉也是值得關注的焦點。當已開發國家的去槓桿化及全球不確定升高情形下，可能使投資人信心退潮，激烈地使原本流入亞洲的資本反轉，就像 2008 年金融海嘯發生時效應一樣（詳圖 3）。

圖 3、2008 年至 2012 年第 3 季止外國資本進出情形  
(印尼、韓國及泰國資料合計)



### (三)面對不確定下的因應政策

相較以往，目前溫和的核心通貨膨脹率顯示國內消費者需求也持續的降溫，使得亞洲各經濟體目前並無針對通貨膨脹實施因應措施的必要。雖然某些亞洲部分國家的財政赤字仍龐大，或是目前通貨膨脹率水準較亞洲其他國家為高，需要整頓財政及優先處理整體稅收政策，來重新獲得市場的信心。但事實上，如果需要的話，大多數經濟體仍有足夠的貨幣工具及財政措施可以使用。在中國及印度兩大亞洲經濟體經濟成長呈現趨緩情形下，未來亞洲整體展望也較不樂觀，各經濟體更應加速再平衡（rebalancing）過程、增進生產力及效率，降低受外在經濟變動對自身經濟影響程度。

## 二、亞洲個別區域展望

依據亞洲開發銀行資料(詳圖 2)就亞洲個別區域分述如下：

東亞地區是亞洲中過去幾年成長最快的區域，相對地，2012 年它的衰退也很明顯。由於全球主要工業國家的需求減少，對於東亞的出口有很大的影響，使其未來展望混沌不明。預估 2012 年成長率 6.5%（低於 2008 年金融海嘯時的 6.8%）及 2013 年 7.1%。中國除受外在因素影響外，其國內因素，例如房地產投資的降溫及基礎建設投入的放緩，皆使其經濟成長減速；而其餘東亞國家則因全球及中國經濟減速，受到連帶拖累。但也正因此區經濟成長趨緩，預期未來兩年通貨膨脹率將可望維持在溫和的 3.1% 及 3.3% 水準。

相較東亞地區，南亞地區亦遭遇經濟成長劇烈減緩，但卻同時仍存在通貨膨脹率居高不下的情形。因為下調印度經濟成長率的緣故，使得南亞 2012 年的預估經濟成長從 6.6% 下調至 5.5%，2013 年從 7.1% 降至 6.4%。印度的國內經濟疲弱，起因於投資活動持續被壓抑、消費者信心消退及印度季風肆虐的影響，而其餘南亞國家大體經濟穩定。通貨膨脹情形在南亞地區仍然是關注的焦點，採用寬鬆貨幣政策的規模仍明顯受限制。南亞地區的通貨膨脹率預估 2012 年為 8.6%，而 2013 年稍降為 7.4%。

另外，東南亞地區在通貨膨脹減弱下，預估 2012 年通貨膨脹率將降至 3.9%，而 2013 年為 4.0%，仍維持經濟彈性。至於東南亞的經濟成長預估 2012 年可達 5.2%，部份是反應泰國從 2011 年嚴重的水災中復甦，同時馬來西亞持續提高政府支出以及菲律賓在今年 4 月強勁的成長超乎預期。雖然投資及消費在東南亞地區普遍上揚，但出口無可避免地被全球疲

弱的環境所侵蝕，其中越南的金融業正遭受經濟活動放緩、資產價格滑落及高度不良貸款的巨大壓力。

### 三、服務業及亞洲未來經濟成長

#### (一)越來越重要的亞洲服務業

服務業在支撐亞洲經濟成長上扮演越來越關鍵性的角色，在 2010 年就已經貢獻亞洲區幾乎一半的 GDP。依據亞洲開發銀行資料顯示，尤其是印度，2000 年至 2010 年貢獻了 66% 的經濟成長；就連製造業導向的中國也在同期間貢獻了 43% 的經濟成長。亞洲區經濟的結構性改變，將使服務業的角色更形重要。亞洲正循著以前已開發國家發展的共同路徑，經濟發展由農業導向演進到工業導向，然後再演進到服務業。人民普遍收入提高以及快速城市化的結果，皆促使服務業蓬勃發展。再加上隨著製造業薪資提高以及勞力密集需求下降，亞洲各國將更關注於發展服務業，為龐大就業人口提供足夠職缺。

下列 4 點為迫切發展服務業的因素：

- 1、對其他產業產生正面幫助－商業服務業，例如資訊通訊技術、工業設計及市場行銷等，可能會促進投資及新產品的開發；跨產業交互影響產生的益處，將提高整體經濟生產力。
- 2、增加職缺－服務業大多為勞力密集，因此發展服務業將有助於增加職缺。亞洲區的服務業人口在 2009 年佔了總體就業人口的 34%，並持續增加中。

- 3、多元化生產力－主要已開發國家經濟成長趨緩對於亞洲商品出口造成創傷；發展服務業將能多元化生產力來源，進而增加經濟彈性及提高成長動能。
- 4、貿易新契機－精進的科技將可提高服務業的國際貿易情形，例如資訊通訊技術的出現，催化了全球商業行為委外的情形。倘政府能以更開放的態度，則可支持更具競爭力及生產力的服務業。譬如印度已在全球委外服務業的領域佔有一席之地，而近期菲律賓憑藉通曉英文及勞動成本低廉，成為歐美服務業外包的新選擇。

## (二)陷入困境的傳統服務業

亞洲服務業的生產力遠不如已開發國家，而低生產力的部份原因為傳統服務業仍具舉足輕重角色。其中零售業、不動產及運輸等占傳統服務業的大宗。

為了拉近與已開發國家的距離，亞洲更應該發展現代服務業及創新傳統服務業。現代服務業不僅有較高的生產力，並更能擴展跨產業合作及跨國貿易，而傳統服務業可藉由使用現代工具來提升生產力，並可加入文化創意的因素。然而，亞洲在發展未來現代服務業上，高階人力的缺乏為其一大隱憂。此外，由於過度的政策管制以保護現有企業，也使得目前服務業市場呈現較不具競爭性且較無提升生產力的誘因。

## (三)制定更具競爭力之服務業政策

由於過多的管制使得亞洲服務業發展碰到瓶頸，因此急需政策改革來培育更具競爭力的服務業。例如加強對於資訊通訊技術的基礎建設投資，可以對整體經濟產生正面的外溢效果。儘管目前印度及菲律賓已享受到在資訊通訊技術方面及委外服務業的投資益處，然而其相關的基礎建設投資仍落後於已開發國家。

而發展高生產力的現代服務業需要眾多的高階從業人員，教育改革則是減輕高階人力缺乏的重要環節。雖然亞洲教育水準已快速提升，但仍然缺乏某些專項技能的人力，尤其是經理人、律師、會計師、醫生、軟體工程師及科學家等高階從業人員。政策制定者應該除去國內的政策管制障礙並進行教育改革以利市場競爭，則亞洲未來經濟的結構性改變與服務業的發展才可能有正向的展望。

## 參、亞洲關鍵經濟體－中國及崛起經濟體－印尼之展望

中國的經濟奇蹟已成功定位其為全球第二大經濟體，然而，其遭遇的逆風仍強，中國必須持續經濟自由化及經濟改革過程，才有可能奪回其工業革命前全球第一大經濟體的地位。

印尼憑藉其富有礦藏及農業資源（全球第 1 大棕櫚油，第 2 大煤、可可、錫，第 4 大鎳、鋁），使其國民富裕並帶動國內消費，進而使印尼經濟穩定地蓬勃發展。依據國際貨幣基金組織(IMF)資料，印尼 2011 年經濟成長率 6.5%，預估 2012 年及 2013 年分別為 6.0%及 6.3%。

### 一、亞洲關鍵經濟體－中國之展望

#### (一)中國經濟情況概觀

眾所皆知中國在過去數十年驚人的經濟成長，促使數千萬人脫離貧窮，並使中國晉升為全球第二大經濟體。因為在先前低基期下，又受益於龐大的人口紅利、成功地轉移農業人口、擴展國際貿易及吸收國際生產技術，造就過去中國驚人的經濟成長。然而，人口結構的改變及勞工薪資的調漲，使未來的路途將更為艱辛，經濟成長的放緩將無可避免，就像其他已開發或發展中國家所經歷的發展過程一樣。

雖然中國的經濟發展仍存有諸多的不確定性，且經濟放緩是必然

的，然而這樣的情形並不表示中國將無法更富有（或者較少貧窮），只是增長率減少，但仍持續地拉近與已開發國家的生活水平及生產能力差距。

## (二) 遭遇的困境

中國雖然在很多經濟層面建立相關基礎建設是有必要的，然而，近年來在某些產業卻產生過度投資情形。意即太多資本投入在可能回報率不佳的產業，尤其是在房地產方面，特別是在某些由地方政府主導的基礎建設投資上。在政府主導的投資中，有些係爲了因應 2008 年全球金融海嘯時而投入，其目的是爲了擴大內部需求，但現在卻有越來越高無法回收的疑慮，甚至可能導致金融危機。即便這些顧慮可能是多餘的，然而投資成長的趨緩卻是必然的。

此外，中國中央集權式的管理，雖形成看似有效率的政府，然而貪腐議題卻越來越棘手。例如近來的薄熙來事件，薄熙來任職重慶市委書記期間，在重慶執行一連串的改革建設，因「重慶模式」而被宣傳政績顯赫，然而卻在今年 3、4 月間，被解除職務接受違紀調查，顯示中國政府內部貪腐議題仍相對嚴重。

## (二) 持續刺激國內消費

目前中國仍維持超高的國內儲蓄率，推升國家的總儲蓄率高於 GDP 的 50%，不僅遠高於已開發國家，也高於其他新興國家，然而高



儲蓄率將開始逐步降低。如果中國實行改革，例如建立完整的社會安全網，減少人民預防性儲蓄的必要，則儲蓄率將更進一步降低，並進一步刺激中國國內過低的消費情形。與西方國家相較，中國國內消費約占 GDP 的 35%，而西方國家例如美國的消費卻約占 GDP 的 80%。目前中國的消費仍集中於商品的消費，隨著生活、教育水平提升與人口漸漸老化，未來勢必大幅增加其服務相關的消費，例如醫療、金融服務與保險等需求。中國在刺激國內消費方面仍有相當大的成長空間，預期中國未來將進口更多食物、衣服、昂貴車子或創造自有品牌產品以供國內消費，而這些國內消費相關產業，都是未來值得投資的機會。

## 二、亞洲崛起經濟體－印尼之展望

### (一)印尼經濟概觀

印尼共有 1 萬 7 千多個島嶼，300 多個民族組成，擁有 700 多種方言，人口 2 億 4 千萬人，其中約有 6 成的人口在 35 歲以下。印尼是僅次於中國、印度、美國外的人口第 4 大國，也是世界第 1 大回教國，約有 85% 人口是穆斯林。當中國實行一胎化政策後人口紅利漸漸消退之際，印尼正開始要享受其人口紅利的豐碩果實。

根據 IMF 的資料，印尼的 2011 年、預估 2012 年及 2013 年的經濟成長率分別為 6.5%、6.0% 及 6.3%，金磚四國除了中國預估 2012 年經

濟成長率 7.8%高於印尼外，其餘三國，俄羅斯 3.7%、印度 4.9%及巴西 1.5%皆低於印尼。印尼穩定地維持年年經濟成長 6%左右，其內需占 GDP 約 6 成，經濟成長帶動中產階級的消費人口從 5 千萬人大幅增加至 1 億 3 千萬人。

## (二)印尼未來經濟展望

印尼係以內需導向為主的經濟，與全球景氣連動小，較不受外在因素影響經濟成長。在近來全球各經濟體飽受歐債危機、美國財政問題及中國成長放緩等拖累，經濟成長率頻頻下調的情形下，印尼卻能全身而退，經濟維持穩定成長。當中國這樣快速發展的國家正努力地將出口導向的經濟轉變為內需導向的經濟時，印尼早已是內需導向的經濟了。

正因為印尼龐大的中產階級所得提高，連帶對於休閒娛樂、餐飲服務、觀光旅遊、消費電子產品等等的需求也提高。其強大的消費力帶動內需市場處處商機，而成為全球投資新亮點。依據 IMF 資料，印尼是東協最大的經濟體，2012 年名目 GDP 總值將達 8,949 億美元，遠高於泰國（3,770 億美元）、馬來西亞（3,072 億美元）及新加坡（2,679 億美元）。

印尼首都雅加達有高達 1 千萬人口，市區中心飯店及大型購物中心林立，然而卻沒有捷運建設，交通塞車情形相當嚴重。由於目前印尼基礎建設過慢的情形，也為未來穩定的經濟成長帶來隱憂。雖然存

有風險，但就投資角度來看，未來基礎建設的投入將勢在必行，除了印尼內需市場蓬勃發展為投資重點外，印尼的基礎建設更被視為大好商機的新興投資標的。

## 肆、新興市場的投資趨勢與機會

新興市場是過去幾年經濟成長最快速的市場，很多國家都希望透過貨幣貶值來幫助出口成長提振經濟。相對地，通貨膨脹情形也一直是新興市場各國政府關注的焦點。近年雖遭遇經濟成長劇烈減緩，但在全球寬鬆貨幣施行下，歡迎外國資金流入進行投資，但不歡迎僅為炒作匯率的熱錢流入推升本地貨幣。因此，此類開發中國家常以正式或非正式的策略管理其匯率，匯率完全自由化在新興市場仍明顯受限制。

無可避免地，新興市場亦受全球疲弱的環境所影響，但因新興市場多數的國家人口結構，仍然相對存在人口紅利優勢，這將給全球的經濟成長前景一些喘息的空間。在這全球低利環境下，提供全球投資人能有機會更有效的運用其手中資產，透過資產配置，除可積極參與新興市場相關內需產業投資及新興市場美元計價債券，以賺取高於成熟市場所能提供的資產報酬外，新興市場本地貨幣計價債券投資亦可增加資產投資幣別的多元化選擇。

### 一、新興市場貨幣趨勢

#### (一)全球貨幣趨勢觀點的改變

過往大多數的國家都希望自己的發行貨幣是強勢貨幣，認為強勢貨幣可增加市場信心的看法，也是另一種國力展現方式。然而，在全球性金融危機影響下，維持強勢且穩定的貨幣趨勢已過時了，而且維

持強勢且穩定的貨幣相對必須付出很大的代價。因此，現在很多國家都希望以貨幣貶值來幫助出口成長提振經濟，取代以前認為強勢貨幣可增加市場信心的看法。

因為強勢貨幣可能導致出口衰退，使得商品進口價格下滑，導致通貨緊縮情形出現。而為維持強勢及穩定的貨幣，央行需要用該國的外匯存底來推升本國貨幣。然而貨幣貶值，僅需要央行同意印鈔即可，但當一個國家限制其本國貨幣的升貶幅度時或限制其貨幣流動性，將會對其他國家的貨幣產生漣漪效果，因為貨幣價格觀念是相對的，在貨幣市場的零和遊戲下，有貨幣貶值就有其他貨幣相對升值。

## (二)全球寬鬆貨幣政策下的影響

2008 年底時因金融危機發生，全球資本市場因避險心理視美元資產為安全避風港。尤其是在雷曼兄弟宣佈破產之後，投資人更加擔憂全球經濟前景，恐慌心態促使資金不斷湧入並推升美元。此後隨著金融危機過去及實行寬鬆貨幣政策，美元漸趨貶值。而美國為刺激國內經濟，增加國內消費及改善就業狀況，持續推行第二次及第三次寬鬆貨幣政策，也明顯而易見地加深美元貶值效果。

在美國、歐洲及日本持續推動寬鬆貨幣政策挽救其國內頹廢的經濟下，熱錢紛紛尋找相對經濟動能較佳的新興市場國家。巴西財政部長在 2010 年 9 月即公開聲明不歡迎熱錢流入巴西國內投資市場進而推升巴西幣，並視美國實行寬鬆貨幣政策為貿易保護主義，是一種企圖

壓低美元價格以掠奪開發中國家市佔率的貿易手段，因此對於外國資金流入進行課稅，而開啓了一波貨幣戰爭。與 2010 年 9 月聲明時相較，目前巴西幣兌美元已呈現貶值狀態。自 2010 年起，中國人民幣兌美元升值，而韓圓則呈現區間震盪情形。

圖 4、中國、南韓及巴西貨幣兌美元情形

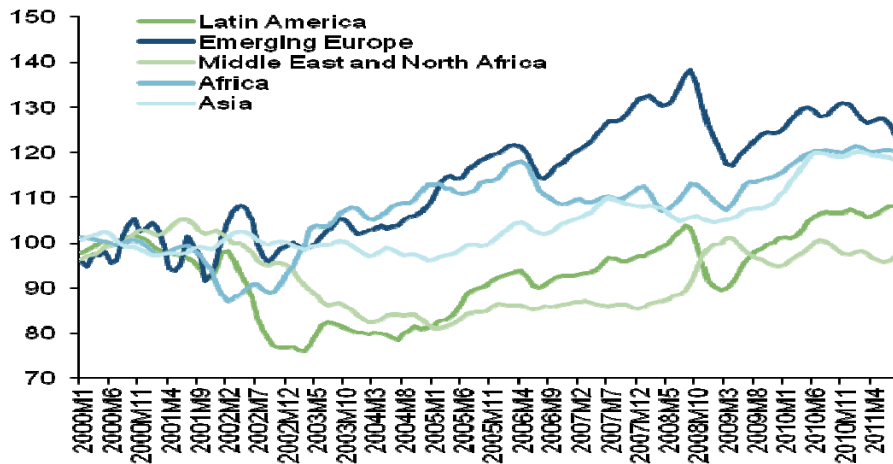


### (三)新興市場貨幣具升值題材

受惠於國家經濟的快速成長，新興國家近年來負債比例降低，財政狀況逐漸改善，相較於較多負債的已開發國家，新興國家貨幣已具備貨幣升值題材。近年來又在美國、歐洲及日本持續採取寬鬆貨幣政策下，熱錢積極在國際間尋找獲利機會，新興國家貨幣升值壓力與日俱增，尤其很多採行出口導向經濟政策的開發中國家一旦出現貨幣兌美元升值太快，勢必會導致其出口價格遠超過市場需求價格，影響其出口相關產業，所以此類開發中國家會正式或非正式地管理其匯率，

以避免貨幣劇升導致其經濟成長迅速減緩，但長期新興市場貨幣仍然呈現升值趨勢。(詳圖 5)

圖 5、過去 10 年新興市場貨幣走勢圖



Source : IMF

## 二、 新興市場投資方式的選擇

全球人口漸漸老化，是很多已開發或開發中國家必須面對的嚴肅課題。幸運的是，並非所有的國家人口老化的程度是一致的，而且有些國家人口仍然相對地年輕。這些人口紅利國家雖給全球的經濟成長前景一些喘息的空間，但仍然有一些挑戰存在。全球投資人為追求較高經濟成長的預期，而將資產轉移至人口相對年輕的新興國家。然而投資新興市場的流動性議題及波動性大的情形，對全球投資人是一大挑戰。

最容易的新興市場投資方式就是直接投資於全球各交易所掛牌交易的跨國公司。這些公司透過他們的全球生產網絡及創新的流程，擷取全球

包括新興市場的經濟成長動能，這是最便利也最直接的投資策略。然而，對機構法人或大型退休基金而言，這策略似乎會遺漏一些獨特的投資機會，無法使資金更有效的運用。另一投資方式則為直接或間接投資於新興市場公開交易(Public Listed)的證券，這也是另一項接觸新興市場公司的低成本方式。但由於許多新興金融市場多存在著流動性不佳、市場變化波動大、經濟法令不完善、缺少資產安全性及金融自由度不足等情形，使得投資人仍存有許多顧慮。此外，新興市場雖然有 GDP 高成長題材，也因深受當地政治情勢變化的影響，不一定能將高 GDP 轉換為其股票市場績效。

理論上，投資新興市場最直接以及最有效的方式為投資在地化。但在新興市場建立一個在地化的投資策略需要投入相當多的時間及資源，這表示要學習投資進出某特定經濟體的時點、須建立在地關係以及相關的網絡，甚至可能必須在當地建立辦公室。短期間內，勢必需投入相當高的成本而且是耗時的，但以長期投資獲利觀點來看會，卻可能會有較大及長期穩定的回報。另一種在地化方式為藉由與當地機構的整合，融入當地投資市場，即尋找當地的夥伴來實現在地化並達到互相的利益。由於在地化需投入相當多的時間及資源，只有那些具有內部投資能力的機構法人或大型退休基金才有在地化的能力，可以直接進行在地化的新興市場投資。

### 三、 新興市場債券投資

在相對脆弱的經濟環境下，全球金融市場依舊充滿不確定性，投資人如要在全球低利環境下，尋求穩健的報酬並不容易，尤其是在美國 10 年



期公債殖利率也降至 2% 以下，以及已開發國家債務占 GDP 及財政赤字占 GDP 比率節節攀升之際，相較之下，新興國家近年來外匯存底持續改進及不斷努力刺激國內需求增長，使得新興國家負債比例降低、財政狀況逐漸改善，進而新興市場債券成爲全球投資人在全球低利投資環境下追捧的投資標的，並進一步改善新興市場債券流動性、透明度及多元化。

新興市場債券除了吸引人的債券殖利率考量外，信用評等改善狀況、貨幣流通管制情形及通貨膨脹也爲投資人關心的項目。過去 10 年間新興國家大幅度的經濟結構性改革，讓許多亞洲國家的信用評等紛紛被調升，尤其是東協（ASEAN）的國家特別顯著。信評機構惠譽(Fitch)及穆迪（Moody's）相繼在去(2011)年 12 月及今(2012)年 1 月調升印尼信評至投資等級，這是印尼主權債信在被評爲垃圾等級後，長達 14 年努力才重返投資等級。這項利多也促使許多投資人對這個東南亞最大經濟體重拾投資信心，湧現資金流入潮。

新興市場債券存在有二種不同的市場，美元計價的債券市場以及本地貨幣計價的債券市場。對以美元爲計算資產基礎的投資者而言，投資本地貨幣計價的新興市場債券，可使其投資幣別多元化。即除了債券殖利率較高外，亦可享受新興國家本地貨幣相對美元升值的匯兌利益。歷史資料亦顯示，新興國家的債券提供較美國通貨膨脹率高的報酬率，不論是美元計價或本地貨幣計價的新興市場債券，在過去 10 年皆較美國消費者物價指數高約 5% 的利差。

## 伍、心得與建議

放眼未來幾年，在歐元區的債務問題以及美國財政緊縮陰影下，世界經濟展望持續混沌不明。在在加深了擁有龐大投資部位與全球化資產配置的各國退休基金之投資決策與資產風險管理的困難。而全球投資人的投資版圖配置，也隨著全球經濟發展重心移動而不斷的變化，關注的重點與投資方式也隨之變化。目前新興市場的投資機會、配置比重與投資方式已成為全球機構投資人的焦點所在。透過參與此國際會議，可進一步了解各與會會員在新興市場投資上關心與觀察的方向。

亞洲兩大經濟體中國及印度經濟成長放緩，然而其餘新興亞洲則出現了經濟成長狀況互有差異的情形。其中最值得討論的是會議主辦在地國印尼，其近年來優異的經濟成長情形，成為全球投資人追捧的投資標的。印尼利用其東協最大的經濟體及龐大人口紅利，當各亞洲新興經濟體正努力地將出口導向的經濟轉變為內需導向的經濟時，印尼早已經是內需導向的經濟了，其龐大中產階級的消費能力支撐起的穩定經濟發展現況，亦成為此次會議討論的重點主題。

新興市場經濟體近年來受惠於整體經濟結構及財政體質的逐步改變及改善，成為全球投資人焦點所在。各與會會員認同應以長期投資獲利觀點來看，在地化投資才可能有較大及長期穩定的回報，惟需投入相當多的時間及資源。以目前各退休基金管理機構普遍存在人力不足情形，事實上是缺乏內部投資能力進行在地化方式投資於新興市場。因此，目前大都藉由

投資新興市場公開交易證券的低成本方式，取得對新興市場的曝險部位。

新興市場的債券投資是此次各與會成員討論的重點，本會鑒於新興市場未來仍為全球經濟成長的相當重要來源，除了全球投資的核心配置外，近年來亦逐步增加在新興市場上的投資佈局。於 99 年已委任 3 家受託機構進行新興市場股票的投資；另為擷取新興市場債券較高殖利率及投資貨幣多元化考量，於今(101)年增加新興市場債券投資之委任，投資範圍涵蓋新興市場美元計價債券及本地貨幣計價債券，並已於今年 5 月完成 4 位經理人選任，7 月底辦理第一次之撥款進行投資，並將視市場狀況逐步完成全部撥款。

勞工退休基金為目前國內政府基金中成長速度最快者，預估這樣的成長情形還將持續 10 年之久，而勞工退休基金監理會身為基金的管理機關，自將積極關注國內外市場經濟情勢變化及投資機會，期透過適當的資產配置以及對市場情勢的掌握，獲取退休基金長期穩定的合理報酬，以保障勞工退休生活福祉。