

出國報告（出國類別：國際會議）

參加伯恩聯盟國家風險專家會議報告

服務機關：中國輸出入銀行

姓名職稱：謝維仁 襄理

派赴國家：西班牙

出國期間：102年3月9日至102年3月13日

報告日期：102年5月29日

摘要

伯恩聯盟國家風險專家會議於 2013 年 3 月 11 日及 12 日在西班牙馬德里舉行，主辦單位係西班牙國營輸出信用機構 CESCE。本國際會議聚集了來自世界各國輸出信用機構國家風險專家、經濟學家與國家風險領域相關人員等，計有 30 國，63 位輸出信用機構代表參加。會議討論重點主要分為國家風險的當前驅動趨勢與國家風險的分析方法二部分。

國家風險專家會議提供了國際性專業、多元之前瞻性分析資訊，相當具參考價值，與會者並可直接與各國相同領域的專業人士面對面互動討論，更可進一步瞭解各國輸出信用機構評估分析國家風險的知識與應用方法，增進多元思考觀點與分析能力。藉此，除可汲取各國輸出信用機構所關注最新國家風險議題的重點與資訊蒐集外，對參與機構國家風險管理業務精進頗有助益。

目次

壹、前言	1
貳、會議重點	2
一、世界經濟重心東移	2
二、新興市場風險的根本轉變	10
三、歐元區	15
四、主權信用評等的方法與趨勢	21
五、國際投資之政治風險	29
六、次主權風險	35
參、心得及建議	38

壹、前言

伯恩聯盟國家風險專家會議於 2013 年 3 月 11 日及 12 日在西班牙馬德里舉行，會議目的在透過伯恩聯盟的集會功能，達到提供與會者蒐集、討論國家風險相關議題的發展趨勢與評估分析方法的相互精進，並藉由召開討論會提供會員間從事專業交流之機會，積極促進跨國貿易之蓬勃發展。

本會議與會國家除我國外，尚有澳大利亞、奧地利、白俄羅斯、比利時、加拿大、中國大陸、克羅埃西亞、捷克、丹麥、愛沙尼亞、芬蘭、法國、德國、匈牙利、印度、伊朗、義大利、南韓、荷蘭、挪威、沙烏地阿拉伯、塞爾維亞、斯洛伐克、西班牙、瑞典、瑞士、土耳其、美國、烏茲別克，計有 30 國，63 位輸出信用機構代表參加。職奉派代表本行參加本次會議，行程如下表。

102 年 3 月 9 日~10 日	去程：台北 → 曼谷 → 維也納 → 馬德里
102 年 3 月 11 日	馬德里 國家風險專家會議
102 年 3 月 12 日	馬德里 國家風險專家會議、返程
102 年 3 月 12 日~13 日	返程：馬德里 → 倫敦 → 曼谷 → 台北

本會議討論重點主要分為國家風險的當前驅動趨勢與國家風險的分析方法二部分，討論過程共有六項主題如下。

國家風險的當前驅動趨勢

- 1、世界經濟重心東移
- 2、新興市場風險的根本轉變
- 3、歐元區

國家風險的分析方法

- 4、主權信用評等的方法與趨勢
- 5、國際投資之政治風險
- 6、次主權風險

本會議除每場討論主題均有充裕時間可供討論外，與會者在會議外時間亦有機會認識來自各國相同領域的專業人士，並可就各自關注的議題廣泛交換經驗與討論，有助與會人員擴展國家風險專業知識領域與國際視野。本次會議經參加人員熱忱的充分討論，圓滿成功，以下謹將會議重點、心得及建議，依序報告如后。

貳、會議重點

一、世界經濟重心東移

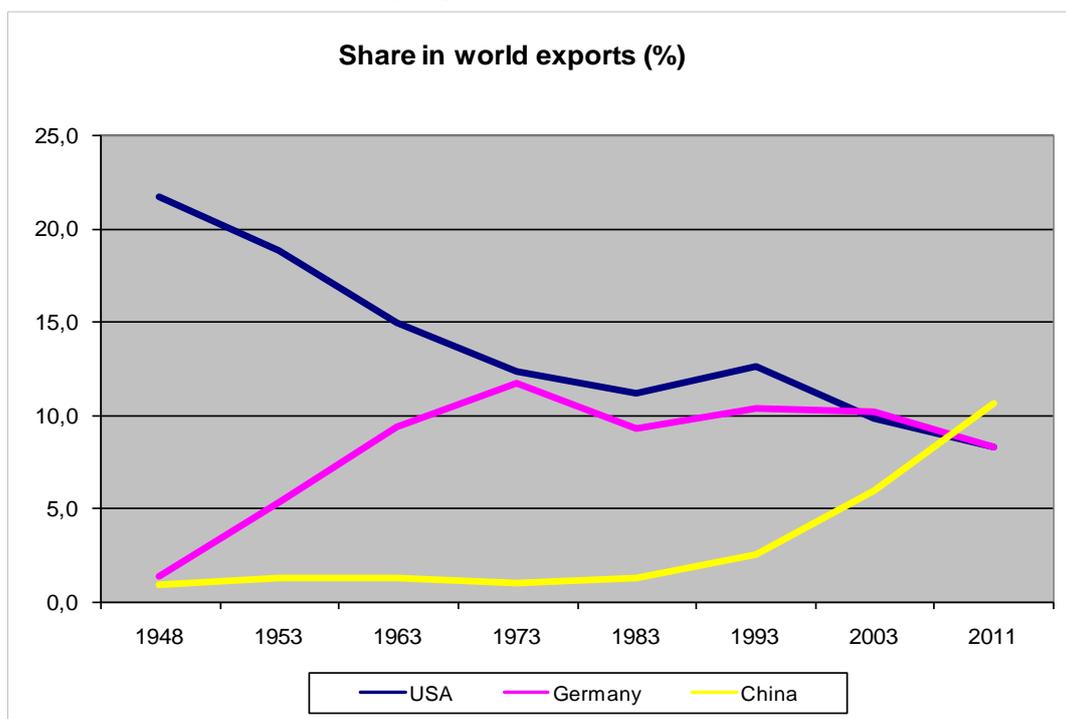
2013年3月11日，第一場會議討論國家風險的當前驅動趨勢三項主題之第一項：「世界經濟重心東移」，謹將主要的討論重點與心得，綜合敘述如下。

當前，世界經濟重心正持續由西向東轉移，這一經濟發展之長期結構性趨勢，無法逆轉。全球金融風暴發生後抑制了美國經濟的成長，也使得歐洲因債務危機陷入經濟成長遲滯，從而加快了全球經濟重心從歐美轉向亞洲新興經濟體的進程。

(一)中國大陸占世界出口比率超越美德

在世界的出口動能的占比中，二次大戰後，1948年美國獨占世界出口占比超過20%，德國與中國大陸均在5%以下；至1973年德國經濟已快速發展，與美國分占世界出口占比各約12%；受近年全球金融風暴衝擊，至2011年美德二國占比已分別降至10%之下，而中國大陸則從1993年後出口快速成長，至2011年已達世界出口占比之10%以上，超越美德，躍居世界出口新星(圖1)。

圖1 美德中三國之世界出口占比

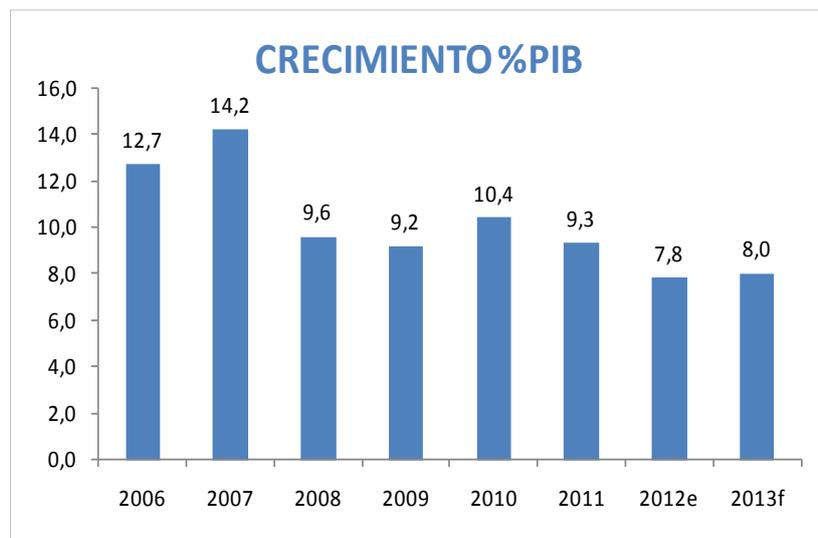


資料來源：WTO, CESCE。

(二)中國大陸經濟成長快速，消費全球大量重要原物料商品，並對價格具有重大影響力

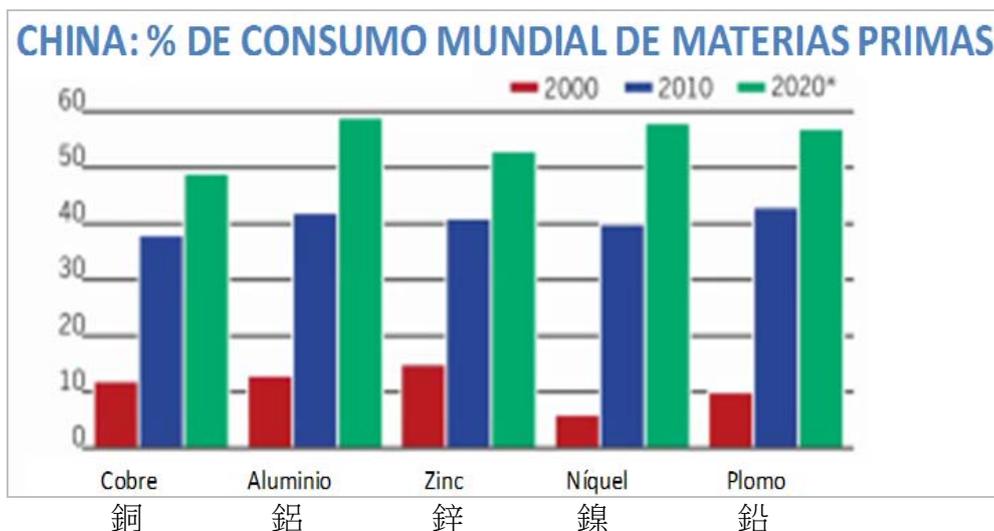
由圖 2 顯示，2006~2013 年中國大陸 GDP 成長率介於 7.8%~14.2%，經濟高速成長；經濟發展快速對原物料消費需求亦大幅增加，對於銅、鋁、鋅、鎳與鉛等重要工業原料之全球需求占比，由 2000 年之 10% 上下，大幅升高至 2010 年約 40%，預測至 2020 年則大部分續升高至 50% 以上(圖 3)，需求龐大，並對國際原物料商品價格形成重大的影響。

圖 2 中國大陸之 GDP 成長率



資料來源：IIF, CESCE

圖 3 2000~2020 年中國大陸消費全球原物料商品比率



資料來源：WTO, CESCE。

*:fuente: macquarie *prevision (Source: Macquarie * forecast)。

(三)先進國家債務負擔過重，抑制經濟成長

始於 2007 至 2008 年的全球金融風暴抑制了美國經濟的成長，也使得歐洲因債務危機陷入經濟成長遲滯，從而加快了全球經濟重心從歐美轉向新興經濟體的進程。

依國際貨幣基金(IMF)資料顯示，以政府負債總額相對GDP之比率而言，2008年，先進經濟體政府負債總額相對為GDP的81.3%，高於全球之65.7%，更高於新興經濟體之33.5%；之後因全球金融風暴衝擊，大部分受影響國家採取擴張性財政政策以提振經濟，導致政府負債規模隨之擴大並趨惡化，限縮政府再融資空間。至2012年，先進經濟體政府負債總額較2008年增加28.9%，達GDP之110.2%，連帶將全球之政府負債總額相對GDP比率提高至81.1%，惟同時期新興經濟體僅微幅增加1.7%，達GDP之35.2%。部分先進經濟體因債務負擔過重與無法持續自市場獲得再融資，只能尋求紓困，在歐洲發生主權債務危機，對歐元區政經持續產生重大衝擊，截至2013年5月而言，雖有緩和，但仍未結束。而美國則面臨財政懸崖(fiscal cliff)威脅，且自2013年3月開始啟動的自動減赤機制仍將導致全年財政緊縮幅度為過去30年來最大，上述因素抑制了受影響國家之經濟成長，更導致東西方經濟力量之消長，且重要經濟力量更因此加速東移至新興亞洲，尤其是中國大陸。

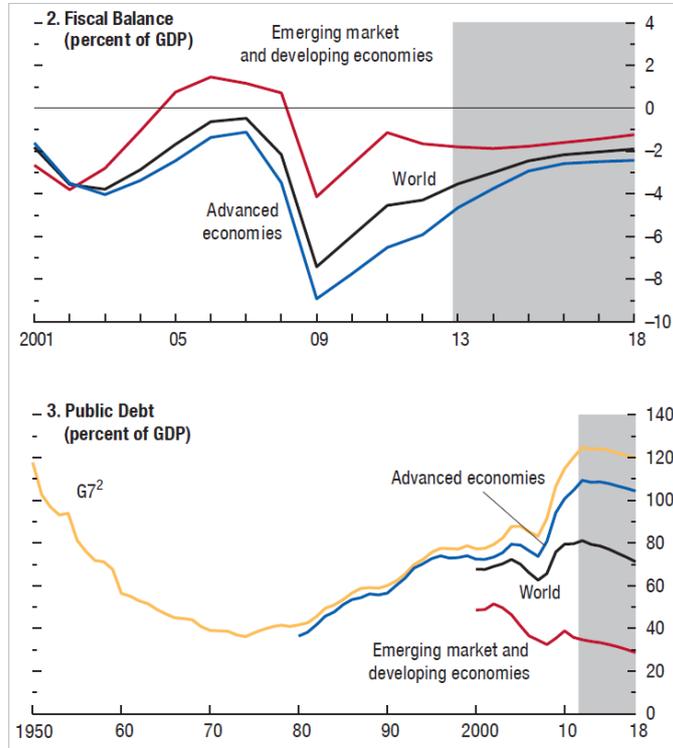
IMF於2013年4月發布財政監測報告時表示，全球經濟逐漸改善，先進經濟體的財政赤字削減取得了進展，緩解了短期財政風險。2012年先進經濟體的財政赤字下降幅度約達GDP的0.7%。預估2013年下降速度將加快，主要得益於各國政府在2009年危機最嚴重階段之後努力控制支出，亦受惠於逐漸改善的外部經濟環境。

惟IMF指出，美國、日本、英國、法國、義大利、西班牙、比利時、葡萄牙、希臘與愛爾蘭等10個國家，整頓財政的任務依然艱巨，繼續面臨重大的挑戰，這些國家的政府債務相對國內生產毛額的比率已超過90%，而且持續升高。此外，這10個國家的經濟約占全球經濟總量的40%，其財政政策走向對全球經濟形勢亦有重要影響。IMF預估2013年先進經濟體的平均赤字相當於國內生產毛額的4.7%，較2012年減少約1.2個百分點；平均債務相當於國內生產毛額的109.3%，較2012年減少約0.9個百分點；IMF表示，許多先進經濟體實現財政可持續性的道路依然漫長、艱難和充滿不確定性，債務水準持續升高仍對未來經濟展望構成風險。

主講本主題之西班牙出口信用保險公司(CESCE)指出，以包括政府、金融機構、非金融企業及家計負債之國家總債務規模而言，截至2011年第4季，世界前十大債務相對GDP比率之成熟經濟體，依序分別為：日本、英

國、西班牙、法國、南韓、義大利、美國、德國、澳大利亞與加拿大等十國，債務規模相對 GDP 比率，位於 273%~511%，債務負擔皆重，值得注意。各主要經濟體財政、公共債務指標與趨勢，詳如圖 4、表 1、表 2 與圖 5。

圖 4 先進經濟體與新興及開發中經濟體財政與公共債務指標



資料來源：IMF, April 2013。

表 1 2008~2014 年世界主要經濟體財政指標

單位：% of GDP

	2008	2009	2010	2011	2012	Projections		Difference from October 2012 Fiscal Monitor		
						2013	2014	2012	2013	2014
Overall balance (Percent of GDP)										
World	-2.2	-7.4	-6.0	-4.5	-4.3	-3.5	-3.0	-0.1	0.0	-0.2
Advanced economies	-3.5	-9.0	-7.8	-6.6	-5.9	-4.7	-3.8	0.0	0.1	-0.1
United States	-6.7	-13.3	-11.1	-10.0	-8.5	-6.5	-5.4	0.2	0.7	0.1
Euro area	-2.1	-6.4	-6.2	-4.1	-3.6	-2.9	-2.6	-0.3	-0.3	-0.5
France	-3.3	-7.6	-7.1	-5.2	-4.6	-3.7	-3.5	0.1	-0.2	-0.6
Germany	-0.1	-3.1	-4.1	-0.8	0.2	-0.3	-0.1	0.5	0.1	0.2
Greece	-9.9	-15.6	-10.7	-9.4	-6.4	-4.6	-3.4	1.1	0.1	0.1
Ireland ¹	-7.4	-13.9	-30.9	-13.4	-7.7	-7.5	-4.5	0.6	0.0	0.4
Italy	-2.7	-5.4	-4.3	-3.7	-3.0	-2.6	-2.3	-0.3	-0.7	-0.7
Portugal ²	-3.7	-10.2	-9.8	-4.4	-4.9	-5.5	-4.0	0.1	-1.0	-1.6
Spain ¹	-4.5	-11.2	-9.7	-9.4	-10.3	-6.6	-6.9	-3.3	-0.9	-2.3
Japan	-4.1	-10.4	-9.3	-9.9	-10.2	-9.8	-7.0	-0.1	-0.8	0.2
United Kingdom	-5.1	-11.4	-10.1	-7.9	-8.3	-7.0	-6.4	-0.1	0.3	-0.6
Canada	-0.3	-4.8	-5.2	-4.0	-3.2	-2.8	-2.3	0.6	0.2	0.0
Others	2.6	-0.8	-0.1	0.4	0.4	1.1	1.5	-0.1	-0.2	-0.1
Emerging market economies	0.0	-4.6	-3.1	-1.7	-2.1	-2.2	-2.2	-0.3	-0.5	-0.6
Asia	-2.3	-4.3	-2.9	-2.6	-3.2	-3.2	-3.0	-0.4	-0.7	-0.7
China	-0.7	-3.1	-1.5	-1.3	-2.2	-2.1	-1.8	-0.9	-1.2	-1.2
India	-8.6	-10.1	-8.7	-8.4	-8.3	-8.3	-8.4	1.2	0.8	0.4
Europe	0.6	-6.1	-3.9	0.0	-0.7	-1.2	-1.5	0.0	-0.3	-0.4
Russian Federation	4.9	-6.3	-3.4	1.5	0.4	-0.3	-1.0	-0.1	-0.6	-0.4
Turkey	-2.3	-5.6	-2.3	-0.4	-1.5	-2.2	-2.3	0.3	-0.2	-0.6
Latin America	-0.8	-3.6	-2.8	-2.4	-2.5	-1.6	-1.8	-0.5	0.0	-0.1
Brazil	-1.4	-3.1	-2.7	-2.5	-2.8	-1.2	-1.7	-0.6	0.4	0.3
Mexico	-1.1	-4.7	-4.4	-3.4	-3.7	-3.1	-3.0	-1.3	-1.0	-0.9
Middle East and North Africa	-4.9	-5.5	-7.0	-8.7	-9.7	-9.2	-7.2	-0.2	-1.0	-1.0
South Africa	-0.4	-5.5	-5.1	-4.0	-4.8	-4.8	-4.2	0.2	0.0	0.0
Low-income countries	-0.4	-4.2	-2.0	-1.7	-3.3	-3.2	-3.1	0.1	-0.2	-0.3
Oil producers	7.3	-2.4	-0.5	3.3	2.3	1.4	0.8	-0.6	-0.9	-0.9

資料來源：IMF, April 2013。

表2 2008~2014年世界主要經濟體政府債務指標

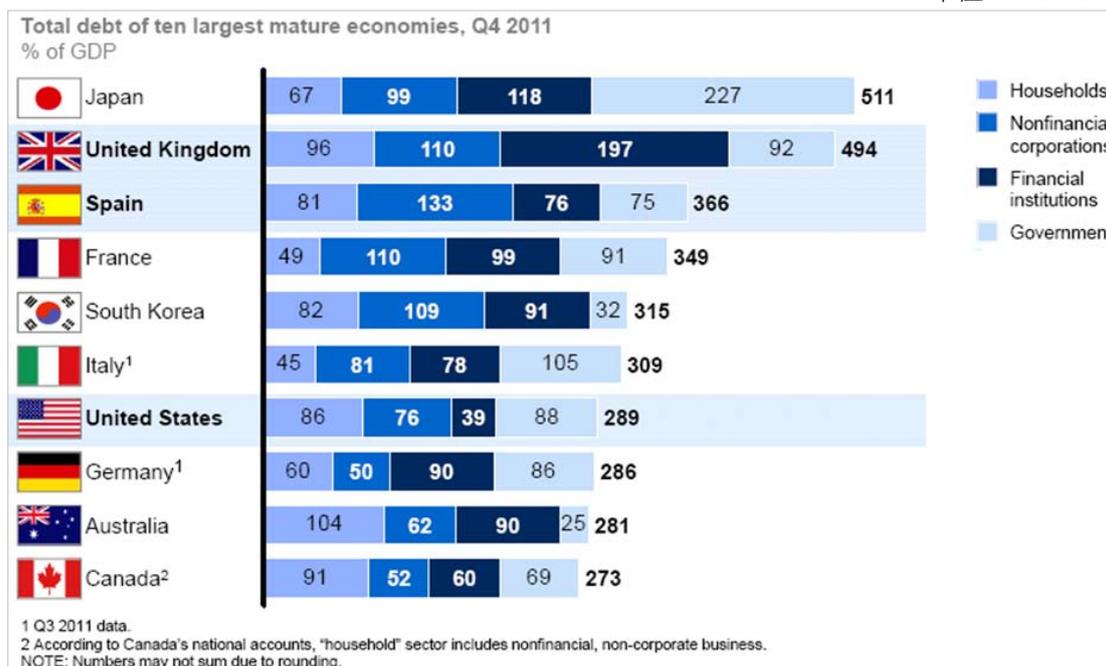
單位：% of GDP

	2008	2009	2010	2011	2012	Projections		Difference from October 2012 <i>Fiscal Monitor</i>		
						2013	2014	2012	2013	2014
Gross debt										
World	65.7	75.8	79.5	79.7	81.1	79.3	78.6	-0.2	-2.2	-1.9
Advanced economies	81.3	94.9	101.5	105.5	110.2	109.3	109.5	-0.3	-1.3	-1.7
United States	75.5	89.1	98.2	102.5	106.5	108.1	109.2	-0.7	-3.6	-4.7
Euro area	70.3	80.0	85.6	88.1	92.9	95.0	95.3	-0.8	0.1	0.6
France	68.2	79.2	82.3	86.0	90.3	92.7	94.0	0.3	0.7	1.1
Germany	66.8	74.5	82.5	80.5	82.0	80.4	78.3	-1.1	-1.1	-1.3
Greece	112.5	129.3	147.9	170.6	158.5	179.5	175.6	-12.2	-2.4	-4.7
Ireland	44.5	64.9	92.2	106.5	117.1	122.0	120.2	-0.6	2.7	1.8
Italy	106.1	116.4	119.3	120.8	127.0	130.6	130.8	0.6	2.8	3.5
Portugal	71.6	83.1	93.2	108.0	123.0	122.3	123.7	3.9	-1.4	0.1
Spain	40.2	53.9	61.3	69.1	84.1	91.8	97.6	-6.6	-5.1	-2.4
Japan	191.8	210.2	216.0	230.3	237.9	245.4	244.6	1.4	0.4	-1.6
United Kingdom	52.2	68.1	79.4	85.4	90.3	93.6	97.1	1.6	0.3	1.1
Canada	71.3	81.4	83.0	83.4	85.6	87.0	84.6	-1.9	-0.7	-0.1
Emerging market economies	33.5	36.0	40.3	36.7	35.2	34.3	33.6	0.7	1.5	2.1
Asia	31.4	31.4	40.8	34.4	32.2	31.0	30.0	0.4	1.3	2.2
China ¹	17.0	17.7	33.5	25.5	22.8	21.3	20.0	0.7	1.7	2.7
India	73.3	75.0	68.5	66.4	66.8	66.4	66.7	-0.7	-0.3	1.1
Europe	23.6	29.5	29.1	27.8	26.1	25.9	26.4	0.0	0.8	1.1
Russian Federation	7.9	11.0	11.0	11.7	10.9	10.4	11.8	-0.1	0.6	0.9
Turkey	40.0	46.1	42.4	39.2	36.4	35.5	35.4	-1.3	-1.2	-1.0
Latin America	50.5	53.5	51.9	51.7	52.4	50.9	50.3	2.3	2.9	3.4
Brazil	63.5	66.9	65.2	64.9	68.5	67.2	65.9	4.4	6.0	6.9
Mexico	43.1	44.5	42.9	43.7	43.5	43.5	43.9	0.4	0.3	0.7
Middle East and North Africa	62.3	64.9	66.8	70.1	74.9	78.8	77.1	1.0	3.6	3.8
South Africa	27.8	31.3	35.8	39.6	42.3	42.7	43.7	1.0	-0.6	-1.3
Low-income countries	40.7	43.6	42.3	41.4	42.5	42.0	41.7	-0.7	-0.1	-0.9
Oil producers	22.2	24.8	23.9	22.1	22.2	22.4	22.8	-0.5	0.0	0.1

資料來源：IMF, April 2013。

圖5 2011年第4季世界前十大成熟經濟體債務指標

單位：% of GDP



資料來源：Haver Analytics, CESCE。

(四)新興市場經濟體高速經濟成長，在世界主要經濟體 GDP 的占比，顯著提高。

2008 年下半年起，美國本土的金融危機已擴散成為全球性的金融風暴，造成不平衡的全球經濟發展，根據 Global Insight 數據顯示，在 2008 年與 2012 年世界前二十大經濟體 GDP 成長變動中，新興經濟體 GDP 成長 49.8% 明顯高於先進經濟體之 6.27%；而新興經濟體之中國大陸於 2012 年 GDP 較 2008 年增加 3,708.25 十億美元，成長 82.06%，達 8,226.96 十億美元(表 3)，占世界前二十大經濟體 GDP 之比率，由 9.23% 升高至 14.37%(表 4)，係世界生產總值成長之最主要貢獻者。

表 3 2008 年與 2012 年世界前二十大經濟體 GDP 成長變動概況

單位：10 億美元

Rank	Geography	2008	2012	% Change	Avg. Ann. Rate	Difference
1	United States	14,291.55	15,684.75	9.75	2.35	1,393.20
2	China	4,518.71	8,226.96	82.06	16.16	3,708.25
3	Japan	4,848.33	5,961.04	22.95	5.30	1,112.71
4	Germany	3,615.92	3,399.40	-5.99	-1.53	-216.52
5	France	2,827.06	2,606.43	-7.80	-2.01	-220.63
6	United Kingdom	2,648.77	2,443.28	-7.76	-2.00	-205.49
7	Brazil	1,653.54	2,251.73	36.18	8.03	598.19
8	Russia	1,660.85	2,013.96	21.26	4.94	353.11
9	Italy	2,304.67	2,012.43	-12.68	-3.33	-292.24
10	India	1,294.11	1,891.43	46.16	9.95	597.32
11	Canada	1,542.40	1,818.76	17.92	4.21	276.36
12	Australia	1,034.54	1,540.98	48.95	10.47	506.44
13	Spain	1,591.96	1,350.64	-15.16	-4.03	-241.32
14	Mexico	1,094.48	1,185.55	8.32	2.02	91.07
15	South Korea	931.41	1,129.11	21.23	4.93	197.70
16	Indonesia	510.23	878.04	72.09	14.53	367.81
17	Turkey	731.31	788.64	7.84	1.90	57.33
18	Netherlands	870.31	772.19	-11.27	-2.95	-98.12
19	Saudi Arabia	476.30	648.63	36.18	8.03	172.33
20	Switzerland	524.58	632.52	20.58	4.79	107.94
世界 20 大經濟體中 新興經濟體合計		11,939.53	17,884.94	49.80	—	5,945.41
世界 20 大經濟體中 先進經濟體合計		37,031.50	39,351.53	6.27	—	2,320.03
世界 20 大經濟體合計		48,971.03	57,236.47	16.88	—	8,265.44

資料來源：Global Insight, 2013.4.29, 本報告整理。

註 1：本表係 Ranking for GDP, Nominal (US\$ bil.) in 2012。

註 2：粗體字者為新興市場國家。

註 3：2012 年世界 20 大經濟體 GDP 合計 57,236.47 十億美元占世界 GDP 71,707.3 十億美元之 79.82%。

表 4 2008 年與 2012 年世界前二十大經濟體 GDP 的占比變動概況

單位：10 億美元

Rank	Geography	2008	%	2012	%	Difference	% Change
1	United States	14,291.55	29.18	15,684.75	27.40	1,393.2	-1.78
2	China	4,518.71	9.23	8,226.96	14.37	3,708.3	5.15
3	Japan	4,848.33	9.90	5,961.04	10.41	1,112.7	0.51
4	Germany	3,615.92	7.38	3,399.40	5.94	-216.5	-1.44
5	France	2,827.06	5.77	2,606.43	4.55	-220.6	-1.22
6	United Kingdom	2,648.77	5.41	2,443.28	4.27	-205.5	-1.14
7	Brazil	1,653.54	3.38	2,251.73	3.93	598.2	0.56
8	Russia	1,660.85	3.39	2,013.96	3.52	353.1	0.13
9	Italy	2,304.67	4.71	2,012.43	3.52	-292.2	-1.19
10	India	1,294.11	2.64	1,891.43	3.30	597.3	0.66
11	Canada	1,542.40	3.15	1,818.76	3.18	276.4	0.03
12	Australia	1,034.54	2.11	1,540.98	2.69	506.4	0.58
13	Spain	1,591.96	3.25	1,350.64	2.36	-241.3	-0.89
14	Mexico	1,094.48	2.23	1,185.55	2.07	91.1	-0.16
15	South Korea	931.41	1.90	1,129.11	1.97	197.7	0.07
16	Indonesia	510.23	1.04	878.04	1.53	367.8	0.49
17	Turkey	731.31	1.49	788.64	1.38	57.3	-0.12
18	Netherlands	870.31	1.78	772.19	1.35	-98.1	-0.43
19	Saudi Arabia	476.30	0.97	648.63	1.13	172.3	0.16
20	Switzerland	524.58	1.07	632.52	1.11	107.9	0.03
世界 20 大經濟體中 新興經濟體合計		11,939.53	24.38	17,884.94	31.25	5,945.4	6.87
世界 20 大經濟體中 先進經濟體合計		37,031.50	75.62	39,351.53	68.75	2,320.0	-6.87
世界 20 大經濟體合計		48,971.03	100.00	57,236.47	100.00	8,265.4	0.00

資料來源：Global Insight, 2013.4.29, 本報告整理。

註 1：本表係 Ranking for GDP, Nominal (US\$ bil.) in 2012。

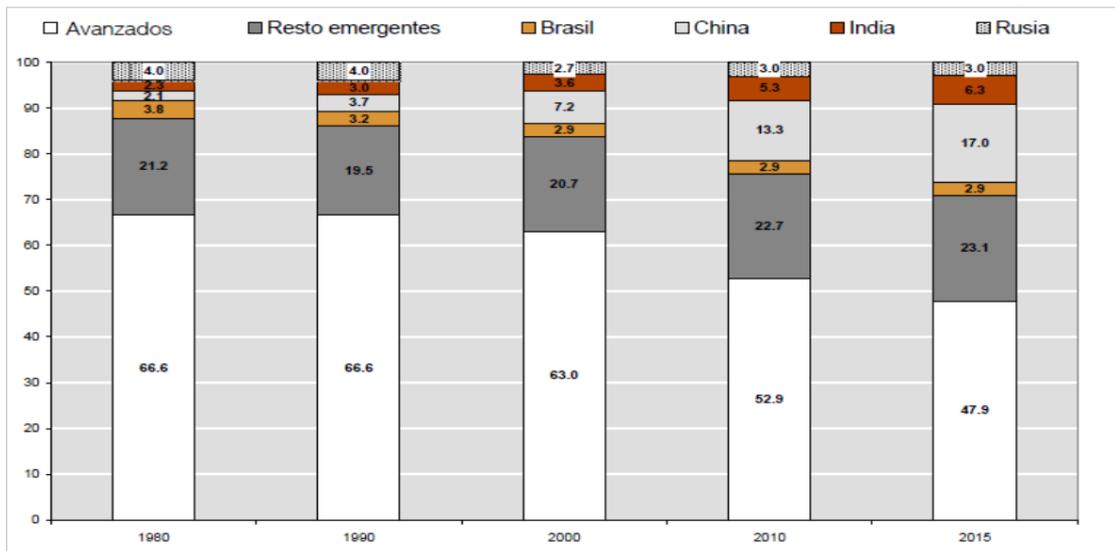
註 2：粗體字者為新興市場國家。

註 3：2012 年中國大陸 GDP 為 8,226.96 十億美元占世界 GDP 71,707.3 十億美元之 11.47%。

1980 年至 2000 年，先進經濟體約占全世界 GDP 之三分之二，金磚四國及其他新興經濟體僅占其餘份額的三分之一，此二十年當中較未有明顯之消長；然而，受全球金融風暴及歐債危機持續衝擊先進經濟體之經濟成長，至 2010 年新興經濟體占世界 GDP 份額已接近一半的水準。CESCE 根據國際貨幣基金與世界銀行資料指出，預測至 2015 年金磚四國及其他新興經濟體占世界 GDP 份額將可超過先進經濟體(圖 6)，CESCE 指出，隨著新興經濟體在世界主導角色日益重要，相對削弱了原主導世界政經發展的 G7，進而由擁有世界人口 62%，占世界 GDP 78% 的 G20，取而代之，並預估在 2011 年至 2015 年世界經濟成長除了將集中於新興經濟體外，並加速由西方轉至東方(圖 7)。

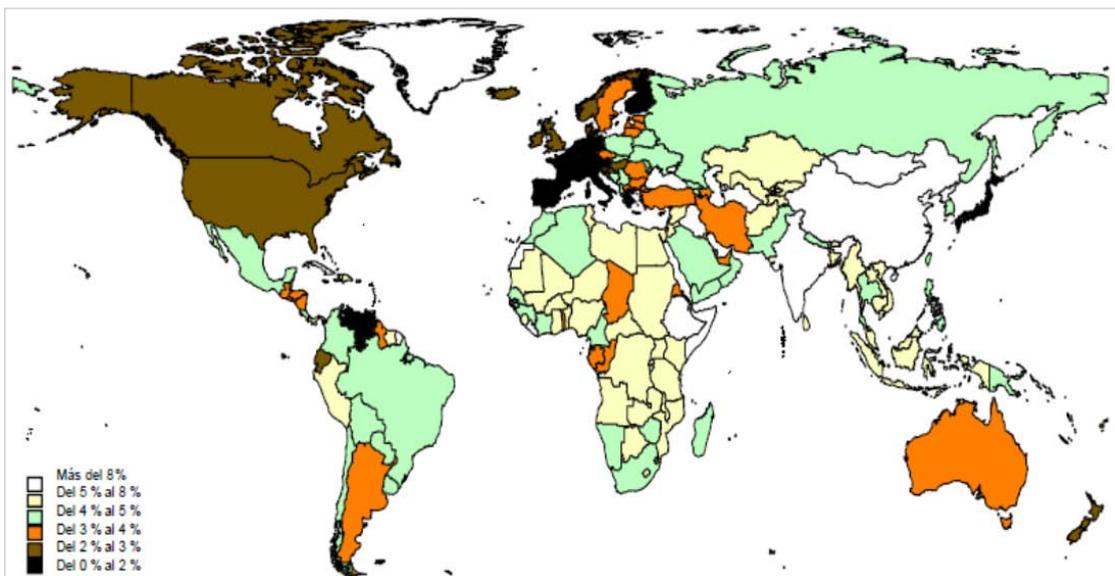
圖 6 1980~2015 年先進與新興經濟體占世界之 GDP 占比

單位：%



資料來源：IMF, World Bank, CESCE

圖 7 GDP growth, 2011~2015



資料來源：IMF, World Bank, CESCE。

第一場會議討論國家風險的當前驅動趨勢三項主題之第一項：「世界經濟重心東移」，主要的心得如下。

從經濟歷史而言，世界經濟由於工業革命的發展，使得經濟重心產生「西移」，19 世紀末，英國與德國成為世界最大的經濟體，20 世紀，轉由美國躍居世界第一經濟強權。如今，高速成長的亞洲國家正推動這個重心向東轉移，依麥肯錫國際機構 (McKinsey Global Institute) 預測，至 2025 年時將東移回到亞洲。

2012 年 12 月美國國家情報委員會 (National Intelligence Council, NIC)

發布的報告「2030 年全球趨勢：替代的世界」(Global Trends 2030: Alternative Worlds)預測，中國大陸經濟可能會在 2030 年之前就超越美國成為全球第一大經濟體，亞洲的經濟規模也將超過北美和歐洲的總和。NIC 報告指出，從國內生產毛額、人口規模、軍費開支以及技術投資來看，到 2030 年亞洲實力將超越北美和歐洲的總和。

NIC 報告指出，西方在過去兩個多世紀的全球主導地位將有所轉變，美國與歐洲國家將不再享有霸權地位，而是漸轉變成一個多極化的世界並與新興經濟體分享權力。

當前經濟重心東移的過程係全球經濟發展長期結構性趨勢，東西國家經濟實力消長，主權風險亦隨之變動，係國家風險當前驅動趨勢的最主要力量。

二、新興市場風險的根本轉變

2013 年 3 月 11 日，第二場會議討論國家風險的當前驅動趨勢三項主題之第二項：「新興市場風險的根本轉變」，由科法斯集團(Coface)主講，謹將主要的討論重點與心得，綜合敘述如下。

全球金融風暴後世界經濟呈現再平衡的趨勢。高債務率經濟體，主權信用有下降壓力，而新興市場經濟體由於國際收支順差，累積了大幅盈餘，國家債務比率亦呈現下降趨勢，雖經濟成長受金融危機影響而有減緩，但相對先進經濟體而言仍屬高速，加以累積豐厚外匯存底，增強了對外部衝擊抵禦能力，脆弱性減輕，主權信用有所提升。惟新興市場經濟體在經濟快速成長下，亦帶來各種問題：經濟波動性太強、加劇收入分配失衡和社會兩極分化、信貸成長過快、資產泡沫疑慮等，衝擊政治、金融穩定，加劇社會矛盾，新興市場風險產生了根本的轉變。

(一)新興市場經濟體脆弱性已有減輕

新興市場經濟體崛起是新世紀以來國際經濟政治體系中的突出現象，透過國家債務負擔的減輕使得財政更趨穩健；外匯存底快速累積且大幅增加，支付進口能力與抵禦外部衝擊能力提升；總體經濟成長動能仍屬樂觀。因此，近年來新興市場經濟體脆弱性已有減輕。

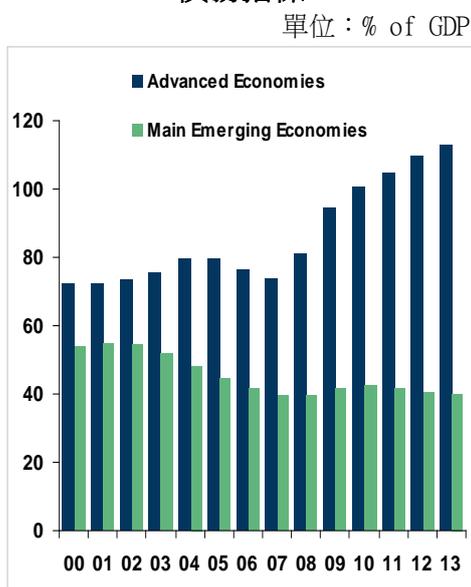
首先，債務負擔方面，由圖 8 數據顯示，新興經濟體在 2000 年至 2013 年公共債務占 GDP 之比率已從約 50%以上降至約 40%的水準。

其次，外匯存底方面，從圖 9 數據顯示，由 2005 年至 2013 年間，新興經濟体外匯存底金額約由 2 兆美元大幅增加至 7 兆美元以上，另在支付

進口月數則由約 8 個月提高至 10 個月以上。

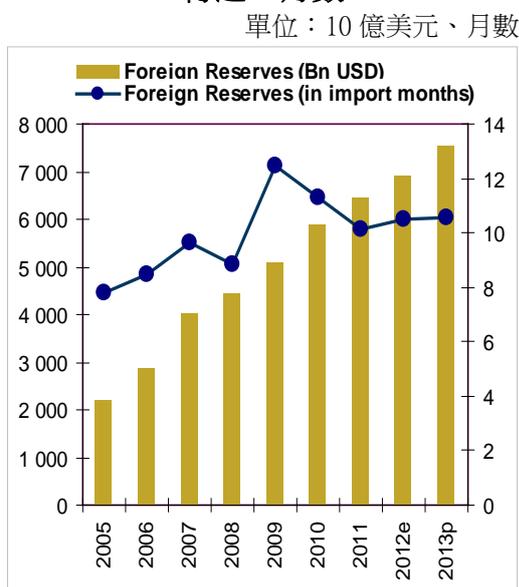
此外，新興經濟體經濟成長快速，由圖 10 數據顯示，2012 年至 2013 年 GDP 成長率預估值，在新興亞洲部分，由 6.2% 增至 7.0%；中國大陸由 7.8% 增至 8.5%；中國大陸由 7.8% 增至 8.5%；印度由 5.5% 增至 6.0%；拉丁美洲由 2.7% 增至 3.5%；巴西由 0.9% 增至 3.0%；中東北非地區由 2.0% 增至 3.1%；撒哈拉沙漠以南非洲地區由 4.5% 增至 5.2%；新興歐洲由 1.5% 增至 1.8%，其中獨立國協與俄羅斯 2013 年經濟成長預估則較 2012 年緩慢，分別由 3.7% 降為至 3.5% 與 3.5% 降為至 3.0%。整體而言，新興經濟體 GDP 成長率預估值，由 4.8% 增至 5.1%，預測 2013 年之經濟復甦較 2012 年樂觀。

圖 8 先進經濟體與新興經濟體公共債務指標



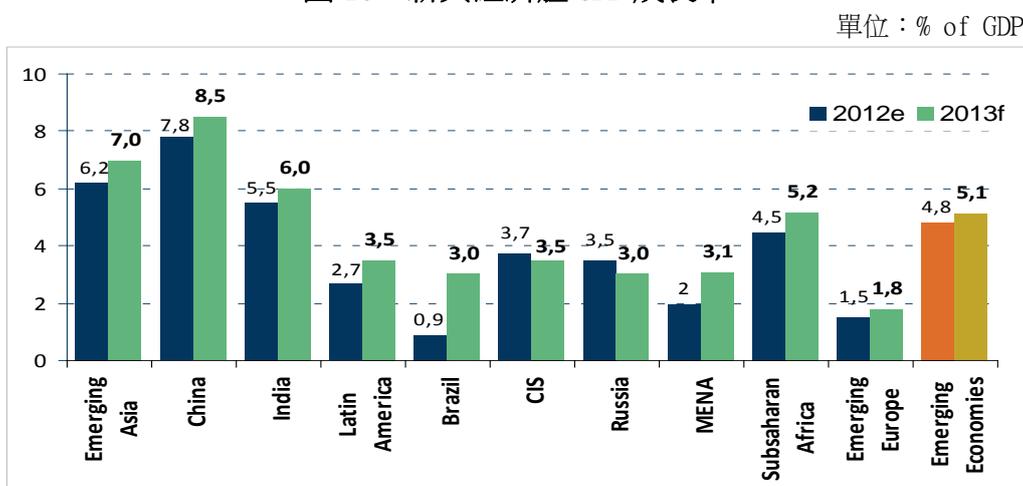
資料來源：IMF, Coface。

圖 9 新興經濟體外匯存底金額與支付進口月數



資料來源：IIF, Coface。

圖 10 新興經濟體 GDP 成長率



資料來源：Coface。

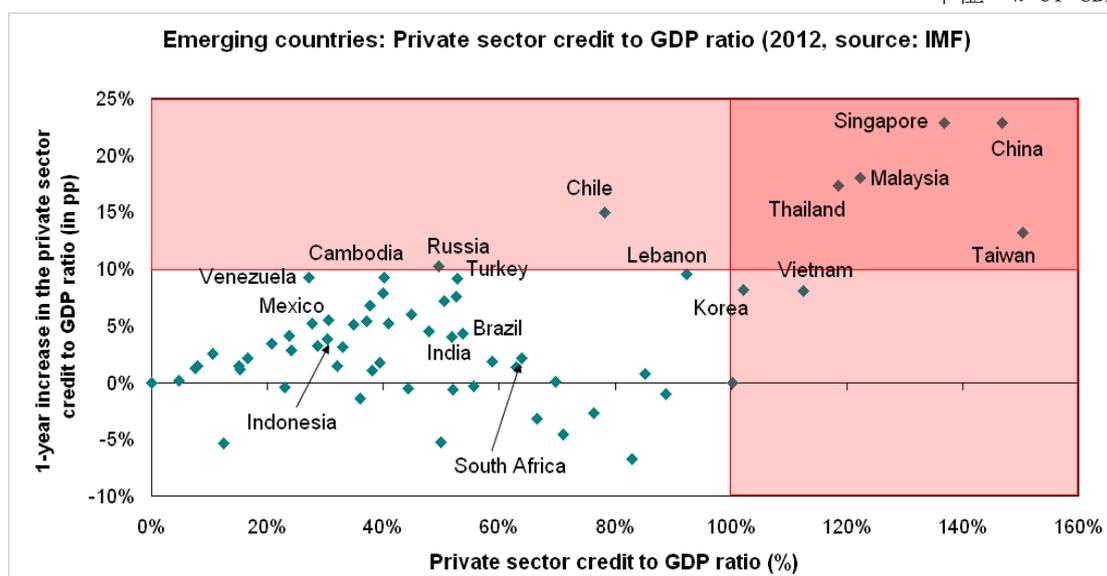
(二)亞洲新興經濟體信貸泡沫化，金融穩定風險升高

自 2008 至 2009 年金融危機以來，由於新興經濟體為免於經濟受到衝擊多採行擴張性貨幣政策以提振經濟，加上未能審慎控制，導致銀行信貸持續成長，瀕臨信用泡沫的臨界點。

Coface 根據 2012 年私部門信貸相對 GDP 比率與信貸年增率交互計算出的信貸泡沫化指標，Coface 估計新興亞洲是風險最多的地區，包含中國大陸、新加坡、馬來西亞、泰國與臺灣，金融穩定風險升高。雖然其他國家私部門的信貸餘額尚未達信用擴張警示之列，但亦快速增加中，如越南、韓國、智利與俄羅斯。另黎巴嫩、土耳其、柬埔寨與委內瑞拉，也都有接近信用擴張警示的情形(圖 11)。

圖 11 2012 年新興經濟體私部門信貸相對 GDP 比率

單位：% of GDP



資料來源：IMF, Coface。

(三)保護主義抬頭

Coface 指出，自 2008 年以來，許多新興經濟體將資本管制與保護主義作為抗衡外部強權的策略，但該措施同時會造成跨國企業經商的風險。到目前為止，如俄羅斯、阿根廷及保護程度次高的印度，都還是保護主義實施等級最高的國家，而墨西哥、南非與土耳其，對國際貿易則保持相對開放。

實施各種管制措施，會使得付款和追索程序較無管制時的情況更為繁雜。例如，進口商與實施管治措施的國家進行進口交易時，不僅障礙會增加，取得付款的時間也將難以確定。如以全球規模來看，目前管制措施造

成的效應仍屬有限，但若以生產流程的國際分工化來看，對價值鏈中的企業，預估會有負面衝擊且可能持續加大。此外，貿易保護抬頭的趨勢，對於面臨國內需求衰退，欲求取多元成長機會的歐洲國家而言，管制與保護措施勢將造成更大的影響。

(四)社會、政治不穩定

政治局勢的不穩定，易使人民感到困惑與不安，加上改革機制快速發展，將促使更多反專制政權之示威抗議行動。

阿拉伯世界的革命浪潮，顯示新興經濟體社會對政治、文化與制度上產生種種新的需要。為分析一個社會對政治解體的承受力，Coface 創造出一套包含兩項指標的分析模式：改革的壓力(國內生產毛額、人均所得、通貨膨脹、失業率、基尼係數、發言權與課責、貪腐控制)，用以衡量一個國家社會政治的緊張程度；此外，實現改革機制(入學率、識字率、網路人口使用率、年輕人口比率、生育率、城市人口比率、婦女勞動參與率)，用以量度社會將這些壓力轉化為政治行動的能量(表 5)。

表 5 影響社會政治穩定的壓力指數與實現改革機制

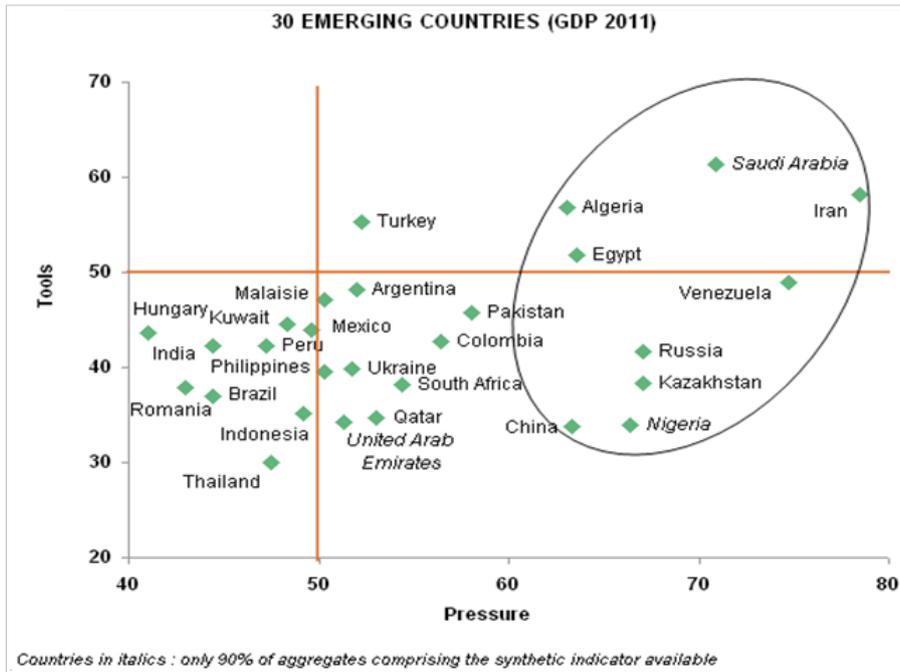
Pressures for changes	GDP/capita	IMF
	Inflation	IMF
	Unemployment rate	IMF
	GINI	World Bank
	Voice and accountability	World Bank
	Control of Corruption	World Bank
Tools for changes	School enrollment, tertiary	World Bank
	Literacy rate	World Bank
	Internet users	World Bank
	Proportion of young people	World Bank
	Fertility rate	World Bank
	Urban population	World Bank
	Female labor participation rate	World Bank

資料來源：Coface。

如圖 12 所示，由 Coface 分析 2011 年世界前三十大新興經濟體中，中東與北非地區，如伊朗、沙烏地阿拉伯、埃及與阿爾及利亞，其改革壓力和實現改革機制的指標處於高水準。Coface 指出該地區持續存在社會政治不穩定風險，尤其是在革命後接掌權力的新政權已無法證明其能滿足當初人民對於民主改革的訴求，政治風險升高。

相對的委內瑞拉、俄羅斯、哈薩克、奈及利亞與中國大陸都顯示改革壓力高於或等於埃及的情況，但由於缺乏改革的機制，限制了這些國家的人民將改革壓力轉化為劇烈的政治改革行動。

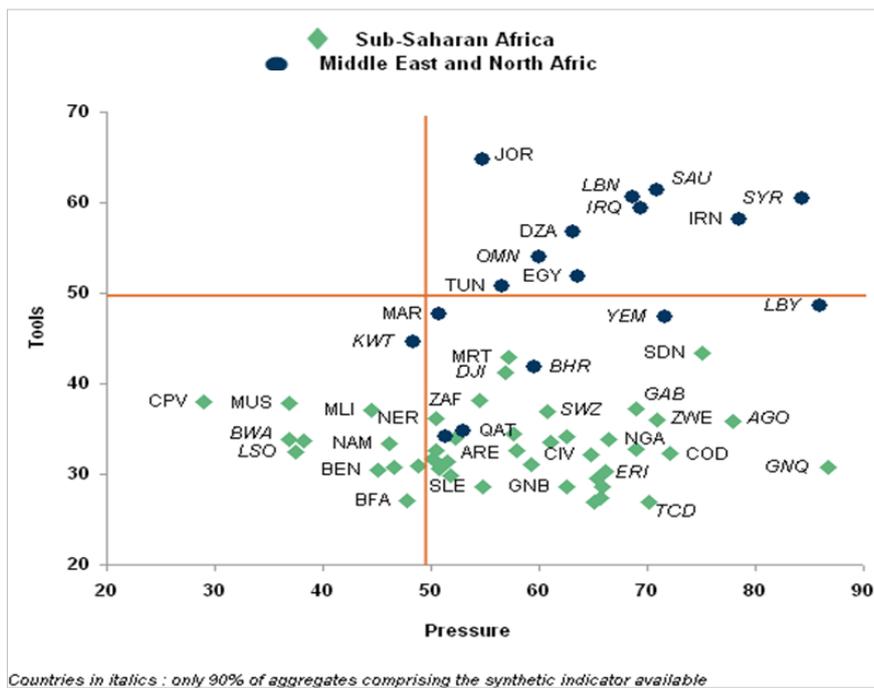
圖 12 2011 年世界前三十大新興經濟體社會政治壓力示意圖



資料來源：Coface。

由圖 12 可得知 2011 年世界前三十大新興經濟體中，伊朗、沙烏地阿拉伯、埃及與阿爾及利亞具有較大社會政治壓力；此外，圖 13 顯示，在中東北非與撒哈拉沙漠以南非洲地區中，亦有社會政治面臨龐大壓力的國家，如壓力最高並已發生內戰的敘利亞外，尚有伊朗、沙烏地阿拉伯、伊拉克、黎巴嫩、埃及、阿爾及利亞、阿曼、突尼西亞與約旦均位於高政治壓力區中，值得注意。

圖 13 中東北非與撒哈拉沙漠以南非洲社會政治壓力示意圖



資料來源：Coface。

三、歐元區

2013年3月11日，第三場會議討論國家風險的當前驅動趨勢三項主題之第三項：「歐元區」，謹將主要的討論重點與心得，綜合敘述如下。

目前，歐債危機已有緩和，但並未結束；世界經濟的主要風險仍在歐元區。

2013年，歐元區主權債務危機與財政緊縮政策將繼續抑制歐元區的經濟成長，並仍將影響世界經濟面臨較大的不確定性與下行風險。歐元區低經濟成長、高政府負債、弱銀行體系，弱政府運作，等因素同時存在，且相互作用；又因歐債危機有其持續性、擴散性與外溢性等衝擊力，致債務危機與金融危機甚至政治問題間歇性爆發，反覆衝擊消費與投資信心，致區內債務問題國家經濟不振、政治不穩，連帶影響核心德法二國；歐元區債務問題持續透過市場、金融、貿易與投資等管道傳導至世界各地區，衝擊世界經濟復甦與金融穩定。

自2012年下半年以來，由於歐洲央行2012年9月推出直接貨幣交易(OMT)措施後，歐元區主權債務危機趨於緩和。近期義大利政局因選舉而陷入困境之例，以及2013年3月賽普勒斯銀行業危機惡化所曝露的情況，顯示當前歐債危機仍是歐盟與歐元區經濟的不穩定因素。歐元區經濟繼2012年出現衰退後，多數預測數據顯示2013年仍續將衰退，迄今，歐盟與歐洲央行的各項應對措施在防止流動性危機方面雖見成效，但歐債危機恐尚未結束。謹就歐元區經濟、財政與失業情況簡要說明如下。

(一)經濟疲弱不振

IMF於2013年4月世界經濟展望報告中指出，全球經濟原呈現「雙速復甦」，即新興市場與發展中經濟體成長強勁、先進經濟體成長疲弱的狀況，目前已變成「三速復甦」。新興市場與發展中經濟體的經濟表現依然強勁，但在先進經濟體，美國則似乎日益呈現出較歐元區經濟成長為快的不同發展趨勢。

根據歐盟統計局(Eurostat)公布數據顯示，歐元區2013年經濟衰退0.4%，反映了邊陲與核心國家不同程度的經濟疲弱不振。核心國家之德國經濟成長預測值僅為0.4%，法國則衰退0.1%；債務問題國家如希臘衰退4.2%、愛爾蘭成長1.1%、義大利衰退1.3%、葡萄牙衰退2.3%、西班牙衰退1.5%，賽普勒斯則為歐元區衰退最嚴重的國家達8.7%(表6)。經濟衰退主要原因係財政整頓、出口表現不佳、信心低落等因素造成。IMF亦預計多數歐元區債務問題國家(特別是義大利與西班牙)2013年經濟將顯著收縮，薄弱的銀行、薄弱的政府與低迷的經濟活動之間的負面衝擊仍在相互強化。

歐元區由於消費者與企業信心減弱以及高公共債務引發的財政緊縮措施造成經濟衰退，成為全球經濟、貿易與金融環節中最脆弱的一環，歐元區仍是世界最主要的風險所在。短期內，歐元區解體的災難性風險得以暫時緩解，但由於長期累積而來的高債務結構與當前的財政撙節措施，使得區內大部分國家難以提振經濟，昔日輝煌恐難再現。

表 6 歐元區實質 GDP 成長率

單位：%

geo\time	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013f	2014f
Euro area (17 countries)	0.7	2.2	1.7	3.2	3	0.4	-4.4	2	1.4	-0.6	-0.4	1.2
Belgium	0.8	3.3	1.8	2.7	2.9	1	-2.8	2.4	1.8	-0.3	0	1.2
Germany	-0.4	1.2	0.7	3.7	3.3	1.1	-5.1	4.2	3	0.7	0.4	1.8
Estonia	7.8	6.3	8.9	10.1	7.5	-4.2	-14.1	3.3	8.3	3.2	3	4
Ireland	3.9	4.4	5.9	5.4	5.4	-2.1	-5.5	-0.8	1.4	0.9	1.1	2.2
Greece	5.9	4.4	2.3	5.5	3.5	-0.2	-3.1	-4.9	-7.1	-6.4	-4.2	0.6
Spain	3.1	3.3	3.6	4.1	3.5	0.9	-3.7	-0.3	0.4	-1.4	-1.5	0.9
France	0.9	2.5	1.8	2.5	2.3	-0.1	-3.1	1.7	1.7	0	-0.1	1.1
Italy	0	1.7	0.9	2.2	1.7	-1.2	-5.5	1.7	0.4	-2.4	-1.3	0.7
Cyprus	1.9	4.2	3.9	4.1	5.1	3.6	-1.9	1.3	0.5	-2.4	-8.7	-3.9
Luxembourg	1.7	4.4	5.3	4.9	6.6	-0.7	-4.1	2.9	1.7	0.3	0.8	1.6
Malta	0.7	-0.3	3.6	2.6	4.1	3.9	-2.6	2.9	1.7	0.8	1.4	1.8
Netherlands	0.3	2.2	2	3.4	3.9	1.8	-3.7	1.6	1	-1	-0.8	0.9
Austria	0.9	2.6	2.4	3.7	3.7	1.4	-3.8	2.1	2.7	0.8	0.6	1.8
Portugal	-0.9	1.6	0.8	1.4	2.4	0	-2.9	1.9	-1.6	-3.2	-2.3	0.6
Slovenia	2.9	4.4	4	5.8	7	3.4	-7.8	1.2	0.6	-2.3	-2	-0.1
Slovakia	4.8	5.1	6.7	8.3	10.5	5.8	-4.9	4.4	3.2	2	1	2.8
Finland	2	4.1	2.9	4.4	5.3	0.3	-8.5	3.3	2.8	-0.2	0.3	1

資料來源：Eurostat, 2013.5.4, 本報告整理。

註 1：f 表預測值；國家依 Eurostat 原資料排序。

註 2：本表數據係 Real GDP growth rate - volume；Percentage change on previous year。

(二)財政收支失衡

根據歐盟統計局 2013 年 4 月 22 日公布的數據顯示，歐元區國家多數尚無法改善其財政狀況。2012 年，歐元區政府債務總額占 GDP 比率由 2011 年的 87.3% 上升至 90.6%。歐元區 2012 年財政赤字 3,527 億歐元，低於 2011 年赤字 3,914 億歐元，2012 年財政赤字占 GDP 比率由 2011 年的 4.2% 下降至 3.7% (表 7)。歐元區國家政府債務總額占 GDP 比率，除愛沙尼亞、盧森堡、斯洛伐克、芬蘭與斯洛維尼亞合於歐盟規定的 60% 外，包括德國與法國在內，其餘國家皆超出歐盟規定的比率，其中占比最高且超過 100% 者，由高至低依序為：希臘、義大利、葡萄牙與愛爾蘭 (表 8)。

儘管歐元區國家 2012 年財政赤字較 2011 年減少，但主要原因係占 GDP 權重最大的德國 2012 年產生預算盈餘，而其他國家則全數仍處於赤字狀態，

尚未從財政緊縮對其經濟所造成的衝擊中脫困。歐元區遭受歐債危機衝擊的國家，雖以採取嚴厲的財政撙節措施來改善其財政，惟仍有國家財政赤字不減反增，較明顯者如葡萄牙與西班牙，且多數國家赤字仍高於歐盟規定的 3%，其中占比最高且超過 6%者，由高至低依序為：西班牙、希臘、愛爾蘭、葡萄牙與賽普勒斯(表 9)。

歐元區國家在削減赤字方面的持續進展，以及外部環境的逐漸改善，降低了部分短期財政風險，然而，全球經濟前景仍然不樂觀，歐元區國家實現財政可持續性的道路依然漫長、艱難和充滿不確定性。

表 7 歐元區政府財政赤字與政府債務概況

		2009	2010	2011	2012
Euro area (EA17)					
GDP market prices (mp)	(million euro)	8 922 346	9 174 671	9 424 842	9 490 586
Government deficit (-) / surplus (+)	(million euro)	-567 420	-569 408	-391 417	-352 683
	(% of GDP)	-6.4	-6.2	-4.2	-3.7
Government expenditure	(% of GDP)	51.2	51.0	49.5	49.9
Government revenue	(% of GDP)	44.9	44.8	45.3	46.2
Government debt	(million euro)	7 136 526	7 831 371	8 225 807	8 600 983
	(% of GDP)	80.0	85.4	87.3	90.6

資料來源：Eurostat, 2013.4.22。

表 8 歐元區政府債務總額占 GDP 比率

單位：% of GDP

geo\time	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Euro area (17 countries)	68.2	68	69.2	69.6	70.3	68.6	66.4	70.2	80	85.4	87.3	90.6
Greece	103.7	101.7	97.4	98.6	100	106.1	107.4	112.9	129.7	148.3	170.3	156.9
Italy	108.3	105.4	104.1	103.7	105.7	106.3	103.3	106.1	116.4	119.3	120.8	127
Portugal	53.8	56.8	59.4	61.9	67.7	69.4	68.4	71.7	83.7	94	108.3	123.6
Ireland	35.2	32	30.7	29.5	27.3	24.6	25.1	44.5	64.8	92.1	106.4	117.6
Belgium	106.5	103.4	98.4	94	92	88	84	89.2	95.7	95.5	97.8	99.6
France	56.9	58.8	62.9	64.9	66.4	63.7	64.2	68.2	79.2	82.4	85.8	90.2
Cyprus	61.2	65.1	69.7	70.9	69.4	64.7	58.8	48.9	58.5	61.3	71.1	85.8
Spain	55.6	52.6	48.8	46.3	43.2	39.7	36.3	40.2	53.9	61.5	69.3	84.2
Germany	59.1	60.7	64.4	66.2	68.5	68	65.2	66.8	74.5	82.4	80.4	81.9
Austria	66.8	66.2	65.3	64.7	64.2	62.3	60.2	63.8	69.2	72	72.5	73.4
Malta	58.9	57.9	66	69.8	68	62.5	60.7	60.9	66.4	67.4	70.3	72.1
Netherlands	50.7	50.5	52	52.4	51.8	47.4	45.3	58.5	60.8	63.1	65.5	71.2
Slovenia	26.5	27.8	27.2	27.3	26.7	26.4	23.1	22	35	38.6	46.9	54.1
Finland	42.5	41.5	44.5	44.4	41.7	39.6	35.2	33.9	43.5	48.6	49	53
Slovakia	48.9	43.4	42.4	41.5	34.2	30.5	29.6	27.9	35.6	41	43.3	52.1
Luxembourg	6.3	6.3	6.1	6.3	6.1	6.7	6.7	14.4	15.3	19.2	18.3	20.8
Estonia	4.8	5.7	5.6	5	4.6	4.4	3.7	4.5	7.2	6.7	6.2	10.1

資料來源：Eurostat, 2013.5.9, 本文整理。

註 1：依 2012 欄比率由高至低排序。

註 2：本表數據係 General government gross debt - annual data。

表9 歐元區政府財政赤字與盈餘占 GDP 比率

單位：% of GDP

geo\time	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Euro area (17 countries)	-1.9	-2.6	-3.1	-2.9	-2.5	-1.3	-0.7	-2.1	-6.4	-6.2	-4.2	-3.7
Spain	-0.5	-0.2	-0.3	-0.1	1.3	2.4	1.9	-4.5	-11.2	-9.7	-9.4	-10.6
Greece	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.5	-9.8	-15.6	-10.7	-9.5	-10
Ireland	0.9	-0.4	0.4	1.4	1.7	2.9	0.1	-7.4	-13.9	-30.8	-13.4	-7.6
Portugal	-4.8	-3.4	-3.7	-4	-6.5	-4.6	-3.1	-3.6	-10.2	-9.8	-4.4	-6.4
Cyprus	-2.2	-4.4	-6.6	-4.1	-2.4	-1.2	3.5	0.9	-6.1	-5.3	-6.3	-6.3
France	-1.5	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5	-7.1	-5.3	-4.8
Slovakia	-6.5	-8.2	-2.8	-2.4	-2.8	-3.2	-1.8	-2.1	-8	-7.7	-5.1	-4.3
Netherlands	-0.2	-2.1	-3.1	-1.7	-0.3	0.5	0.2	0.5	-5.6	-5.1	-4.5	-4.1
Slovenia	-4	-2.4	-2.7	-2.3	-1.5	-1.4	0	-1.9	-6.2	-5.9	-6.4	-4
Belgium	0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-2.5	0.4	-0.1	-1	-5.6	-3.8	-3.7	-3.9
Malta	-6.3	-5.7	-9	-4.6	-2.9	-2.7	-2.3	-4.6	-3.7	-3.6	-2.8	-3.3
Italy	-3.1	-3.1	-3.6	-3.5	-4.4	-3.4	-1.6	-2.7	-5.5	-4.5	-3.8	-3
Austria	0	-0.7	-1.5	-4.4	-1.7	-1.5	-0.9	-0.9	-4.1	-4.5	-2.5	-2.5
Finland	5.1	4.2	2.6	2.5	2.9	4.2	5.3	4.4	-2.5	-2.5	-0.8	-1.9
Luxembourg	6.1	2.1	0.5	-1.1	0	1.4	3.7	3.2	-0.8	-0.9	-0.2	-0.8
Estonia	-0.1	0.3	1.7	1.6	1.6	2.5	2.4	-2.9	-2	0.2	1.2	-0.3
Germany	-3.1	-3.8	-4.2	-3.8	-3.3	-1.6	0.2	-0.1	-3.1	-4.1	-0.8	0.2

資料來源：Eurostat, 2013.5.9, 本文整理。

註1：依2012欄比率由高至低排序。

註2：本表數據係General government deficit (-) and surplus (+) - annual data。

(三)失業情況嚴峻

根據歐盟統計局公布的失業數據顯示，歐元區失業人口於2013年3月增加6.2萬人，較2012年同期總增加失業人數達172.3萬人。歐元區3月失業率由2月的12.0%升至12.1%(表10)，係1995年開始統計以來之紀錄新高。

歐元區國家失業率差異甚大，實施財政緊縮或嚴重景氣衰退者失業率較高，3月失業率超過10%的國家，依序有：西班牙居冠，高達26.7%、葡萄牙以17.5%居次、斯洛伐克14.5%、賽普勒斯14.2%、愛爾蘭14.1%、義大利11.5%與法國之11%，希臘尚未公布2、3月失業率，惟1月失業率亦高達27.2%；區內失業率最低的者分別是奧地利之4.7%，其次是德國5.4%(表10)。此外，由表11年資料之歐元區失業率顯示，由高至低排序，並超過歐元區2012年失業率11.4%者，有六國，分別是：西班牙25.0%、希臘24.3%、葡萄牙15.9%、愛爾蘭14.7%、斯洛伐克14.0%與賽普勒斯之11.9%。

歐元區失業情況嚴峻反映了該區域經濟衰退影響層面，廣泛深遠，加深了歐元區政治不穩、社會不安等風險。歐盟統計局2013年5月15日公

告，歐元區 2013 年第 1 季 GDP 成長率較 2012 年第 4 季衰退 0.2%，係自 2011 年第 4 季以來，連續 6 季衰退。歐元區 2013 年第 1 季經濟衰退幅度超乎預期及連 6 季衰退，令歐元區領袖放鬆財政撙節措施、加強刺激經濟成長的壓力倍增。

歐元區達到歷史新高的失業率，除了反映經濟衰退層面外，較令人擔憂的是，歐債危機再起的疑慮，目前，債務問題國家正戮力配合厲行財政撙節措施來削減財政赤字與債務負擔，但又須面對不斷升高的失業壓力與促進經濟成長，形成了一個多災多難的困境，這些經濟衰退、財政緊縮、失業問題與銀行危機，正在相互影響，助長成一種惡性循環。

歐元區過高且上升的失業率和美國復甦的就業形勢形成了越來越鮮明的對比。美國 2013 年 4 月非農就業人數超乎市場預期，失業率意外由 3 月之 7.6% 降至 7.5%，創下 2008 年 12 月以來新低。由圖 14 可明顯看出，約自 2009 年第 4 季以後，二個主要經濟體失業率趨勢，自此上下分離，顯示至目前為止，歐元區失業情況嚴峻，遲難改善。

表 10 歐元區失業率(月)

單位：%

geo\time	2012 M04	2012 M05	2012 M06	2012 M07	2012 M08	2012 M09	2012 M10	2012 M11	2012 M12	2013 M01	2013 M02	2013 M03
Euro area (17 countries)	11.2	11.3	11.4	11.4	11.5	11.6	11.7	11.8	11.8	12	12	12.1
Greece	23.1	23.8	24.7	25	25.4	25.9	25.9	26.5	25.7	27.2	:	:
Spain	24.5	24.8	25	25.3	25.5	25.7	26	26.2	26.2	26.4	26.5	26.7
Portugal	15.4	15.5	15.8	15.9	16.2	16.4	16.8	17	17.3	17.5	17.5	17.5
Slovakia	13.7	13.9	14.1	14	14.1	14.1	14.3	14.4	14.4	14.5	14.6	14.5
Cyprus	11.2	11.6	11.7	12.2	12.2	12.6	13.1	13.2	13.5	13.6	13.9	14.2
Ireland	14.8	14.9	14.9	14.8	14.7	14.7	14.5	14.3	14.1	14.1	14.1	14.1
Italy	10.6	10.4	10.7	10.6	10.6	10.9	11.2	11.2	11.2	11.7	11.5	11.5
France	10.1	10.2	10.2	10.3	10.3	10.4	10.4	10.5	10.6	10.8	10.9	11
Estonia	10	10	10	10.1	10.1	9.8	9.7	9.9	9.9	9.9	9.4	:
Slovenia	8.2	8.5	8.8	9.3	9.5	9.5	9.5	9.3	9.4	9.6	9.7	9.9
Belgium	7.5	7.7	7.7	7.6	7.6	7.7	7.9	8	8.1	8.1	8.2	8.2
Finland	7.6	7.6	7.7	7.8	7.8	7.9	7.9	7.9	8	8.1	8.1	8.2
Malta	6.5	6.7	6.6	6.3	6.3	6.3	6.5	6.6	6.6	6.7	6.6	6.5
Netherlands	5.2	5.1	5.1	5.3	5.3	5.4	5.5	5.6	5.8	6	6.2	6.4
Luxembourg	5	5.1	5.1	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	5.4	5.4	5.5	5.7
Germany	5.5	5.5	5.5	5.5	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
Austria	4.1	4.4	4.5	4.5	4.5	4.4	4.5	4.5	4.7	4.8	4.8	4.7

資料來源：Eurostat，2013.4.30，本報告整理。

註 1：扣除尚未公布 3 月之希臘與愛沙尼亞後，依 2013M03 欄失業率由高至低排序。

註 2：本表數據係 Harmonised unemployment rate by sex, % (seasonally adjusted), Total。

表 11 歐元區失業率(年)

單位：%

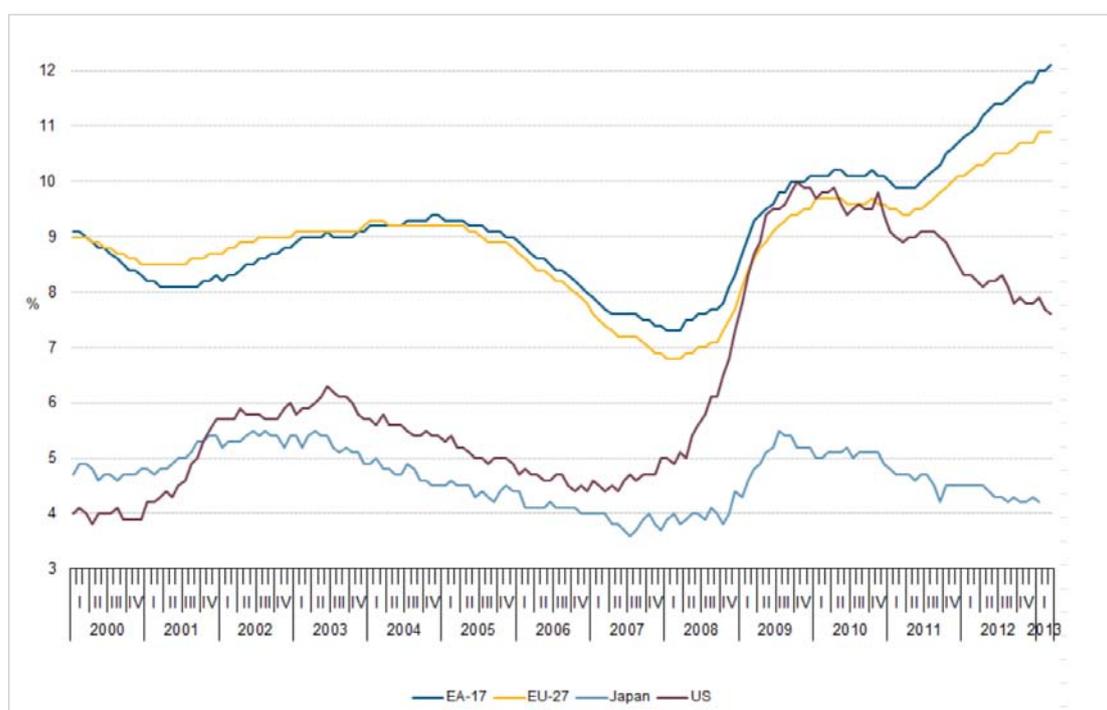
GEO/TIME	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Euro area (17 countries)	9.0	9.3	9.2	8.5	7.6	7.6	9.6	10.1	10.2	11.4
Spain	11.4	10.9	9.2	8.5	8.3	11.3	18.0	20.1	21.7	25.0
Greece	9.7	10.5	9.9	8.9	8.3	7.7	9.5	12.6	17.7	24.3
Portugal	7.1	7.5	8.6	8.6	8.9	8.5	10.6	12.0	12.9	15.9
Ireland	4.6	4.5	4.4	4.5	4.7	6.4	12.0	13.9	14.7	14.7
Slovakia	17.7	18.4	16.4	13.5	11.2	9.6	12.1	14.5	13.6	14.0
Cyprus	4.1	4.6	5.3	4.6	3.9	3.7	5.4	6.3	7.9	11.9
Italy	8.4	8.0	7.7	6.8	6.1	6.7	7.8	8.4	8.4	10.7
Estonia	10.1	9.7	7.9	5.9	4.6	5.5	13.8	16.9	12.5	10.2
France	8.9	9.3	9.3	9.2	8.4	7.8	9.5	9.7	9.6	10.2
Slovenia	6.7	6.3	6.5	6.0	4.9	4.4	5.9	7.3	8.2	8.9
Finland	9.0	8.8	8.4	7.7	6.9	6.4	8.2	8.4	7.8	7.7
Belgium	8.2	8.4	8.5	8.3	7.5	7.0	7.9	8.3	7.2	7.6
Malta	7.7	7.2	7.3	6.9	6.5	6.0	6.9	6.9	6.5	6.4
Germany	9.8	10.5	11.3	10.3	8.7	7.5	7.8	7.1	5.9	5.5
Netherlands	4.2	5.1	5.3	4.4	3.6	3.1	3.7	4.5	4.4	5.3
Luxembourg	3.8	5.0	4.6	4.6	4.2	4.9	5.1	4.6	4.8	5.1
Austria	4.3	4.9	5.2	4.8	4.4	3.8	4.8	4.4	4.2	4.3

資料來源：Eurostat, 2013.4.30, 本報告整理。

註 1：依 2012 欄失業率由高至低排序。

註 2：本表數據係 Unemployment rate by sex and age groups, Total - annual average, %。

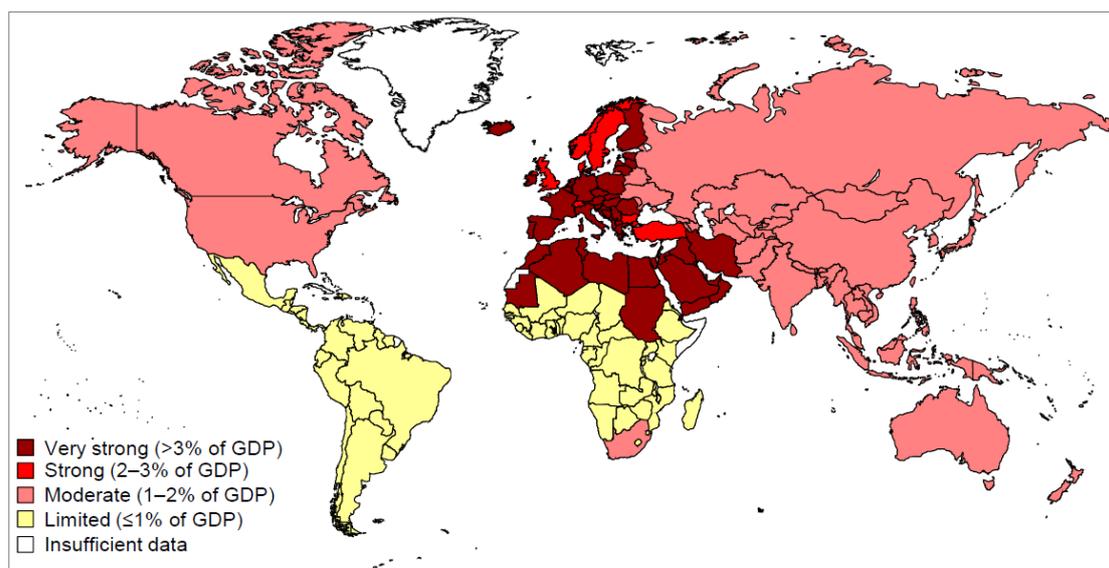
圖 14 歐元區/歐盟/美國/日本 失業率



資料來源：Eurostat, 2013.4.30。

第三場會議討論國家風險的當前驅動趨勢三項主題之第三項：「歐元區」，主要心得如下。綜合而言，美國經濟在好轉，新興市場和發展中國家經濟成長快速，世界經濟風險的主要問題依然在歐元區。歐元區經濟疲弱不振，加上財政緊縮、高失業率帶來的需求下降，以及高額的公共債務負擔與財政的脆弱狀況，使區內多數經濟體面臨主權信用評等調降壓力，主權風險升高，並對全球經濟持續產生衝擊(圖 15)。

圖 15 歐元區主權債務危機對世界各地區經濟的影響



資料來源：IMF staff estimates, Global Risk Analysis, June 2012。

四、主權信用評等的方法與趨勢

2013年3月11日，第四場會議討論國家風險的分析方法三項主題之第一項：「主權信用評等的方法與趨勢」，謹將主要的討論重點與心得，綜合敘述如下。

(一)主權信用評等的方法

主權風險分析所用的信用評等方法係針對各主權國家履行債務義務的意願與能力，綜合了定量與定性因素的綜合判斷，此外，政府與公共部門對一國經濟所具的重要性，以及主權國家的政治活動與政策行為對整體經濟表現影響深遠，同時政治穩定也深受經濟表現的影響等，都是主權信用評等分析方法須綜合考量的因素。

主權信用評等的方法，包括定量與定性的分析方法，主要的定量方法考量因素，在經濟面的分析上，典型的考量因素包括人口統計特性、財富、以及成長前景；在預算與財務面的分析上，則通常包括政府財政狀況、外

部流動性、以及政府負債等，其中包括財政彈性、貨幣政策彈性、國際投資部位、外匯存底、以及與對金融部門提供支持有關的或有負債水準；此外，受評主權國家與同評等等級主權國家的發展趨勢的比較等，都是納入分析考量的因素。

主要的定性方法考量因素，首先是政治風險，其中包括政府決策與機構作為的有效性與可預測性、執行政序與數據資料的透明度、以及政府機構的公信力等。此外，對主權國家而言，政治風險方面的考量因素，還包括對發生戰爭、革命、或會影響信譽之其他安全相關事件可能性的評估；其他可能在政府債務人之分析中考量的定性因素還包括：政府收入預測、支出控管、長期資本規劃、負債管理、以及應變計畫等。最後，政府債務人評估的重點，則在該債務人儘管擁有資源可履行其財務承諾、但仍有發生違約可能性的分析之上。

1、主權信用評等的五項主要評估因素

主權信用評等分析須納入範圍廣泛的評估因素，主要包括：政治風險、經濟結構、政策與表現、外部經濟、公共財政與貨幣政策方面等相關風險、因素，綜合評估(表 12)，謹分別說明如下。

政治風險：政權的合法性與穩定性；政府效能；控制貪腐的能力；國家安全。政府政策的有效性、穩定性與可預測性；政府機構透明度與課責能力；國家統計數據信息的覆蓋範圍和可靠性；政府的支付文化；外部組織對政策制定的潛在影響。

經濟結構、政策與表現：人均所得；產出水準；國內儲蓄和投資；貿易開放程度；銀行系統有效性等。經濟政策架構的適當性；經濟成長、多元化與波動程度；信貸泡沫化、通貨膨脹。

外部經濟：經常項目差額；外匯存底；外債的規模與結構；外債融資管道與再融資的能力；國際投資部位。

公共財政：財政政策靈活度與效能；財政收支狀況；債務規模與結構；債務水準的可持續性；對支持銀行體系可能發生的或有負債。

貨幣政策：貨幣政策靈活度；協助經濟成長能力；控制通貨膨脹有效性；金融系統與資本市場對傳導貨幣政策的功能性。

表 12 主權信用評等的五項主要評估因素

Main Factors	Score: <i>we assign a score on a 1-6 scale, with '1' being the strongest and '6' the WEAKEST</i>
Institutional effectiveness and political risks	Political score
Economic structure and growth prospects	Economic score
External liquidity and international investment position	External score
Fiscal flexibility and performance, combined with debt burden and contingent liabilities	Fiscal score
Monetary flexibility	Monetary score

資料來源：Standard & Poor's, March 11 2013。

2、主權信用評等的步驟

主權信用評等放入五項主要評估因素經綜合評估後，分析過程大致分為三個步驟，並由此決定最終評等。

步驟一：評估主權國家的經濟與政治概況

第一步是根據兩個主要因素的綜合評估某一國家抗衝擊的能力：

- (1) 該國的經濟實力。尤其是人均GDP所反映的實力，這是反映經濟穩健性，進而反映抗衝擊能力的最佳指標。
- (2) 該國的體制實力。主要問題是該國的體制框架和治理（例如對知識產權的尊重、透明度、政府行動的效率和可預測性、對政治措施的主要目標的共識程度）的質量是否有利於遵守合約。

將上述兩個因素結合有助於確定經濟彈性的程度，以及該國在評等標準內的定位：極高、高、中等、低或極低。

步驟二：評估主權政府的財務穩健性

第二步直接針對債務事項，特別是對另外兩個因素的綜合評估：

- (1) 政府的財務實力。主要問題是評估必須要清償債務和對債務的「可承受度」，以及政府動員資源的能力：增加稅收、削減開支、出售資產與獲得外匯等。
- (2) 對事件風險的敏感性。這是直接與立即威脅債務清償的風險，對於高評等的國家而言，這也是評等突然遭遇下調多個等級的風險。主要問題是評估不利的經濟、金融或政治事件的發生是否可能進一步危及債務環

境。

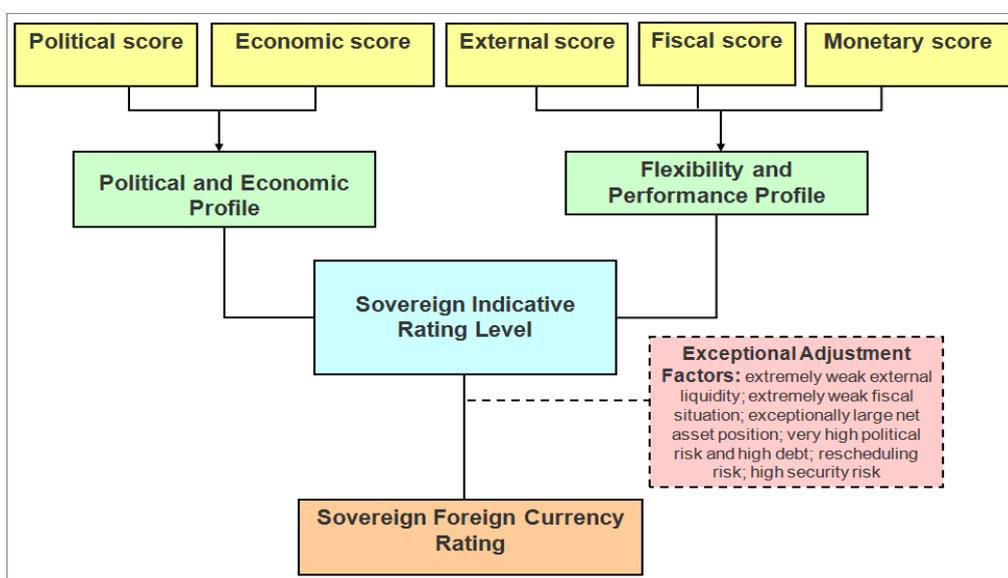
將上述兩個因素結合有助於確定金融穩健性的程度，並修正該國在評等標準中的位置。

步驟三：確定評等

第三步是對照經濟彈性的程度及財務穩健性程度，其結果是明確評等區間。

評等的確定是根據同業比較加上對之前可能尚未充分掌握的其他因素進行衡量。

圖 16 主權信用評等的步驟



資料來源：Standard & Poor's, March 11 2013。

(二)主權信用評等的趨勢

世界經濟的主要風險仍在歐元區。當前主權信用評等的趨勢，受歐元區主權風險變動衝擊甚巨。僅就本主題主講之 Standard & Poor's 所列表的主要圖表，所顯示的歐元區主權信用評等變動趨勢而言，謹說明如下。

1、歐元區主權信用評等的趨勢明顯下降

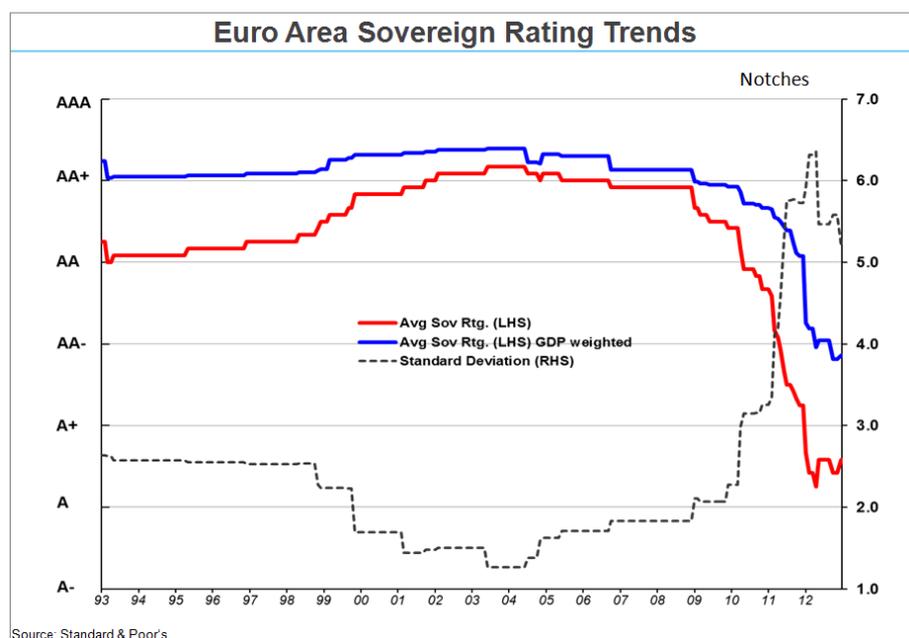
依圖 17 歐元區主權信用評等的趨勢而言，中間的紅色趨勢線，係歐元區國家簡單平均的主權信用評等，在 1993 年時約位於 AA 評等之上，之後 11 年間呈現穩定並緩步上升趨勢，至 2004 年上升至信用評等最高位，約小幅高於 AA+，並持續維持於 AA+ 上下約 5 年，至 2009 年受全球金融風暴衝擊後，歐元區爆發主權債務危機，信用評等自此明顯大幅急速下降，約僅 4

年時間，至 2012 年之後，平均主權信用評等被調降了約三個半等級，降至 A 與 A+之間。

至於最上面的藍色趨勢線，係歐元區國家經 GDP 加權平均後的結果，由於德、法二國占歐元區 GDP 權重甚大，故所顯示的趨勢變動，在 2009 年之前，加權平均的信用評等水準皆為於 AA+ 之上，較紅色趨勢線高約一個等級，呈緩步上升趨勢，惟如同未經 GDP 加權趨勢線，同樣地，2009 年之後亦呈現明顯下降，惟由於 GDP 加權因素致下降幅度較紅色趨勢線為小，約 4 年時間，被調降約二個等級，由 AA+ 降至 AA-，高於紅色趨勢線約有一個半等級。

此外最下面的灰色趨勢線，係歐元區內各國主權信用評等的標準差值，所顯示的趨勢變動係，1999 年，歐洲單一貨幣歐元在歐盟 11 國正式啟動，歐洲一體化進程邁出了重要的一步，致歐元區內各國主權信用評等差距縮小，標準差值由 1999 年的約二個半等級，下降至 2004 年時僅略大於一個等級，當時歐元區內各國主權信用評等差距很小，為信用評等最佳時期。同樣地，在 2009 年後，以 Standard & Poor's 的評等而言，歐元區除德國、芬蘭、盧森堡與荷蘭，維持 AAA 等級不變外，其餘國家均被調降程度不一的信用評等，以致標準差值至 2012 年時，大幅急速由 2009 年時約二等級標準差值，擴大至最高達超過六個等級之標準差值，顯示目前歐元區內各國主權信用評等優劣差距甚大。

圖 17 歐元區主權信用評等的趨勢

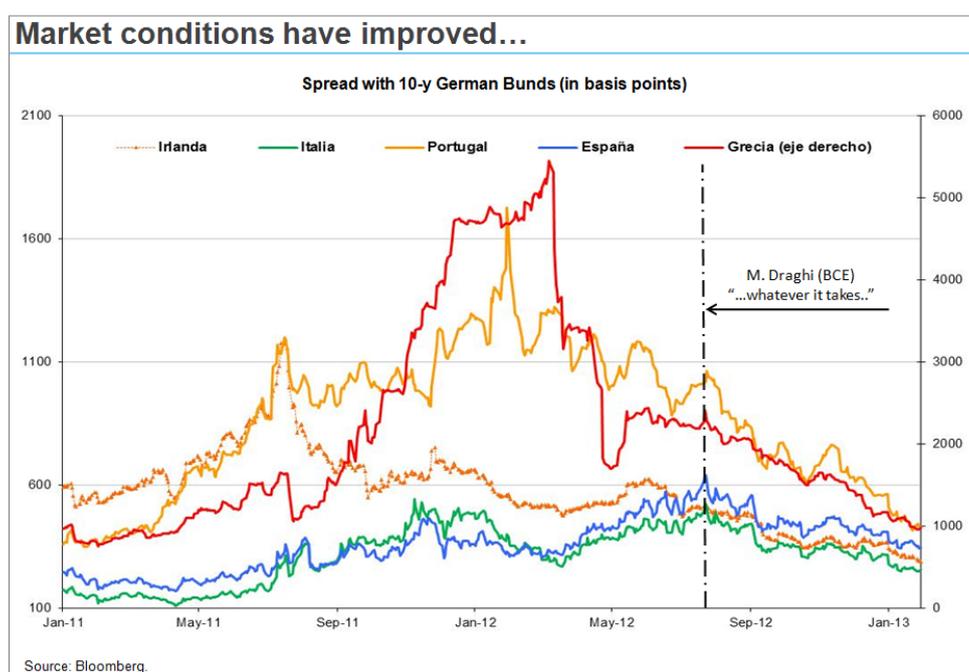


資料來源：Standard & Poor's, March 11 2013。

2、國債市場顯示歐元區緊張局勢已趨緩和

近期，歐債危機有所緩和。2012 年至今，歐洲央行重啟了被認為類似美國量化寬鬆的貨幣政策的「歐洲版」第二輪長期再融資操作，市場獲得了充足的流動性，緩解了希臘可能出現無序違約的擔憂。再者，2012 年 9 月歐洲央行推出直接貨幣交易（OMT）計畫，承諾在一定條件下在次級市場「無限量購買重債國國債」，從而扮演了歐元區重債國國債「最後購買者」的角色，不僅顯著降低了債務問題國家的國債收益率，也大幅度降低了歐元區因重債國家債務危機面臨崩潰的風險(圖 18)。

圖 18 歐元區債務問題國家國債市場狀況



資料來源：Bloomberg, Standard & Poor's, March 11 2013。

3、歐元區經濟成長遲滯、主權信用評等不易獲得調升

歐債危機已經進入第 4 個年頭。自 2012 年歐洲央行 9 月推出 OMT 計畫後，歐元區主權債務危機逐步趨向緩和。然而要據此推斷危機已接近尾聲，恐言之過早。如近期義大利政局因選舉而陷入困境，以及 3 月中旬賽普勒斯危機惡化所曝露的情況，引起歐債危機再起疑慮，當前歐債危機仍是歐元區經濟的不確定因素。繼 2012 年歐元區經濟出現衰退後，2013 年仍將在衰退邊緣徘徊(表 13)。由於歐元區經濟成長遲滯，短期內，主權信用評等不易獲得調升，截至 2013 年 3 月 11 日止，歐元區各國主權信用評等，詳如表 14。

表 13 S&P: Economic Forecast 2013-2014

	Germany	France	Italy	Spain	Euro Area	UK
Real GDP (% change)						
2010	4.0	1.7	1.8	-0.3	2.0	1.8
2011	3.1	1.7	0.6	0.4	1.5	0.8
2012	0.7	0.0	-2.2	-1.4	-0.6	0.0
2013(f)	0.9	0.1	-0.7	-1.3	-0.1	1.0
2014(f)	1.4	1.1	0.8	0.7	1.0	1.7
Unemployment (% active pop)						
2010	7.1	9.8	8.4	20.1	10.1	7.8
2011	6.0	9.7	8.4	21.7	10.2	8.0
2012f	5.5	10.5	10.7	25.5	11.6	8.2
2013(f)	5.3	10.7	12.0	26.0	12.1	8.4
2014(f)	5.2	10.2	11.8	25.5	11.7	8.2
--Alternative scenario: severe recession--						
Real GDP (% change)						
2013(f)	-0.8	-1.3	-2.1	-2.6	-1.6	-0.5
2014(f)	0.6	0.4	0.2	0.5	0.4	1.0

資料來源：Standard & Poor's, March 11 2013。

表 14 S&P Eurozone Sovereign Ratings

	Long term rating	Outlook
Germany	AAA	Stable
Finland	AAA	Stable
Luxemburg	AAA	Stable
Netherlands	AAA	Negative
Austria	AA+	Stable
France	AA+	Negative
Belgium	AA	Negative
Estonia	AA-	Stable
Slovak Rep	A	Stable
Slovenia	A-	Stable
Malta	BBB+	Stable
Ireland	BBB+	Stable
Italy	BBB+	Negative
Spain	BBB-	Negative
Portugal	BB	Stable
Greece	B-	Stable
Cyprus	CCC+	Negative

資料來源：Standard & Poor's, March 11 2013。

4、在全球金融風暴後，主權信用評等降多升少，主權風險升高

2008 年下半年起，美國本土的金融危機已經擴散成為全球性的金融風暴，各國經濟金融穩定飽受衝擊。在各國通力採行應變措施下，至 2009 年第 4 季即重啟成長態勢。雖然全球經濟逐漸復甦，但各國為提振經濟措施及對金融機構紓困，亦造成財政赤字及公共債務急遽升高的負面影響，致債務問題國家主權風險升高。

在主要先進國家中，歐洲是繼全球金融風暴後，第一個較大規模爆發主權債務危機的區域；在新興及發展中國家中，中東與北非地區 2010 年 12 月突尼西亞爆發反政府示威之後，引發阿拉伯世界反貧困和反貪腐的大規模示威抗議活動，部分國家甚至演變為內戰，使該地區主權風險升高。

在下列圖 19 中，Standard & Poor's 評等的 127 個主權政府評等的升降與評等展望的變動趨勢中，反映了世界大部分國家在金融風暴與歐債危機衝擊前後的主權風險的變動情況。圖 19 統計時間係由 2004 年 1 月至 2013 年 3 月，圖中反映了下列五項重要主權風險變動趨勢。

首先，圖 19 之「關鍵時間」處於 2008 年 4 月至 10 月，2008 年 4 月為評等展望正向數趨勢線向下穿越評等展望負向數趨勢線，且係圖中唯一交叉點，狀似技術分析中之「死亡交叉」，致趨勢逆轉，全球主權風險顯著轉為惡化，另 2008 年 10 月為評等降等一年內累計數較評等升等一年內累計數多的月份，顯示全球主權評等被調降壓力明顯增加。

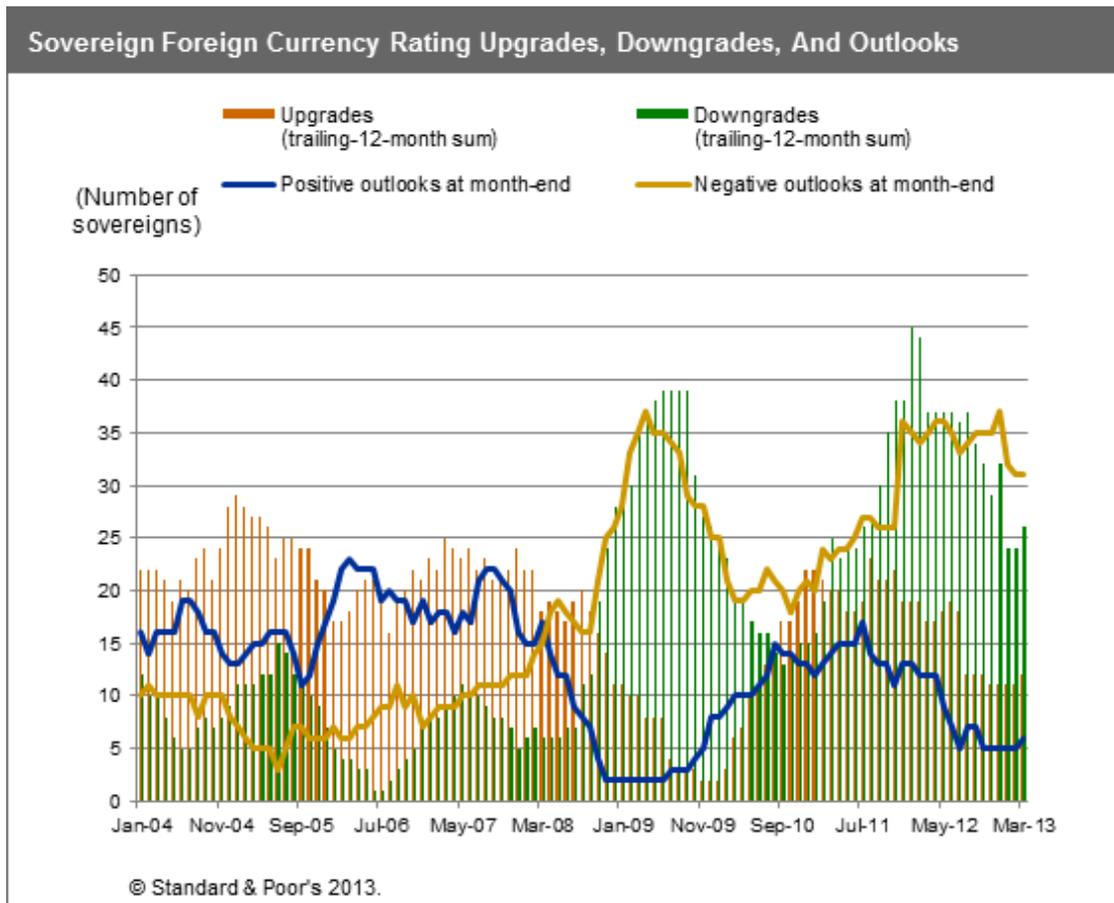
其次，在關鍵時間前，升等累計數多於降等累計數，展望正向數多於負向數，顯示主權信用評等調升的驅動力較大，主權風險降低；反之在關鍵時間後，主權信用評等調降的壓力大增，主權風險升高。

此外，在關鍵時間中，恰為 2008 年 9 月雷曼兄弟宣告破產，揭開全球金融風暴序幕的重要時間，亦顯示本評等趨勢圖對金融風暴影響主權風險的情況亦有反映出來。

近期，2013 年 3 月的全球主權風險水準，依圖 19 之統計數與趨勢線變動方向來看，主權風險接近上次金融風暴後的風險水準，呈現雙主權風險高峰期。

未來，全球主權風險變動情況則須視評等展望趨勢二線能否收斂，甚至出現「黃金交叉」；另升等累計數能否亦超過降等累計數，使趨勢反轉，屆時，全球主權風險可望降低。

圖 19 S&P Rating Trends



資料來源：Standard & Poor's, April 3 2013。

五、國際投資之政治風險

2013年3月12日，第五場會議討論國家風險的分析方法三項主題之第二項：「國際投資之政治風險」，謹將主要的討論重點與心得，綜合敘述如下。

(一)概念

國際投資之政治風險，係指投資者因東道國政局結構與演變因素和政府控制與管理因素的影響，而遭受經濟損失的可能性。當一國政府、政黨、勞工團體或者激進團體的政策、行動，威脅到國際投資者就會發生政治風險。如國際投資者設立的跨國公司可能因當地國政府動盪、社會不安，造成公司營運上的威脅，更為嚴重時可能被東道國徵收或者因東道國局勢惡化而無法進行貨幣的匯兌等。由政治因素導致國際投資經濟損失的風險，主要有四項：

1、國有化風險

東道國對外國投資設立的公司或投資項目採沒收措施，轉變成國內資產。例如，有時政權更迭時，新政權不承認舊政權的對外政策，從而將外國資本實行國有化。有時東道國政府對外國投資方的行為不滿而採取強迫沒收的政策。

2、東道國政策與法律所產生的風險

東道國政策與法律所產生的風險主要來自東道國為了維護國家主權或保護國家利益等需要而採取的政策與法律。例如，外國投資設廠生產之產品競爭力太強已造成東道國相關產業受損時，該國為了保護本國產業的發展，可能會對外國企業規定產量限制、增稅等政策，這會影響國際投資的利益。另在國際貸款中，有些國家會片面採取中止償還或延期債務等措施，使國際投資者遭受損失。

3、轉移風險

係指國際投資之資本或收益，有時由於當地政府的外匯管制政策或歧視行為而無法匯回本國或境外的風險。例如，在國際投資中經營的利潤所得、賣出財產、股權或國際貸款利息等收入，無法匯回本國或轉至其他安全地方。

4、戰爭風險

戰爭風險是指東道國由於發生對外戰爭或國內革命等導致投資者蒙受損失或實際收益偏離預期收益的可能性。戰爭風險比起其他風險，其損失程度更大。

(二)分析方法

國際投資之政治風險主要分為國際政治環境、區域政治環境和國家政治環境三個層次。這三個層次基本囊括了可能引發政治風險產生的主要原因。這三者並不是個別孤立地產生作用的，三個因素會互相影響，甚至總是相互影響而產生作用的，一國政治波動的產生往往是多種因素共同作用合力的結果。例如，國際壓力的增加可以導致國內政局不穩，二者的聯合作用可以使得政治風險迅速升高。目前，國際上的研究機構提出對國際投資政治風險的評估分析方法主要有以下幾種。

1、預警系統評估法

該方法是根據累積的歷史資料，對其中易誘發政治風險激化的諸因素加以量化，測定風險程度。例如，用債務對 GDP 比率、負債比率、債務對出口比率等指標來測定被投資國所面臨的外債危機，從而在一定程度上評估、測定該國償債能力。

2、定級評估法

該方法是將被投資國政治因素、基本經濟因素、對外經濟金融因素、政治的穩定性等可能對投資項目產生影響的風險因素的大小分別給分數量化，然後，將各種風險因素得分彙總起來評定一國的風險等級，最後進行國家之間的風險比較。

對國際投資風險進行國別比較可參照國際機構所公布的風險指數。例如，國際三大信評機構評定的主權信用評等、世界銀行全球經商環境報告之經商容易度指數、經濟合作暨發展組織之國家風險分類、國際透明組織之貪腐印象指數、世界經濟論壇之全球競爭力排名、Euromoney 與 Institutional investors 公布對各國的國際投資風險程度分析結果的國家排名。

3、分類評估法

根據倫敦控制風險集團(Control Risks Group, CRG)的做法，政治風險有四種分類如下。

- (1)可忽略的政治風險：政局穩定的政府，如瑞士和奧地利政府。
- (2)低政治風險：政治制度完善、政府的任何變化通過憲法程序產生、政治分歧可能導致執政黨更迭的國家，如歐元區主權債務問題國家。
- (3)中政治風險：往往會發生在那些政府權威有保障、但政治機構仍在演化的國家，或者存在軍事干預風險的國家，如委內瑞拉、緬甸。
- (4)高政治風險：政治機構極不穩定、政府有可能被推翻或政府領導人有可能被驅逐出境的國家，如阿富汗、敘利亞。

(三)處理策略

1、防禦性策略

- (1)風險規避：國際投資者可以通過停止經營活動或者撤回投資來避免企業遭到人員和資產上的損失。
- (2)第三方合作：選擇第三國合作夥伴建立合資企業，多國投資者合資經營，分散風險。
- (3)購買保險：把被保險人的政治風險轉移給保險人，從而減小損失。

2、一體化策略

- (1)風險轉移：風險轉移是將風險轉移到企業外部或將風險外部化，讓更多的當地企業參與國際投資者的經營活動，不僅可以在發生政治風險時將風險轉移，而且有助於減小來自於經濟民族主義方面的風險。
- (2)公關：包含了政府公關，媒體公關。

- (3) 當地融資：在當地國內尋求股票和債務融資管道。
- (4) 員工本土化：善用當地的員工並提升當地員工為管理人員，這將使當地的勞工組織同政府交涉，讓當地政府不得不重新考慮自己的政策。

(四) 分析舉例

全球化的時代，各國都在努力吸引外人投資；在國際投資者的關注之下，世界銀行之全球經商環境報告 (Doing Business) 之經商容易度排名 (Ease of Doing Business Rank)，已經成為全球各國重視的指標，係分析國際投資政治風險重要工具。

以我國為例而言，2012 年世界銀行於 10 月 23 日公布「2013 年全球經商環境報告」(Doing Business 2013) 最新評比結果，在 185 個受調查國家中，我國經商容易度排名 16，較上年進步 9 名，超越加拿大、德國及日本等國，再創我國歷年最佳成績。針對 2012 年世界銀行發布的評比指標中，我國較優勢的指標依序為「電力取得」(排名第 6)、「申請建築許可」(第 9)、「破產處理」(第 15)、「開辦企業」(第 16)、「投資人保護」(第 32) 等 5 項指標。整體顯示我國在國際投資之政治風險低。

全球經商環境報告當中的首欄係經商容易度排名，為分析結果彙總項，本排名表最利於分析各國政治風險的地方，即表中尚有 10 個分項排名如開辦企業、申請建築許可、電力取得、財產登記、信貸取得、投資人保護、納稅、跨境貿易、合約執行與破產處理等，皆有分項排名，由此可知，除總排名外，尚有 10 個單項的跨國投資經營的風險程度，已包含大部分國際投資之政治風險，係本分析工具之最大特色。

企業經商環境指標是世界銀行為衡量各國小企業營運的客觀環境而設計的。企業經商環境指標排名代表該國企業經商的難易程度。

2001 年，世界銀行提出加快發展各國私營部門新戰略，急需一套衡量和評估各國私營部門發展環境的指標體系，即企業經商環境指標體系。

為評估各國企業經商環境，世界銀行通過對 185 個國家和地區的調查研究，對構成各國的企業經商環境的 10 項指標進行了逐項評級，得出綜合排名。經商環境指數排名越高或越靠前者，表明在該國從事企業經營活動條件越寬鬆，亦反映隱含國際投資政治風險越低。反之，指數排名越低或越靠後者，則表明在該國從事企業經營活動越困難，顯示在該國從事國際投資之政治風險越高。

通過對 185 個國家的企業經商環境指標排名比較分析，不難看出，企

業經商環境指標排名靠前的國家大部分是先進國家，高收得的 OECD 國家的企業經商環境指標普遍靠前。

企業經商環境指標排名顯示，多數發展中國家企業經商環境落後於先進國家。因此，經濟發展也落後於先進國家，國民所得自然也偏低，貪腐現象也比先進國家嚴重。隨著企業經商環境指標的公布，企業經商環境指標的影響不斷擴大，企業經商環境指標排名引起許多國家的關注，且競爭日益激烈。

最後，需指出的是，儘管上述各類方法，對國際投資者都有著各種不同的用處，但至今為止，尚無一個十全十美的方法來評估與識別國際投資中的政治風險。即使用了上述這些分析方法，對政治風險的評估仍然不能做到十分精確。政治風險之所以為風險，就是源於它的不確定性，其中最重要的一點就是政治風險發生的時間不確定。例如，通過使用上述這些評估方法可以預計大約會有什麼樣類型的政治風險發生，卻不知道具體會在什麼時間發生，或者會不會發生，儘能盡力趨吉避險。

表 15 Rankings on the ease of doing business 2013 (Top 20)

Economy	Ease of Doing Business Rank ▲	Starting a Business	Dealing with Construction Permits	Getting Electricity	Registering Property	Getting Credit	Protecting Investors	Paying Taxes	Trading Across Borders	Enforcing Contracts	Resolving Insolvency
Singapore	1	4	2	5	36	12	2	5	1	12	2
Hong Kong SAR, China	2	6	1	4	60	4	3	4	2	10	17
New Zealand	3	1	6	32	2	4	1	21	25	17	13
United States	4	13	17	19	25	4	6	69	22	6	16
Denmark	5	33	8	14	6	23	32	13	4	34	10
Norway	6	43	23	14	7	70	25	19	21	4	3
United Kingdom	7	19	20	62	73	1	10	16	14	21	8
Korea, Rep.	8	24	26	3	75	12	49	30	3	2	14
Georgia	9	7	3	50	1	4	19	33	38	30	81
Australia	10	2	11	36	37	4	70	48	44	15	18
Finland	11	49	34	21	24	40	70	23	6	9	5
Malaysia	12	54	96	28	33	1	4	15	11	33	49
Sweden	13	54	25	9	35	40	32	38	8	27	22
Iceland	14	45	40	1	9	40	49	41	82	3	11
Ireland	15	10	106	95	53	12	6	6	28	63	9
Taiwan, China	16	16	9	6	32	70	32	54	23	90	15
Canada	17	3	69	152	54	23	4	8	44	62	4
Thailand	18	85	16	10	26	70	13	96	20	23	58
Mauritius	19	14	62	44	60	53	13	12	15	58	64
Germany	20	106	14	2	81	23	100	72	13	5	19

資料來源：World Bank。

表16 Rankings on the ease of doing business 2013

TABLE 1.1 Rankings on the ease of doing business								
Rank	Economy	DB2013 reforms	Rank	Economy	DB2013 reforms	Rank	Economy	DB2013 reforms
1	Singapore	0	63	Antigua and Barbuda	0	125	Honduras	0
2	Hong Kong SAR, China	0	64	Ghana	0	126	Bosnia and Herzegovina	2
3	New Zealand	1	65	Czech Republic	3	127	Ethiopia	1
4	United States	0	66	Bulgaria	1	128	Indonesia	1
5	Denmark	1	67	Azerbaijan	0	129	Bangladesh	1
6	Norway	2	68	Dominica	1	130	Brazil	1
7	United Kingdom	1	69	Trinidad and Tobago	2	131	Nigeria	0
8	Korea, Rep.	4	70	Kyrgyz Republic	0	132	India	1
9	Georgia	6	71	Turkey	2	133	Cambodia	1
10	Australia	1	72	Romania	2	134	Tanzania	1
11	Finland	0	73	Italy	2	135	West Bank and Gaza	1
12	Malaysia	2	74	Seychelles	0	136	Lesotho	2
13	Sweden	0	75	St. Vincent and the Grenadines	0	137	Ukraine	3
14	Iceland	0	76	Mongolia	3	138	Philippines	0
15	Ireland	2	77	Bahamas, The	0	139	Ecuador	0
16	Taiwan, China	2	78	Greece	3	140	Sierra Leone	2
17	Canada	1	79	Brunei Darussalam	2	141	Tajikistan	1
18	Thailand	2	80	Vanuatu	0	142	Madagascar	1
19	Mauritius	2	81	Sri Lanka	4	143	Sudan	0
20	Germany	2	82	Kuwait	0	144	Syrian Arab Republic	1
21	Estonia	0	83	Moldova	2	145	Iran, Islamic Rep.	1
22	Saudi Arabia	2	84	Croatia	1	146	Mozambique	0
23	Macedonia, FYR	1	85	Albania	2	147	Gambia, The	0
24	Japan	1	86	Serbia	3	148	Bhutan	0
25	Latvia	0	87	Namibia	1	149	Liberia	3
26	United Arab Emirates	3	88	Barbados	0	150	Micronesia, Fed. Sts.	0
27	Lithuania	2	89	Uruguay	2	151	Mali	1
28	Switzerland	0	90	Jamaica	2	152	Algeria	1
29	Austria	0	91	China	2	153	Burkina Faso	0
30	Portugal	3	92	Solomon Islands	0	154	Uzbekistan	4
31	Netherlands	4	93	Guatemala	1	155	Bolivia	0
32	Armenia	2	94	Zambia	1	156	Togo	1
33	Belgium	0	95	Maldives	0	157	Malawi	1
34	France	0	96	St. Kitts and Nevis	0	158	Comoros	2
35	Slovenia	3	97	Morocco	1	159	Burundi	4
36	Cyprus	1	98	Kosovo	2	160	São Tomé and Príncipe	0
37	Chile	0	99	Vietnam	1	161	Cameroon	1
38	Israel	1	100	Grenada	1	162	Equatorial Guinea	0
39	South Africa	1	101	Marshall Islands	0	163	Lao PDR	3
40	Qatar	1	102	Malta	0	164	Suriname	0
41	Puerto Rico (U.S.)	1	103	Paraguay	0	165	Iraq	0
42	Bahrain	0	104	Papua New Guinea	0	166	Senegal	0
43	Peru	2	105	Belize	1	167	Mauritania	0
44	Spain	2	106	Jordan	0	168	Afghanistan	0
45	Colombia	1	107	Pakistan	0	169	Timor-Leste	0
46	Slovak Republic	4	108	Nepal	0	170	Gabon	0
47	Oman	1	109	Egypt, Arab Rep.	0	171	Djibouti	0
48	Mexico	2	110	Costa Rica	4	172	Angola	1
49	Kazakhstan	3	111	Palau	0	173	Zimbabwe	0
50	Tunisia	0	112	Russian Federation	2	174	Haiti	0
51	Montenegro	2	113	El Salvador	1	175	Benin	4
52	Rwanda	2	114	Guyana	0	176	Niger	1
53	St. Lucia	0	115	Lebanon	0	177	Côte d'Ivoire	0
54	Hungary	3	116	Dominican Republic	0	178	Guinea	3
55	Poland	4	117	Kiribati	0	179	Guinea-Bissau	0
56	Luxembourg	0	118	Yemen, Rep.	0	180	Venezuela, RB	0
57	Samoa	0	119	Nicaragua	0	181	Congo, Dem. Rep.	1
58	Belarus	2	120	Uganda	1	182	Eritrea	0
59	Botswana	1	121	Kenya	1	183	Congo, Rep.	2
60	Fiji	1	122	Cape Verde	0	184	Chad	1
61	Panama	3	123	Swaziland	1	185	Central African Republic	0
62	Tonga	0	124	Argentina	0			

資料來源：World Bank。

六、次主權風險

2013年3月12日，第六場會議討論國家風險的分析方法三項主題之第三項：「次主權風險」，謹將主要的討論重點與心得，綜合敘述如下。

(一)概念

次主權(Sub-sovereign)實體主要有地方政府與政府相關機構，一般而言，次主權實體與主權政府關係緊密，其評等受主權評等升降之影響甚大。例如下列之穆迪評等報告摘要，主要係穆迪對歐洲 83 個次主權包括地方政府和政府相關機構在內的歐洲債券發行者的信用評等或對其評等展望進行了調整。穆迪此次主要是將英國、法國和奧地利的一些次主權信用評等列入了負向展望，同時調降了西班牙、義大利、葡萄牙和斯洛伐克的次主權信用評等。穆迪為此發布公告表示，此舉源於其對歐洲某些國家主權信用評等的調降與評等展望的調整，同時也歸因於「次主權信用風險與主權信用風險之間反映在總體經濟與財政上的緊密關聯，另有歸因於某些制度因素和金融市場狀況。」

上述即是影響次主權風險變動典型的情況。另由表 17 與表 18，綜合標準普爾與穆迪對次主權風險的評估方法而言，舉其要者，有主權國家總體的經濟表現、體制結構、財政效能和債負情況等影響次主權的風險與評等，而次主權除了上述四影響因素外，其與主權政府的溝通是否良好及其本身的制度、經濟、財政與債務負擔亦是否良好，皆為次主權風險評估時所必須考量的主要因素。

穆迪調整 83 個歐洲次主權的評等或評等展望報告摘要

MOODY'S
INVESTORS SERVICE

Rating Action: Moody's takes action on European sub-sovereigns following action on sovereign ratings

Global Credit Research - 15 Feb 2012

London, 15 February 2012 -- Moody's Investors Service has today taken action on 83 European sub-sovereigns, comprising regional and local governments (RLGs) and government-related issuers (GRIs).

Today's actions on European sub-sovereigns were triggered by (i) Moody's recent actions on the respective European sovereign ratings; and (ii) the strong correlation between sub-sovereign and sovereign credit risk, reflected in macroeconomic and fiscal linkages, institutional factors and financial market conditions.

Please click on this http://www.moody's.com/viewresearchdoc.aspx?docid=PBC_139806 for the List of Affected Credit Ratings. This list is an integral part of this Press Release and identifies each affected issuer.

For full detail of analytical considerations leading to this action, please refer to our dedicated Special Comment 'Key Drivers of Moody's Rating Actions on European Sub-sovereign Ratings' http://www.moody's.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_139829.

For full details on sovereign actions, please refer to the webpage containing all of Moody's related announcements <http://www.moody's.com/EUSovereign>.

資料來源：Moody's。

表 17 S&P Sub-sovereign Rating Methodology

Sovereign factors	
Economy	Demographics Economic structure Growth prospects
System structure and management	Intergovernmental system stability and predictability Management capacity and institutional legitimacy
Fiscal flexibility and performance	Revenue sources and flexibility Expenditure trends and flexibility Budgetary performance and financing requirements
Financial position	Liquidity and debt management Debt burden Off-balance-sheet liabilities

資料來源：S&P。

表 18 Moody's Sub-sovereign Rating Methodology

Institutional quality	Political Dynamics, Government Structure, and Institutional and Public Policy Frameworks
Economic structure and performance	Population Gross Domestic Product GDP per capita GDP per capita as a % of National Average Real GDP (% change) Unemployment Rate (%)
Debt profile	Gross Direct and Guaranteed Debt Net Direct and Guaranteed Debt Net Direct and Guaranteed Debt per capita Net Direct and Guaranteed Debt/GDP (%) Net Direct and Guaranteed Debt/Operating Revenue (%) Net Direct and Guaranteed Debt/Total Revenue (%) Foreign Currency Gross Direct Debt (after swaps)/Gross Direct Debt (%) Short-term Gross Direct Debt/Gross Direct Debt (%) Short-term and Variable Rate Long-term Gross Direct Debt/Gross Direct Debt (%) Weighted Average Maturity of Gross Direct Debt (years)
Financial performance	Discretionary Own Source Revenue/Operating Revenue (%) Intergovernmental Transfers/Operating Revenue (%) Earmarked Revenue/Operating Revenue (%) Interest Payments/Operating Revenue (%) Debt Service/Total Revenue (%) Accrual Financing Surplus (Requirement)/Total Revenue (%) Cash Financing Surplus (Requirement)/Total Revenue (%) Gross Borrowing Need/Total Revenue (%) Total Expenditures per capita (US\$) Total Expenditures/GDP (%) Primary Operating Balance/Operating Revenue (%) Gross Operating Balance/Operating Revenue (%) Net Operating Balance/Operating Revenue (%) Self-financing Ratio (%) Capital Spending/Total Expenditures (%) 5-year Total Revenue CAGR less 5-year Total Expenditure CAGR (%) Net Working Capital/Total Expenditures (%)

資料來源：Moody's。

(二)評估注意事項

評估次主權風險時，除需考量與主權信用評等間緊密關係的分析要素外，次主權實體本身風險評估要素，尚有下列事項，值得注意。

- 1、總體財政和經濟狀況。
- 2、財務可持續性評估。如投資或融資方案與長期預算計畫是否搭配，預算是否有持續性的財源挹注，或由主權政府編列預算支應其財源。
- 3、政治穩定性是否良好。
- 4、國際信評機構有無給予信用評等。
- 5、保護外國投資人的情況。
- 6、要特別小心債務負擔水準高低與其融資管道。
- 7、是否有國庫或其他政府機構的參與或支持。例如有擔保或有編列相關預算支應，或有給出明確的財務支持承諾。
- 8、由次主權實體或其它出口信用機構提供的付款經驗參考。
- 9、多參考比較國際性組織對其國家評估報告的排名結果。如世界銀行全球經商環境報告之經商容易度指數、經濟合作暨發展組織之國家風險分類、國際透明組織之貪腐印象指數、世界經濟論壇之全球競爭力排名、Euromoney 與 Institutional investors 公布對各國的國際投資風險程度分析結果的國家排名。
- 10、有無國際金融機構給予融資的紀錄可供參考。
- 11、政府間關係。如與主權政府財政夥伴關係與溝通是否良好。
- 12、該國法律對次主權實體的事權與財權是否有明確的規定。

參、心得及建議

一、心得

總結

- 西方在過去兩個多世紀的全球主導地位將有所轉變，美國與歐洲國家將不再享有霸權地位，而是漸轉變成一個多極化的世界並與新興經濟體分享權力。當前經濟重心東移的過程係全球經濟發展長期結構性趨勢，東西國家經濟實力消長，主權風險亦隨之變動，係國家風險當前驅動趨勢的最主要力量。
- 全球金融風暴後世界經濟呈現再平衡的趨勢。新興市場經濟體增強了對外部衝擊抵禦能力，脆弱性減輕，主權信用有所提升。惟新興市場經濟體在經濟快速成長下，亦帶來各種問題：經濟波動性太強、加劇收入分配失衡和社會兩極分化、信貸成長過快、資產泡沫疑慮等，衝擊政治、金融穩定，加劇社會矛盾，新興市場風險產生了根本的轉變。
- 近期，美國經濟在好轉，新興市場和發展中國家經濟成長快速，世界經濟風險的主要問題依然在歐元區。歐元區經濟疲弱不振，加上財政緊縮、高失業率帶來的需求下降，以及高額的公共債務負擔與財政的脆弱狀況，使區內多數經濟體面臨主權信用評等調降壓力，主權風險升高，並對全球經濟持續產生衝擊。目前，歐債危機已有緩和，但並未結束。
- 在重要主權風險變動趨勢方面，近期，2013年3月的全球主權風險水準接近上次金融風暴後的水準，呈現雙主權風險高峰期。未來，全球主權風險變動情況則須視評等展望趨勢二線能否收斂，甚至出現「黃金交叉」；另升等累計數能否亦超過降等累計數，使趨勢反轉，屆時，全球主權風險可望降低(詳圖 19)。

展望

- 美國財政懸崖、歐元區解體和中國大陸經濟硬著陸風險的減退將給全球經濟帶來提振。
- 全球尚有多數國家的企業和消費者信心疲軟，加上沉重的債務負擔和正在實施的財政整頓，將給經濟復甦產生阻力。
- 美國就業和房地產市場的好轉已經為更加強勁的經濟復甦打下基礎，惟2013年經濟僅能溫和成長。

- 歐元區預估隨著財政緊縮步伐和金融壓力的緩和，從 2013 年年中開始，歐元區經濟或將緩慢復甦，但可能是不均衡的復甦。不過，沉重的債務負擔、結構性痼疾和失業率過高將對經濟復甦形成制約並帶來下行風險。
- 短期來看，日本經濟的走勢更加樂觀，這主要是因為安倍經濟學 (Abenomics) 新的通貨再膨脹策略給經濟帶來的提振。
- 新興市場的表現仍強於主要發達經濟體，但有幾個國家面臨嚴重的增長和再平衡挑戰。近期數據顯示中國大陸將避免硬著陸機率增加。巴西和印度的經濟增速將較 2012 年的週期低點稍快，惟仍未達中期平均增速。俄羅斯 2013 年經濟增速放緩。

二、建議

(一)建議持續編列預算，派員參加相關國際會議

參加國際會議及研討會，除可擴展同仁國際觀，加強與同業交流外，並可汲取各國輸出信用機構經驗及蒐集資訊，建議未來持續編列預算，派員參加相關國際會議，以蓄積同仁各項專業能力，提升工作品質。

(二)建議同仁多運用世界銀行網站資訊，並充實外語能力

全球化的時代，各國都在努力吸引外人投資，在國際投資者的關注之下，世界銀行之全球經商環境報告 (Doing Business) 之經商容易度排名 (Ease of Doing Business Rank)，已經成為全球各國重視的指標，係分析國際投資政治風險重要工具。謹建議各業務單位同仁有需要者，可上網查參。全球經商環境報告網址：<http://www.doingbusiness.org/>；經商容易度排名網址：<http://www.doingbusiness.org/rankings>。

參加國際會議可擴展國際視野，增進專業領域之多元思考觀點，但最需要外語能力。建議同仁充實外語能力，未來如有派赴國外參加國際會議的機會，較可從容與會，並有效吸收會議資訊。