

摘 要

在全球經濟逐漸復甦、金融危機悄然淡去之際，歐美與亞洲正各自進行一番變革，正如美國已經開始減少購債計畫金額，歐元區國家執行嚴格之財政改革，力圖刪減赤字與增進經濟競爭力；日本為對抗通縮，不但擴大通膨目標，力促日圓貶值，並採取質量兼備寬鬆貨幣政策，其購買資產規模與種類，前所未有；中國大陸則繼續推動人民幣國際化，不但放寬人民幣升貶幅區間，並設立中國(上海)自由貿易區等，國際金融市場受各國諸多政策措施交錯影響，導致全球投資未來前景如霧裡看花。

這些國際上重大變革究竟對全球經濟及金融資產有何影響，則需進一步瞭解這些政策內容及背後之意涵，以及彼此相互影響之關聯性。新興國家經濟與已開發國家關係密切，尤其在金融市場上，與歐美之量化寬鬆貨幣政策相關性高，當量化寬鬆退場時，導致過去因歐美經濟衰退而流向經濟相對較佳之新興國家之資金撤離，經常帳赤字或短期國外負債較高之國家可能受創較深，成為避免投資之標的。反觀歐債國家進行財政改革，倘若持續改善其結構性失衡，恢復競爭力與經濟成長，則可為投資佈局之考量。

此外，日本質量兼備寬鬆貨幣政策之成效如何，其他貿易競爭國如何因應，值得密切注意；在中國大陸推動人民幣國際化過程中，投資前景與伴隨之風險亦應加以衡量。有鑑於此，本文將針對上述各種政策因素及對金融市場之影響，分別加以介紹及分析。

目 錄

壹、前言	3
貳、全球總體經濟與投資展望	4
一、歐洲金融概況	4
二、新興國家金融概況	7
參、外匯存底投資組合新趨勢	9
一、外匯存底投資組合之變遷	9
二、金融危機與外匯市場變更	11
三、人民幣交易概況	14
肆、日本量化寬鬆政策	17
一、財政與貨幣政策	18
二、質量兼備之貨幣寬鬆政策	19
伍、歐洲財政改革措施	22
一、法國財政改革	22
二、西班牙財政改革	26
三、葡萄牙財政改革	32
陸、結語與建議	35

壹、前言

此次在巴黎舉行之研討會共有來自歐洲、美洲、亞洲、中東等地區中央銀行或國家退休基金等三十多位代表參加，講師除 Credit Agricole 之經濟學家及外匯與債券分析師外，並邀請世界銀行、ECB 及 Basel 委員會及歐美國家財政部官員座談。研討會內容主要係探討全球資本市場、歐洲經濟概況、外匯存底投資組合配置趨勢、歐元區國家財政改革等議題。

本文首先探討全球經濟與歐洲及新興國家金融概況，進而就全球金融與歐債危機爆發，歐美日進行量化寬鬆政策，對資產價格與匯率升貶產生不同程度之影響，促使各國央行改變外匯存底之資產配置而加以分析。在外匯交易方面，人民幣交易量近三年異軍突起，貿易結算使用人民幣之比重逐漸升高，未來是否將成為主要儲備資產之一，值得關注。

另日本自 2012 年底安倍晉三當選首相之後，力倡日圓貶值，並在財政與貨幣政策方面採取三大主張：「積極的財政政策」、「大膽的寬鬆貨幣政策」及「吸引企業投資之成長策略」等備受矚目，目前成效如何，稍後將有進一步說明。

歐債危機爆發後，歐元區國家紛紛採取不同程度的結構型調整，目的除降低財政赤字外，亦進行勞工及財政制度改革，冀望藉此能降低政府支出，提高競爭力以增加經濟成長動能，文中將列舉法國、西班牙及葡萄牙等國家之相關政策加以介紹。

在全球經濟逐漸復甦，量化寬鬆慢慢退場之際，將對資本市場產生相當程度之影響，未來外匯存底投資應如何因應，值得密切觀察與提早準備。

貳、全球總體經濟與投資展望

2013 年因美國之房市、資本支出及就業市場改善，且該年 12 月 18 日 FOMC 會議紀錄中，Fed 透露出對未來經濟成長信心，全球經濟在通貨膨脹仍不具威脅之情況下，將逐漸好轉。

已開發國家需求上升有助於新興國家之出口成長，進而增進新興國家國內投資與 GDP 成長，Credit Agricole 預估新興國家整體而言，於 2013 年將成長 4.7%，與 2012 年之 4.8% 持平，而 2014 年將成長 4.9%。至於中國大陸，預估 2013 年成長 7.7%，2014 年則略減為 7.2%。

一、歐洲金融概況

Credit Agricole 歐元區資深分析師 Frederik Ducrozet 針對目前歐元區之總體經濟情勢看法審慎樂觀¹，與過去歐債危機爆發之初相比較，其認為歐元區整體而言，政治風險已大幅縮小，面對任何負面消息，金融市場之反應已更具彈性，不至於造成市場鉅幅動盪。

(一) 歐洲經濟概況

1. 歐洲經濟成長與德國經濟情勢關係密切，2013 年下半年周邊國家亦將呈現經濟成長，淨出口是主要成長動能，內需則將以緩慢速度復甦。就其經濟成長整體而言，外部因素主要受惠於美國、英國及中國大陸較佳之經濟數據，內部因素則因財政赤字問題逐漸退去及歐洲央行寬鬆貨幣政策之調節，縱然私部門與公部門之去槓桿化過程使得國內需求降低，惟此影響已逐漸減弱，反觀消費者信心增加及勞工市場就業情況改善，將有助於

¹ Frederik Ducrozet, "Eurozone Macro-Financial Outlook: What(else) could go wrong?", Paris, France, October 2013

私人消費之提振。綜上觀點，歐洲經濟逐漸步入正軌。

2. 歐元區雖於 2013 年第 2 季度脫離經濟衰退(成長+0.3%)，領先指標顯示經濟成長將會持續，惟目前資料仍然未足以證明未來將有大幅度的復甦。短期來看，信用疲弱、即將進行之銀行壓力測試之資本適足率要求、潛在風險及歐元近期走強等各項因素，仍係不利於經濟成長；長期來看，主權債務問題、歐洲銀行聯盟（Banking Union）之成立、主權債務危機國實施結構性改革等結構性問題，將使得復甦之路挑戰。
3. 由於信用成長及通貨膨脹低迷，依目前顯示之各項經濟指標，估計於 2015 年之前物價成長仍將維持在歐洲央行 2% 之目標區間內。2013 年歐元區周邊國家與核心國家之經濟數據有轉好之趨勢，藉此展望 2014 年，因國家主權信用之改善、消費者信心提升及勞工市場逐漸穩定等因素，將可望在 2014 年持續增加投資支出與消費。鑒於歐債危機之影響，可預期嚴格的財政緊縮政策將維持不變，以達成降低其結構性赤字之財政目標。

(二) 銀行現況與發展

1. 2013 年歐元區周邊國家銀行存款已呈現淨流入，惟銀行之零售利率下降程度不一，各國經濟與財政狀況依舊分歧，其國際收支平衡應格外注意。
2. 儘管 2013 年第 4 季歐洲整體經濟數據良好，歐洲央行仍堅定維持貨幣寬鬆政策，未來歐元區之銀行監理措施將逐漸統一，加以多項非傳統貨幣政策工具之逐步實施，將有助於歐元區未來金融穩定與發展。歐盟議會於 2013 年 4 月同意將成立歐元區銀

行業單一監管機制(Single Supervisory Mechanism, SSM)²以規範轄區所有銀行，包括解決單一銀行問題或一般存款事宜，強化銀行資本/流動性比率。

3. 就歐元區銀行而言，目前疲弱之歐洲經濟或復甦將影響其獲利及償債能力，使其降低資金成本之壓力持續，由於利率及交易量仍低迷，獲利與營收依然不佳。歐元區大型銀行之第一類資本適足率於 2013 年第 1 季達 11.1%，槓桿比率逐步改善，惟為因應未來法規之要求，須進一步降低該項比率；因此，在未來幾年其成長仍將受限。
4. Credit Agricole 認為未來歐洲央行應注重於「流動性的指引」(liquidity guidance)，貨幣政策應加強在資金流動性方面引導，藉由長期低利率政策來宣示貨幣寬鬆政策，並以長期再融資操作(Longer-Term Refinancing Operation, LTRO)措施，對銀行挹注流動性以防止任何造成金融市場資金緊絀之情況發生。除此之外，任何前瞻性指標如通膨預期、經濟成長率、失業率以及信用市場等指標，應用來作為流動性之衡量指標，倘若通縮情況發生時，其建議歐洲央行應採取直接購買資產措施以防止經濟進一步惡化。

(三) 歐債危機與日本失落十年³

歐債危機爆發以來，引發歐元區是否步入日本「失落十年」後塵之隱憂，然而 Frederik Ducrozet 認為，歐元區由於總體經濟狀況已逐漸改善、財政緊縮及去槓桿化壓力減輕、金融市場

²2013 年 10 月歐盟高峰會議決議通過歐元區銀行業單一監管機制(SSM)之相關法案，由歐洲央行主導與歐盟國家銀行監理機構共同負責監督，旨在強化歐洲經濟及貨幣聯盟。

詳見 http://ec.europa.eu/internal_market/finances/banking-union/

³ Frederik Ducrozet, "Europe and the 'Japanisation' risk – More differences than similarities", Paris, France, October 2013

較具彈性、金融改革以及結構性改革等因素，應該比日本在總體金融失衡、銀行部門、資產價格及政策回應速度等各方面較積極與迅速地調整(如下表)。

	歐元區(2013)	日本(1990s)
總體金融 失衡	<ul style="list-style-type: none"> ●大型結構性調整 ●勞工成本降低以提高產品競爭力 ●較佳之全球經濟現況 	<ul style="list-style-type: none"> ●因過度槓桿操作導致資產負債表泡沫 ●龐大經常帳盈餘及淨國際投資部位 ●生產力下降及人口老化問題
銀行部門	<ul style="list-style-type: none"> ●施行特別的銀行資本重整措施 ●持續不斷之信用問題，擠兌效應 ●貨幣政策傳導失效 	<ul style="list-style-type: none"> ●銀行抵押資產惡化、資本重整慢速 ●長期信用緊縮 ●主權債務國有化
資產價格	<ul style="list-style-type: none"> ●無房市泡沫、但有區域性財政與預算失衡及過度槓桿操作 ●歐元實質有效匯率並無大幅升值 ●股市持續復甦 	<ul style="list-style-type: none"> ●嚴重的房市及股市泡沫 ●日圓實質有效匯率大幅升值
政策回應 速度	<ul style="list-style-type: none"> ●貨幣直接交易計劃(OMT) ●新監理機制、強化財政赤字刪減、結構性改革以強化經濟體質 ●邁向歐洲銀行聯盟 	<ul style="list-style-type: none"> ●政策回應延遲、降息過慢、政府赤字持續增加 ●僅於 2000 年初期增加貨幣供給

資料來源: Credit Agricole Corporate & Investment Bank

二、新興國家金融概況

新興國家與已開發國家金融市場關係密切，尤其在外匯與利率市場方面，與美國 Fed 量化寬鬆貨幣政策及經濟成長之相關性高。

(一) 經濟與量化寬鬆

1. 2013 年第 4 季以來，歐美經濟數據相繼告捷，其需求上升支撐新興國家出口，並進一步刺激其國內投資與經濟成長；特別的

是有別於過去主要仰賴出口至已開發國家，新興國家出口至其他新興國家有上升趨勢。

2. 根據 Credit Agricole 研究指出⁴，新興國家之投資/GDP 比率、私人消費、淨出口及 GDP 成長自 2010 年起，因歐美經濟衰退而走低，2012 年第 4 季至 2013 年第 2 季因全球金融及歐債危機緩解，則有短暫改善。

(二) 金融與量化寬鬆

1. 自 2013 年 6 月起，Fed 不斷釋放出購債規模可能縮減，美國公債利率開始攀升，外資開始撤出經濟基本面較弱之新興國家，尤其經常帳赤字及需要大量短期外部融資國家(債務相對於其外匯存底金額少的國家)將受創最深，其幣值對美元相繼走貶，引發新興市場是否在歐美之量化寬鬆政策退場之後，其金融市場將會賣壓沉重之疑慮。反之，外資流向享有經常帳盈餘之國家，如台灣、新加坡及韓國等，匯率則走升。
2. 然而，如同大部分經濟學家預測，Credit Agricole 認為 Fed 將於 2015 年底前調升聯邦資金利率，但是即使 Fed 於 2014 年初開始減少購債規模，並不代表貨幣緊縮，Fed 之資產負債表規模不會因此於短時間內大幅縮水，且美國公債殖利率走升趨勢可能於 2014 年開始減緩，故其預計新興國家匯率大幅走貶的壓力將降低。
3. 就世界第 2 大經濟體中國大陸而言，Credit Agricole 預測其匯率將持續以緩慢步伐升值，以避免對其出口造成重大衝擊，離岸人民幣市場匯率將與境內人民幣匯率之走勢趨同。韓國則因其經常帳盈餘數據良好，將使未來韓元相對其他新興市場幣值走

⁴ Sebastien Barbe, "Who's afraid of the falling knives", Paris, France, October 2013

升，由於其 2008 年與 2009 年之短期外債問題已經緩解，外匯存底亦已累積至相當水準，故對其發債仍具信心。

參、外匯存底投資組合新趨勢

自從金融海嘯發生以來，歐美日等國家採取量化寬鬆政策，造成幣值貶值，各國央行為收益考量，分別改變外匯存底資產之幣別配置。

一、外匯存底投資組合之變遷

世界銀行財務長 Isabelle Strauss-Khan 根據 UBS 於 2012 年對部分央行外匯存底配置之調查結果進行簡報⁵，以下就其報告重點加以探討。

(一) 外匯存底資產配置

自 2008 年金融海嘯爆發以來，歐美之量化寬鬆政策使得熱錢流向部份新興國家，如金磚四國(巴西、俄羅斯、印度及中國大陸)，或已開發國家如瑞士，使其外匯存底金額累積迅速。全球金融危機主要分兩階段，外匯存底資產配置變化如下：

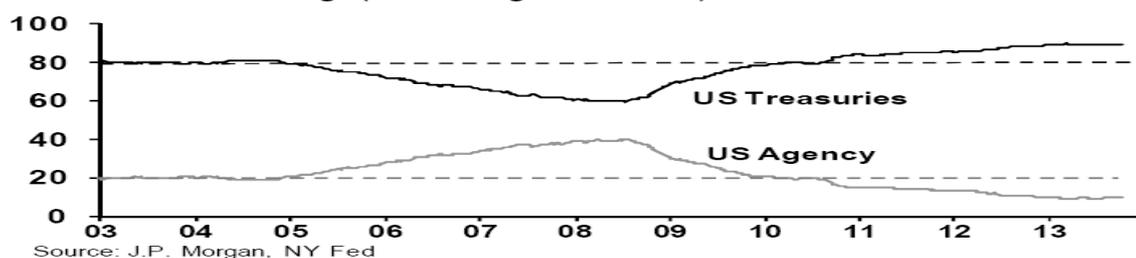
1. 第一階段次貸危機自 2007~2009 年

此期間因各類資產間之相關係數升高，導致資產配置分散風險效果不彰。大部分央行減少商業銀行之存款，並降低未經政府保證之債券之曝額，減少或退出 MBS 及 ABS 之投資，同時，投資流向安全性資產如美國公債⁶(如下圖)，借券交易活動則幾乎停止。在風險控管方面則加強信用、流動性及法規等風險控管。

⁵ Isabelle Strauss-Kahn, "Recent trends in Foreign Exchange Reserve Management", Paris, France, October 2013

⁶ Joseph Lupton, "Another pause in global FX reserve accumulation", J.P. Morgan Chase Bank, October 25, 2013

US Fed Res custody holdings for foreign official and int'l accounts
% share of total holdings (data through 2 Oct 2013)



資料來源: J.P. Morgan Chase Bank NA

2. 第二階段歐債危機自 2010~2012 年

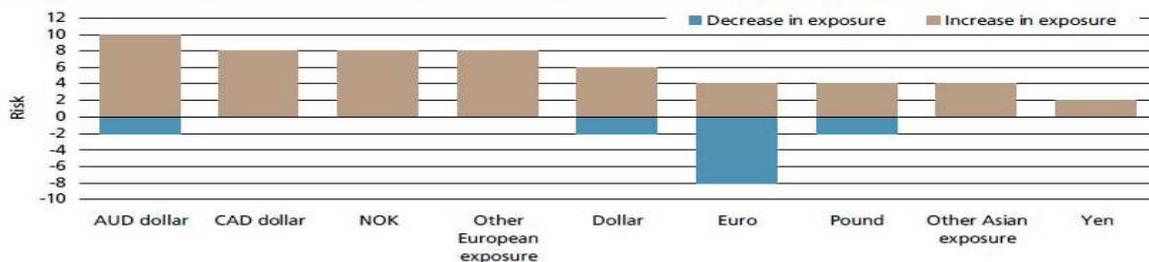
大幅降低歐元區周邊國家主權債券投資，進而影響其他國家主權債券投資金額，此外，降低歐債危機國家之信用額度與風險曝額，以致歐元資產減少，其他如加幣、澳幣、挪威克朗、瑞典幣及新興國家貨幣之資產配置增加。

(二) 投資組合之策略應用

1. 在外匯存底投資策略應用上，有 26% 表示以改變其資產配置比重為主，24% 改變其有價證券之存續期間(duration)，14% 改變幣別配置，另有 10% 則改變投資等級。黃金投資方面，有 68% 受訪者之配置比率並無增減，僅 3% 表示增加持有黃金之比重。
2. 48% 受訪者表示使用衍生性商品作為其投資組合管理(2011 年調查時仍有 56%)，最常使用之工具依序分別為債券期貨(26%)、利率交換(IRS)、歐元期貨(16%)及其他期貨(12%)等。使用衍生性商品之主要目的為避險，其次為交易與增加收益，而所面臨最大的問題則與交易對手曝額、經常性的變更、抵押品管理與複雜性攸關。
3. 幣別配置方面，有 46% 受訪者表示過去一年有新增不同幣別至其投資組合，10% 表示減少歐元之配置比重，少部分則減少美元、英鎊及澳幣之比重。對於未來幣別之投資分配，澳幣、加

幣、挪威克朗及亞洲貨幣等之比重將有增加意願，8%受訪者表示歐元資產曝額將減少(如下圖)。

Going forward, how do you expect your currency allocation will be adjusted?



- 8% of those responding expect to cut their EUR exposure and a few also expect to reduce their AUD, USD and GBP exposures
- Respondents appear to have a clear bias toward increasing exposures of Other Asian, CAD, Yen, NOK and Other European currencies in the future

Source: UBS
Data from 2013

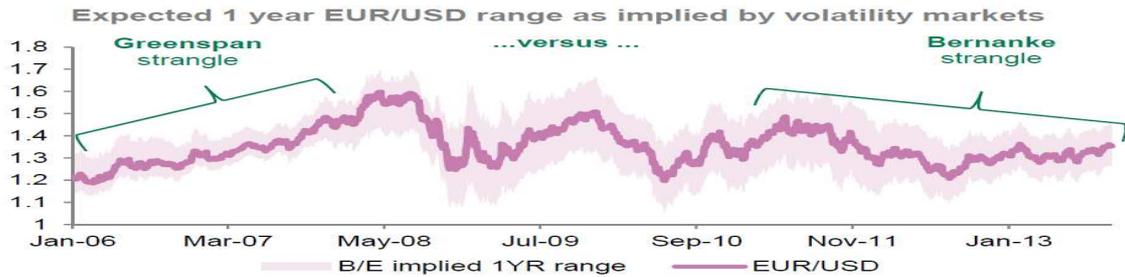
資料來源: The World Bank, UBS

- 投資中國大陸方面，有 33%表示正處於授權階段，9%表示尚未考慮，另有 57%表示將不考慮投資。投資新興市場之主要考量為流動性。
- 央行外匯存底之投資面臨諸多課題，包括如何在低利率環境增加收益及如何替換低收益率之「安全性資產」，如何控管風險、配置資產與增加收益，將視總體經濟環境變遷而定。

二、金融危機與外匯市場變更

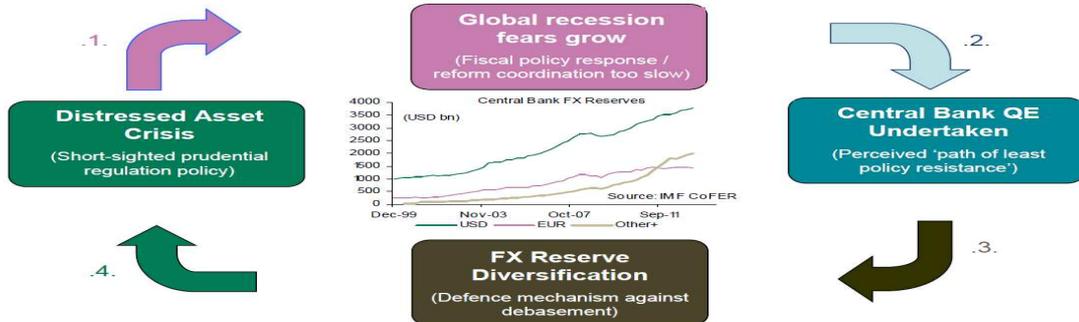
Credit Agricole 歐洲首席外匯策略師 Adam Myers 在研討會中指出⁷，各國央行在美國量化寬鬆政策施行後，外匯投資分散至美元以外貨幣；此外，近年外匯市場之每日波動度不如以往高，劇烈之匯率波動較不頻繁(如下圖)。

⁷ Adam Myers, “The New FX Landscape – Currency investment in the post-QE currency environment”, Paris, France, October 2013



資料來源: Credit Agricole Corporate & Investment Bank

美國次貸危機引發全球經濟衰退之憂慮，美國 Fed 採取超低利率量化寬鬆政策則進一步導致美元貶值，為防止外匯存底資產價值減損，各幣別投資採分散風險方式進行，彼此相互影響如下圖：



資料來源: Credit Agricole Corporate & Investment Bank

Fed 之貨幣政策對美元之影響，可分為三個階段，各階段對外匯市場造成之衝擊，分述如下：

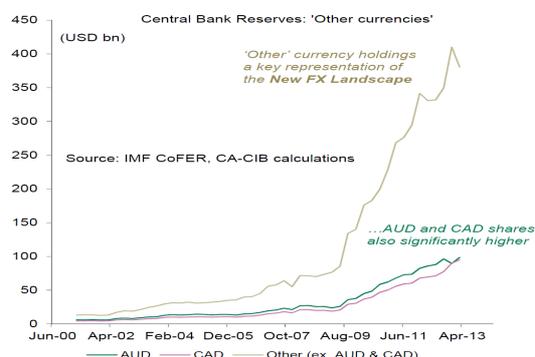
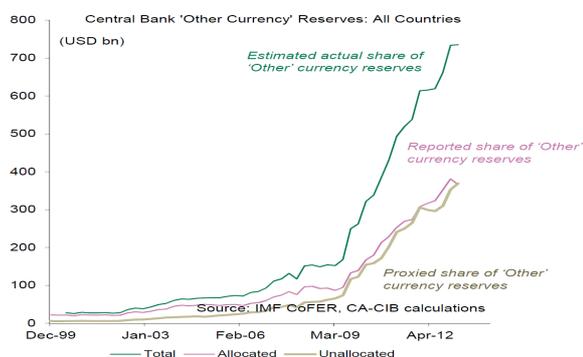
(一) 美國次貸危機與美元貶值

1. 身為國際儲備貨幣，美國享有美元所具有之「特權」；因此，Fed 利用美元為儲備貨幣之特殊地位，進行量化寬鬆政策，以解決其國內金融與經濟問題。
2. 然而，Fed 之策略乃以超低利率量化寬鬆政策導致其他貨幣相對美元升值，使美國出口較具競爭力，在其國內經濟不振，內需疲弱之際，Fed 試圖以美元貶值增加出口方式，提振國內衰退之經濟。

3. 其它國家恐因其貨幣升值導致出口衰退，不得不捍衛其幣值穩定，因美元持續貶值，貨幣戰爭之可能性逐漸升高。
4. 在此環境下，外匯存底投資加強分散風險，其他出口導向國家為防止除出口因美元貶值而受創，貨幣競貶與匯率干預情況隨之而來。

(二) 歐債危機對外匯市場影響

1. 歐債危機爆發以來，歐元走弱，而歐洲經濟較佳之國家如瑞士，其幣值卻持續走升，嚴重波及出口；因此，瑞士央行多次於外匯市場進行干預，並於 2011 年 8 月份開始對瑞郎過度升值表示高度關切，認為其將嚴重影響經濟發展及物價下滑風險，且於同年 9 月 6 日發表聲明將不再容忍歐元兌瑞郎低於 1.20，並表示為捍衛此最低匯率之最高決心，決議將採無限量的買匯措施。
2. 由於美元、歐元貶值，投資者持有之意願降低，反觀其他貨幣之外匯交易量則增加，各國央行採取分散風險策略來分散幣別投資(如加幣和澳幣)，以緩衝因總體經濟失衡所帶來之損失(如下圖)。



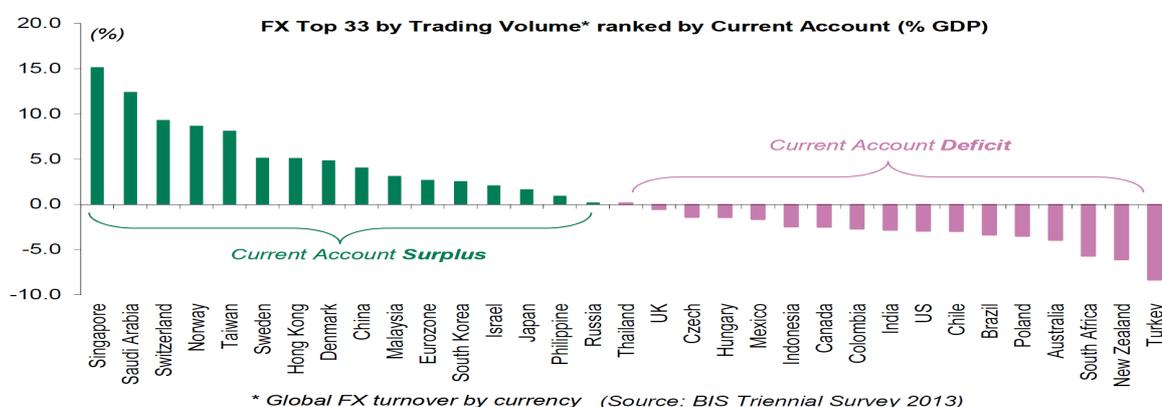
資料來源: Credit Agricole Corporate & Investment Bank

(三) 量化寬鬆退場階段

1. 在美國經濟逐漸好轉，歐債危機和緩之際，量化寬鬆政策遲早

將會退場，例如 Fed 已於 2013 年 12 月宣布自 2014 年 1 月開始逐步縮減購債計畫，縮小量化寬鬆規模。

2. 未來倘若歐美量化寬鬆終止，將對各國央行目前累積持有之龐大外匯資產將產生影響，故面臨如何因應金融市場資產價格變動，屆時勢將對外匯市場產生另一波衝擊與變化。
3. 對於量化寬鬆終止後，外匯存底之配置應如何，Adam Myers 認為目前之資產配置應該變更，其指出經常帳赤字嚴重國家之經濟將受創最深，故應避免投資此等國家。反之，享有經常帳盈餘國家，未來投資展望則較具吸引力，其根據 BIS 於 2013 年 4 月公布每三年一次之中央銀行調查報告⁸，列舉外匯交易周轉量前 33 名國家之經常帳餘額並依序排列，其中新加坡幣、瑞士法郎、人民幣及韓元等屬經常帳盈餘國家，而紐幣、澳幣及美元等則屬經常帳赤字國家(如下圖)。



資料來源: Credit Agricole Corporate & Investment Bank

三、人民幣交易概況

BIS 之中央銀行調查報告顯示，全球外匯交易近年來成長迅速，每日交易量由 2007 年 3.32 兆美元及 2010 年 3.97 兆美元，

⁸ BIS, "Triennial Central Bank Survey – Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results", pp.3-13, September 2013

大幅增加至 2013 年 5.34 兆美元。

截至 2013 年 4 月底，英國、美國、新加坡及日本等交易中心外匯交易量合計占全球外匯交易量之 71.1%，2010 年則占 66.2%(如下表)。

單位:十億美元

	2007		2010		2013	
	金額	%	金額	%	金額	%
英國	1,483	34.6	1,854	36.8	2,726	40.9
美國	745	17.4	904	17.9	1,263	18.9
新加坡	242	5.6	266	5.3	383	5.7
日本	250	5.8	312	6.2	374	5.6
合計	2,720	63.5	3,336	66.2	4,746	71.1

資料來源: BIS Triennial Central Bank Survey 2013

值得注意的是，自中國大陸推行人民幣國際化以來，人民幣之交易量大幅上揚，未來是否成為國際儲備貨幣，值得關注，以下特就人民幣交易量成長之可能原因及未來可能發展，進一步加以探討。

(一) 人民幣交易量大幅成長

1. 根據 BIS 報告，人民幣成交量排名由 2010 年的第 17 位躍升至第 9 位，人民幣在全球外匯成交的比率由 0.9% 上升為 2.2%，2013 年每日平均交易量亦由 340 億美元擴增至 1,200 億美元，主要來自於跨境貿易。全球十大交易頻繁的貨幣排名(依交易比重%)如下:

單位:%

美元	歐元	日圓	英鎊	澳幣	瑞郎	加幣	披索	人民幣	紐幣
87	33.4	23.0	11.8	8.6	5.2	4.6	2.5	2.2	2.0

資料來源: BIS Triennial Central Bank Survey 2013

2. 若僅以美元對人民幣之交易量而言，則由 2010 年 310 億美元增加至 2013 年 1,130 億美元。
3. Western Union Business Solution 的調查指出，今年上半年，美國企業的人民幣支付量比去年同期成長近 90%，而且美國對大陸的貿易支付中，2013 年人民幣使用的量占 12%，高於 2012 年同期的 8.5%。

(二) 人民幣交易量成長因素

1. 中國大陸近年來鼓勵企業採用人民幣作為國際貿易的結算貨幣，離岸人民幣中心的設立蓬勃發展；香港率先成為離岸人民幣中心，新加坡、倫敦及台灣等陸續加入行列，中國大陸的貿易優勢地位有助於為跨境外匯交易增長。
2. 受到金融海嘯後美元貶值、人民幣走升的影響，越來越多的中國大陸出口業者傾向採用人民幣來報價與結算，以持有強勢貨幣。
3. 中國人民銀行近年放寬經濟和銀行業之限制門檻，及跨境投資鬆綁等政策，有助於加速推進人民幣更廣泛地被使用。

(三) 人民幣未來發展趨勢

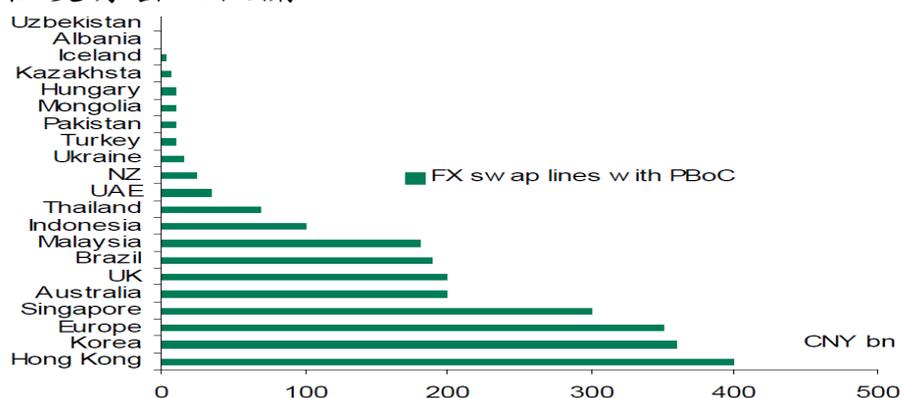
1. 目前人民幣交易量大幅成長主要來自於經常帳項目，惟於全球外匯市場中，資本流動才是推動外匯交易的主要力量。未來隨著大陸資本帳與人民幣自由兌換逐步開放，人民幣交易量將持續上揚。
2. 上海自貿區⁹最受矚目的改革就是市場的開放，包括資本帳開放與按負面列表方式管理外資投資；換言之，除了列入不可投

⁹ 根據中國自由貿易區服務網，「2013 年 8 月，國務院正式核准設立中國（上海）自由貿易試驗區，以上海外高橋保稅區為核心，輔之以機場保稅區和洋山港臨港新城，實行政府職能轉變、金融制度、貿易服務、外商投資和稅收政策等多項改革措施，並將大力推動上海市轉口、離岸業務的發展」。詳見 <http://www.ysoftpa.gov.cn/>

資項目的領域，絕大多數跨國企業可望在自貿區內自由投資，且當其進行跨境貿易時，將可自由兌換人民幣。

3. 香港是第一個離岸人民幣中心，隨後是新加坡與倫敦等城市。中國大陸國務院總理李克強宣示推動與東協的升級版自貿區，包括新一輪服務貿易談判與投資領域的實質性開放¹⁰，這將使新加坡離岸人民幣中心的業務發展趨於穩固。

人民幣國際化腳步快速，目前除多國已經與其簽訂人民幣換匯協議以增加人民幣流動性外(如下圖)¹¹，亦有部分國家之外匯存底握有人民幣資產，未來其發展有待其經濟持續發展與資本帳開放程度有密切攸關。



Sources: PBoC, HKMA, various central banks, Credit Agricole CIB

資料來源: Credit Agricole Corporate & Investment Bank

肆、日本量化寬鬆政策

自金融海嘯發生以來，日本採取多項措施因應，尤其自安倍晉三當選自民黨總裁後，提出日圓貶值、寬鬆的財政與貨幣政策等主張，內容包括「積極的財政政策」、「大膽的寬鬆貨幣政策」

¹⁰ 2013年10月9日國務院總理李克強在斯里巴加灣市出席第16次中國—東盟(10+1)領導人會議並發表演講，會議中提出在兩點政治共識基礎上，就今後十年中國—東盟寬領域、深層次、高水準、全方位合作框架提出七個領域的建議。

¹¹ Frances Cheung, "Offshore RMB", Paris, France, October 2013

及「吸引企業投資之成長策略」，被稱為安倍經濟學(Abenomics)或安倍三支箭，為日本經濟復甦帶來一絲希望¹²。

一、財政與貨幣政策

(一) 資產購買計畫

1. 自 2010 年 10 月起，日本央行多次增加「資產買入計畫(asset purchase program)」規模，單 2012 年就有 5 次擴大資產買入規模，直到該年底自民黨勝選後，日圓相對美元方開始呈現顯著貶值趨勢，日圓大幅貶值亦造成鄰近貿易競爭國如南韓之強烈關注¹³。
2. 日本央行 2013 年 1 月之貨幣政策會議決議，將通膨目標由原本的 1%提高至 2%，期以擺脫長期通貨緊縮問題，為達此目標，自 2014 年 1 月起進行無限期買入資產操作 (open-ended asset purchasing)，即無期限每月買入 13 兆日圓資產，資產包括日圓長期公債、國庫券及其他資產¹⁴。

(二) 財政刺激

2013 年 1 月安倍內閣提出「緊急經濟對策」，規模達 20.2 兆日圓，此乃繼 2009 年 4 月全球金融危機時推出 56.8 兆日圓之「經濟危機對策」後，再度推出較大規模之財政刺激方案。「緊急經濟對策」目標主要為 2011 年 311 海嘯災後重建與防災、支援產業成長，以及安定民生與活絡區域經濟等，可望促進 GDP 成長及創造就業機會。

¹² 中央銀行新聞稿，“美、日量化寬鬆政策”，102 年 1 月 29 日

¹³ 中央銀行新聞稿，“近期日圓貶值之成因與影響分析”，102 年 1 月 29 日

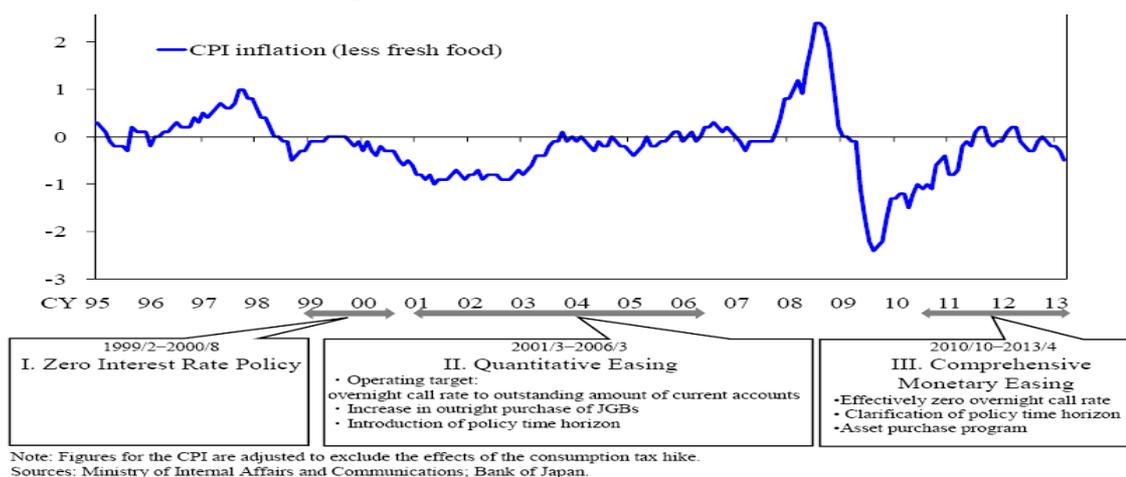
¹⁴ 其他資產包括商業本票(CP)、公司債、指數股票型證券投資信託基金 (ETFs) 及不動產投資信託基金 (REITs) 等。

二、質量兼備之貨幣寬鬆政策

日本央行於 2013 年 4 月公布質量兼備之貨幣寬鬆政策 (quantitative and qualitative monetary easing, QQE)，備受國際矚目。日本央行企劃局副局長北原道夫專程於研討會中，簡報質量兼備貨幣寬鬆政策之內容與成效¹⁵。

(一) 長期通縮問題

1. 日本長期被通貨緊縮困擾，日本央行過去不斷提出因應之道，卻無法有效解決通縮問題，如 1999 年 2 月至 2000 年 8 月時期實施零利率政策，2001 年 3 月至 2006 年 3 月期間實施量化寬鬆政策，2010 年 10 月至 2013 年 4 月時期進行全面性之貨幣寬鬆政策，除隔夜拆款有效利率為零外，並啟動資產買入計畫 (asset purchase program) 等。
2. 然而日本通膨指數(CPI)除 1996~1998 年以及 2007 年底至 2009 年初高於零外，其餘大部分期間均呈現通縮現象，截至 2013 年初，CPI 仍未見起色(如下圖)。

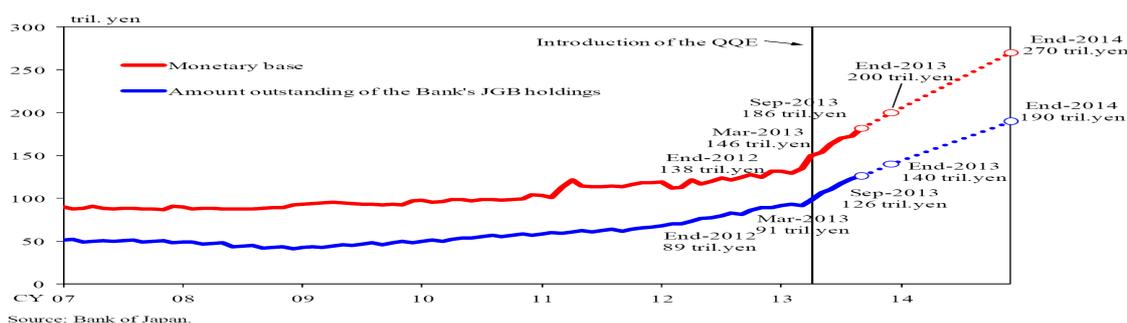


資料來源: Bank of Japan

¹⁵ Michio Kitahara, "BOJ Quantitative and Qualitative Monetary Easing", Paris, France, October 2013

(二) QQE 政策措施

1. 所謂的質量兼備貨幣寬鬆政策，乃希望在 2 年內達到通膨目標 2%，貨幣基數(monetary base)擴大 2 倍，將原定於 2014 年啟動的無限期買入資產操作提前於 2013 年 4 月開始實施，並擴大購買所有年限種類政府公債(JGB)，包括 40 年期，以及所購買 JGB 之平均年限擴充超過目前之 2 倍，即將所持債券平均到期年限由三年延長至七年。
2. 預計於 2014 年底日本央行持有之 JGB 將由 2013 年 3 月之 91 兆日圓增加至 190 兆日圓，貨幣基數則由 146 兆日圓增加至 270 兆日圓(如下圖)。

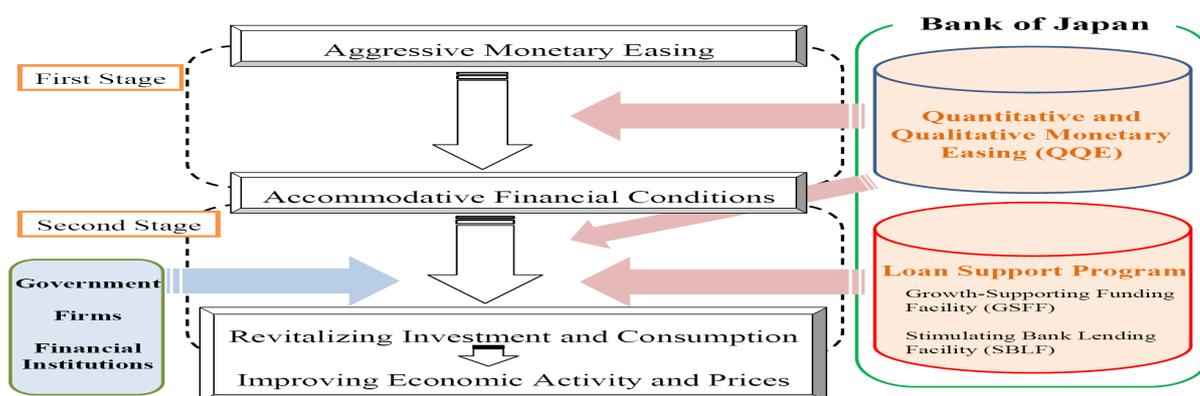


資料來源: Bank of Japan

3. 透過利率政策、購入資產及改變預期等管道，改善產出缺口並提高通膨預期，進而解決通縮困境，長期利率主要由短期利率和風險貼水(risk premium)組成，就影響長天期利率之因素來看，日本央行之購債計畫雖將使得風險貼水下降，可能使得長期利率下降，然而，經濟狀況改善與提高通膨預期將有助於短期利率上揚，加上美國利率走高及波動度擴大將使得風險貼水增加，終將造成日本長天期利率上升。
4. 日本央行之寬鬆貨幣政策主要分兩層面進行：
 - (1) 第一階段面藉由總體貨幣寬鬆政策，由日本央行擴大通膨目

標至 2%，進行無限期之買入資產操作，不僅在量方面擴大購債金額與規模，並在質方面買入資產不限政府公債或國庫券，且拓展至風險性較高資產(如 ETFs 及 J-REITs)，希望藉此建立市場對投資金融資產信心、擴大貨幣基數與改善通縮問題。

- (2) 第二階段則透過「支持成長融資機制」(growth-supporting funding facility) 和「刺激銀行貸放機制」(stimulating bank lending facility)，由政府、企業及金融機構共同參與，期望藉由資助銀行貸款給企業，使其能有足夠資金擴大投資與產業升級，進而促進民間消費，重振經濟活動與資產價格提升，達到通膨提高之貨幣政策目標(如下圖)。



資料來源: Bank of Japan

(三) QQE 成效

1. 至於其成效與金融市場反應如何，首先造成日圓匯率大幅度貶值，倘若日圓若持續貶值，將有助於提升其出口成長，近年因亞洲經濟成長較歐美佳，國際熱錢流入，日圓成為避險工具，安倍晉三上任前日圓均呈現升值趨勢，對其出口不利。
2. 另外不論長期或短期貸款利率，2013 年平均降至 1% 以下，銀行放款金額持續增加，其中以大型企業增加較快，小型企業放

款年增率開始轉正，企業固定投資金額與機械訂單亦增加，在QQE宣布之後，儘管歐美利率2013年第3季開始走高，日本10年期公債利率則反向走低。

3. 根據IMF金融穩定報告¹⁶，截至2013年第3季度止，2013年日經225指數整體而言呈現攀升趨勢，顯示市場對其未來企業獲利具有信心；另通膨預期仍舊盤整，實質GDP則有較顯著成長(如下圖)。



資料來源: *Global Financial Stability Report 2013*, IMF

伍、歐洲財政改革措施

歐債危機之產生主要與各國財政赤字問題攸關，財政改革乃是基礎財政措施的根本改變，期以實現財政盈餘，儘管財政調整過程中可能會抑制需求，惟改革措施將帶來更多的財政收入與增長，進而提升經濟成長，Credit Agricole 特別邀請主要部分歐元區國家，就其目前之財政改革加以說明。

一、法國財政改革

此次研討會邀請法國財政部國庫署(Agence France Trésor -

¹⁶ Paul Mills, "IMF Global Financial Stability Report – Transition Challenges to Stability", Paris, France, October 2013

AFT)副署長 Ms. Maya Atig 講述法國財政改革及發行公債部分¹⁷，重點如下：

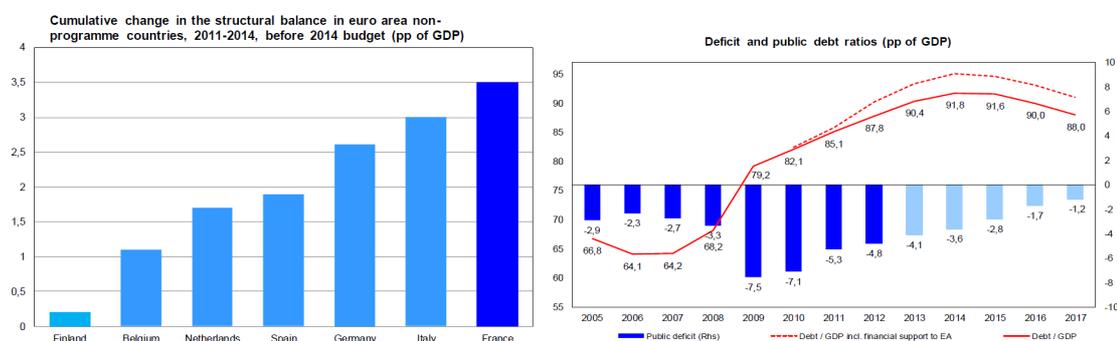
(一) 近期經濟概況

1. 法國經濟在歐洲表現相對穩定，2013 年第 2 季經濟成長為 0.5%，優於市場預期，預計於 2013 年底 GDP 成長達 2008 年金融海嘯發生前之水準。
2. 未來經濟成長風險受限於新興市場經濟下滑，石油價格上漲以及 QE 退場時機之不確定性等因素；而歐元貶值，英、美國經濟復甦迅速及家計與企業擴大支出等則有助於推動法國經濟成長動能。

(二) 財政緊縮措施

法國政府藉由嚴格控管公共支出成長幅度，期於 2016 年達到結構性的財政收支平衡。

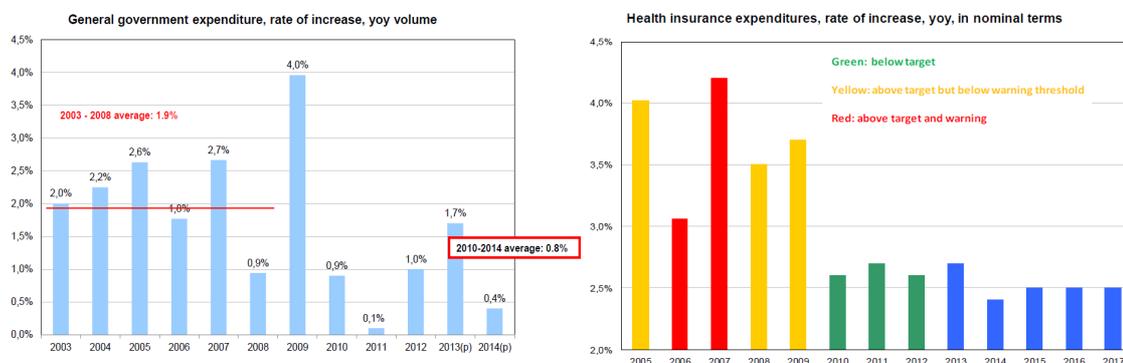
1. 自 2011 年以來，法國之財政緊縮調整幅度占 GDP 3.5%，高於義大利 3%及德國之 2.6%(如下圖)，預估 2013 年公共債務/GDP 比率為 90.4%，2014 年雖將持續攀升到 91.8%，但 2015 年將開始下降至 91.6%，並將持續下降，公共債務成長將得以控制。



資料來源: AFT, 歐盟, July 2013 Report on Public Finances in EMU, 2014 France Budget Bill

¹⁷ Maya Atig, "French Government Debt Management", Paris, France, October 2013

- 此外，政府支出年增率將由 2013 年之 1.7% 下降至 2014 年之 0.4%。2009 年以前健保支出成長率多在 3.5% 以上，但 2010 年以後已下降並維持在 2.5% 左右，顯示政府支出已限縮。



資料來源: AFT, INSEE, MINEFI, General Government Expenditure

- 法國貿易赤字 80% 來自於能源進口，2012 整年該赤字減少 70 億歐元，截至 2013 年 8 月止，已累積減少 68 億歐元，將進一步改善貿易赤字。

(三) 結構性勞工改革

法國政府執行大幅結構性勞工改革計劃，目標在於恢復經濟競爭力，除勞工市場改革外，新的退休金制度亦已通過立法，在 2014 年第一季底前，將對失業給付及職業訓練制度進行改革。

- 自 2008 年開始，平均退休年齡逐漸攀升，2011 年開始已突破 62 歲，退休年齡有延長之趨勢；2013 年 10 月 15 日通過之退休改革法案，內容主要將符合領取全額退休金之服務年限由 41 年調整為 43 年，且即日起逐年提高員工與雇主之退休金提撥率至 2017 年，該項法案適用於公部門及私部門之退休金。
- 2012 年 12 月預算法案所通過之改善措施中，包括為期兩年共 200 億歐元之企業薪資補助款(每年 100 億歐元)，約當減少企

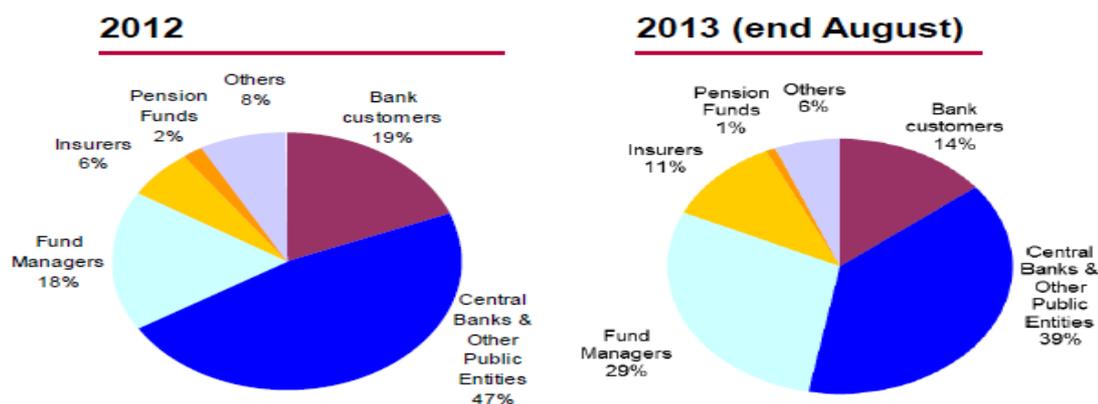
業 4%至 6%之勞工成本，將有助於政府對公司盈餘之稅收提高；此外，對中小企業提供資金協助，預計 2013 年整年融資金額將達 10 億歐元。

3. 2013 年 6 月 14 日勞資雙方同意並制定法案，對勞工市場進行一系列改革，重點在於增加勞工工時與薪資彈性與企業競爭力，並對失業補助加以保障，降低勞資對立情形。

(四) 財政部發行公債概況

法國公債相對於其他歐債危機國家之主權債券而言，具有高國家主權評等、高流動性及較高收益率等特色，並擁有廣大與多樣化之投資群。

1. 根據法國財政部統計，法國公債發行之平均年限為 7 年，目前流通在外之長期債券(OAT)金額為 1 兆 500 億歐元，中期債券(BTAN)為 2,150 億歐元，短期債券(BTF)則為 1,810 億歐元，分別占總發債金額之 72.8%、14.8%及 12.4%。
2. 根據歐洲主要經紀商資料，淨購買法國公債之投資人當中，2012 年亞洲及中東地區占 50%，歐元區則占 32%，整體而言，央行或公共事業體占 47%；而截至 2013 年 8 月底止，亞洲及中東地區下降至 17%、歐元區則提高至 51%，央行或公共事業體則降為 39%(如下圖)，顯示亞洲及中東地區央行或公共事業體對歐債降低持有之現象。



資料來源: AFT, *European Harmonised Report from Primary Dealers*

- 截至 2013 年第 3 季為止，法國與德國 10 年期公債殖利率之利差目前縮小為 52 基點，離歐債危機發生前約在 20~40 基點範圍不遠(兩者利差最高於 2011 年底達 180 基點)，兩者公債殖利率之相關係數於 2013 年 8 月至今高達 0.82 以上，顯示法國公債有回穩現象，且相較於德國公債又有較高收益率。

二、西班牙財政改革

西班牙之經濟政策有三個支柱，分別為致力於合理的公共融資，經由資本重整與清理壞帳方式以確保金融市場健全，以及藉由結構性改革來促進經濟成長與生產競爭力。

(一) 結構性失衡已趨於平衡

- 政府於 2012 年開始加速進行財政改革，政府支出減少，其成長由 2012 年-4.8%降為 2013 年之-2.9%；私部門債務亦減少，去槓桿化持續進行。家計及企業債務合計占 GDP 比率由 2011 年之 224.1%降至 2013 年第 1 季之 209.4%。
- 出口強勁復甦使得經常帳開始產生盈餘，由 2011 年之-3.8%上升為 2013 年之 1.3%。GDP 成長由 2012 年-1.6%上升至 2013 年預估之-1.3%，2014 年則將為 0.7%(如下表)。

Macroeconomic scenario <i>(Year-on-year growth rates in percent)</i>	2012	2013 (f)	2014 (f)
Private consumption	-2.8	-2.6	0.2
Government consumption	-4.8	-2.3	-2.9
Gross Fixed Capital Formation	-7.0	-6.1	0.2
National Demand*	-4.1	-3.2	-0.4
Exports of goods and services	2.1	5.7	5.5
Imports of goods and services	-5.7	-0.3	2.4
External demand*	2.5	1.9	1.2
Gross Domestic Product	-1.6	-1.3	0.7

資料來源: Spanish Treasury, [Ministerio de Economía y Competitividad, National Statistics Institute](#).

3. 政府藉由控制赤字擴張方式，逐步調整公部門融資，政府赤字(金融業除外)占 GDP 比率由 2011 年之 8.96% 降至 2013 年第 2 季之 3.58%；此外，單位勞動成本降低，使得出口競爭力提升，第 2 季及第 3 季失業人口持續下降，增加就業機會。

(二) 公部門調整

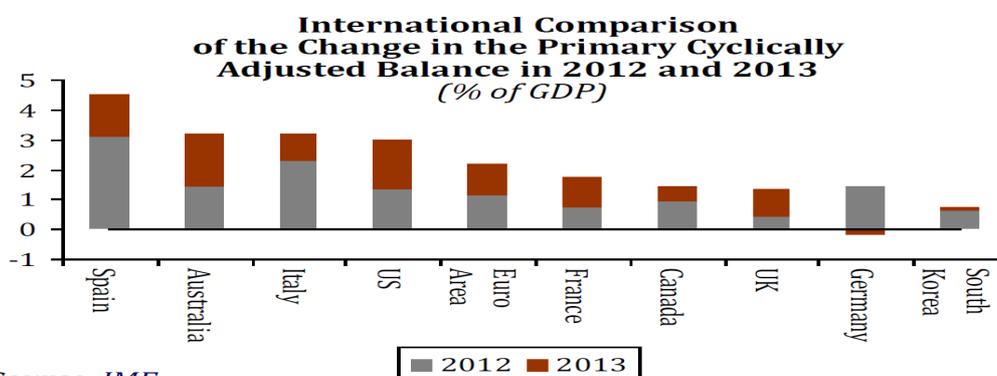
1. 訂定法案揭示公部門舉債情況以加強透明化，並要求地方政府審核花費之優先順序。
2. 加強稅務稽查以避免逃漏稅，調整直接稅與間接稅之稅率，全面檢討現行稅務法規，以追求稅務公平與獎勵。
3. 基於預算平衡法案及財政監理規範，2012 年制定兩項新的融資基金，基於每年度政府預算目標而逐年調整，以平衡預算支出：
 - (1) 支付供應商欠款融資基金(Fund for financing payments for suppliers, FFPP)：2012 年對供應商提供資金流動性，金額最高達 300 億歐元，2013 年再將此金額提高 82 歐元。
 - (2) 地方政府流動性機制 Regional Governmental Liquidity Fund (FLA)：目的使得公共債務集中且得以控制，提供地方資金應用彈性，以確保其財政遵照嚴格的監理並達到財務平衡。
 - (3) 此兩項融資來源乃由財政部於 2012 年及 2013 年分別發行

166 與 230 億歐元債務支應，均受到嚴格的財政與預算上限之控管。

4. 預算赤字占 GDP 比率已連續兩年低於 3%，結構性赤字將於 2016 年達到平衡。

(1) 國家改革計畫於 2012 年開始進行，經濟成長高於預估部份將用來減少赤字。

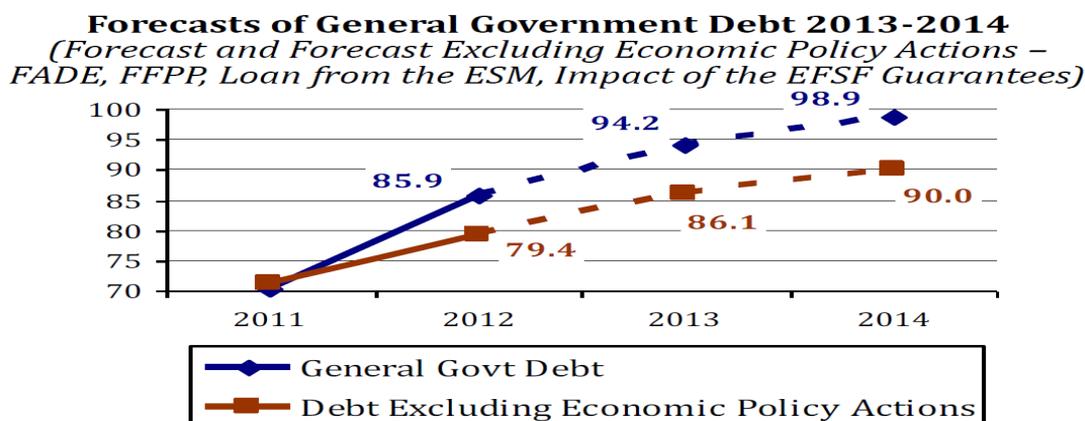
(2) 根據 IMF 資料顯示，其財政調整於 2012 及 2013 年高於大部份 G20 國家(如下圖)。



Source: [IME](#)

資料來源: Spanish Treasury

(3) 倘若去除來自於 FFPP、EFSF 及 ESM 等經濟政策行動之貸款，債務占 GDP 比率於 2013 年底預估將為 91.2%，而 2014 年底則將降為 90%。



Source: [IGAE](#).

資料來源: Spanish Treasury

(4) 公共債務近年來持續減少，惟若產生經濟衰退情況時，刪減赤字情形將會暫時停止，政府收入於 2014 年將達 1.7%，非金融支出成長則限縮為 2.7% 以內，預計政府支出每年將減少 175 億歐元。

(三) 銀行業重整

1. IMF 評估目前西班牙之金融業有 70% 尚屬健全且不需要額外之資金援助。

(1) 資本需求集中於西班牙政府成立之「有序重組基金」(Fund for Orderly Bank Restructuring, FROB) 下之 4 家國有銀行，分別為 BFA-Bankia, Catalunya Bank, NCG Banco, Banco de Valencia，占銀行體系之 18%，所需資本挹注共 370 億歐元；另經核准之 4 家民間銀行資本重整計劃，將需挹注資金約 17 億歐元。

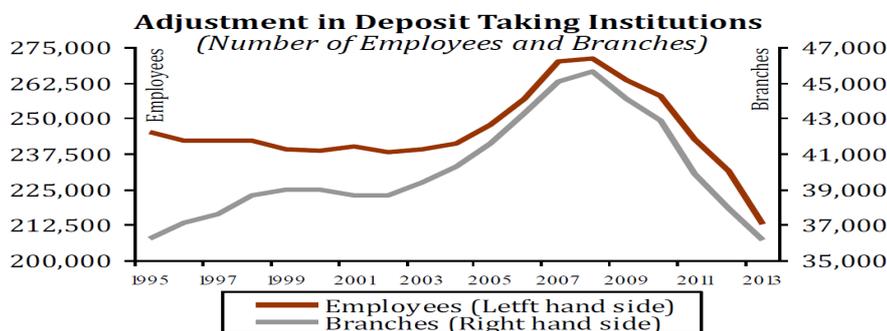
(2) 此外，主要負責重整國有銀行資產之資產管理公司(Company for the Management of Assets proceeding from Restructuring of the Banking System, SAREB) 已取得 505 億歐元之抵押資產以確保債權；西班牙銀行採用較嚴格之放款規定並要求抵押資產提供予 SAREB，以增加其債務損失承受度。

(3) 國有銀行在接受有序重組基金(FROB)之資本重整及債務抵押資產權移轉至資產管理公司(SAREB)之後，西班牙銀行之資本適足率已大幅提升。

2. 目前銀行所需由歐洲穩定機制 (European Stability Mechanism, ESM) 資助之金額為 413 億歐元，低於西班牙 GDP 之 4%。

3. 金融業方面則進行重整減縮，可吸收存款之分行由 2011 年

39,843 家下降為 2013 年第 2 季之 36,115 家，同期間其員工人數則由 2.43 降至 2.13 百萬人(如下圖)。



Source: [Bank of Spain](#).

資料來源: Spanish Treasury

- (1) 資本重整後，銀行規模已大幅縮減，並且立法改善、強化和畫清商業銀行與儲蓄銀行之管理架構。
 - (2) 加強所有金融機構之資訊揭露，包括再融資、債務重整、資產品質與放款集中度等。
4. 金融改革有助於西班牙經濟恢復動能，改善金融體系信心，並降低銀行借款成本，資產負債表重整將加速銀行去槓桿化過程，並提供資本與流動性以增加企業放款，促進經濟成長。

(四) 勞工市場改革

1. **退休制度改革**：2013 年 3 月修改退休金制度以確保長期退休金發放之持續性，專家進一步建議將退休金與通膨脫鉤，而與預期壽命和每年整體退休基金之收入與支出等因素連結。
2. **勞工市場改革**：主要針對限制西班牙勞工競爭力之結構性失衡因素，如高失業率、高勞工週轉率及薪資過度波動等。
 - (1) **適度薪資調整與加強勞工彈性**：協調勞資雙方之需求，薪資調整模型與經濟成長攸關，勞工契約訂定合理化。
 - (2) **企業解僱與經濟成長結合**：勞工應以專業技能區分，大幅改善勞工工作環境，工時縮減或放無薪假應視企業財務狀況與

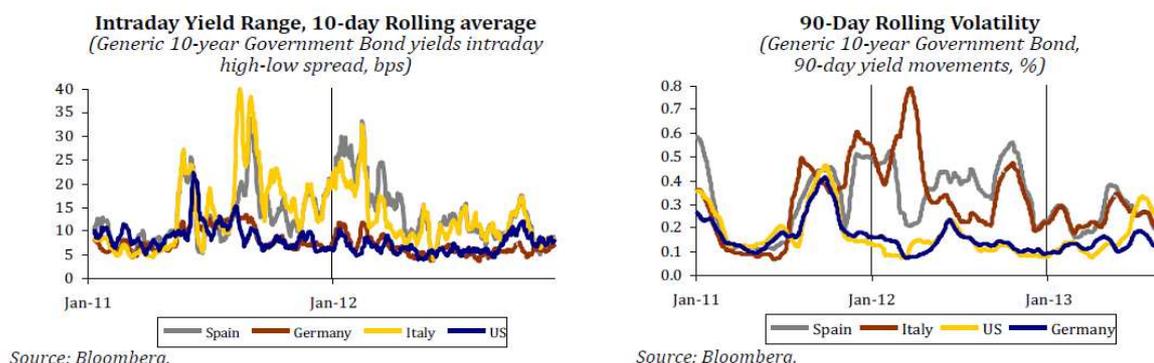
生產力而定。

- (3) 資遣費用調整：由最低 45 天/最高 42 個月調降至最低 33 天/最高 24 個月，並明確規範對怠工解僱或解聘之條件，以釐清和避免勞資爭端。
- (4) 小型企業之稅務優惠：尤其是僱用年輕雇員，並加強職能訓練與在職進修；此外，增加臨時工契約彈性，允許加班時數延長。
- (5) 追蹤與檢討：每年追蹤與勞工相關之指數並加以檢討，創造良好僱用文化以符合雇主與員工需求，並優先對受創最深之產業進行評估與改善，使政府之補助資金分配得以最佳化。

(五) 財政部發債概況

1. 中央政府債務至 2013 年底將為 7,597 億歐元。截至 2013 年 10 月 16 日為止，財政部當年中長期融資共 1,093 億歐元，占其法定發行上限 1,213 億歐元之 90.1%；若包括國庫券(T-Bills)，財政部當年發債將共計 1,912 億歐元。
2. 相較於 2012 年，財政部為管理其債務平均到期年限，2013 年長天期債券之發行次數改較為頻繁，中長天期債券之平均年限多在 7 年以上。
3. 由於發債策略得宜與歐債市況轉佳，整體債務平均成本則由 2012 年 3.89% 降至 2013 年之 3.8%，平均流通在外之債務年限則持穩在 6.27 年。
4. 非居民投資西班牙中長期債券之情況已漸回穩，截至 2013 年 7 月底為止，投資金額高達 2,283 億歐元，2012 年持有金額最高曾高達 2,309 億歐元，主因係與利差縮小及利率日波動度降低

有關。10 年期公債之波動度已趨近於德國與美國公債(如下圖)，而利率長期波動平穩將有助於加強投資者信心。



資料來源:Spanish Treasury

三、葡萄牙財政改革

葡萄牙經濟體質在歐元區本屬疲弱，在歐債危機發生後亦出現主權債務危機，無力償還貸款，故於 2011 年 4 月向歐盟求援，歐盟及 IMF 同意該國 780 億歐元紓困案，但條件為必須執行「經濟重整計畫」(economic adjustment program)並每季定期接受由歐盟、歐洲央行及 IMF 等組成之團隊，檢視重整計畫實施成效，作為後續紓困貸款撥付之重要參考。

葡萄牙於 2011 年 5 月於布魯塞爾舉行之歐盟經濟財政部長會議通過協議，簽署備忘錄，接受經濟重整計畫，內容包括促進成長及就業、採取財政措施來降低政府赤字和負債，以及確保國家金融機構穩定等措施。

葡萄牙財政部官員 Cristina Casalinho 於研討會中就經濟重整計畫執行之第 8 次及第 9 次季評估與 2014 年展望加以說明¹⁸。

(一) 財政改革目標

1. 持續降低債務：政府負債占 GDP 比率應有序下降，債務占 GDP

¹⁸ Cristina Casalinho, "Notes from the 8th and 9th Reviews of the Economic Adjustment Program", Paris, France, October 2013

比率則由 2013 年起開始下降。

2. **金融穩定**：要求銀行必須增加流動性和償付能力，強化銀行監理和管制架構等。
3. **結構性勞工改革**：目的在於創造勞工就業與增加其競爭力。

(二) 財政重整效果檢視

歐盟及 IMF 每季對葡萄牙之經濟重整計畫成效進行評估，其於 2013 年 10 月 3 日針對第 9 次評估表示「由於政府當局決心達成重整計畫之目標，使得一切計畫進行正常」。

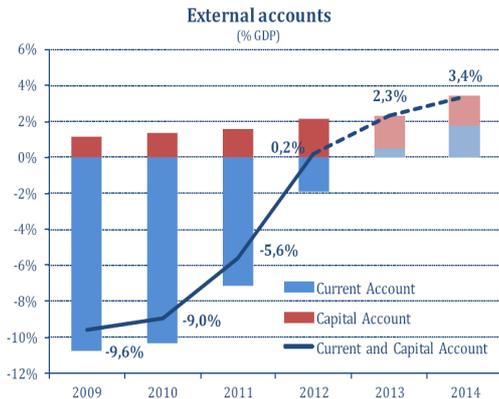
1. 2013 年底之財政重整大致符合目標，2013 年 GDP 成長由-2.3% 上修至-1.8%，預計 2014 年將有+0.8% 成長，經常帳赤字由 2010 年之 10.4% 降至 2012 之 1.9%，2013 年將有+0.5% 盈餘，2014 年可望為+1.8%，主因係私人消費及外部需求增加(如下圖)。



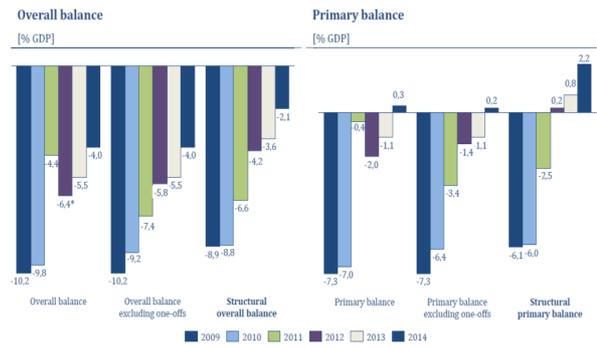
Source: Statistics Portugal

資料來源: Portugal Ministry of Finance

2. 結合總體經濟改善與結構性改革措施，2013 年出口連續 3 季度呈現成長，顯示其競爭力已提升，失業率方面，2013 年及 2014 年將低於先前預估的 18.2% 及 18.5%，預計將分別為 17.4% 及 17.7%。
3. 赤字目標維持在 2013 年之 5.5% 及 2014 年之 4.0%，債務水準仍在可控制範圍以內，政府赤字占 GDP 比率由 2010 年之 6.0% 降至 2012 之 0.2%，2013 年預計將會進一步改善(如下圖)。



Source: Statistics Portugal and Ministry of Finance.



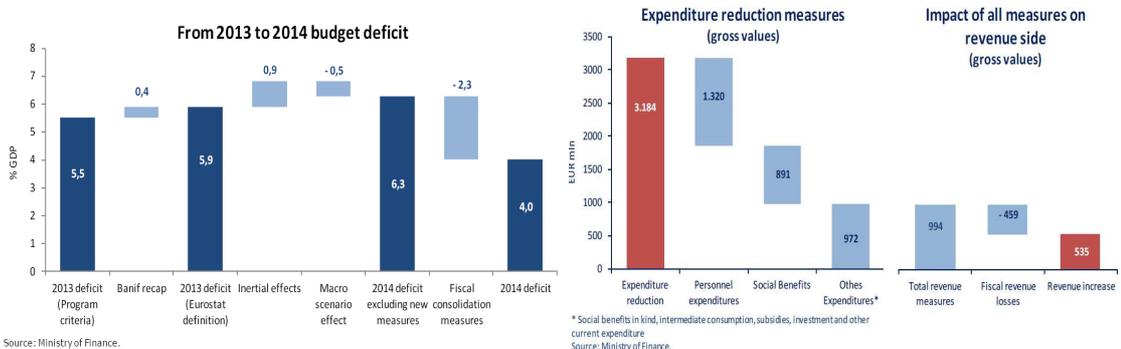
Source: Ministry of Finance, 7th review.

資料來源: Portugal Ministry of Finance

4. 至於 2014 年是否達到赤字目標仍須經由「公共支出審查」(public expenditure review)，其主要目標乃在維持財政目標前提下，提高競爭力及達成中期財政平衡。

(三) 2014 年預算計畫¹⁹

1. 承如先前所述，歐盟及 IMF 訂定之赤字目標由 2013 年之 5.5% 降至 2014 年之 4.0%，2014 年預算調整將節省超過 39 億歐元支出，占 GDP 之 2.3%，其中約有 80%(32 億歐元)來自於刪減公共支出，主要分三大類，分別為員工薪資(13 億歐元)、社會福利(9 億)以及其他措施如健保及國防支出(約 10 億歐元)(如下圖)。自 2009 年赤字高峰以來，主要結構型赤字已下降 6.6%，預估 2014 年降會再降低 1%。



資料來源: Portugal Ministry of Finance

¹⁹ Cristina Casalinho, "Notes from the 2014 Budget", Paris, France, October 2013

2. 為促進企業投資，2014 年將實施多項獎勵條例，調降公司稅由 25% 至 23%(目標將稅率持續調降至 2016 年之 17%-19%)，鼓勵中小企業獲利之再投資，其最多可用來抵減稅前收益之 10%，且投資於歐盟區以外地區則可免除重複課稅(double taxation)。此外，增值稅採現金基礎，即在中小企業收到客戶現金款項後，才予以課稅。
3. 2014 年度之借款需求約有 60% 可由現金部位(70 億歐元)及歐盟及 IMF 之貸款(78 億歐元)支應，此外估計仍將需額外融資 107 億歐元，主要透過一般發債程序進行舉債，另有其他針對國內投資者發行之融資工具，以提升居民之家計儲蓄。

綜上，歐債危機爆發至今，歐洲各國執行不同程度之財政緊縮政策，積極調整其國內經濟結構性問題，避免公部門或私部門財務再度擴張過度，其過程不易且耗費社會成本高，目前仍未完全脫離歐債危機谷底，而歐洲央行採取新的長期再融資操作(LTRO)將有助於緩解金融市場流動性與建立信心，在經歷結構性調整後，將有助於其經濟體質更加健全並恢復成長動能，可望成為較佳之外匯存底投資標的。

陸、結語與建議

全球經濟景氣因美國房市、資本支出及勞工市場之改善而逐漸好轉，已開發國家需求上升有助於新興國家出口，進而刺激新興國家國內投資與 GDP 成長。然而，新興國家經濟體質不一，未來歐美經濟持續復甦以及量化寬鬆退場時，資金撤離並回流歐美資本市場時，將對體質較弱之國家造成衝擊，因此投資新興國

家，需特別注意其經常帳盈餘及國際收支項目表現。

2013 年下半年歐洲周邊國家經濟呈現成長，淨出口仍然是成長之主要動能，內需則將緩慢復甦；外部因素主要受惠於美國、英國及中國大陸較佳之經濟數據，內部因素則因財政赤字問題逐漸退去及歐洲央行貨幣政策之調節，私部門與公部門之去槓桿化過程雖將使得國內需求降低，惟此影響已漸退去，反觀消費者信心增加及勞工市場改善，將有助於提振私人消費；因此，整體而言，歐洲經濟已逐漸步入正軌，儘管如此，並未代表歐元區國家已經脫離險境，目前各國之財政改革步調不一，是否在不同之執政黨領導下，能持續貫徹既定政策，仍有待觀察。

新興國家與已開發國家金融市場之關係密切，尤其在外匯與利率市場上，與美國 Fed 量化寬鬆之貨幣政策相關性頗高。自 2013 年 6 月起，Fed 不斷釋放出購債規模可能縮減，外資開始撤出經濟基本面較弱之新興國家，尤其經常帳赤字及需要大量短期外部融資國家將受創最深；為降低外資撤離帶來國內金融市場震盪之情況發生，首先在出口方面應採分散風險方式進行，即應拓展歐美以外之市場；此外，金融機構應充實資本適足率，健全資本體質以避免受短期資金波動而有流動性危機。

自從金融海嘯發生以來，歐美日等國家相繼採取量化寬鬆政策，造成美元、歐元甚至近年來日元之貶值，各國央行為收益考量，分別改變資產之幣別配置，以緩衝因總體經濟失衡所帶來之損失；然而，外匯存底之投資面仍臨諸多課題，包括如何在低利率環境增加收益，及如何替換所謂低收益率之「安全性資產」，如何控管風險、配置資產與增加收益，仍視總體經濟環境變遷而定。

未來量化寬鬆終止後，金融資產表現將重新洗牌，安全性資產與風險性資產未來價格波動度亦將有所改變；因此，在資產配置上，除分散風險以外，應儘早計畫長期佈局，防範未然。

中國大陸近年推行人民幣國際化，人民幣之交易量大幅上揚，其成交量排名由 2010 年之第 17 位躍升至 2013 年第 9 位，人民幣在全球外匯成交的比率由 0.9% 上升為 2.2%，目前主要交易量與貿易結算有關，倘若未來人民幣國際化腳步加速，是否可望成為主要國際儲備貨幣，與其經濟成長是否持續與資本帳開放程度有關，值得密切關注。至於中國大陸境內人民幣資產之投資，則應注意其系統性風險，2013 年大陸銀行多次出現短期資金流動性問題，因此，在放款與投資方面應注意其基本面與資金流動性之健全。

日本面臨問題與歐美國家不同，主要期望擺脫長期通縮困境，自安倍晉三當選自民黨總裁後，提出日圓貶值、寬鬆的財政與貨幣政策等主張，日本央行於 2013 年 1 月將通膨目標由原本的 1% 提高至 2%，並進行無限期之買入資產操作；2013 年 4 月日本央行宣布質量兼備貨幣寬鬆政策，希望在 2 年內達到通膨目標 2% 並將貨幣基數擴大 2 倍，而所購買政府公債(JGB)之平均年限將擴充為目前之 2 倍，透過利率政策、購入資產組合及預期之管道，改善產出缺口並提高通膨預期，進而擺脫通縮困境，從 2013 年第 3 季經濟數據看來，大致上成效頗佳，惟該政策是否奏效，仍有待較長時間觀察，目前其通縮問題仍未緩解，在日圓持續走貶情況下，應注意其他貿易競爭國之對應措施是否抵銷其成效。

歐債危機主要與各國財政赤字問題攸關，財政改革目標在於

刪減赤字並實現財政盈餘，儘管財政調整過程中可能會抑制需求，惟改革措施將帶來更多的財政收入與增長。檢視法國、西班牙及葡萄牙之財政改革，目前其進行不同程度的赤字減縮措施，藉由嚴格控管公共支出成長幅度，以達到結構性的財政收支平衡，並進行結構性勞工改革計劃，目標在於恢復經濟競爭力。

歐債主權債務問題國家，在執行財政緊縮政策、調整其國內經濟結構性問題過程中，造成相當程度的社會抗爭與耗費社會成本，目前仍未完全脫離歐債危機谷底，雖然歐洲央行新的長期再融資操作(LTRO)將有助於緩解金融市場流動性與建立信心，且在經歷結構性調整後，其經濟體質可望更加健全，然而，歐元區問題除各國自身財政與競爭力問題以外，整體財政政策之整合與政治之分歧仍在，在其朝向單一銀行監理機構與財政聯盟之際，如何取得相互平衡與妥協，仍有待進一步考驗，因此在投資歐債時，除個別國家之財政與經濟考量外，亦應注意整體歐元區之政策發展。

* 以上所載內容由本人自負文責，不代表服務機關發表之意見