

出國報告（出國類別：其他）

參加花旗銀行舉辦之  
「2014年第11屆亞太投資人研討會」  
心得報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：單家禎（四等專員）

派赴國家：中國大陸/香港

出國期間：103年1月15日至17日

報告日期：103年4月1日



# 目 錄

壹、前言.....	4
貳、全球經濟展望 .....	5
一、全球經濟將持續成長.....	5
二、財政緊縮對全球經濟之影響將開始減緩.....	5
三、貨幣政策仍會維持相當寬鬆.....	6
四、美國總經：2014 年可望達成 2.7%之經濟成長率.....	6
五、英國總經：全面復甦；	
日本總經：消費稅一役將決定安倍經濟學成敗.....	7
六、歐元區總經：經濟走出泥淖，但成長動能有限.....	8
七、新興國家：分歧擴大，部份國家將因 QE 退出而受傷.....	9
參、美國利率展望 ~ 中期來看，利率將往上移動.....	10
肆、中國大陸經濟與改革 .....	13
一、成長優先抑或改革優先.....	13
二、李克強指數.....	13
三、未來 5 年改革重點：允許較慢成長，但具備較佳結構.....	14

四、國企改革 .....	15
伍、安倍經濟學週年回顧 .....	16
一、安倍經濟學背景及回顧 .....	16
二、通膨展望 .....	17
三、BOJ 主導日債市場 .....	18
陸、心得及建議事項 .....	21

## 壹、前言

本次研討會共分為 3 天議程，第 1 天主要聚焦在全球經濟展望；第 2~3 天則是分析本(2014)年度股、債及原物料之行情；期間並搭配許多小型會議，邀請債券發行者與會，將其近況對與會之投資者提出說明。

另外，本次研討會中除邀請花旗集團之專家發表演說外，一度傳出接掌 Fed 呼聲甚高之前美國財政部長暨白宮首席經濟顧問桑默斯(Larry Summers)亦與會發表演說。桑默斯強調美國本年度在財政拖累減輕下，GDP 數字將上看 3% 以上，對美國前景相當看好，而其權威觀點有相當之參考性。

整個研討會涵蓋面向廣，安排相當緊湊及豐富，有助於與會者於最短時間內獲得本年度總體與投資之最新看法。參與會議者以亞太投資者居多，涵蓋官方及民間機構，總出席人數達數百人之譜。以下將研習課程中與業務性質較相關者，區分整理為 4 個部份，分別進行摘要介紹，最後一個部份則是心得及建議事項。

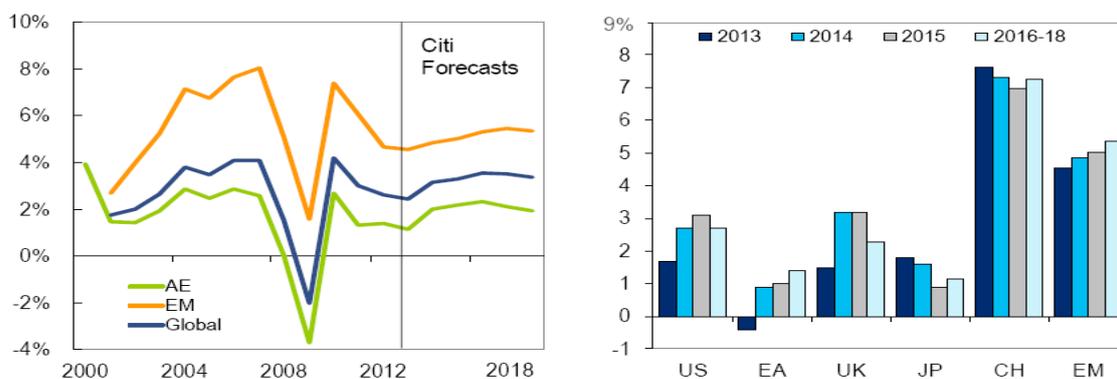
- (1) 全球經濟展望；
- (2) 美國利率展望；
- (3) 中國大陸經濟與改革；
- (4) 安倍經濟學週年回顧；
- (5) 心得及建議事項。

## 貳、 全球經濟展望

### 一、 全球經濟將持續成長

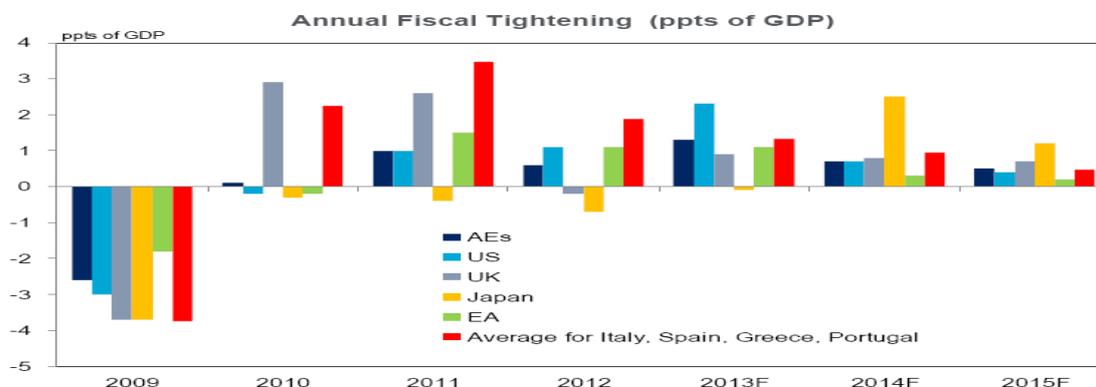
相較於 2013 年之全球 GDP 成長率 2.4%，預估 2014 年可增加至 3.1%，而 2015 年更可達 3.3%。其中先進國家之成長率將較往年提高(由 2013 年之 1.1%，提高至 2014 年之 2.0%)，但新興國家仍將貢獻全球成長率之 60% (見圖 1，2014 年成長率為 4.9%；2013 年為 4.6%)。

圖 1：全球 GDP 成長狀況 (AE：先進國家；EM：新興國家；EA：歐元區)



### 二、 財政緊縮對全球經濟之影響將開始減緩

圖 2：財政緊縮對各國經濟成長拖累狀況



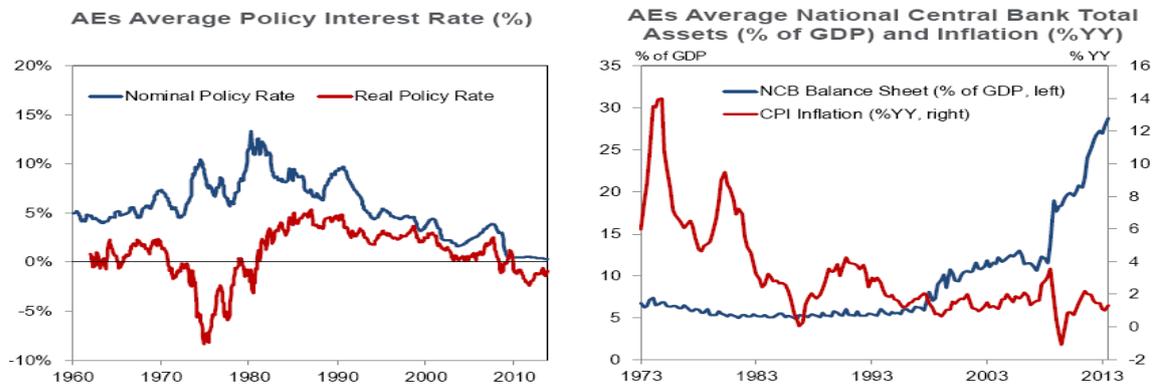
近年來先進國家皆面臨財政緊縮之壓力，最早由英國拉開序幕，接著是歐元區及美國，最後則輪到日本。在 2014 年，除日本外，前述國家之財政緊縮

壓力將可減緩(見圖 2)，對經濟成長將有明顯助益。

### 三、 貨幣政策仍會維持相當寬鬆

先進國家之貨幣政策雖然出現分歧，但整體而言在 2014 年仍會是相當寬鬆之狀況。圖 3 左之紅線顯示：ECB、Fed、BOE 及 BOJ 之平均實質政策利率目前仍為負值。圖 3 右之藍線則顯示：前述 4 個國家央行資產佔該國 GDP 比率之平均值仍處於上升狀況。

圖 3：先進國家之貨幣政策仍然寬鬆

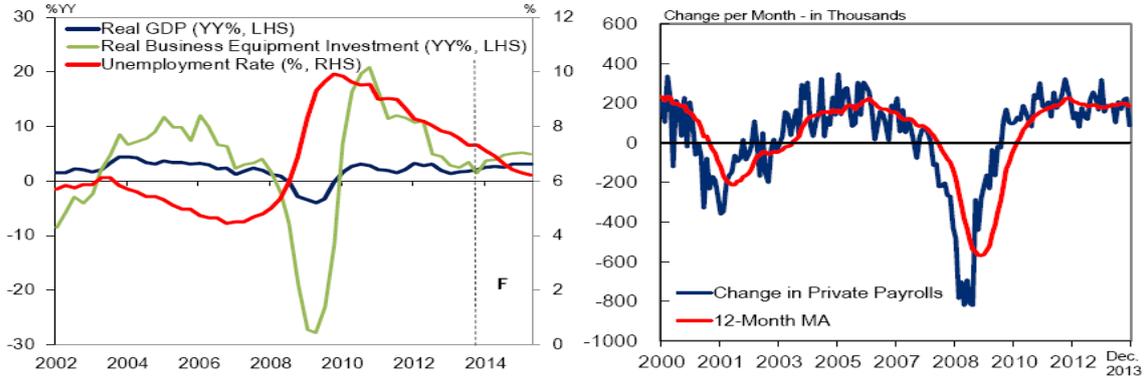


美國雖然在 2013 年底釋出縮減購債規模之訊息，但 Fed 資產負債表仍會在本年度維持擴張狀況；BOE 則是維持 QE 規模不變；而 BOJ 可望於本年度再加碼 QE 規模；至於 ECB 則是受到銀行償還部分 LTROs 之影響，其資產負債表是呈現下降狀況。

### 四、 美國總經：2014 年可望達成 2.7% 之經濟成長率

美國之房市、企業投資(圖 4 左)及私部門消費均已轉強，加上拖累 2013 年成長之財政緊縮因素不再；儘管上年度 12 月之新增非農就業人口不盡理想，但以 12 個月平均值(圖 4 右)來看，就業人口仍每月穩定增加約 200K 之趨勢未變，而美國本年度可望達到 2.7% 之經濟成長率。

圖 4：美國經濟基本面轉強



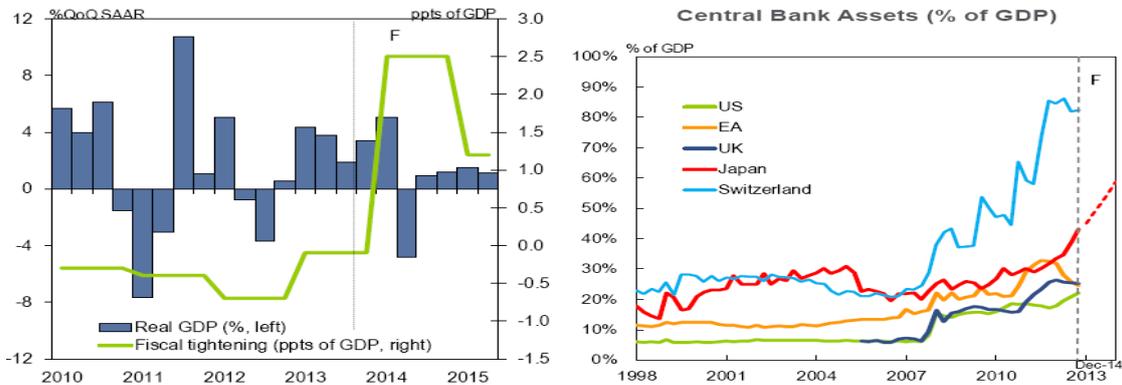
五、英國總經：全面復甦；

日本總經：消費稅一役將決定安倍經濟學成敗

英國此次經濟復甦是由房市轉佳所帶動，加上在消費者信心轉強支撐下，目前復甦已擴散至其他領域。英國本年度經濟成長可望達 3.2%，傲視其他先進國家。

日本在安倍經濟學加持下，經濟成長率於 2013 年達到 1.8%，並有望脫離通縮陷阱。但目前日本成長態勢已現疲態，且在 2014 年上半年消費稅提高(5%調升至 8%)之財政緊縮衝擊下(圖 5 左)，對經濟成長拖累將會相當明顯，預估 2014 年僅能達到 1.6%。

圖 5：日本財政緊縮之衝擊及 BOJ 資產負債表規模

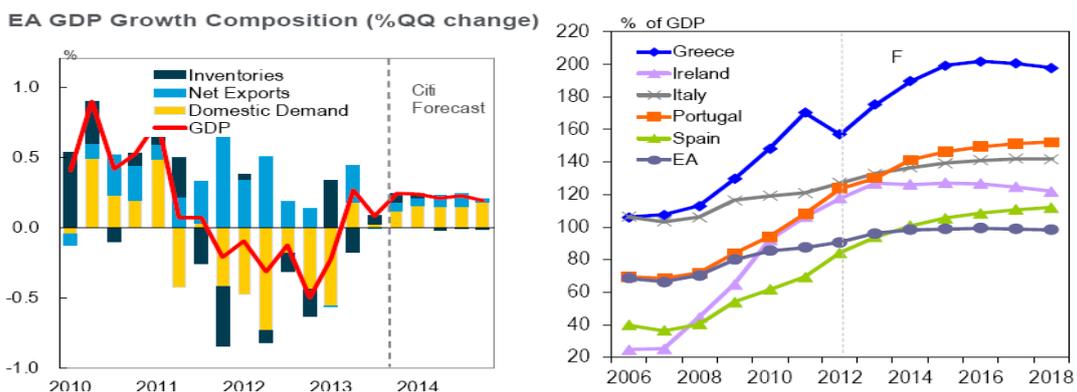


BOJ 資產負債表規模快速擴張，外界對其是否失控有所疑慮，但相較於瑞士央行之資產負債規模(圖 5 右)更為巨大，且日本公債多由其國內投資者持有，BOJ 並已成功壓低日債價格波動度之情況下，BOJ 加大刺激力度以抵消消費稅負面衝擊應可期待。關於安倍經濟學之詳細分析，可參閱本文第陸部份 ~ 安倍經濟學週年回顧與展望。

## 六、 歐元區總經：經濟走出泥淖，但成長動能有限

歐元區雖可望脫離上年度經濟成長率-0.4%之衰退窘境，但其成長動能有限，2014 及 2015 年經濟成長率預估分別僅為 0.9%與 1%(圖 6 左)。

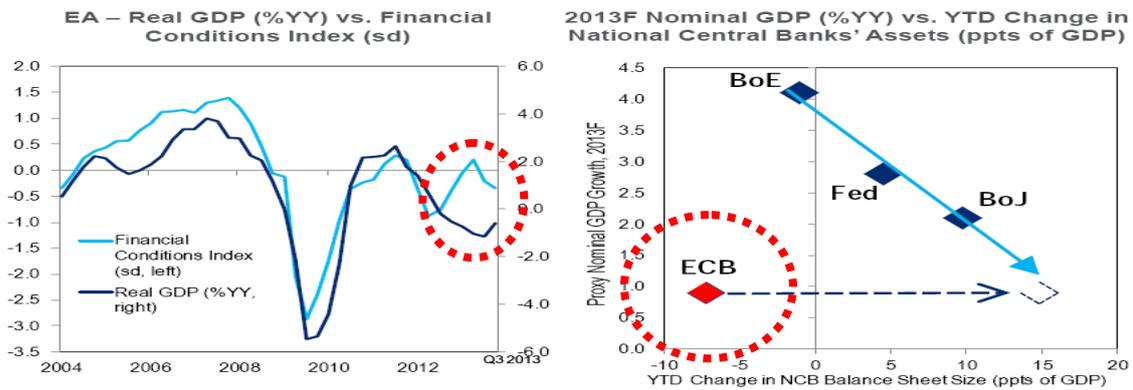
圖 6：歐元區成長概況及政府債務佔 GDP 比率



歐元區積習依舊沉重，週邊國家之政府債務佔 GDP 比率依舊沒有明顯下滑跡象(圖 6 右)，各國間政經情勢之差異，使得推動更進一步財政整合之路途遙遙無期。另一方面，相對偏高之歐元匯價使得歐元區面臨通縮陰影之新挑戰。

歐元區金融環境已經改善，但經濟成長表現卻出現脫鉤(圖 7 左)。若以名目 GDP 變化與中央銀行資產變化之關係來看(圖 7 右)，相較於 BOE、Fed 及 BOJ，ECB 行動似顯保守，應更積極主動推出刺激方案。

圖 7：外界期待 ECB 能更有更積極作為



## 七、新興國家：分歧擴大，部份國家將因 QE 退出而受傷

由於人口數眾多及邊際生產力較易提高(因發展層次較先進國家低)，預估 2014 至 2017 年新興國家依舊會主導全球經濟成長之 60%。

但因美國 QE 政策之逐漸退出，新興國家之分歧將會加大。部份經常帳赤字、高負債、資本帳相對開放及金融市場較為淺碟之國家(如土耳其、印尼、印度、南非及巴西等)，將會明顯感受 QE 退出之衝擊，其資產價格與匯價將可能出現明顯波動。另外，中國大陸、印度及墨西哥均將進行較明顯之結構性改革，其成效也值得密切注意。

## 參、美國利率展望 ~ 中期來看，利率將往上移動

美國經濟狀況已出現好轉，但是利率走勢似乎尚未反映此一狀況。5 年後之 5 年遠期利率可以視為觀察中性利率(neutral rate，經濟體達到充分就業之利率) 指標，且過去之走勢與通膨預期有相當密切關聯。但目前 5 年後之 5 年遠期利率不僅走勢落後於經濟成長(圖 8 左)，且與通膨預期走勢亦出現落差(圖 8 右)。

圖 8：美國利率環境處於相對低檔

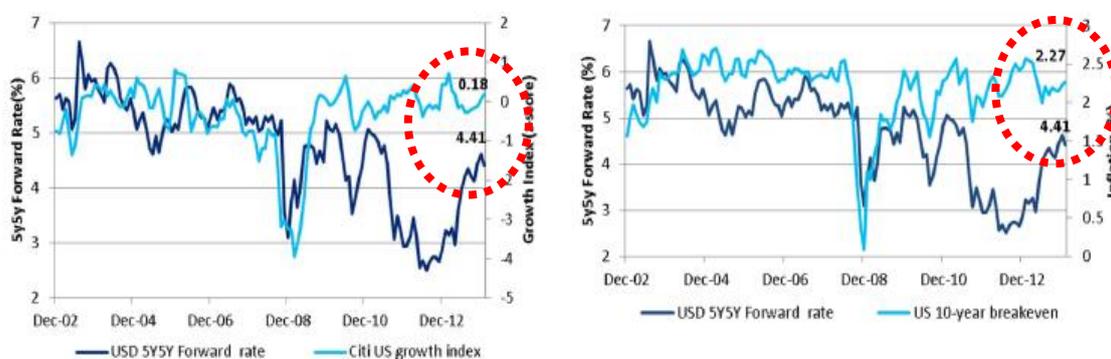
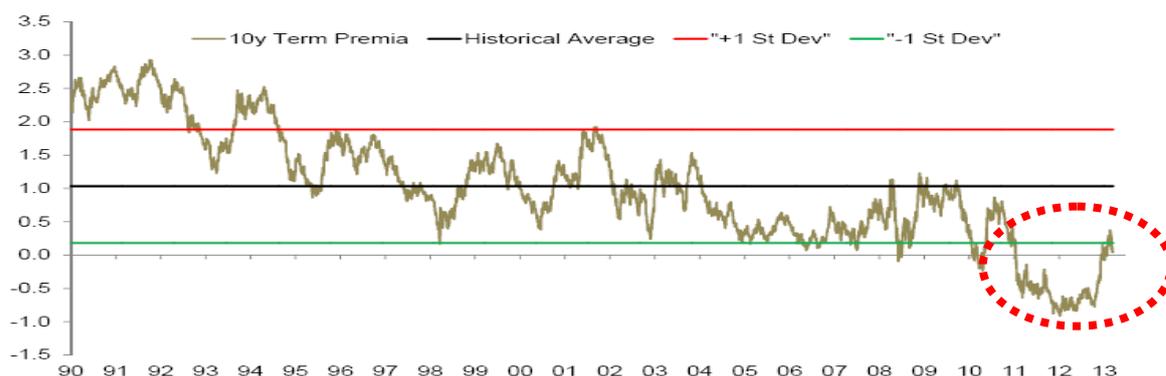


圖 9：美債期限結構溢酬走勢



另外由 10 年期之期限結構溢酬<sup>1</sup>來觀察，該數值曾於 2012 年低於長期平均

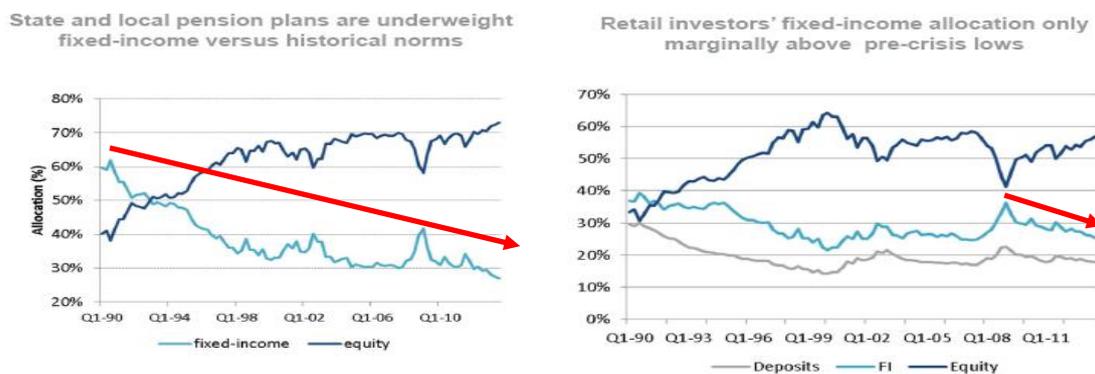
<sup>1</sup> 10 年期之期限結構溢酬定義為：「10 年期公債殖利率」減去「10 年期間內之政策利率平均預期」；而期限結構溢酬通常反應因通膨預期及成長前景之不確定性，而需額外付給投資者之報酬。

達 2 個標準差，目前亦低於長期平均 1 個標準差(圖 9)。之所以發生此情形乃肇因於 Fed 之 QE 及「前瞻指引」政策有效壓低公債市場波動度，讓投資者願意接受較低之期限結構溢酬。故中期來看，隨著 Fed 逐步將利率環境回歸正常化，投資者要求之期限結構溢酬應該會往長期平均移動。

儘管目前美國經濟成長速度及通膨預期皆處於長期較低之水準，但這不足以完全解釋美國利率環境偏低之狀況，從中期角度來看，美國利率將很可能往上進行修正。

但是另一方面，在 Fed 可能於 2015 年中升息之前提下，目前美國殖利率曲線前端有過於陡峭之傾向，而市場也過度渲染所謂「棄債轉股」之論點。圖 10 左顯示，美國退休基金雖於近期減碼固定收益投資，但此為長期趨勢，並非因 QE 而出現投資轉向，且可以視為退休基金之持債比已處於長期低檔。

圖 10：對「棄債轉股」之再認識



另外圖 10 右顯示，一般自然人投資者的確於近期減碼固定收益產品，但總持債比已經減碼至僅略高於金融危機前之水準。故除非自然人投資者之資產配置行為出現重大變化，否則沒有理由支持「中長期自然人投資者將繼續顯著減碼固定收益投資」之觀點。

不過值得注意的是，統計資料的確支持自然人投資者具備「追高殺低」特點，而會跟從短線資產表現進行投資，故債券短線價格若出現持續下跌(或上漲)，自然人投資者將會跟進殺出(或買進)，助長市場價格之波動度。

## 肆、 中國大陸經濟與改革

### 一、 成長優先抑或改革優先

若將中國大陸之未來發展，依成長(強勁/疲弱)及改革(全面性/選擇性)區分為4個區塊(圖 11)，推測其官方仍然將以成長優先，而選擇性進行改革最為可能。此狀況假設中國大陸出現相當程度之去槓桿化、產能縮減及實現部份價格市場化；而貨幣政策將維持適度寬鬆。而金融市場反應部份，則因經濟成長之品質提昇，且硬著陸機會下降，股市將有機會向上突破整理區間。

圖 11：中國大陸成長/改革情況之組合

		Reform	
		Decisive Reform	Strategic Reform
Growth	Strong Growth	<b>I. Balanced</b> (fast but difficult): <i>Key Assumptions:</i> (1) Double digit export growth; (2) Balanced reform between de-leveraging and boosting demand/enhancing productivity (i.e. negative impacts of reform on growth is offset by strategic measures) <i>Market Implications:</i> Market rally expected	<b>II. Growth First</b> (our base case scenario): <i>Key Assumptions:</i> (1) Measured de-leveraging, capacity cut and marketization; (2) Accommodative policy is likely to support growth <i>Market Implications:</i> Marginal improvement in growth quality, less concerns on hard landing and financial crisis. Breaking out from a trading range possible
	Weak Growth	<b>III. Reform First</b> (a short-term pain scenario): <i>Key Assumptions:</i> (1) Pricking small bubbles orderly to reduce systematic risk; (2) Cost of capital could remain high to prompt structural adjustment; (3) Tolerating slower growth <i>Market Implications:</i> Initial shocks possible, e.g., defaults in the financial markets, and bankruptcies of financial institutions and firms, going down before going higher	<b>IV. Stimulus</b> (a business as usual scenario): <i>Key Assumptions:</i> (1) Investment slows down; (2) Export growth single digit; (3) Stimulus is needed to retain above 7% growth; (4) Major reforms delayed <i>Market Implications:</i> Range bound

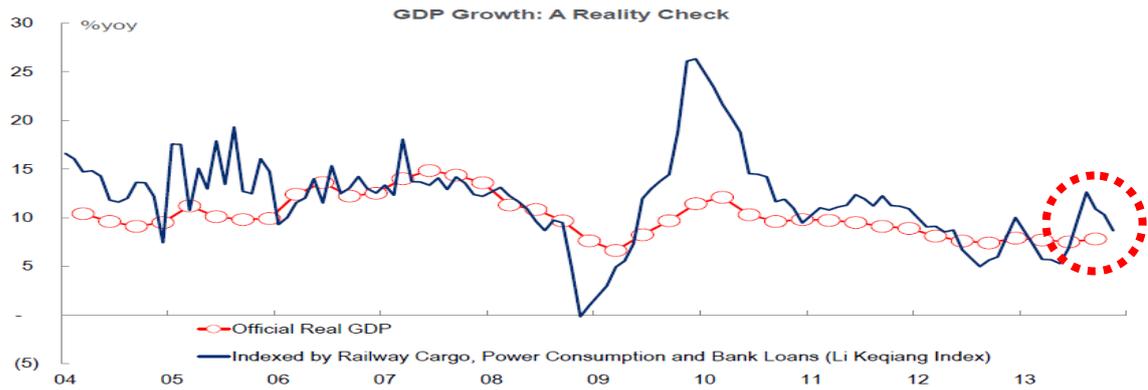
至於同時出現經濟成長且全面改革雖然是最理想之狀況，但因達成之困難度高，故研判機率不高；而以改革優先、或出現疲弱成長而推遲改革，重回大規模刺激方案之另兩種情況，出現機率也相對較低。

### 二、 李克強指數

中國大陸總理李克強於 2007 年擔任遼寧省委書記時，曾表示以用電量、銀行放款量及鐵路運貨量來觀察經濟狀況，較官方之 GDP 數據更能貼近現實。故「經濟學人」於 2010 年提出李克強指數(Li Keqiang index)，以用電量(40%)、銀行放款量(35%)及鐵路運貨量(25%)之比重，來觀察中國大陸之經濟成長(圖 12)。

由圖 12 可知，基本上李克強指數與官方 GDP 走勢大致相同，但其波動程度更加明顯，在觀察經濟走勢是否出現轉折上，有相當參考性。目前李克強指數出現經濟放緩之狀況更官方 GDP 更加明顯。

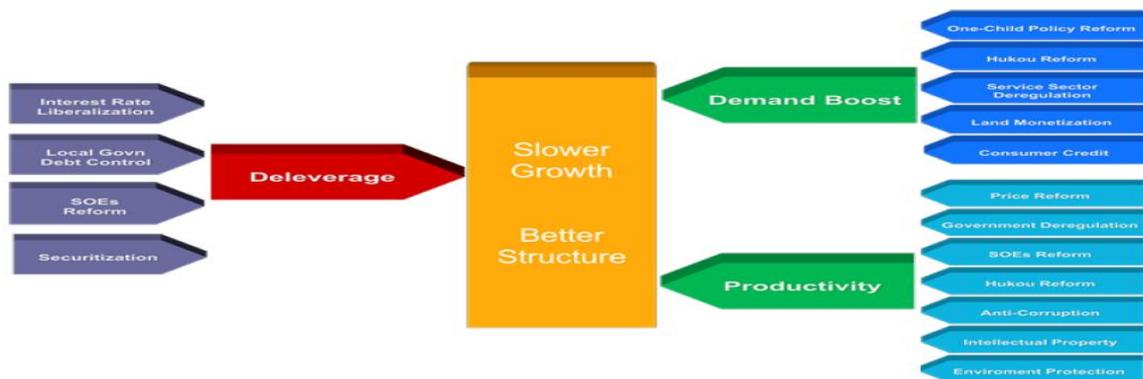
圖 12：李克強指數 VS 官方 GDP



### 三、 未來 5 年改革重點：允許較慢成長，但具備較佳結構

為達到更佳之成長結構，改革可分為去槓桿、推動內需及提高生產力 3 個面向(圖 13)。

圖 13：穩增長/調結構之改革重點



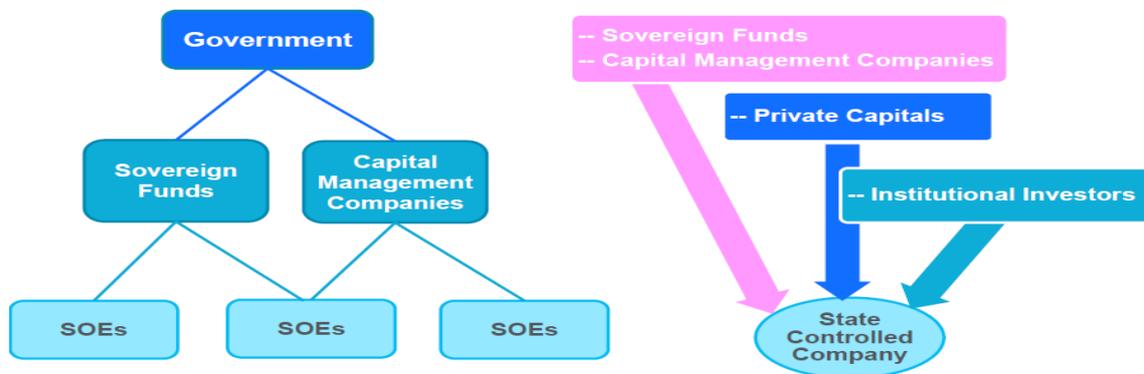
「去槓桿」部份包括利率自由化、地方債務梳理、國企改革及推動資產證券化。「推動內需」部份則包括放寬一胎化政策、戶口制度改革、服務業法規鬆綁、土地改革及活絡消費金融業務。「提高生產力」部分包括水電及能源價格改革、

涉及深化改革之法規鬆綁、國企改革、戶口制度改革、反貪腐、推動保護智財權與環境保護。

#### 四、 國企改革

中國大陸國企股東複雜(圖 14 右)，通常包含國企母集團、政府投資公司、機構投資者及一般投資者，且經營權與所有權混雜，造成經營績效不佳。新的改革方向(圖 14 左)希望設置投資及運營兩類國資管理平台，以便將現有國企進行改組或合併。其中「國資投資公司」負責直接投資、融資基礎或戰略建設項目，以培植重點產業之競爭力；至於「國資運營公司」則透過資本市場運作及管理，以改善國企經營績效，但不直接參與企業經營。

圖 14：國企改革可能走向



## 伍、 安倍經濟學週年回顧

### 一、 安倍經濟學背景及回顧

2013 年 1 月日本自民黨以秋風掃落葉姿態取得政權，首相安倍晉三揭櫫其「安倍三箭」經濟計劃，外界以安倍經濟學(Abenomics)稱之。BOJ 總裁黑田東彥於 2013 年 4 月端出 QQE 政策，希望將貨幣基數餘額於 2014 年底達到 270 兆日圓，期能儘早將 CPI 年增率上推至 2%，以終結日本長期通縮狀況。

由於安倍經濟學所採行之藥方，與 1930 年代日本財長高橋是清(Korekiyo Takahashi)帶領日本領先其他國家脫離經濟大蕭條之方式頗為類似，不僅 Fed 前主席 Bernanke 曾公開讚譽過高橋是清<sup>2</sup>，安倍內閣之副總理兼財長麻生太郎亦表示要效法高橋是清<sup>3</sup>，在數年內使日本脫離通縮，重振經濟活力。

所謂安倍三箭是指「寬鬆貨幣政策」、「擴大財政支出」及「成長策略」。對日本政府來說，其中前兩項政策要執行較為容易，而第三項「成長策略」則是牽涉到日本之結構性改革。截至目前為止，安倍內閣還未對第三支箭提出讓市場信服之作為，且安倍與韓國、中國大陸之地緣政治摩擦，開始讓人懷疑第三支箭之虛實。

至於金融市場之反應，也與此三支箭之評價息息相關。由圖 15 可以看出，美元兌日圓匯價及日經股價指數均在 2013 年 1 月至 5 月出現大幅揚升(日本 10

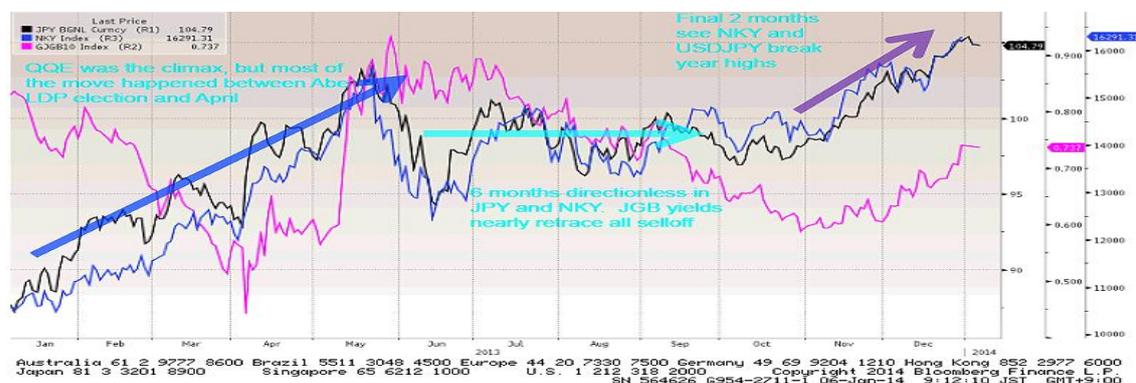
---

<sup>2</sup>Finance Minister Korekiyo Takahashi brilliantly rescued Japan from the Great Depression through reflationary policies in the early 1930s. ~ Ben S. Bernanke (05/31/2003)

<sup>3</sup>「高橋是清を模倣」、デフレ対策—数年以内に經濟復活へ ~ 麻生太郎 (02/04/2014)

年期公債殖利率則是由3月底至5月出現揚升)，可見市場對BOJ及安倍政權試圖帶領日本掙脫通縮泥淖持正面評價，並有相當期待。

圖 15：日圓、日股及日債近一年走勢



但從5月開始迄今(2014年3月)，美元兌日圓匯價及日經股價指數雖然在2013年年底短暫見到高點，但基本上還是呈現區間整理狀況，顯示前兩支箭邊際功效逐漸衰退，但改革之第三支箭遲遲未見明朗化下，市場難有明確變化。但在日債殖利率部分，市場相信BOJ有能力維持利率於相對低檔，目前10年期公債殖利率0.63%仍低於2013年全年平均值0.71%。

## 二、通膨展望

根據BOJ總裁黑田東彥於2013年12月12日接受金融時報訪問曾指出，其通膨目標是指達到「扣除食物之CPI」年增率為2%。此數值於2012年11月為-0.1%，而2013年11月1.2%<sup>4</sup>。這是該數據自2008年11月以來，首次站上1%關卡。而日本通膨過去1年來上升之原因，主要來自3個管道：

(一)「有效壓低長期利率」～營造實質利率為負之狀況；

(二)「改變消費者行為」～希望日本投資者由保守之公債及現金投資，轉

<sup>4</sup> 2013年12月及2014年1月均為1.3%。

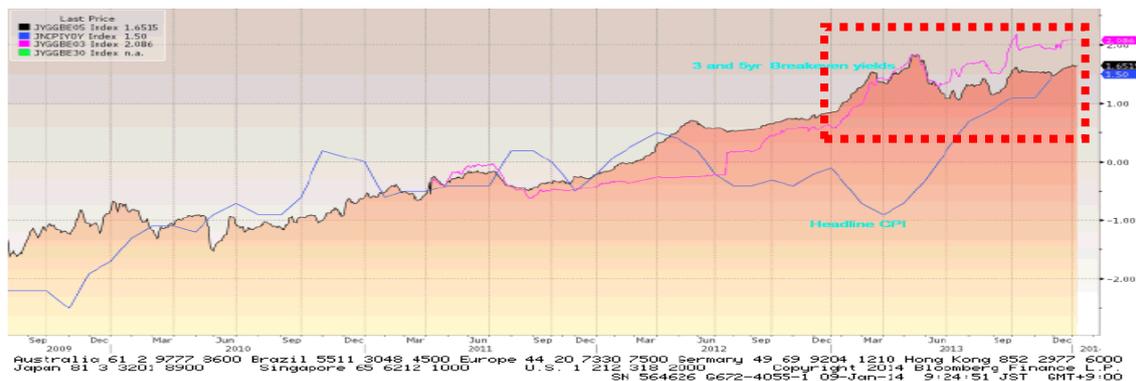
向股市、貸款、資本資出等風險性較高資產。

(三)「影響通膨預期」～希望先藉由貶值造成暫時之輸入性通膨，轉而推升持久性通膨。

由平衡通膨率(break-even inflation rate)<sup>5</sup>觀察(圖 16；3 年及 5 年期分別為粉紅色及黑色)，過去 1 年之漲幅可觀，反映出市場對日本走出通縮狀況之樂觀預期。

然而其中一部分通膨(或平衡通膨率)之上漲部分原因是因 2014 年 4 月之消費稅率提高。另外若將「扣除食物之 CPI」年增率 1.2% 細分，其中非能源則貢獻 0.53ppt；能源部分貢獻 0.67ppt。目前市場對於進口能源價格對通膨影響之持久性還待觀察，而日本政府為達預期通膨目標，外界預期日元進一步貶值似乎在所難免。

圖 16：平衡通膨率走勢反映出日本走出通縮狀況



### 三、BOJ 主導日債市場

2013 年 5 月金融市場一度曾質疑 BOJ 是否有能力有效壓低日債殖利率，10 年期殖利率一度飆升至接近 1%，而日債之 swaption 隱含波動度亦同步攀升(圖

<sup>5</sup> 指相同到期年限之一般公債與抗通膨公債間殖利率差距。

17 右)，但隨著 BOJ 展現積極護盤力道，市場目前已轉而十分相信其壓低日債殖利率之決心與能力。不僅 10 年期日債殖利率(及 10 年期日本 swap 利率)回穩，且日債 swaption 隱含波動度亦大幅回檔至 2013 年初低檔區。

BOJ 之大舉買入已結構性改變日債市場之生態。圖 17 左顯示：預估至 2014 年底，BOJ 買入 1~5 年日債將佔該年期流通在外總量之 35%；5~10 年部份則是佔 38%；10 年期以上則會佔 15%。而在 2014 年發行部分，BOJ 將會買進 1~5 年期發行總額之 61%；5~10 年部份則達 106%(即買光當年度所有發行之 5~10 年期公債)；10 年期以上則是佔 51%。日債之次級市場流動性也因此明顯轉差。

圖 17：BOJ 有效控制日債市場

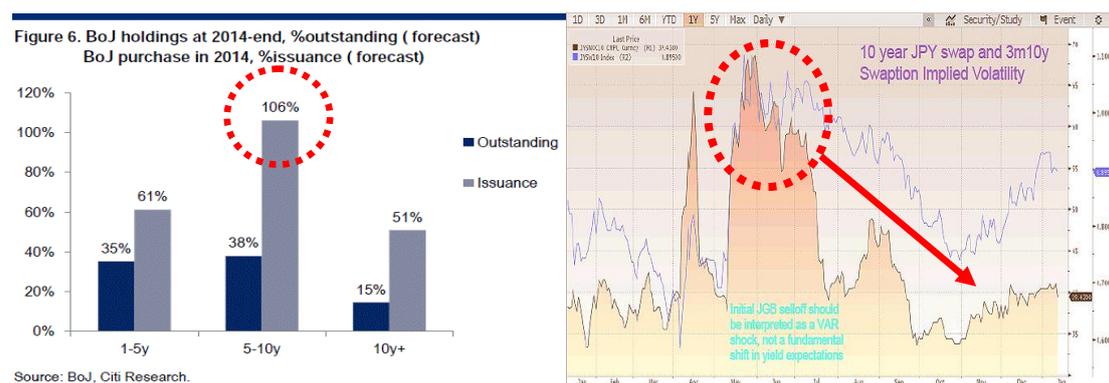


圖 18：日圓仍有續貶空間



由美日央行資產負債規模比與「美元兌日圓」匯價關係來觀察(圖 18)，隨著

Fed 逐步縮減購債規模，而 BOJ 仍可能加大購債規模之趨勢來看，未來日債殖利率仍將維持於低檔，日圓續貶之空間也依舊存在。

安倍政府亦希望能改革規模達 123.9 兆日圓之退休基金 GPIF (Government Pension Investment Fund)，希望透過降低日債投資比重以加大海外投資，進而提升收益率，之前日債市場也曾受此消息而有所波動。不過 GPIF 於 2013 年之資產配置變更，表面上日債配置比率由 67% 降至 60%，海外股、債投資分別由 9%、8%，上調至 12%、11%；但深入觀察後發現(圖 19)，若加計海外股債本身價格變動及日圓貶值因素後，GPIF 之調整權重僅是將既有投資組合之比重被動地呈現出來，因此對日債之衝擊遠不及外界之預估。

圖 19：GPIF 之初步改革令人失望

	Old Allocation	Actual % as of Dec-12	Amount (JPY trillion) Dec-12	Move due to FX/EQ since	Current amounts (JPY trillion)	Estimated current Allocation	New target Allocation	Rebalance (JPY trillion)
Domestic bonds	67%	60.00%	66.00		66.00	55%	60%	5.88
Domestic equities	11%	13.00%	14.30	30%	18.59	16%	12%	- 4.21
Short term assets	5%	4.00%	4.40		4.40	4%	5%	1.59
Foreign Equity	9%	13.00%	14.30	27%	18.16	15%	12%	- 3.78
Foreign bond	8%	10.00%	11.00	15%	12.65	11%	11%	0.53

## 陸、心得及建議事項

2014 年全球經濟成長率將較 2013 年更形成長，雖然新興國家於本年度對全球經濟成長之貢獻依舊將高於先進國家。但是世界第一大經濟體美國(其 GDP 佔世界 GDP 比率約為 22%)之經濟成長率，有機會回升至 3%，進而使 Fed 逐步退出量化寬鬆政策，引領目前相當寬鬆之美國利率環境走向正常化，除對全世界利率環境產生根本性之影響外，亦會吸引資金回流美國本土市場。

另一方面，美國頁岩氣革命有機會減少美國之原油需求，進而降低美國經常帳逆差佔 GDP 比率，對美元構成另一支撐。隨著美元吸引力增加，勢必改變國際資金流動狀況，對新興國家造成程度不一之衝擊。由於美債及美元均在全球投資領域中扮演極重要角色，此一趨勢之可能變化，值得持續觀察。

由 2014 年以來之美債 10 年期殖利率走勢(從年初至 3 月，約下滑 30 基點)來觀察，與研討會中提及「棄債轉股論點有過度渲染」觀點是相互呼應。故除了由總體經濟好轉會對美債殖利率產生上推之影響外，由公債之需求面分析進行觀察(例如美國退休基金等長期投資者之債券配置比率變化)，對長期美債之投資決策亦頗有參考價值。

中國大陸過往以相對高耗能、低附加價值之出口驅動，及鐵工基(鐵路、公路、基礎建設)刺激內需之經濟成長模式，已經越來越難維繫；加上霧霾危害等環保議題，凸顯出中國大陸改革之迫切性。是故「當前，中國改革已進入深水區，牽一髮而動全身」<sup>6</sup>，其改革成敗不僅牽動中國大陸之後續政經變化，也會對亞太及世界情勢產生重大影響。

---

<sup>6</sup>中國大陸國家主席習近平於德國發表演說時作如上之表示。(03/30/2014)