

行政院及所屬各機關因公出國人員出國報告書
(出國類別：其他)

參加 Morgan Stanley 之官方機構研討會報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：金潔妮 辦事員

出國地區：英國倫敦

出國期間：103 年 6 月 20 日至 6 月 28 日

報告日期：103 年 8 月 27 日

目 錄

一、出國目的與過程	3
二、歐元區的結構改革	4
(一) 歐元區結構改革現況概述	4
(二) 結構改革對經濟成長之影響	9
(三) 目前歐元區國家的結構改革進度	15
(四) 目前可看到的改革成效	18
(五) 小結	25
三、新興市場的現行成長模式：只靠消費支撐？	26
(一) 過去新興市場經濟成長的雙引擎	26
(二) 新興市場經濟成長只剩下單一引擎	27
(三) 新興市場的投資下降之原因	31
(四) 轉機與小結	33
四、心得與建議	35

一、出國目的與過程

職奉派於 103 年 6 月 20 日至 6 月 28 日，參加 Morgan Stanley 在英國倫敦舉辦之 2014 年「官方機構研討會」(Official Institutions Conference)，參加人員主要來自於約 50 個國家之中央銀行、主權基金與其他投資機構，共計約 55 位代表參加。研討會邀請多位專業講者參與，講者主要來自 Morgan Stanley 的總體經濟研究部門、債券部門、外匯部門、房貸抵押債券(MBS)部門，討論內容涵蓋多元豐富，包含：全球整體及各主要經濟體之經濟與市場展望等主題，其中最精采的為有關已開發國家與新興市場的經濟基本面、結構改革等議題，茲選擇歐元區的結構改革與新興經濟體之成長動力與展望作為本報告探討主題。

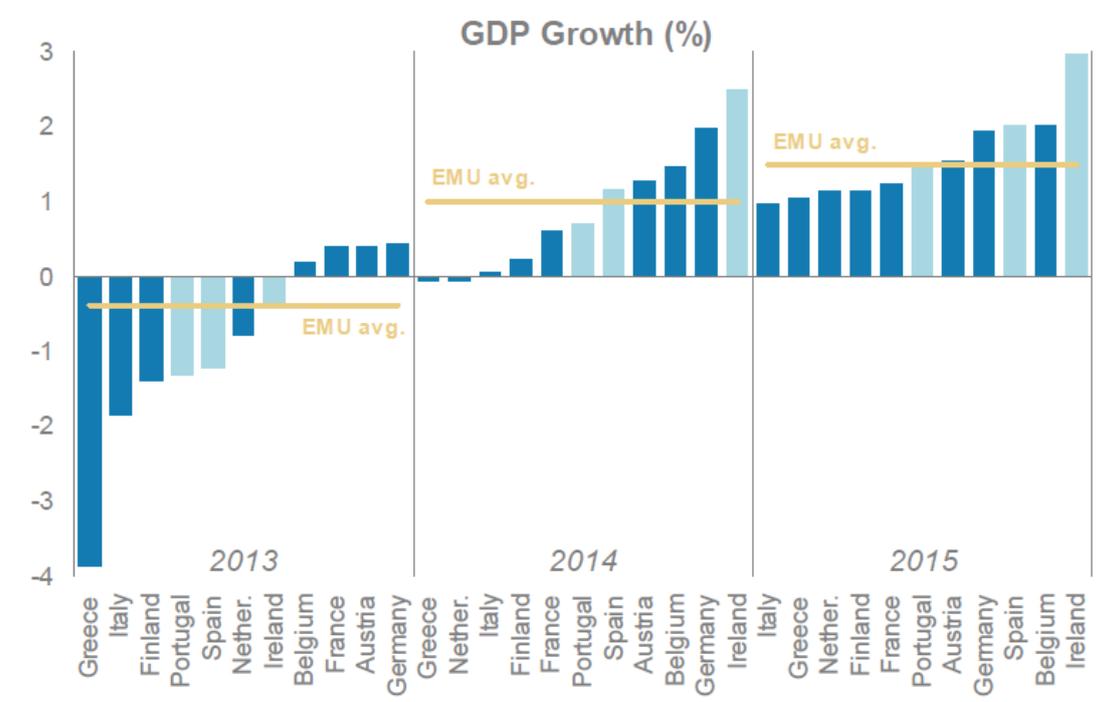
本報告內容主要分為四個部分，第一部分為出國目的與過程，第二部分為歐元區的結構改革，第三部分為新興市場的經濟成長模式，第四部分為心得與建議。

二、歐元區的結構改革

(一) 歐元區結構改革現況概述

將歐元區國家分為「核心國與周邊國」或「北方與南方」的分類方法，在歐債危機嚴重時，可區分較強與較弱的經濟體，然而目前歐元區的狀況已不再是這些二分法可以清楚描繪的。未來幾年經濟成長較強的國家已與過去不同：從結構面而言，愛爾蘭的經濟已明顯轉強，西班牙和葡萄牙亦在進步當中，這些國家受惠於結構改革，其經濟成長率可望與德國、奧地利、比利時等國並列為經濟強國，如圖 1 所示。

圖 1 推行改革的國家可望有超越平均的表現



Source: Eurostat, Morgan Stanley Research forecasts

西班牙與愛爾蘭在 2014-2015 年的經濟成長率，可望超越歐元區的平均，葡萄牙可能在 2016 年達到此水準。雖然歐元區經濟可能僅能以緩慢的速度成長，故上述標準並不高，但只要超過歐元區的平均成長率，這些國家就能名列該區域成長最快的經濟體。也就是說，歐元區表現較強與較弱的經濟體，將與過去不同。

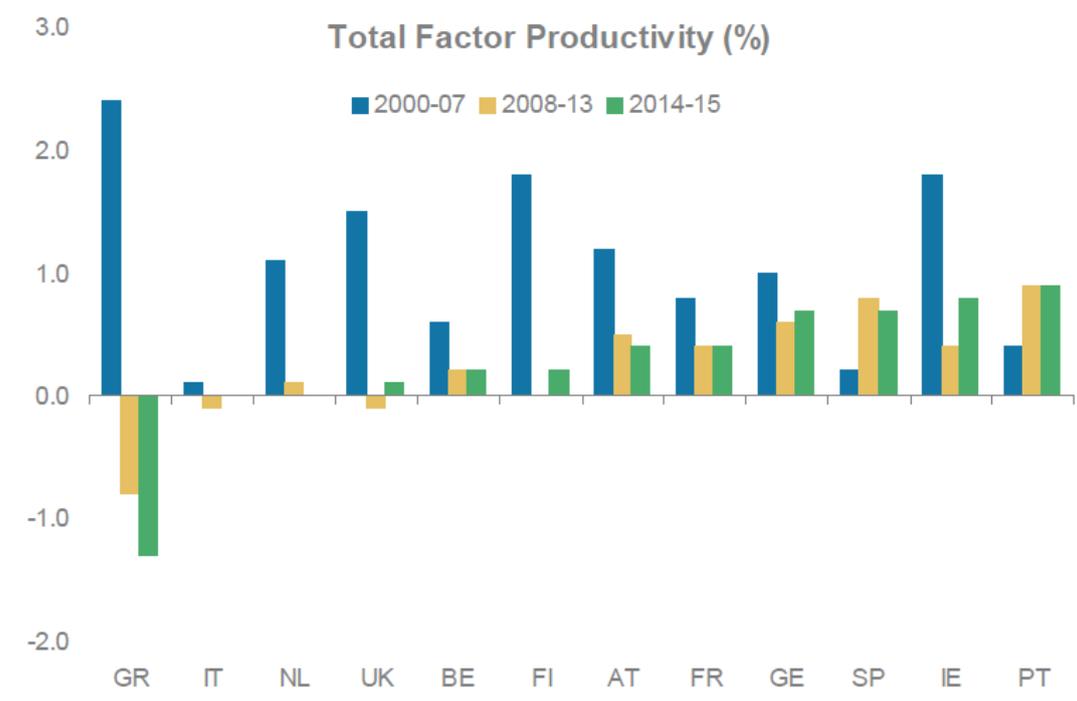
然而，並非所有的歐元區周邊國都將有超越歐元區整體平均的表現。義大利與希臘仍可能為該區域成長最慢的經濟體。而部分核心國，如：法國、荷蘭和芬蘭，其經濟成長率接下來可能會低於歐元區的平均。

受到歐債危機與過去幾年深陷衰退的影響，歐元區的潛在經濟成長率已下降。未來歐元區的經濟成長以過去的標準而言可能偏低，即使是表現較佳的經濟體亦同，而且這些目前經濟成長較快的國家，其經濟成長率可能已超越了逐漸下降的潛在經濟成長率，因而無法長久以超過潛在成長率的速度前進。

歐元區若欲顯著提升經濟成長，必須持續進行結構改革，即便政黨輪替也應持續承諾進行結構改革，尤其是目前西班牙、葡萄牙與愛爾蘭皆已結束了先前所接受的金援方案，而西葡等國亦面臨了選舉的到來，改革力量可能減弱。Morgan Stanley 認為，市場壓力所帶來的紀律與其他歐洲國家所施加的壓力，都未必足以讓政治人物持續推動結構改革，且先前實行的撙節政策可能也降低了各國推行結構改革的興趣。

另一方面，總要素生產力（Total Factor Productivity，簡稱 TFP）指的是不能被勞動或資本投入增加所解釋的產出增加部分，若以長期總要素生產力觀之，可發現歐元區各國經濟確實有「風水輪流轉」的表現。例如：西班牙與葡萄牙明智地利用危機時期來進行重要的經濟結構重整，藉由把資源從生產力較低的產業移出，同時提升整體勞動效率，於是其 2008-2013 年間的總要素生產力的成長率已超過危機前的水準，並可望於 2014-2015 年持續此趨勢，如圖 2 所示。

圖 2 各國總生產力要素成長率

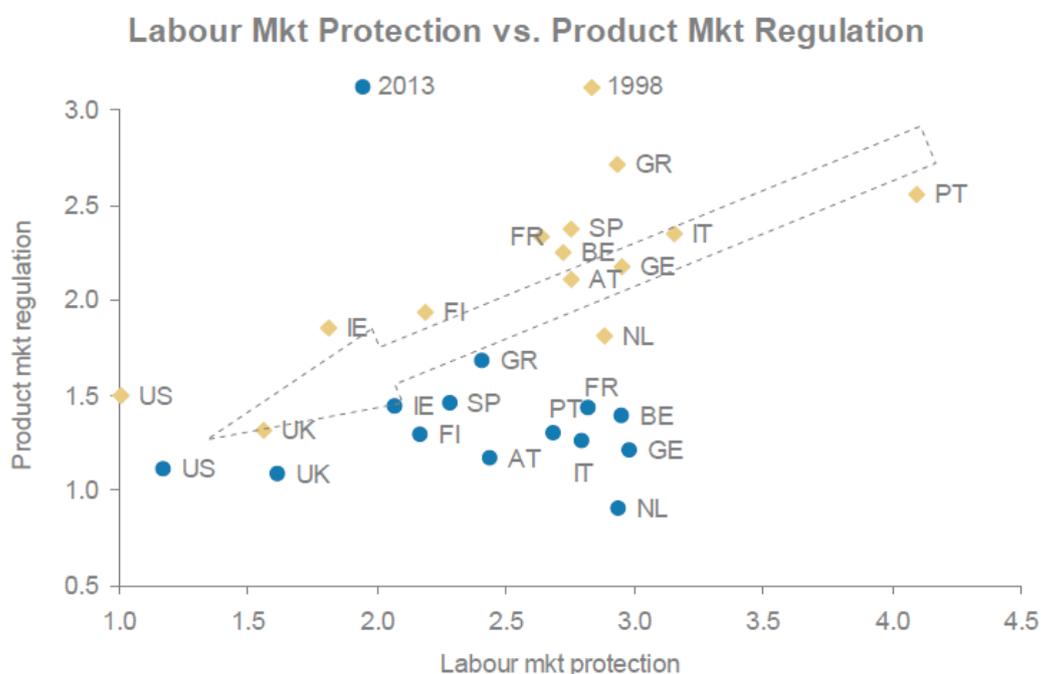


Source: European Commission, Morgan Stanley Research

欲衡量西班牙與葡萄牙結構改革的程度，可檢視產品市場與勞動市場法規改革的狀況。根據 OECD，有競爭的產品

市場環境指的是：新公司能夠挑戰既有企業，有效率的公司會成長，沒有效率的公司會退出市場，如此有助刺激經濟成長、提升生活水準。產品市場是否有足以提升成長的競爭環境，取決於兩個層面：(1) 產品市場的法規不應阻礙競爭，與 (2) 需具備有效的反壟斷架構以確保企業有公平競爭的環境。OECD 以這兩個層面衡量各國的政策，編製了「產品市場法規指標」。該指標數值越小，代表管制越少，亦即產品市場越有彈性。另外，OECD 亦衡量各國就業保障的法規，解雇員工以及雇用新員工的程序與成本，編纂了「勞動保護法規指標」，該指標數值越小，亦代表勞動市場越有彈性。

圖 3 各國產品市場及勞動保護法規指標之變化



Note: The lower the number, the less stringent market regulation/protection is.

Source: OECD, Morgan Stanley Research

圖 3 為各國產品市場及勞動保護法規指標的在 1998 年至 2013 年間的變化，亦即在歐元區成立前至目前的變化。橫軸為勞動市場保護的程度，縱軸為產品市場的法規指標。越靠近軸的國家，其經濟結構越能夠因應總體面的衝擊進行調整，亦較有能力廣泛地改變經濟情勢。美國、英國與愛爾蘭等英語系經濟體，較靠近軸，而目前在歐元區內的歐陸國家，則離軸較遠。

由圖 3 亦可看出，西班牙與葡萄牙已在產品市場和勞動市場都創造了更大的彈性，自 1998 年至 2013 年，皆明顯往左下方移動。相反地，大多數其他歐陸國家雖降低了產品市場的管制，但勞動市場的保護管制卻沒有太多進展，如：德國與荷蘭自 1998 年至 2013 年，僅往下方垂直移動，而法國甚至是往右下方移動，顯示其勞動市場變得更缺乏彈性。

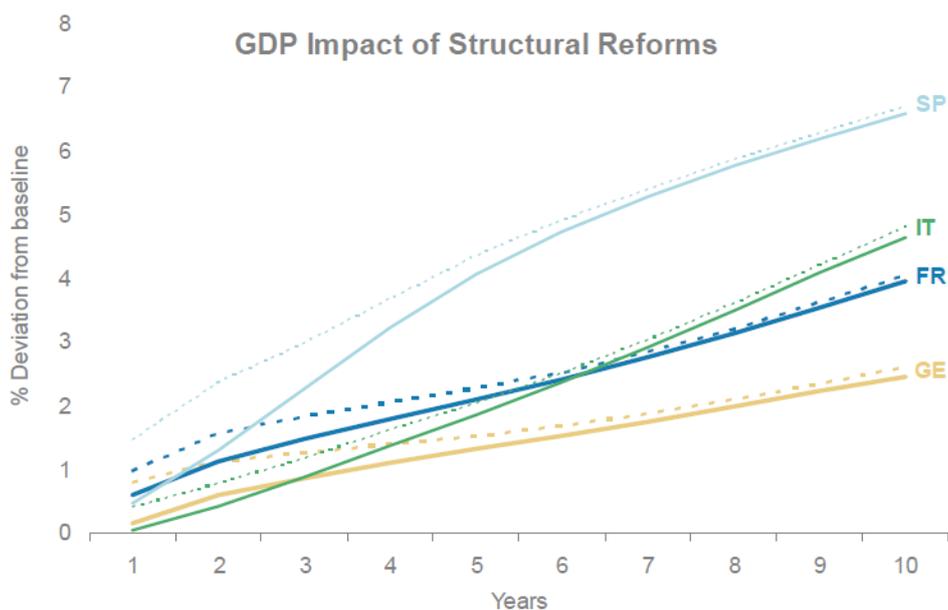
結構改革使價格變得更有彈性。若價格調整期太長，可能會造成人們對於長期低通膨甚至通縮的期望；然而，只要價格調整的時間沒有持續太久，這樣的調整過程可能可以給予南歐的消費者一些喘息空間，並提升其可支配所得，例如：去年物價上漲、薪資下降，使消費者承受雙向的壓力；然而到了今年，雖然薪資持續因競爭力的因素而下降，但物價已不再上漲了，消費者只剩下單方的壓力。由此可知，結構改革增加了經濟的恢復力，也促進經濟重新調整的過程。因此，目前南歐的低通膨環境，可說是商品市場與勞動市場皆變得更有彈性的副產品。

(二) 結構改革對經濟成長之影響

歐盟執委會 (European Commission) 於 2013 年 12 月對歐元區所發布之季度報告，即有一專題探討結構改革對經濟成長的影響。該專題報告主要聚焦於歐元區的四大經濟體 (德國、法國、義大利與西班牙) 和三個先前接受援助方案的國家 (希臘、葡萄牙與愛爾蘭)，以量化模型模擬分析產品市場與勞動市場結構改革的潛在影響。

研究結果顯示 (見圖 4、圖 5)，模擬改革措施在 5 年後可提升 GDP 規模達 1.5% (德國) 至 6.3% (希臘)，在 10 年後可進一步提升 GDP 規模達 2.6% (德國) 至 14.8% (希臘)，亦可在 10 年後增加就業達 3% (德國) 至 10% (希臘)。

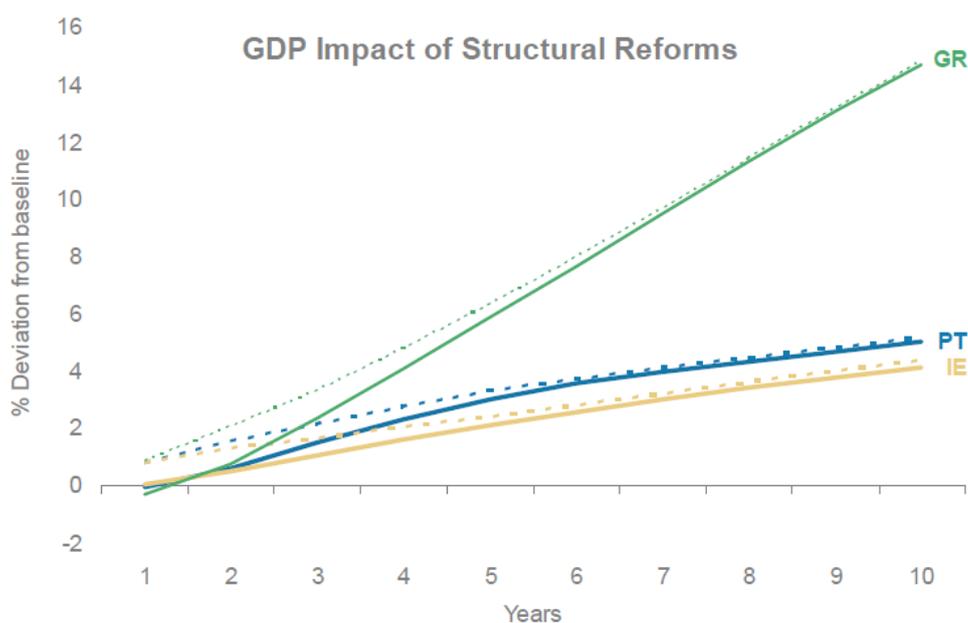
圖 4 模擬結構改革對德、法、西、義 GDP 之影響



Source: European Commission – DGECFIN, Morgan Stanley Research

如圖 4 所示，比較各國的模擬改革成效可知，在歐元區前四大經濟體中，結構改革將使西班牙受惠最多，圖 5 則顯示，在三個接受援助方案的國家中，結構改革將為希臘帶來最多好處。圖 4 與圖 5 的虛線為所有國家一同採行改革，對 GDP 之正面影響，而實線則為這些國家單獨實行改革，對 GDP 之影響，由圖可看出，所有國家一起改革對 GDP 帶來的正面效果，大於單一國家進行改革所產生之效益。

圖 5 模擬結構改革對希臘、葡萄牙、愛爾蘭 GDP 之影響



Source: European Commission – DGECFIN, Morgan Stanley Research

以個別國家而言：

- 希臘：模擬結果顯示，因其需改革的範圍非常大，故改革後將帶來最大的收穫。改善競爭環境、降低產業進入

成本、提高勞動力參與率、提升勞工技能與促進研發支出等措施，可望在5年後與10年後提高GDP約6%與15%。經濟成長加快將帶來更多稅收，降低移轉支出，並改善政府財政赤字狀況，可望在10年後降低政府負債對GDP比率超過5個百分點。這說明了結構改革可以搭配財政擰節來增強政府的償債能力。

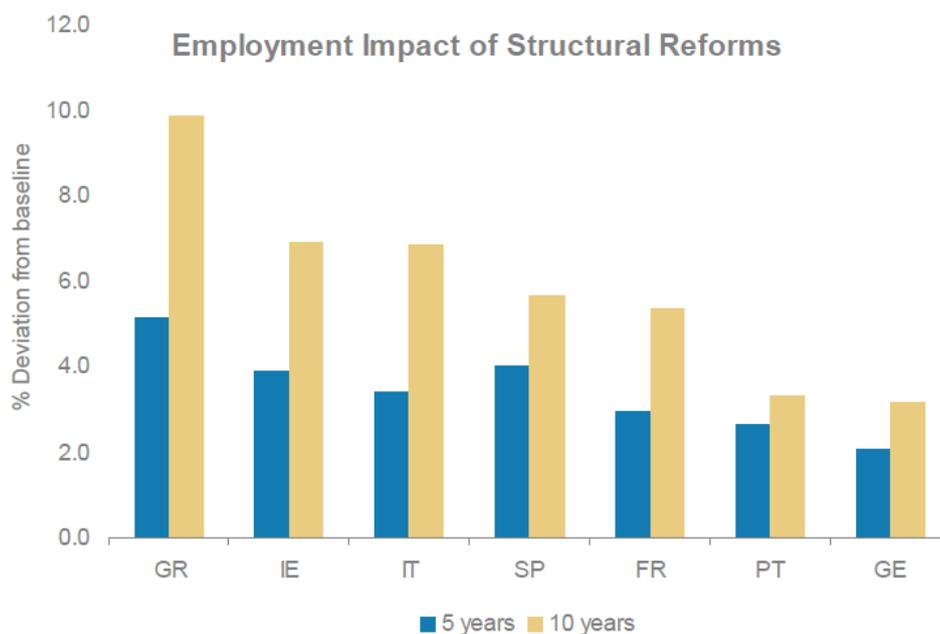
- 葡萄牙：需改革的範圍也相當大，包括改善競爭環境、降低產業進入成本、將稅務負擔由勞務轉移至消費（如此稅賦造成的扭曲程度較輕），應改善技能結構。這些改革將可在5年後與10年後提高GDP約3%與5%。
- 愛爾蘭：需要進行的改革包括提高勞動力參與率、提升勞工技能、縮減過於優惠的福利政策，上述改革可望於10年後提高GDP約4.5%，並且可大幅改善就業狀況。
- 西班牙：模擬結果顯示，改善競爭環境、提升勞工技能、將稅務負擔由勞務轉移至消費等改革措施，可在5年後與10年後提高GDP約4.4%與6.7%。
- 法國：兩大改革重點包括將稅務負擔由勞務轉移至消費，以及進行年金改革來增加年長者的勞動力參與率。上述改革措施可望在10年後增加GDP約4%，另外，因60-64歲族群的勞動力參與率上升，可大幅減低政府的移轉支出，故可望使政府負債對GDP比率下降6個百分點。
- 義大利：降低新公司進入產業的成本，將稅務負擔由勞務轉移至扭曲效果較輕的稅種，提升勞動力參與率等措

施，可望於 10 年後增加 GDP 約 4.8%。長期而言，改革帶來的收穫將更龐大，因為調整人力資本缺口（human capital gaps）之成效，需要一段較長時間才能出現。

- 德國：若能提高勞動力參與率，將勞務的稅務負擔減輕、移走，促進研發等措施，可於 10 年後增加 GDP 約 2.6%。德國若自行實施結構改革，雖可促進德國的經濟成長，並將成長模式轉為提高內需的比重，但仍難以降低其經常帳盈餘，除非多個國家共同改革，才可減輕其內外失衡的情形，降低經常帳盈餘。

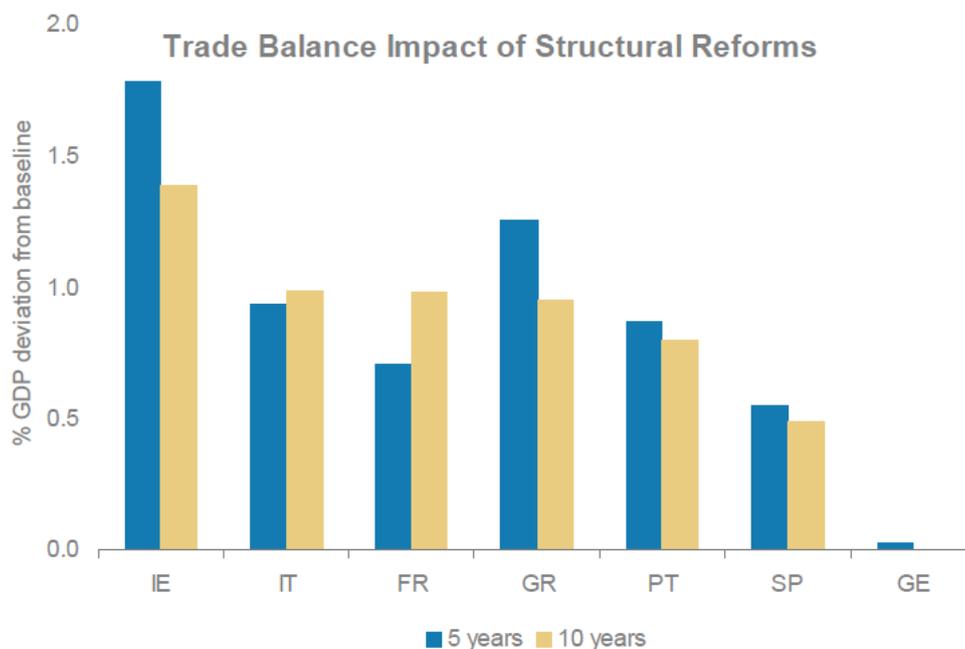
另外，圖 6 為結構改革在 5 年及 10 年後對各國創造就業的效果，顯示希臘有機會創造最多新就業機會；圖 7 顯示結構改革可望為愛爾蘭的貿易餘額帶來最大的改善；至於圖 8 則呈現結構改革於 5 年後可改善法國政府財政狀況最多，10 年後則可望最明顯改善法國與希臘的政府財政狀況。

圖 6 結構改革於 5、10 年後創造就業之效果



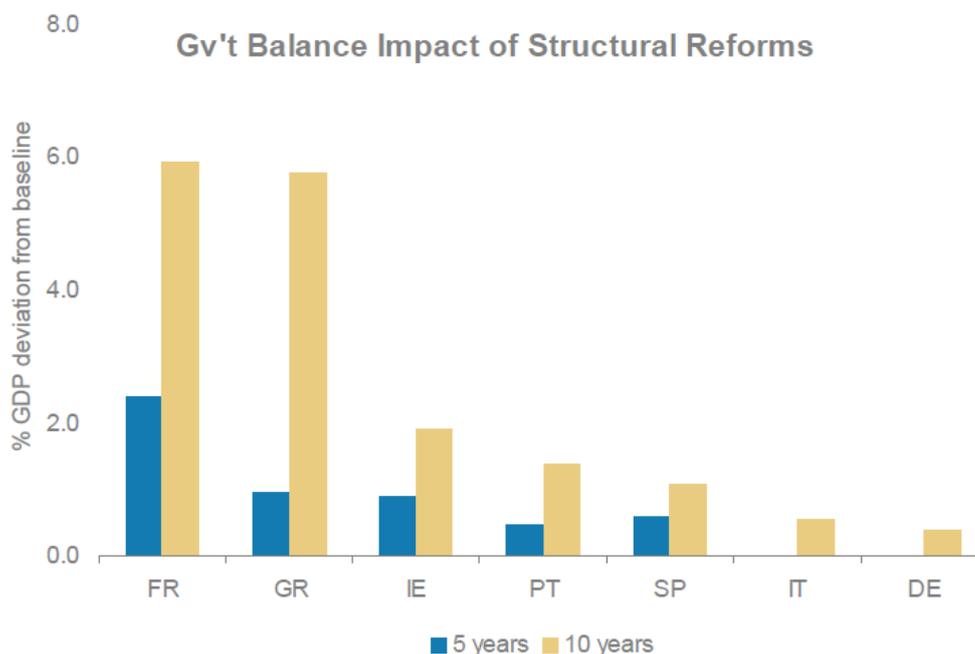
Source: European Commission – DGECFIN, Morgan Stanley Research

圖 7 結構改革於 5、10 年後改善貿易餘額之效果



Source: European Commission – DGECFIN, Morgan Stanley Research

圖 8 結構改革於 5、10 年後改善政府赤字之效果



Source: European Commission – DGECFIN, Morgan Stanley Research

綜上所述，結構改革所帶來的潛在效益是非常龐大的，而且南歐的小型周邊國家可能受惠最大。若所有的國家共同採行改革，其對 GDP 帶來的正面效果更勝於單一國家進行結構改革。另外，各國所需要進行的改革項目並不一樣，需視各國的自身狀況而定。

實證上發現，從實行結構改革，到對總體經濟帶來明顯的效果，兩者之間有一段顯著的時間落差。主要原因如下：

(1) 執行面需要時間——例如：假設改革內容涉及促進提升女性的勞動力參與率，在執行層面，可能需要時間來創造更多的托兒設施。

(2) 行為因素——結構改革需要一段時間才對某特定指標帶來可衡量的影響，因為家戶與企業需要時間來調整他們的行為模式。例如：在創造了更多的托兒設施後，仍需要一段時間，統計數據才會顯示女性的勞動力參與率提升。

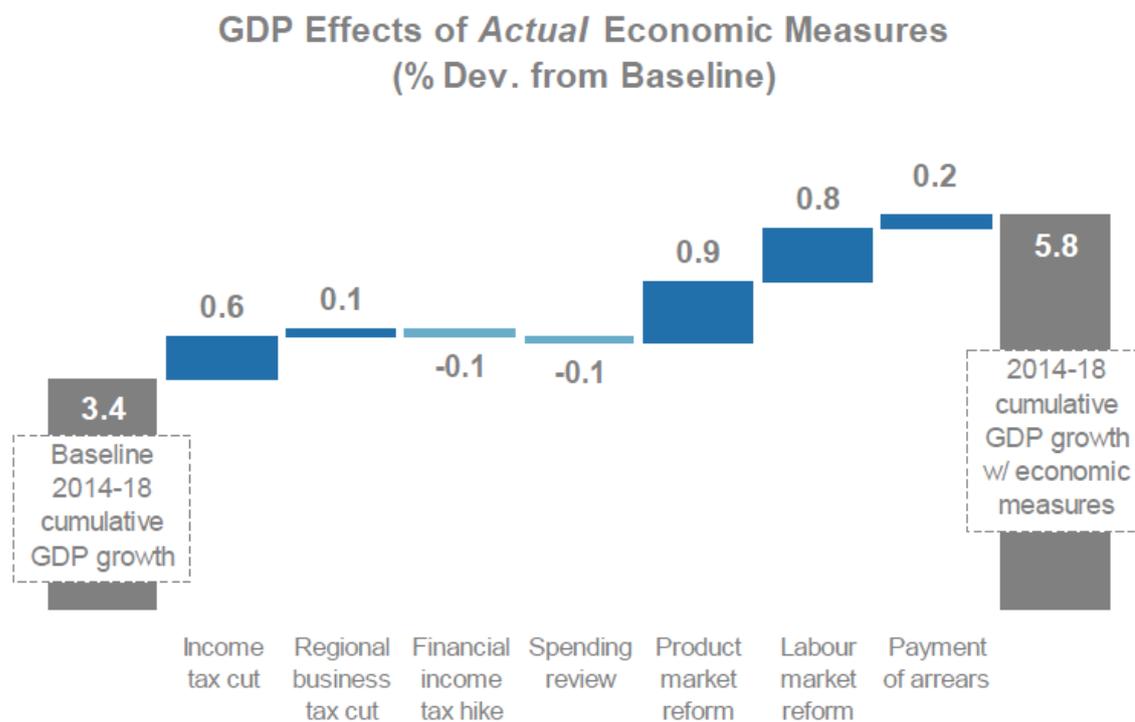
(3) 需求情形——非常低迷的經濟活動、緊俏的信貸條件、公部門與民間部門去槓桿化 (deleveraging) 的活動，都可能使結構改革的所帶來的效益延後顯現，甚至在短期內先帶來反效果。例如：勞動市場與年金制度的改革，或許可以幫助創造就業，並使改善政府財政，使之更能永續發展；然而，若在經濟衰退期間推動這些改革，其立即的效果可能是人們為因應不確定性而降低支出、增加儲蓄，反而拖累經濟復甦的動能。

(4) 預算成本——有些改革措施在正式執行前，難以量化其總支出金額，因而可能減弱改革的影響，特別是有些改革措施涉及增稅或是帶來重大的財富重分配效果。

(三) 目前歐元區國家的結構改革進度

目前歐元區國家實際上到底完成了多少結構改革？其效果與前節所述之標準有多少差異？根據歐盟的國家改革方案 (National Reform Programmes) 下，所有的歐盟國家都要繳交國內的改革報告供歐盟執委會審視。然而，這些報告很少包含上述評估，因此需要從其他資訊中來衡量。

圖 9 義大利近年結構改革與刺激景氣措施對 GDP 之影響



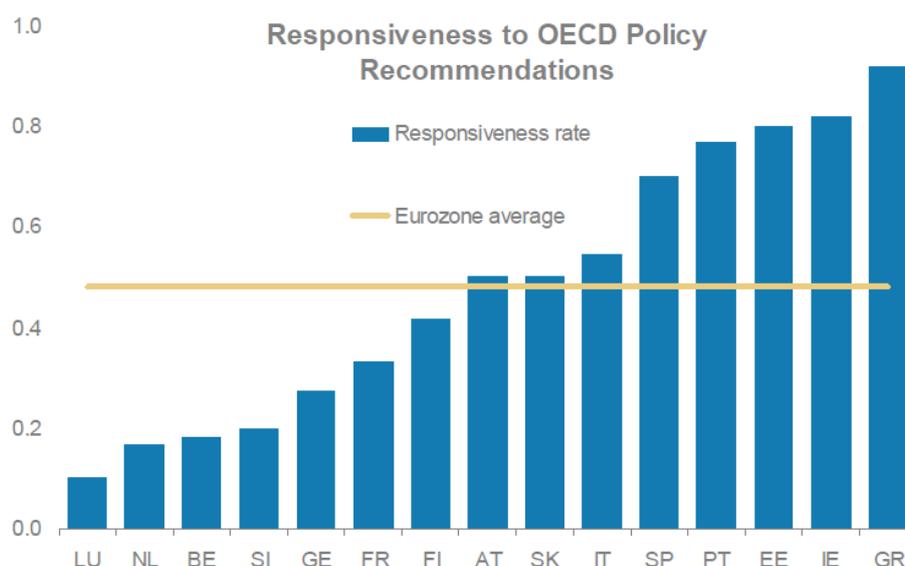
Source: Italian Government, Morgan Stanley Research

義大利為少數提供較完整資訊的例外國家，該國明確列出已進行的改革內容，與可能的效果。圖 9 為過去 2 至 3 年義大利政府所採之結構改革措施與對抗景氣循環的措施對 GDP 之影響。對抗景氣循環之措施（如：減稅與付清拖欠金額等）已付諸實行，但大多數的結構改革措施才剛開始推動。義大利似乎能透過短期的需求面刺激，加上中期的供給面改革，達成刺激經濟成長的目標。雖然其改革規模尚不足，仍有許多障礙有待排除：大部分的工資協議仍受限於集體議價，而非依個別公司分散協議，且工會力量仍非常龐大；但是，新任總理 Matteo Renzi 所屬政黨在選舉中意外大勝，使目前的政治氛圍更強化了繼續推動結構改革的傾向。

至於其他國家，可以參照各國對 OECD 政策建議的回應或落實程度，建構一個評分系統來衡量：若對某一政策建議已採取了有意義的重大行動，則得 1 分，反之得 0 分。雖然這種方式並未區分不同措施本身的重要性，因此無法用以評估整體改革成效，但可簡單清楚地直接進行跨國比較。

如圖 10 所示，義大利為改革所付出之努力，約為歐元區國家的平均值；希臘、愛爾蘭、葡萄牙等小國則付出了高於平均的努力，然而這並不代表這些國家在結構上強過那些看似不太努力改革的國家，僅代表這些國家已在進步當中，但可能是從一個疲弱的經濟基礎上開始進步。德國、法國、荷蘭、比利時等國雖然看似推行較少改革，亦不代表他們在結構上比較虛弱，只是代表這些原本經濟體質較強健的國家，相對於在歐債危機中受重傷的國家而言，沒有持續進步或拉大領先距離而已。

圖 10 各國回應 OECD 建議改革項目之努力程度



Source: OECD, Morgan Stanley Research

(四) 目前可看到的改革成效

表 1 至表 3 列出 OECD 對這些國家的一些建議改革事項，以及這些國家是否已於 2012-2013 年間採取行動來落實改革，表 4 統計 OECD 對各國所提出建議之數量與各國已有所行動的方案數量。由表中可發現，西班牙及葡萄牙已進行了較多改革，義大利亦在進步中，但希臘的進度仍落後。

表 1 OECD 建議之「藉降低商品與勞動市場的障礙以增加勞動需求」措施與各國是否已採行動

	德國		法國		義大利		西班牙		葡萄牙		希臘		愛爾蘭	
	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動
降低產業的進入及競爭障礙														
▪ 專業服務業	v	x	v	x			v	v	v	v	v	v		
▪ 零售通路業			v	x			v	v	v	x				
▪ 網路產業	v	x	v	x			v	x	v	v	v	v		
▪ 所有商業部門					v	v			v	v	v	v		
降低稅楔與基本工資			v	v	v	v								
改革薪資議價系統或最低工資			v	v			v	v	v	x				
就業立法改革														
▪ 簡化資遣程序			v	v										
▪ 縮短司法審判程序					v	v								
▪ 縮短提前通知期間或資遣費							v	v	v	v				
▪ 放寬個人或集體的有理由解雇條件							v	v	v	v				
▪ 改為制式合約							v	x						

表 2 OECD 建議之「藉增加勞動參與誘因，協助就業媒合與創造以促進就業」措施與各國是否已採行動

	德國		法國		義大利		西班牙		葡萄牙		希臘		愛爾蘭	
	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動
改善失業救濟之設計及整合														
▪ 縮減失業救濟福利			v	x										
▪ 強化主動式方案			v	x										
▪ 加強創造就業之補助系統													v	x
▪ 讓失業救濟依工作可得性與找工作標準而定							v	v	v	x	v	x		
▪ 擴大失業救濟範圍但依失業期間長短調整					v	v								
▪ 強化協助就業輔導與媒合的系統					v	x			v	x			v	v
▪ 強化公務員的監督與衡量系統					v	x	v	v			v	x		
提升女性的勞動力參與率														
▪ 增加家戶第二人或單親父母出外工作的財政稅務誘因	v	x											v	x
▪ 著重勞動市場的二元性並改革就業保護法	v	x												
▪ 增加托兒服務	v	v											v	x

表 3 OECD 之其他建議措施與各國是否已採行動

	德國		法國		義大利		西班牙		葡萄牙		希臘		愛爾蘭	
	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動
促進勞工技能發展、競爭力與廣泛累積人力資本														
強化技職教育與訓練			v	x	v	x				v	v			
提高獎學金與以收入為依據之學費減免			v	x										
提升初等與中等教育的效率					v	v	v	v			v	x		
提升中等教育的效率			v	x										
提高高等教育的效率					v	x					v	v		
提升公部門與民間部門的效率														
減低政府對企業持股或公股企業的營運													v	v
改革破產程序													v	v
提高公共研發的有效性													v	v
將稅制改為較偏向間接稅	v	x												

表 4 OECD 之建議項目數量與各國已採行動

德國		法國		義大利		西班牙		葡萄牙		希臘		愛爾蘭	
建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動	建議	行動
6	2	11	3	9	5	10	8	10	6	7	4	7	4

表 1 至表 4 僅為極簡易的計算方式，未必能完整呈現各國改革的全貌。儘管如此，此表格仍能以淺顯易懂的方式，為各國為改革所盡之努力作出初步的評估。由上表檢視各國的改革成效可知：

(1) 西班牙領先，德國、法國落後：在 2012-2013 年間，德國實行了 OECD 建議的 6 項改革中的其中 2 項，達成率為 33%；法國實行了 OECD 建議的 11 項改革中的其中 3 項，達成率為 27%。義大利表現較好，在 OECD 建議的 9 項改革中，實行了 5 項，達成 56%；而西班牙表現更好，在 OECD 建議的 10 項改革中，實行了 8 項，達成 80%；其他小國的達成率則介於中間。

(2) 不同的問題有不同的解決方法：OECD 給各國的建議並不相同，因各國原面臨的困境不一，故須採不同的改革來改善，簡述如下。

- 德國仍應自由化其服務業部門，繼續提高女性的勞動力參與率，並重新平衡稅收來源，增加間接稅的比重；另一方面，德國已自由化了其網路產業。
- 法國應降低其服務業、零售業與網路業的進入及競爭障礙；縮減失業補助，補強主動的勞動市場政策，強化職業教育、訓練與中等教育。然而，法國已簡化了解雇的

流程，改革了薪資議價系統，並降低了稅楔(tax wedge)。

- 義大利應強化主動的勞動市場政策，改善職業教育、訓練與高等教育。然而，義大利已降低了許多產業的進入及競爭障礙，縮短司法審判程序，降低稅楔，並已採取措施改善其初等及中等教育的效率。
- 西班牙應繼續自由化其網路產業，並改為較制式的勞動契約。然而，西班牙已自由化了其服務業和零售業，改革了薪資議價系統、失業補助與主動的勞動市場政策，且已致力改善其初等及中等教育的效率。
- 葡萄牙應自由化其零售產業，改革薪資議價系統，並重新設計失業補助系統與勞動市場政策。但葡萄牙在許多產業的自由化已頗有進展，並簡化與降低遣散員工的程序和成本，強化了職業教育、訓練。
- 希臘應重新設計失業救濟系統與勞動市場政策，並改善其教育體系的效率。但希臘已開放了經濟體中的許多產業。
- 愛爾蘭應更妥善地設定新增就業的補助目標，增加家戶中第二人或單親父母出外工作的財政稅務誘因，並改善托兒服務。然而，愛爾蘭已強化了就業媒合協助的資源，且已降低了商品市場競爭或創業的障礙。

(3) 競爭力改善了，但尚未增加就業：歐元區的周邊國，

除義大利以外，已恢復了大部分其自進入歐元區後所喪失的競爭力。這對於出口和資本支出而言，都是好現象。然而，在部分地區中，結構型失業仍相當高，實際失業人數降低得非常緩慢甚至停滯；勞動力參與率（尤其是 50 歲以上人口）在許多國家仍然過低；這些現象都不利長期的經濟成長，也不利短期的消費支出。

（4）商業環境尚未改善到位：也許是因為經歷了非常深的經濟衰退，即使許多領域已開始改革，對整體經濟帶來的效益卻尚未顯現。歐盟執委會表示，希臘與義大利在某些問題較大的指標上表現得較危機前還差，但某些先前較弱的環節已見改善。西班牙和葡萄牙的問題較少，且整體而言已在改善。

（5）還有很多改革措施紛紛上路：過去幾個月，各國政府已宣布了越來越多的改革措施，因此應有許多尚未被表 1 至表 3 囊括的效果逐步將出現，然而，實際效益大小仍取決於措施宣布後是否有落實，以下列幾個國家為例：

- 法國：目前的改革策略聚焦於經濟的供給面，著重提升競爭力、打破勞動市場的僵固性與公共財政失衡的狀況。然而，供給面的政策改革，通常要到中長期才能顯現效益。

- 義大利：新總理 Renzi 率領的新政府計畫改革政府行政體系與制度，以降低政治不穩定性，然而上述計畫是否能付諸實際改革行動，仍有待觀察。
- 西班牙：政府已實行了勞動市場的改革，改善商業環境，增強國內的競爭環境，縮減行政程序負擔，以促進企業成長，並確保可永續利用的能源系統，最近亦宣布稅改，效益應可逐漸顯現。

（五）小結

Morgan Stanley 認為，改革的廣度及深度須大到突破關鍵規模才會有效，因為歐元區的長期經濟成長展望，並非僅靠短期的財政政策或貨幣政策就能激勵向上，而是取決於結構改革是否能強化經濟體質而定。

三、新興市場的現行成長模式：只靠消費支撐？

(一) 過去新興市場經濟成長的雙引擎

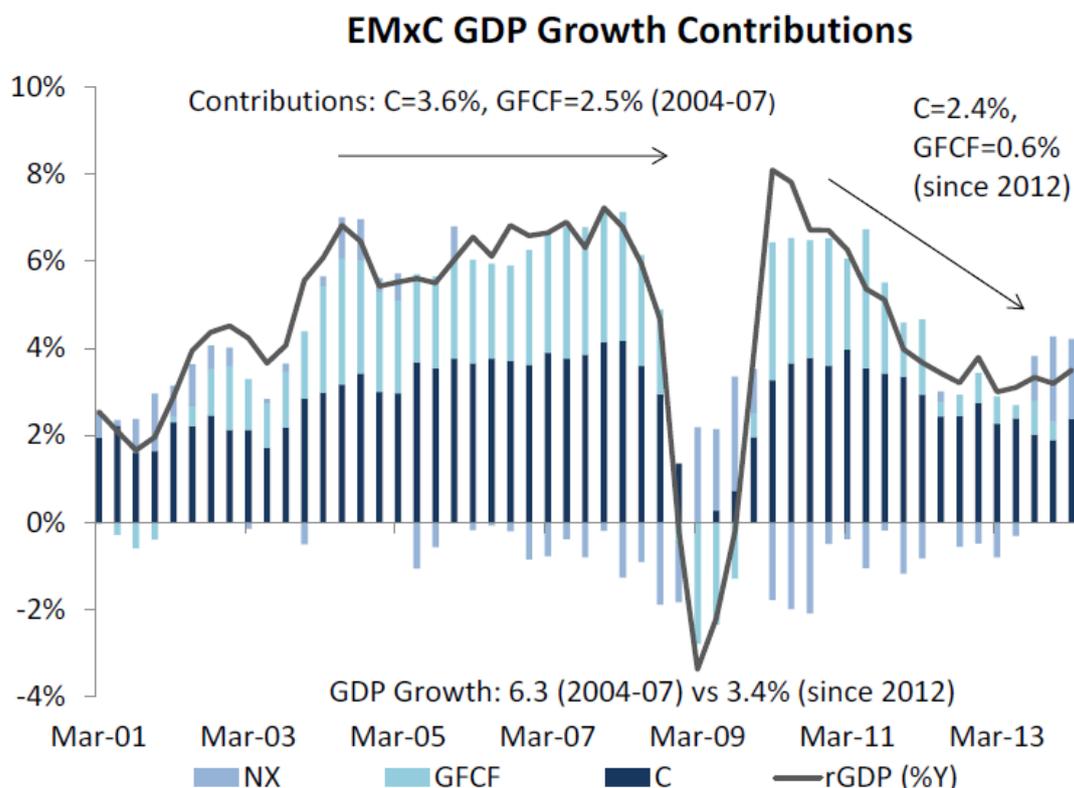
在金融危機前的 2004-2007 年，不含中國大陸的新興經濟體平均年成長率高達 6.3%，而其經濟成長來源為「消費」與「投資」兩大引擎。消費成長貢獻了 GDP 成長的一半以上，而投資成長亦強，佔新興市場 GDP 成長的 40%。這種消費與投資共同帶動的雙元、平衡成長模式，常見於大多數的新興市場國家，然而，不同區域的新興市場，其成長模式又略有不同：中歐、東歐、中東、非洲（Central and Eastern Europe, Middle East, and Africa，簡稱 CEEMEA）與拉丁美洲（Latin America，簡稱 LatAM）較側重消費成長，淨出口（Net Export，簡稱 NX）對亞洲新興經濟體（Asia ex Japan，簡稱 AXJ）的貢獻則較大，但淨出口對其他新興市場地區而言，則有小幅負貢獻，然而，相同的是，投資為上述所有地區經濟成長的主要動力之一。中國大陸為一例外，經濟成長大部分皆靠投資驅動，消費的貢獻較小。

雖然亞太以外的新興市場進口大於出口，淨進口對經濟成長率帶來微幅的負貢獻，但出口活動卻扮演著驅動投資成長的重要角色。對基礎設施與製造業部門的投資，以及隨之而來的就業、收入和消費的成長，亦帶動進口的成長；如此一來，出口與進口相抵，故在全球金融危機前，淨出口對亞太地區以外的新興市場成長幾無正貢獻，儘管如此，出口仍是帶動投資、提升成長的重要驅動力。

(二) 新興市場經濟成長只剩下單一引擎

金融危機過後，總體經濟環境已與從前有很大的差異。不含中國大陸之新興經濟體經濟成長率大幅放緩，GDP 年增率比危機前低了約 3 個百分點，更嚴重的是，「投資」亦大幅放緩，喪失了驅動經濟成長的功能（見圖 11）。因此，新興市場經濟成長只剩下「消費」單一引擎，而目前的消費又需靠財政政策與貨幣政策的支持，恐非長久之計。

圖 11 不含中國大陸之新興經濟體 GDP 成長之組成成分



Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Research, C stands for Private Consumption, GFCF for Gross Fixed Capital Formation, NX for Net Exports. C+GFCF+NX contributions don't add up to GDP growth due to I (Inventory Investment) and G (Government Spending) exclusion

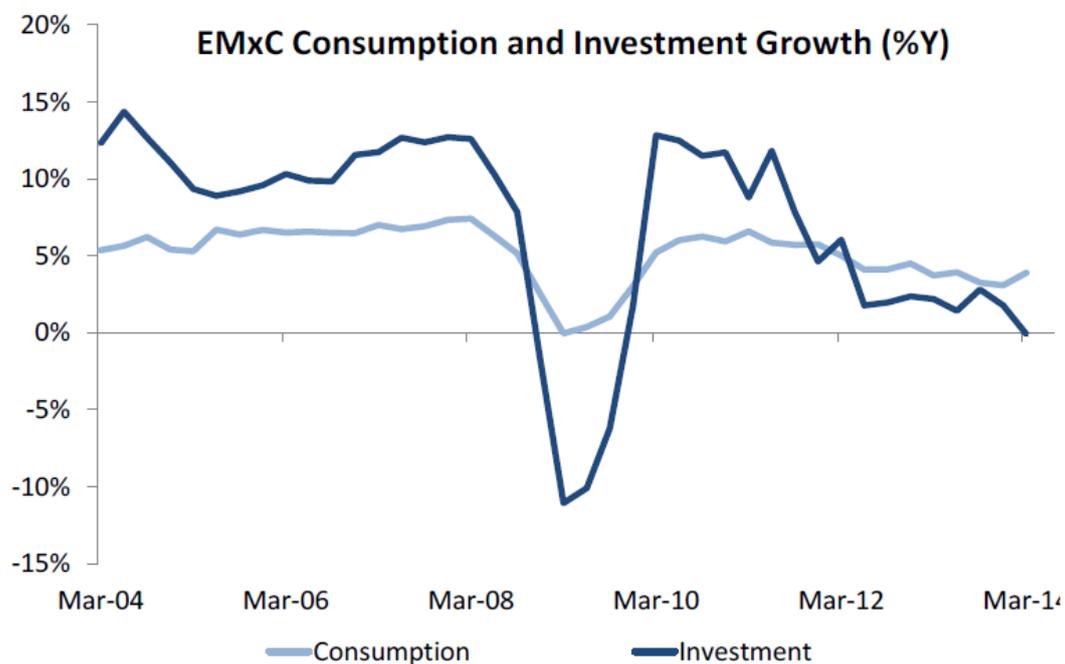
如圖 11 所示，經濟成長下降，與消費（圖中的 C 代表 Consumption）及投資（圖中的 GFCF 代表 Gross Fixed Capital Formation，固定資本形成總值，亦即投資）的貢獻度降低有關，但投資的貢獻度已下降到接近於 0。

分區域而言，中歐、東歐、中東、非洲與拉丁美洲的投資下滑較多，而亞太地區新興經濟體的投資則表現不一，北亞新興經濟體的投資較強，但印度則受貪腐醜聞與行政拖延之影響使投資驟減。另一方面，整體新興市場的消費成長力道較強，特別是亞太新興經濟體的消費表現最好。

淨出口的貢獻已轉正且放大。然而，對於如歐洲周邊國等部分地區而言，出口轉正乃是因為內需疲軟、進口不振所造成：出口成長偏低，但進口成長更低，使進出口增加，對經濟造成正的貢獻；然而，這種正貢獻並非代表經濟強健的好現象。

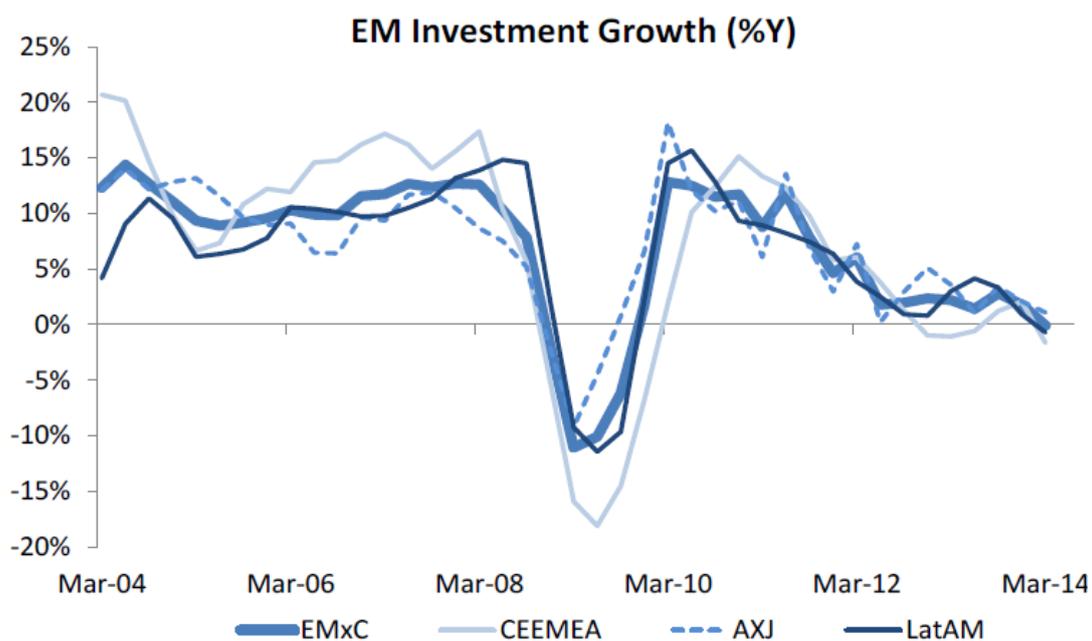
另外，投資與消費較金融危機前弱，並不僅僅只是對經濟成長的貢獻度降低，事實上，投資與消費的實質成長率亦較低，如圖 12 至圖 14 所示。然而，消費本身的表現較佳，特別是亞太新興經濟體並未出現明顯的消費下滑，僅是品質下降。而且在諸多新興經濟體中，也有一些例外的表現，例如：台灣、南韓、匈牙利與柬埔寨的投資成長已明顯回升或幾乎未曾大幅下滑，而台灣、印尼、馬來西亞、秘魯與柬埔寨的消費亦展現顯著回升的趨勢。

圖 12 新興經濟體投資停滯、僅消費成長



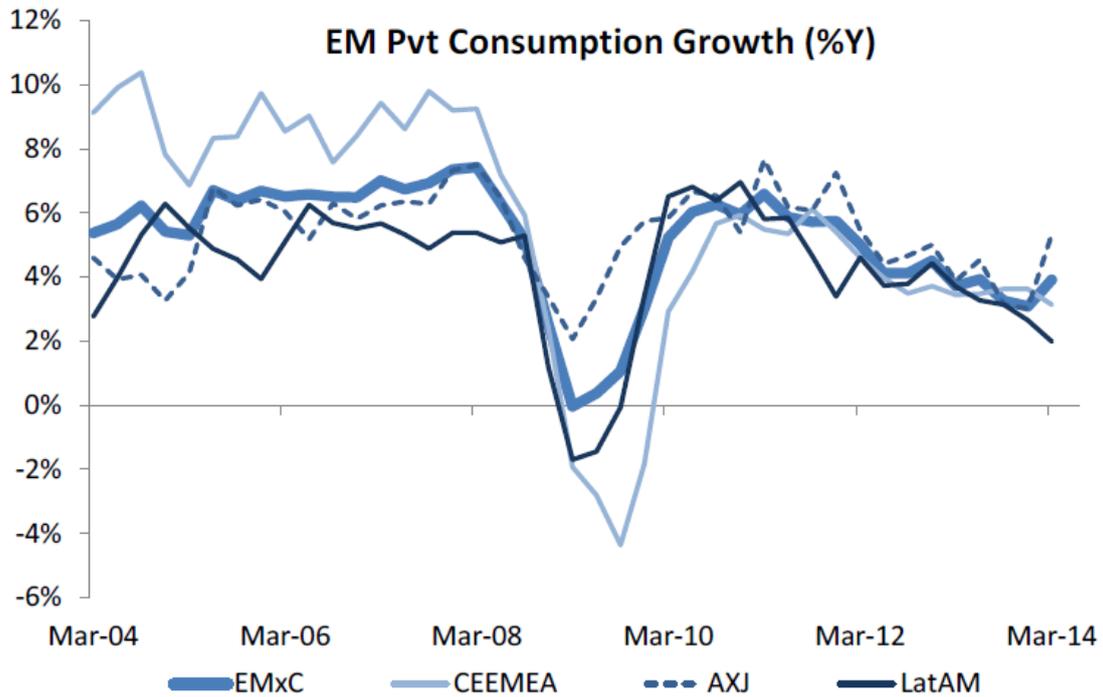
Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Research

圖 13 各區域新興經濟體投資成長



Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Research

圖 14 各區域新興經濟體消費成長



Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Research

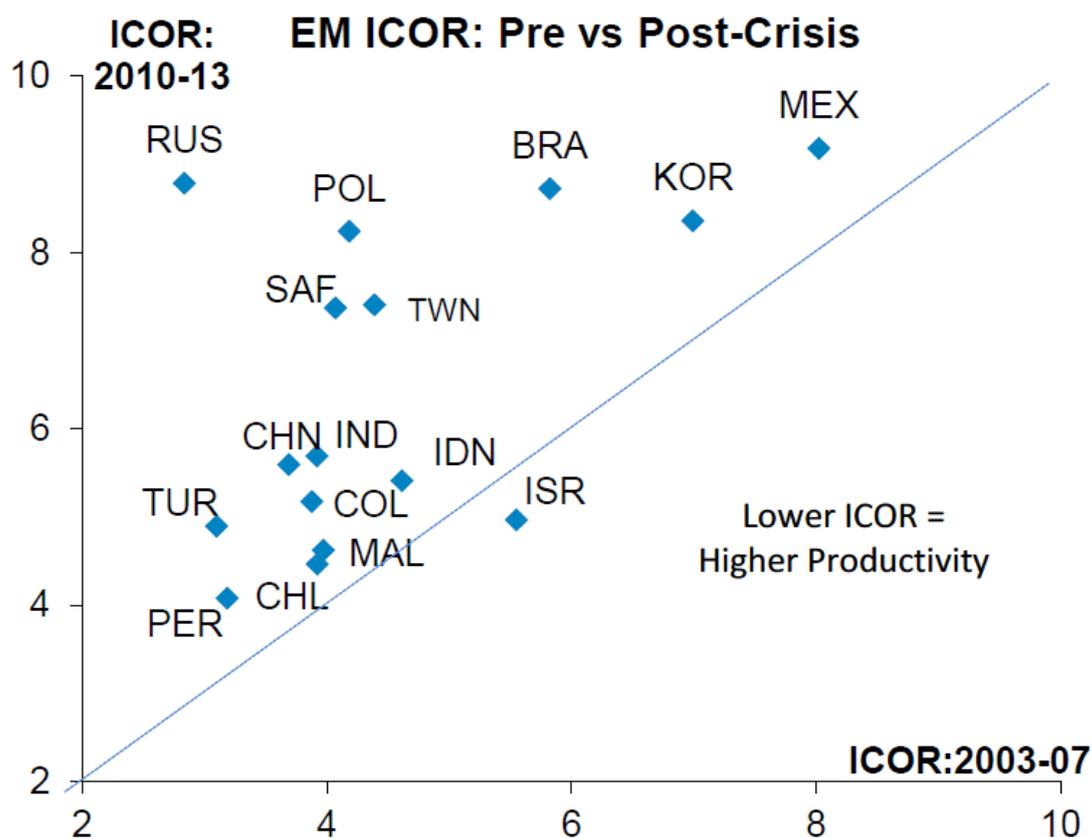
投資為驅動所得與消費成長的重要因素，目前多數新興經濟體的投資成長熄火，支撐消費的動力僅剩下政策的刺激與既有的消費動能：除了雙赤字經濟體以外，多數國家皆靠擴張性貨幣政策與各自的財政刺激方案，支撐民間消費支出，另外，許多國家的選舉即將到來或剛結束，政治人物多極力穩定勞動市場，支持薪資與消費成長，然而這些短期政策都無法支持消費持久成長。特別是全球實質利率將逐步正常化，伴隨通膨上升，難以繼續維持寬鬆的貨幣政策。

這種既不平衡又無法持久的成長模式，是危機也是轉機。若可重新啟動高效率、有生產力的投資循環，不僅能提高經濟成長，還可支撐所得與消費支出持續成長；然而，若未藉

機進行結構改革，未能以有生產力的方式增加投資，則經濟成長將繼續偏低，且經濟體也較不穩定，容易受外力干擾而陷入衰退或危機。因此，新興經濟體有必要轉向生產力高的投資，不僅可改善經濟成長的品質，也可減輕政府被迫持續推出刺激消費措施的壓力。

(三) 新興市場的投資下降之原因

圖 15 新興經濟體新增資本產出比率大多上升



Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Research

新興經濟體普遍有新增資本產出比率（Incremental Capital Output Ratios，簡稱 ICOR）惡化的情形：需要更多新增資本才能產生相當的產出，顯示有資源配置失當，生產力下降的問題，如圖 15 所示，多數新興經濟體在 2010-2013 年的 ICOR 較 2003-2007 年高，亦即 2010-2013 年間，平均需投入較多的新資本，才能產生與 2003-2007 相當的產出水準，因此可看出 2010-2013 年的生產力較低。

在過去數年，各經濟體因為系統性與個別因素而投資低落。系統性因素指的是：美國從新興市場的消費者逐漸轉變為競爭者，美國的製造業開始在國內製造一些從前自新興市場進口的產品，而近年已開發市場的經濟成長亦較低，使得新興經濟體的出口表現遲滯，大不如前。另外，中國大陸經濟成長放緩，也衝擊到原物料出口國，亦拉低新興市場的經濟成長率。由於已開發國家和中國大陸需求減少，故新興經濟體的出口與原物料產業的投資報酬率均降低。

就個別因素而言，新興經濟體投資疲弱主要有三大原因：

（1）原物料出口國剛結束了一段長達十年的原物料榮景，這些國家過去數年過度投資於原物料產業。巴西過去為一相對較封閉的經濟體：出口規模相對不大，但出口產品多元；然而 2010-2011 年有大量民間投資與外國直接投資湧入其原物料部門。即使智利與挪威為唯二擁有原物料基金避免貿易

條件影響國內誘因的國家，但智利於過去五年仍有大量投資湧入銅礦產業。

(2) 亞太新興經濟體則有信貸過度成長，造成槓桿運用過高的問題：信貸成長的速度遠高於名目 GDP 成長率。通常信貸暴增 (credit booms) 的晚期易發生資源配置錯誤，生產力下降，而在許多新興經濟體都可看到此情形。

(3) 對全球資金與流動性的不確定性，加上近期各國有許多選舉，都使企業信心低略，壓抑投資。

(四) 轉機與小結

新興經濟體的投資成長是否有復甦的跡象？根據 Morgan Stanley 對新興經濟體的觀察，歸納出以下三點：

(1) 台灣、南韓、波蘭與柬埔寨的投資成長已恢復向上趨勢，且投資範圍廣大。這些經濟體未必需要大幅修改其經濟成長模式，因多為較成熟的經濟體，柬埔寨雖非成熟經濟體，唯其成長模式亦沒有太大的問題。

(2) 印度和墨西哥的投資支出仍略為落後，但可望受惠於結構改革與景氣循環向上而加速。

(3) 俄羅斯、南非與巴西的投資前景仍未見曙光，主因為

景氣仍弱，且亦受困於結構問題，例如：俄羅斯和巴西仍受荷蘭病（Dutch disease）所苦。南非剛經歷了長達5個月的白金產業罷工，近期又面臨另一場罷工，使其原本就高度保護的勞動市場條件更為艱困。

新興市場需要恢復「有生產力的投資」，方能永續支持新興經濟體的消費與經濟成長。截至目前為止，僅有部分較成熟、問題較少的新興經濟體展現投資的意願，而墨西哥、印度等宣示推行改革的國家尚未將其承諾兌現，至結構上問題較嚴重的國家如俄羅斯、巴西、南非等，則亟待展開重整、改革的工作，以穩定景氣、重新恢復有生產力的投資、步上經濟持久成長的正途。

四、心得與建議

歐元區國家雖大部分為已開發經濟體，但自歐債危機爆發以來，潛在經濟成長率恐已腰斬，GDP 年增率甚至可能低於 1%，且失業率偏高，尤其是青年失業率更為嚴重問題，再加上物價成長低迷，恐有陷入如同日本失落二十年的風險，因此目前亟需進行改革以降低槓桿、重新平衡並強化經濟體質。

歐元區的長期經濟成長展望的高低，取決於結構改革的成果好壞。ECB 總裁 Mario Draghi 曾於 2014 年 6 月 5 日貨幣政策會後記者會上再度強調結構改革的重要性，他指出，歐元區已採許多重要措施來增加勞動與商品市場的競爭力與調整能力，然而，各地的進度不一，且仍有許多工作尚未完成。貨幣政策或財政刺激政策無法直接提振長期經濟成長趨勢，僅能夠為各國「爭取時間」以推行改革。ECB 雖推出寬鬆政策，若歐元區各國能把握機會進行合適的結構改革，調整體質，則可望扭轉歐元區潛在經濟成長率的頹勢：Morgan Stanley 估計或可增加潛在經濟成長率約 0.5 個百分點；特別是南歐國家可能最明顯感到結構改革帶來的好處。

另一方面，原本帶動全球經濟發展的新興經濟體，在全球金融危機後，亦面臨過去的成長模式不再管用，經濟成長大幅放緩的問題：從前新興經濟體的成長由投資與消費雙引擎帶動，然而在投資效率下降，投資成長近乎停滯之下，目前僅剩消費推動經濟成長，而單靠消費無法持久支持經濟成

長，因此新興經濟體亦需要針對各自的問題與經濟結構特性，審慎規劃、推行結構改革，以重新刺激有效率的投資，進而持續帶動消費，恢復經濟成長的動力。

至於我國，雖然和其他新興經濟體相比，較接近成熟經濟體，根據 Morgan Stanley 的研究，看似沒有嚴重的結構問題。但我國維持在新興經濟體名單中已有很長的時間，卻遲遲無法正式成為已開發經濟體；如同 MSCI 考慮多年後，仍於 2014 年排除把台灣歸入成熟市場的名單中，我國要跨進成熟經濟體的領域，仍差臨門一腳，且為很重要的一步。

過去在經濟表現上，南韓常與台灣齊名，甚至不如台灣，然而近年南韓已極力實行經濟與金融改革，其產業與產品目前已在世界舞台上發光發亮，與日本接近；而我國仍有許多改革與努力的空間。南韓雖還有許多其自身的問題待解，我國亦應把眼光放遠，找到適合的長期發展策略，推動必要的結構改革，以創造更多價值，持續提升生產力、競爭力。

上述改革與發展方向可包括：提供更完善的軟硬體基礎設施，有利創業及公平競爭的環境；並針對台灣人口結構、人力與物產資源與地理位置等特性，協助產業轉型。惟仍需注意公平分配，因兩極化社會潛藏不穩定因素，不利長期發展；亦需注重環境保護、文化保存，善用自身獨特的條件，開創高附加價值的在地經濟；期能早日邁入已開發經濟體的行列，且能不斷突破經濟成長各階段的困境，永續發展。

* 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。

參考資料

1. Fels, Joachim et al (2014) “The Global Macro Analyst: Consumption in EM – Last Man Standing?”, Morgan Stanley, July 16
2. Antonucci, Daniele (2014) “Euroland Economics: The Structural Reforms Debate: Truth and Myth”, Morgan Stanley, July 1
3. Morgan Stanley 2014 年官方機構研討會資料