

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書
(出國類別：其他)

**參加 Barclays 官方機構研討會
(Official Institutions Conference)
心得報告**

服務機關：中央銀行

姓名職稱：李耀祖 二等專員

派赴國家：英國

出國期間：103 年 9 月 6 日至 103 年 9 月 12 日

報告日期：103 年 11 月 3 日

摘要

本次 Barclays 官方機構研討會（Official Institutions Conference）在該行倫敦辦公室舉辦，主要參加人員包括來自歐、亞、非洲等國之中央銀行及政府投資機構（如 CIC、GIC、MAS 等）約 30 餘人，為一小型的研討會。研討會內容包涵全球總體經濟回顧、現況分析、未來展望、利率政策、近來金融規範發展及衝擊等多項議題。

面對美國 Fed QE3 即將退場，利率政策可望轉為正常化；而歐洲仍深陷通貨緊縮的泥沼，期待 ECB 的進一步行動；日本則是因為調升消費稅後，通膨數字又停滯不前。與會人士都十分關注歐美日等國的經濟展望及 Barclays 專家對未來的預測。另金融風暴後，各國金融監管當局都加強金融規範，尤其是對金融機構的流動性控管，隨著各國相關法規的立法及施行，也直接影響到金融機構投資相關債券的行為及偏好，亦影響相關債市的流動性及表現。最後，由於中國對世界經濟的影響力已不可同日而語，中國近期經濟增長減緩，房市下挫，引發全球投資人的關注，研討會中亦從人口趨勢的角度切入，解讀中國為何無法繼續保持 2 位數的經濟成長，並分析中國房市的問題所在。

故本報告僅就研討會中討論的三大重點：全球經濟展望、金融規範對相關債券市場的影響－淺談 LCR（Liquidity Coverage Ratio）對 Covered bond 及 SSAs 市場的衝擊及中國經濟發展現況做一簡單的介紹。

目 錄

壹、前言	1
貳、全球經濟展望	2
一、已開發國家	2
二、開發中國家	4
參、金融規範對相關債券市場影響－淺談流動性覆蓋比率 LCR 規定對 Covered bond 及 SSAs 市場的衝擊	5
一、LCR 產生背景	5
二、流動性覆蓋比率(Liquidity Coverage Ratio, LCR)	5
三、全球金融機構持有合格 LCR 資產概況	6
四、Covered bond 及 SSAs 債市投資概況	7
五、歐美立法概況	8
六、歐元區制訂 LCR 規則之影響早已發酵	10
肆、中國經濟發展現況	13
一、中國大陸經濟發展已到路易斯轉折點	13
二、金融及財政危機的風險升高	14
三、中國大陸房市出現結構性的改變	15
四、Barclays 對中國大陸未來走勢的預期	17
伍、結論	19

壹、前言

本次 Barclays 官方機構研討會（Official Institutions Conference）在該行倫敦辦公室舉辦，主要參加人員包括來自歐、亞、非洲等國之中央銀行及政府投資機構（如 CIC、GIC、MAS 等）約 30 餘人，為一小型的研討會。

研討會內容涵蓋全球總體經濟回顧、主要國家（美、英、歐洲、日本、澳洲、中國等）經濟現況、美國與歐洲利率政策、歐洲主權債市展望、新興市場發展、資產配置（Asset allocation）、近來金融規範發展及衝擊、金融資產擔保債券（Covered bond）和 SSA 債券市場（Sovereign, Supranational and Agency bond markets）、抗通膨債券、G10 外匯投資策略以及該行的即時投資資訊系統 Barclays Live 的介紹等多項議題。

此次研討會的講者多來自 Barclays 各投資領域的專家，針對現今全球經濟情勢提出分析及看法；另外由於各國官方投資機構多為政府主權債券投資人，Barclays 也邀請到英國債務管理局(UK Debt Management Office, DMO)、葡萄牙及奧地利債務管理局官員，以發行者（issuer）的角色，報告其國家的發債原則及計劃，並回答投資人相關問題；此外，針對各國央行及官方投資機構需求，Barclays 亦邀請到世界銀行（The World Bank）、歐洲投資銀行（European Investment Bank, EIB）、荷蘭水利銀行（The Nederlandse Waterschapsbank, NWB Bank）、德國復興信貸銀行（KfW）等國際金融組織暢談其未來的發債方向供與會人士參考。

由於研討會討論題目眾多，會議時間亦十分緊湊，本報告僅就全球經濟展望、金融規範對相關債券市場的影響—淺談 LCR（Liquidity Coverage Ratio）對 Covered bond 及 SSAs 市場的衝擊及中國經濟發展的現況做一簡單的介紹。

貳、全球經濟展望

一、已開發國家：各國經濟發展速度各異，所採取之貨幣政策也截然不同。

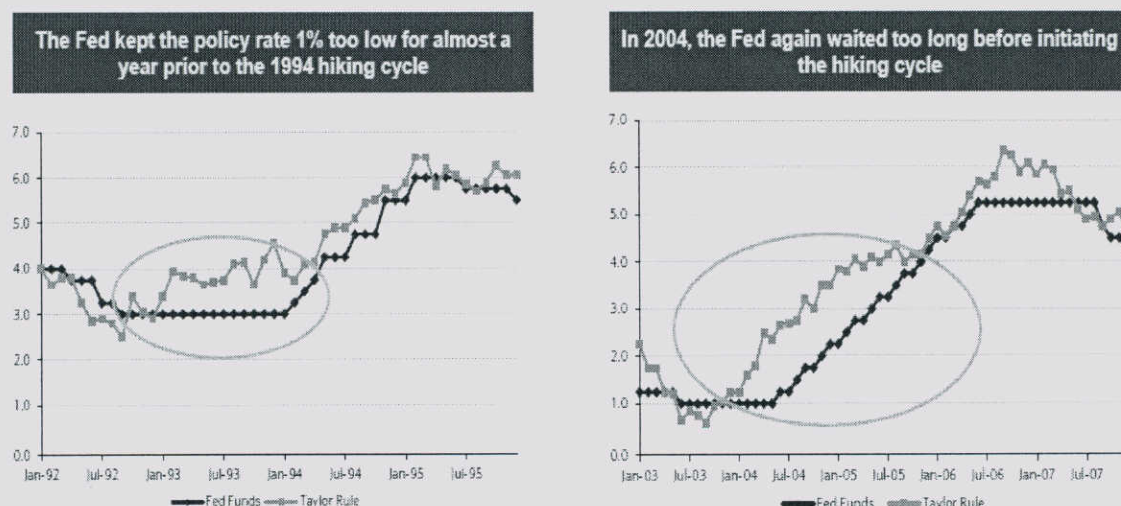
(一) 美國及英國：失業率持續下降，經濟持續復甦，英國有可能在今（2014）年年底率先升息，而美國 Fed 則是持續縮減購債計畫，並於今年 10 月正式結束 QE3 購債計畫，市場預計明年中可望升息，2015 年可能升息至 1%。最近 5 次升息循環的情形如下表：

Pace of the hiking cycle: A historical perspective

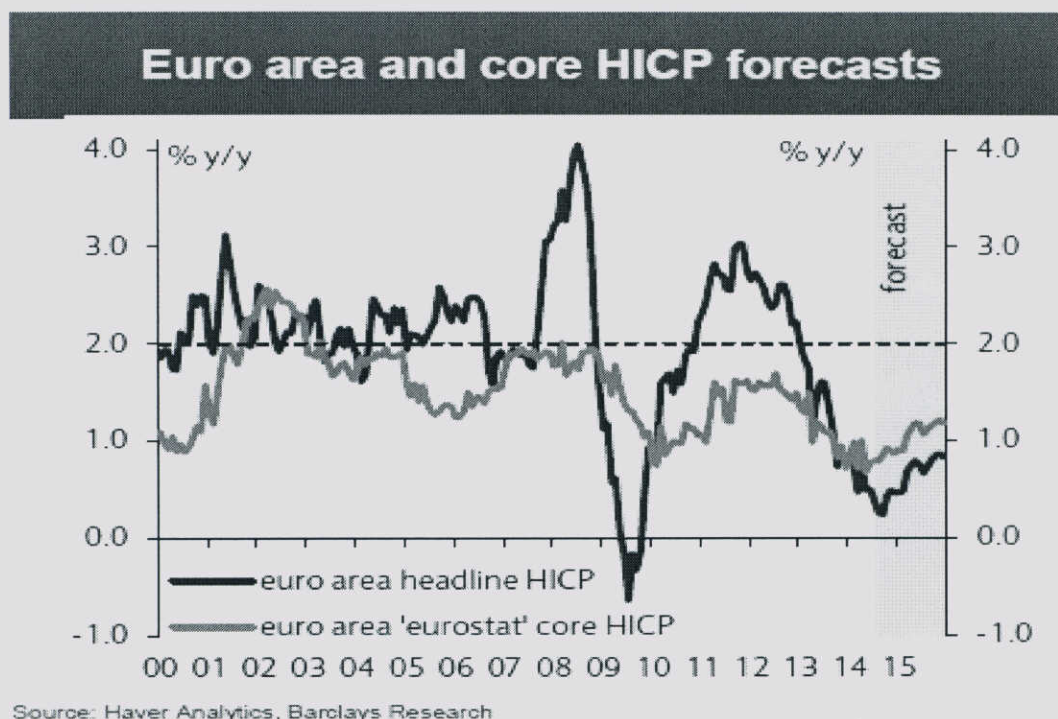
Start Date	End Date	Starting Rate	Ending Rate	Cumulative Increase, %	Length of the hiking cycle (yr)	Pace of the hiking cycle (%/yr)
May-83	Aug-84	8.50	11.75	3.25	1.3	2.49
Apr-87	Feb-89	6.00	9.75	3.75	1.8	2.05
Feb-94	Feb-95	3.00	6.00	3.00	1.0	3.02
Jun-99	May-00	4.75	6.50	1.75	0.9	2.00
Jun-04	Jun-06	1.00	5.25	4.25	2.0	2.13
Average				3.2	1.4	2.3

Source: Bloomberg, Federal Reserve, Barclays Research

而根據過往升息的經驗可以推斷，如果延遲升息腳步，則啟動升息之後的速度將會加快許多（如下圖所示）。



(二) 歐洲：由於經濟成長緩慢，失業率居高不下，歐洲在面臨全球通縮壓力及歐元匯價相對強勢之下，通貨緊縮陰影揮之不去，預期歐洲通膨率在 2015 年年底前將維持在 1%以下。(如下圖)



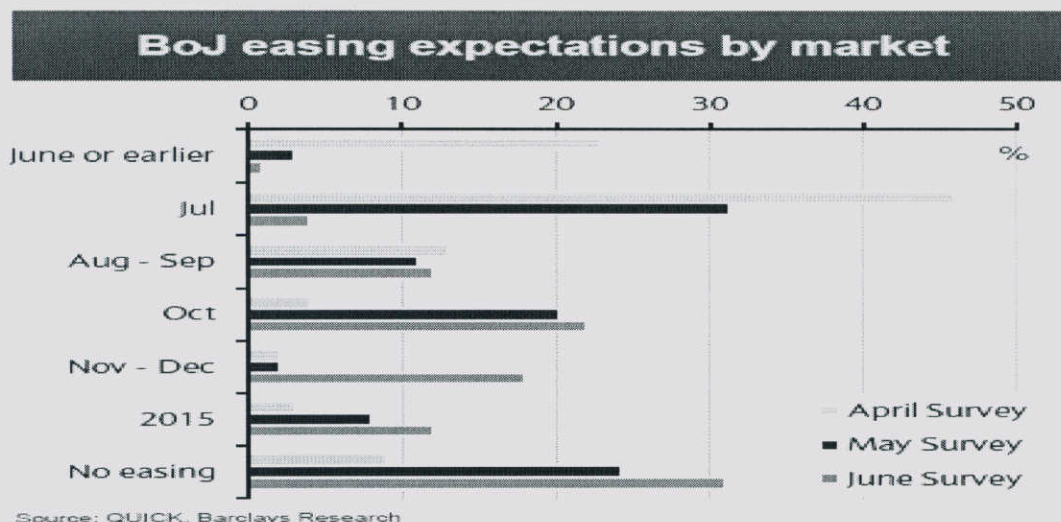
是故歐洲央行在 2014 年 9 月份正式啟動歐洲版量化寬鬆 (QE) 政策，內容如下：

1. 宣佈調降存款準備率至-0.20%，再融資利率降至 0.05%；
2. 宣布自 2014 年 10 月份起將開始購買 ABS 及 Covered bond。

ECB 總裁預估在未來 2 年內 ECB 的資產可望成長到 1 兆歐元。市場認為歐洲央行新措施的刺激力道比 FED 的量化寬鬆計畫弱，因 FED 的量化寬鬆以收購政府公債為主，而歐洲央行的新刺激措施並未包括收購政府公債，預期歐洲版 QE 很可能會有第 2 波措施，惟 ECB 所謂的「非傳統工具」—收購政府公債等措施，在 2014 年年底前應無可能。

(三) 日本：經濟可望接續成長，2014 年年底前應不會再推出更進一步的貨幣寬鬆措施。由於日本國內消費者需求強勁，財政政策持續擴張，資本支出也增加，經濟成長

可望超過 0.7%，因 BOJ 對於達成兩年內實現 2%的通膨目標深具信心，加以考慮其金融體系的穩定性，年底前應不會再推出新的寬鬆措施。（市場對 BOJ 寬鬆措施預期如下表）



惟日本央行於 10 月 31 日會議後意外擴大貨幣寬鬆，增加購買資產金額 20 兆日圓 (1820 億美元)，使每年購買額度增至 80 兆日圓。希望藉此推升通膨，減低因消費稅調升造成的衝擊。當日日股漲幅擴大，日圓兌美元貶破 110。

二、開發中國家

(一) 中國：改革與風險的賽跑

1. 歷史再次重演：每逢年初，市場上都會擔憂中國未來的經濟發展，而每年第 1 季成長大多疲軟，市場又開始擔憂其資產價格可能會大幅下跌，隨後便是小規模投資基礎建設引發的復甦，到年底全年經濟成長依舊表現不錯，只是略遜於前一年的表現，2014 年經濟仍將循上述模式發展。
2. 由於私有部門消費有減緩的跡象，中國需要更多政策刺激方能達成 2014 年經濟成長率 7.5% 的目標，房市目前看來僅是價格下跌，未到崩盤的情形。
3. 面臨人口結構老化，2016 年開始，新增的勞動力將會呈現負成長，中國若要追求長期經濟發展必須進行必要的改革，短期陣痛在所難免。
4. 人民幣短期內不可能再大幅升值，因驅動弱勢人民幣的因素並未消滅：

(1) 決策者希望創造雙向的波動（即升貶值）且仍保有適當的資金流入；

(2) 對未來經濟活動的不確定性及對房市不規則回檔的關切；

(3) 對金融體系因影子銀行部門導致失衡的擔憂；

唯有當經濟成長加速，且調整經濟發展成為優先目標時，人行才會讓人民幣適度升值。

(二) 其他開發中國家：成長高峰期可能已過。

經過過去幾年的調整，各國大多開始規劃或已經開始從事結構性改革，各國央行也較先前具備了較佳的管理能力，2014 年初擔憂美國及中國經濟發展驟然減緩的情形已不復見，加以市場零售銷售暢旺，通膨仍屬溫和。

(三) 展望：新興市場國家經濟體質已有顯著改善，若 Fed 較預期提前升息應可安然度過。

參、金融規範對相關債券市場影響－淺談 LCR 規定對 Covered bond、SSAs 市場的影響

一、**LCR 產生背景**：有鑒於金融危機後，金融監理機構加強規範，並研擬提高金融機構流動性準備的趨勢，此次研討會中特別以流動性覆蓋比率(liquidity coverage ratio, LCR)對 Covered bond 及 SSAs (sovereign, supranational and agency bond) 市場的衝擊，來探討金融債券市場受法規變動之影響。

二、**流動性覆蓋比率 (Liquidity Coverage Ratio, LCR)**：

(一) 巴塞爾銀行監理委員會 (Basel Committee on Banking Supervision, 以下簡稱 BCBS) 鑒於 2008 年金融市場發生嚴重的流動性危機，故於 2009 年底提出此一標準，以衡量並監控銀行流動性風險。

(二) LCR 係用以確保銀行握有足夠且高品質的流動性資產 (high-quality liquid assets, HQLA)，或稱為 liquidity buffer，以應付突發的短期債務需求。

(三) 計算上是以優質的流動性資產準備與未來 30 日的資金淨流出量相比，此一比率必須大於 100%，公式如下：

$$\text{Liquidity Coverage Ratio (\%)} = \frac{\text{Liquidity Buffer}}{\text{Net Liquidity Outflows over a 30 calendar day stress period}}$$

(四) 實施時程：BCBS 建議分階段實施，2015 年之最低監管標準應達到 60%，逐年增加 10%，至 2019 年達到 100%。

(五) LCR 之高品質流動資產分類：BCBS 建議可分為第 1 層 (Level 1)、第 2 層資產 (Level 2)。第 1 層資產，如現金和央行準備金等，可 100% 列計，第 2 層資產可分為 2A 與 2B 二類資產，包含政府或非政府、金融或非金融機構發行或擔保之債券，各有不同之認列比例及上限，第 2 層資產總和不得超過全部流動資產之 40%。

分類標準影響了可能列為合格 LCR 資產相關債券對銀行之吸引力，且上述分類僅係 BCBS 之建議，各國最後規定仍有修正的可能。

三、全球金融機構持有合格 LCR 資產概況

由於 LCR 一旦立法施行，銀行必需持有足夠數量的高品質流動資產，然而根據各監理機構的統計，全體金融機構目前所持有的高品質流動資產數量嚴重不足：

(一) 依據 BIS 量化影響分析 (The Basel Committee quantitative impact study, QIS) 以 2011 年底資料估算，全體銀行 LCR 資產缺口高達 1.8 兆美元。

(二) 歐洲銀行業管理局 European Banking Authority (EBA) 以 2012 年底的資料估算，歐洲全體銀行 LCR 資產缺口高達 2,640 億歐元

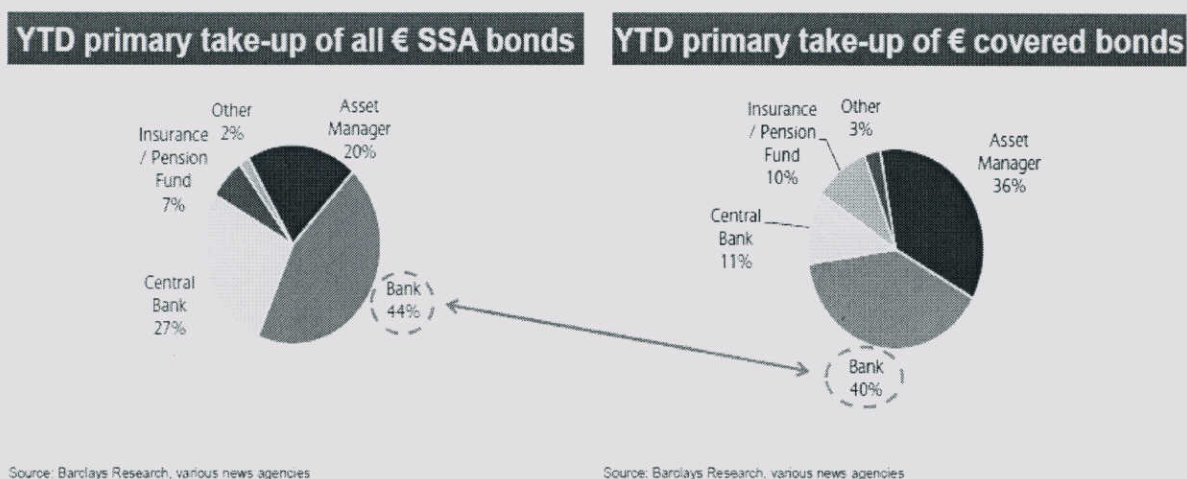
(三) FED 於 2014 年 9 月的估計，美國銀行業 LCR 資產缺口達 1,000 億美元

影響：LCR 的規定增加了可列入 LCR 計算中合格資產 (如 Covered bond、SSAs 等) 的需求，銀行的投資行為可能因此隨之改變。

四、Covered bond 及 SSAs 債市投資概況－需求有支撐，供給却減少

(一) 需求有支撐

近 20 年來，Covered bond 已成為歐洲資本市場中非政府機構發行債券籌資最重要的市場，截至 2013 年底，流通在外金額高達 2.6 兆歐元。而歐洲銀行業長期以來為 Covered bond 及 SSAs 市場中的主要投資人，投資比重皆超過 40%。（如下圖所示）



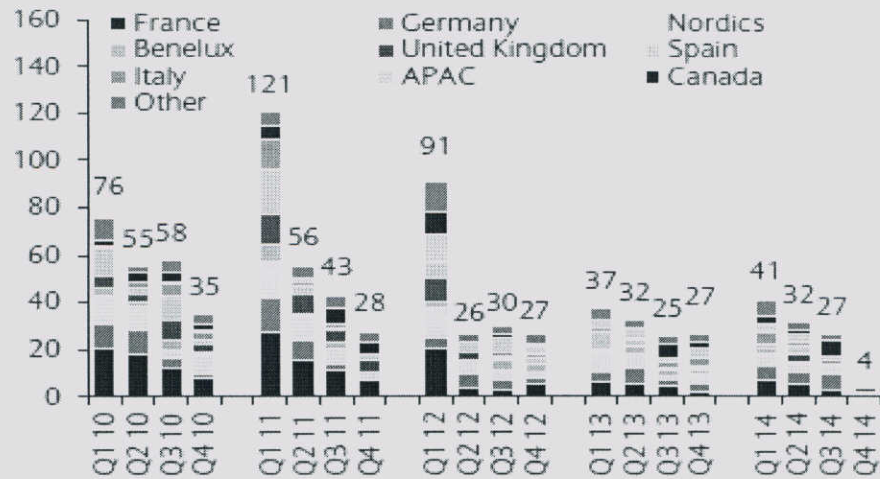
由於 Covered bond 發展歷史悠久，流動性、債信及資產品質均佳，加以有公共部門監督等特色，ECB 特別在 2011 年 1 月表示運作良好的 Covered bond 市場對於金融市場的穩定十分重要，市場預期歐洲金融監理單位將會把 Covered bond 及 SSAs 列入合格資產中，因此對於相關債券市場提供有力支撐。

(二) 供給却減少

Covered bond 市場供給自 2010-2011 年高點持續下滑，主要係因歐洲銀行業持續進行去槓桿化 (deleveraging)，減少發行以金融資產作為擔保的 Covered bond，加上 ECB 提供的長期再融資操作 (LTRO) 也減少了銀行向市場籌資的需求，故 Covered bond 供給持續減少。（如下圖所示）

Covered bond market

Total supply by country (€ bn)

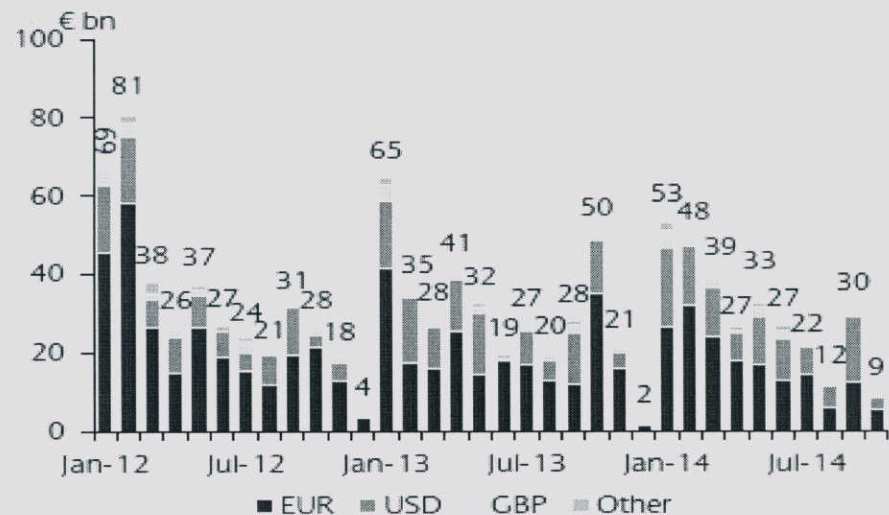


Source: Various news agencies, Barclays Research

另 SSAs 亦在 2011-2012 年供給高峰後，也呈緩步下滑的走勢。(如下圖所示)

SSA market

Total monthly supply by currency (€ bn)



Source: Barclays Research

五、歐美立法概況：巴塞爾銀行監理委員會提出之國際金融機構流動性風險評估標準 LCR 等指標，僅係一概括性之建議，如需落實，仍需各國金融監理機構立法訂定

實施細則，方可施行。換言之，美元區之 LCR 規定將影響美元相關債券資產需求，而歐元區之 LCR 規定將影響歐元相關債券資產需求，惟歐美各國監管當局立法速度緩慢，實施時程可能延宕。另外各國對於高品質流動性資產的認定也存在不同看法。

(一) 美國：FED 在 2014 年 9 月 3 日立法通過 LCR 最終規定，擇要如下：

1. 全美 15 家資產超過 2,500 億美元的金融機構，所持有的高品質流動性資產，必須大於或等於其預設壓力下達 30 天期的現金流出量，預期未來大型外國銀行在美國營運機構亦需遵行此一規範。
2. 銀行必須在 2017 年 1 月 1 日以前完全遵行新規定，這比 BCBS 所定的最後期限 2019 年提早了 2 年。
3. Covered bond 及市級政府債券 (Municipal bond) 被排除在高品質流動性資產之外，但監管機構仍在研議，有可能將具高度流動性的市級政府債券納入。
4. 新規定不適用於被金融穩定監督局 (FSOC) 界定為具系統性風險的某些非銀行機構，如美國國際集團 (AIG)、奇異融資等。

(二) 歐洲：

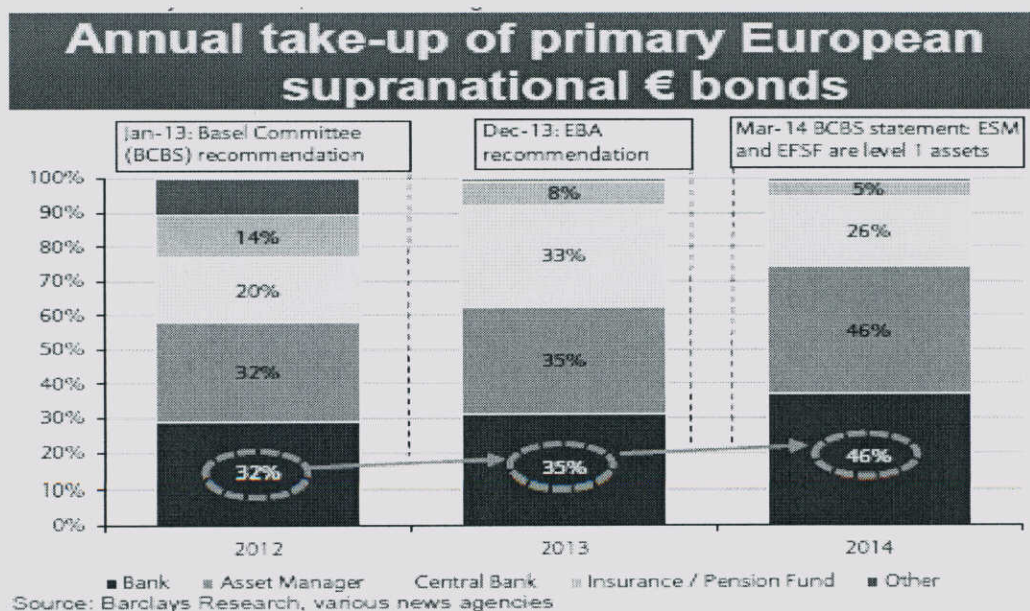
1. LCR 規定係包括在資本要求法規 (Capital Requirements Regulation, CRR) 之中，Covered bond 一般被認為至少可被列入 LCR 計算中 level 2A 的資產。
2. 歐洲銀行監管局 (European Banking Authority, EBA) 在 2013 年 12 月 20 日發布對高品質流動性資產的定義，並未將 Covered bond 列為 Level 1 資產，與歐盟執行委員會 (European Commission, EC) 先前的說法不一致，惟最後定案將由 EC 決定。
3. 歐元區原本預計在 2014 年 6 月份推出 LCR 相關規定之最終版本，但因事涉敏感，立法時程被迫推延，已確定無法在 2015 年初實施，目前預計可能在 2015 年 10 月才能施行。

4.2014 年 10 月 10 日歐盟執委會正式宣布有關 LCR 規定，對於金融機構投資及持有 Covered bond 明顯有利許多，相關規定擇要如下：

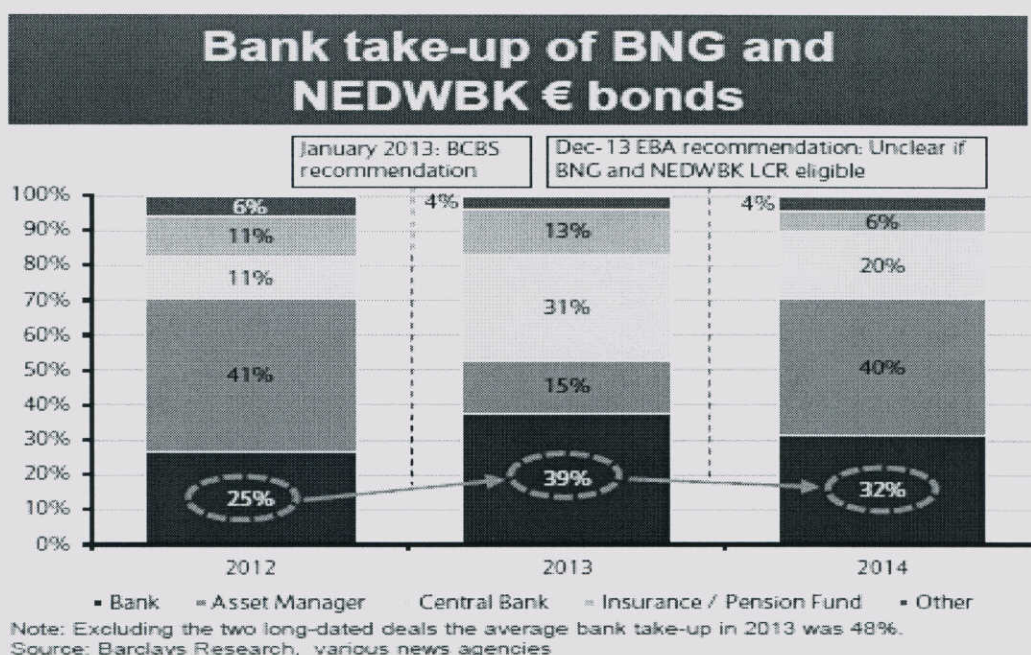
- (1) Covered bond 可依不同條件列為 LCR 計算中之 Level 1、2A 或 2B 資產。如被列為 Level 1 資產，資產價值只須減計 (haircut) 7%，最高可列計 70% 的 liquid buffer。
 - (2) 非 EU 發行之 Covered bond 最佳可列計為 Level 2A 資產，價值須減計 15%，最高可列計 40% 的 liquid buffer。
 - (3) 此規定一如市場預期於 2015 年 10 月 1 日開始實施，銀行必須在 2018 年 1 月 1 日以前完全遵行新規定，比美國 FED 所定最後期限晚 1 年，但仍比 BCBS 所定的最後期限 2019 年提早 1 年。
- (三) 英國：正在起草階段，將視歐元區的 LCR 規定推出後方能確定。

六、歐元區制訂 LCR 規則之影響早已發酵

- (一) 歐洲銀行業相對於機構債券，加碼投資超國家債券 (supranational debt) 比重增加：部份機構債券 (agency debt) 因為可能不符未來的 LCR 的計算標準，故銀行業開始轉而加碼投資超國家債券。(如下圖所示)

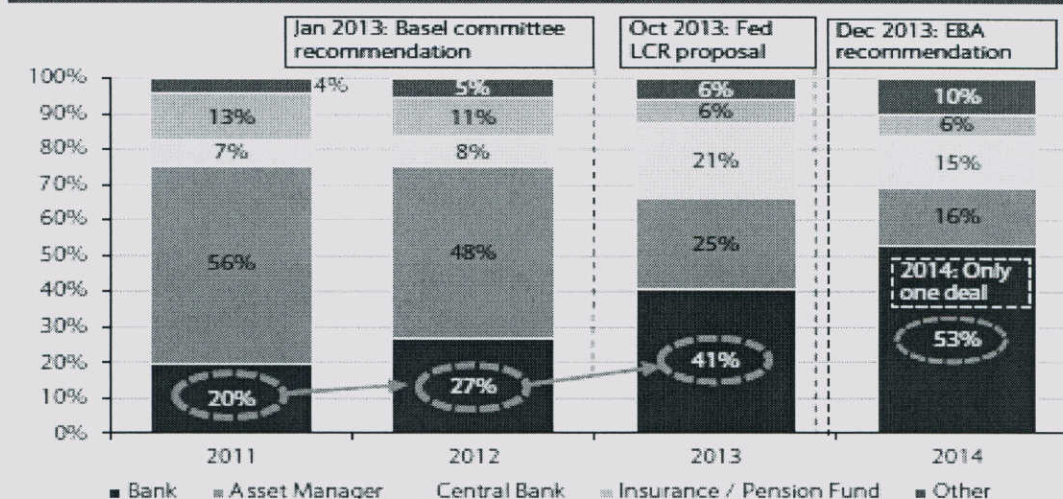


而機構債券如 Bank Nederlandse Gemeenten (BNG) 及 Nederlandse Waterschapsbank (NEDWBK) 雖有政府的隱含保證，但因不在歐洲銀行業管理局 (EBA) 合格 LCR 資產建議清單內，且能否被歐洲執委員列入 LCR 的合格資產中，仍存在不確定性，故銀行投資比重開始降低。(如下圖所示)



(二) 歐元區銀行對 Covered bond 購買比例持續上升：以金融資產作為擔保的 Covered bond 在歐洲發行已有二百四十年以上歷史，由於投資人對於發行人 (the issuer) 及據以發行之 cover pool assets 具有雙重索賠 (dual claim) 的權利，加以 Covered bond 亦可做為歐元金融體系中合格的抵押品，一般認為應能被列入優質流動性資產中，在 2013 年 1 月被巴塞爾監理委員會列入 LCR 合格資產的推薦清單後，需求持續增溫，即便在 2013 年 10 月被 FED 排除在美元 LCR 合格資產清單之外，需求仍未減少，由於市場咸認 Covered bond 最後應能列入歐洲銀行的 Liquidity buffer 中，因此在 EC 宣布 LCR 相關規定及實施時程之後，市場反應尚屬溫和，惟 Covered bond 利差可能進一步縮小。

Primary take-up of \$ covered bonds



(三) ECB 發布歐洲版 QE 再度增加對 Covered bond 的收購：ECB 在前二次的資產收購中已宣布計劃購買總值 1,000 億歐元的 Covered bond (實際已買入 775 億歐元)，在最新的 QE 版中又再度提出將在 2014 年 10 月中再度增購 Covered bond，金額無上限。(ECB 歷次收購 Covered bond 內容如下表)

Overview of the ECB's covered bond purchase programmes

	CBPP1	CBPP2	CBPP3
Announcement	07-May-09	06-Oct-11	04-Sep-14
Definition of detailed modalities	04-Jun-09	03-Nov-11	02-Oct-14
Start date	10-Jul-09	14-Nov-11	2 nd half of October
End date	30-Jun-10	31-Oct-12	Q4 16 or later
Target volume (€ bn)	60	40	No limit
5-day rolling purchase target (€ bn)	1.23	0.8	-
Executed volume (€ bn)	61.1	16.4	-
5-day rolling purchases (€ mn)	1.25	0.33	-
Remaining portfolio value as of 1 October 2014 (€ bn)	31.9	13.5	-

Source: ECB, Barclays Research

前已言及歐元區 Covered bond 的供給近年來有減少的趨勢，ECB 表示在維持 Covered bond 市場正常運作機制的前提下，不會積極搶購（aggressive purchases）債券，Barclays 預估 ECB 在未來 2 年內應會購買高達 500 億歐元的 Covered bond，惟 ECB 宣布新的貨幣寬鬆措施後，Covered bond 次級市場流動性下降，市場惜售氣氛轉濃。

肆、中國經濟發展現況

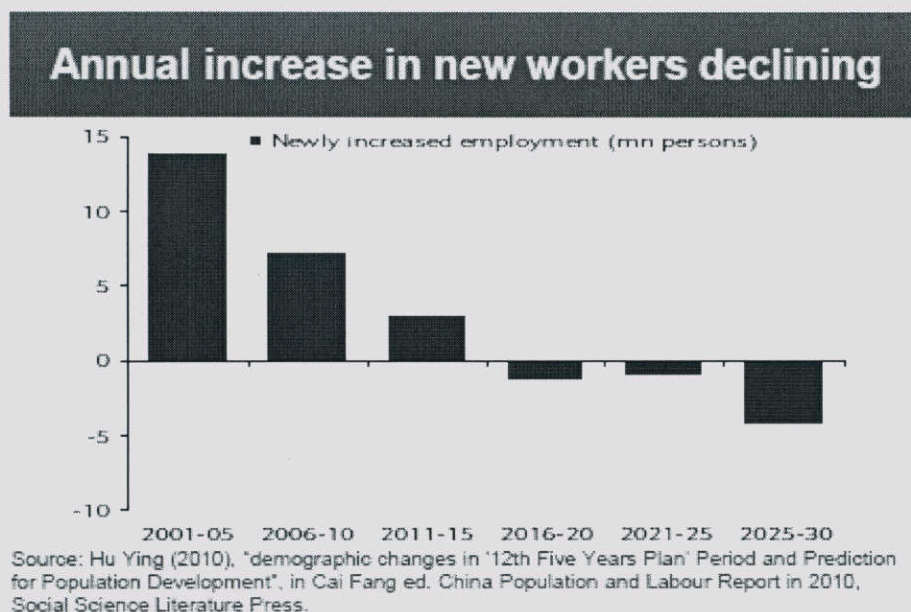
一、中國大陸經濟發展已到路易斯轉折點（Lewis turning point）

諾貝爾經濟學獎得主路易斯教授(A. Louis) 於 1954 年提出著名的「路易斯轉折點」—當發展中國家的傳統勞動力從農業持續轉到製造業，而最終被製造業用盡時，勞動力將從原本剩餘轉為短缺，而原先低廉的工資水準也將開始攀高，對照總體經濟在轉折點前後會有如附表的變化：

Macroeconomic changes before and after the Lewis turning point		
	Before	After
Wages	Stable	Rising
Inflation	Stable	Rising pressure
Corporate profits	Increasing	Declining
Savings/GDP	Rising	Falling
Current account/GDP	Improving	Deteriorating
Consumption/GDP	Falling	Increasing
Investment/GDP	Rising	Falling
Labour-intensive industries	Expanding	Shrinking
GDP growth	Accelerating	Decelerating

Source: Barclays Research

近年來中國大陸經濟發展在許多方面都已顯露疲態，工資快速上揚，製造業出現缺工潮，勞動密集產業開始出走，企業也因薪資成本上揚，獲利不如以往，整體 GDP 成長率也開始下滑，僅有工資上揚，帶動消費增加。觀察中國大陸近年來的勞動力變化可以看出，中國大陸勞動市場每年新增的勞動力逐步下降，至 2016 年開始將轉為負成長（如下圖）：



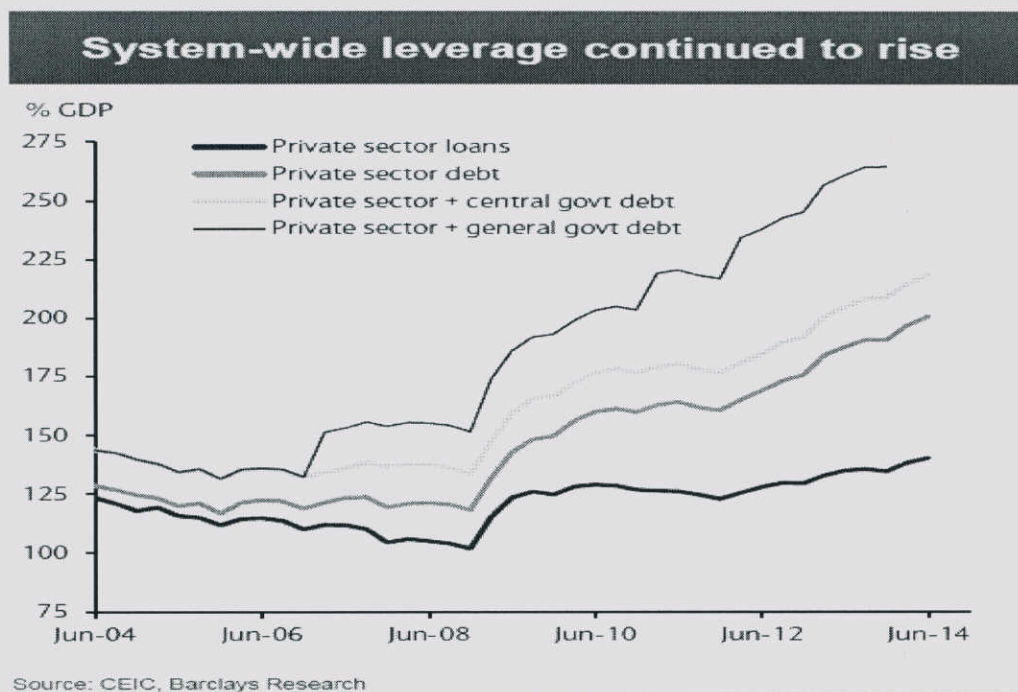
回顧過去 30 年，源源不絕的廉價勞動力成為大陸經濟快速成長的重要動力，然而隨著人口結構轉變，勞動力供需趨緊、工資成本上漲，已經成為中國大陸的長期趨勢，人口趨勢將成為中國大陸未來經濟發展的主導力量。

二、金融及財政危機的風險升高

（一）金融危機

中國大陸經濟發展在經歷結構性下跌的同時，潛在的金融危機卻悄然浮現。歐美國家在經歷上次金融風暴後，皆努力打銷呆帳，調整資產負債表，去槓桿化的動作使得貸放標準日趨嚴格，貸放餘額大幅下降。反觀中國大陸，不論私人部門或政府部門的貸款或負債，不僅未隨金融危機下降，反而是一路走高，全體總

負債金額在 2014 年 6 月已經超過 GDP 的 250%。(如下圖所示)，尤其影子銀行體系的快速成長，也加重了中國大陸金融體系發生系統性風險的危機。



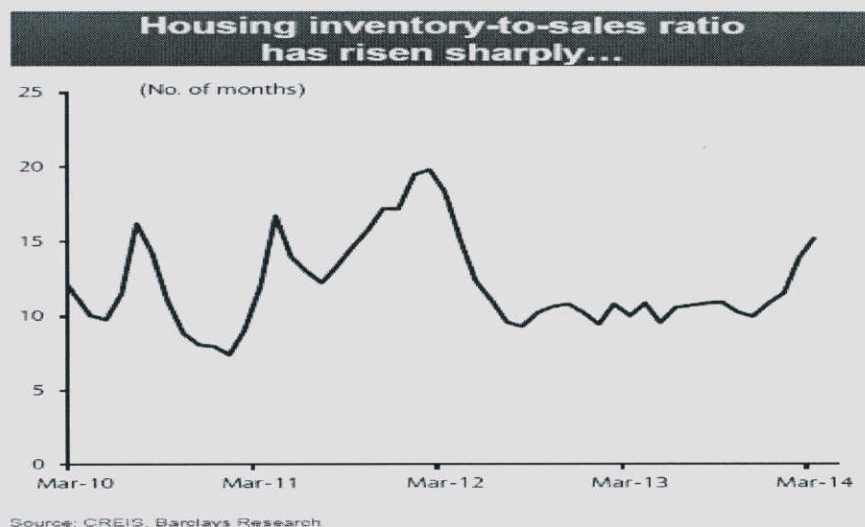
(二) 財政危機

中國大陸的財政情況常被認為尚屬健全，因為其公共債務佔 GDP 比例不高（2013 年約為 53.5%，希臘的公共債務佔其 GDP 比重約為 180%），且政府部門擁有的資產價值不斐。然而，上述二項假設可能都有問題。一來中國大陸的統計數字向來給人不夠透明的疑慮，二來中國大陸地方政府越來越依賴土地財政，高價賣地賺錢，除了推升房價，也推升了其持有的土地資產價格，近年來，中國大陸房地產市場普遍萎縮，過去依靠土地出讓金（轉讓土地使用權獲得的收入）的地方政府財政嚴重惡化。地方政府債務 2013 年 6 月底即較 2 年前增加了近 70%，可見一斑。

三、中國大陸房市出現結構性的改變

中國大陸房市多年來因為實質利率偏低，市場游資可投資的管道有限，加上中國大陸資本管制的緣故，房地產價格一直水漲船高。然而近年來房市却頻頻下跌，原因如下：

- (一) 房市供給過剩，造成價格下跌。從存貨對銷貨比率近期驟升，中國大陸房市已浮現供給過剩的跡象（如下圖所示）



- (二) 地方政府土地財政政策使得房市供給過剩情況惡化：中國大陸地方政府近年來積極發展經濟，吸引外來投資，加以無其他大額收入可挹注財政，使得地方政府有強烈誘因將土地賣給開發商以增加收入，而讓售土地收入平均占地方政府財政收入達 30~40%，有的城市甚至高達近 70%。而土地開發商配合政策大興土木，房屋供給自然直線上升。
- (三) 房貸及開發融資信用開始緊縮：自 2013 年下半年中國大陸金融業開始緊縮房地產貸放及不動產開發融資標準，加以中國大陸官方開始對影子銀行體系展開較大規模的清查，使得房貸及土地開發融資案件總額及年增率均呈下降趨勢，另外，從 2014 年初迄今中國大陸已陸續傳出數十起房地產商因周轉不靈宣告破產的案件，也引起市場開始擔憂中國大陸房市是否會泡沫化。

(四) 有利房市因素轉趨負面：如經濟成長率從 10%降至 7~7.5%、青壯年工作人口持續減少、財富管理產品及網路理財商品提供另類的投資機會。另外逐步開放的資本帳提供投資人機會，分散投資標的至海外市場，上述原因皆促使房地產銷售減緩，價格下修，以及觀望的投資人增加。

四、Barclays 對中國大陸未來走勢的預期

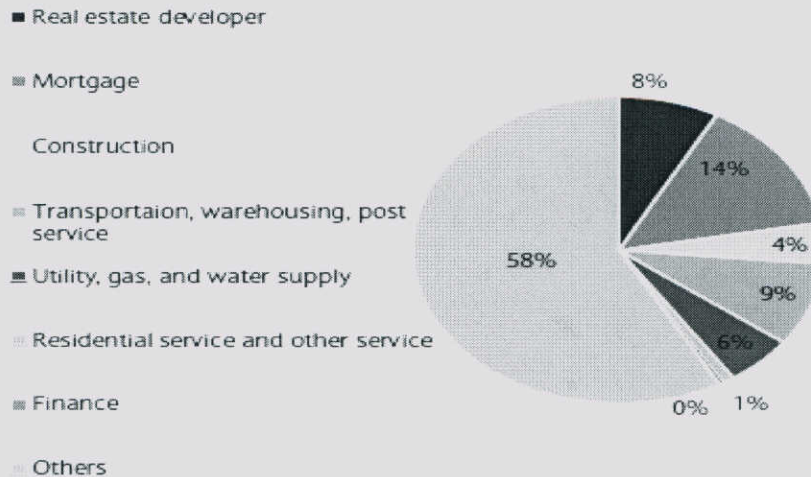
(一) 房地產方面：

1. 中國大陸房價可能會下滑 10%至 15%，但政府最多只能容納下跌 1 成左右幅度，2013 年下半年由於貨幣融資條件進一步緊縮、土地過度開發和開發商財務槓桿比率的提高，導致房市供需狀況持續惡化，惟應不致於造成房市崩盤或金融危機。原因如下：

(1) 貨幣緊縮已於 2014 年中稍獲紓解：近一年來流動性緊縮推高融資成本，導致貸款期限縮短，增加額外的金融風險，中國大陸為實現今年 GDP 增長 7.5% 目標，已於 2014 年第 2 季略微放寬其貨幣緊縮政策，人行要求商業銀行不得停做房貸，並要求降低房貸利率。另外地方政府也開始鬆綁房屋限購令，顯見中國大陸從中央到地方開始出手救房市的意圖。

(2) 房地產市場對經濟的貢獻度及占金融的比重極為重要：房地產市場自 2009 年開始，重要性與日俱增，Barclays 估計房地產部門直接或間接對 GDP 的貢獻度高達 20%左右，而金融機構對房地產部門的曝險很大，且持續增加。(如下圖所示)

Bank loan exposure to property-related sectors is huge



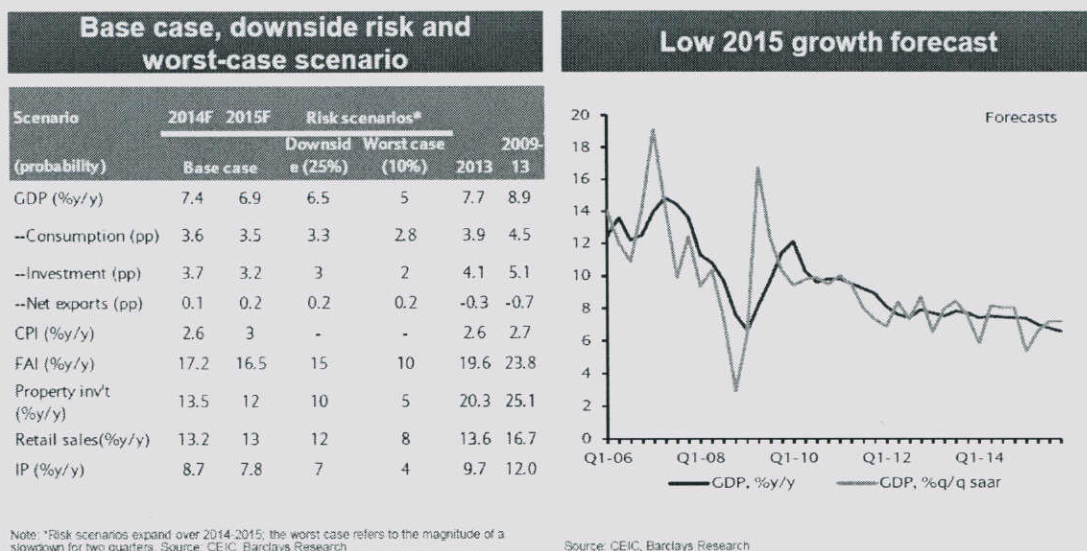
Note: 2013 data. Source: CEIC, Barclays Research

此外，土地亦是企業及國營投資機構用來向金融機構貸款的主要抵押品，加以地方政府十分依賴出售土地之收入並用以償還負債，倘若房市或土地價格大幅修正，勢必嚴重損害地方政府的財政情形，因此中國大陸體認到房地產市場對整體金融及經濟發展的重要性，已經大到不能倒。

(3) 中國人行應會逐漸放寬對資本帳的管制，並且推出新的試行計劃以促進資金雙向流通，然而對於資金流出限制的鬆綁，在 2015 年以前應較無可能。

(二) 經濟成長預測：

根據 Barclays 估計，中國大陸房市投資成長率若萎縮至 10%，甚至更糟只有 5%，會使得 GDP 成長率只有 6.5% 及 5%，房市衰退趨勢恐將延續至 2015 年。惟若中國大陸經濟軟著陸，未來 5 年成長率尚可維持 6~7%，仍可吸引投資人聚焦在中國大陸的相關資產上。(Barclays 預估如下表)



(三) 人行政策走向：

1. 中國人行體認到金融體系問題不在於缺乏流動性，而在於結構性失衡。為刺激經濟持續發展，預期中國人行政策會變得較為彈性且會適時調節，但因不願整體經濟過度舉債提高槓桿比率，人行應不會輕易調降指標利率，以免房地產泡沫又再度膨脹。
2. 一如 Barclays 預期，中國大陸人民銀行於 2014 年 9 月 30 日出手救房市，全面鬆綁房市限貸，僅剩北京、上海、廣州、深圳仍有限購令，首套房貸利率最低打七折，希望穩定房地產市場預期之意圖十分明顯。年初至今房市調控已獲初步成效，淘汰不少體質不佳的地產開發商，但在穩定重於改革的前提下，人行先適度調控，再適時鬆手，未來中國房市應不會出現恐慌賣壓，第 4 季經濟亦不會出現硬著陸。

伍、結論

金融風暴後，各國金融監理單位為防止歷史重演，在巴塞爾銀行監理委員會的建議下，對金融機構的流動性準備訂出更嚴格的標準，此一趨勢不僅影響金融機構投資相關債券的動向，也影響其投資相關債券的市場表現；而中國大陸經濟對世界的影響力與日俱增，在預測全球經濟未來發展時，必須將中國因素考慮在內。本行在管理外匯存底時，對於全球金融規範的發展及中國大陸經濟對世界經濟的影響亦值得密切關注。