

出國報告(出國類別：研究)

日本瑞穗證券 2018 年研討會
(Mizuho Investment Conference
(MIC) Tokyo)

服務機關：臺銀人壽保險股份有限公司

姓名職稱：楊文靚 中級專員

派赴國家：日本/東京

出國期間：107 年 9 月 4 日至 9 月 8 日

報告日期：107 年 10 月 12 日

摘要：

日本瑞穗證券每年於日本東京，舉辦 Mizuho Investment Conference (MIC) Tokyo 研討會。107 年 9 月 5 日至 7 日本屆 Fixed Income Day 研討會主題，除了日本銀行執行董事 Mr. Eiji Maeda 專題演講日本經濟和貨幣政策(Japan's Economy and Monetary Policy)外，有鑑於全球經濟從 106 年起同步增長，至 107 年下半年轉向不均衡發展，伴隨全球經濟景氣到達繁榮頂點，美元指數一改 106 年下跌態勢、大幅反彈；川普推行貿易保護、美國需求外溢不斷下降，承接美國需求的其他經濟體，特別是新興經濟體，出口趨於加速下滑、景氣顯著承壓，加速了全球景氣的回落，並對強勢美元形成支撐，新興市場資金外流衝擊，央行被迫收緊貨幣形成惡性循環。中國外部面對新興市場的風險，以及內部經濟結構的調整，去槓桿的負面影響持續發酵，中國經濟下行風險大增，中國為全球第二大經濟體，經濟強弱攸關國際資金動向，因此，本次研討會另一焦點為中國經濟、股市議題。

會議主要演講者包括：瑞穗亞洲固定收益交易業務董事總經理和分析師 Mark Reade、瑞穗證券亞洲區執行董事 Kengo Yoshida、瑞穗研究所資深經濟學家 Yusuke Miura、瑞穗證券高級主管兼首席策略師 Hidetoshi Ohashi、瑞穗證券美國區首席經濟學家 Steven Ricchiuto、瑞穗國際機構首席歐洲經濟學家、瑞穗研究所首席亞洲經濟學家 Hirokazu Hiratsuka、瑞穗證券首席市場經濟學家 Yasunari Ueno、瑞穗證券首席外匯策略師 Masafumi Yamamoto 等。

本次研討會之主要過程，係在透過瑞穗集團研究資源瞭解，全球流動性將由正轉負之際，川普執意推行貿易保護，對於全球經濟轉折時點、貨幣政策的影響，據以作為本公司未來投資決策之參考。

目 次

壹、研討目的.....	4
貳、研討過程.....	5
一、日本經濟和貨幣政策(Japan' s Economy and Monetary Policy)	5
二、深入了解中國宏觀經濟及股債市場(Deeply learn China macro, and China onshore bond market as a next frontier for global bond investors)	
(一) 中國經濟和金融市場趨勢(Chinese economy and financial market trends).....	12
(二) 中國股票市場策略 (C h i n a s t o c k m a r k e t strategy)	20
參、心得及建議.....	27

壹、研討目的

107 年 Mizuho Investment Conference (MIC) Tokyo 研討會 Fixed Income Day 兩大主軸，(1)日本貨幣政策制定機構日本銀行之執行董事 Mr. Eiji Maeda，專題演講日本經濟和貨幣政策(Japan's Economy and Monetary Policy)。(2)瑞穗集團研究團隊發表對於中國經濟和金融市場趨勢、股票市場策略之看法。

由於全球經濟從 106 年起同步增長，至 107 年下半年轉向不均衡發展，伴隨全球經濟景氣到達繁榮頂點，美元指數一改 106 年下跌態勢、大幅反彈。川普推行貿易保護、美國需求外溢不斷下降，承接美國需求的其他經濟體，特別是新興經濟體，出口趨於加速下滑、景氣顯著承壓，加速了全球景氣的回落，並對強勢美元形成支撐，新興市場資金外流衝擊，央行被迫收緊貨幣形成惡性循環。中國外部面對新興市場的風險，以及內部經濟結構的調整，去槓桿的負面影響持續醞釀，中國經濟下行風險大增，中國為全球第二大經濟體，經濟動能強弱攸關國際資金動向，特別是在全球流動性將由正轉負之際，川普執意推行貿易保護，對於全球經濟轉折時點、貨幣政策的影響，據以作為本公司未來投資決策之參考。

貳、研討過程

一、日本經濟和貨幣政策(Japan' s Economy and Monetary Policy)：

(一) Economy and Inflation：

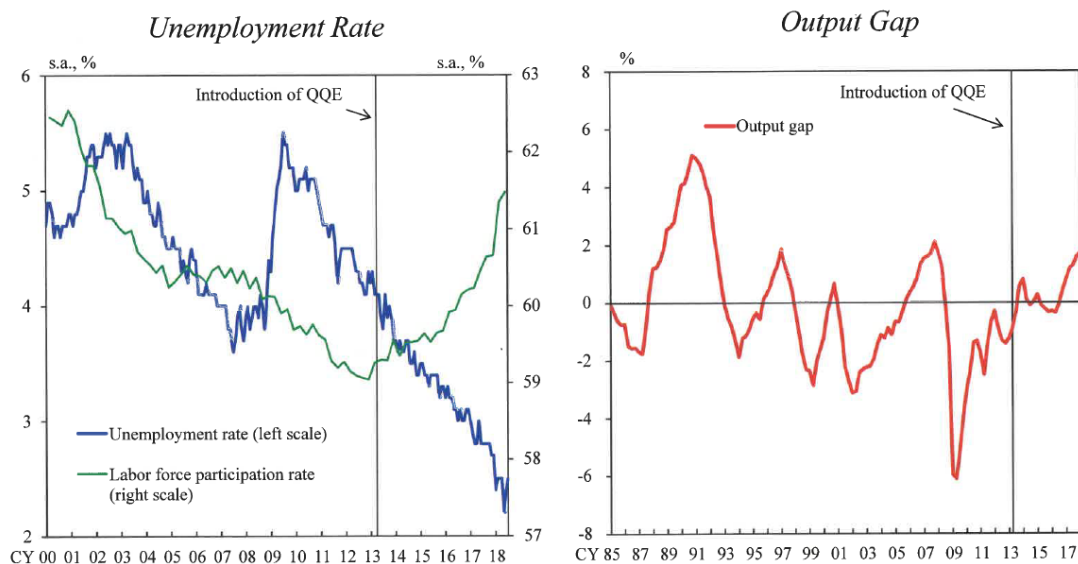
日本為解決薪資成長停滯及高齡化社會導致民間需求不振困境，加上物價成長持續疲弱，為扭轉通縮的預期，日本央行(BoJ)自 102 年 4 月實施量質兼備寬鬆貨幣(Quantitative and Qualitative Easing, QQE)政策，105 月 1 月再推行負利率政策，進一步壓低 10 年期指標公債殖利率至-0.1%的歷史低點，以激勵實體經濟。

QQE 的運作機制包括，明確宣示 2%的通膨目標，冀望預期通膨率上升→大量買入長期公債，壓低各天期殖利率曲線以抑制名目利率→壓低實質利率，刺激民間需求改善產出缺口→提高實際通膨率，進而提高通膨預期→股價或匯價等資產價格，同時或提前反映→投資風險偏好提升，經濟實現自我的增長。QQE 實施至今之效果：

1、內需拉動經濟重回增長軌道

過去兩年，日本經濟表現良好，整體經濟成長率比預期高兩倍。雖然全球貿易局勢緊張和一連串的自然災害，今年第 1 季日本經濟成長季增率下滑 0.2%，結束 28 年來最長一輪的連續增長趨勢，不過占 GDP 比重 60%的私人消費，在汽車及餐飲服務的拉動之下第 2 季增長 0.7%，國內需求貢獻 GDP 達 0.9 個百分點；此外，企業在勞動力短缺的情況下，資本支出占 GDP 比重較上季增長 3.1 個百分點，物流、化工、汽車零組件投資尤為顯著，私人消費及投資增長均為 105 年以來新高，顯現由內需主導的經濟增長。

Labor Market and Output Gap



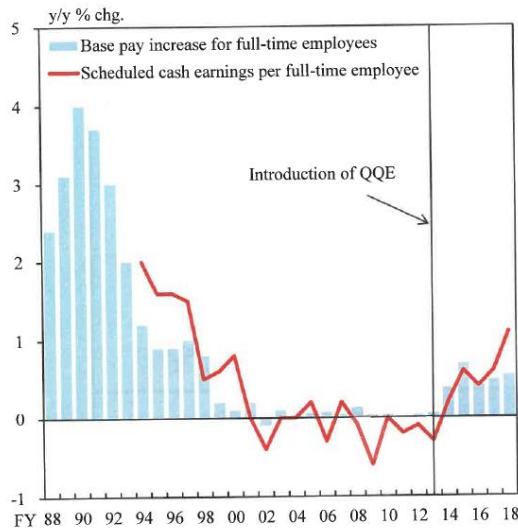
Note: The output gap is based on BOJ staff estimations.
Sources: Ministry of Internal Affairs and Communications; Bank of Japan.

2、產出缺口改善，實際通膨率區間上移

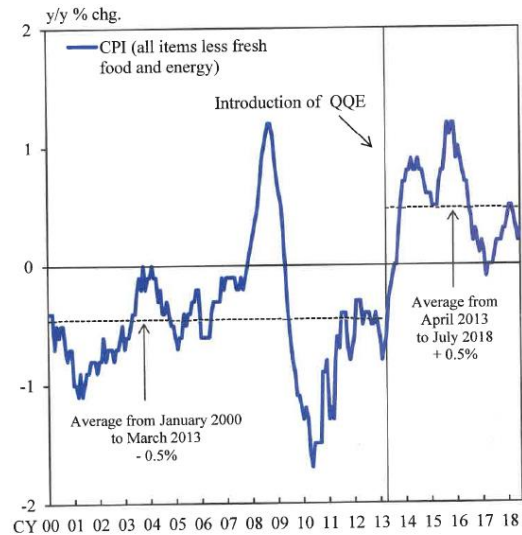
為減緩缺工影響，日本政府增加因生育和育兒而離職女性回歸職場的誘因，對女性重新學習、重返待遇優厚的職場提供援助，提高勞動參與率，據統計待業3年以上女性重返職場人數較2年前增加2.7倍，25-44歲女性的就業率為76.8%較5年前提高9個百分點。103年第2季~106年第4季，日本實質薪資收入增速始終介於-0.1%~0.7%之間，由於日本事求人比率持續創下波段新高，預估將帶動實質薪資緩步增長，日本近3個月實質薪資平均增速為+1.4%，優於過去3年，也優於107年第2季的1.2%。實質薪酬和家庭支出的增加，消費者物價指數年增率由99年1月~102年3月平均-0.5%，自102年4月至今平均上移為+0.5%。

Wages and Inflation

Nominal Wages



Consumer Prices



Notes: 1. The figure for scheduled cash earnings per full-time employee for FY 2018 is the April-June average. That for base pay increase for FY 2018 is as of July, 6 2018.
2. The CPI figures are adjusted for changes in the consumption tax rate.
Sources: Ministry of Health, Labour and Welfare; Ministry of Internal Affairs and Communications; Central Labour Relations Commission; Japanese Trade Union Confederation (Rengo).

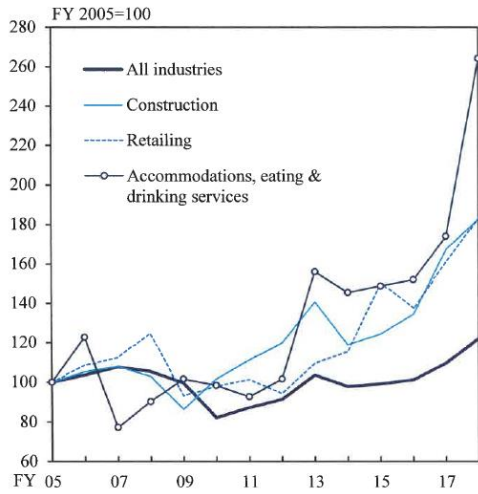
(二) Background behind a Rise in Inflation Taking Time :

1、價格和通膨預期的改善仍緩慢

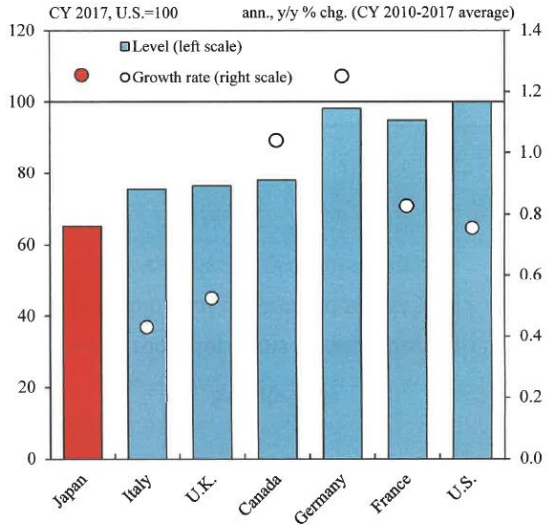
日本銀行推行了量化寬鬆(QQE)、負利率等政策，通膨率及預期一度快速上揚後趨緩，(1)從心理層面：長期低增長和通貨緊縮的經歷、對未來的擔憂，例如人口下滑；(2)供給層面：大型企業提高生產率、生產技術的進步，以及勞動力供給的高工資彈性。交互影響之下，與產出缺口的改善相比，價格和通膨預期的改善速度仍然緩慢，這其中包括了：(1)公司謹慎的工資和定價立場，企業雖已努力提高勞動生產率，不過目前勞動生產率僅 65%仍明顯低於主要國家 75%的均值、(2)家庭對價格上漲的容忍度增長緩慢，企業不易轉嫁成本、(3)激烈的價格競爭，例如網上購物的擴張。顯示除了心理層面的限制外，人口老化民眾自發性投資和消費較少，由供給面推動的通膨率上升不易提高民眾之通膨預期。

Firms' Effort to Raise Labor Productivity

Software Investment (Tankan)



International Comparison of Labor Productivity

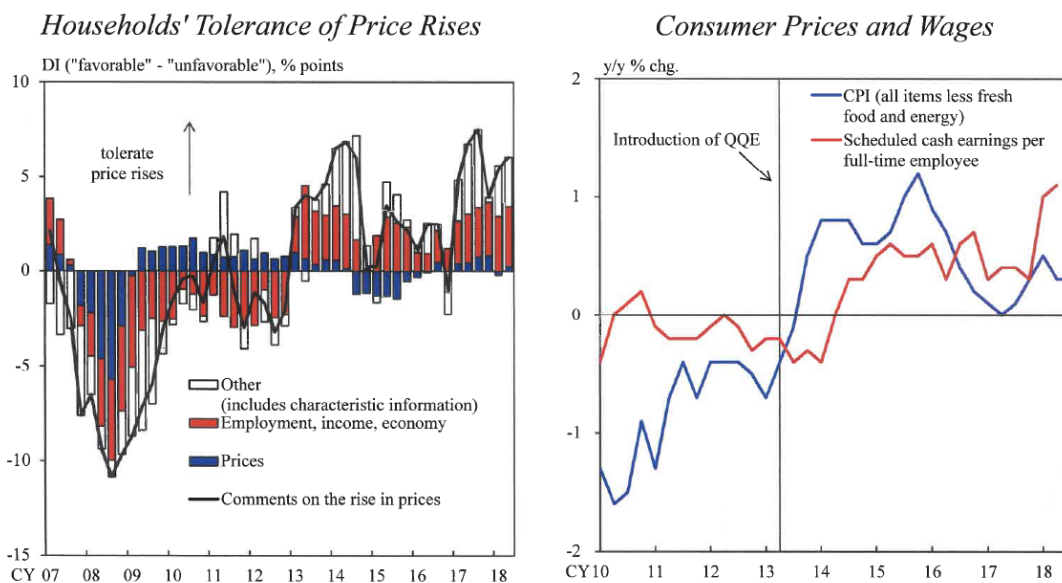


Notes: 1. In the left chart, figures up through fiscal 2017 are actual results. Figures for fiscal 2018 are forecasts from the June 2018 survey.
 2. In the right chart, figures are real labor productivity per hour denominated by PPP exchange rates.
 Sources: Conference Board; Bank of Japan.

2、負利率環境容易掉入流動性陷阱

在正常市場經濟條件下，央行通過調整利率來調節市場流動性，但是當利率非常低時，貨幣需求彈性無限大，無論增加多少貨幣都會被儲存起來，限制了貨幣寬鬆對於物價的推升效果。日本於 102 年提出 QQE，此後又對 QQE 進行了延伸及增加輔助措施以加強貨幣寬鬆。觀察日本基礎貨幣在 5 年內雖擴張了 353%，但貨幣供應(M2)和銀行信貸僅分別擴張 120%及 116%，說明日本銀行釋放的流動性並沒有帶動通膨的提升，而是又回到銀行。此外，106 年起實施負利率，使得組成商品價格的名目資金成本偏低，壓抑了價格的上漲。整體而言，日本持續的量化寬鬆並沒有帶動通膨持續地提高，作為央行核心指標” 2%通膨率” 達成的時間，在數度推遲之後最終被刪除。

Households' Tolerance of Price Rises



Notes: 1. In the left chart, comments on the rise in prices are chosen among three alternatives: "rather favorable," "difficult to say," and "rather unfavorable." Estimation is done using effective samples in which all the relevant questions for the estimation were answered. Figures show deviations from the displayed period average.
2. In the right chart, the CPI figures are adjusted for changes in the consumption tax rate. The CPI figure for 2018/Q3 is that of July.
Sources: Ministry of Health, Labour and Welfare; Ministry of Internal Affairs and Communications; Bank of Japan.

(三) Monetary Policy :

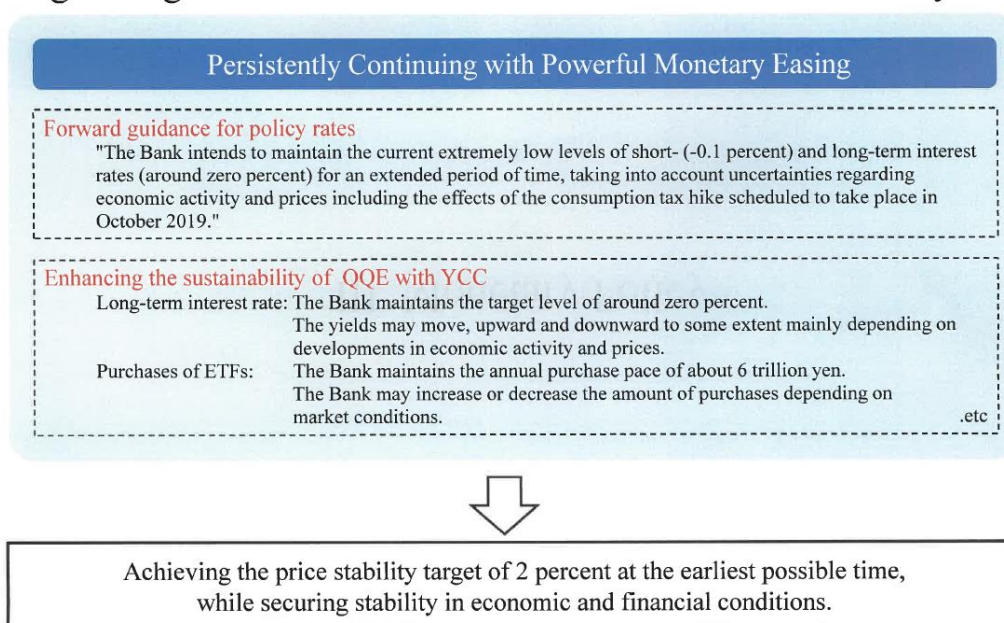
1、微調操作內容，提高操作靈活性

日銀 107 年 7 月貨幣政策決議，考慮到經濟活動和價格的不確定性，包括計劃在 108 年 10 月再次上調消費稅，日銀打算在較長時間內保持當前極低的短期利率(-0.1%)和長期利率(約為零利率)，以及每年購買 80 兆日圓公債控制 10 期公債殖利率為零的目標不變，其他資產購買規模也維持不變。不過基於日本經濟重回增長軌道，日本銀行順勢微調操作內容，提高操作靈活性讓 QQE 政策具有可持續性，變動內容包括：

- 為改善日本公債市場缺乏流動性，允許 10 年期公債殖利率由維持在 0%擴大為上下 0.2%的波動幅度。
- 調整 ETF 每年購買的結構，東證指數相關 ETF 購買額度由 2.7 兆日圓提高至 4.2 兆日圓；並將日經指數相關 ETF 購買額度由 3.0 兆日圓縮減為 1.5 兆日圓，有助減少對於個股的影響。

整體而言，日銀認為日本經濟雖依然溫和擴張，但物價的發展相對於當前經濟與勞動市場狀況偏弱，可能需要更多的時間才能達 2.0%的通膨目標。調整部份資產購買的做法，讓日銀在操作上具有較大的彈性提高政策執行的空間，傳達不希望市場過度的臆測貨幣政策要轉向的訊息。

Strengthening the Framework for Continuous Powerful Monetary Easing



2、公債市場流動性乾涸，未來擴大的空間有限

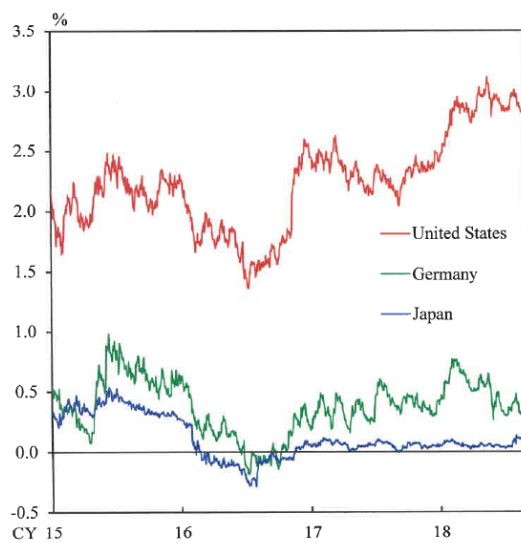
繼調整貨幣政策決議後，例行的購債計劃也出現微調，除分別降低 1~3 年期、3~5 年期與 5~10 年期公債每月購買頻率（6 次→5 次），同時還擴大購買金額區間，分別達 2,000~4,000 億日圓（原為 2,000~3,000 億日圓）、2,500~4,500 億日圓（原為 2,500~3,500 億日圓）與 3,000~6,000 億日圓（原為 3,000~5,000 億日圓），實際購債規模將至少減少 2,000 億日圓。日銀每月購買公債金額約 8~12 兆日圓，與日本政府每月約 12 兆日圓的公債發行人量約略相當，已導致公債市場流動性乾涸，市場出現“無債可買”的現象，實際的購債規模已經降至 46.5 兆日圓，比目標少

了接近一半。同時，繼續保持每年 6 兆日圓的 ETF 購買，當前購買規模已超過 24 兆日圓，占全部流動股票約九成，剩餘部分只夠其一年的購入量。

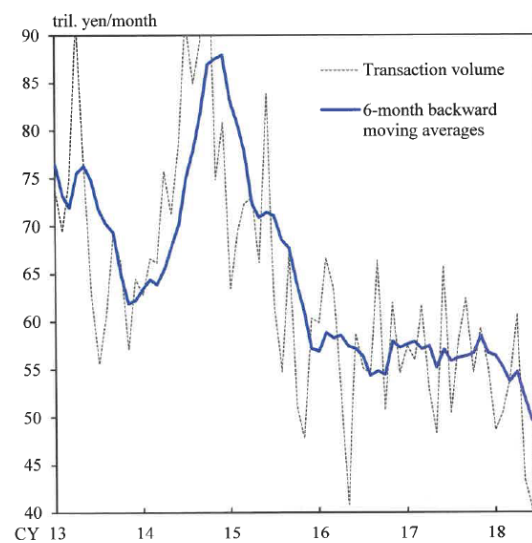
未來若以中國為首之新興經濟體經濟進一步走緩，導致全球經濟或金融市場環境再度惡化，在距離 2% 目標更加遙遠的情況下，不排除日銀可能被迫需要再數度寬鬆貨幣之可能性，惟在日本公債市場成交量萎縮，日銀追加公債購買的空間將受限。

Functioning of JGB Markets

Long-Term Interest Rates



Transaction Volume of Cash JGBs



Note: The figures for trading volume of cash JGBs are the gross amount purchased by banks, investors and bond dealers. T-bills, etc. are excluded.
Sources: Bloomberg; Japan Securities Dealers Association.

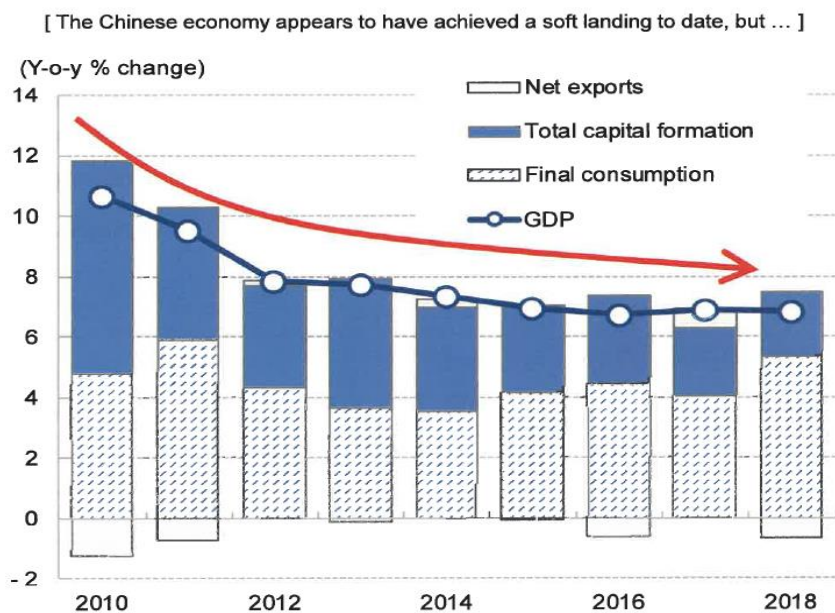
二、中國宏觀經濟及股票市場

(一) 中國經濟和金融市場趨勢(Chinese economy and financial market trends)

1、中國經濟現況

從 101 年中國十八大後，中國經濟進行全面改革，經濟成長率也從 10% 滑落，107 年第 2 季經濟成長率雖僅由 6.8% 微降為 6.7%，不過除消費大致平穩增長外，其餘組成均呈現放緩特別是投資，多項經濟數據於第 2 季走弱日益明確。經濟領先指標社會融資增量與製造業 PMI 自 5 月份以來持續走弱，社會融資當月增量自年初高點 3.1 兆人民幣驟降至 1.2 兆人民幣呈現兩位數的降幅，反映在去槓桿政策施壓下，銀行對企業借貸持續降溫，不利於中國後續投資與生產。中國官方或是財新製造業 PMI 已連 3 個月呈現雙降，新出口訂單降至代表景氣榮枯點的 50 之下，7、8 月工業生產、零售銷售、固定資產投資年增率均較第 2 季下滑，透露企業對於經濟前景轉趨觀望的態度，顯示中國經濟下行的壓力正在加大。

1. What is the current state of the Chinese economy?



Note: 2018 shows the date for January to June
Source: Made by MHRI based upon the National Bureau of Statistics of China and CEIC data

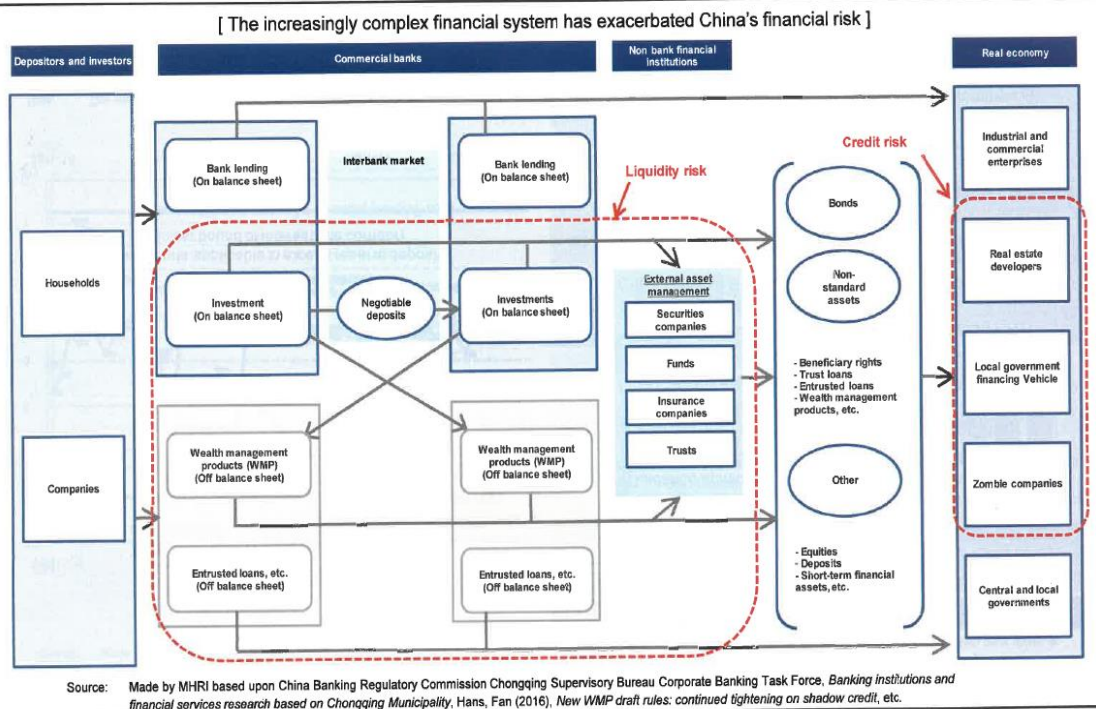
2、中國經濟的風險

(1) 國內最大問題為處理財務的風險

97 年全球金融風暴之後，中國祭出 4 兆人民幣的刺激措施緩解經濟下滑，雖然成功的疏緩企業的資金困境，但寬鬆的借貸條件及低融資成本令企業大量舉債加槓桿，導致僵屍企業及產能過剩的問題。流動性寬鬆也促使金融機構透過各種途徑規避監管加大放貸，致影子銀行蓬勃地發展。此外，非金融企業槓桿率也在 105 年達到 166.9% 的高點，隨著「三去一降一補」的供給側結構性改革，槓桿率才逐步放緩。

為防範金融風險的累積，官方持續堅定去槓桿，今年以來金融監管趨嚴，影子銀行等表外業務迅速萎縮，令整體融資環境明顯緊縮，引發公司債違約、P2P 網貸違約潮等金融風險。在去槓桿推進的過程中，短期經濟勢必受到衝擊，日益複雜的金融體系加劇了中國的金融風險。

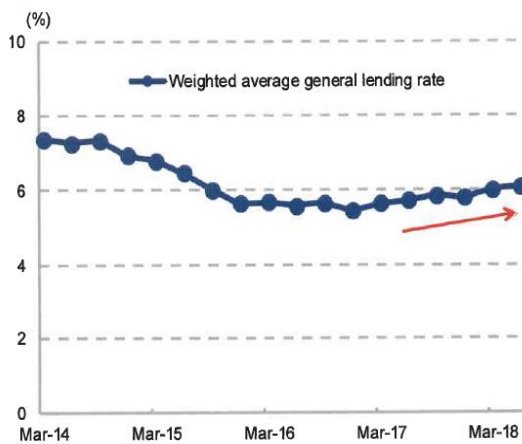
2. What are the risks for the Chinese economy? (1) The biggest domestic issue is dealing with financial risk



自 106 年底起貨幣政策回歸中性、同業存單納入 MPA 控管、資管新規發布等監管措施，都是針對影子銀行業務進行調控，今年以來表外業務快速萎縮，社會融資總量及 M2 年增率均顯著趨緩。由社會融資餘額年增率來看，自去年底的 12.5% 滑落至今 10.3%，其中影子銀行（委託貸款、信託貸款、未貼現銀行承兌匯票等）年增率由 18.0% 驟降至 4.4%，其餘社會融資（本外幣貸款、直接融資）則由 11.2% 略升為 11.8%；若以絕對金額來看，影子銀行今年以來增量較去年同期減少 3.8 兆人民幣、其餘則增加約 1.9 兆人民幣，反映監管趨嚴下表外融資需求轉向表內，惟貸款擴張遠不如影子銀行縮減的速度，促使整體融資環境明顯緊縮，導致許多中小企業融資困難，公司債違約、P2P 網貸違約等負面訊息頻傳。信貸過快收縮的滯後影響仍在逐步顯性化，未來 2~3 季度內經濟依然存在一定下行壓力。

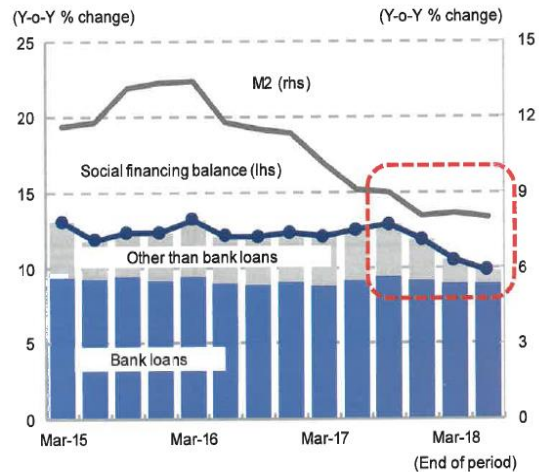
2. What are the risks for the Chinese economy?

[Moderate rise in market interest rates]



Source: Made by MHIRI based upon the People's Bank of China and CEIC data

[Sluggish growth in the supply of funds]



Note: The most recent data is as of the end of June 2018. "Other than bank loans" is the aggregate of entrusted loans, trust loans, bank bill underwriting and corporate bonds. It does not include equity finance.

Source: Made by MHIRI based upon the People's Bank of China and CEIC data

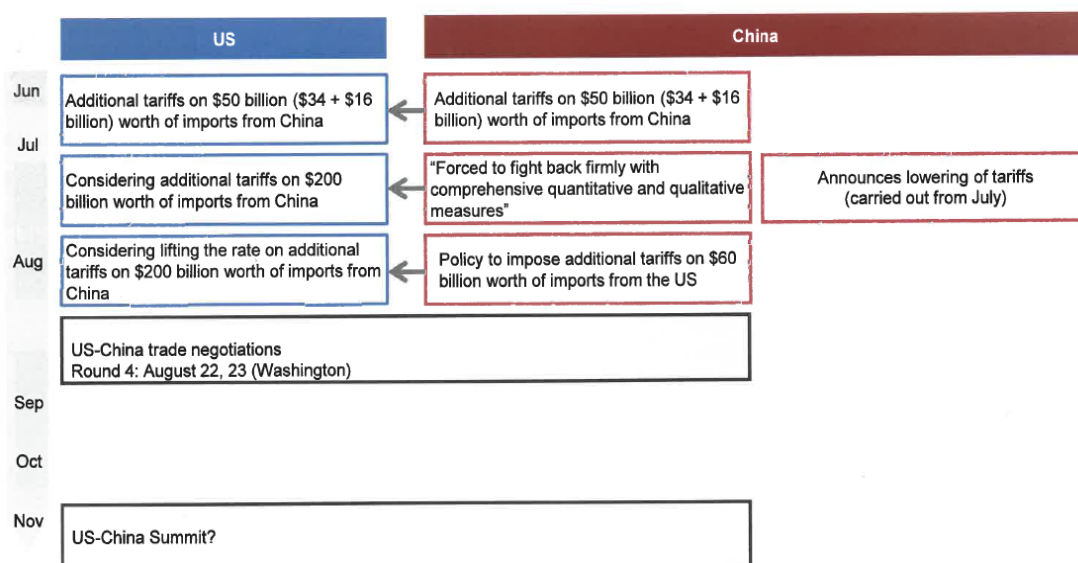
(2) 外部風險為中美貿易摩擦

6 月以來中美貿易摩擦越演越烈，6 月中美國對中國價值 500 億美元的進口商品加徵 25% 的關稅，中國隨即宣布以等值的商品金額及關稅進行反擊，雙方於 7 月初正式調高彼此首波 340 億美元商品關稅。7 月中美國再度宣布對額外價值 2000 億美元的進口商品加徵 10% 關稅的清單，中國則是對 600 億美元的進口商品加 5%~10% 不等的關稅，雙方你來我往貿易爭端仍處於高壓階段。隨著雙方對峙的情勢趨於惡化，淨出口對經濟成長貢獻度恐下滑，企業信心首當其衝投資意願急速緊縮，對中國景氣帶來一定程度的衝擊，同時對金融市場的負面衝擊也將擴大。

中美對於彼此進口商品啟動課稅行動，導致已存在下滑壓力的經濟雪上加霜，全球金融市場也不免受到波及，中國股市首當其衝投資人信心低迷，陸股重挫超過 20% 且萎靡不振。疊加中國經濟存在下行風險，市場普遍預期人行將再調降存款準備率，人民幣呈現明顯貶值。

2. What are the risks for the Chinese economy? (2) An external risk is US-China trade friction

[Since June, it has appeared as if the trade frictions are likely to be protracted]

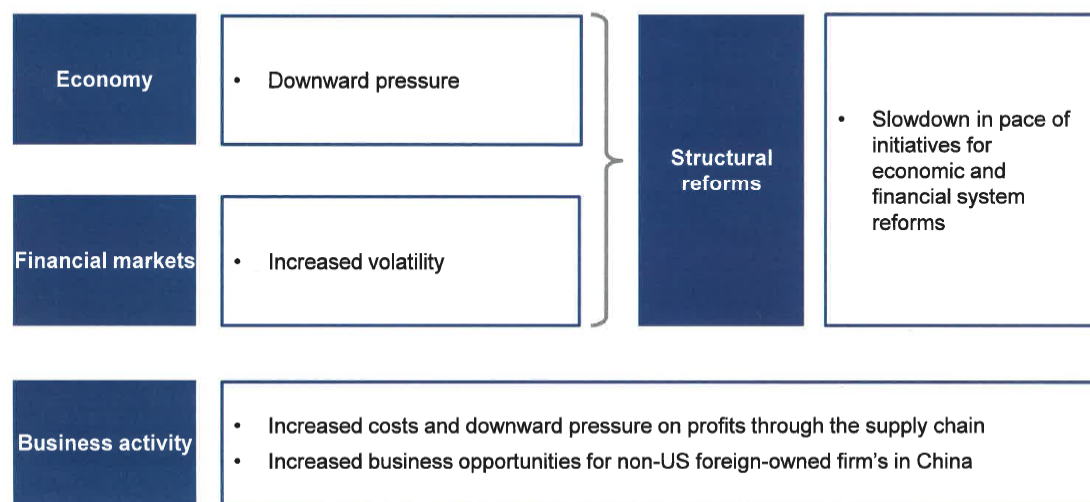


Source: Made by MHR based upon various materials

美中貿易摩擦對經濟的影響或廣泛而持久，經濟面臨下行壓力、金融市場波動增加，經濟和金融體系改革舉措的步伐放緩，商業活動則通過供應鍊增加成本和降低利潤的壓力，也增加非美企業在中國的商機。

2. What are the risks for the Chinese economy?

[The impact of US-China trade frictions on the economy could also be wide-spread and protracted]



Source: Made by MHRI

3、中國經濟未來的方向

(1) 提前調整貨幣政策，將政策重點轉向穩定

面對經濟情勢的變化，中國中央政治局會議於 7 月底將當前經濟情勢，由過去的「穩中求進、穩中向好」調整為「穩中有變，外部環境發生明顯變化」，並確認下半年經濟工作的首要任務為經濟穩定增長，以積極財政政策和穩健貨幣雙管齊下。財政部要求地方政府專項債券加速發行和使用、各地加速基礎建設投資、成立國家融資擔保基金公司、通過個人所得稅法修正案，將個所稅起徵點由每月 35,000

元人民幣上調至 5,000 元人民幣，自 107 年 10 月 1 日起實施。人行透過定向降準及中期借貸便利(MLF)等工具積極投放流動性、擴大中期借貸便利(MLF)擔保品範圍，銀保監會要求銀行加大對小微企業的放貸力度，且貸款利率必須下降。人行調升遠期售匯業務外匯風險準備金率、收緊離岸人民幣流動性提高做空成本、重啓逆週期因子。

在貿易戰加劇和投資減速的情況下，中國國務院再次強調將以更為積極的財政政策減輕企業和家庭的財務負擔，宣布減稅降費的措施、調高地方政府發債的額度。為避免積極財政政策推高利率排擠私人投資，人行同時也積極回應，除了三次下調存款準備金外，也開展大額中期借貸便利(MLF)操作、下調宏觀審慎監管框架(MPA)中的結構性參數，以刺激銀行增加信貸投放。信貸增長加速有利於維持充足的流動性和低利率，進而支持私人投資，同時寬鬆的貨幣環境有助於緩解流動性緊縮導致的違約壓力。

另一方面，在美國貿易保護主義持續加大施壓下，中國除了與美國進行談判之外，因應策略尚有 1.積極結盟外援，正進行多個自貿區談判，並向非洲提供 600 億美元的援助開拓新市場；2.為避免與美國正面衝突，不再大肆宣揚「中國製造 2025」政策，惟仍加緊進行產業升級；3.擴大市場開放特別是服務業市場，取消投資壁壘加強智慧財產權保護。

3. What is the future direction for the Chinese economy?

[The Chinese government has started to steer the policy focus towards stability]

	Government Work Report (March 5, 2018)	State Council's Executive Meeting (July 23, 2018) and Meeting of China's Central Politburo (July 31, 2018)
Current status	- We can expect continued recovery of the global economy, but there are also many factors that bring instability and uncertainty	- China's economy has maintained steady growth. However, the economy still faces some new challenges and the external environment has changed notably .
Fiscal policy	- The proactive direction of our fiscal policy will remain the same - Precious funds are used to add growth drivers for sustaining development and meet people's most urgent needs	- More proactive fiscal policy will be pursued - Deploy a greater role in terms of boosting domestic demand and structural adjustments
Monetary policy	- Our prudent monetary policy will remain neutral - We need to make sure that the valve of aggregate monetary supply is well controlled (「管好」) - Ensure a reasonable, stable level of liquidity	- The country will continue to implement prudent monetary policy - Will maintain control (「把好」) over the floodgates of monetary supply - Keep liquidity at a reasonably ample level
Other	- We will rally even closer around the Party Central Committee with Comrade Xi Jinping at its core	- Efforts should be made to keep employment, the financial sector, foreign trade, foreign and domestic investments, and expectations stable - (In relation to internal party discipline) upholding the authority of the CPC Central Committee with Comrade Xi Jinping at the core and its centralized, unified leadership as the starting point and ultimate purpose

Source: Made by MHRJ based upon First Session of the 13th National People's Congress (China Internet Information Center, March 5, 2018) and the Meeting of the Political Bureau of the Communist Party of China (CPC) Central Committee (People's Daily Online, August 1, 2018), etc.

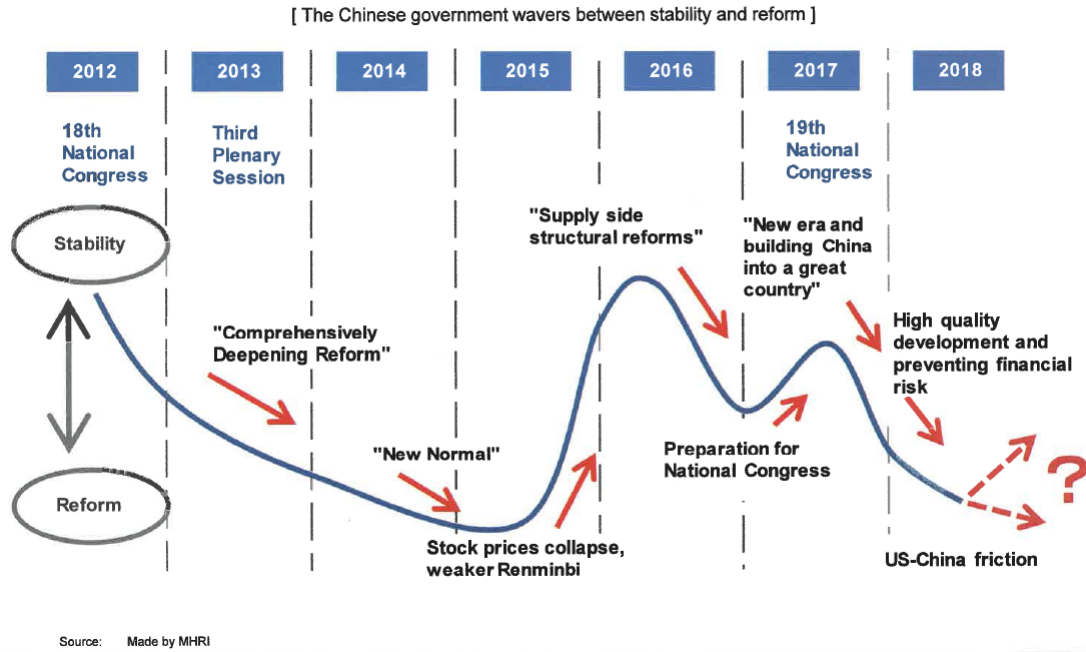
(2) 在穩定和改革之間搖擺不定

中國經濟發展自 101 年十八大就定位後，102 年三中全會提出”全面改革”、103 年經濟進入”新常態”、104 年陸股暴跌且人民幣走弱、105 年出台”供給側改革”、106 年十九大提出”新時代—中國建設為一個偉大的國家”、107 年面對中美貿易摩擦，中國經濟發展在穩定和改革之間搖擺不定，相對於國務院提出”積極財政政策要更加積極，穩健貨幣政策除保持合理流動性外，保持適度社會融資規模也會是未來重點方向。中央政治局會議則依舊強調去槓桿跟遏制房價上漲，財政政策和貨幣政策放鬆力道，將依中國經濟表現和中美貿易情勢發展而做適度修正調整，以彌補經濟下行為主要任務。因此，經濟前景是起死回生，還是持續下行存在不確定性。

在官方穩經濟和去槓桿政策雙管齊下，除持續關注影子銀行、國企高負債、地方政府隱性債務外，儘管今年以來各地持續加碼房地產調控

措施，但第 2 季人行貨幣政策朝向寬鬆調整後，部份資金流入房市，令近幾個月二、三線城市房價增速擴大，導致房市調控更加困難。

3. What is the future direction for the Chinese economy?



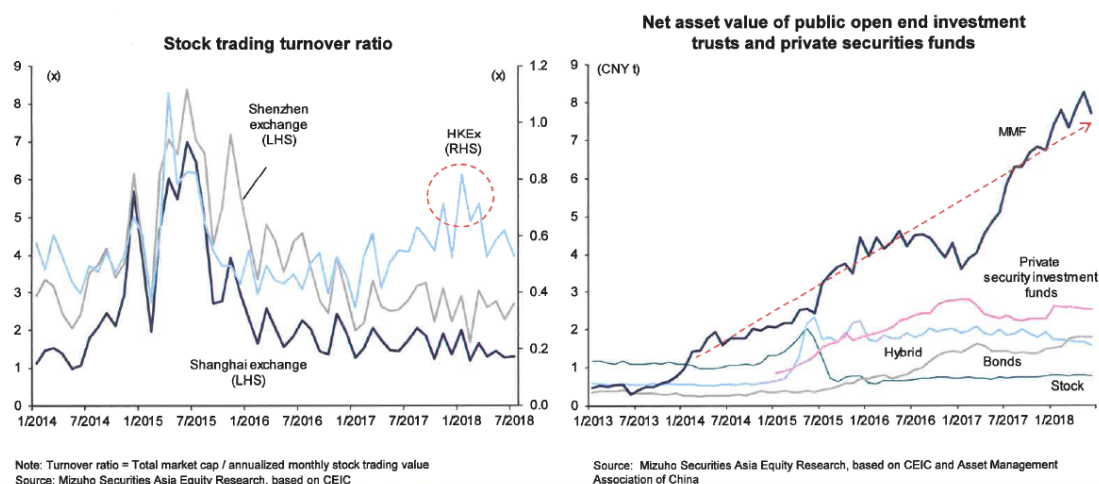
(二) 中國股票市場策略(China stock market strategy)

1、內外因素加乘陸股投資低迷

- 中國投資低迷：自 103~104 年庫存熱潮結束以來，陸股周轉率仍偏低。中國投資人偏好低風險、中等報酬的金融產品，如銀行財富管理商品 (WMP) 和貨幣市場基金 (MMF)，隨著中國債務飆高，成長速度超過存款增加腳步，銀行資產和存款負債之間差距不斷擴大，迫使金融業者轉向其他較不穩定的融資管道。銀行找尋資金方法包括：銀行間借貸、財富管理商品 (WMP，此種商品靠著高殖利率吸引投資人，收益多用於放款給房產商、礦商)，或者投資貨幣市場 (融資期限在一年以下的債務工具)。此外，獨角獸上市吸引了約 100 億人民幣的資金投入，使得股票型基金的淨資產價值呈現停滯。

Sluggish investor sentiment in mainland China

- The turnover ratio remains low since the end of the stock boom in 2014-2015
- Mainland investors prefer low-risk/middle return financial products such as bank WMP and MMF
- Unicorn funds attracted only around RMB 100b (maximum size is RMB 300b)



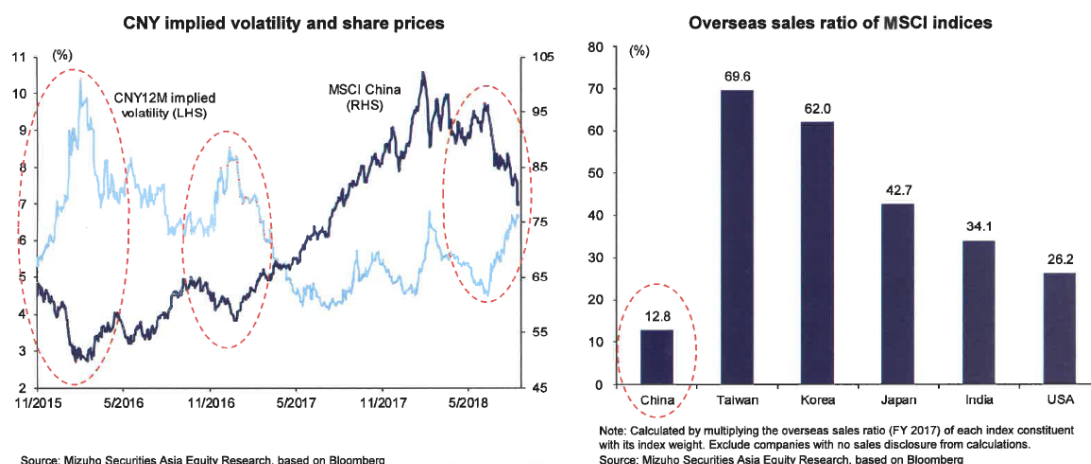
- 中國投資人席捲了香港市場：南向交易（從中國至香港）增加至佔港交所交易額的 10%，因此了解中國投資者的交易趨勢是贏得香港市場的必要條件。不過，從今年 2 月初陸股暴跌以來，南向資金流量已從

淨買超轉為淨賣超。

- 海外投資人累積持有 A 股和境內債券：A 股於今年 6 月 1 日正式納入 MSCI 指數，可以觀察到大中華地區的資金移動，一是港股通（滬港通、深港通）北上流入的金額在 4 月創下 387 億人民幣的新高紀錄；二是大陸基金公司搶發連結 MSCI 中國 A 股國際通指數產品。外國投資人則是偏好消費必需品產業及科技產業的藍籌股，假設人民幣反彈，瑞穗證券認為現在是進入中國資本市場的一個很好的切入點。
- 中國股票的估值並不昂貴但缺乏催化劑：MSCI 中國指數 12 個月本益比為 11.1 倍（截至 8 月 20 日），相較其他國家並不昂貴；投資人偏好與中美貿易摩擦相關性較低的消費、資訊科技、醫療產業，其中資訊科技產業在高 EPS 成長率下本益比 25 倍。
- 人民幣貶值抑制投資：股票投資人擔憂人民幣進一步貶值，由於大多數 MSCI 中國指數成份股均以美元和港元交易，股價受人民幣弱勢拖累。此外，陸股企業來自海外的收入有限僅佔 12.8%，相較台灣 69.6%、韓國 62.0%、日本 42.7%、印度 34.1%及美國 26.2%顯著偏低，因此人民幣疲軟並不能真正幫助企業盈利。

Given RMB weakness, better to wait to invest in offshore China stocks

- Concern for further RMB depreciation is rising among stock investors
- Since most of MSCI China index constituents are traded in USD and HKD, RMB weakness directly impacts share prices
- RMB weakness does not really help earnings as China stocks have limited revenue from overseas



➤ 基本面表明人民幣進一步貶值：隨著中國經濟進入“新常態”、“供給側改革”的推行，經濟結構轉型之際經常帳戶自 100 年以來，首次在 107 年第 1 季出現逆差，如今再疊加美中貿易摩擦導致貿易順差減少、美中利差縮減的情況下，中國存在沉重的匯率貶值風險，關注資本外逃的情景。

➤ 中美貿易摩擦對股價造成負面影響：世界出口總額和新興市場存在高度相關，WTO 已下修今年及明年全球貿易量，新興市場經濟存在下行風險，對沖基金經理不斷地減少對新興市場股票的投資，陸股也難以例外。

2、穩增長政策，有助陸股打底

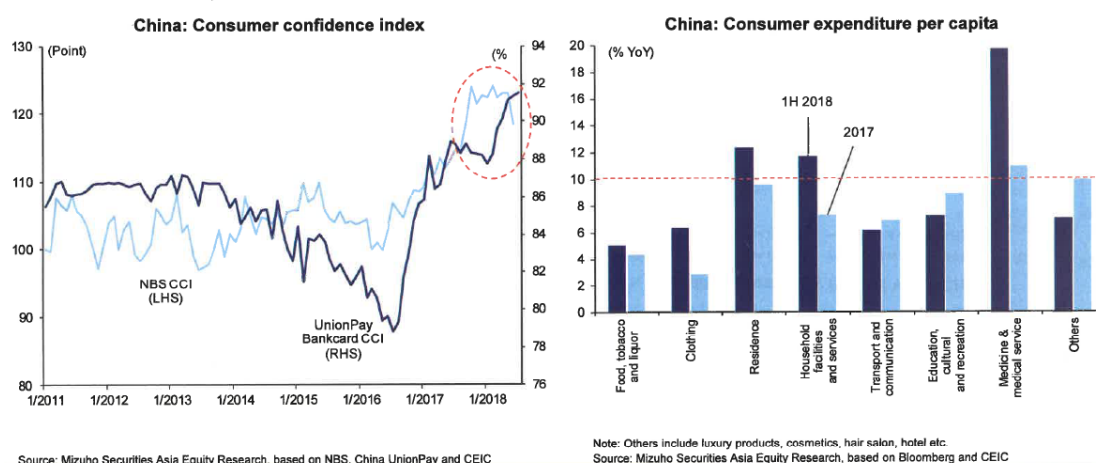
➤ ICT 產業驅使中國經濟：ICT 產業雖然僅佔中國 GDP 比重 4%，不過年成長率超過 30%。由於納入美國 ADR，MSCI 中國指數的 IT 比例自 104

年以來快速地上升，投資中國股票時，大型 IT 公司的盈利趨勢比製造業和金融業的盈利趨勢更為重要。另一項重要產業為大數據產業自 106 年以來爆炸式增長，第二季度年增率高達 206%，無限的數據計劃、視頻內容、共享經濟、4G 傳播等等，推動了數據流量的大幅增長，中國政府在 107 年開始實施電子的一帶一路發展，大數據資料的流量成為總體經濟發展非常重要的指標。

- 減稅降費提振內需：隨著薪資增長和資產效應，消費者信心處於高位，疲軟的股市對於消費影響尚不顯著，至於資產效應房價的增長比股票價格，對於民眾的消費信心更為重要，在房地產市場維持擴張下，民眾仍願意消費。為了進一步擴大內需增長刺激消費，中國政府計劃提高所得稅計算的基數和扣除額，並將主要開支例如教育、住房、醫療等納入免稅項目，透過減稅降費提振內需穩定經濟增長。

Strong consumer sentiment; income tax cut will boost consumption

- With salary increases and asset effects, consumer sentiment remains at a record level
- The sluggish stock market has little impact on consumption. As for asset effects, housing prices are more important than share prices
- Govt. plans to raise base deduction for income tax calculations and to include major expenses (education, housing, and medical care) as tax-deductible items

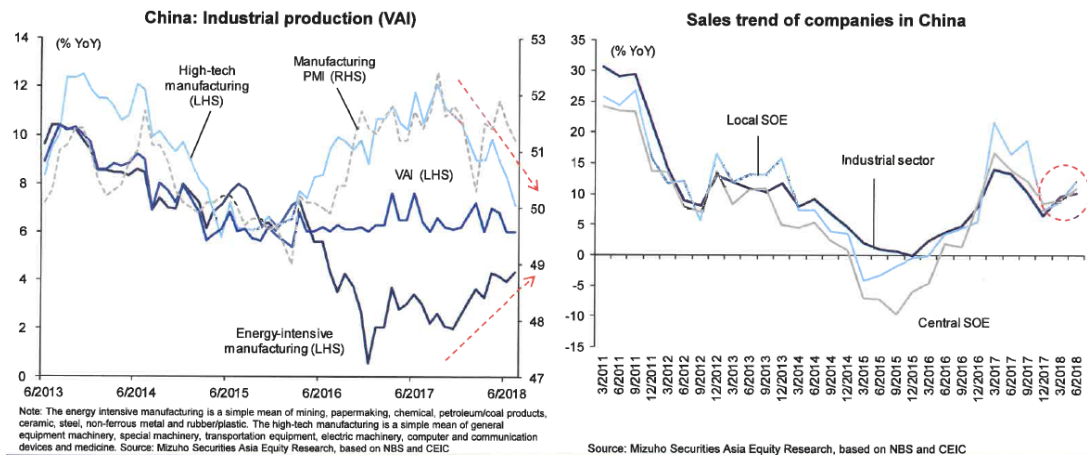


- 製造業狀況優喜參半：雖然高科技產業出口受到全球經濟趨緩影響呈

現疲軟，不過資源產業和材料產業則是穩定地成長；在高科技產業中智慧型手機、電腦和汽車的生產顯著放緩，交互影響之下今年第 2 季工業銷售年增率 10.2% 僅略高於第 1 季的 9.2%。第 2 季產能利用率上升至 76.8%，較第 1 季上升 0.3 個百分點。出口訂單為產能利用率的先行指標，在 WTO 下修全球貿易量預測，外部需求疲軟之下，出口萎縮將是中國下半年經濟最大的風險。在過去，人民幣有效匯率與出口訂單存在相反的關係，近期人民幣的大幅貶值有助支撐出口增長，冀望減緩外需縮減的影響。

Mixed manufacturing picture, but sales keep double-digit growth

- While high-tech industries with high export sales are weak, resources and materials are steady
- In the high-tech industries, production slowed notably for smartphones, computers and automobiles
- Industrial sales increased +10.2% YoY in 2Q, up from +9.6% YoY in 1Q



➤ 自 105 年底以來，政策首次轉向寬鬆：有鑑於中國正處於內部經濟調結構陣痛期，川普執意主導的貿易摩擦急劇升溫且短期內難以消除，內外夾攻之下中國下半年經濟下行風險大增，迫使官方於 7 月中央政治局會議，對於經濟政策的描述從”溫和中性”的貨幣政策中刪除了”中性”一詞。並且要求金融機構加強對基礎設施投資的支持，若中美貿易摩擦惡化，人行可能在再調降存準率提供市場流動性來穩定

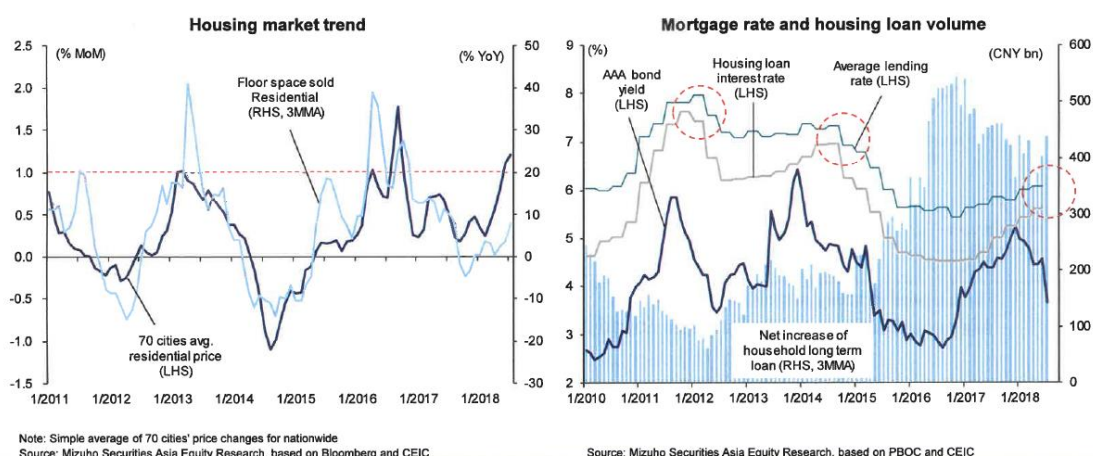
經濟。

3、市場風險未消除，陸股暫難脫離弱勢格局

- 寬鬆貨幣政策和房地產泡沫調控難以平衡：儘管購房限制和升息，但住房需求仍非常的強勁，7月房價月增率上漲1.2%，超過過去緊縮的警戒線（1%），市場利率下降對開發商的資金有利，人行寬鬆貨幣部份資金流入房市，二、三線城市房價增速再擴大，導致房市調控更加困難，政府政策在穩定和改革之間搖擺不定。

Hard to balance monetary easing and housing bubble control

- Despite the home purchase restriction and interest rate hike, there is very strong housing demand
- Housing prices rose 1.2% MoM in July, exceeding the past warning line (1%) for tightening
- Decline in market rates is positive for developers' funding

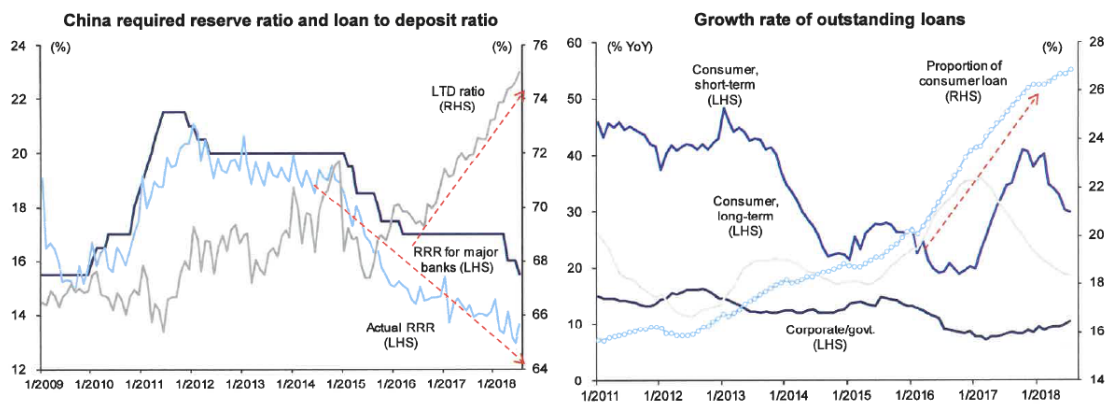


- 去槓桿仍在軌道上，債務風險擴大：銀行資產與名目 GDP 的比率連續第六個季度下降，為避免系統性風險，金融機構之間的去槓桿化取得共識，銀行繼續向實體經濟（個人、公司和當地政府）提供貸款。銀行利用降低新貸款存款準備金率來支持實體經濟的流動性，自 105 年以來，由於二線城市的房屋供給萎縮個人貸款急劇增加，如果房價下跌，消費者信心可能會大幅回落，對個人而言，公司和地方政府的債

務風險擴大。107 年上半年，在岸債券違約的數量有所增加，但仍低於 104~105 年的水平、低評級債券的信貸利差擴大，但 AAA 和政策性銀行債券收窄。

Debt risk expands from corporate and local govt. to individuals

- Banks use liquidity arising from lowering of RRR for new loans to support the real economy
- Loans to individuals have increased sharply since 2016 due to the housing bubble at lower-tier cities
- Consumer sentiment likely to retreat significantly if housing prices collapse



Source: Mizuho Securities Asia Equity Research, based on PBOC and CEIC

Source: Mizuho Securities Asia Equity Research, based on CBIRC and CEIC

參、心得及建議

一、日銀仍無意改變貨幣政策框架：

日本自102年實施量質兼備寬鬆貨幣(QQE)政策起，成功啓動內需推升經濟重回增長軌道，景氣持穩加上寬鬆財政政策提振內需，事求人比率持續創下波段新高，帶動實質薪資緩步增長。惟由供給面推動的通膨率上升，不易提高民眾之通膨預期，加上負利率的環境資金容易掉入流動性陷阱，通膨預期仍低，通膨改善的速度不如產出缺口改善。日銀利率決策會議，擴大長債收益率波動區間來維持市場動能，尚無意提高利率，2%通膨目標需要更長的時間才能達成，年底前日銀仍無意改變貨幣政策框架。

二、中國經濟在穩定和改革之間搖擺，陸股難脫弱勢

中國在十九大政局穩定之後，深化供給側改革的力道，為防範金融風險的累積，持續堅定去槓桿，人行發布資管新規衝擊市場資金池，信貸過快收縮的滯後影響仍持續顯性化，社會融資處於偏低水位，經濟存在一定下行壓力，人民幣震盪走貶。美中雙方已分別針對2500億美元及1100億美元進口商品課徵關稅，川普又強硬威脅要課徵剩餘的2670億美元進口商品關稅，透露美國期中選舉前，中國無意進一步實質會談。中國國務院自8月以來出台多項減稅、擴大內需措施對沖貿易摩擦衝擊，顯示中國以拖待變長期抗戰的決心。人行在第2季貨幣政策執行報告，對於管理貨幣供給總閘門和保持流動性的措辭較第1季放鬆，但仍要求”堅定做好結構性去槓桿工作”，意味監管主基調去槓桿不變。整體而言，中國經濟在穩定和改革之間搖擺不定，市場風險未消除，陸股暫難脫離弱勢格局。

三、全球金融市場波動加劇，派員參與研討會以貼近市場脈動

全球經濟增長由同步轉向不均衡發展，外在風險事件衝擊效應放大，金融市場波動加劇。就公司現有投資人員之員額，所轄業務除日常分析及投資業務外，尚需負責各層級會議等之行政業務，實無暇對全球政經情勢做廣

泛或深入的分析，通過派員參與研討會的機會，聽取研究結果、與來自各地投資機構交換意見，特別是在全球流動性將由正轉負之際，川普執意推行貿易保護，對於全球經濟轉折時點、貨幣政策的影響，瞭解各方投資決策的擬定，貼近全球資本市場的脈動，即時因應劇烈變動的金融環境，俾助整體投資績效提升。