

出國報告（出國類別：其他）

參加大和證券於日本東京舉辦之「 2018年資本市場投資研討會」報告書

服務機關：中華郵政股份有限公司

姓名職稱：翁思雯 副管理師

楊以如 專員

陳怡婷 專員

羅妤如 佐理員

派赴國家/地區：日本（東京）

出國期間：107.11.7-107.11.10

報告日期：107年12月24日

行政院及所屬各機關出國報告提要

出國報告名稱：參加大和證券於日本東京舉辦之「2018年資本市場投資研討會」
報告書

頁數 28 頁 含附件：無 有

出國計畫主辦機關：中華郵政股份有限公司

聯絡人：柯裕銘

聯絡電話：(02) 23921310-2536

出國人姓名：翁思雯、楊以如、陳怡婷、羅妤如

服務機關：中華郵政股份有限公司

職稱：副管理師、專員、佐理員

電話：(02) 23927170

出國類別：1.考察2.進修3.研究4.實習5.開會6.其他

出國期間：107年11月7日至107年11月10日

出國地區：日本東京

報告日期：108年1月9日

分類號 / 目：交通/郵政

關鍵詞：東京，大和證券

內容摘要

大和證券(Daiwa Securities Co. Ltd)舉辦為期兩天的年度資本市場投資研討會，邀請日本政府官員、中國清華大學教授、亞洲開發銀行官員及民間投資機構法人等具有高度敏銳度的專家進行演講及座談會，探討主題包括日本經濟、債券市場現況及聯合國永續發展目標議題探討與相關投資方向，同時探討未來中美間政治、經濟面及貿易衝突等值得關注的問題，提供各界與會人士投資方向之參考。

主要的發達經濟體經濟活動於 2017 年下半年達到顛峰後，因全球貿易及工業生產成長走緩，2018 年呈現擴張減緩的現象，在美國聯準會為實現貨幣政策正常化，持續緩步升息及國際間貿易衝突擴大之影響下，經濟合作暨發展組織(OECD)亦將明後兩年全球經濟成長率(GDP)預估值由原先 3.7%下調至 3.5%，顯示普遍預期至 2020 年全球經濟發展將面臨逐漸減緩的頹勢。歐亞集團(Eurasia Group)指出今年全球面臨的政治風險之高堪比 10 年前金融危機時期，而其中最強大的風險來自中國和美國角色的變化。我國央行楊總裁於今年年中亦提醒展望全球經濟前景，應密切關注包括了美元的流動性吃緊、中美貿易摩擦加劇、全球政府債務續增和地緣政治風險及氣候變遷等四大風險，未來地緣關係緊張與政治風險將持續威脅全球經濟成長，以上皆為此次研討會重要議題。

目 次

壹、 目的.....	1
貳、 過程.....	1
一、 全球經濟及貿易市場之透視.....	1
二、 日本貨幣金融政策、財政政策及債務管理分析	6
三、 日本債券市場之投資及發行機會.....	12
四、 處於十字路口之中國經濟.....	16
五、 混亂的地緣政治.....	19
六、 永續發展 Sustainable Development Goals(SDGs)	20
參、心得與建議事項	26
一、心得.....	26
二、建議事項	27

壹、 目的

面對全球快速變化之金融市場環境，需持續與投資合作夥伴進行交流，學習投資新知以及掌握最新投資市場脈動，進而提升同仁專業能力與強化投資敏感度，故派員至國際知名證券公司參加各項研討會，可作為本公司未來各項投資評估之參考。本次有機會於 107 年 11 月 8 日至 9 日參加日本大和證券於日本東京舉辦之研討會（Daiwa Capital Markets Conference 2018），會議內容包括全球經貿市場透視、日本經濟與債務管理、日本債券市場投資機會、中國經濟面臨轉折、混亂的地緣政治出現新興趨勢及永續發展(SDGs)。

貳、 過程

一、 全球經濟及貿易市場之透視

(一) 主講者：Mohamed A. El-Erian(安聯首席經濟學家)

(二) 中美貿易戰之發展

美國政府在對鋼鐵和鋁進行高額關稅後，另發布了對中國 1,333 個進口產品徵收 25%關稅的計劃，總值約為 500 億美元，以懲罰中國數十年來的知識產權盜竊行為。中國也已經開始計劃對一系列美國商品徵收 25%的稅，總值也約 500 億美元。美國總統川普正在考慮另一套回應不公平報復的關稅計畫，其中包括對另外 1,000 億美元從中國進口商品加徵關稅。目前中美的態勢可用博弈論說明，這種關稅的交換最終是否會構成戰略姿態，發展成更「合作的遊戲」(更自由和更公平的交易)，或導致更廣泛的「非合作關係遊戲」(一場徹頭徹尾的貿易戰)，尚不可知，但是可以預期地，這將對經濟、政策前景以及市場前景產生重大影響。

首先是交易模式改變，傳統交易模式在賽局理論上為「合作賽局 (Cooperative Game)」，依據二戰後合作建立的國際貿易規定及組織（如 WTO 世界貿易組織等）交易，美國總統川普挑起貿易戰，在國際貿易的「合作賽

局」中引進了「不合作」的成分。

對美國來說，貿易戰意義並不在貿易本身，旨在保護國家安全，遏制中國發展。由於這場賽局原本就不平衡，講者認為美國會獲得最終勝利。中國代價最小的策略是設法回到「合作式的賽局」，唯一可能的情况就是依循南韓、墨西哥和加拿大方式，同意美國三項條件：

1. 開放貿易市場，降低因關稅造成的貿易障礙。
2. 達成雙方貿易協定，讓金融規範可以更能符合自由貿易的需求
3. 承諾購買更多美國商品，如能源及農產品，以減少美國巨大的貿易逆差。若中國遲不答應，這場貿易戰會一直持續下去。

(三) 美國經濟發展

1. 美國經濟持續擴張，主要有下列三大原因：
 - (1) 消費力道強勁：由於勞動力市場表現良好，失業率維持在低點，加上減稅及通膨溫和，刺激消費成長。
 - (2) 企業資本投資高：反映出企業信心向好、現金餘額充足以及監管放寬。
 - (3) 財政政策刺激：尤其在政府支出增加之際，期中選舉後，美國國會分裂，短期內不太可能縮減支出或收回近期的減稅措施。
2. 美國有利的經濟前景對市場的積極影響被兩大因素抵消：
 - (1) 第一股下行力量是美國以外地區的經濟活動繼續放緩，使一些國家背負的巨額債務更加沉重。歐洲近期出爐的多項數據更證明了這一點，中國央行也對經濟環境面臨「深刻變化」提出了嚴厲警告。
 - (2) 第二股下行力量則是市場和聯準會(FED)尚未完全解決他們對未來加息路徑的不同看法。FED 在 11 月 8 日重申了其更加強硬的政策意圖，這受到了 11 月 9 日高於預期的生產者價格數據的支持。儘管歐元區面臨越來越多的經濟成長和金融風險，也沒能動搖歐洲央行今年結束量化寬鬆的決心。這場拉鋸戰可能會在未來幾個月升級，帶

來更多市場波動，這不僅將考驗投資者的定力，也將考驗一些不均衡的頭寸部署。

(四) 全球經濟背離現象

1. 現況分析：

國際貨幣基金（IMF）於 2018 年 11 月 9 日發布「世界經濟展望」報告，將今明兩年的全球預估經濟成長率，自 3.9%調降至 3.7%，為逾兩年來首度調降，主要問題在於美國與其他國家之間出現「背離(divergence)」現象。

「背離」現象為現今重要的全球經濟主題，關聯於經濟趨勢、政策和業績。隨著時間的推移，這些分歧將變得越來越難以調和。政策制定者可以選擇克服迄今阻礙經濟成長的問題，或冒險嘗試執行新的政策以抵抗背離交易(anti-divergence trade)，然而後者可能會造成經濟不穩定的風險。目前全球經濟仍由下列國家主導。

- (1) 美國：未來經濟看好，可以預期經濟表現將持續改善，勞動力市場將變得更加強大。勞動就業的普及化將伴隨著勞動工資的恢復。然而，與過去幾年相比，經濟增長帶來的好處並不那麼平均。換言之，經濟增長可能加大貧富差距。
- (2) 中國：經濟成長率雖然低於歷史平均的水準，但在經濟結構上愈趨成熟。預期中國將逐步調整他們的經濟增長模式，使其更具可持續性。雖然中國偶爾會引發全球金融市場缺乏穩定性，但不致脫軌。中國將致力於深化內部市場，改善監管框架，賦予私營部門權力，並擴大以市場為基礎的經濟管理範圍。
- (3) 歐洲：因為持續的經濟停滯，加劇了某些國家社會和政治的紛爭，同時令區域政策決策複雜化，也因為經濟發展停滯，通貨緊縮以及過度負債的壓力將阻礙投資，經歷發展之風險平衡傾向於劣勢。歐洲是最具挑戰性的經濟體，存在著驚人的失業率，特別是年輕人持

續性高失業率問題。

2. 經濟成長背離現象的影響：

(1) 金融市場走勢背離：

歐、日股市都下跌，新興市場更是股、債、匯市三跌，中國股匯市更慘遭雙殺，MSCI 新興股市指數淪入空頭市場，惟美國資產獨強。

(2) 貨幣政策背離：

目前歐洲、日本等大部分先進國家的貨幣政策仍然相當地寬鬆。但以美國而言，在量化寬鬆貨幣政策(Quantitative Easing)執行後，貨幣升息、資產負債表緊縮。美股指數與美債殖利率提升，投資報酬率升高，加上美元強勢，使之前外流的美元資金回流。美國的減稅政策也促使企業將滯留在海外的資金匯回，最終形成美國之貨幣政策出現緊縮的現象。然而，成長國趨向於緊縮之貨幣政策，會導致衰退國趨向於膨脹之貨幣政策，這也是經濟成長背離的根本原因。

(3) 流動性風險增加：

金融風暴後 10 年來的資金寬鬆期即將結束，FED 持續升息，全球各大央行逐漸收縮資產負債表，美國股票市場也缺乏任何激勵的行為，交易員和投資者只能慢慢接受流動性緊張的事實。新興市場經濟體也面臨挑戰，2017 年與發達經濟體的同步增長轉向較往年更為複雜的趨勢。在資產負債嚴重的國家，美元的上行壓力是一個問題，特別是企業部門，事實上如果不是因為石油價格急劇下跌，一些新興市場經濟體應該早已遭受新一輪嚴重的金融不穩定和經濟混亂的衝擊。

從一個由流動性驅動的市場轉型到一個偏重於基本面導向之市場，在本質上就不容易。美國經濟基本面較為強勁，穩健的就業增長和更高的薪資漲幅足以支持家庭收入和消費，稅改等財政刺激也加速了支出，進而鼓勵商業投資。但這與歐洲和新興市場正在下滑的動

能形成了鮮明對比，未來這種分化將進一步擴大。在這種前提下，投資策略也需要演進。除了更需要關注被低估的流動性風險外，也應將投資策略從被動的指數型基金轉為主動管理。

(4) 市場波動增加：

2017 年美股波動度極低，有恐慌指數之稱的芝加哥選擇權交易所波動率指數(VIX)年平均收盤價僅 11.1，為指數創立以來最低，令波動投資人獲利頗豐。然從 2018 年開始，市場的波動開始回歸到正常水平。理論上不論黃金或原油價格是上漲或下跌，甚至出現大幅波動，都是市場的正常現象。除非美國和中國在政策上出現重大失誤，否則經濟在未來兩三年間的成長腳步雖將放緩，應還不致出現大幅衰退。然而自 2018 下半年起，全球投資環境變得更加複雜困難，再加上美中貿易戰持續延燒，美國和其他國家的貿易衝突也有升溫趨勢，局勢變化愈加難以預料。若中美貿易戰的戰況加劇，將衝擊全球經濟與金融市場。美國更可能會因通膨走升，加大貨幣緊縮政策力道，恐將再度導致金融市場波動。

(5) 經濟成長背離在理論上不可能長期持續，但最終趨向「靠攏（convergence）」的經濟成長可能會導致下列兩種情況：

- a. 第一種情況—美國以外的弱勢國家之經濟成長能夠急起直追。因此對於弱勢國家而言，將有助於降低金融風險，以及緩和貿易緊張，讓貨幣政策正常化。
- b. 第二種情況—美國、其他發達國家及新興市場，也可能因為弱勢國家的經濟成長而蒙利。不過，加速「靠攏」的經濟成長卻有一定難度。以歐洲而言，不大可能大幅擴張財政支出以振興經濟，因此新興市場沈重的負債短期內難以縮減，且中美之間的貿易戰也會促進國際的經濟對抗，使國際間經濟合作更加困難。

二、日本貨幣金融政策、財政政策及債務管理分析

(一) 主講者：日本央行副行長雨宮正佳及財務部大臣 Yo Yarimizu

(二) 日本經濟現況

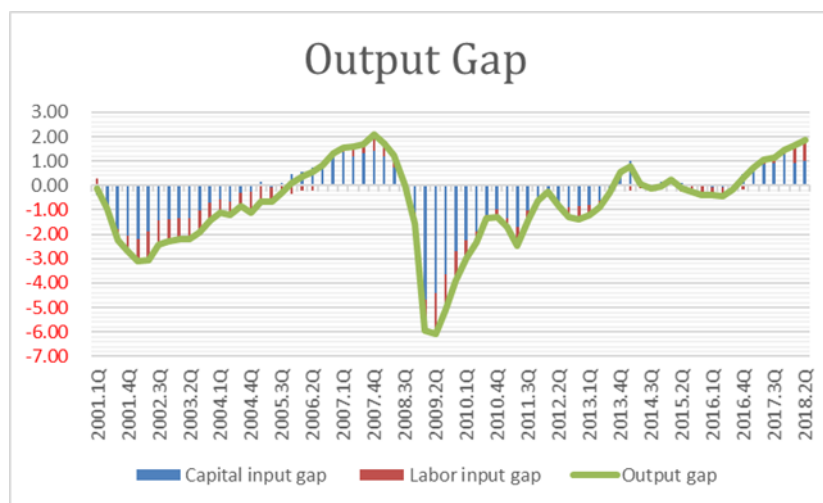
日本央行表示，雖然 IMF 下調全球 GDP 之預測，然從 GDP 及產出缺口歷史數據之表現看來(圖 1)，當前日本經濟依然溫和擴張，從企業和家庭部門的收入到支出都保持良性循環。儘管存在波動，實際國內生產總值一直呈上升趨勢，產出缺口從 2016 第 4 季到 2018 年第 2 季，連續 7 季呈現成長。

雖因受風災及地震等天災影響第 3 季經濟數據之表現，第 3 季 GDP 季增年率為-1.2%，然預期應為短暫現象。

日本經濟的前景展望方面，已發布的展望報告中，2018 年的實際 GDP 增長率預計為 1.4%，這顯然高於日本的潛在增長率估計值的 0.5-1.0%的範圍內。至於 2019 年和 2020 年，實際 GDP 增長率預計均為 0.8%(圖 2)

惟未來復甦之力道則需關注全球貿易戰後續發展、中國經濟成長及提高消費稅所造成之影響。

圖 1、日本 GDP 產出缺口



資料來源：日本央行

圖 2、日本 GDP 成長預期

Forecasts of the Majority of Policy Board Members

y/y % chg.

	Real GDP	CPI (all items less fresh food)	Excluding the effects of the consumption tax hike
Fiscal 2018	+1.3 to +1.5 [+1.4]	+0.9 to +1.0 [+0.9]	
Forecasts made in July 2018	+1.3 to +1.5 [+1.5]	+1.0 to +1.2 [+1.1]	
Fiscal 2019	+0.8 to +0.9 [+0.8]	+1.8 to +2.0 [+1.9]	+1.3 to +1.5 [+1.4]
Forecasts made in July 2018	+0.7 to +0.9 [+0.8]	+1.8 to +2.1 [+2.0]	+1.3 to +1.6 [+1.5]
Fiscal 2020	+0.6 to +0.9 [+0.8]	+1.9 to +2.1 [+2.0]	+1.4 to +1.6 [+1.5]
Forecasts made in July 2018	+0.6 to +0.9 [+0.8]	+1.9 to +2.1 [+2.1]	+1.4 to +1.6 [+1.6]

資料來源：日本央行

(三) 安倍首相推行的安倍經濟學

1. 2012 年 12 月起推出舊安倍三箭：為擺脫日本長達 15 年的通貨緊縮困境，並重振國內經濟。
 - (1) 第一支箭－寬鬆貨幣政策：實施量化寬鬆，藉由拉高預期通膨率來降低實質利率，便可激勵民間投資與消費，來達成 2% 的通膨目標。
 - (2) 第二支箭－擴大財政支出。
 - (3) 第三支箭－結構性經濟改革與成長策略：建立以新興產業為核心的高階製造業發展新模式。

2. 2015 年 9 月起再推出新安倍三箭：為舊的第三支箭之延續，期許能達到戰後國民生活的最大富足。
 - (1) 新第一支箭－孕育希望強大經濟：2020 年日本 GDP 規模增長至 600 萬億日元。
 - (2) 新第二支箭－構築夢想的育兒支援：平均出生率達到 1.8%。
 - (3) 新第三支箭－安心的社會保障：杜絕因家庭護理而放棄工作的現象發生。

3. 2018 年起施行的新經濟政策

- (1) 實現和擴大人力資源開發革命。
- (2) 發展系統創新的願景和擴展—如發展「社會 5.0」。
- (3) 對當前額外財政需求的回應

(四) 日本央行採行之貨幣政策

1. 沿革：

- (1) 2013 年 4 月開啟大規模購債，引入量化質化寬鬆政策(Quantitative and Qualitative Monetary Easing，即 QQE)，旨在消除通縮壓力，刺激物價上升，預計 2 年內達到通膨目標 2%，貨幣基數成長 2 倍。
- (2) 2016 年 1 月底開啟了「負利率」時代，即對金融機構的超額準備金以-0.1%利率計息，實施量化、質化和負利率三個維度的寬鬆政策。
- (3) 2016 年 9 月份，為了能早日實現所設定的 2%通膨目標，宣布維持利率在-0.1%不變，並決定調整政策框架，放棄年增基礎貨幣目標值的框架，並將 QQE 分成 2 部分：
 - a.殖利率曲線控制(Yield curve control，YCC)，利用繼續購買日本國債(JGB)以調節短期以及長期利率，即維持短期利率-0.1%及 10 年期公債收益率保持在 0.0%附近(圖 3)。
 - b.通膨率超調承諾，承諾擴大基礎貨幣水平，直至消費者物價指數(CPI)超越 2%的目標，並且穩定在 2%的上方。

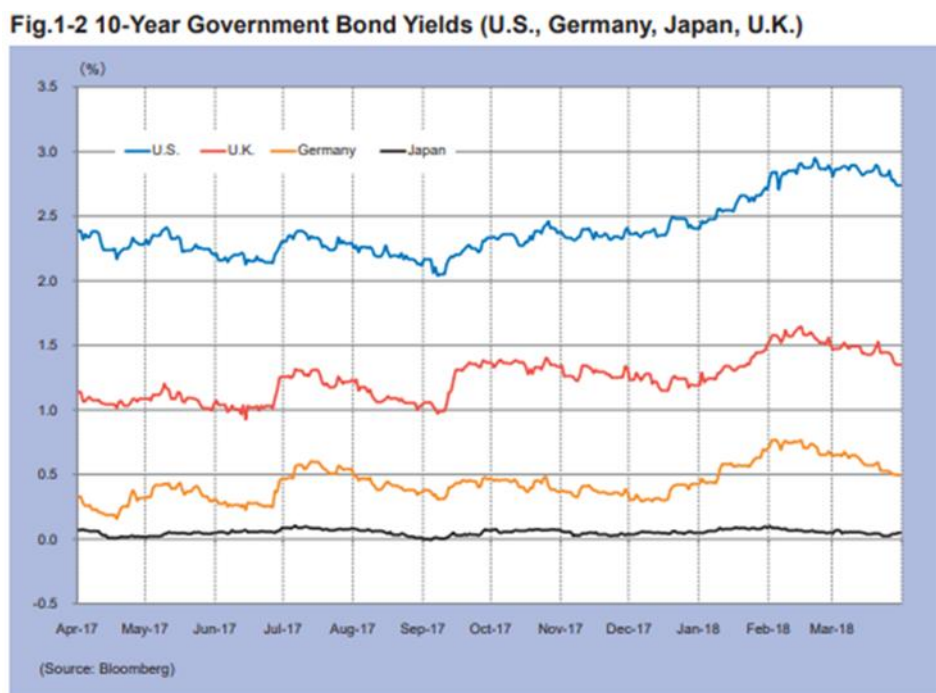
2. 今年以來的改革：

然而政策推展迄今，日本通膨前景仍然疲弱且令人失望，央行總裁黑田東彥也表示，通膨攀升所需花的時間比想像中更長，想要達成預計的目標，恐將超出原先所預定的時程。因此為強化達成價格穩定的承諾，以提升目前寬鬆貨幣政策的可持續性，並持續增強以殖利率曲線來調控 QQE：

- (1) 於 2018 年 7 月 31 日決定：

- a. 引進前瞻性指引政策，在通膨率未達 2% 時，承諾將繼續維持一段較長的期間的低利率。
 - b. 日本 10 年期公債殖利率目標仍為 0%，但可容忍的震盪範圍從 $\pm 0.1\%$ 擴大至 $\pm 0.2\%$ 。
 - c. 在 ETF 的投資總量維持 6 兆日圓下，調整所購買風險性資產(ETF) 的組成，增加東證一部指數 ETF (指數股票型基金) 的購買 (從 2.7 兆日圓增加至 4.2 兆)，減少連結日經 225 指數 ETF 的購買 (從 3 兆日圓減少至 1.5 兆)。
- (2) 2018 年 9 月為了達成價格穩定性，宣布將短期利率維持在 -0.1%，將持續透過殖利率曲線控制政策 (YCC)，採行量質兼備的寬鬆貨幣政策，使 10 年期日債殖利率保持在 0% 左右的區間，並維持前瞻性政策利率指引，預定購債規模為 80 兆日圓，且將視市場狀況繼續購買追蹤日股(日經平均指數--東證指數)的 ETF 與日本房地產投資信託基金 J-Reit，避免過度集中於指數成分股，降低央行對個股的影響。

圖 3、10 年期公債殖利率



資料來源:彭博

3. 為什麼日本銀行在維持物價穩定基礎下，要瞄準 2%的通膨率：

(1) 分析理由有三：

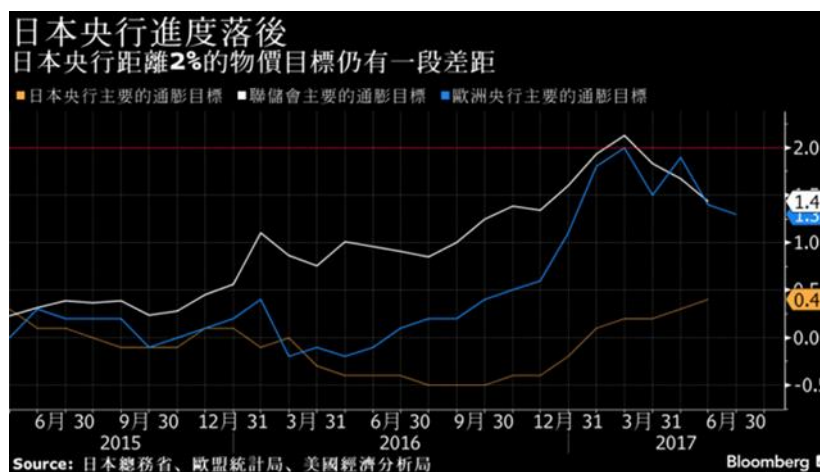
- a. 消費者物價指數(CPI)具有向上偏誤的特性，故會將計算 CPI 年度成長變動率的「價格穩定目標」訂為 2%。
- b. 提供貨幣政策調整的緩衝區。
- c. 此為被全球央行廣泛使用且認定的目標。

(2) 日本面臨達標的困境：(圖 4)

長期低增長和通貨緊縮的經歷對人們的情緒產生了重大影響：

- a. 企業方面，對工資制定立場仍然保持謹慎，導致工資對產出缺口的改善反應較低。
- b. 一般民眾，則受家戶所得增加遲緩影響，對價格上揚的容忍度降低，通膨增長不易提升。

圖 4、通膨曲線



資料來源:日本總務省等

(五) 日本財務政策

1. 增稅沿革：

(1) 2014 年 4 月安倍政府按照前任內閣計劃如期將消費稅稅率從 5%上調到 8%。

原訂 2015 年 10 月 1 日要再提高消費稅率到 10%，然因預期中國等

新興國家的之後經濟發展存有成長趨緩的陰影，故日本政府已 2 度延後增稅的預定時程。然隨著日本社會人口老齡化及少子化的困境愈加嚴峻，評估財政支出中最大項目-社會保障支出，將進一步擴大。

(2) 預計 2019 年 10 月 1 日消費稅率將從 8%上調至 10%，以幫助解決人口老齡化帶來的社會成本上漲問題。

2. 財政政策目標：

(1) 通過實施經濟振興和財政整頓，預期 2025 年能達成中央和地方政府的主要盈餘。

(2) 堅定不移地維持公共債務與國民生產總值比率穩步降低的目標。

3. 施行方向：避免加稅將使私人消費愈加低迷，而引發經濟衰退的現象。

(1) 重新評估消費稅率調漲所增加之稅收如何合適分配使用。

(2) 實施其他相關配合的減稅計劃。

(3) 遏制出現最後一刻緊急關頭需求或需求劇烈下滑的現象。

(4) 激勵民眾對耐久性消費品之消費的對策。

4. 行動方向：

(1) 擴大人力資源開發：強化人力投資、提供友善且合宜的工作環境/條件來促進勞動參與，並鼓勵多元化人力參與勞動市場，減輕因出生率降低及人口老化引起的勞動力短缺。

(2) 增進科技發展。

(六) 債務管理

1. 目標：

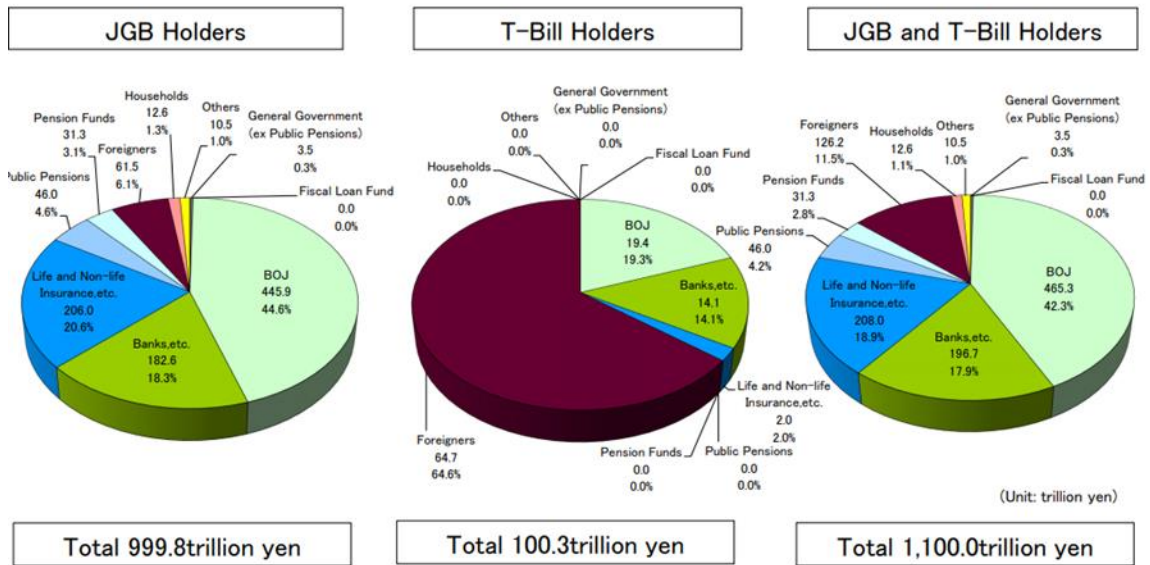
(1) 確保日本國債發行穩定順利—制訂符合市場趨勢及需求的發債計畫，以降低日本國債投資風險。

(2) 減輕中長期融資成本。

(3) 讓日本國債(JGB)持有人多樣化(圖 5)。

圖 5、日本國債持有人分析

Breakdown by JGB and T-Bill Holders (June 2018, QE)



Source: Bank of Japan "Flow of Funds Accounts (Preliminary Figures)"
 Note1: "JGB" includes "FILP Bonds."
 Note2: "Banks, etc" includes "Japan Post Bank", "Securities investment trust" and "Securities companies."
 Note3: "Life and Non-life insurance, etc" includes "Japan Post Insurance."

資料來源：日本央行

2. 2018 年日本國債發行計畫著眼點：

- (1) 減少例行性的標售金額。
- (2) 均衡降低長天期國債發行量。
- (3) 增強以往發行日本國債流通性的標售。

3. 增強日本國債流動性措施：

- (1) 計畫標售 2006 年前已發行之舊國債(冷門券)。
- (2) 熱門券(2018 年發行)的增額發行。
- (3) 日本銀行採取的相關措施：
 - a. 持續向市場提供借券機制，並延長借券交易的期限。
 - b. 擴大日本國債可供做為日本銀行提供信用貸款時的合格抵押品。

三、日本債券市場之投資及發行機會

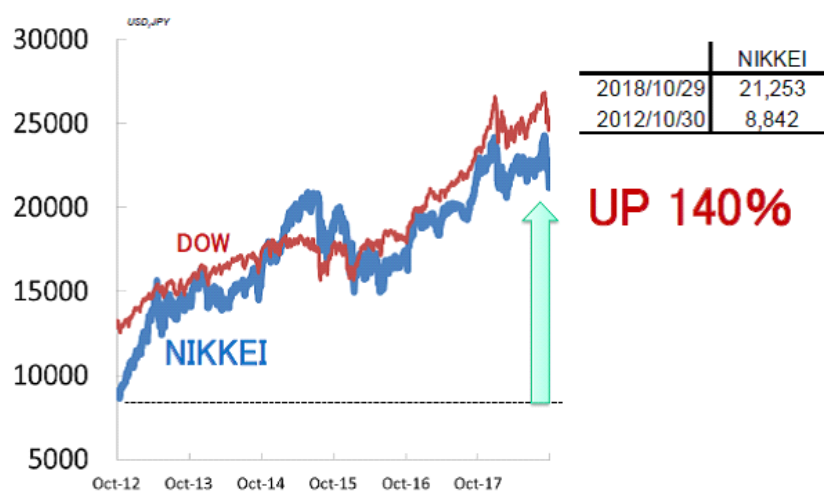
(一) 主講者：谷榮一郎(大和證券 金融市場調查部)

(二) 日本 28 年來最強勁的成長

1. 股價指數面：

美國道瓊指數從 2012 年 10 月 30 日的 13,107 點一路來到 2018 年 10 月 29 日的 24,688 點，足足上漲 88%，反觀日本的日經指數從 2012 年 10 月 30 日的 8,842 點一路攀升至 2018 年 10 月 29 日的 21,253 點，上漲幅度高達 140%(圖 6)。日本目前主要面臨的問題有人口老化、低生產力以及競爭對手的威脅(中國及韓國公司)，以上種種的問題是否會影響日經指數呢？答案是不會。

圖 6：美國道瓊指數與日本日經指數之趨勢



資料來源：大和證券

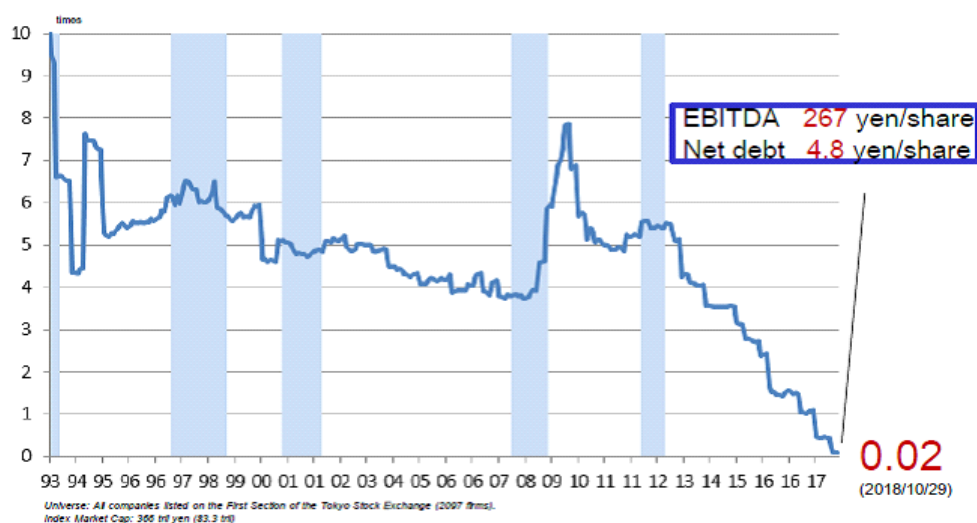
2. 本益比(P/E ratio)：

美國本益比高於過去 14 年平均值，然而日本本益比卻是低於平均值，造成日本本益比低於平均值最主要的原因是公司營收。從 2012 年至 2018 年公司營收呈倍數成長，其中又以中小企業成長力道較為強勁，而帶動中小企業營收大幅成長的主因則是國內需求較往年增加、員工數量也大幅增加近 500 萬人、失業率下降、薪水增加，使得可支配所得於 2018 年第 2 季達到 76.4 兆元，進一步提升民間消費支出，帶動經濟成長，亦使負債對 GDP 的比率有所改善。

3. 淨債務對稅息折舊及攤銷前利潤比(Net Debt/EBITDA)：

隨著機器人愈來愈人性化，使得資本要素及勞動要素均呈現逐年遞減，促使總要素生產力(Total Factor Productivity)及潛在成長率(Potential Growth Rate)之上升，使日本淨債務對稅息折舊及攤銷前利潤比自 2013 年以來呈現向下趨勢，並在 2018 年 10 月 29 日處於最低點 0.02，趨近於 0(圖 7)。

圖 7：日本公司之淨債務對稅息折舊及攤銷前利潤比



資料來源：大和證券

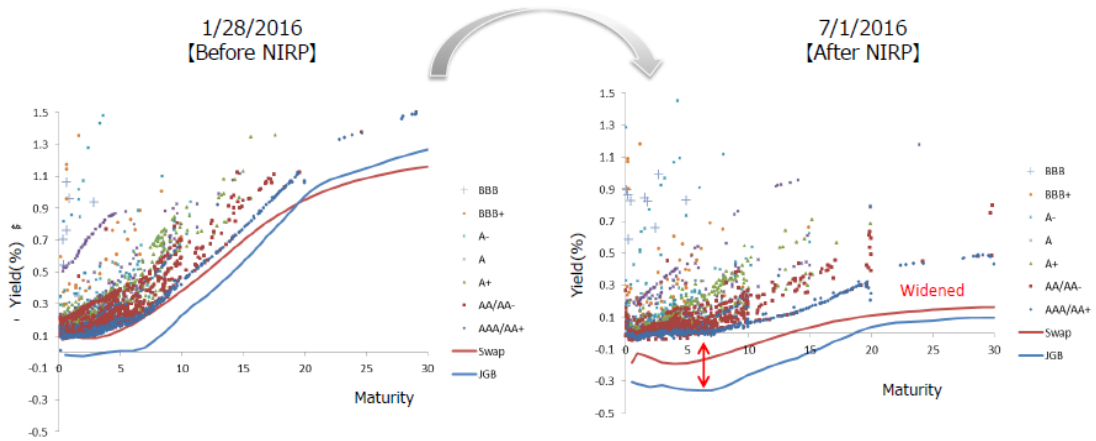
以上反應日本強勁成長，主要是日本首相安倍晉三所提倡振興經濟的三支箭，利用量化寬鬆貨幣政策促使日圓貶值，刺激出口成長；並擴大財政支出，帶動投資、消費成長；推動產業鬆綁，扶植創新企業，進行結構性經濟改革。另外，金融機構長期維持低利率，使公司向金融機構貸款成本降低，這也促成目前成為債券最佳的發行時機。

(三) 日幣債券之最佳發行機會

以往日幣債券市場幾乎只有發行日本政府債券(Japanese Government Bond, 簡稱 JGB)和短期以日幣計價的外國債券。但是近年來情況已經改變，長期債券占的比率愈來愈高，2018 年 5 年期以上之債券占比已經高達 72%。另外為了將通貨膨脹率提升至 2%的目標，日本央行持續透過公開市場操作購買公債，且截至目前已達到 500 兆日元。另一推動通貨膨脹上升的措施是

日本央行實施負利率政策，使得債券殖利率大幅下滑且殖利率曲線變得較為平緩(圖 8)。

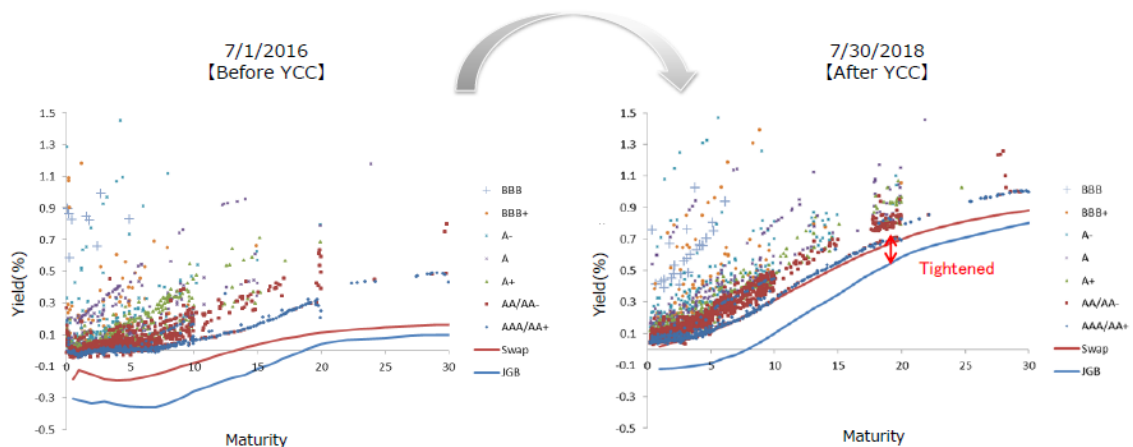
圖 8：日本債券市場殖利率曲線



資料來源：大和證券

日本央行為了使殖利率曲線變得陡峭，從而減輕負利率對金融機構收入的影響，因而實施了殖利率曲線控制（Yield Curve Control，簡稱 YCC），讓債券殖利率微幅上升且殖利率曲線變得較為陡峭(圖 9)。然而實施殖利率曲線控制後，債券利率仍然偏低，投資者所面臨的困境未有所改善。因此，在長期寬鬆貨幣政策之下，投資者在追尋收益率時應該採取什麼措施呢？答案是持有更多以日幣計價的外國債券。

圖 9：日本債券市場殖利率曲線



資料來源：大和證券

(四) 投資策略

有效利用交叉貨幣基差互換(Cross-Currency basis swap，簡稱 XCCY)之投資策略，來獲取更高收益。這是一種雙方在簽約時，約定一定時間及匯率互相交換貨幣且依約支付利息。此種方式可以降低貨幣避險成本，並且可以使債券報酬率增加 0.58%，使日本債券更具有吸引力。因此，建議買入美元避險的日幣債券，特別是政府保證之債券。除此之外，日本公司也將增加發行以外幣計價的債券來籌措資金，藉以提升日本債券市場之投資機會，而持有垃圾債券亦有助於提高整體報酬的機會。

四、處於十字路口之中國經濟

(一) 主講者：朱寧(清華大學五道口金融學院教授兼上海高級金融學院教授)

(二) 2018 年中國事件

1. 國際方面：

(1) 貿易戰：指中國和美國之間的貿易戰爭。中國和美國彼此對雙方之進口商品實行高關稅，而商品種類也從鋼鐵、鋁延伸至農產品、汽車、電子產品…等，進口金額也持續上升，影響之經濟層面就如同一座冰山般，潛藏在海底之下無限巨大。

(2) 一帶一路：「一帶」是指連接亞洲與歐洲地區之經濟帶。而「一路」則是沿著海上絲綢之路，發展中國和東南亞、南亞、中東、北非及歐洲各國的經濟合作。兩個計畫交織成「一帶一路」，構成中國跨國政經發展的重要戰略政策，目標為促進沿線各國經濟繁榮與區域經濟合作，推動經濟全球化。

(3) 中非合作論壇及中國南海緊張：中非合作論壇北京峰會於 2018 年 9 月 3 日至 4 日在北京舉行，這次峰會吸引多國領導人出席，是中國在非洲影響力日益增強的結果，峰會有望構建更加緊密中非命運共同體，和連接「一帶一路」與非洲發展。而中國持續在南海的軍事

化與領土擴張也造成南海緊張。

2. 國內方面：中國共產黨第十九次全國代表大會上，進行了中央權利核心機構之重組，進一步鞏固了中國最高領導人習近平之權力，此外也更明確了中國共產黨指導思想「新時代中國特色社會主義思想」。另外，受中美貿易戰升溫影響，中國股市劇跌。而環境保護政策及環境保護稅法的實施也將迫使高污染、高耗能產業轉型，經濟結構調整及發展方式之轉變。

(三) 經濟情勢

1. 優勢：中國作為全球第二大經濟體，其經濟平穩的成長對降低世界經濟波動起了舉足輕重的作用。而人口眾多也代表擁有廣大的內需市場，刺激中產階級消費力快速擴增，而持有 3.1 至 3.2 兆美元的外匯存底和國有資產以適應國際市場及政治情勢的波動。於 2018 年第 3 季經濟成長率為 6.5%，顯示經濟成長仍然快速。而經濟持續成長是促進社會安定不可或缺的因素。
2. 劣勢：中國傳統經濟模型結束，取而代之的是以投資、出口及消費為導向之經濟模型，由於過度依賴增加基礎設施建設來扭轉投資不振、帶動經濟，導致其效果越來越差（邊際效應遞減），進而引發資產泡沫、槓桿增加。另外中美貿易戰緊張局勢加劇，及不確定性的地緣政治風險，皆對中國經濟前景不利。

(四) 經濟成長

1. 「三駕馬車」：中國經濟成長之三大動能為投資、消費及出口，其為緊密且互相關聯，其中消費是「三駕馬車」中最重要的一環。當關稅增加，出口減緩時，需要增加投資來刺激經濟，並藉由擴大交通運輸、機場、港口等基礎設施建設來快速且有效率的增加 GDP 成長。而中國經濟成長早期主要仰賴投資和出口收益，之後經濟結構轉變改以內需消費帶動經濟成長。不幸的是過度消費下，人們直接透過網路平台向其他「個人」

提供小額借貸，隨著融資金額、融資成本持續上升，槓桿增加，引發財務危機。

2. 三大趨勢：

(1) 市場化：建立國家調節的市場經濟體制，並由此形成統一的市場運行機制和市場體系。透過市場化實現資源和要素之最適配置，從而提高社會效率，推動社會進步。

(2) 都市化：人口向都市聚集、都市規模擴大以及經濟社會變化的過程。然而中國都市化布局混亂、盲目擴張，不顧資源和環境的承載能力，反而產生不少問題。都市化不但無法成為經濟發展的動力，反而為社會發展帶來負面效果。

(3) 全球化：拓展了中國經濟的供需邊界，打開技術、資源與資本的獲取途徑，同時也連接了外部的廣大市場，使得中國得以參加並受益於全球分工。但在投入全球化的過程中，最大的挑戰就是針對體制作改革，以利國際接軌。

(五) 未來趨勢

1. 改革及開放：過去幾十年來，改革是中國經濟成長的動力。中國將持續透過改革及開放來促進經濟成長。將鼓勵有實力的中國企業向海外發展，甚至跨國併購，並推動海外投資、融資之便利性，提高服務水平，特別是針對一帶一路政策，進行國際產能合作及技術整合，促進中國國內產業結構升級，並加強海外投資風險管控，避免引發財務危機，以維持金融穩定。

2. 消費型態轉變：消費已逐漸成為經濟成長主因，而金融科技(Fintech)日益廣泛成熟，各業者紛紛開始運用大數據(Big Data)，透過大數據資料分析，進一步了解消費者需求及行為模式，並且鎖定目標客戶群精準行銷。另外，中國也提升網路產業發展，並制定互聯網+(Internet Plus)，就是將互聯網與傳統行業相結合，促進各行各業產業發展。它代表一種新的經濟

形態，即充分發揮互聯網在生產要素配置中的最適化，將互聯網的創新成果深度融合於經濟社會各領域之中，提升實體經濟的創新力和生產力，形成更廣泛的以互聯網為基礎的經濟發展新形態。

五、混亂的地緣政治

(一) 主講者：Wills Sparks(歐亞集團全球宏觀分析主管)

歐亞集團是全球最大的政治風險諮詢和諮詢公司。Wills Sparks 專注於全球政治風險局勢、主要領導國家的政治動態—如美國政治和外交政策以及新興市場國家政治發展，擅長分析當前地緣政治衝突所產生的問題、趨勢及風險。

(二) 演講內容摘要

1. 現況分析：

- (1) 充斥了過多的資訊：不管是遭政治有意控制或無所不在的社群媒體，生活周遭充斥各種聲音企圖影響我們的判斷與思考力，要留意有心人士利用為數眾多的假新聞或消息造成的誤解，或過多的壞消息引發的焦慮及恐慌。
- (2) 關鍵人物—美國總統川普：由於川普悖於常理、不按牌理出牌的思考模式，使其政策主張常改弦易轍，其強勢領導的風格，常造成全球地緣政治隨其言論影響而引發混亂。
- (3) 美中的關係：除了備受關注的貿易衝突外，尚有下列因素迫使美國與中國的王者之爭愈發明顯：
 - a. 因中國愈見積極經營外交的態度，不斷強化中國在南海及太平洋地區的實質影響力，挑戰到美國既有的地位。
 - b. 再則因習近平「一帶一路」戰略政策突破了美國的島鏈封鎖。
 - c. 最後是中國確認強力集權中央的領導模式，觸動美國敏感神經。

2. 未來長期應關注之議題：機器人。

在日新月異的科技創新發展下，未來許多低工資的工作將可能被機器人所取代，勞力市場將面對因科技高速成長而引發工作機會減少等重大變革。然而此趨勢既然勢不可擋，如何適時提供員工適當的教育訓練，幫助人員去了解科技，並具有能力去使用各類創新的工具及功能來改善作業，協助員工轉型，進而促進企業成長，來達成雙贏局面，就是未來須花心思去達成的目標。

六、永續發展 Sustainable Development Goals(SDGs)

(一) 主講者：Pierre Van Peteghem(亞洲開發銀行 財務長)

(二) 永續發展目標

2015 年 9 月，聯合國大會通過永續發展目標 (Sustainable Development Goals, SDGs)，針對全球社會、環境和經濟所訂定 2030 永續發展議程，其中包括 17 項目標(Goals)、169 項細項目標(Targets)與 232 項指標(Indicators)，新議程則強調以全面的辦法來實現永續發展(圖 10)。

圖 10：永續發展目標



1. 解決剩餘貧窮和減少不平等現象

根據聯合國的調查，國際間與各國內部的不平等，在近幾年來都有增

加的趨勢，不但是不正義的表徵，更弱化整體社會結構。全球最富有的 1% 人的財富，較其他 99% 人的財富總和多，其中最有錢的 62 人中男性佔 53 人；就全球女性的處境來看，首先是同工不同酬的問題，女性的薪資低於男性 24%，開發中國家有 75% 的女性從事非正式或未受保障的工作，全球的家事勞動者有 83% 為女性，且大部分都未受到法律的保護而領取遠低於最低薪資的報酬。

聯合國著重在基礎教育上，要求在 2030 年前確保每位學齡兒童能享有免費、平等且高品質的初等與中等教育，更進一步要求，達成學齡前兒童的完善發展與照護，協助其建構進入初等教育所需之準備。除了敦促各國重視法制的改革外，聯合國婦女署將「提升女性政治參與暨領導力」以及「女性經濟賦權」列為達成性別平等之核心工作項目，透過鼓勵女性參與公民事務，以及協助婦女從事有尊嚴且穩定的工作來累積其資產。聯合國婦女署亦呼籲「消除對婦女的暴力」，並呼籲各國政府在制訂政策時必須反應女性的需求。

2. 促進農村發展和糧食安全

根據聯合國糧食及農業組織的資料顯示，在 2017 年，51 個國家中有 1.24 億人生活在餓死邊緣，不只比起前一年增加 1,100 萬人，若與 2015 年相比，激增了 55%。有 18 個國家，其中 15 個在非洲和中東皆面臨饑荒的威脅，糧食危機不斷擴大，主要是因為這些地區衝突加劇所致。因天災而挨餓的人數為 3,900 萬人，長期受乾旱所苦的東、南非地區，人們因農作物欠收而面臨糧食危機與營養不良問題，然諷刺的是全世界生產的糧食有近三分之一是被浪費的。

聯合國希望在 2030 年前能消除飢餓，確保所有的人，尤其是貧窮與弱勢族群，都能夠終年取得安全、營養且足夠的糧食，並使農村的生產力與小規模糧食生產者的收入增加一倍，尤其是婦女、原住民、家族式農夫、牧民與漁夫，包括讓他們有安全及公平的土地、生產資源、知識、財務服

務及非農業就業機會的管道，消除所有形式的營養不良，包括在 2025 年實現國際社會針對 5 歲以下兒童生長遲緩和消瘦所約定的相關目標，並解決青少年、孕婦、哺乳婦女以及老年人的營養需求。

3. 永續的城市與社區

根據聯合國統計報告，目前全世界仍有近 9 億人生活在非正規住居地中，城市擴張的平均速度約是人口增長速度的 1.5 倍，其中以東亞和東南亞、撒哈拉以南的非洲、中亞和南亞城市為擴張最迅速的地區。但固體廢棄物的管理在許多城市仍是一項問題，以撒哈拉以南的非洲城市為例，其廢棄物的收集率不到 50%。有 91% 的城市人口呼吸的空氣不符合世界衛生組織對 PM2.5 的空氣品質標準，更有一半以上的人口更暴露在遠低於標準 2.5 倍以上的空氣污染。

各國致力於制定、實施國家或地方層級的災害風險減緩戰略，城市規劃與災害風險管理等設計上，均著眼於透過兼容的方式涵納地方、國家與國際的參與者，特別是女性以及被社會邊緣化的族群。在 2030 年前，確保所有的人都可取得適當的、安全的，以及負擔得起的住宅與基本服務，並改善貧民窟，改善道路安全，尤其是擴大公共運輸，特別注意弱勢族群、婦女、兒童、身心障礙者以及老年人的需求，為所有的人提供安全的、負擔得起，以及可永續發展的交通運輸系統。並減少都市對環境的有害影響，其中包括特別注意空氣品質、都市管理與廢棄物管理。

4. 應對氣候變化，建立氣候和抗災能力，提高環境可持續性

聯合國政府間氣候變化專門委員會(Intergovernmental Panel on Climate Change, IPCC)報告指出，全球平均溫度最快將在 2030 年升高至 1.5 度，超過 1 億人將受到海平面上升影響。

根據國際能源總署估計，全球約有 30 億人口暴露在危險等級的大氣汙染中，約有 11 億人無法取得穩定電力，其中半數以上居住於撒哈拉沙漠以南的非洲大陸，面臨「能源貧窮」的困境。

聯合國希望在 2030 年前，讓人人享有「可負擔的」現代能源的目標，並強調增加再生能源使用比率、提升能源效率的進步速度，增建基礎建設並進行技術升級，促進發展中國家、最不發達國家和小島嶼發展中國家建立增強能力的機制，幫助其進行與氣候變化有關的有效規劃和管理，包括，重點包括關注婦女、青年、地方社區和邊緣化社區，並提醒各國在能源轉型過程中，要避免能源貧窮和社會不公義的現象。

5. 保育及永續利用海洋與海洋資源，以確保永續發展

海洋蘊藏世界最大的蛋白質資源，超過 30 億人口，主要依賴海洋為他們提供蛋白質，而海洋漁業直接或間接雇用 2 億多人，而各國政府對於漁業的補貼亦導致許多漁類物種滅絕，不利於振興全球漁業以及相關工作，使海洋漁業每年生產比預期損失 500 億美元。包括汙染、漁業浩劫、沿海棲息地的喪失等，全球多達 40% 的海洋受到人類活動的嚴重影響。

聯合國要求在 2020 年，有效規範補撈活動，終止過度捕撈、非法、未報告和無管制的捕撈活動以及破壞性捕撈做法，執行科學的管理計畫，在短時間內使魚群量恢復到其生態特徵允許能產生最大永續發展的漁量，減少並解決海洋酸化的現象，作法包括改善所有階層的科學合作，依照國家與國際法規，以及可取得的最佳科學資訊，保護至少 10% 的海岸與海洋區。

6. 加強治理和機構能力

聯合國兒童基金會調查報告指出，全球 13 到 15 歲的青少年中，有半數曾在校園內外遭到同儕的毆打或欺凌，受到影響的總人數達 1.5 億人之多，在 39 個發達國家中，每 10 個學生中就有 3 個承認自己曾經欺凌過同儕；更有近 7.2 億學齡兒童在校內遭到體罰。在性別上，女童易受到心理欺凌、男童則受到更多的身體暴力及威脅，而有些國家發生內戰，更把學校當成戰場，學生被迫成為犧牲者，在科技進步國家，網路霸凌則快速增加；發展中國家每年因貪汙、受賄、竊盜和逃稅消耗 1.26 萬美元，這筆

錢足以提高那些依靠不到 1.25 美元生活的人生活至少 6 年。

聯合國 2030 年永續發展目標不只聚焦經濟的發展，更考量人與環境、人和人、及人與各項制度與各樣組織間的關係，在 2030 年前，大幅減少非法的金錢與軍火流，提高失物的追回，並對抗各種形式的組織犯罪。尤其是開發中國家，以預防暴力並對抗恐怖主義與犯罪，在科學、科技與創新上，提高北半球與南半球、南半球與南半球，以及三角形區域性等之國際合作，並使用公認的詞語提高知識交流，作法包括改善現有機制之間的協調，尤其是聯合國水平，以及透過合意的全球科技促進機制。

(三) 亞洲開發銀行配合投資計畫：

全球人口最多的亞洲是受氣候異常變化引起氣溫上升、極端天氣與洪災影響最嚴重的地區，亞洲開發銀行(ADB)表示，在本世紀結束前，亞洲將面臨更多破壞性的颶風；亞太地區許多陸地的降雨量將增加一半，引起新的洪災風險等，將毀滅數十年來經濟發展的許多成果。近年隨著對全球社會、環境變遷、性別平等、健康和經濟的意識抬頭，亞洲國家開始注重環保綠能產業及基礎建設，發展綠色金融工具與服務，不再以獲利為主要目標，而是看重永續發展價值的社會責任及社會影響力投資等。

亞洲開發銀行支持永續發展目標所體現的雄心，並致力於實現這些目標：過去兩年已逐步將亞洲開發銀行的戰略與永續發展保持一致、將業務與「2030 年議程」聯繫起來－實現繁榮、包容、有復原力和永續的亞洲及太平洋，同時努力消除極端貧窮，並協助開發中國家實現永續發展目標並且合夥經營。

永續發展目標項目多、範圍廣，意味著需注入的經費龐大，根據統計，要在 2030 年前達成全球「永續發展目標」，開發中國家每年需獲得 3.3 兆至 4.5 兆美元的投資，開發中國家每年在基礎建設上需投入的金額就高達 1.5 兆美元。

私部門對全球發展的投資減少，主要是因為全球經濟環境的轉變。自

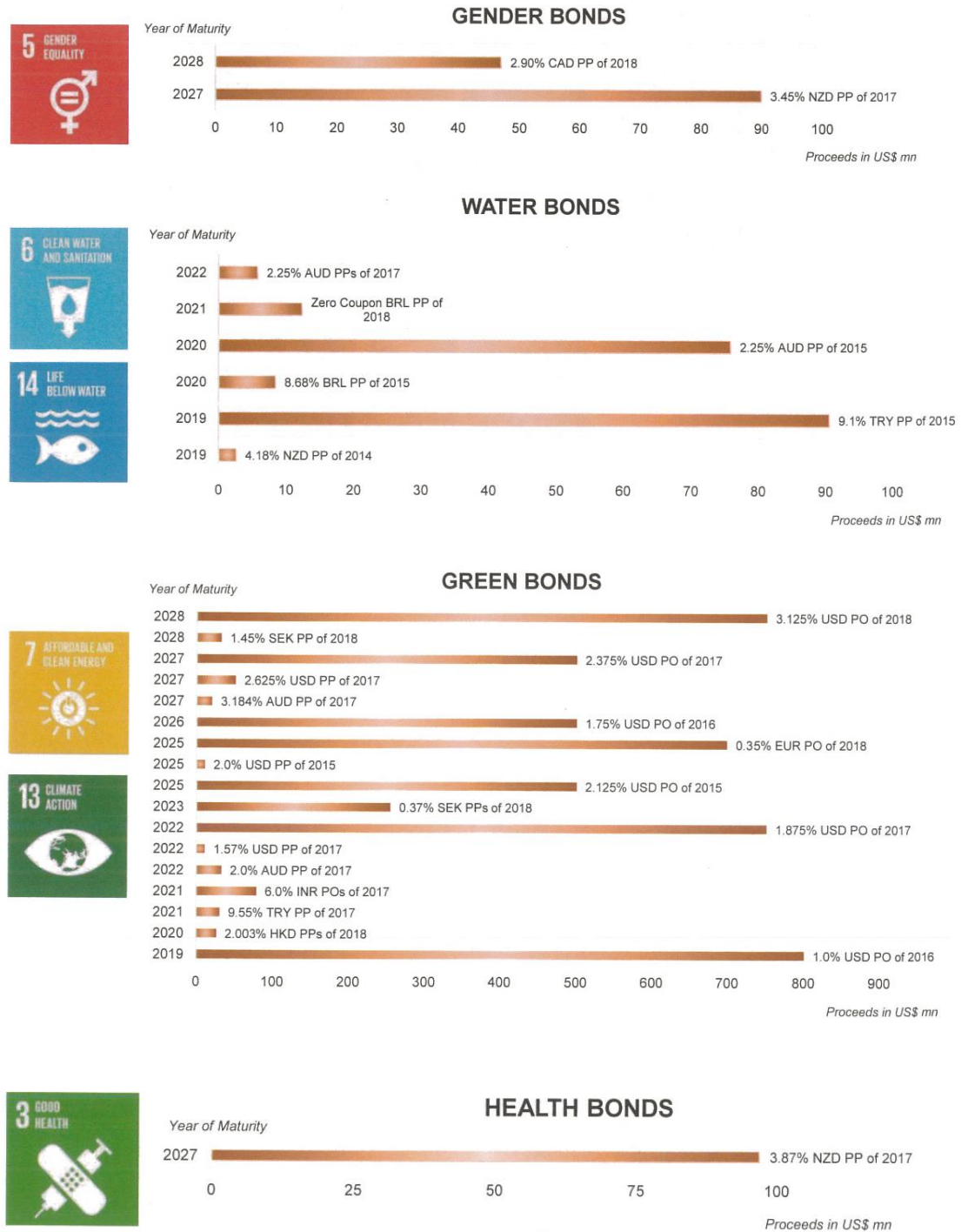
2009 年全球金融危機以來，投資人意識到開發中國家高報酬率的獲利機會，積極將資金投入這些開發中國家，但隨著開發中國家的經濟成長趨緩，再無法像過去創造出高報酬，就紛紛將資金撤出。

參與永續發展目標能為私部門開拓新的投資市場，創造新的消費需求，並鼓勵企業投入研發、創新，也可以讓企業透過新能源獲利。私部門對於開發中國家的經濟成長有著舉足輕重的影響，根據統計，私人企業營收約占開發中國家 GDP 的 6 成，提供了近 8 成的資金流及 9 成的就業機會。然而對於私部門而言，最重要的是能否在投資永續發展的過程中獲利，故亞洲開發銀行鼓勵全球私部門針對永續發展的重要基礎建設進行投資，深化與私部門的合作關係，創造雙贏—使投資人在長期投資中獲得報酬，而開發中國家亦可得到即時的援助貸款與資源。

過去兩年內，亞洲開發銀行致力於將其策略與永續發展目標保持一致，而亞洲開發銀行在 2030 年的策略為實現繁榮、包容、有復原力和永續的亞洲及太平洋，同時努力消除極端貧窮。

亞洲開發銀行發行了信評為 AAA 之主題債券，主要是支持永續發展 17 項目中的水項目、性別和衛生等關鍵項目，自 2010 年以來，共發行了約 26 億美元的專題債券。自 2015 年以來，亞洲開發銀行已發行了約 51 億美元的綠色債券，截至 2018 年 10 月 15 日，未償付得主題債券和綠色債券數額約 55 億美元(圖 11)。

圖 11：亞洲開發銀行發行之 SDGs 債券



資料來源：亞洲開發銀行提供

參、心得與建議事項

一、心得

(一) 日本目前私人消費增長乏力，如何提升經濟潛在增長力為未來政策重要課題。

然受保護主義及世界貿易衝突等不利因素衝擊下，全球經濟已逐漸出現衰退現象，日本此時作出提高消費稅的政策決定，是否會愈加抑制消費之增長，令日本的經濟雪上加霜？且日本當前國債佔國內生產毛額(GDP)比例超過250%，由2014年迄今已呈倍數成長，位居已開發經濟體的國家中最高，是否引發市場對日本財政政策的可持續性失去信心，亦是關鍵風險之一。

日本首相安倍晉三所提倡振興經濟的三支箭實施至今，仍繼續維持「QQE+YCC」（質化量化寬鬆+殖利率曲線控制）的政策框架，使得日圓不斷貶值，但隨著主要國家央行貨幣政策逐漸正常化，日本央行也開始逐步減緩其購買政府債券的數量；然而日本通膨持續疲軟，若降低寬鬆力度，恐迫使日圓升值，通膨目標更難達成，因此在可預見的未來，日本寬鬆政策仍然不會停止。另一方面，以出口為導向的日本經濟，在全球貿易緊張局勢升溫以及中國需求放緩下，將危及日本經濟前景。

美國在國際金融動盪不安，全球經濟成長趨緩下，開始思索2019年升息的步伐是否需放緩，而日本已長期處於貨幣寬鬆之環境下，不僅嚴重侵蝕日本金融機構之利潤，更提高金融體系不穩定的風險，日本經濟仍面臨嚴苛的挑戰，貨幣或財政政策不易達標的困境，未來發展是否如同講者認為日本正處於黃金年代，仍待觀察。

- (二) 明年3月底就是英國脫歐大限，但英國與歐盟針對北愛爾蘭邊界等關鍵議題仍未達共識，且歐盟否決英國提出的脫歐方案，導致脫歐談判陷入僵局，歐洲局勢仍將動亂不安，地緣政治風險升高；在美國總統川普宣布退出伊朗核協議，並恢復對伊朗實施經濟制裁，對國際原油價格的穩定性造成負面影響，是否再次引發石油危機，值得關注。

二、建議事項

- (一) 近年來永續發展目標受到各國政府及機構投資人的重視，隨著對全球社會、環境變遷、性別平等、健康和經濟的意識高漲，開始認為企業基於商業運作

必須符合永續發展的想法，除了對自身財政和經營狀況外，環境、社會與公司治理（ESG）要素，也成為公司治理及投資決策之重要考量因素，本公司宜多加關注相關議題及發展趨勢。

(二) 全球大多數股市，在經歷長達 10 年的牛市後，於今年出現大幅修正。從基本面來看，美國經濟雖然維持穩定成長，但全球經濟成長動能減緩，加上中美貿易戰影響，經濟前景之不確定性升高，預期之後將進入一個與過往低波動及市場資金寬鬆截然相反的投資環境，投資風險加劇，未來做投資決策時，應更加審慎小心。