

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 ANZ 債券研討會心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：鄧雪蘭(一等專員)、邱曉玲 (三等專員)

出國地區：澳洲、雪梨及墨爾本

出國期間：100 年 12 月 2 日至 100 年 12 月 11 日

報告日期：101 年 2 月 22 日

目錄

目錄 ii

壹、 前言	1
貳、 澳洲基本面介紹	2
一、 澳洲經濟呈現雙速發展	2
二、 貨幣政策及利率展望	4
三、 聯邦政府財政狀況健全	6
四、 國際收支概況	10
參、 澳洲債券市場概況	15
一、 澳洲債券市場概況	15
二、 澳洲公債被視為 safe haven asset	16
三、 近來海外投資人對省政府債需求增加	18
肆、 澳洲省政府財政	19
一、 澳洲省政府介紹	19
二、 省政府財政管理	20
三、 省政府財政預算	21
四、 省政府財政現況	23

五、	省政府財政收入能力評量	26
伍、	澳洲省政府債介紹	27
一、	澳洲省發債機構	27
二、	省政府債發行介紹	27
三、	澳洲省政府債之投資風險分析與未來展望	30
陸、	結語	33

壹、前言

職等奉 派於100年12月5日至12月9日參加ANZ(澳盛銀行)在墨爾本及雪梨進行之債券研習課程，研討主題包括澳洲及各省經濟現況、澳洲財政制度、澳洲省政府債 (Semi-Government Bonds) 與澳洲擔保債券(Australian Covered Bonds)介紹、前述債券之投資策略及建議；ANZ另安排拜訪三家省政府發債機構(Treasury Corp of Victoria、NSW Treasury Corporation、Western Australian Treasury Corporation)，除瞭解各省政府財政狀況及債券發行計劃之內容外，更可與各省政府發債機構高階主管直接溝通，誠屬難得機會，為此行頗特別之經驗。

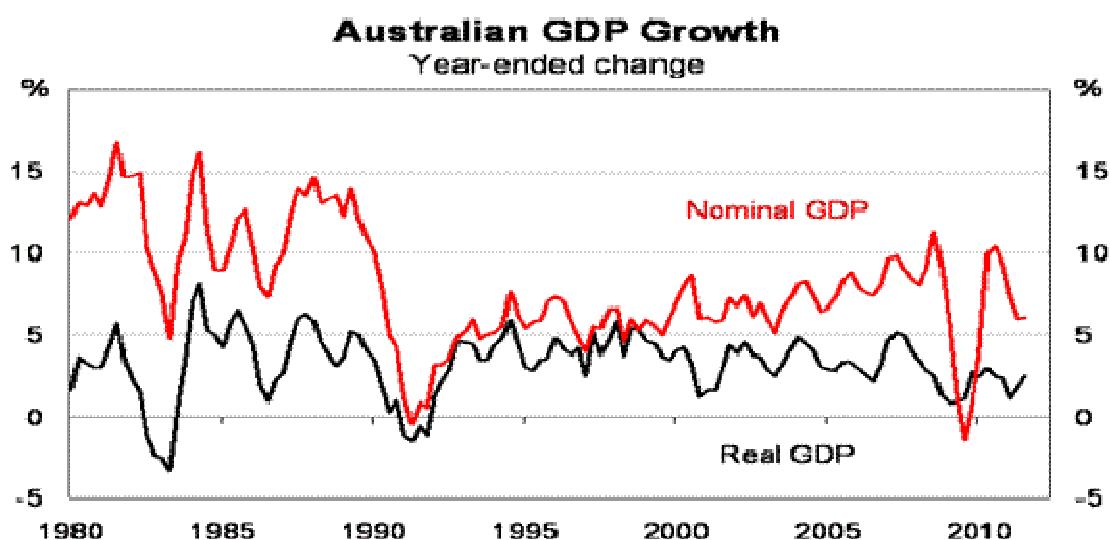
本篇報告主要分為四部份，首先針對澳洲基本面，包括經濟成長、貨幣政策與利率展望、財政健全性及國際收支概況作一說明，藉此瞭解澳洲整體風險；其次，介紹澳洲債券市場發展現況；最後兩部分則探討澳洲省政府之財政收支及其發債計劃，並進一步分析省政府債之安全性、流動性與收益性。本報告若有疏漏錯誤之處，尚盼長官同仁不吝指正。

貳、澳洲基本面介紹

一、 澳洲經濟呈現雙速發展

回顧 1980 年代末期，受到房市低迷影響，澳洲透過經濟結構調整及改革，經濟創連續 19 年成長（如圖一所示）。據澳洲統計局資料，從 1992 年至 2010 年（僅 2009 年因金融風暴而衰退約 3%），實質 GDP 平均成長率達 3.5%。

圖一、澳洲 GDP 成長走勢圖



資料來源：澳洲央行

澳洲農牧業發達，天然資源亦相當豐富，農礦原物料產品一向為其出口之大宗。另外，澳洲金融、旅遊及高等教育等服務業亦有不錯表現，至於製造業則因國內生產成本較高，表現相對遜色，而製造業產值占 GDP 之比率由過去之 30% 萎縮至

目前之 8% 左右。

近年來，澳洲經濟呈現雙速發展，其中在能礦業方面，由於亞洲新興國家如中國、印度之經濟快速成長，對石油、天然氣及礦物等天然資源需求大增，帶動澳洲對該等國家出口強勁成長，目前天然資源之出口對澳洲經濟成長之貢獻超過一半，而澳洲央行總裁 Glenn Stevens 亦表示，目前澳洲礦業投資創下半世紀以來最大規模；反觀澳洲服務業與製造業，卻因礦業榮景帶動澳幣大幅升值而遭受衝擊，許多企業紛紛縮減規模或宣佈裁員，尤其是製造業，引發外界對澳洲是否發生荷蘭病（Dutch Disease）之討論，亦即一國因天然資源出口暢旺，帶動幣值大幅升值，進而導致其製造業受創。對此，澳洲政府一方面將對礦業部門進行增稅，藉此將部份資源重新分配至其他產業，另一方面，澳洲央行已表示將審視強勁澳幣對各產業之影響。

不可諱言，對於礦業出口之高度依賴，實為目前澳洲經濟之最大致命傷。另值得注意的是，過去澳洲出口國家大宗為日本，現已由中國取而代之，加上中國近年更是積極投資及收購澳洲礦業，因此澳洲與中國間政治及貿易關係乃攸關澳洲未來經濟前景，澳洲政府亦瞭解此重要性，而經濟學家亦一致認為

澳洲經濟最大風險在於中國經濟發生硬著陸，故澳洲央行已於 2011 年 10 月前往北京設置辦事處，就近關注中國經濟與相關政策之動態。

二、 貨幣政策及利率展望

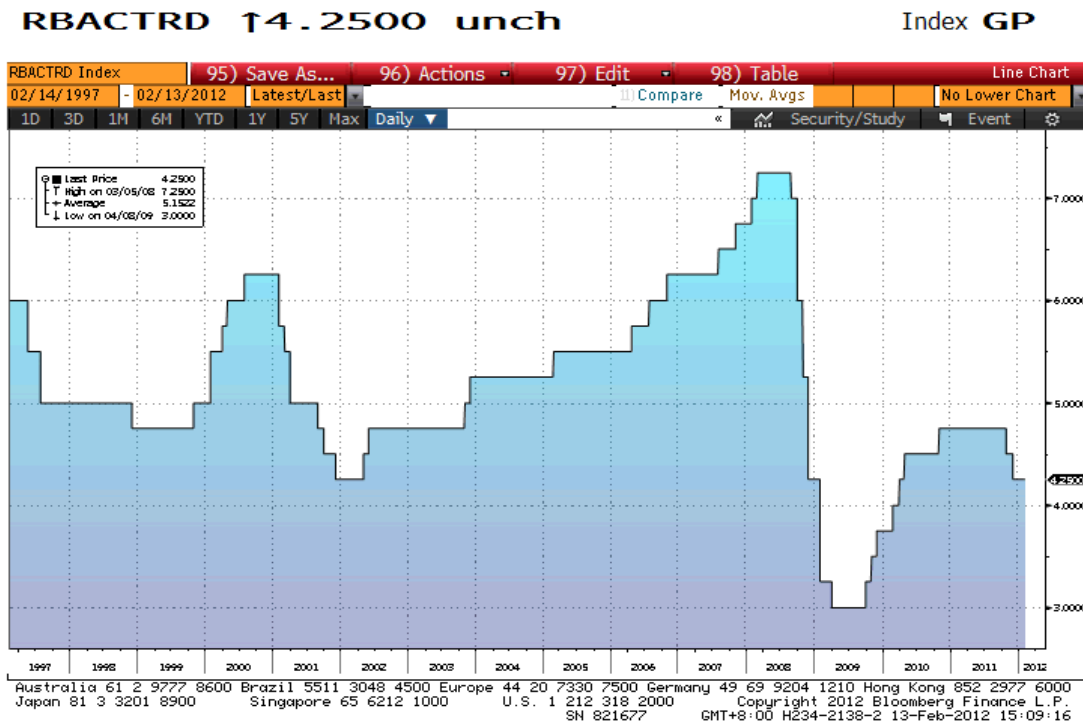
澳洲貨幣政策係以通貨膨脹作為主要指標，並同時權衡國內外經濟情勢作為調整依據。2008 年次貸風暴發生之前，澳洲通貨膨脹一度高於央行目標區間 2-3%，為抑制國內通貨膨脹壓力，澳洲央行曾將指標利率（cash target rate）調升至 7.25%（如圖二所示）。

之後，因次貸風暴加劇、全球金融局勢動盪，為避免澳洲經濟受全球經濟形勢拖累而步入衰退，澳洲央行於 2008 年 9 月連續採行降息措施，將指標利率調降至 3%，總降幅達 4%。面對次貸風暴，澳洲央行不僅快速因應調整貨幣政策，並配合多項振興經濟方案，成功帶領澳洲經濟脫離衰退、展開復甦。為因應國內經濟景氣好轉，澳洲央行於 2009 年 10 月成為全球第一個宣布升息的國家，至 2010 年 11 月止，澳洲已數度升息，利率回升至 4.75%。

2011 年下半年，鑑於歐洲債務問題對澳洲經濟成長前景

構成威脅，全球經濟 downside risk 增加，澳洲央行於 2011 年 11 月 1 日及 12 月 6 日分別各調降指標利率 1 碼，將指標利率降至 4.25%。而在 2012 年 2 月 7 日會議中，澳洲央行意外維持指標利率於不變，並表示目前利率水平適當。

圖二、澳洲指標利率走勢圖

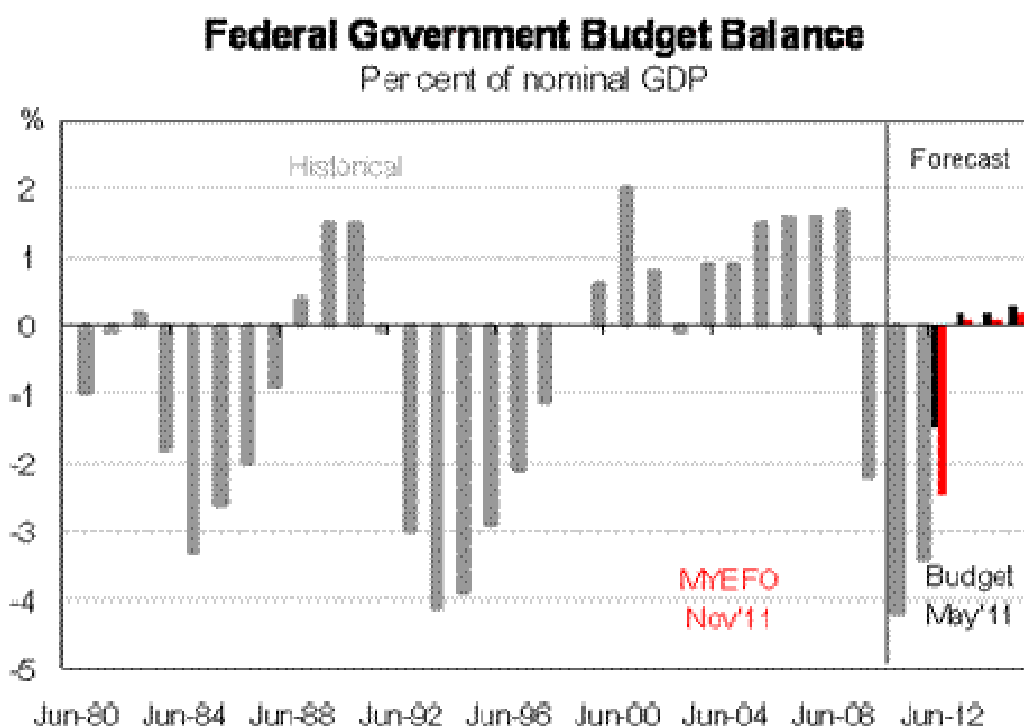


展望未來，由於澳洲央行於最新貨幣政策聲明中，將 2012 年之通貨膨脹由先前預期之 3.25% 下調至 3.0%。對此，市場分析師認為，澳洲目前通貨膨脹數據溫和，未來澳洲央行仍有實施較寬鬆貨幣政策的空間，一旦歐洲債務問題加劇或是亞洲經濟成長嚴重衰退，尤其是中國發生經濟硬著陸時，預期澳洲央行將會積極應對，調降指標利率，以提振國內經濟。

三、 聯邦政府財政狀況健全

澳洲聯邦政府於 2000 年進行賦稅改革、健全財政，財政預算因而好轉，加上澳洲聯邦政府採取穩健財政政策，使澳洲聯邦政府財政預算連創 6 年（2003 至 2008 財政年度）盈餘，如圖三所示。

圖三、澳洲聯邦政府之財政概況



資料來源：澳洲財政部

次貸金融危機發生後，為因應次貸金融危機對澳洲經濟造成之不利影響，澳洲聯邦政府自 2008 年下半年開始推動多項振興經濟方案，包括經濟安全策略方案（Economic Security

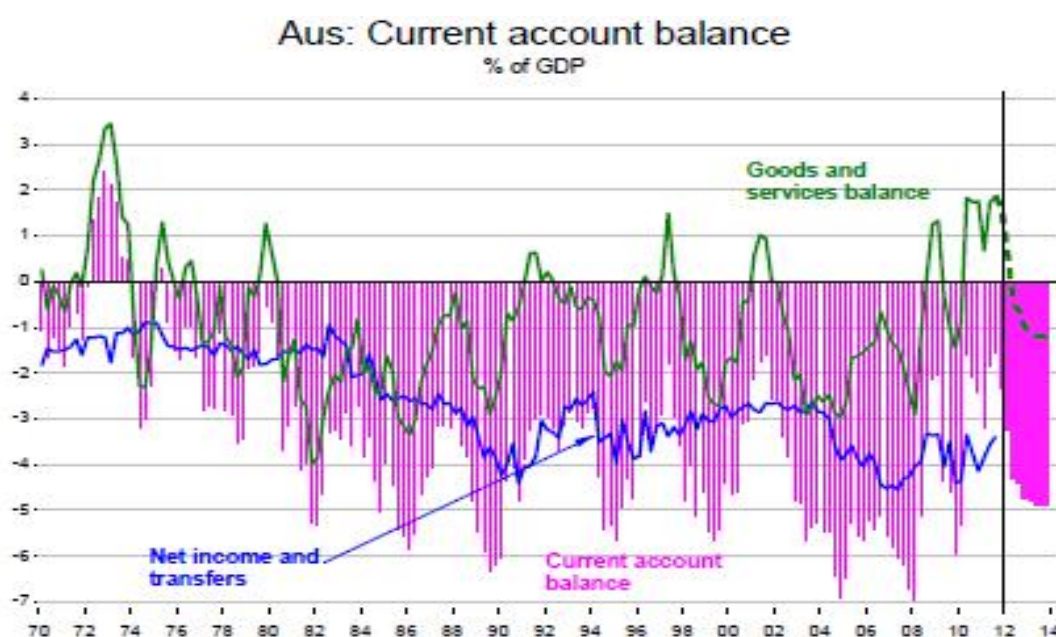
Strategy) 與國家建設方案 (National Building Package)，總金額高達百億澳幣，導致澳洲聯邦政府財政預算於 2009 財政年度 (2008/7/1-2009/6/30) 開始轉為赤字。根據澳洲財政部最新資料顯示，澳洲聯邦政府 2011 財政年度 (2010/7/1-2011/6/30) 之財政赤字占名目 GDP 3.4%，並預期 2012 財政年度 (2011/7/1-2012/6/30) 財政赤字占名目 GDP 比率將縮減至 2.5%。而澳洲聯邦政府近來表示，計劃於 2013 財政年度 (2012/7/1-2013/6/30) 重返財政盈餘。整體而言，澳洲財政健全度高，此有助於澳洲聯邦政府面對未來不確定因素能有更大調整空間。

在 OECD 國家中，澳洲公共財務 (public finances) 狀況亦相當健全，根據 IMF 報告 (如表一及表二所示) 顯示，預期 2011 年澳洲聯邦政府負債總額 (Gross Debt) 占 GDP 比率 22.8%，淨負債 (net debt) 占 GDP 比率 7.7%，明顯優於美國、加拿大、英國、日本及歐洲等已開發國家。

四、 國際收支概況

長期以來，澳洲國際收支（Balance of Payment, BOP）處於經常帳逆差（如圖四所示）與金融帳順差之情況，主要有下列因素：

圖四、澳洲經常帳占 GDP 之比率走勢圖



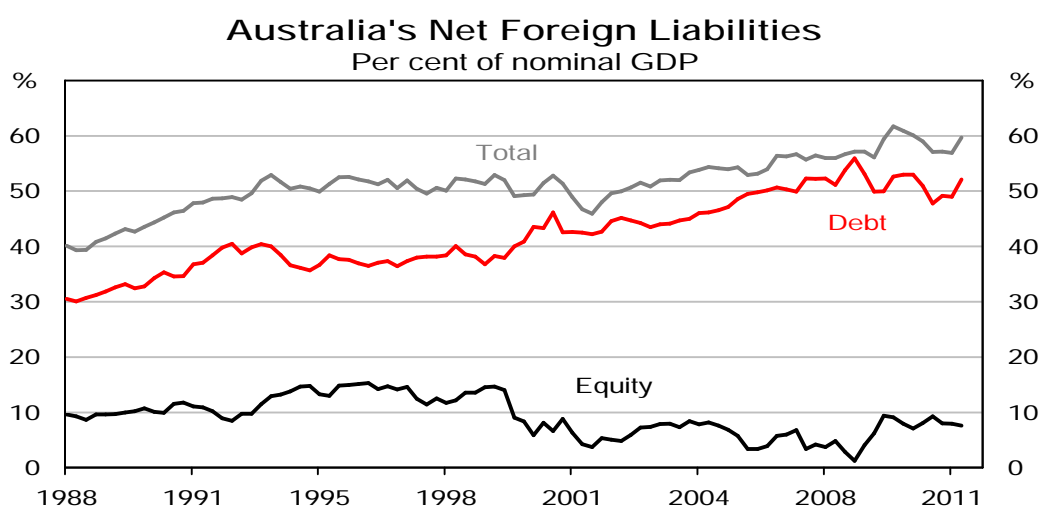
資料來源：澳洲央行

- 1、 在貿易帳方面，澳洲大多維持小幅逆差，主要係因：(1) 澳洲製造業發展相對遜色，向來需要進口許多製造業產品；加上 (2) 近幾年來進行大規模能礦業開發，進口許多機械設備。
- 2、 澳洲國內儲蓄不足以支應投資，尤其是澳洲近幾年來大量投資於能礦業開發，故必須倚賴外部儲蓄，亦即外來

資金(如外人直接投資與證券投資)支應國內投資所致；

3、由於長期經常帳逆差，使得澳洲累積許多對外債務 (foreign liability)，包含國外股權投資 (foreign equity investment) 與外債 (foreign debt)，因此每年需支付外國投資人與債權人大量股利與利息，此部份進而導致經常帳中所得收支帳 (Net Income Balance) 為逆差。根據統計資料顯示，澳洲 2011 年第 3 季淨對外債務為 848 億澳幣，較 2001 年第 3 季之 498 億澳幣，增加 350 億澳幣 (圖五為澳洲淨對外債務占 GDP 之比率走勢圖)。

圖五、澳洲淨對外債務占 GDP 之比率走勢圖



資料來源：澳洲央行

基本上，當一國有嚴重經常帳逆差，並仰賴外來資金支應國內投資時，如果這些外來資金與外債大多為短期性質，一旦發生快速撤離時，該國之各實質生產部門與金融部門將面臨失衡，經濟活動亦無法正常運作之時，可能引發進一波資金撤離恐慌，造成貨幣貶值壓力。先前澳洲因經常帳長期處於逆差、外債偏高、以及經濟易受原物料市場波動之衝擊，曾一度引發澳洲內部討論，澳洲政府並於 1980 年代末期進行多項經濟與金融市場改革，強化金融體系之健全性，改善政府財政，降低經常帳逆差可能對澳洲經濟造成之負面影響，此舉亦幫助澳洲成功度過多次金融與債務危機，例如 1997 年亞洲金融危機與近期次貸風暴期間，澳洲並未發生大規模資金外逃。

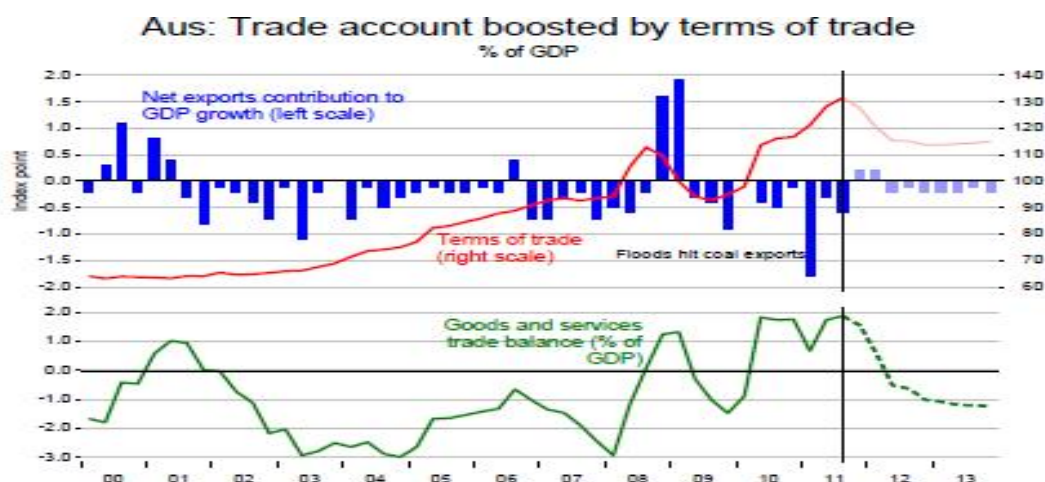
對於澳洲長期經常帳逆差且外債偏高之情況，是否可能引發當年亞洲金融風暴在澳洲重演之疑慮，多數經濟學家表示可能性不高，主要原因如下：

- 1、回顧亞洲金融危機受創嚴重國家，大多採釘住美元匯率或是固定匯率，當經常帳逆差惡化、資金外逃時，其貨幣貶值壓力加重，此時又遭受國際投機客攻擊，該等國家央行在捍衛其匯率失敗後，只好放手讓其貨幣大貶。

由於該等國家之國內企業對外舉債時，並未規避匯率風險，一旦本國貨幣大貶，償債壓力瞬間倍增，加上部份國家之短期外債占整體外債比率相當高（如泰國近50%），更造成外界對其償債能力之憂慮，引發進一步資金撤離。澳洲於1983年採用完全浮動匯率，且澳洲多數外債已透過避險轉換為澳幣計價之負債，短期外債占整體外債之比率亦相當低。因此，若澳幣出現大幅貶值，在外債這部份，澳洲償債壓力並不會增加。

- 2、 澳洲政府將多數資金導向具有生產性產業，以提振經濟成長，例如能礦業，而非投機性商業活動，如炒作房地產。在亞洲金融風暴之前，外資大量擁進東南亞國家，炒作房地產與股票及等未具創匯能力之市場。
- 3、 自1960年至今，澳洲經常帳逆差占GDP之比率長期維持在7%以內，並未持續擴增或惡化，近幾年來更進一步縮減至4%左右。而根據最新統計數據顯示，2011年第3季經常帳逆差占GDP之比率已縮減為1.5%，主要係受惠於近來國際能源及原物料需求不斷攀升之賜，為澳洲賺入數以百億澳元計之外匯，使得澳洲貿易帳順差增加，進而改善經常帳逆差狀況（如圖六所示）。

圖六、澳洲貿易帳近來出現好轉



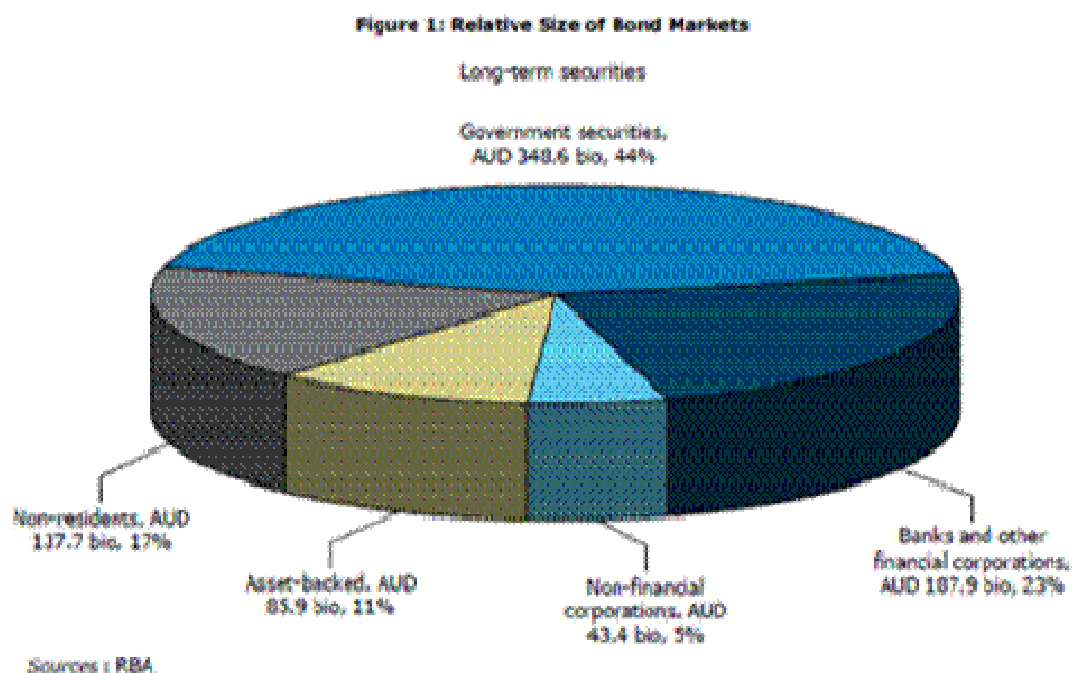
最後，HSBC 首席經濟學家 Paul Blojham 指出，當一國之國內儲蓄不足以支應其投資時，就得利用外來資金支應國內投資。再者，若利用外來資金所進行投資能提升未來 GDP 增長之情況下，則前述情況是具有效益而且合理。澳洲擁有豐富之天然資源，在面臨亞洲新興國家之興起，所帶來原物料需求熱潮，運用外來資金進行原物料之開發並出口相關產品，確實有助其未來 GDP 成長。因此，對於部份人士質疑澳洲長期經常帳逆差是否適當，或許更應探討澳洲將多數資源配置於能礦業是否合適？對此，Paul Blojham 認為，目前澳洲將較多資源配置於對經濟成長貢獻最高之能礦業尚稱合理。但如同其他經濟學家一致認為，一旦中國經濟發生硬著陸，或原物料市場出現巨幅崩盤，澳洲經濟亦將遭受嚴重衝擊。

參、澳洲債券市場概況

一、 澳洲債券市場概況

相較於美國、加拿大、德國及法國等國債券市場規模，澳洲債券市場規模明顯較小。截至 2011 年 7 月，整體澳洲債券市場流通在外餘額約 8,035 億澳幣（如圖七所示），其中澳洲公債（Australia Commonwealth Government Bond, ACGB）與省政府債（Semi- Government Bonds）約占 44%，規模最大，其次分別為金融機構所發行債券（23%）以及非澳洲居民或企業在澳洲發行以澳幣計價之債券（17%）。

圖七、澳洲債券市場



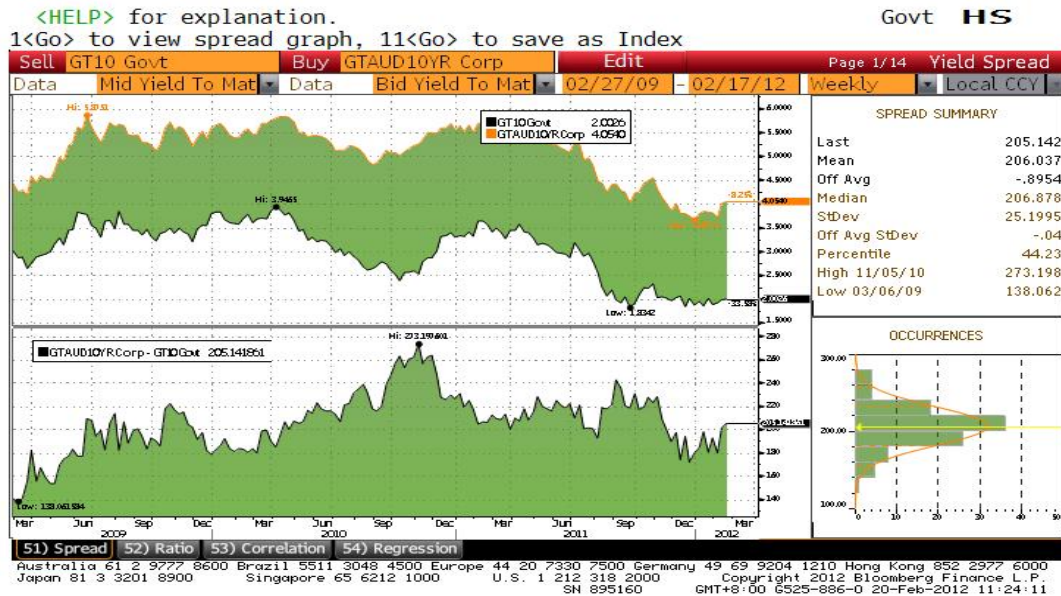
為幫助澳洲金融機構降低籌資成本與分散資金來源，2011 年 10 月 17 日澳洲政府通過法令准許金融機構發行擔保債券 (covered bonds)。目前已有多家澳洲銀行發行 covered bonds，發行幣別包括澳幣、歐元及美元。

二、 澳洲公債被視為 safe haven asset

近年來澳洲公債頗受投資人青睞，在歐債危機加劇及全球金融市場動盪之時，澳洲公債被視為 safe haven asset，表現相當優異，主要因素有下列 3 項：

- 1、在 AAA 主權信評之國家中，澳洲財政狀況良好，經濟基本面亦相對穩健；
- 2、目前全球利率處於歷史低點，澳洲公債提供相對較高收益（舉例說明，10 年期澳洲公債收益率約 4.10%，較 10 年期美國公債之收益率高 205bp (2012/2/17)，如圖八所示），故海外投資人紛紛增持澳洲公債。而根據澳洲央行統計資料顯示，高達 70-80% 之澳洲公債係由海外投資人持有；

圖八、10年期澳洲公債與美國公債之利差走勢圖



3、2008 年之後，澳洲公債發行量增加，其市場流動性亦獲得改善。由於過去幾年澳洲聯邦政府財政預算大都維持在盈餘狀況，發債籌資需求不大，故過去澳洲公債發行規模亦相對較小，發行在外流通規模曾一度降至 500-600 億澳幣，公債之流動性因而大受影響。2008 年下半年因推動多項振興經濟方案，財政支出與籌資需求增加，發債規模開始明顯增加；再者，為幫助澳洲債券市場發展，澳洲聯邦政府更於 2009 年取消外國人投資公債之稅負（withholding tax）。目前澳洲公債發行在外流通規模約在 2100 億澳幣左右，惟澳洲聯邦政府計劃於 2013 財政年度重返財政預算盈

餘，預期澳洲聯邦政府未來將持續縮減開支，故市場分析師預期，長期而言，公債發債量或將較目前規模減少。

三、 近來海外投資人對省政府債需求增加

由於市場對澳幣資產需求強勁，部份海外投資人亦將目光轉向澳洲省政府所發行債券，尤其是新南威爾斯省（New South Wales）、維多利亞省（Victoria）、西澳省（Western Australia）三省所發行 AAA 之省政府債。根據澳洲央行統計資料顯示，高達 40% 之省政府債係由海外投資人持有。因此，以下將介紹省政府財政與發債計劃，並進一步瞭解省政府債之安全性、流動性與收益性。

肆、澳洲省政府財政

一、 澳洲省政府介紹

澳洲主要係由六個省及兩個領地所組成，六個省分別為新南威爾斯、維多利亞、昆士蘭、西澳、南澳及塔斯馬尼亞。此六省又可分為擁有礦產及無礦產之省份，其中新南威爾斯及維多利亞兩省係為無礦產之省份，其來自金融服務業及製造業之貢獻比重較高；相對地，昆士蘭及西澳兩省來自煤、鐵等天然資源相關產業及營建業之貢獻比重較高。

新南威爾斯、維多利亞、昆士蘭及西澳主要四省份之基

本資料：(2011/6/30)

	新南威爾斯	維多利亞	昆士蘭	西澳	澳洲
GSP(億澳幣)	4,384.56	3,171.52	2,665.85	2,165.86	14,011.68
占 GDP 比重(%)	31.3	22.6	19.0	15.5	100.0
人口數(百萬)	7.30	5.62	4.58	2.35	22.62
占全國比重(%)	32.3	24.9	20.3	10.4	100.0
產值最大之三產業及其比重(%)：					
1	金融服務 13.5	金融服務 11.3	營建 9.2	礦產 28.0	金融服務 9.7
2	製造 8.6	製造 9.2	製造 7.7	營建 11.7	製造 8.2
3	專業科技 7.0	專業科技 7.9	礦產 7.5	製造 6.2	營建 7.7

資料來源：澳洲統計局

二、 省政府財政管理

澳洲為聯邦制國家，實行分稅制之財政管理體制，聯邦、省及地方政府根據憲法及法律規定之職權，徵收各自之稅收，與德國相類似。聯邦及省政府事權劃分明確，聯邦政府負責國防、外交、大學教育、就業等事務，省政府則負責衛生、交通、環境等事務。

聯邦及省政府所徵收之稅收種類不同，個人及企業所得稅、消費稅、商品與勞務稅等稅收收入歸聯邦政府管理。聯邦政府每年依各省財政預算狀況及需要，給予各省不同之補助款（例如 Goods & Services Tax, GST 重分配），以維持各省人民之生活水準一致。因此，澳洲財政制度包括水平財政平衡及垂直財政平衡，說明於后：

（一）水平財政平衡

澳洲採取水平財政平衡（horizontal fiscal equalization）政策，聯邦政府與省政府間之財務關係乃依聯邦財務關係之政府間協定建立。省政府可自聯邦政府取得一般目的補助（general revenue assistance）及特殊目的支付款（payments for specific purposes），透過移轉支付，使全國人民享有大致相同之公共勞

務與建設發展。大體而言，聯邦政府補助款約占各省總收入之50%。未來四年，因聯邦政府 GST 收入之減少，該比重有下降趨勢，尤以西澳省最為明顯。

（二）垂直財政平衡

省政府應儘量維持財政預算平衡，若有重大投資計畫或建設支出需求，則會透過各省政府發債機構（詳參本報告內容：伍、澳洲省政府債介紹），依據到期債務再融資金額、省營公司新資金需求及提前籌資金額，提出年度籌資需求計畫（funding plan）。

雖然澳洲聯邦政府與省政府之間關係極為密切，但是並無明文規定澳洲聯邦政府會對省政府債務予以保證。特例，2008 年金融風暴期間，由於市場信用緊縮，當時澳洲聯邦政府曾為新南威爾斯省及昆士蘭省政府發債擔保。

三、 省政府財政預算

（一）財政收入來源

省政府財政收入來源為聯邦政府補助款、工薪稅、印花稅、土地稅、資源使用稅、博奕稅等省政府徵稅收入等。

2011-2012 財政年度主要四個省份之重要財政收入來源

及占財政總收入之比率如下：(%)

	重要財政收入來源 占財政總收入之比率 (%)		
	新南威爾斯	聯邦政府補助款 45.0	徵稅收入 35.0
維多利亞	聯邦政府補助款 47.5	徵稅收入 32.5	財貨與勞務銷售 14.0
昆士蘭	聯邦政府補助款 49.3	徵稅收入 23.7	財貨與勞務銷售 10.2
西澳	聯邦政府補助款 38.0	徵稅收入 24.0	資源使用稅 19.0

資料來源：各省政府

註：聯邦政府補助款含 GST 分配款

新南威爾斯及維多利亞兩省來自聯邦政府補助款及徵稅收入占總收入之比重約 80%，其財政收入結構相近。昆士蘭及西澳兩省因均為擁有天然資源之優勢，其資源使用稅收入占總收入之比重分別為 19.0% 及 7.3%。

聯邦政府補助款占省政府財政收入比重，新南威爾斯、維多利亞及昆士蘭省均約 45~50%，而西澳省則低於 40%，係因該省之聯邦政府 GST 回收比率較低，約 72%，其他三省均超過 90%。

(二) 財政支出

省政府主要財政支出包括中小學教育、醫療、警政與司法、公共運輸、工、礦、林及農業、與民生相關之電力、天然氣、供水及灌溉等。大體而言，各省政府主要財政支出用途並無太大差異。

四、 省政府財政現況

(一) 省政府財政預算

省政府於每年 5 月提交預算（包含四個財政年度），並於每年 12 月作半年度預算修正。2011 年 11 月 29 日聯邦政府發布年中經濟及財政展望報告指出，因 GST 收入減少，自本（2011-2012）財政年度起至 2015（2014-2015）財政年度各省政府財政預算較原編列預算疲弱。

主要四省份之 2011 年 12 月修正預算如下：（單位：百萬澳幣）

預算	2010-2011 (實際)	2011-2012 (預估)	2012-2013 (預估)	2013-2014 (預估)	2014-2015 (預估)
新南威爾斯					
一般政府部門	1,340	-185	-321	-4	-234
非金融公部門		-1,512	687	1,461	1,137
維多利亞					
一般政府部門	517	148	220	909	1,273
非金融公部門	413	-510	-601	563	939
昆士蘭					
一般政府部門	-1,516	-2,853	-4,213	-1,261	60
非金融公部門	-1,968	-3,218	-4,560	-1,506	233
西澳					
一般政府部門	784	442	768	2,578	3,124
非金融公部門	-264				

由上述四省份之最新修正預算（一般政府部門）可見：

1. 新南威爾斯省因國際經濟前景並非樂觀之影響，由盈餘轉赤字，故該省已提出五年摺節 80 億澳幣之縮減支出計畫。
2. 維多利亞省將嚴格控管支出，本年度及未來三個年度均可

望維持盈餘。

3. 西澳省在上（2010-2011）年度、本（2011-2012）年度及未來三個年度均有盈餘，係拜中國、印度對其天然資源需求高，且商品價格仍居高所賜。
4. 昆士蘭省因 2008 年受全球金融大海嘯之波及，加上 2010 年 12 月至 2011 年 1 月遭受大洪水蹂躪，使原本已出現赤字之財政更是雪上加霜。因此，昆士蘭省計畫出售國營事業公司，以縮減政府財政赤字，預計 2015 年可望由赤轉盈。

（二）省政府淨債務

淨債務係評估省政府控管預算重要指標之一，依各省

2011 年 12 月修正預算分別列表如下：（單位：百萬澳幣）

淨債務	2010-2011 (實際)	2011-2012 (預估)	2012-2013 (預估)	2013-2014 (預估)	2014-2015 (預估)
新南威爾斯					
一般政府部門	7,952	10,795	13,281	15,165	15,756
非金融公部門					
維多利亞					
一般政府部門	11,800	16,905	21,096	22,069	22,349
非金融公部門	19,700	31,000	36,300	38,200	38,600
昆士蘭					
一般政府部門	-9,047	-3,206	4,924	9,015	10,441
非金融公部門		24,916	35,445	41,016	43,841
西澳（公部門）					
一般政府部門	13,387	17,291	19,959	19,660	17,997
非金融公部門					

註：淨債務係指總債務減去流動性資產

簡而言之，新南威爾斯、昆士蘭及西澳省之債務集中於

較具風險之非金融公司部門 (public non-financial corporation)，而維多利亞省之債務則集中於一般政府部門。

(三) 淨金融負債對收入之比率

信評公司 S & P 以淨金融負債對收入之比率 (net financial liabilities to revenue) 評估省政府之債信評等，並設定各省 trigger band ratio。2009 年中昆士蘭省之該比率超出其值 (110%)，債信評等因此由「AAA」調降至「AA+」。各省淨金融負債對收入之比率如下：

省份	2010-11 (實際)	2011-12 (預估)	2012-13 (預估)	2013-14 (預估)	2014-15 (預估)	Trigger band ratio
新南威爾斯	98.5	112.4	108.2	112.8	115.5	120-130
維多利亞	86.1	116.6	122.7	119.9	115.3	120-130
昆士蘭	84.0	102.0	123.0	122.0	122.0	110
西澳	60.5	67.3	70.8	64.3	56.8	90

資料來源：各省政府發債機構

新南威爾斯省因本年度有重大基礎建設支出，致該比率較上年度大幅攀升，2015 年度更達到 115.5%；維多利亞省該比率攀升幅度更甚於新南威爾斯省，由上年度之 86.1% 升至 2015 年度之 115.3%，2013 年度將達高峰 122.7%。此兩省之該比率雖低於 trigger band ratio 120% 至 130 % 區間，但須注意其能否嚴格控管財政收支狀況。西澳省該比率於 2013 年度雖將達頂峰 70.8%，但遠低於 90%。因此，只要新南威爾斯、維多利亞及

西澳省控管該比率低於 S & P 之 trigger band ratio，應可保有「AAA」之最高債信評級。

五、 省政府財政收入能力評量

一般而言，省政府自聯邦政府之 GST 回收比率高低，可窺其財政收入能力之強弱。根據聯邦補助委員會對 2011-2012 年度省政府財政收入能力之評量，列表如下：

評量 GST, 2011-2012 年度（單位：百萬澳幣）

	新南威爾斯省	維多利亞省	昆士蘭省	西澳省
分配金額	16,104.2	12,429.7	10,193.9	5,1192.3
評估影響				
支出	-1,583.2	-3,520.2	-508.7	1,679.8
投資	-345.2	-193.2	350.7	337.4
淨借款	-159.6	-11.8	143.2	104.9
收入	1,221.5	1,924.8	-1,379.1	-3,602.6
聯邦付款	208.2	615.3	-345.4	5.7
評估 GST	15,439.9	11,257.4	9,475.8	3,728.2

資料來源：聯邦補助委員會

由上觀之，西澳省擁有最高評估財政能力，係因其籌募財政收入能力最高，無論是礦產生產、不動產移轉、工薪、汽車註冊及土地價值均高於平均水準，故其所分配 GST 相對最低。其次為昆士蘭省，係因其所評估之提供勞務及基礎建設需求成本低於平均水準。

伍、澳洲省政府債介紹

一、 澳洲省發債機構

由於省政府應儘量維持財政預算平衡，但若因有重大投資計畫、建設支出或特別需求（如洪災、旱災），則可透過各省政府發債機構發行省政府債，籌措資金。

澳洲主要四省份之發債機構基本資料：

省份	信用評等	發債機構			
		名稱	成立年代	員工人數	所發行債券代號
新南威爾斯 (New South Wales)	AAA/Aaa	NSW Treasury Corporation	1983	100	NSWTC
維多利亞 (Victoria)	AAA/Aaa	Treasury Corp of Victoria	1993	55	TCV
昆士蘭 (Queensland)	AA+/Aa1	Queensland Treasury Corporation	1988	240	QTC
西澳 (Western Australia)	AAA/Aaa	Western Australian Treasury Corporation	1986	68	WATC

二、 省政府債發行介紹

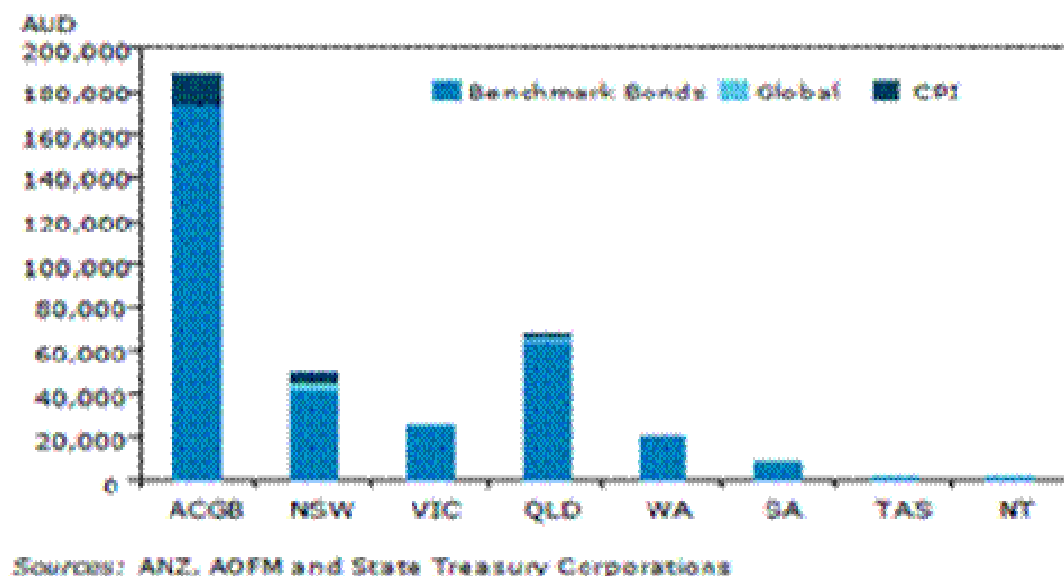
基本上，各省發債機構依據到期債務再融資金額、省營公司新資金需求及提前籌資金額，先訂定年度籌資需求計畫（funding plan）。在決定年度籌資需求計畫之後，各省發債機

構便根據其債券發行計劃，進行發債籌資。在 2008 年次貸危機時，新南威爾斯省與昆士蘭省曾接受澳洲聯邦政府擔保發行省政府債券，但此擔保已於 2010 年 12 月底結束，之後新發行省政府債券均已無澳洲聯邦政府擔保。

基本上，各省發債機構之債券發行計劃大致分為：(1) Domestic Benchmark Bond program (以澳幣計價發行)：目前多數海外投資人所購買省政府債主要係由此計劃發行之；與 (2) Euro medium term note program (以其他幣別計價發行之)。

目前澳洲公債與各省之省政府債之流通在外餘額 (如圖九所示)，顯示昆士蘭、新南威爾斯及維多利亞之省政府債發行量較大，但仍明顯低於澳洲公債，市場流動性亦遜於澳洲公債。

圖九、澳洲公債與各省之省政府債之流通在外餘額



據參訪三家省政府發債機構（Treasury Corp of Victoria、NSW Treasury Corporation、Western Australian Treasury Corporation）表示：

- 1、發債並無固定時程，主要視市場需求情況而定。基本上，各省政府於每年 5 月左右通過下一財政年度之預算，以及確定下一財政年度籌資需求計畫。之後，各省政府發債機構便開始拜訪投資人，了解其投資意願及可能購買債券天期等細節。
- 2、優先考量發行長天期債券，以符合其從事基礎建設之長期資金需求。若長天期債券暫無市場需求或是投資人偏好短、中期債券，則再次新增發行（re-open）現有 benchmark bonds，以提升其市場流動性，例如：新南威爾斯省目前有一支 5 年期 benchmark bond 已發行 10 億澳幣，NSW Treasury Corporation 可再新增發行該支債券，使其發行量達 30 億澳幣以上。
- 3、為強化省政府債之市場流動性，各省發債機構均安排多家金融機構作為其主要交易商（Dealer Panel members）。主要交易商必須在次級市場提供省政府債之雙邊報價、

協助承銷新發行債券、了解市場投資人的需求。

三、 澳洲省政府債之投資風險分析與未來展望

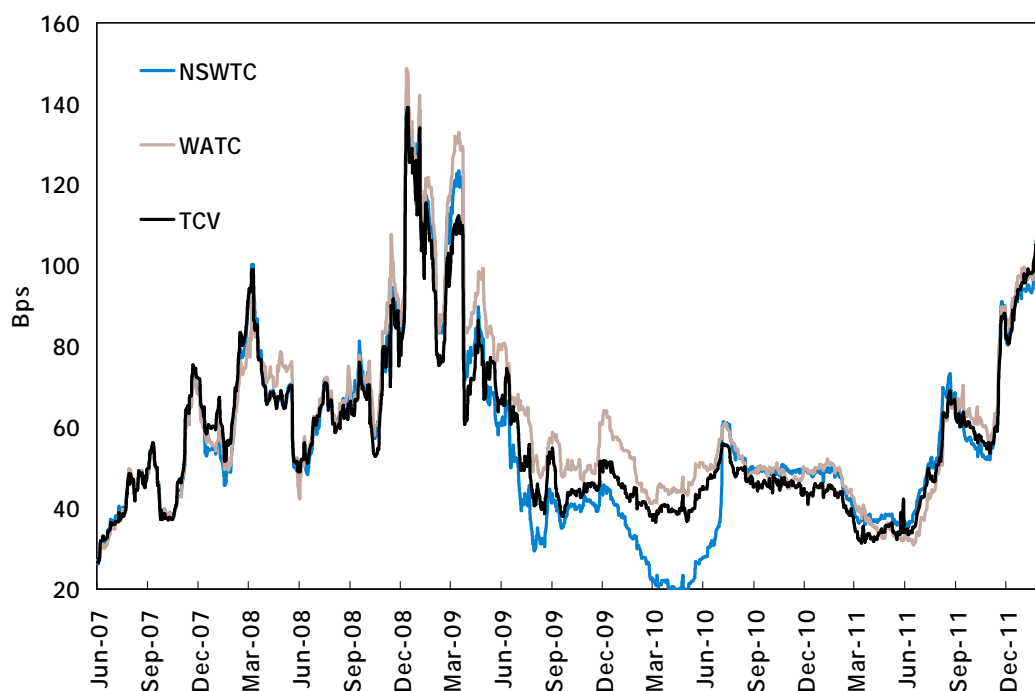
(一) 澳洲省政府債之投資風險分析

信用風險方面，對於財政結構健全並嚴格控管預算、財政管理政策具彈性、財政績效尚佳且地方經濟前景尚稱穩定之省政府所發行省政府債，信用風險應不致太高。

流動性方面，省政府債因發行量較澳洲公債明顯少，流動性亦遠遜於澳洲公債，買賣價差較大，以 5 年期省政府債為例，一般買賣價差約為 3-5bp，較公債之 1-2 bp 為寬。

收益性方面，目前新南威爾斯省、維多利亞省及西澳省所發行 5 年期省政府債收益率，較同年期澳洲公債收益率高約 80~100bp 左右（如圖十所示）。

圖十、5 年期澳洲省政府債與公債之之利差走勢圖



(二) 未來展望

分析師認為，AAA 省政府債（新南威爾斯、維多利亞及西澳三省之省政府債）未來將有不錯表現，尤其是 5 年期以上債券，主要原因包括：(1) 省政府信用評級佳，財政穩健；(2) 每年債券發行量不多，供給有限；(3) 澳洲金融監管局（Australia Prudential Regulatory Authority, APRA）為因應 Basel III 之流動性規定（預計於 2015 年 1 月生效），已將澳洲公債與省政府債列入金融機構之第 1 級流動性資產，因此預期澳洲國內銀行為符合相關規範，勢必將增持澳洲公債

與省政府債，尤其是收益較公債高之省政府債。惟投資省政府債，必須特別關注省政府財政狀況是否出現惡化以及未來是否持續嚴格遵守其籌資需求計畫。

陸、結語

職等過去曾奉 派參加美國及歐洲國家所舉辦之研討會，此次有機會於寒冷冬季前往陽光普照之南半球澳洲墨爾本及雪梨，係多年來首次。然而，由於全球氣候變遷，此行讓職等見識到所謂的一日四季之墨爾本與多雨濕冷之雪梨，以及兩大城市截然不同的文化風貌。

特別是 ANZ 另安排職等拜訪債信評等為「AAA/Aaa」之三家省政府發債機構（Treasury Corp of Victoria、NSW Treasury Corporation、Western Australian Treasury Corporation），對澳洲維多利亞、新南威爾斯及西澳三省主要產業及財政狀況有更深一層認識。

資料來源：

1. 研討會攜回資料
2. Australia Bureau of Statistics (ABS) 網站
<http://www.abs.gov.au>
3. Reserve Bank of Australia (RBA) 網站
<http://www.rba.gov.au>
4. Commonwealth Grants Commission (CGC) 網站
<http://www.cgc.gov.au>
5. 省財政廳網站
<http://www.treasury.nsw.gov.au>
<http://www.dtf.vic.gov.au>
<http://www.dtf.wa.gov.au>
6. 省發債機構網站
<http://www.tcorp.nsw.gov.au>
<http://www.tcv.vic.gov.au>
<http://www.watc.gov.au>