

出國報告（出國類別：國際會議）

2013年亞洲退休基金圓桌會議 報告

服務機關：勞工退休基金監理會

姓名職稱：李韻清,主任秘書

派赴地區：中國北京

出國期間：102年11月6日至8日

報告日期：102年12月5日

摘要

2013年亞洲退休基金圓桌會議（2013 Asian Pension Fund Roundtable）由太平洋退休金協會（Pacific Pension Institute）主辦，中國社會保障基金理事會（National Council for Social Security Fund, China）協辦，於2011年11月6日至同年月8日在中國北京舉行。

本次會議主題為「定義市場-亞洲：資金來源和目的地（Defining Markets: Asia as Capital Source and Destination）」，共有來自加拿大、美國、澳洲、紐西蘭、不丹、中國、印度、印尼、日本、尼泊爾、菲律賓、新加坡、南韓、馬來西亞、泰國、英國、荷蘭、瑞典、香港及台灣等 20 國，近 90 個退休基金、私募基金、國際資產管理機構及知名財經學者等近 140 人參加。本次會議，除聽取主講人之講述、與談人評論外，並透過與其他與會人員的問答討論方式進行，經綜合彙整本次會議演講重點，謹摘要觀察重點，並說明如下：

一、亞洲經濟在過去幾十年一直處於蓬勃發展的狀態，並吸引全球資金大量流入，隨着金融危機後刺激措施力度的減弱，一些亞洲新興市場國家的經濟也出現放緩，近期亞洲地區資本流動速度非常之快（資本流入和流出），這表明亞洲地區面臨控制資本的挑戰是巨大的。面對大量資金之流入與流出，亞洲經濟體應增強自身應對資金流向改變的能力，並且解決限制經濟增長的結構性問題，故亟需加速改革。現在亞洲地區資本流動的不穩定性證明：該地區需要建立一個成熟的市場，從而更有效的控制和利用資本，以提高地區經濟效率，使得亞洲經濟引擎不停轉動。

二、中國大陸在經歷了 30 餘年的經濟高速增長之後，當前已經進入到一個新的發展階段，前一階段高速發展賴以依靠的一些發展動力，比如廉價的勞動力、原物料、能源、土地供應等，都已經或者正在逐步消滅。中國要轉變經濟發展方式，要注重提高勞動生產力，以及轉移農村勞動力到城市，加強城鎮化發展，增加人民收入，提高消費力，藉此拉動內需，才能促進經濟發展。在實體經濟與虛擬經濟層面上，中國要保持實體經濟主體地位，才可防止及抵禦虛擬經濟可能造成的金融危機。如能有效地通過改革轉變發展方式，形成新的契機，在保持發展的同時保護好生態環境，是未來經濟能否往上提昇之關鍵。

三、消費非常重要，但消費必須是經濟增長的結果，不能作為推動經濟增長的手段。消費在當期是需求，但是，消費完了就沒有，所以不可持續；投資在當期是需求，到了下一期，轉為生產力，方可創造收入支援新的需求，包括消費需求和投資需求。中國作為發展中國家，仍有很多產業升級空間，城市化進程、基礎設施建設仍有很多改善空間，尤其是大城市內部的基礎建設，像各城鎮天氣暴雨、空氣汙染等所暴露的基礎設施不足，都提供了很大的投資空間。中國政府不僅有錢，民間儲蓄也很高，如能移轉於正確之投資上，與會學者認為大陸仍有保持年均增長 8% 的潛力，能繼續高速增長 20 年。

四、在中國以積極吸引外資為經濟發展的基本國策之後，對外投資的步伐也逐漸踏出，第一波對外投資潮是由國有企業領軍，其目的主要是配合國家戰略

需求，為確保穩定的自然資源供應以支持經濟持續成長所需，例如國有企業在非洲及拉丁美洲等資源豐富但相對貧窮的地區大量投資，取得當地的能源、礦產及土地等。近來中國對外投資趨勢在改變，金額雖然還遠不及吸收的外資金額，但整體對外直接投資正快速成長，投資的目的及標的也在變，例如為簡化物流程序並縮減運輸成本、為擴大海外銷售需要在更靠近客戶的地方進行生產、把製造業務轉移至美國，以更接近銷售市場，生產業務遷到美國以因應美元貶值風險等原因，趨使對外投資整體趨勢出現轉變。

五、中國大陸市場可說是世界的最大內需市場，私募基金無疑亦獲得無限的商機，但仍然存在一些重大挑戰，原因包括上市困難、成本上升、政策改變及財務透明度不佳等。加入 WTO 後，大陸新興的證券市場面臨擴大開放、實現國際化的急迫任務。QFII 的積極入市，提振投資者的信心且注重價值投資理念，推動了市場投資理念的加速變革，成為證券市場內在的調整動力。另外，QFII 制度在台灣實施的成功經驗提供大陸借鑒，未來更將擴大 QDII 及 QFII 的投資主體、增加投資額度，條件成熟時將取消資格額度審批制度，健全宏觀審慎管理框架下的外債及資本流動管理體系。

目次

壹、目的及過程-----	5
貳、亞洲經濟、全球市場及資本配置-----	6
參、中國經濟現狀-----	9
肆、中國再平衡：實體經濟展望-----	12
伍、中國與美國：全球資本移動的起源和終點-----	16
陸、長期投資：亞洲私人市場的挑戰-----	23
柒、超越 QFII-中國市場展望-----	27
捌、心得及建議-----	31

壹、目的及過程

勞工退休金制度為建構社會安全體系的重要一環，退休基金管理之良窳，攸關勞工退休權益及生活之保障，向為各界關心。勞工退休基金監理會於 96 年 7 月掛牌成立，統籌管理「勞動基準法」所規範之勞退舊制，與「勞工退休金條例」所規範之勞退新制，自成立以來，經迅速完成各項運用法規及基金運用機制之建置後，於 97 年起展開全球多元投資佈局，截至 2013 年 10 月底，新、舊制勞退基金規模合計達 1 兆 6,300 億元，其中舊制基金規模為 5,943 億元，新制基金規模為 1 兆 357 億元。其中，尤以新制勞退基金，每月仍持續以百億元的資金流入，為目前國內政府基金中成長速度最快者。

近年來，全球金融市場劇烈波動，亞洲作為全球資本的重要流入與流出地的地位進一步突出，資本流動正從周期性現象逐漸轉變為一種長期現象。自 2012 年夏天開始，各方就不斷猜測美國聯準會是否停止使用量化寬鬆政策，因為這會導致大量資本流出亞洲市場，儘管於 2013 年 9 月時美國聯準會似乎暗示將繼續實行量化寬鬆政策，但由於現在美國就業形勢逐漸好轉，很多投資者又開始猜疑是否停止該政策且最終總有停止之日，一旦這成為現實，亞洲資本市場將面臨新一輪波動。資本的流動給亞洲各國和全球機構投資者帶來的機遇和挑戰並存。面對詭譎多變的經濟環境，如何掌握市場資訊有效管理資產，實為本會積極待關注之課題。

本次研討會主題是「定義市場-亞洲：資金來源和目的地 (Defining Markets: Asia as Capital Source and Destination)」除講授亞洲經濟、全球市場及資本配置概況外，對中國經濟現況及資本市場開放與改革等議題有詳盡之論述與討

論，由於中國經濟之未來發展牽動亞洲之金融情勢，更影響全球經濟及資金流向，勞工退休基金累積資金龐大，爰經由參加相關退休基金國際會議以瞭解未來經濟走向及其他退休基金與資產管理業者在投資及管理之相關經驗。

本會李主任秘書於 2013 年 11 月 6 日至 11 月 8 日赴中國北京，參加由太平洋退休金協會（Pacific Pension Institute）主辦，中國社會保障基金理事會（National Council for Social Security Fund, China）協辦的 2013 年亞洲退休基金圓桌會議（2013 Asian Pension Fund Roundtable）。由於本次會議討論的議題眾多，謹將部分議題作重點式的摘述與整理，以供業務推動的參考。

貳、亞洲經濟、全球市場及資本配置

2008 年金融風暴後，亞洲成爲世界成長的引擎，不僅是世界的工廠，更是世界新興、強而有力的市場，亞洲各國之間的區域貿易也早已超過了與區域外的貿易量；亞洲企業崛起，成爲彼此最強勁的競爭對手，也是唇齒相依的供應鏈聯盟。5 年過後，東北亞與中國經濟減速，東協則是全球異軍突起的新市場。2012 年，亞洲各國因領土爭議，政治關係緊張，但貿易卻更加緊密，彼此互賴。

全球經濟自 2012 年第四季起，在歐洲央行連續宣布實施直接貨幣交易(OMT)計畫、美國聯準會連續實施第 3 輪與第 4 輪量化寬鬆政策及順利度過年底財懸崖下，全球系統性風險下降，風險性資產價格大幅上揚，經濟基本面表現也明顯回穩。惟歐債問題尚未根除、美國舉債上限課題待解、中國經濟面臨轉型調整、日本量化寬鬆恐引發貨幣戰爭及朝鮮半島地緣政治議題，均可能再次衝擊經濟復甦

力道。根據 IMF、世界銀行、各大全球研究機構預估，2013 年全球經濟成長率僅為 2.4%，2014 年則約為 3.3%左右。

亞洲地區受全球經濟影響亦放緩經濟成長的步伐，且深受兩項因素制約：第一是需解決歐元區危機，才能緩解對於亞洲的衝擊。第二是避免美國財政過度緊縮，否則將影響全球商業與消費信心，打擊亞洲的出口。

美國和亞洲是全球經濟的兩大重要支柱，需加強經濟聯繫。每個國家採取的政策對彼此都有重要影響，也就是必須完成全球增長再平衡過程，通過深化彼此的合作來增加需求，向全球經濟各個領域提供共享利益，以及為勞動者和企業創造公平的環境，將過去建立在美國作為全球進口國之上的全球增長模式，轉變為以新興經濟體在全球經濟中發揮越來越大的作用。而在更加依賴國內需求的亞洲國家採取措施來增強自身抗衝擊能力之際，亞洲貿易順差國家利用國內資源帶動增長以及增強匯率彈性越發顯得重要。在日本，首相安倍晉三已宣佈改革的三支箭。雖然美國對日本結束通貨緊縮表示歡迎，但要想保持成果，日本需要鞏固國內需求的增長、避免單純依賴出口以及繼續遵守七大工業國(G7)和二十國集團(G20)做出的不以匯率為目標的承諾，結構性改革和審慎精準的財政調整將是支持需求復甦的關鍵，這樣一來日本就有可能實現持續的增長。

中國大陸經濟在現階段的基本情境下，因為經濟體夠大，足以抵禦外部的衝擊，其相對於其他經濟體都來得強；且正當世界經濟已明顯回暖之際，大陸新一屆政府，正研擬採行各項經濟政策方針與改革，使中國經歷由資源密集型出口帶動增長的模式向以國內消費驅動增長的模式的系統性轉變，出現硬著陸的可能性不高。與此同時，中國需要加快實現匯率市場化和進一步開放市場的步伐。目

前已有即將出現改善的一些跡象，中國經常項目盈餘已有所下降，中國政府已承諾將尋求達成將涵蓋美國所有行業的高標準雙邊投資協議。上海自由貿易區試點會進一步開放投資。美國和全世界都密切關注中國將實施的新改革方案。

其次，亞洲迫切需要創建新的投資方式，急需建立強有力的資本市場來穩定資本流動。在過去 10 年中，亞洲地區債券價值（除去日本以外）上漲了 460%。不過與美國相比，亞洲所發行的債券價值還是很低的。而且還有一個重要問題就是，亞洲債券市場價值分配極不均衡：現在中國發行的債券價值就已經占了 6.5 萬億中的 3.8 萬億美元。

亞洲需要建立一個成熟的債券市場，從而將儲蓄資金用於基礎設施建設。很多地方的商業銀行還僅是注重向外貸款，並沒有想辦法提高其借貸上限從而更有效的控制資本流動。只有更有效的介入企業債券市場，這些商業銀行才能吸引更多投資者，從而增強資本流通性，同時提高市場資本需求。

估計從現在到 2030 年，亞洲需要至少投資 11.5 萬億美元來升級基礎設施，從而繼續保證良好的經濟增長情勢。亞洲需要如此大筆資金來投資基礎設施建設主要是由於城市人口過多的原因，據估計在未來幾十年內，亞洲將會有 6.5 億鄉鎮人口向城市遷移。

之所以資本流動不穩定會對亞洲造成影響主要是因為該地區過度依賴外資的原因，其實亞洲並不需要依靠外資才能進行良性投資建設，相比發達國家來說，亞洲地區的儲蓄率是非常高的。目前經濟合作發展組織（OECD）國家的儲蓄率低於 5%，相比之下，印度和中國的儲蓄率則高達 25%和 30%。如果市場機制運作良好，亞洲地區的儲蓄資金已足以升級基礎設施建設。放眼未來，如果亞洲各

國可以從地區資本市場入手，然後逐漸控制資本流通性，當資本市場最終建立起來以後，將會提高地區經濟效率，使得亞洲經濟引擎不停轉動。

參、中國經濟現狀

近年來中國經濟放緩是客觀的事實，2011 年中國經濟增長 9.2%，2012 年增長 7.7%，2013 年第一季度為 7.7%，第二季度為 7.5%，第三季度為 7.8%，中國經濟增長下滑，除了受世界經濟影響外，也受內部因素影響。外部原因影響經濟放緩包括以下四點：

一、為美國次級房貸危機所引起的全球金融危機，造成外需減少，中國對外貿易下降、順差、出口皆快速下降，影響經濟增長。

二、全球發達國家實行寬鬆貨幣政策，寬鬆貨幣政策對於發展中國家有很大的影響，若發展中國家為對付通貨膨脹，提高利率，一旦降低利率將會影響到老百姓的存款，進而影響消費。

三、貿易保護主義抬頭，凡是遇到危機，貿易保護主義就會抬頭，這對發展會造成影響。

四、西方國家去槓桿化減少負債率，鼓勵企業收回國外資金，投資卻步。

內部原因則是 2008 年中國為了因應國際金融危機，而提出的四萬億經濟刺激計畫。中國當時的危機來的很猛，社會產生一種恐慌的情緒，導致 2009 年全年銀行貸款增加超過十萬億，大量貨幣投放造成嚴重問題，歸納出有七

個方面的問題，即產量過剩、庫存積壓、投資效益降低、環境成本上升、通貨膨脹、地方政府債務的大量增加、資產泡沫。根據研究，若沒有經濟刺激計畫，中國大陸經濟成長可能只有 2.4%，就會造成一系列社會問題。

2009 年大陸投資增長 30.1%，投資量 22.5 萬億，占 GDP 將近三分之二，大量貨幣投放帶來的負面效應，給了中國一個教訓：原來經濟發展方式是不能持續的，必須要轉變經濟發展方式。然而，轉變經濟方法是有代價的，必須去掉有害的 GDP、無效的 GDP、過於超前的基礎建設造成低效的 GDP。最近中國經濟有好轉的跡象，這都與國際、國內雙面相關，從國際經濟情勢來看，儘管復甦還不穩定，但皆在往上緩慢地走，例如美國經濟正處復甦，歐洲第一次二季度也從負變正，開始擺脫危機。

從中國內部來看，八月份的 PMI 先行指數，十六個月以來經濟景氣樂觀程度第一次到達 51 最高點，八月外貿的部分，增長了 7.1%、順差增長了 8.3%，有了好氣象，緩步回升。全球經濟皆有緩步回升的趨勢，這是可喜的現象。但中國大陸必須記取教訓，那就是過去的經濟發展模式不能再持續。即使那需要付出代價，也必須要作改變；最根本的方式，還是從人才培育著手。管理應該是人本的管理，只有當中國人民的教育水準提高，人民素質真正強了，這個國家才能強。經濟只能保證我們的今天，科技可以保證我們的明天，教育才能保證我們的後天，投資教育就是投資未來。

長遠來看，中國經濟不能夠依賴投資和外貿，必須轉變經濟發展方式，因此提出三個「外轉內」方向，提高人民群眾的購買率、完善社會保障體系、

提高工資收入，通過創新提出新產品讓大家願意去消費。其次，轉變是從過多依靠外需轉為依靠內需。要增加生產能力，提高勞動生產力就不可能去提高人民群眾的收入，內需型的增長提高勞動生產力，依靠綜合要素 TFP（Total Factor Productivity），包括：技術進步、勞動者數字的提高、管理加強，更需要通過不斷地創新來創造中國的名牌，以誠信為本，創新為要。

曾經極大地帶動經濟增長的外貿出口受到國際金融危機、歐債危機、貿易保護主義等一系列不利因素的影響而削弱，內需的提升又受制於各種現實的體制、機制障礙。大陸各城鎮大面積出現的霧霾天氣已經在警示，必須儘快改變過去那種不惜生態環境代價單純謀求經濟發展的發展模式。在新的發展階段，改革發展的利益發生重大變化，經濟起飛期傳統的利益逐步衰減，亟須獲得新的動力。中國經濟能不能有效地通過改革轉變發展方式，能不能形成新的契機，能不能在保持發展的同時保護好生態環境，是縈繞在所有關心中國改革事業的人們心頭的疑問。美國量化寬鬆政策結束對中國會有影響，但是中國會有充分準備，包括積極推進人民幣國際化等。

只有改革開放才能破除制約經濟進一步發展的瓶頸。就是要以改革創新、科技創新替代資源消耗拉動經濟增長，以制度創新挖掘穩定的內需替代投資和外貿成為拉動經濟增長的主力。只有改革才能激發廣大人民群眾的積極性和創造性。當前，經濟社會發展還存在不平衡、不協調、不可持續的問題，出現了收入差距擴大、司法不公、環境污染和貪污腐敗等問題。只有深化改革、破除壟斷、

矯正收入分配機制，建立法治社會，才能促進社會公平正義。

肆、中國再平衡：實體經濟展望

從 2011 年第一季度開始，大陸經濟同增長連續 7 個季度下滑，到 2012 年第三季度起略為回升，第四季度回升至 7.9%，但今(2013)年第一季度又下滑 0.2 個百分點。大陸連續出現這麼長時間的經濟增速下滑，而且處於相對低的增長水平，這是很少出現的情形。但當前大陸出現經濟增速放緩是周期性的，不是結構性的，可透過投資來解決。在投資帶動下，大陸工資水平將隨著勞動生產率水平不斷提高，消費自然會增長。消費是發展的目的，投資是發展的手段，要把二者的辯證關係理清楚，大陸經濟發展潛力非常大。因為大陸和發達國家的技術差距、產業差距相當大，所以在產業升級、技術創新上還有不少後發優勢。一個國家長期的經濟增速取決於其技術創新和產業升級速度，在這一過程中，大陸可借鑑或採用發達國家已成熟的技術，從而將劣勢轉變為優勢。對比亞洲多個經濟體，可以看到，大陸目前的經濟發展狀況相當於 1951 年的日本，1977 年的南韓和 1975 年的臺灣。在隨後 20 年中，這三個經濟體保持了 9.2%、7.6%和 8.3%的增速。

中國作為發展中國家，產業升級空間很多，城市化進程、基礎設施建設仍有很多空間，尤其是大城市內部的基礎建設，像北京暴雨所暴露的基礎設施不足，在許多中國東部城市都存在，這些基礎設施方面的欠缺都提供了很大的投資空間。另一個重要因素是，中國政府的財務狀況非常好，政府負債加上過去四年

地方政府投資平臺的債務，加起來不過是國內生產總值的 40%多一點，這為中國實施反周期財政政策提供很好條件。政府不僅有錢，民間儲蓄也很高，加上還有 3 萬億美元的外匯儲備，從以上這些經濟體的發展軌跡看，大陸仍有保持年均增長 8%的潛力，能繼續高速增長 20 年。

與會學者北京大學國家發展研究所教授林毅夫先生提出中國再平衡，並提出以下論述：

一、消費不能作為推動經濟增長的手段

國際金融危機發生後，很多國家認為大陸投資太多、消費不足，導致國際收支不平衡從而引發國際金融危機。對此，不少學者認為，大陸經濟應靠消費拉動而不應靠投資拉動。但從問題本質來看，經濟增長本質是勞動生產率水平不斷提高，如果沒有勞動生產率水平的提高，經濟就不能實現增長，勞動生產率提高必須靠技術創新和產業升級，但不論技術創新還是產業升級，都必須以投資為主體。按照新結構經濟學的觀點，大陸產業仍有很大的升級空間，也有不少基礎設施仍待改善。如果廢棄了投資，如何提高生產力，縮小與發達國家的差距？如何透過基礎設施完善來降低阻礙經濟增長的高交易費用？

沒有投資，就不會有技術創新和產業升級，勞動生產率水平自然就不會有提高。勞動生產率不提高，增加消費就成了無源之水。如果勞動生產率水平沒有提高，但還要經濟繼續增長、消費繼續增加，就只能靠借款。勞動生產率沒有提高，但借債越積越多，到還本付息時，危機就來了。世界上所有的危機都是過度消費造成的。美國是這樣，南歐國家也是這樣，全球借債。

過分強調消費，就是沒有分析自己目前所處的階段特性。已發達國家現在以消費為主，約 70% 以上是消費，中國目前 50% 以上是投資，如此是不對嗎？如果接受國外那些理論，讓大陸必須以消費為主，這是公然要求大陸陷入危機。現在發生危機的國家多是過多消費造成的，從來沒有看到一個投資過多而造成危機的國家，更沒有看到，在經濟發展過程中，因為按比較優勢進行過多投資而發生危機的國家。

二、投資依靠技術創新和基礎設施建設驅動

未來大陸經濟增長仍將由投資驅動，技術創新和基礎設施建設將是投資驅動力的兩大組成部分。大陸前兩輪積極財政政策，多投向高鐵、港口和機場等，但城市之間的基礎設施仍比較薄弱。另外，城市內部基礎設施，如地鐵、城市污水處理和環境保護等仍比較欠缺，投資空間很大，這些投資將產生很可觀的經濟效益和社會效益。在軟體方面，隨著經濟發展，必須不斷改進和完善，這也是為什麼中國政府一直強調改革的原因。改革確實可提高效率，促進大陸經濟增長。把這些因素都放進來，大陸在未來 20 年還有維持 8% 增長的潛力。這個潛力能否變成現實，取決於能否繼續改革。

近期地方隱性債務問題突出，甚至不排除出現局部債務危機的可能性。在地方債務水平較高、社會融資規模很大的情況下，投資所需的巨額資金怎麼籌集？貨幣政策怎樣引導和支援投資的健康發展？此部分與會學者認為：大陸仍存在大量國有資產，如果算上這一塊，大陸政府負債率甚至會低於 GDP 的 40%，投

資能力無憂。目前的投資需更多依靠財政政策，因為財政政策比較能掌控資金流向，貨幣政策卻很難掌控。

從實際資料看，從 2007 年到 2011 年，GDP 增加 20 兆元，儲蓄增加 40 兆元，貸款增加 30 兆元，在這種狀況下就要好好思考，為什麼實體經濟增加 20 兆元，儲蓄卻能增加 40 兆元？這就是貸款創造存款、存款創造貸款、貸款再不斷創造存款的結果。在這樣的模式下，金融機構當然感覺『不錯』，賺了很多利息，但也埋下不少風險。如果要有新一輪的積極政策，應以財政政策為主，在貨幣政策方面堅持穩健基調是對的，不僅是繼續實施穩健的貨幣政策，還應改善銀行資金管理方式。

三、避免沒有產業支撐的城鎮化

城鎮化無疑將釋放巨大的投資需求，經濟發展過程必然從資源型產業轉到製造業，從製造業進入服務業。因此，勞動力會不斷地從農業轉移到製造業和服務業。製造業和服務業都是相對集中的規模經濟，所以勞動力必然從農村轉到城市。從這個角度看，城鎮化是經濟發展的結果，也可以講是經濟發展的條件。由於製造業和服務業有很大的規模特性，如果城鎮化不發展的話，那些規模特性就無法發揮出來。

如果人爲提高城鎮化而產業不發展的話，勞動力從農村轉移到城市，就會出現大量失業問題，造成社會不穩定。反過來，如果人爲抑制城鎮化的話，規模經濟發展不起來，也會阻礙經濟發展。在經濟發展過程中，城鎮化是必然的，它是我們從中等收入變成高收入國家必然需要的一個結果和一個條件。所以，未來

城鎮化發展需把政策設計好再來實施，避免政策失誤造成過度的人口城鎮化、基礎設施的城鎮化、房地產的城鎮化，卻沒有產業支撐。

伍、中國與美國：全球資本移動的起源和終點

1990 年代初期，東南亞的經濟情況大幅度的向工業化邁進，外資也積極進入市場，促進亞洲經濟繁榮，帶動亞洲整體經濟的成長。不過自從 1997 年金融風暴過後，亞洲周圍國家受到很大的衝擊，並逐漸擴散成爲傳染效應，東亞各國的經濟也逐漸的沒落。近來由於大陸的快速崛起，基本面的利多帶來很多外來的資金，各國改而轉向與大陸積極的互動，並在大陸從事投資。尤其是台商在大陸的投資一直是居於前位。而最近也看到日本及韓國都大量的湧入中國大陸的市場，因此亞洲各國與中國大陸的經濟互動可說是相當密切。

分析全球資金移動之形成原因，不外乎下列幾點：

(一) 投資機會及報酬率的高低

投資機會之有無及報酬率的高低乃資金移動最關鍵的兩大決定因素。必須先有投資機會之存在，才可能產生資金移動的誘因，故全球資金動向將視報酬率而定。無論貨幣市場的利率、外匯市場的匯率、及至資本市場的股市、債券，其所產生報酬率之多寡，直接影響到全球資金驅利的自然走勢。然而，報酬率產生的多寡，與各國經濟成長息息相關，更與各國經濟金融政策亦不可分，因此，對各國央行利率動向及其對匯率、股市的政策有了一定的瞭解後，便可對未來全球資金動向找尋出蛛絲馬跡。

(二) 率差套利可能性之有無

率差套利可存在於貨幣市場的利率及外匯市場的匯率，此「雙率」為金融市場變化趨勢的重要指標。在購買力平價說架構下，各國物價的差異，驅動著匯率的變化，使國際資金必將趨向預期走升的國家貨幣。例如：大幅提高市場對於人民幣升值可能性的臆測後，國際「熱錢」便持續灌入大陸金融市場，但錯誤的升值時程預期，讓這些國際熱錢平白損及該有的「再投資報酬」。「匯差套利」固然受國際資金之注目，「利差套利」更有可能成為全球資金移動之重要形成原因，因此要觀察並瞭解全球資金流向，國際各國的利率變化，升息腳步，匯率政策，外資干預，尤其美國和部分其他金融大國的利率上揚幅度，值得關切。同時掌控國際各國利率變化及匯率政策，才可對全球資金流向，有所掌握。

(三) 全球金融愈來愈一體化，世界金融體系相互依存度日高

在全球化之下，當今各國「金融」互動日趨緊密，世界金融體系相互依存度日高的情況下，投資策略早已突破封閉經濟體系(close economy)而走向國際投資組合(international portfolio)的國際投資策略。各國資金離開本土，成為一筆整合資金(lump-sum capital)，尋求國際多元投資管道與標的，進行資產配置(capital allocation)。

(四) 政治與投資環境的變化

政治(信用)風險為國際資金投資時所考量的一大投資評估標準。若一國政治前景，存在著相當的不確定性，要國際資金投以青睞，則非得提供相對的政治風險溢酬(political risk premium)不可。

(五) 資本市場的動能與規模

資本市場的動能與規模亦是左右全球資金移動的重要形成原因，資本市場

的動能創造金融交易的流通性；一國資本市場規模的大小，更能在各項金融投資上，展現其「造勢」者(market maker)的角色與功能。如此，便有利於對國際資金的吸引力。

大陸自改革開放後，經濟的成長起飛，金融的快速發展，使世界各國金融人士無一不肯定大陸為最有潛力的「未來市場」。因此，全球資金關注著每日大陸市場的變化，無形、有形，實質、金融，各項投資在在受大陸政策方向及經濟指標所牽動。以大陸的外資機構為例，雖然，2006年大陸證監會發佈一紙禁令，暫時關閉外資機構進入大陸證券行業的大門，然此政策上的限制，並未能阻擋外資機構進入大陸證券行業的熱情。

中國股市在全球金融體系中，會扮演愈來愈重要的角色，大陸官方宣布人民幣匯率浮動區間擴大，有助於人民幣匯率更具彈性，象徵大陸金融改革的更驅進程。各項指標顯示，於此同時，國際資金因此流向大陸。中國大陸在全球資金流動的地位，有其重要影響力，且爾後的影響力將會更大。

在中國政府以積極吸引外資為經濟發展的基本國策之後，中國對外投資的步伐也逐漸踏出，近年來，中國政府鼓勵本土企業「走出去」，對外投資金額持續成長。中國商務部統計，2013年1-9月，中國向全球156個國家和地區進行直接投資，非金融類投資額達616.4億美元，較去年同期成長17.4%。依據研究機構Rhodium Group的最新報告指出，全世界的投資人對美國投資的熱度正在下降，但中國除外，中國人似乎是自金融危機後，是少數願意增加在美投資者之一，2012年前三季度與2007年前三季度相較，中東在美投資下降了86%，加拿大在美投資下降了75%，歐洲在美投資下降了49%，而中國增加了321%。中國在美投

資在 2012 年已達破紀錄的 65 億元，比先前的紀錄—2010 年的 58 億元，增加 12%，而無庸置疑 2013 年中國在美投資可能將再創紀錄。

這些金額是對美國企業的直接投資，不包括中國政府持有的估計 2 兆元的美國財政部債券。中國對外投資金額雖然還遠不及中國吸收的外資金額，但中國對外直接投資正快速成長，除金額增加外投資的主體及標的也在變，整體趨勢出現轉變。

中國第一波對外投資潮是由國有企業領軍，其目的主要是配合國家戰略需求。為確保穩定的自然資源供應以支持經濟持續成長，如國有企業在非洲及拉丁美洲等資源豐富但相對貧窮的地區大量投資，取得當地的能源、礦產及土地。最新案例是國營的中國海油和中國石油企業分別取得 10% 股權，共同參與巴西油田的開採。中國石油企業近年來在北美進行大規模收購，2008 年以來，中國已斥資 442 億美元收購美、加兩國的能源企業與石油和天然氣田。

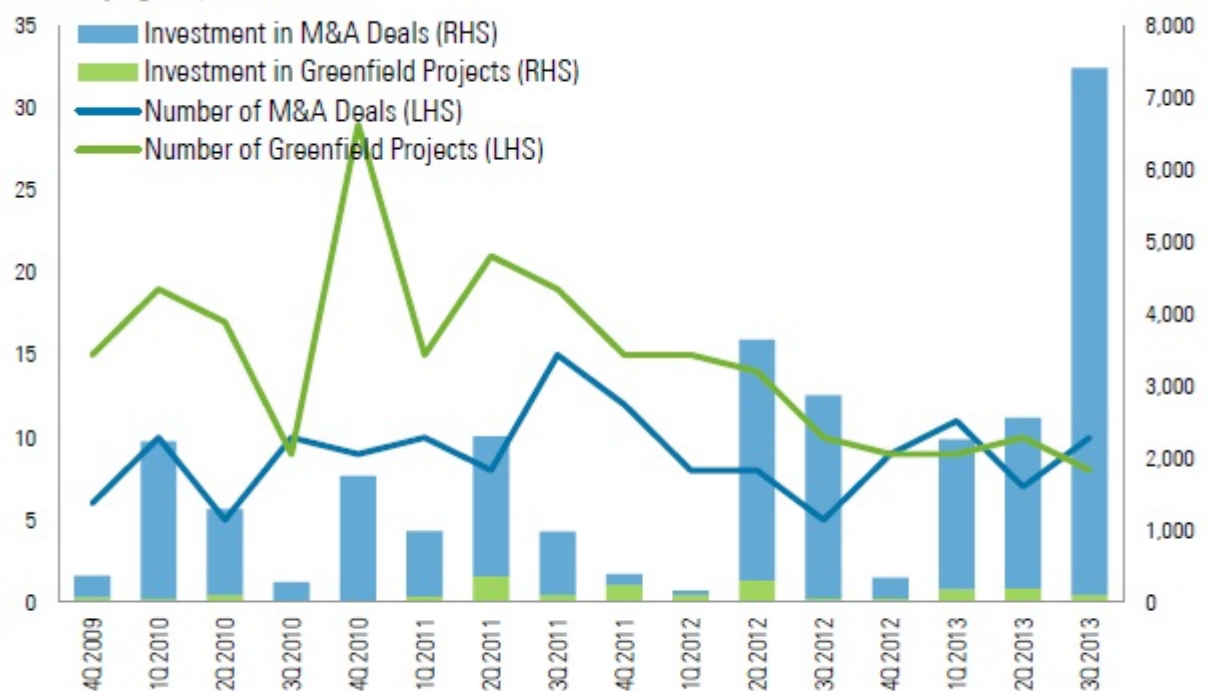
不過，對資源的需求不再是中國對外投資的主要驅動力，政府與民營企業新的思考與需求帶動了第二波對外投資潮。與會學者 Rhodium Group 研究機構 Dinaiel .H. Rosen 稱，由於先前的投資報酬率偏低，中國政府希望提高海外投資效益，因此現在鼓勵國有企業投資成熟市場的精華地段房地產、基礎設施及其他項目。

以投資英國為例，中國主權基金中投公司先後取得希斯洛機場及泰晤士水務公司的部分股權，中國廣核集團也參與一座核電廠的興建。2005 年以來，中國在英國的投資總額達 180 億美元。另一方面，急於發展品牌、取得技術及市場

的中國企業成爲對外投資重要推力。較著名案例包括 2010 年吉利汽車併購瑞典 Volvo 汽車、今年雙匯集團收購美國最大豬肉生產商 Smithfield 等。最近也傳出，聯想電腦正考慮收購加拿大手機製造商 BlackBerry，東風汽車也在評估入股法國汽車製造商標緻雪鐵龍集團。另外，阿里巴巴集團表示將在美國成立新部門，專責投資剛起步的網路公司。在這波民營企業「走出去」的風潮中，中國政府扮演著支持的角色。

近年來中國直接投資於美國併購與綠能產業金額及數量如下圖：

Figure I: Chinese Direct Investment in the United States, Q4 2009 – Q3 2013*
Quarterly figures, USD million



Source: Rhodium Group. *Numbers are preliminary and subject to adjustment. A detailed explanation of sources and methodology can be found at: <http://rhg.com/interactive/china-investment-monitor>

以投資趨勢及產業來看，2013 年第 3 季中國企業投資於美國 10 個併購案及 9 個綠能產業共計有 75 億美元，其中雙匯集團（Shuanghui international）收

購 Smithfield foods ,高達 71 億美元，其金額之大遠遠超過第 2 高的收購案金額 3 倍之多，詳如下表：

Table I: The Biggest Chinese FDI Transactions in the United States, 2000-2013

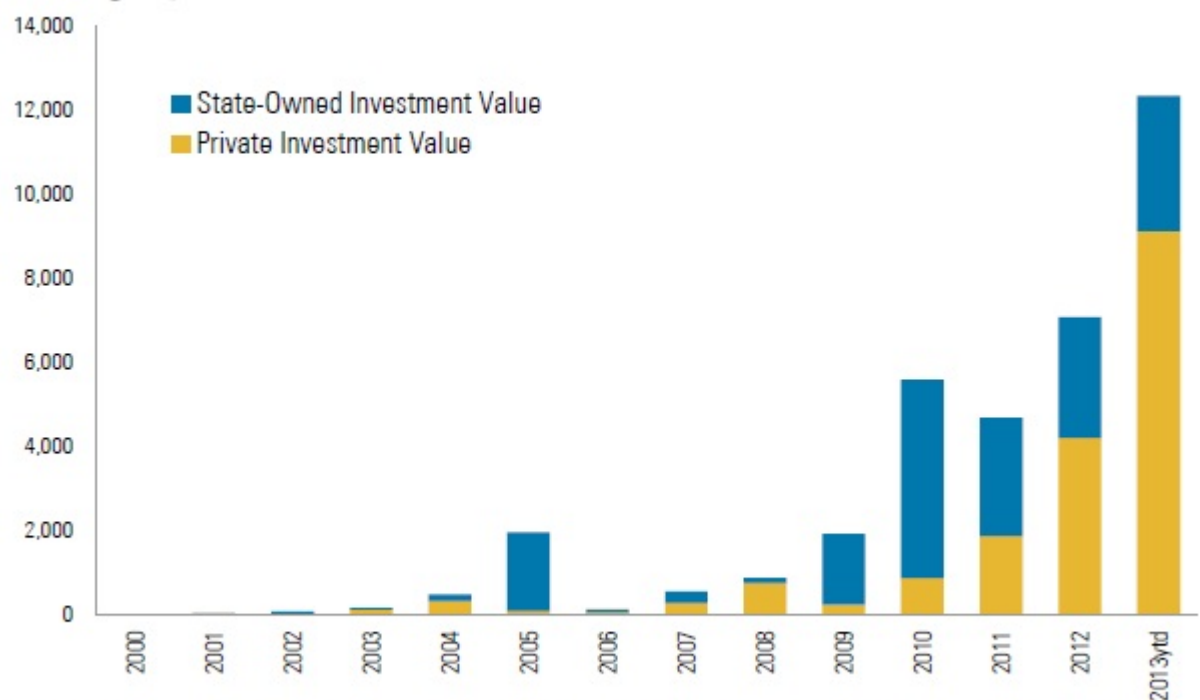
Year	Investor	Target	Value*	State
2013	Shuanghui International	Smithfield Foods	\$7.1 billion	Virginia
2012	Dalian Wanda Group	AMC Entertainment	\$2.6 billion	Missouri
2012	Sinopec	Shale gas assets, Devon Energy	\$2.4 billion	Oklahoma
2005	Lenovo	IBM PC assets	\$1.8 billion	New York
2010	China Investment Corp.	AES Corp.	\$1.6 billion	Virginia
2013	CNOOC	Nexen US operations	\$1.5 billion	Texas
2011	China Huaneng Group	InterGen Energy	\$1.2 billion	Massachusetts

Source: Rhodium Group; *includes assumed debt.

從過去主要對外投資係國有企業投資於石油及天然氣等，轉變為私有企業對外投資逐年提高之趨勢，並已大於國有企業投資之金額。如下圖

Figure 2: Chinese Direct Investment in the US by Ownership, 2000 – 2013 ytd

Annual figures, USD million



Source: Rhodium Group. *Numbers are preliminary and subject to adjustment. A detailed explanation of sources and methodology can be found at: <http://rhg.com/interactive/china-investment-monitor>

過去兩年內中國企業和政府單位已在美國投資 94 億美元，較之前七年的總和高出一倍多。不過，中國在美投資比起其他國家的在美投資，算是相對較少的，還不到外國在美投資總額的 1%，僅占 0.3%，排名第一的歐洲占比為 69%，排名第二的日本占比 12.7%。

隨著中國政府允許人民幣更大幅浮動，中國企業投資美國的趨勢將延續。市場觀察人士把中國放寬部分外匯規定視為訊號，認為北京當局將逐步允許人民幣與其他貨幣的兌換自由波動。為消除國際社會對人民幣低估的批評，中國在 2010 年 6 月展開匯率形成機制改革，迄今人民幣兌美元已升值 8%。，這個升幅已足以促使那些向美國出口產品的中國企業把製造業務轉移至美國，以更接近銷售市場。

由於美國的勞工薪資和其他勞動力成本比中國高出許多，中國公司很可能選擇勞動力成本不占首位的行業，例如化工和零部件供應。為擴大海外銷售，也需要在更靠近客戶的地方進行生產。中國公司在美國、特別是在美國製造業的投資將未來三到四年顯著成長，主要因為中國公司需要更靠近美國和美國周邊區域的客戶，以簡化物流程序並縮減運輸成本。

美國公司基於同樣理由也會增加在美國的生產；考慮到中國國內需求仍在成長，許多美國公司在中國建廠不再是為了出口，而是希望更靠近客戶，中國生產的產品將就地銷售。一些公司把生產業務遷到美國是因應美元貶值風險的自然策略，相信中國公司會繼續投資美國的生產業務。

中國企業對外投資在短時間內實現了明顯的提升，無論是從投資數量、質

量還是行業結構而言。2012 年，中國對外投資流量規模已位列世界第三，僅落後於美國和日本。但在中國和其日益成長的企業繼續在外國尋求投資、尋找商品和可增值的專門知識時，其在美投資金額預期會更加成長。

陸、長期投資：亞洲私人市場的挑戰

中國大陸市場可說是為世界的最大工廠、為世界的最大內需市場、為私募股權(private equity)最愛進入的投資市場。長久以來，中國的國有企業都有著巨大的規模，2013 年中國企業 500 強中，國企、央企的營業收入、淨利潤和資產佔比均超過 80%。國有企業在中國 GDP 中佔據著巨大的份額，它們始終都是中國經濟的主角。

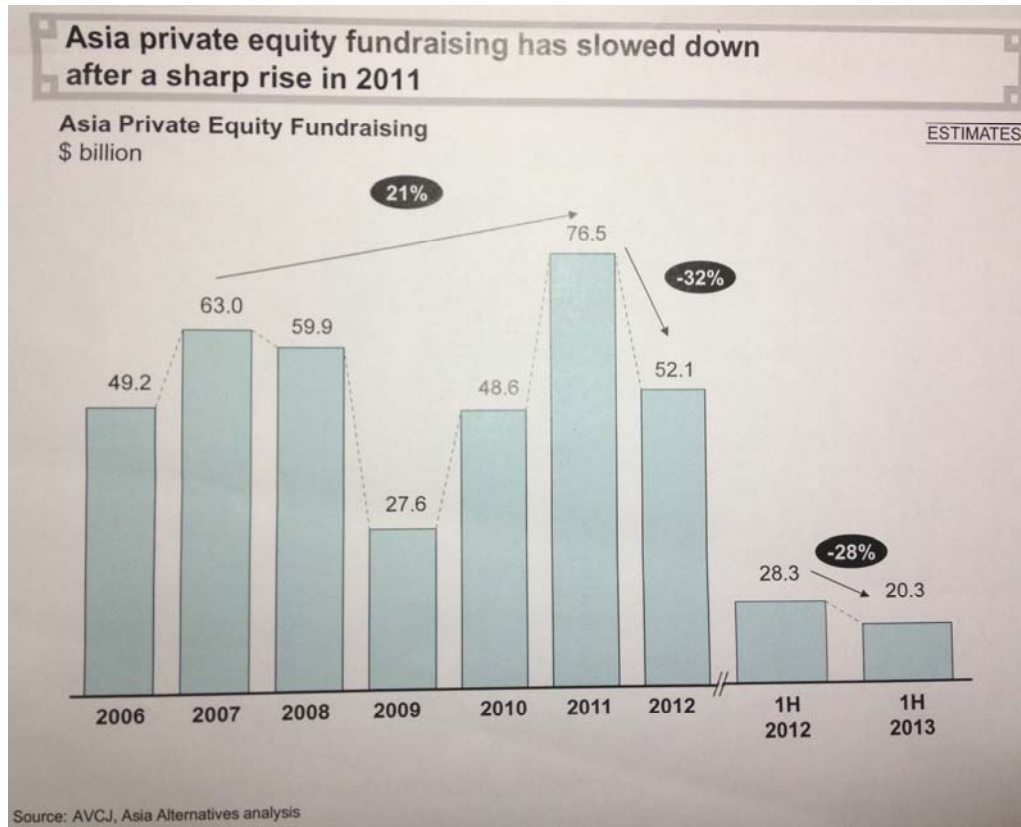
然而隨著中國經濟的逐步開放，國企面臨著來自民營企業和跨國公司越來越強有力的挑戰，為了確保國有資產的保值增值，相關監管部門也對旗下國企提出了越來越嚴格的發展目標，但是很多國企其實很缺錢，尤其是那些龐大的國企集團，它們擁有著為數眾多並處於不同行業的子公司，而集團的資源往往是有限的，它不可能滿足每一個子公司的資金需求，因此引入具備雄厚資本實力的外部投資機構就顯得十分必要，並且這樣的舉措也可以進一步提升企業的經營管理機制，使得企業朝著健康、良性的方向發展。私募股權基金因應而生，並在對標的集團的發展規劃、所處行業情況、資金需求、資產負債結構等各個方面進行深入評估後，成為潛在的外部投資機構。

為確保成功引進適合該子公司特點和發展規劃的私募基金，這些私募基金必須擁有雄厚的資本實力、在國企運作和併購方面的豐富經驗、成功運作中國企

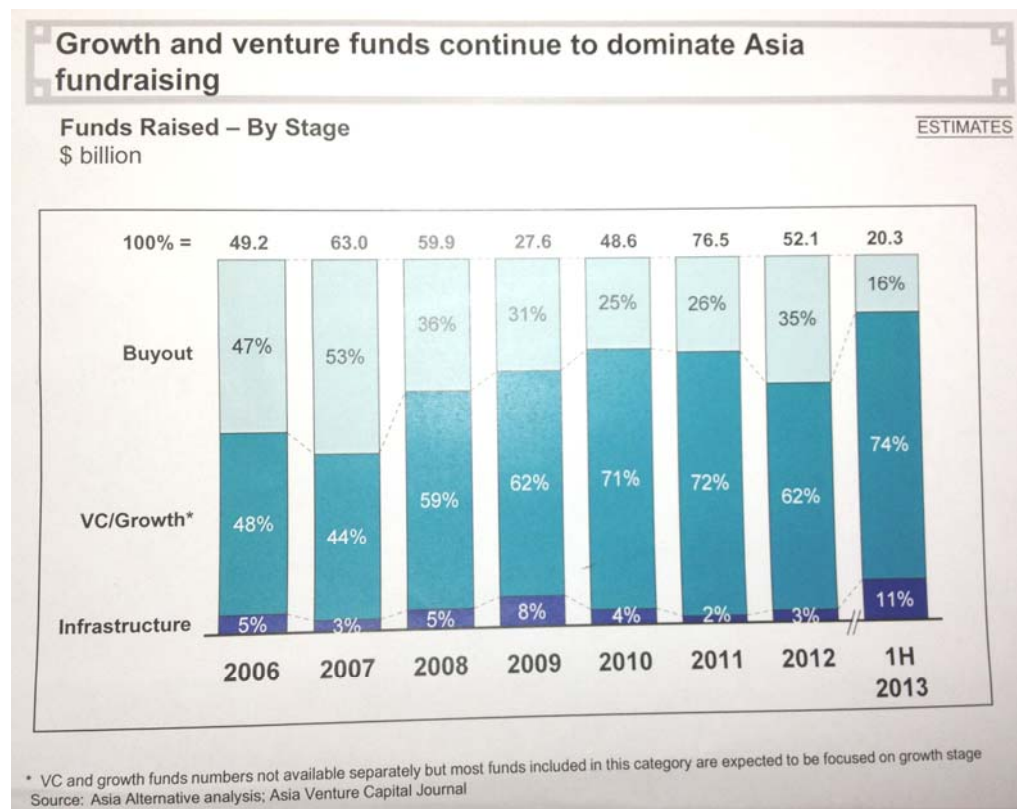
業在國內外資本市場上市的經驗、6 年以上的投資期以確保它們有足夠的耐心並將精力放在企業的長遠發展上面而非迅速實現上市並套現走人的投機性資本、以及全球化的資源網絡以滿足企業未來國際化擴張的需求。

在歐美投資者眼中，私募基金是以非上市企業股權為物件的投資方式之一，在廣義上還包括創業投資基金，成長性基金及並購基金等。但在中國，「私募基金」一詞有雙重含義：它既可以指上述典型的歐美市場上的私募基金，也可以指由私人提供資本以投資上市公司的基金。在中國市場上，後一種含義下的私募基金主要依靠基金經理的選股技能和策略通過公開市場交易獲取投資利潤。在西方市場上，與這種形式的基金最相似的就是以股權為主要投資對象的對沖基金。

私募股權基金投資在歐美已盛行 30 餘年，由於競爭者眾，在歐美地區很難再尋得價值低估或超額報酬的併購或投資標的。1997 年亞洲金融風暴之後，新參與者轉而開發亞洲新興市場。近來中國經濟的快速成長，中國人民收入快速累積，包括銀行理財、基金信託、券商等在內的泛資產管理領域已是一個數十萬億人民幣規模的市場，私募基金無疑亦獲得無限的商機。但隨著金融市場的幾次波動，亞洲私募股權基金累積總額在 2011 年達到 765 億美元高峰後逐漸下降（詳如下圖）。



目前國際上私募股權基金投資主要區分為三大類型：企業股權收購（Buyout）、創業投資(Venture capital)與另類投資。其中2008年以前以企業股權收購為主流，約占50%。其後逐漸減少；創業投資及企業重建投資等成長迅速，比重逐年提高，至2011年達72%，另類投資（包括房地產投資、成熟期投資、銀行不良資產投資、公共建設投資及企業重建投資等）自2013年起比重提高（詳如下圖）。



儘管中國經濟發展迅速，但是對私募股權而言仍然存在一些重大挑戰。原因包括大陸上市困難、成本上升、政策改變及財務透明度不佳等，例如潛在收購成本過高，監管障礙令外部投資者很難把資金挪出去等。目前確實沒有多少投資者通過私募股權從中國帶走大筆資金的例子。

其次私募股權如果想在中國做大，信貸市場必須進一步深化，貸款難度降低便於 PE 公司利用更多槓桿，這是提高收益的關鍵所在。鑒於私募股權行業在亞洲沒有多少用武之地，大量亞洲私募基金將投資用於追逐歐洲的機會。美國也是吸引亞洲資金的一個目的地，亞洲資本向西方國家移動的情況確實是存在的。

私募股權基金對投資亞洲充滿顧慮的最後一個障礙就是：缺少掌握必要技能的人才。因此，儘管長期來看亞洲私募股權的潛力巨大，但想要真正實現私募

股權的蓬勃發展，仍有很多條件需要滿足。另外，私募基金管理公司在中國國內發展在申請管理保險資金、社會保障基金等大機構資金時仍遭到拒絕，其次基金的主要出資人--國內民營企業仍普遍存在暴利心態，不太能承受因市場週期波動而帶來的業績虧損。一旦出現虧損，即使是跑贏大盤，就會對管理人多加指責

柒、超越 QFII-中國市場展望

QFII 是 Qualified foreign institutional investor (合格的境外機構投資者) 的簡稱。一國在貨幣沒有實現完全可自由兌換、資本項目尚未開放的情況下，有限度地引進外資、開放資本市場的一項過渡性的制度。這種制度要求外國投資者若要進入一國證券市場，必須符合一定的條件，得到該國有關部門的審批通過後匯入一定額度的外匯資金，並轉換為當地貨幣，通過嚴格監管的專門帳戶投資當地證券市場。

QFII 制度是一個針對貨幣不完全自由，資本沒有完全開放的新興市場或發展中國家，開放國家經濟市場的一種方法。也就是允許合格的外國投資者在一定的限制和規定下，投資一定額度的資金在本國的經濟市場中並轉成本國貨幣，其資本利得股息可轉換成外匯的經濟開放模式。在這種制度下，政府為了防止資金過度流動和短期游資對國內經濟的影響，所以外國的投資者想要投資境內市場時，必須在合格機構進行買賣以利政府進行控管的動作。中國於 2002 年起推行 QFII 制度，使得中國境外基金管理機構、保險公司、證券公司等可以在中國證券市場進行投資（例如投資 A 股）。

中國證券市場早自 1992 年開始對外有限開放，境外投資者可以進行 B 股的投資，以美元和港元計價。2002 年中國證監會、中國人民銀行、國家外匯管理局聯合發布了《合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法》，國家外匯管理局隨後制定了《合格境外機構投資者境內證券投資外匯管理暫行規定》，並於 2002 年 11 月 28 日發布實施。

根據規定，提出申請的機構需要符合下列要求：

- 擁有穩健的財務和良好信用，並且達到中國證監會規定的資產規模等條件
- 達到所在國家或地區的從業資格的要求
- 健全的治理結構和完善的內部控制制度，經營行為規範，近 3 年未受到監管機構的重大處罰
- 申請者所在國家或者地區有完善的法律和監管制度，其證券監管機構已與中國證監會簽訂監管合作備忘錄，並保持著有效的監管合作關係

中國證監會於 2003 年 5 月起開始批准符合 QFII 資格的機構，國家外匯管理局 2003 年 6 月起開始確定各機構的投資額度。2003 年 7 月 9 日，合資格境外機構投資者第一次在中國 A 股市場進行交易。截至 2012 年，在中國的 A 股市場，QFII 已經是第三大機構投資者，並獲得了超過 1500 億人民幣的收益。

QFII 制度進入為大陸的股市帶來大量的資金，而大量外資的進入是中國股市上漲的原動力。大陸經濟開放 20 年以來，外資在大陸的投資大多獲得了理想的報酬，這是吸引 QFII 投資者的原因。但實施初期投資者也多持觀望考慮的投資態度。其主要原因有以下幾點：

(1) QFII 引進的外資如果決定要投資一家公司，通常都是要長期投資的，因此非常注重該公司的紅利分配，享受公司所帶來的利益，但初期中國的公司幾乎缺乏長期投資的價值，不注重股利的發放，因此投資者會覺得投資報酬率低而不願投資。

(2) 外資剛進入中國市場時最先考慮投資的是國債、可轉換債券等有固定收益的證券，但這些證券的規模都不大。中國證券市場是以投資風險較高的股票為結構，但市場又缺乏衍生性金融工具來管理風險，這將會影響到外資的投資意願。

(3) 中國境內的經濟市場一向缺乏穩定性的政策，從來就沒有一套系統加以規劃，全部的政策都是依照當時的市場狀況在做調整，若是景氣過熱就增加股票的發行量去降溫；若是景氣低迷不振就釋出利多的政策去刺激市場的交易。但是反覆的政策會增加證券市場的不穩定性，也會增加投資者的風險，對大陸的投資也會有所顧忌。

(4) 大陸的上市公司幾乎都存在大量的非流通股也就是國有股，很容易造成一股獨大而其他中小投資者的利益就被犧牲的情況，再加上境外投資者對公司內部的股權和治理結構的缺陷都非常憂心，然後又相繼爆發多起舞弊的事件才會導致外資投資的不確定感。

然而隨時投資者對中國經濟的信心增加，其對上市公司價值的認可，QFII 增持藍籌股的意願提高，作為 A 股市場上具有風向標意義的機構投資者，QFII 的舉動一直受到市場的關注。近來，QFII 對 A 股可謂信心強勁，從 2003 年 QFII 進入中國市場至今，已經整整 10 年。截至 2013 年 9 月底，共有 240 家外資機構

獲得 QFII 資格，2013 年以來，則共有 34 家 QFII 獲批。來自國家外管局的數據則顯示，截至 2013 年 10 月 30 日，外管局已經累計批准了 485.13 億美元的 QFII 額度。另外，A 股共有 228 隻股票為 QFII 所重倉持有，持股總數為 77.34 億股，持倉總市值則為 792.73 億元，比二季度末 680.32 億元增加了 112.41 億元，增加幅度為 16.52%。值得注意的是，QFII 眼下對藍籌股表現出了極強的興趣，數據顯示，2013 年三季度，共有約 75 隻個股被 QFII 增持。而諸多 QFII 重倉的股票基本上都是藍籌股，如中國鐵建、中國中鐵、長江電力等。

良好的投資業績使得 QFII 投資大陸資本市場興趣高漲。一方面是因為外資對中國經濟的信心，另一方面則是因為對這些公司價值的認可。QFII 海外投資者深知他們把握的是中國經濟的大方向。

按照證監會日前披露的數據，自 2003 年境外合格機構投資者(QFII)進入中國資本市場以來，先後共匯入資金 1200 多億元，累計盈利 1500 多億元，整體回報率接近 120%。

從 QFII 多年的市場的操作經驗來看，選擇績優藍籌股長期持有的價值投資理念貫徹如一。平均來看，海外機構的平均持倉時間都要遠遠長於中國境內基金毫無疑問，QFII 的積極進入對 A 股市場起了積極作用。一方面提振投資者的信心，另一方面 QFII 十分注重價值投資理念，它推動了市場投資理念的加速變革，投資理念的變化同時成為證券市場內在的調整動力。

與談學者現任中國證券監督管理委員會的首席顧問梁定邦先生並表示，大陸新興的證券市場面臨擴大開放、實現國際化的急迫任務。大陸的證券市場與推

行 QFII 前期的台灣證券市場相比，存在許多相似之處，如股市低迷、股票市盈率過高、證券市場投資主體結構不盡合理等諸多弊端。而 QFII 制度在台灣的實施過程中，克服了上述弊端，並取得了令人矚目的成功，其經驗值得加以認真研究並予以借鑒。爰未來更將逐步擴大大陸證券市場 QFII 的投資主體、增加投資額度，條件成熟時將取消資格額度審批制度，健全宏觀審慎管理框架下的外債及資本流動管理體系。

捌、心得及建議

本次會議以亞洲地區的資本流入與流出為主題展開討論，亞洲地區又以中國大陸的經濟走向最受矚目，故討論內容大多以大陸經濟議題為主。勞退基金累積金額龐大，為獲取長期穩定的投資報酬自當多加關注全球金融情事與資金流向，掌握地區性投資利基，建構全球多元資產配置，以提昇基金收益。

亞洲經濟中，儘管中國經濟成長率就百分比來看略有下滑，但以成長率約為 7% 左右的水準，經濟實際成長表現仍是相當突出。面對未來實質利率攀揚、人口紅利優勢逐漸消退與大陸高速成長趨勢結束的環境下，亞洲各國正積極進行結構性改革以增進生產力，好維持長久性的成長動能，尤其整體亞洲國家各擁不同題材，在亞洲個別中小型企業裡往往可以挖掘出更多相對於舊經濟的創新行業，投資者把眼光放大至整個亞洲，降低與陸股的連動性，同時掌握整體新興亞洲的投資機會，相信不僅是中國，韓國、台灣、泰國、馬來西亞、新加坡、雙印等國均會有相當不錯的表現。

大陸三中全會閉幕，確定官方深化改革藍圖，有利於逐次解決既存之經濟與社會問題，進而營造可長可久的投資環境。三中全會的重要性在於訂出未來 5 到 10 年內經濟改革的基本綱領，宜予長期觀察，而不是僅局限於短期題材炒作。大陸經濟體制轉型後由原本國家主導轉向市場主導，從事前審批轉向事後監管，更加往開放市場方向走，各界予以樂觀期待。台灣擁有眾多創新型企業、世界級管理水平和卓越的科技及製造技術等優質資源，加上得天獨厚的地緣優勢，配合 ECFA 及兩岸服貿協議簽署，已成為全球投資人進入中國大陸市場的絕佳跳板，台灣應可從中找到兩岸的合作機會，以掌握台灣經濟破繭而出的機會。

美國政治僵局引發美國國債違約恐慌，美債是全球金融市場最主要的避險和質押工具，只要出現局部違約，以美元為核心的金融體系就會分崩離析。如此茲事體大之事，常淪為美國政治惡鬥籌碼，各界爰有去美國化、去美元化之聲，近期多國央行簽署貨幣互換協議，包括大陸和歐洲央行，新加坡宣佈星元可與人民幣直接交易，加上中國與韓國、印尼及澳洲央行等，這些都是分散美元風險的積極作為。同時，大陸改革開放後加速金融市場開放，包括解除資本帳的管制，讓利率、匯率能自由浮動，人民幣崛起是不會改變的大趨勢。中央銀行已將人民幣納入儲備貨幣範圍，金管會開放企業可在台灣發行以人民幣計價的「寶島債」，本會自當密切注意人民幣自由化與國際化的進度，考量勞退基金整體收益，適時建置相關資產部位。