

出國報告（出國類別：其他）

參加野村證券於日本京都舉辦之「  
Central Bankers Seminar 2019」報告書

服務機關：中華郵政股份有限公司

姓名職稱：郝大慶 股長

張顧騰 佐理員

派赴國家/地區：日本（京都）

出國期間：108年3月24日-108年3月28日

報告日期：108年5月22日

## 行政院及所屬各機關出國報告提要

出國報告名稱：參加野村證券於日本京都舉辦之「Central Bankers Seminar 2019」

報告書

頁數 23 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：郝大慶、張顧騰

服務機關：中華郵政股份有限公司

職稱：股長、佐理員

電話：(02) 23927170

出國類別：1.考察2.進修3.研究4.實習5.視察6.訪問

7.開會8.談判9.其他

出國期間：108 年 3 月 24 日至 108 年 3 月 28 日

出國地區：日本京都

報告日期：108 年 5 月 28 日

分類號 / 目：交通/郵政

關鍵詞：京都，野村證券

## 內容摘要

野村證券舉辦為期三天的央行投資研討會，邀請前美國聯準會紐約銀行主席、國際結算銀行官員、日本政府官員及民間投資機構法人等財經專家進行演講及座談會，探討主題包括全球經濟趨勢、日本金融市場現況及各種商品投資機會，同時探討未來全球在政治及經濟面可能遭遇到的問題，提供各界人士投資方向之參考。

美國啟動升息循環，促使短天期美國公債殖利率持續攀升，逼近長天期公債殖利率，使得長短天期公債殖利率利差大幅縮小，殖利率曲線亦接近平坦，甚至抱持著可能會倒掛之疑慮。此外，各國通膨率仍處於低水準情況，並未達到所要求的目標，其中因素為薪資成長緩慢或停滯，另一方面，老年化人口的趨勢導致勞動力出現短缺現象，而造成經濟成長過於緩慢。經濟結構的改變促使各國對於是否升息逐漸開始採取保守態度。

## 目 次

壹、 目的.....	1
貳、 過程.....	1
一、全球金融之脆弱.....	1
二、中國經濟：挑戰、解決方案和機會.....	2
三、歐洲貨幣聯盟的結構限制與金融市場分析.....	10
四、日本經濟和債務管理.....	12
五、聯邦國民抵押貸款協會.....	15
六、全球金融之隱憂.....	19
參、 心得與建議.....	22
一、心得.....	22
二、建議事項.....	22

## 壹、目的

面臨整體金融市場環境劇烈波動之下，需持續與投資合作夥伴進行交流，並透過專業投資機構及政府機關專業人員經驗分享，以期拓展國際視野，進而提升同仁對國際金融情勢分析之能力以即時掌握投資趨勢，故派員至國際知名證券公司參加各項研討會，以作為本公司未來各項投資評估之參考。本次有機會於 108 年 3 月 25 日至 27 日參加日本野村證券 2019 於日本京都舉辦之研討會（Central Bankers Seminar 2019），會議內容包括全球金融之脆弱及隱憂、日本經濟與債務管理、中國經濟發展、歐盟經濟結構限制與金融市場分析等。

## 貳、過程

### 一、全球金融之脆弱

主講者：William Dudley (前美國聯準會紐約銀行主席)

#### (一)全球經濟成長現況

Fed 將繼續縮表，總體經濟很健康，衰退的風險很低，需求端強勁，與中國貿易問題緩和，以中性的利率水準來說，可較目前再高 10bp 左右，降息是部分雜音且聲量很小。

通膨雖弱，但聯準會自 2015 年第 4 季升息以來，通膨皆低於 2% 的目標，認為目前 Fed 應將薪資上漲因素做為升息的考量，而非停止升息。但也表示若通膨向下的壓力增加，Fed 將提早由中性的政策立場轉向防禦性政策。

#### (二)美元展望

Fed 將正常化資產負債表，再購買債券規模也將減少，穩定通膨趨勢於適當水準，銀行去槓桿的轉換速度加快，預計在 1 年後美元貶值機率不高。歐洲步入日本化，低利率、低通膨，歐洲核心國家有年金、福利等社會支付問題，歐元則可能更趨貶。

### (三) Fed 方向指引政策

認為 Fed 方向指引政策應以一段時間為觀察期，例如 3 年後達到通膨目標 2.5%，而非每年通膨目標均維持 2%。目標要為降息預留空間，經濟成長須維持穩定增長。

### (四) 對資產看法

美國房產仍佳，法拍屋數量偏低，房市庫存並不高，崩盤風險還無需擔憂；高收益債券會受到稅務因素拖累，還會有被降評的疑慮。

## 二、中國經濟：挑戰、解決方案和機會

主講者：Ting Lu(野村證券首席中國經濟學家)

(一) 中國 2019 年上半年貿易出口成長將會面臨逆風的壓力，包含：

### 1. 人民幣兌美元強升

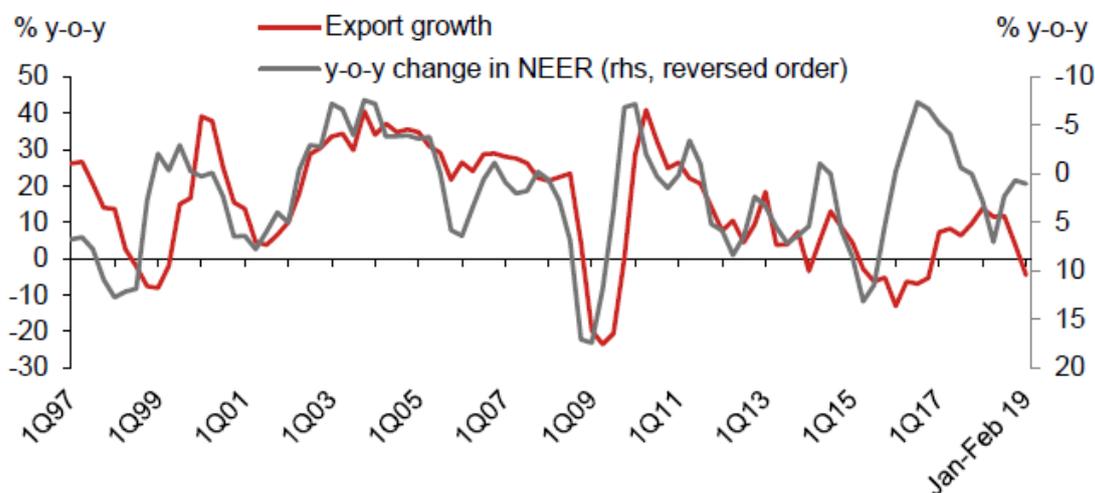
2019 年 3 月初，人民幣兌美元強升至 6.7220(如圖一)，並且美國聯準會(FED)於近期宣布今年 9 月結束縮表，預估今年至明年只會升息 1 次，導致美國 10 年公債殖利率來到 1 年多新低，美元指數也跟著走緩，中美利差呈現站穩態勢，有助於人民幣匯率趨穩。然而，中國出口成長因人民幣強升之下，導致衰退(如圖二)。

圖一、美元對人民幣即期匯率



資料來源：Trading Economics

圖二、人民幣名目有效匯率與中國出口成長趨勢

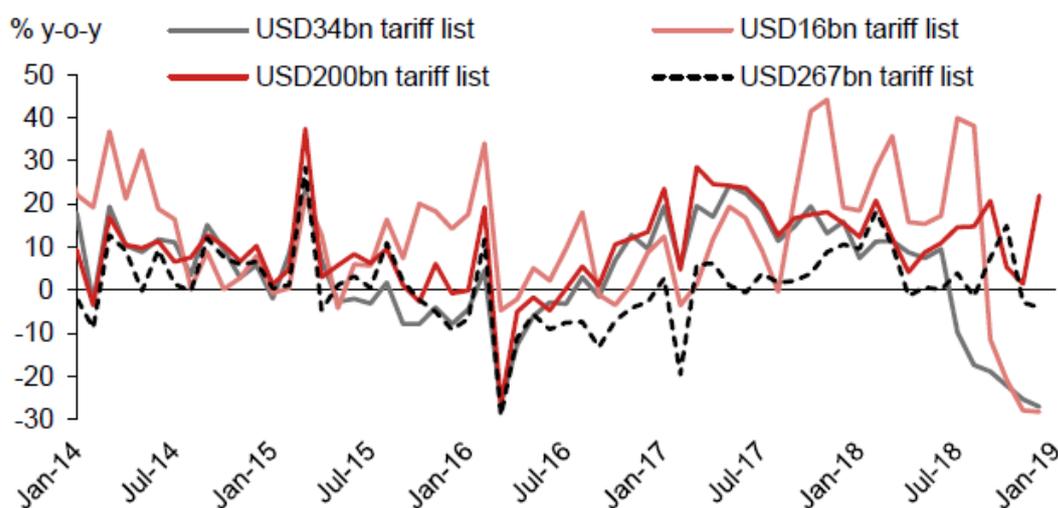


資料來源：WIND, CEIC, Bloomberg and Nomura Global Economics

## 2. 中美貿易衝突的影響

自 2018 年 6 月以來，美國宣布對中國進口商品課徵關稅規模分別包含 340 億美元、160 億美元、2,000 億美元及 2,670 億美元，至 2019 年 1 月為止，相關被課徵之商品進口到美國的數量呈現下滑趨勢(如圖三)。

圖三、中國受到課稅之商品對美國出口之成長趨勢

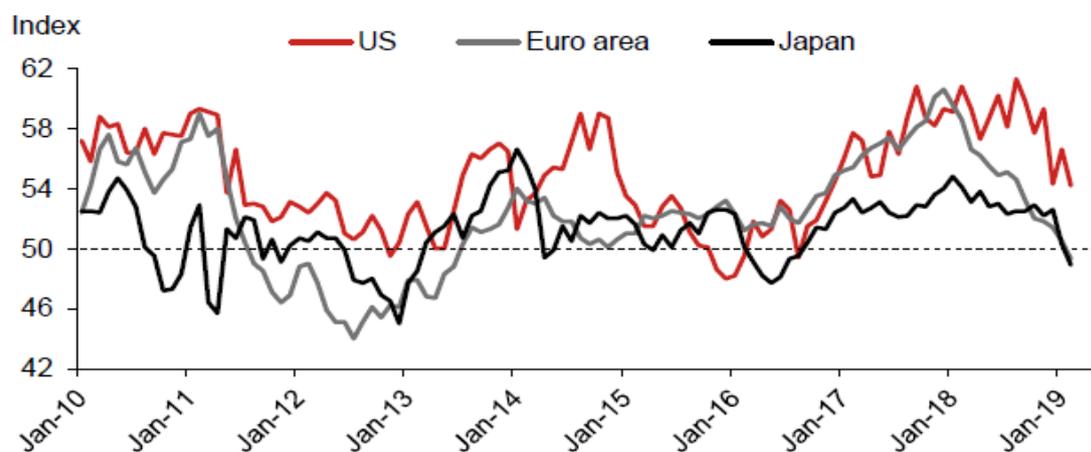


資料來源：WIND, CEIC, Bloomberg and Nomura Global Economics

### 3.全球經濟的衰退

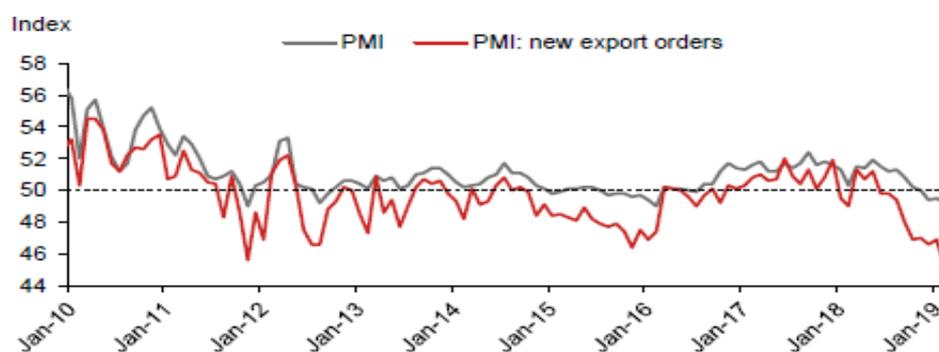
自 2019 年以來，主要國家如：美國、歐元區及日本之製造業經理人採購指數紛紛下滑(如圖四)。另一方面，中國國家統計局發布 2 月份製造業採購經理人指數為 49.2，較 1 月下跌 0.3 個百分點，為近三年以來新低，新訂單指數及新出口訂單指數亦呈現下滑趨勢(如圖五)。

圖四、主要國家製造業 PMI 指數(in DMs)



資料來源：WIND, CEIC, Bloomberg and Nomura Global Economics

圖五、中國製造業 PMI 指數(新訂單及新出口訂單)



資料來源：WIND, CEIC, Bloomberg and Nomura Global Economics

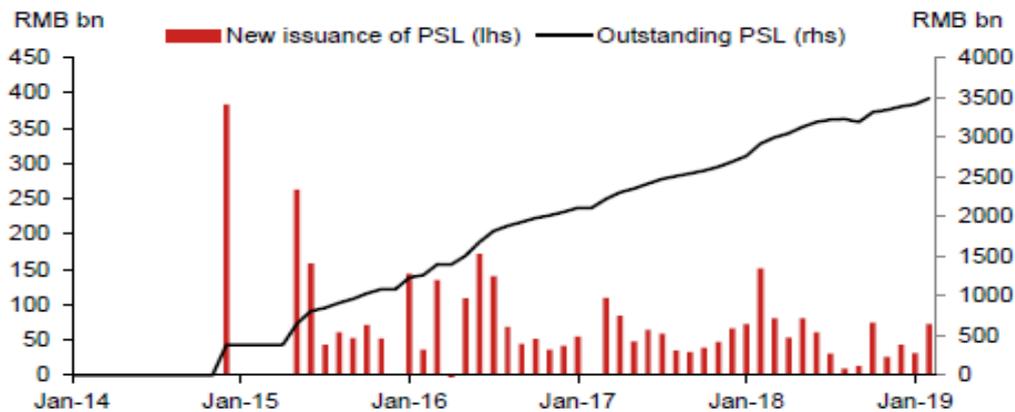
### (二)中國房地產的需求衰退

#### 1.棚改貨幣化已大幅減少

2018 年 12 月，中國住建部已明確指出，將取消政府購買棚改(棚改:中國為改造城鎮危舊住房、改善困難家庭住房條件而推出的一項工程)服務，此外，2019 年以來，中國不少省分大幅下調今年的棚改目標，導致今年以來中國抵押補充貸款(PSL)雖為增加，但新發行量

卻逐漸減少(如圖六)。

圖六、中國抵押補充貸款新發行及流通在外之數量

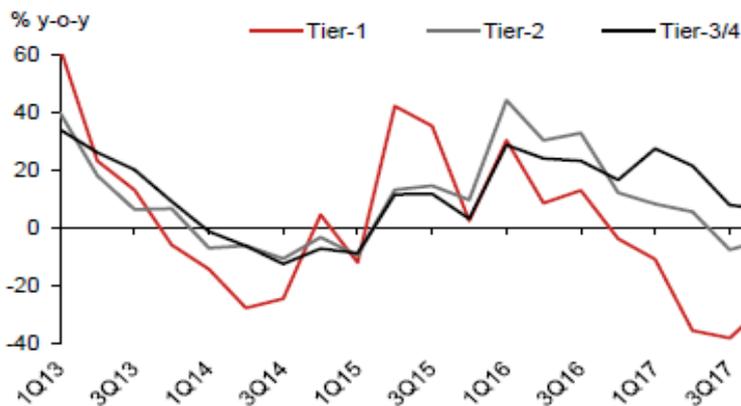


資料來源：WIND, CEIC, Bloomberg and Nomura Global Economics

### 2. 一級城市雖呈現復甦，但低級城市房屋銷售量仍持續走弱

2018年中國各類棚戶區改造達600多萬套，超過580萬套之目標，造成三四線城市新屋銷售大幅成長，然而今年在政府取消購買棚改服務之下，又沒有經濟人口成長來支撐銷售力道，導致三四線城市新屋銷售大幅衰退(如圖七)。

圖七、中國各級城市新屋銷售數



資料來源：WIND, CEIC, Bloomberg and Nomura Global Economics

### 3. 房鬧現象趨於嚴重

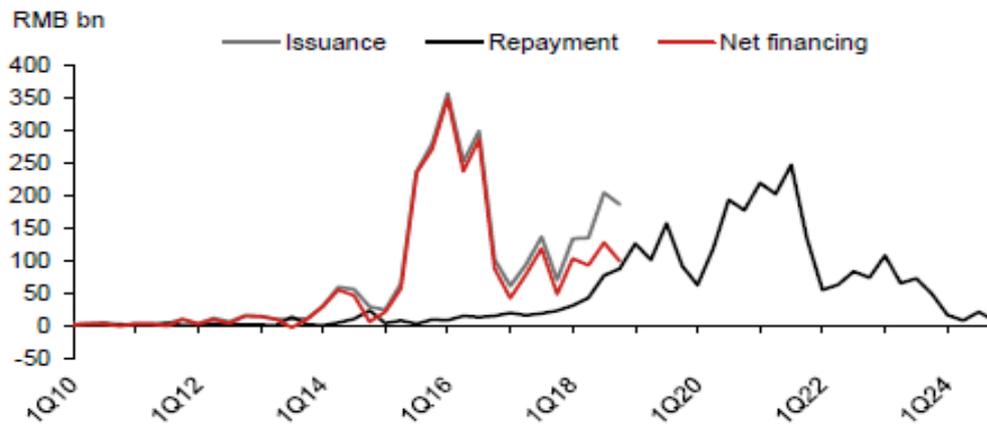
受到中美貿易戰及經濟成長放緩等因素影響，中國房市正處於失控邊緣，新成屋和中古屋成交低迷幾家大型房地產公司紛紛推出5到7折售價求售，導致套牢的投資客向建商抗議，而此類抗議現象越來越頻繁，稱此現象為「房鬧」。

另一方面，許多中國大型房地產開發商負債累累，若因房市不佳，營業收入急速下滑，可能會掀起房企破產潮。

#### 4.房地產開發者與家計部門的舉債增加

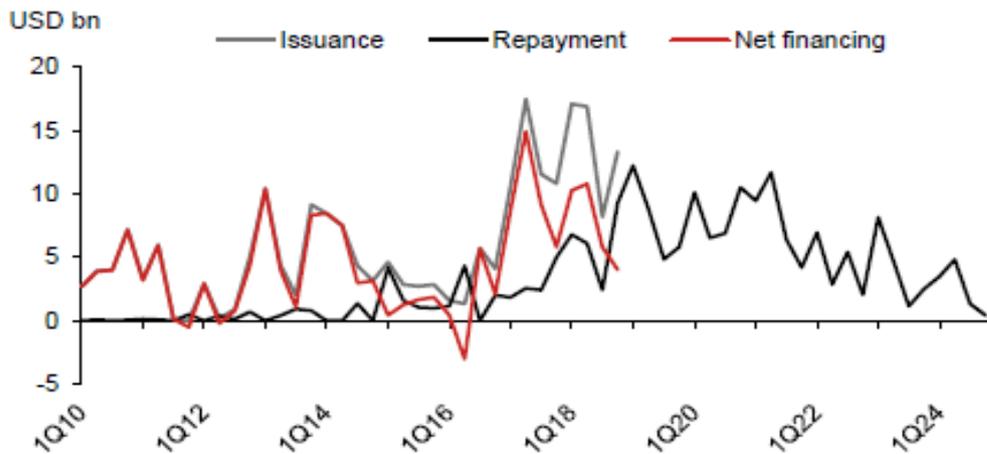
2015 年至 2018 年以來房地產開發商不論於境內和境外，都明顯增加舉債(如圖八及圖九)，而家計部門於房貸占家計所得比例也逐年上升(如圖十)。

圖八、房地產開發商境內舉債及償還情形



資料來源：WIND, CEIC, Bloomberg and Nomura Global Economics

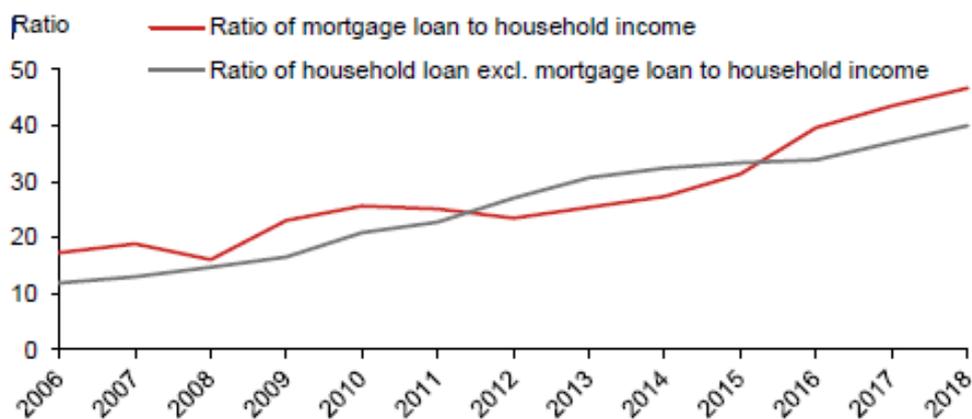
圖九、房地產開發商境外舉債及償還情形



資料

來源：WIND, CEIC, Bloomberg and Nomura Global Economics

圖十、家計部門房貸情形



資料

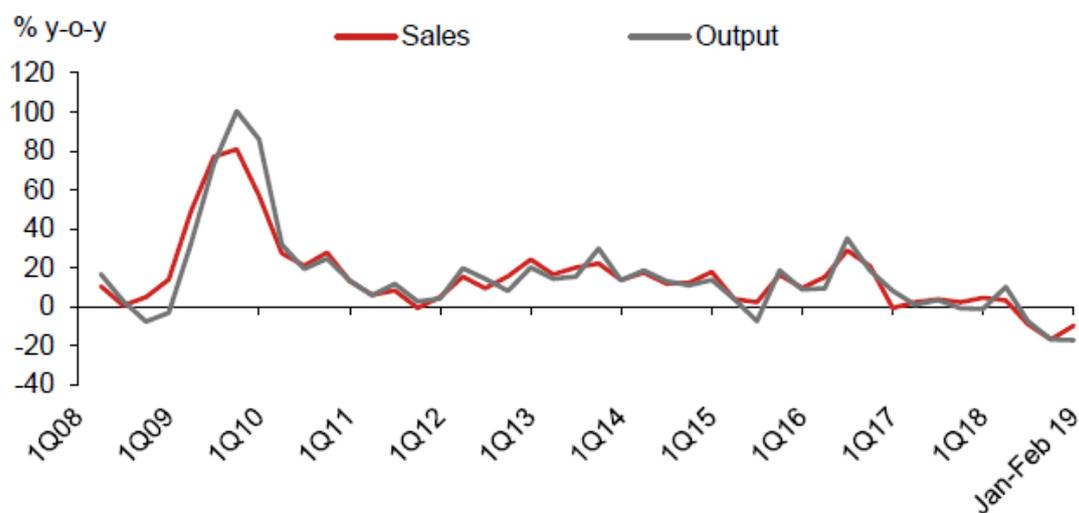
來源：WIND, CEIC, Bloomberg and Nomura Global Economics

### (三)中國 2019 年上半年耐久財消費之衝擊

#### 1.2018 年至 2019 年汽車銷售量趨於緩和

中國於 2009 年 1 月首次推行 1.6 升及以下排輛車型購置稅減半政策，造成車市銷售量大幅提升，之後，2015 年 10 月底，再度推出 1.6 升以下排量車型購置稅減半政策，提升 2016 年至 2017 年汽車銷售量；然而，此後汽車銷售數據缺乏政府利多政策支持下，近年以來已趨於緩和，甚至出現衰退情況(如圖十一)。

圖十一、汽車銷售情形

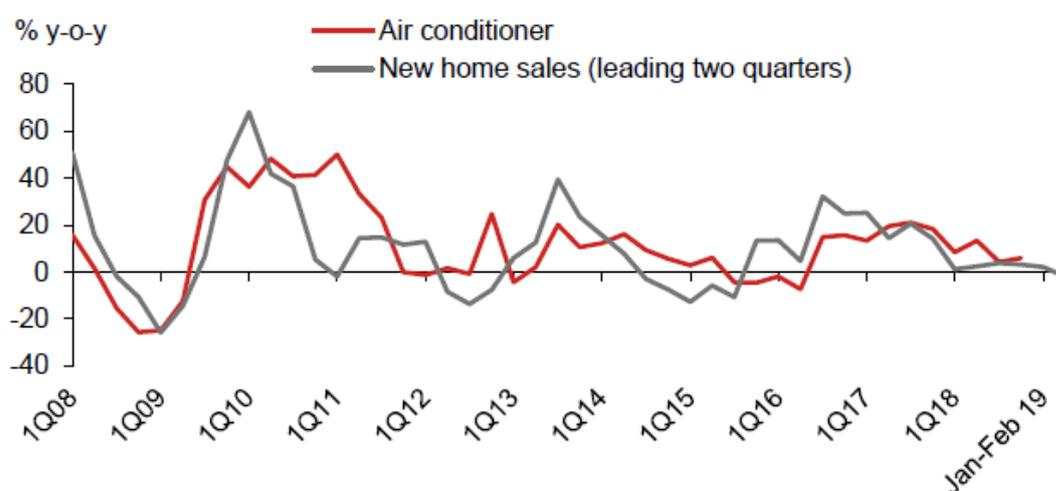


資料來源：WIND, CEIC, Bloomberg and Nomura Global Economics

## 2.家電銷售目前落入衰退週期

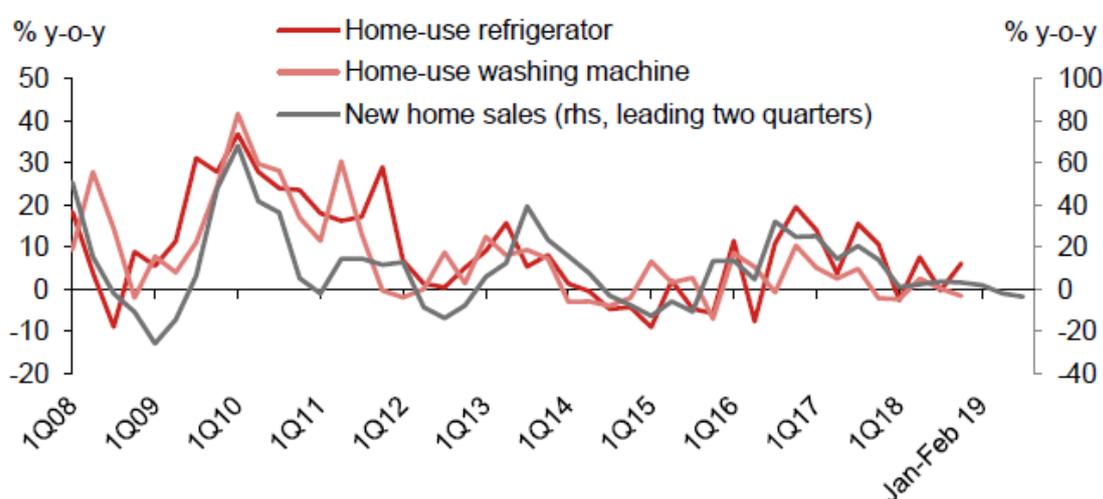
中國新屋與空調銷售至 2017 年第一季下滑至今，其中新屋銷售於 2019 年 2 月開始出現年成長為負的情形(如圖十二)，相關家電成長力道間接受到影響，導致家電銷售成長放緩(如圖十三)，造成家電銷售供給有衰退的隱憂。

圖十二、新屋銷售與空調銷售情形



資料來源：WIND, CEIC, Bloomberg and Nomura Global Economics

圖十三、新屋銷售、家用電冰箱及家用洗衣機銷售情形

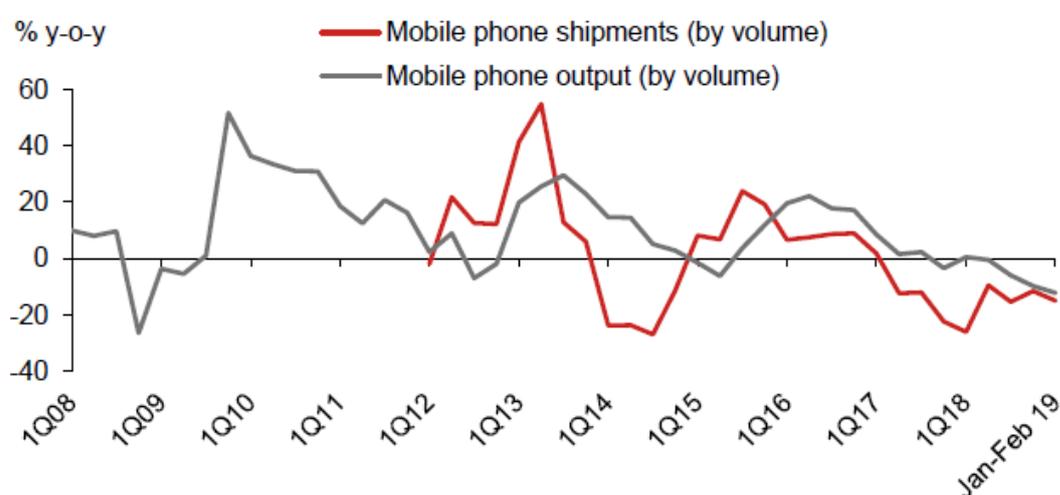


資料來源：WIND, CEIC, Bloomberg and Nomura Global Economics

### 3.手機出貨量和產量持續下滑

中國手機銷售量及產量於 2013 第一季開始出現拉貨潮，在各品牌價格削價競爭之下，反而讓手機銷售成長力道大幅增加，但也因市場過度飽和之下，削價競爭仍也只是曇花一現，2013 年下半年開始出現衰退現象，持續至 2019 年 2 月，呈現負成長情形(如圖十四)。此外，銷售量與產量也呈現落差，造成供需失去平衡。

圖十四、手機銷售情形



資料來源：WIND, CEIC, Bloomberg and Nomura Global Economics

#### (四)建議

中國近期因中美貿易導致出口下滑，此外，人民幣兌美元逐漸走升，經濟帳餘額佔國內生產毛額之比例因而大幅減少。另一方面，內需情形也出現噪音如：房地產面臨銷售衰退、耐久財消費持續低迷，財政方面：信貸週期擴張階段結束，面臨償債壓力，基礎建設卻導致投資客炒作房價，未達到實質面的提升。

目前中國可採取相關措施，以改善經濟惡化情形，如：

- (1)降低購買稅，刺激內需消費。
- (2)放寬私部門借貸限制，促進貨幣流通。
- (3)解除大城市房地產管制。
- (4)有效提升基礎建設投資對於城市化的效益，抵制房價炒作現象。

### 三、歐洲貨幣聯盟的結構限制與金融市場分析

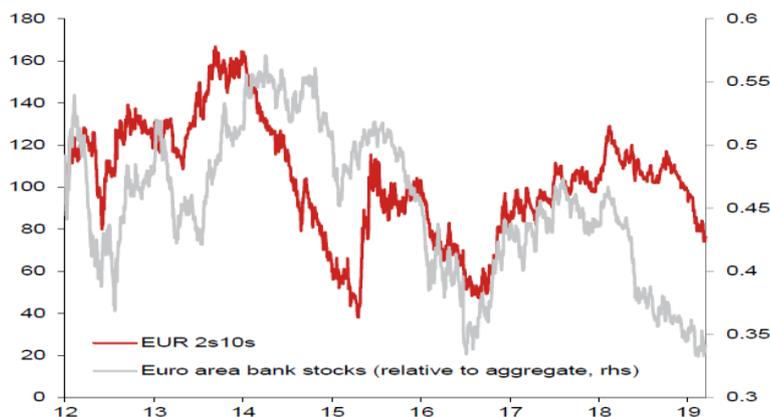
主講者：Sam Bonney(野村證券總經研究顧問)

#### (一)銀行困境抑制風險改善

美國於 2015 年 12 月開始升息以來，聯準會已升息九次，聯邦基金利率來到 2.5%，導致各國短天期利率上升，進而縮小 2 年期與 10 年期公債殖利率之利差，使得殖利率曲線走勢趨於平坦，而歐元區公債殖利率利差亦是如此(如圖十五)。

起初，投資大眾均認為美國升息，銀行股會因利息收入提高而有所表現，但銀行借入短天期資金，貸款出長天期資金，長短天期利差縮小之下，嚴重壓縮銀行獲利空間，導致投資大眾對於持有銀行股抱有所顧慮，紛紛減碼銀行股，保持觀望態度，使得銀行股股價萎靡不振。

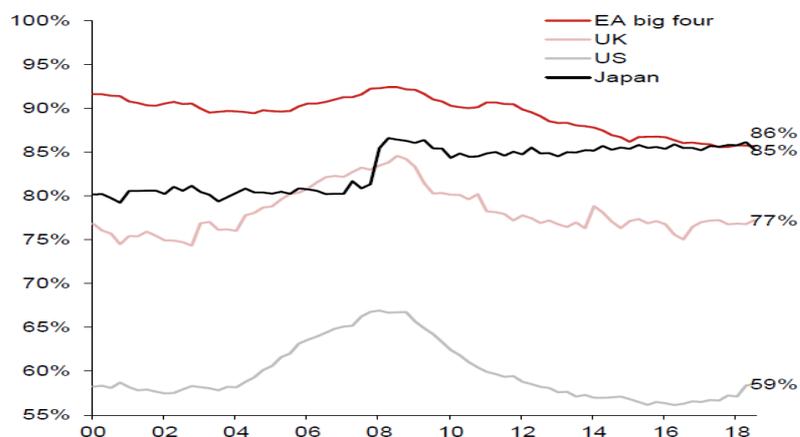
圖十五、歐元區公債利差與銀行股價走勢



資料來源：Nomura, Bloomberg, Macrobond, Datastream.

另一方面，歐元區自金融海嘯以來，為了保持金融系統的穩定，並且降低歐洲銀行業信貸風險，進而推行去槓桿化政策，縮減信貸規模，使得非金融信貸占銀行貸款比例降低至 86%，呈現下滑趨勢(如圖十六)，然而，信用收縮之下，資金流動性若不足，對於金融市場衝擊頗大。

圖十六、歐元區公債利差與銀行股價走勢

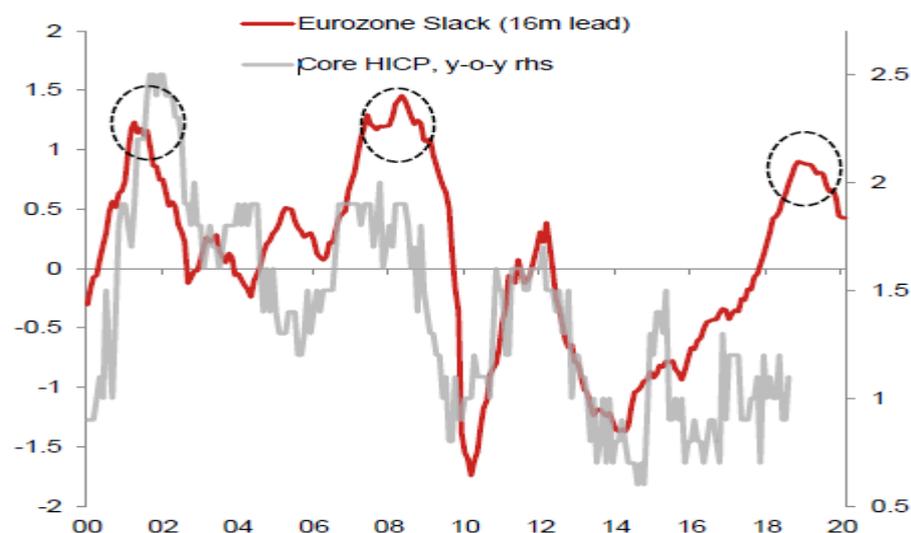


資料來源：Nomura, Bloomberg, Macrobond, Datastream.

## (二)低通膨時代來臨

由於全球各國為了刺激經濟成長，並活絡金融市場流動性，而實施貨幣寬鬆政策許久，多年以來歐洲失業人口逐漸減少，然而物價水準並未提升，歐元區核心物價指數反而仍處在低水準情況(如圖十七)，有違菲利浦曲線的型態，低失業率卻不伴隨著高通膨，未來預期消費者物價水準會因原油價格基期效應反轉向下。

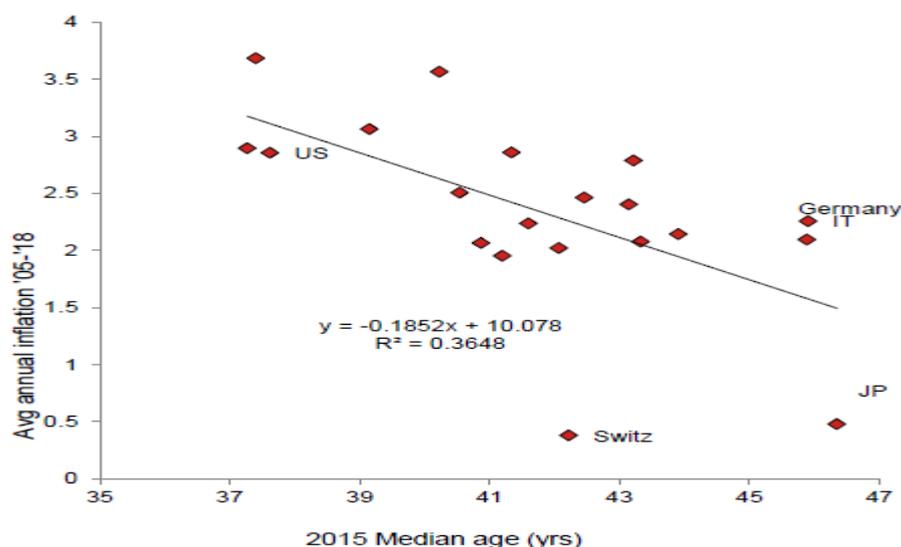
圖十七、歐元區核心物價指數



資料來源：Source: Nomura, Bloomberg, Macrobond, Datastream

從金融市場發現到有些國家人口老化現象逐漸嚴重，間接影響經濟成長，使得通貨膨脹減緩(如圖十八)，所以，歐盟部分國家因此而開始遭遇低通膨風險。

圖十八、人口老化與通膨關係



資料來源：Source: Nomura, Bloomberg, Macrobond, Datastream

### (三)歐洲央行因應之道

資料顯示歐洲央行實施寬鬆政策仍有空間，為防止通貨緊縮風險產生，並且避免人口老化抑制經濟成長，歐洲央行仍可考慮重啟 QE 政策，實施貨幣寬鬆，刺激景氣，並且強化前瞻指引，讓債券到期後的資金用於再投資操作，以活絡金融市場的流動性。

## 四、日本經濟和債務管理

主講者：Hiroshi Ohata (日本財務省官員)

### (一)日本經濟趨勢發展

#### 1.經濟發展和預測

日本目前經濟情形及未來趨勢分述如下：

(1) 2019 年日本 GDP 成長率預估為 1.1%-1.3% 左右，預計 2020 年來到 2.4%。

(2) 日經 225 指數目前仍以反彈視之。

- (3) 日元兌美元反覆來回震盪，未來趨貶。
- (4) 消費者物價指數目前為 0.2%，仍處於低水位。
- (5) 失業率從 2009 年 6 月至 2019 年 1 月，由 5.5% 降低至 2.5%，減少了 3%；另一方面，新增就業機會與申請人數之比例從 2009 年 8 月至 2019 年 1 月，由 0.42 上升至 1.63，可見勞動市場明顯善。

## 2. 日本政府救市措施及整體目標

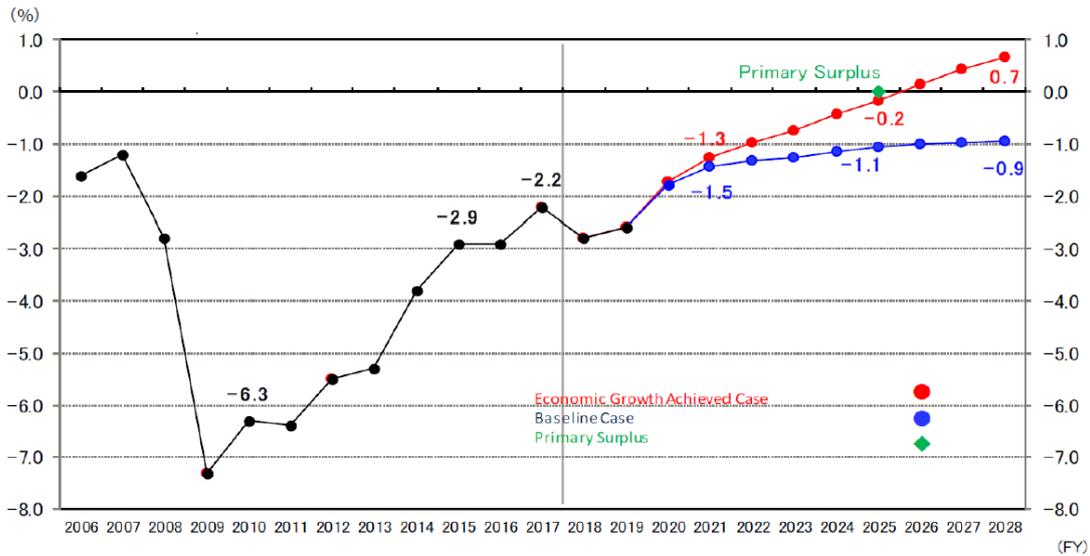
- (1) 推動寬鬆貨幣政策，以達成通貨膨脹 2% 之目標。
- (2) 靈活運用財政政策，以達成名目國內生產毛額 600 兆日圓之目標。
- (3) 推動結構性改革與成長策略，以改善勞動市場，其相關措施如下所示：
  - I. 低所得家庭的 0-2 歲兒童及 3-5 歲所有兒童進入托兒所，政府將全額補貼費用。
  - II. 擴大兒童照顧所，提升女性勞動參與率。
  - III. 增加獎學金，擴大學費減免及豁免。
  - IV. 縮短工時。
  - V. 提高最低薪資。
  - VI. 平等薪資待遇。
  - VII. 提供公平安全的工作環境，以利外籍勞工引進，改善缺工情形。

## (二) 政府財政政策

### 1. 預期目標

- (1) 預期在 2025 年達到中央和地方財政收支實現盈餘(如圖十九)，並且財政收支赤字額控制在國內生產毛額的 3% 以下。
- (2) 降低公債占國內生產毛額之比例，達到 180% 以下。
- (3) 提升社會安全支出以改善老年化社會。

圖十九、日本中央與地方政府收支情形



資料來源：Cabinet Office

## 2. 預算提高

日本政府為了達到社會福利制度落實之下，推動學齡前兒童學費免費，並加強社會安全系統，於 2019 年公共支出預算增加 8,110 億日元，政府支出預算增加 7,157 億日元，其預算來源為提高消費稅，以增加稅收收入。

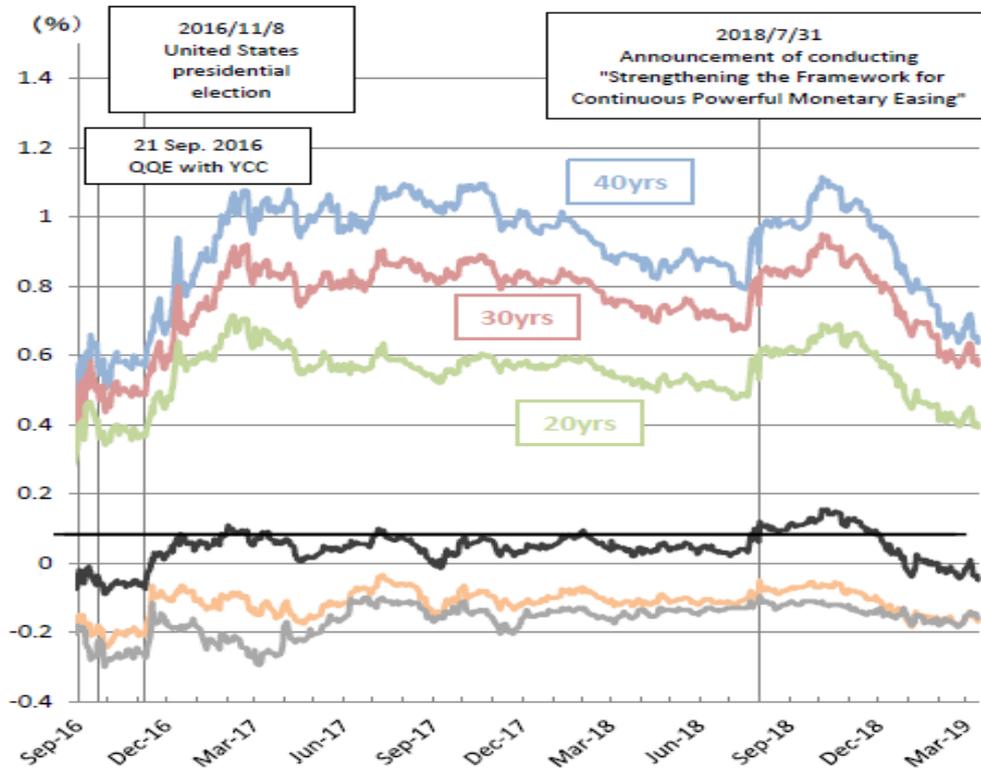
### (三) 政府貨幣政策

#### 1. 寬鬆貨幣政策的效果

日本央行為了提升貨幣市場流動性，刺激經濟成長，不斷實施貨幣寬鬆政策，進而達到通貨膨脹 2% 的目標。卻導致 10 年期公債殖利率曲線逐漸反轉向下，甚至出現負利率的情形。

為了改善此現象，於 2016 年提出殖利率曲線控制政策，讓利率曲線變得更陡峭，以減輕負利率對金融機構收入所造的壓力。但在實施 QQE(Quantitative and qualitative monetary easing with a negative interest rate: 利率為負的量質兼備貨幣寬鬆)及 YCC(Yield curve control: 殖利率曲線控制)政策下，不斷調整貨幣政策操作目標，以維持 10 年期公債殖利率趨近於 0%，但目前來看，公債利率仍趨近為負(如圖二十)，利率和貨幣數量是否能同時達到控制，讓人心存疑問。

圖二十、日本公債殖利率曲線走勢



資料來源：Japan Bond Trading Co., Ltd.

## 2.改善政府財政之因變措施

- (1) 減少 2 年、5 年、10 年和 20 年期公債發售規模，但不減少 30 年和 40 年公債，以降低短期殖利率，提高長期殖利率。
- (2) 發行美元計價的公債，藉由美元與日圓的交換交易，提高殖利率，以吸引國外資金流入。
- (3) 在籌措政府預算方面，除了發行公債之外，另一方面，提高消費稅，增加稅收，以減輕財政壓力。

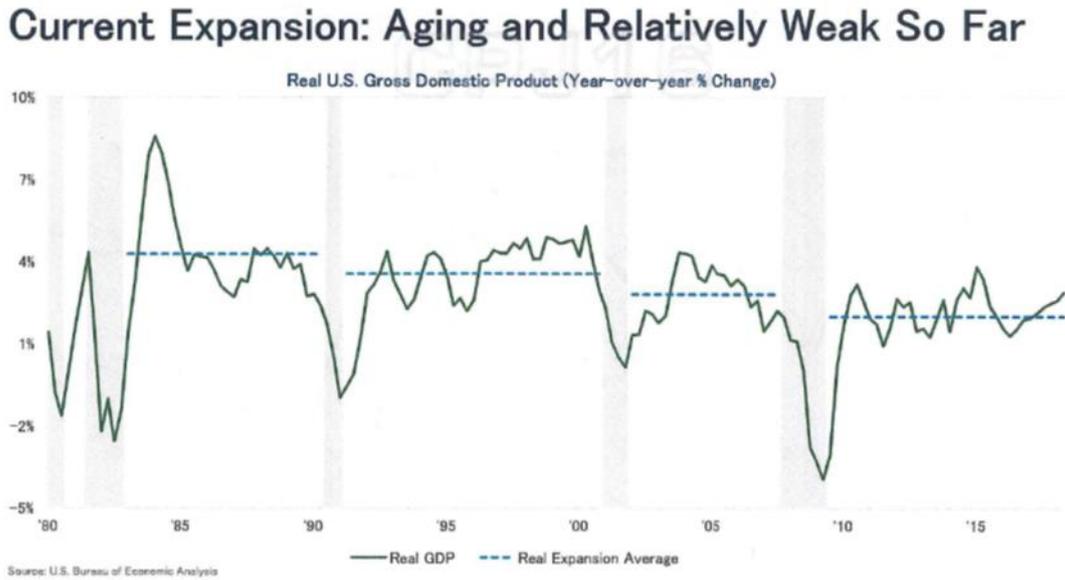
## 五、聯邦國民抵押貸款協會

主講者：David C. Benson (聯邦國民抵押貸款協會主席)

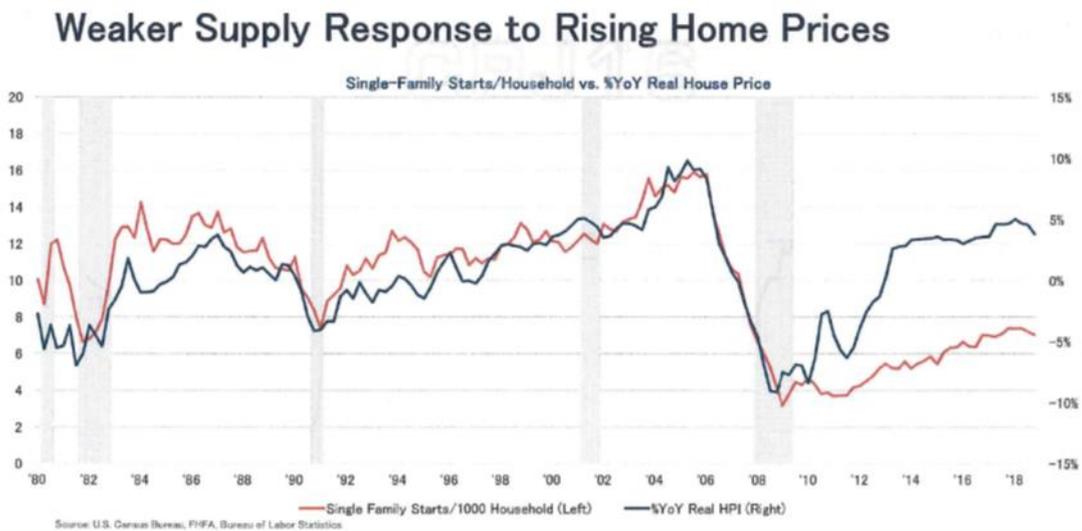
- (一) 自過去 1980 年代開始，每逢經濟衰退後，美國平均 GDP 便逐次下降，而新屋開工率與實際房價的走勢更在金融海嘯後脫鉤，形成新屋供給減少，但房價仍上漲的現象，房屋擁有率一直低迷，如收入

不敷支出房貸，房屋貸款者人數下降，Fannie Mae 面臨供給面下降的挑戰。

圖二十一、美國 GDP 平均走勢圖



圖二十二、新屋開工與房價走勢圖

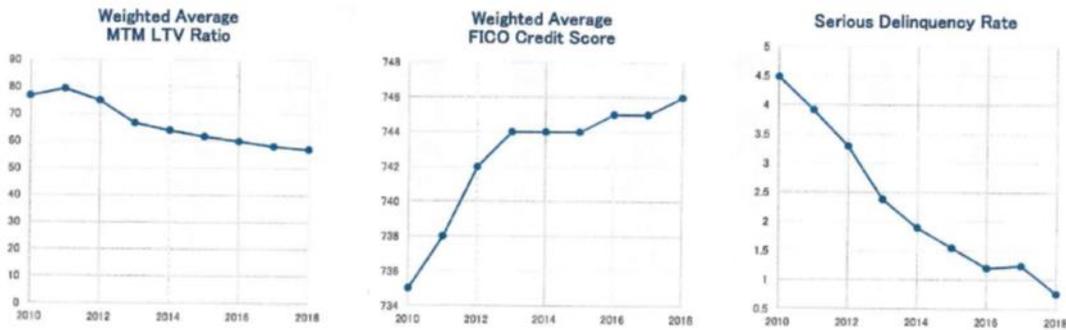


(二) 美國房屋資產信貸品質良好，房市堪稱穩健，自 2010 年以來，美國房屋平均貸款成數由八成降至六成以下；延遲付款率亦呈現下降趨勢，目前已低於 1%；個人信用狀況平均分數也逐年攀升，2018 年已達 746 分，顯示房屋貸款者償付能力更好，有助整體美國房市發展。

圖二十三、Fannie Mae 信用特性

### Fannie Mae Credit Characteristics

Single-Family Conventional Guaranty Book of Business

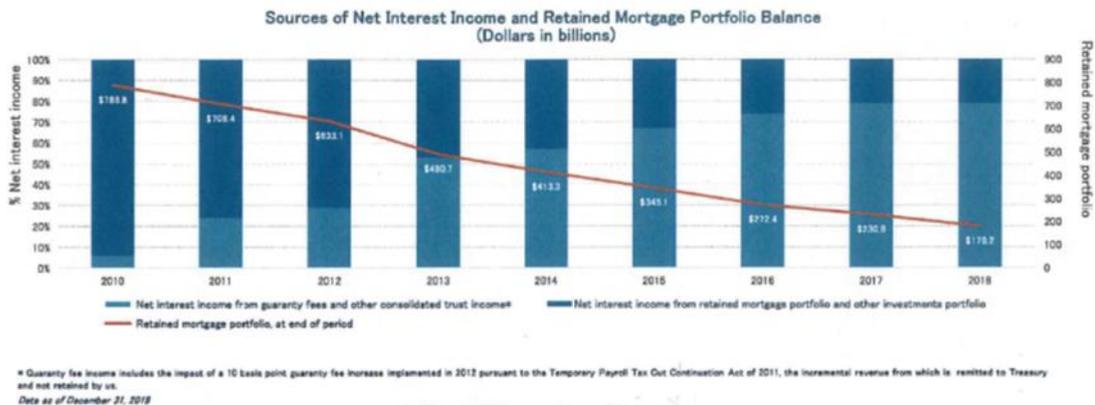


Source: Publicly Available Data from Fannie Mae Financial Supplements and Credit Supplements

(三) Fannie Mae 經由承擔產品的信用風險而收取保證收入，目前獨棟房 30 年期抵押貸款固定利率的平均保證費逾 60bp，而此收費近年成為 Fannie Mae 最主要的獲利來源，約 80%，而這主要的改變是因為 Fannie Mae 在金融海嘯被政府接管之後，被要求大幅提高保證費率，使 Fannie Mae 的財務收入來源更加穩定。

圖二十四、Fannie Mae 獲利比例

### Sources of Net Interest Income and Retained Mortgage Portfolio Balance



(四) Fannie Mae 進行一系列科技改革，包括提供整體服務生命週期的創新功能，幫助客戶解決關鍵問題，並降低客戶的成本。Ask Poli

於 2018 年推出，在網站上提供協助，引入人工智慧，利用自然語言處理，以易於理解的文字分享答案，也易於監控管理。無紙化也簡化程序，提高工作量。另外，運用自動化程序 (LSDU)，能處理例外管理，反映現金流量部位，增加自動服務功能並減少運營時間和成本。目前由三大信用單位 Equifax、Experian，以及 TransUnion 分別顯示個人信用狀況 FICO (Fair, Isaac and Company)，Fannie Mae 運用人工智慧技術衡量，影響分數的原因包括個人還款歷史紀錄、欠款總額、信用歷史的長度、新的信用償付能力與綜合貸款情形，但人工智慧也面臨系統風險的挑戰。

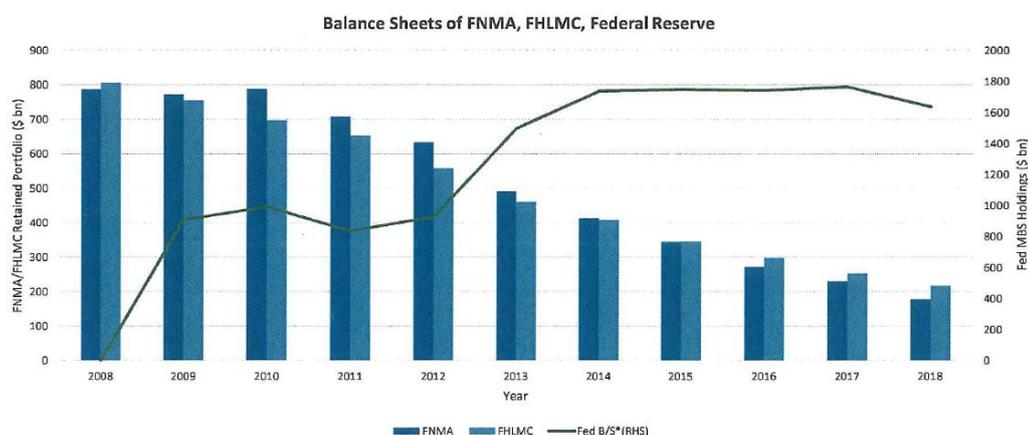
(五) Fannie Mae 支持環境改善和永續發展。2011 年推出第一款綠色抵押貸款產品；2012 年公布其首個綠色 MBS 項目。通過發行綠色 MBS，為綠色公寓樓和合作組織提供抵押貸款，為提高能源和水資源利用效率的綠色項目提供資金，同時也可為投資者提供極具吸引力的可選方案去投資美國抵押貸款市場。截至 2018 年底，Fannie Mae 共發行了 517 億美元的綠色 MBS。

(六) 未來再遇上美國經濟衰退時，二房發債規模已逐年減少，在財政部要求下，Fannie Mae 發債規模受到抵押貸款資產上限 120% 的限制，因此將更有能力承擔經濟衰退風險。

圖二十五、Fannie Mae 發債趨勢圖

## Mortgage-Related Holdings

The Fed's mortgage holdings grew following three rounds of open market purchases starting during the financial crisis.



\*Fed Agency MBS holdings data as of 12.26.2018; holdings are comprised entirely of FNMA, FHLMC, and GNMA Single Family MBS

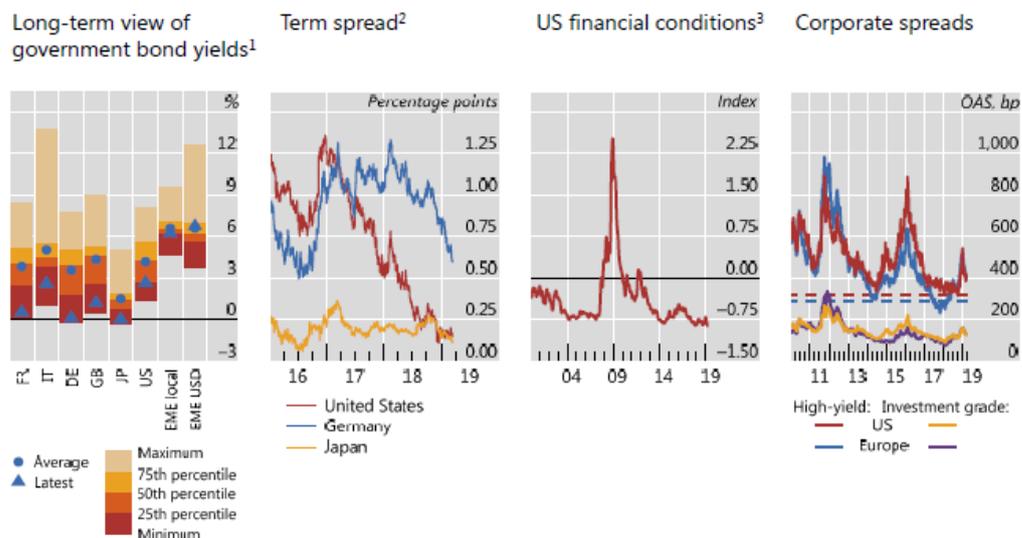
## 六、全球金融之隱憂

主講者：Claudio Borio（國際結算銀行 貨幣暨經濟部門主管）

### (一)全球經濟成長未來走弱

雖然芝加哥聯儲全國金融狀況指數顯示美國金融條件仍然維持寬鬆狀態(如圖二十六)，但美國聯準會已於 108 年四度升息，將聯邦資金基準利率調升為 2.5%後，美國 2 年期公債殖利率因而向上攀升，而 10 年期公債殖利率卻因投資者大量買進長期債券下，導致美國公債長短期利差持續走低(如圖二十六)，暗示投資大眾對於未來經濟成長有所擔憂，恐減少長期資金需求。

圖二十六、各債券利差與美國財務條件之情形



The dashed horizontal lines in the right-hand panel indicate averages over the period 1 June 2005–30 June 2007.

<sup>1</sup> Based on long-term historical values of 10-year government bond yields in local currency. <sup>2</sup> Difference between the 10-year and the two-year government bond yield. <sup>3</sup> The Chicago Fed National Financial Conditions Index; positive/negative values indicate financial conditions that are tighter/looser than average.

資料來源：Bloomberg; Datastream; ICE; JPMorgan; BIS calculations.

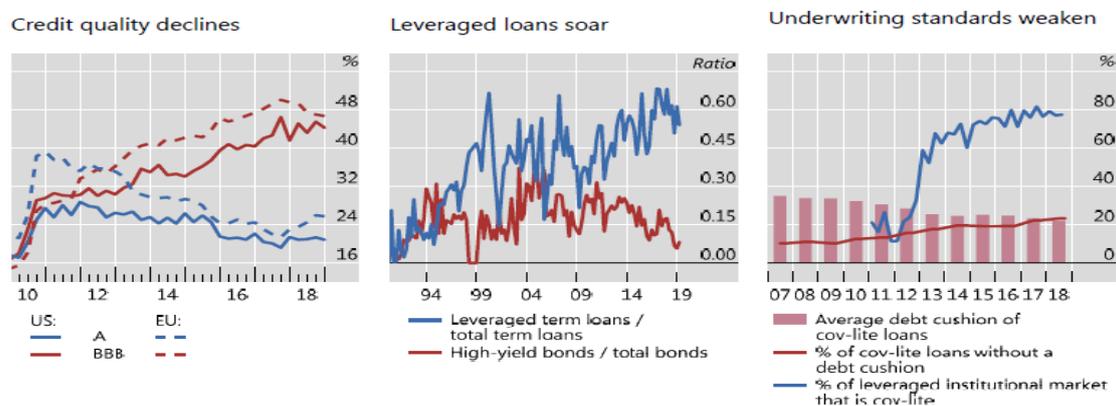
### (二)美國及歐盟公司部門的脆弱性

近期，美國及歐盟的債券信用評等逐漸降低(如圖二)，投資大眾開始擔憂違約風險是否就此提升，進而拋售手中的部位，倘若這些債務一夕之間爆發違約風潮，是否會造成美國及歐盟之公司營運上有所困境，令人值得深思。

另一方面，公司間槓桿貸款急遽增加(如圖二十七)，該金融商品的發行亦逐漸偏向高負債、低信評的發展趨勢，尤以合約中對於保護

投資者的保證約定事項，卻越來越喪失保護功能，大部分都有保護不足的情況發生。國際清算銀行也警告此類商品脆弱，一旦發生流動性問題就可能導致金融風暴襲捲而來。

圖二十七、美國及歐盟信評、負債及承保標準

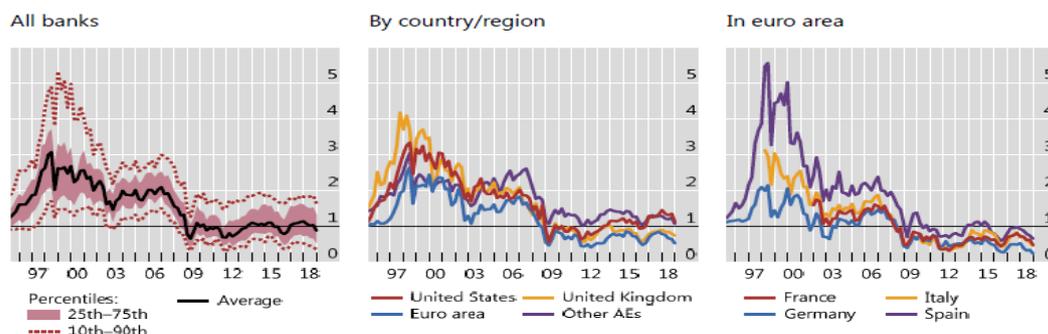


資料來源：Bloomberg; Citi Research; Datastream Worldscope; Moody's Analytics CreditEdge; Thomson Reuters; Thomson Reuters Loan Pricing Corporation (Refinitiv); BIS calculations .

### (三)銀行價值之脆弱性

近期，美國聯準會將聯邦基金利率目標區間上調至 2.25% 到 2.50%，銀行業因而提高借貸利率，導致貸款收入出現成長的情形，但各國銀行帳面價值比不增反減(如圖二十八)，隱含著投資大眾對於未來經濟成長有所隱憂，降低銀行股持有部位。所以，倘若全球經濟未來仍未維持成長，反而陷入衰退情況，各國銀行資產品質降低與呆債提高，恐造成更大金融危機。

圖二十八、銀行帳面價值比

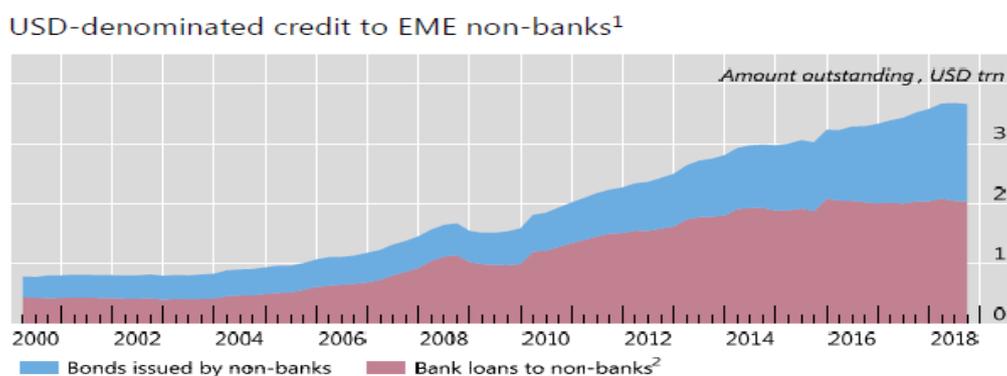


資料來源：Datastream; BIS calculations.

#### (四)新興市場美債成長導致全球經濟隱憂

雖然目前各國仍處於貨幣寬鬆政策，也因全球經濟成長之下，新興市場企業部門獲利獲得改善，但自 2008 年金融海嘯以來，新興市場經濟體的非金融企業債務大幅增加(如圖二十九)，一旦發達中的國家開始朝向貨幣緊縮政策，如：美國預估 2019 年年底進行縮表，再加上近期美國加快升息腳步，導致全球利率上升，恐會造成新興市場更高的債務負擔，資本外流下，新興市場貨幣大幅趨貶，也使得以美元計價之債務，引發貸款違約，加重企業部門營運壓力。

圖二十九、新興市場債務情形



<sup>1</sup> Non-banks comprise non-bank financial entities, non-financial corporations, governments, households and international organisations. <sup>2</sup> Loans by LBS-reporting banks to non-bank borrowers, including non-bank financial entities, comprise cross-border plus local loans.

資料來源：Datastream; Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; national data; BIS locational banking statistics (LBS); BIS calculations.

#### (五)結論

近期，全球經濟成長放緩，美國聯準會也開始採取緊縮貨幣政策，導致新興市場信貸資產遭受威脅，此外，各國銀行帳面價值比也因投資大眾信心不足而過於低估，企業部門舉債高踞不下，資金流動倘若缺乏流動性，造成信用風險升高，金融市場恐面臨強大測試壓力，而醞釀新一波金融風暴。

## 參、心得與建議事項

### 一、心得

(一) 全球各主要央行適量的寬鬆貨幣政策基調不變，仍提供市場充裕的流動性，間接壓低銀行業的債券發行成本 (Funding Cost)，降低投資人之債券收益。目前全球系統性重要性銀行現階段發行具「總損失吸收能力 (TLAC) 性質之債券」並不罕見，尤以美國金融機構發行為大宗。

(二) 美國自 2018 年升息以來，聯邦利率已調升到 2.25%-2.50%，使得美國短天期公債殖利率向上攀升，相對的，投資大眾預期未來景氣不明朗，紛紛買進長天期公債，導致長短期天公債利差縮小，甚至擔憂殖利率曲線會出現倒掛現象。此現象，被解讀為金融市場將會遭遇景氣反轉，間接影響企業獲利。

此外，各國自金融海嘯以來，實施貨幣寬鬆政策，以刺激經濟成長，並提升市場流動性；然而，物價水準並未因貨幣寬鬆而提升，現階段仍處於低水準情形，恐有通貨緊縮之疑慮。

### 二、建議事項

(一) TLAC 債券具資本撥補性質，故其吸收債務損失之受償順位較一般無擔保主順位債券優先，相對地此類債券所提供之收益也較高。未來在金融機構信用風險可接受控制之前提下，適量持有此類債券，以助增益公司投資盈收。

(二) 全球股市持續創新高之下，恐面臨公債殖利率出現倒掛現象，另一方面，美元指數仍維持高檔震盪，相較之下，其他各國幣別紛紛走貶，預期未來景氣未較之前樂觀，故在國外投資之 ETF 配置上，可考慮持有相關公債之 ETF 或持有黃金商品之 ETF，且降低股票型 ETF，以降低市場風險。

(三) 以公司長遠發展來看，配合國際金融業務發展，如何招募、培育和留用優秀人才，成了未來金融業發展，提振本身競爭力之關

鍵，鞏固內部人力資產是永續發展國際金融業務之不二法門。建議本公司鼓勵承辦國際金融相關業務同仁，積極參與此類金融機構行程，除可藉以實際接觸，瞭解全球金融市場狀況等，更可培育其專業能力，必有助於相關金融業務之規劃與執行。