

出國報告（出國類別：其他）

赴英國倫敦參訪金融同業及 拜會國際債券潛在發行人

服務機關：臺灣銀行財務部

姓名職稱：周彥谷 高級辦事員
張耿豪 中級辦事員

派赴國家：英國

出國期間：108年8月28日至108年9月10日

報告日期：108年11月8日

摘要

自 2018 年下半年起，受全球貿易保護主義、中國經濟放緩、英國退歐不確定性影響，全球貿易量、經濟前景均令市場感到擔憂，主要經濟體於 2019 年或採取降息、購債計畫等寬鬆貨幣政策，甚而國際清算銀行於季度報告中指出，負利率債券持續增加將令市場不安，低利率環境對於企求透過債券商品等固定收益證券投資，以創造穩定現金流之國內外金融機構實為嚴峻之挑戰。

本行投資外幣計價債券，多以具國際信評機構發布為投資評級之發行人為投資標的，惟因當前低利率環境，不利債券投資收益率，而新興市場逐漸成為全球經濟動能驅動要素之一，為兼具安全性與收益率取得平衡點，透過此行出國與金融同業、新興市場潛在發行人會面、交流之方式，可直接就當前金融局勢、公司營運、籌資計畫、資產品質、投資機會等相關議題獲取寶貴意見，對於未來投資分析、投資組合策略有所助益；我國近年國際板債市發展，已成為外國發行人海外籌資發行市場選擇之一，此次計畫亦將為本行將來透過承銷業務，成為潛在發行人與投資人之中介橋樑之角色。

目 錄

壹、目的.....	1
貳、過程.....	1
參、內容.....	2
一、新興市場定義.....	2
二、新興市場國家清單.....	2
三、國際債券潛在發行人簡介與其本國經濟概況.....	4
肆、心得與建議.....	19
伍、資料來源.....	26

壹、目的

本次赴英國倫敦與金融同業交流並拜訪潛在國際債券發行人，由於近年金融環境頗為紛擾，全球經濟趨弱，各國央行採取寬鬆貨幣政策扶持經濟，低成長、低通膨似已為常態，國際貨幣基金組織（IMF）、世界銀行（World Bank）多次示警，並且下調全球、區域、國家經濟成長率，由於本行為國內銀行兼營證券商業務，除本身積極尋找潛在投資外幣計價固定收益證券機會，亦曾參與多檔台幣、外幣計價債券承銷業務，於資本市場投資、協助發行人具相當之經驗，鑒於新興市場已漸趨發展成熟，對全球經濟發展重要性與日俱增，且較歐美等國具較高利差存在，如慎選投資標的，應有兼顧收益與安全性之投資機會，特藉由此次與潛在國際債券發行人與金融機構面談、交流之契機，深入就公司營運、公司治理、資產體質、資本結構、風險管理、未來市場挑戰、金融局勢等層面進行分享交流，期許可提升投資分析、風險控管等能力，並與潛在國際債券發行人建立未來合作之契機，此將對拓展未來本行債券投資、承銷業務有所裨益。

貳、過程

本次獲派出訪英國倫敦，參訪金融同業及參與匯豐銀行所舉辦之 Investor Forum，拜訪國際債券潛在發行人，乃係為增進本行固定收益投資、交易策略、基本面評估等相關知識，進而作為本行債券投資組合之操作，及拓展未來國際債券承銷業務，此次參訪行程重點如下：

一、參訪金融同業：

1. 摩根史丹利（Morgan Stanley）

中東國家信用研究、多元資產分析

2. 摩根大通（JP Morgan）

新興市場總體經濟分析、固定收益市場操作策略

3. 澳盛銀行（ANZ）

市場交易策略交流、歐元區經濟展望

4. 匯豐銀行（HSBC）

固定收益市場分析、新興市場與歐洲市場經濟展望

5. 大和（Daiwa）

Daiwa 資本市場業務介紹、新興國家債券市場簡介、歐洲金融市場分析

二、拜訪國際債券潛在發行人：

阿布達比商業銀行 (ADCB)、阿聯杜拜國家銀行 (Emirates NBD)、第一阿布達比銀行 (FAB)、阿聯電信集團 (Etisalat)、拉吉希銀行 (Al Rajhi)、利雅德銀行 (Riyad Bank)

參、內容

一、新興市場定義

新興市場是指發展中國家的經濟體，而這些經濟體正處於一個擠身已開發國家前的過渡階段。而「新興市場 (Emerging Markets)」一詞最初是由國際金融公司 (International Finance Corporation) 的 Antoine Van Agtmael 於 1981 年提出，國際金融公司是世界銀行集團成員，致力於協助發展中國家的企業籌資。在一場與美國金融業者的籌資推廣活動中，國際金融公司原先採用的「第三世界權益基金 (Third World Equity Fund)」一詞受到質疑，因為「第三世界」在當時具有貧困、劣質產品以及絕望之形象，因此 Antoine Van Agtmael 改提出「新興市場」取代「第三世界」，重塑發展中國家的經濟體成蓄勢待發且富有活力之形象，「新興市場」也逐漸成為金融界用來形容對發展中經濟體投資的通用術語。

新興市場經濟體通常有著更快的經濟增長。但也伴隨著更高的風險。投資風險可能包含政治局勢、基礎建設、匯率波動以及欠缺流動性的權益市場，因為許多大型企業可能仍是國營或部分國營的運作方式。在市場效率、會計和證券監管的標準通常與發達經濟體 (例如美國，歐洲和日本) 尚有一段落差，但隨著時間的推移，接軌最新國際標準仍是新興市場國家努力之方向。另外，典型新興市場國家通常有著嚴格的金融政策，貨幣上對於資本流動有諸多限制，多為管理式浮動匯率制度，而除了管控民營或國營銀行設置外，當地證券交易所可能會對境外參與者設立較嚴格之規範。

新興市場經濟體傾向於從以農業和資源開採為主的活動轉向製造業活動，由於其製造業的規模和技術水準尚不足以和已開發國家之跨國大型企業競爭，所以新興市場國家的政府通常會採用特定的貿易戰略和外資管制來扶植國內製造業並促進整體經濟增長和工業化進程，例如針對性關稅、外商投資逐案審查或內外合資限制等措施，在開放與限制間取得一平衡。

二、新興市場國家清單

時至今日，新興市場經濟體已成為投資領域不可或缺之要角，而實際包含之國家則因各來源機構的定義不同而有諸多差異，其定義準則諸如人均收入、大型企業數量、市場透明度、經濟規模等資訊，而較廣泛被使用的國家清單多來自國際組織、財經媒體、市場指數編製公司所提出之分類，如經濟學人 (The Economist) 追蹤之新興市場包含 29 個國家，除了 GDP 須達一定水準以外，也要求該國人口數須達 3,000 萬人，因此臺灣未被列入其清單，而投資領域最常見之新興市場國家清單則以摩根史丹利資本國際公司 (Morgan Stanley Capital International) 為

編製新興市場指數 (MSCI Emerging Markets Index; MSCI EM Index) 所提出之分類標準最被廣為接受。

摩根史丹利資本國際公司自 1969 年開始編制股票指數，旨在協助投資人準確且快速的建立投資組合，該公司也持續監控並調整指數之成分內容，依照該公司國家分類標準 (表一)，新興市場國家必須至少有 3 家企業總市值超過美金 1,551 百萬元，在外流通市值超過 776 百萬元以及超過 15% 的年平均成交額比率 (Annualized Traded Value Ratio; ATVR)，並透過每年至少一次的質化調查，確認其市場的可准入性。而摩根史丹利資本國際公司新興市場指數自 1987 年開始編製，根據該公司 2019 年市場分類 (圖一)，新興市場指數內企業來自 26 個發展中經濟體。依其地區分類如下：

美洲：

阿根廷、巴西、智利、哥倫比亞、墨西哥、祕魯

歐非中東：

捷克、埃及、希臘、匈牙利、波瀾、卡達、俄羅斯、沙烏地阿拉伯、南非、土耳其、阿拉伯聯合大公國

亞洲：

中國、印度、印尼、南韓、馬來西亞、巴基斯坦、菲律賓、臺灣、泰國

表一、摩根史丹利資本國際公司國家分類標準

Criteria	Frontier	Emerging	Developed
A Economic Development A.1 Sustainability of economic development	No requirement	No requirement	Country GNI per capita 25% above the World Bank high income threshold* for 3 consecutive years
B Size and Liquidity Requirements B.1 Number of companies meeting the following Standard Index criteria Company size (full market cap)** Security size (float market cap)** Security liquidity	2 USD 776 mm USD 61 mm 2.5% ATVR	3 USD 1,551 mm USD 776 mm 15% ATVR	5 USD 3,102 mm USD 1,551 mm 20% ATVR
C Market Accessibility Criteria C.1 Openness to foreign ownership C.2 Ease of capital inflows / outflows C.3 Efficiency of operational framework C.4 Availability of Investment Instrument C.5 Stability of the institutional framework	At least some At least partial Modest High Modest	Significant Significant Good and tested High Modest	Very high Very high Very high Unrestricted Very high

* High income threshold for 2018: GNI per capita of USD 12,056 (World Bank, Atlas method)

** Minimum in use for the May 2019 Semi-Annual Index Review, updated on a semi-annual basis

資料來源：Morgan Stanley Capital International

圖一、摩根史丹利資本國際公司 2019 年市場分類

MSCI ACWI & FRONTIER MARKETS INDEX									
MSCI ACWI INDEX					MSCI EMERGING & FRONTIER MARKETS INDEX				
MSCI WORLD INDEX			MSCI EMERGING MARKETS INDEX			MSCI FRONTIER MARKETS INDEX			
DEVELOPED MARKETS			EMERGING MARKETS			FRONTIER MARKETS			
Americas	Europe & Middle East	Pacific	Americas	Europe, Middle East & Africa	Asia	Europe & CIS	Africa	Middle East	Asia
Canada United States	Austria Belgium Denmark Finland France Germany Ireland Israel Italy Netherlands Norway Portugal Spain Sweden Switzerland United Kingdom	Australia Hong Kong Japan New Zealand Singapore	Argentina Brazil Chile Colombia Mexico Peru	Czech Republic Egypt Greece Hungary Poland Qatar Russia Saudi Arabia South Africa Turkey United Arab Emirates	China India Indonesia Korea Malaysia Pakistan Philippines Taiwan Thailand	Croatia Estonia Lithuania Kazakhstan Romania Serbia Slovenia	Kenya Mauritius Morocco Nigeria Tunisia WAEMU ²	Bahrain Jordan Kuwait Lebanon Oman	Bangladesh Sri Lanka Vietnam
MSCI STANDALONE MARKET INDEXES ¹									
						Americas	Europe & CIS	Africa	Middle East
						Jamaica Panama Trinidad & Tobago	Bosnia Herzegovina Bulgaria Malta Iceland Ukraine	Botswana Zimbabwe	Palestine

資料來源：Morgan Stanley Capital International

三、國際債券潛在發行人簡介與其本國經濟現況

(一) 阿拉伯聯合大公國

潛在國際債券發行人：

ADCB (Abu Dhabi Commercial Bank)

Emirates NBD (Emirates National Bank of Dubai)

FAB (First Abu Dhabi Bank)

Etisalat

信用評等：

	S&P	Moody's	Fitch
阿拉伯聯合大公國	-	Aa2	-
ADCB	A	-	A+
Emirates NBD	A+	A3	A+
FAB	AA-	Aa3	AA-

Etisalat	AA-	Aa3	-
----------	-----	-----	---

總體經濟現況：(信用評等、GDP 成長、構成、失業率、政策利率)

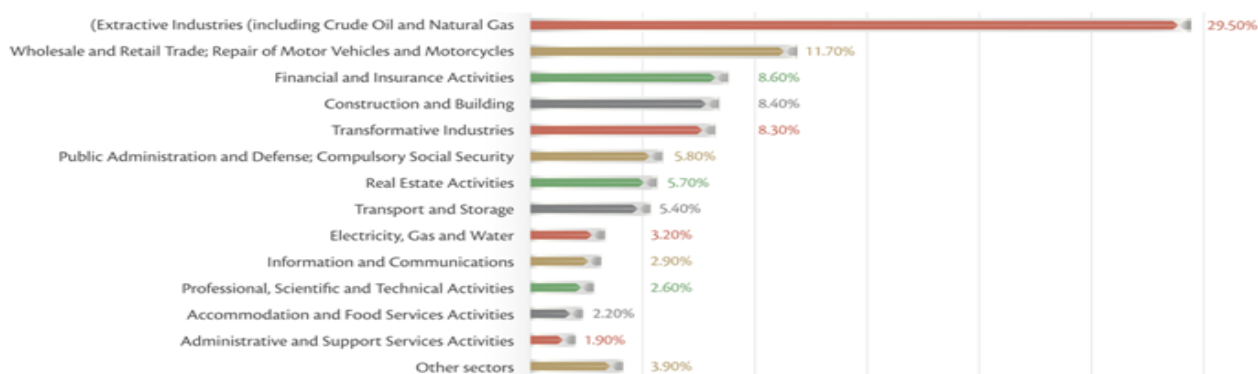
阿拉伯聯合大公國為阿布達比、杜拜等七個酋長國所組成之聯邦制國家，2018 年的經濟成長較去年成長 1.73%，自前一年 0.49% 反彈，但是近年經濟增速已隨著國際原油價格下滑而明顯放緩（圖二），而根據該國經濟部 2018 年度經濟報告，阿拉伯聯合大公國在經濟活動上仍以原油及天然氣鑽探業為主要貢獻來源，占全國 GDP 接近三成，其次是批發零售以及車輛維修業，合計約占 11.7%，第三才是金融保險業（圖三），而根據該國央行最新的預測，2019 年的全年 GDP 可望在產油業復甦帶動下，較去年成長 2.4%。

圖二、阿拉伯聯合大公國近年 GDP 年成長率



資料來源：Bloomberg

圖三、2017 年阿拉伯聯合大公國各行業貢獻 GDP 比重

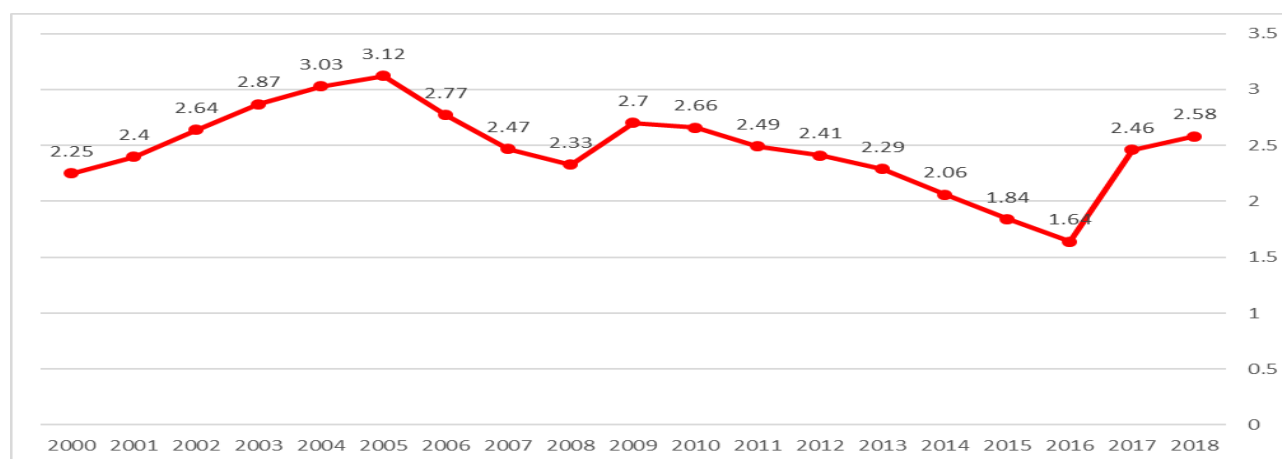


資料來源：阿拉伯聯合大公國經濟部 2018 年度經濟報告

根據 Bloomberg 的數據，阿拉伯聯合大公國 2018 年失業率為 2.58%，較前一年 2.46% 微幅增加（圖四）。極低的失業率顯示該國經濟活動仍蘊含相當動能，且有很高

比例是自其他國家移入的工作人口，2018 年人均 GDP 達到 39,140.6 美元，在中東排名第二，僅次於卡達。在金融環境方面，阿拉伯聯合大公國央行於 10 月時下調政策利率至 2.00%，為年內第三度降息，2018 年時該行隨美國聯準會啟動升息，政策利率自 1.00% 陸續調升至 2.75%，今年重啟降息可能對銀行業獲利造成一定影響，而目前該國核准設立的銀行有 60 家，包含本國銀行 22 家以及外資銀行 38 家，競爭環境仍屬嚴峻。

圖四：阿拉伯聯合大公國近年失業率

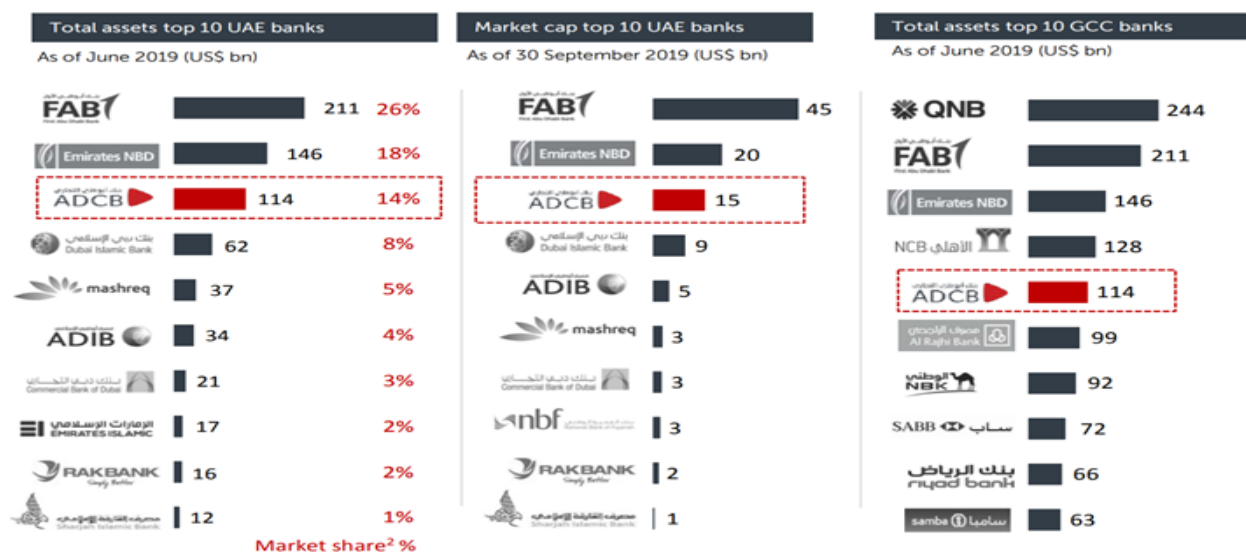


資料來源：Bloomberg

1. 阿布達比商業銀行 (Abu Dhabi Commercial Bank; ADCB)

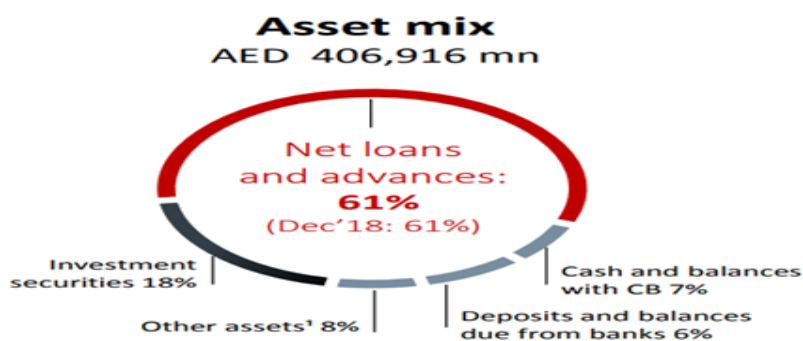
阿布達比商業銀行今年年初宣布與聯合國家銀行(Union National Bank; UNB)以及 Al-Hilal Bank 合併，三者合併後以總資產或市值計算均為阿拉伯聯合大公國的第三大銀行 (圖五)。截至 2019 年 8 月底，該行貸款市占率為 15.9%，存款市占率則為 14.9%。股權結構上，阿布達比商業銀行由阿布達比政府轄下阿布達比投資委員會 (Abu Dhabi Investment Council) 持股逾六成，屬於半官方金融機構，政府支持的可能性高。資產組成上，貸款約占 61%、證券投資占 18% (圖六)。在貸款配置方面，企業貸款仍超過七成，並以不動產相關為主，區域則集中在阿布達比及杜拜兩地 (如圖七)。

圖五、2019年6月阿布達比商業銀行各項市占率



資料來源：ADCB

圖六、阿布達比商業銀行資產組成



資料來源：ADCB

圖七、阿布達比商業銀行貸款配置



資料來源：ADCB

阿布達比商業銀行 2018 年淨利較前一年成長 13.1%（表二），主要受惠於央行隨聯準會啟動升息，從而擴大該行的存放款利差，另外因減少無擔保零售貸款部位，也讓該行降低應計提之減損準備，也提振全年獲利金額。2018 年底之資本適足率 17.26%，較前一年 19.09% 下滑，則因償還部分第二類資本、發放股利以及風險性資產增加所致。

表二、阿布達比商業銀行近年財務數據

單位：百萬美元

	2018	2017	2016	2015
資產	76,192	72,149	70,321	62,152
負債	67,260	63,316	62,058	54,329
淨利息收入	2,689	2,576	2,428	2,350
淨利	1,318	1,165	1,130	1,341
年化淨利差(%)	3.02	2.95	2.93	3.23
總貸款/總存款(%)	98.02	103.75	105.76	106.20
不良貸款率(%)	3.00	2.18	2.80	3.17

資料來源：Bloomberg

2. 阿聯杜拜國家銀行（Emirates National Bank of Dubai; Emirates NBD）

阿聯杜拜國家銀行係 2007 年阿聯國際銀行（EBI）與杜拜國家銀行（NBD）合併而成。根據 2018 年底之資料，該行的資產、貸款及存款規模均位列中東海灣六國裡的第三大銀行（圖八）。於阿拉伯聯合大公國內的貸款市占率達到 19.8%，存款市占率 20.0%，在國內擁有數量最多的 151 個營業據點，且杜拜政府透過杜拜投資公司（Investment Corporation of Dubai）間接持有該行 55.8% 股權。政府貸款為最主要貸款項目占 43%（圖九），與杜拜政府關係緊密，獲政府支持可能性高。在企業貸款部分則以不動產相關為主，占該行企業貸款金額約三成左右。

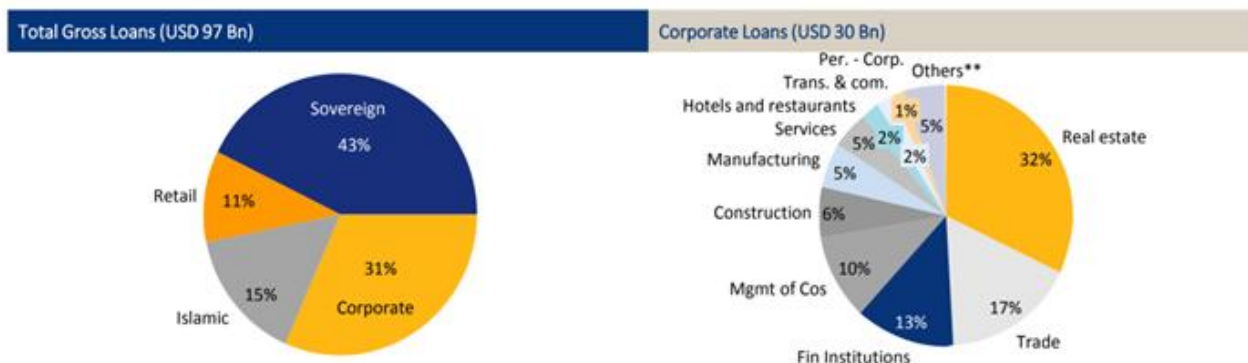
圖八、2018 年阿聯杜拜國家銀行於各項市占率



資料來源：Emirates NBD

圖九、阿聯杜拜國家銀行貸款配置

Loan composition



資料來源：Emirates NBD

2018 年同樣受惠於阿聯央行升息，擴大該行淨利差，全年淨利較前一年成長 20.3%（表三），但因持續數位與科技投資、增加海外布局以及贊助 2020 年杜拜世界博覽會，讓營運成本也增加 16%。阿聯杜拜國家銀行繼 2013 年收購 BNP Paribas 埃及子行後，今年 7 月再併購土耳其 Denizbank，積極擴大海外版圖。2018 年底之資本適足率因償還部分第二類資本，而自前一年 21.2% 降至 20.9%。

表三、阿聯杜拜國家銀行近年財務數據

單位：百萬美元

	2018	2017	2016	2015
資產	136,233	128,062	121,972	110,698
負債	118,800	111,901	107,308	96,880
淨利息收入	5,055	4,475	4,257	4,348
淨利	2,734	2,272	1,971	1,939
年化淨利差(%)	3.18	2.76	2.75	3.16
總貸款/總存款(%)	101.95	100.88	101.28	102.29
不良貸款率(%)	4.73	6.17	6.44	7.09

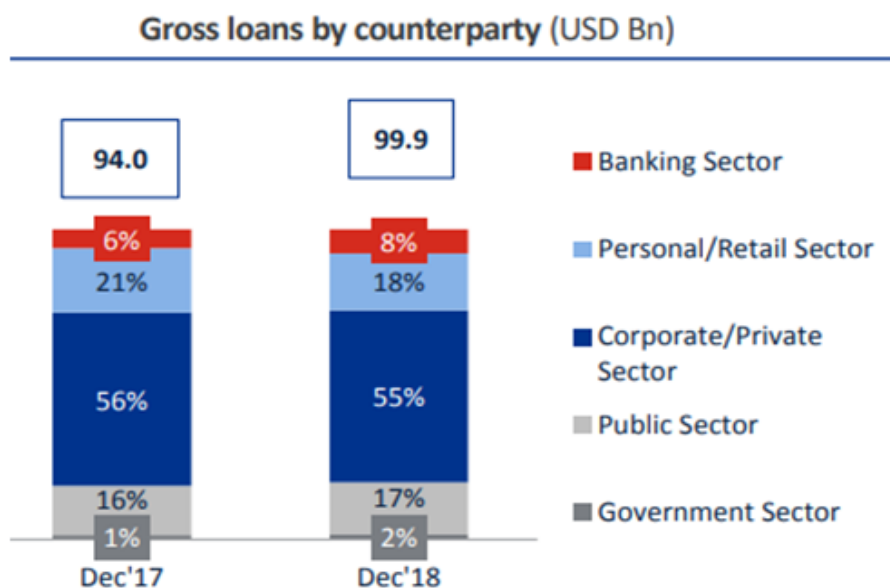
資料來源：Bloomberg

3. 第一阿布達比銀行 (First Abu Dhabi Bank; FAB)

第一阿布達比商業銀行係 2017 年由第一海灣銀行 (First Gulf Bank; FGB) 和阿布達比國家銀行 (National Bank of Abu Dhabi; NBAD) 合併而成，以總資產或市值計算均為阿拉伯聯合大公國的第一大銀行 (圖五)。股權結構上，該行由阿布達比政府全資持有的阿布達比投資委員會 (ADIC) 以及 Mubadala Development Company 合計持股 37.1%，亦屬於半官方金融機構，且為國內系統性重要銀行，政府支持的可能性高。貸款組成上，民營企業貸款約占 55%，個人貸款約占 18% (圖十)，依行業別仍是不動產相關為主 (圖十一)，依區域來看，在國內貸款業務約占 75%，海外比重上

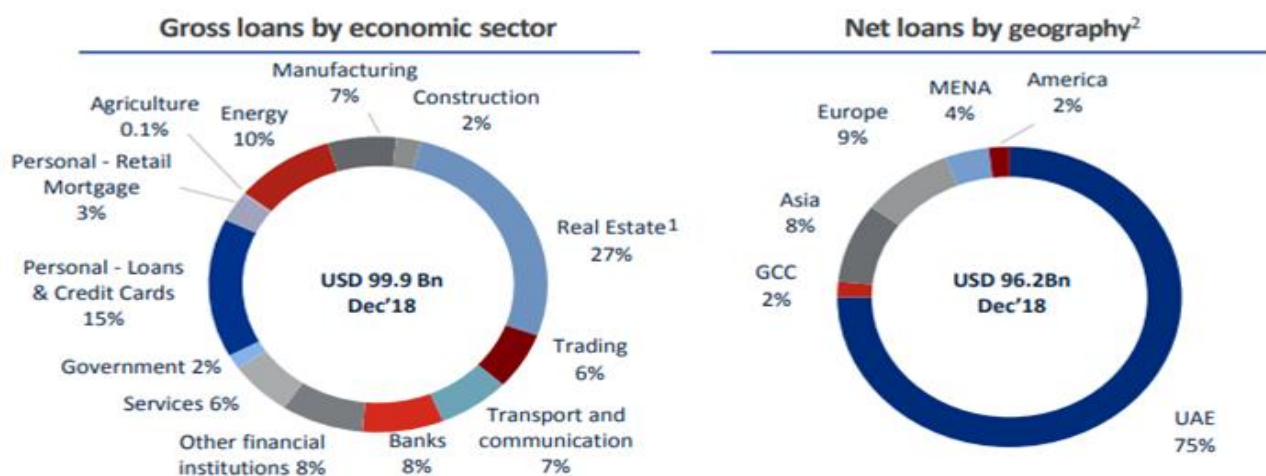
歐洲占 9%、亞洲占 8%，美洲占 2%（如圖十一）。

圖十、第一阿布達比銀行貸款對象配置



資料來源：FAB

圖十一、第一阿布達比銀行貸款行業及區域配置



資料來源：FAB

第一阿布達比銀行 2018 年海外收入成長 7%，相對國內收入衰退 1%，海外收入比重增加至 13%。2018 年全年淨利較前一年成長 31.5%（表四），除了淨利息收入增加以外，因為併購進程順利，整合成本減少，以及該行降低減損計提金額。而 2018 年底之資本適足率 17.4%，較前一年 17.8% 下滑，主要是在核心權益第一類資本（CET1）的部分，因適用 IFRS 9 之影響以及發放股利而導致資本減少。

表四、第一阿布達比銀行近年財務數據 單位：百萬美元

	2018	2017
資產	202,610	182,131
負債	174,845	154,304
淨利息收入	5,699	4,767
淨利	3,270	2,487
年化淨利差(%)	2.63	3.39
總貸款/總存款(%)	78.43	86.70
不良貸款率(%)	3.15	3.09

資料來源：Bloomberg（無 2016 年以前的合併後資料）

4. 阿聯電信集團 (Etisalat)

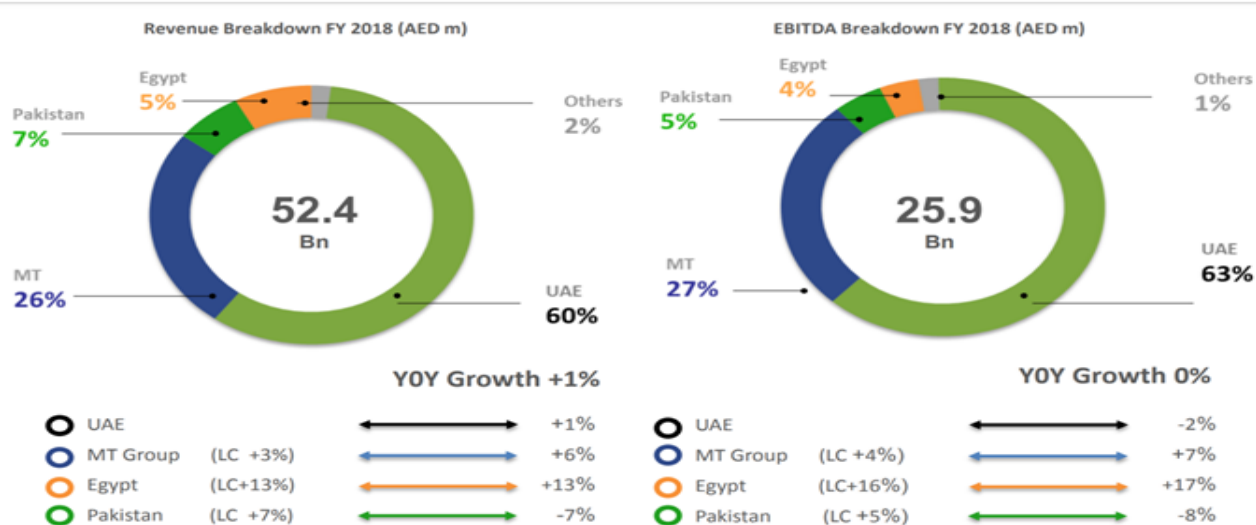
阿聯電信集團 (Emirates Telecommunication Group Company) 以 Etisalat 為主要品牌名稱，1976 年成立至今已超過 40 年，為阿拉伯聯合大公國的第一家電信服務供應商，集團旗下擁有逾 10 個電信品牌（如圖十二），總計服務約 1.48 億個訂戶，區域涵蓋中東、亞洲及非洲在內共 15 個國家。在 2018 年 5 月已率先啟動阿聯的 5G 無線網絡，為中東北非地區 (MENA) 第一家推出者。股權結構方面，阿聯電信集團由當地政府轄下的阿聯投資局 (Emirates Investment Authority) 持股 60%，並限定外資最多只能持有 20%，以穩定該集團的經營權，具有政府特許的系統性地位。在營收比重上阿拉伯聯合大公國仍是主力區域約占總營收 60%、摩洛哥 26%、巴基斯坦 7% 以及埃及 5% (如圖十三)，惟阿聯國內僅兩家電信公司，該公司營運覆蓋度已接近飽和，2018 年營收成長動能主要來自埃及等海外地區之貢獻。

圖十二、阿聯電信集團旗下主要品牌



資料來源：Etisalat

圖十三、阿聯電信集團 2018 年營收及 EBITDA 分布



資料來源：Etisalat

阿聯電信集團 2018 年淨利小幅成長 2.4% (表五)，其國內攀高的網路連線成本、漫遊成本、手機成本均拖累獲利表現，海外方面，摩洛哥及埃及子公司成長動能強勁，但巴基斯坦受到匯率影響，也降低了對集團獲利之貢獻，惟該公司在長年累積的基礎下，獲利能力仍相當穩定。2018 年負債水準較前一年減少，也讓利息保障倍數增加，並維持充裕之自由現金流量。

表五、阿聯電信集團近年財務數據

單位：百萬美元

	2018	2017	2016	2015
營收	14,263	14,059	14,256	13,975
營業利益	3,497	3,152	3,177	3,273
淨利	2,345	2,290	2,293	2,250
營業利益率(%)	24.52	22.42	22.28	2.42
資產	34,101	35,078	33,357	34,644
負債	18,514	19,263	18,134	18,396
EBITDA/利息費用	19.94	19.52	13.24	16.63
每股盈餘	0.27	0.26	0.26	0.26
自由現金流量	3,191	3,415	2,988	3,048

資料來源：Bloomberg

(二) 沙烏地阿拉伯

潛在國際債券發行人：

Al Rajhi Bank

Riyad Bank

信用評等：

	S&P	Moody's	Fitch
沙烏地阿拉伯	A-	A1	A
Al Rajhi Bank	BBB+	A1	A-
Riyad Bank	BBB+	A2	BBB+

總體經濟現況：(信用評等、GDP 成長、構成、失業率、政策利率)

沙烏地阿拉伯是以石油開採為主要經濟活動的君主專制國家，根據沙國央行（Saudi Arabian Monetary Authority; SAMA）2018 年度經濟報告，原油與天然氣開採業貢獻全國 GDP 接近四成，其次是政府部門貢獻 13.95%，而製造業則貢獻約 12.17%，其中也有約三分之一是煉油相關工業（表六）。依石油輸出國家組織（OPEC）資料，2018 年阿拉伯輕原油平均價格較 2017 年上升 34.3% 至每桶 70.59 元，帶動石油相關產業擴張，且其他多數行業也重拾成長動能，讓 GDP 年成長率達到 2.43%，較前一年 0.74% 大幅回升（圖十四）。

表六、2016 - 2018 年沙烏地阿拉伯各行業貢獻 GDP 數據

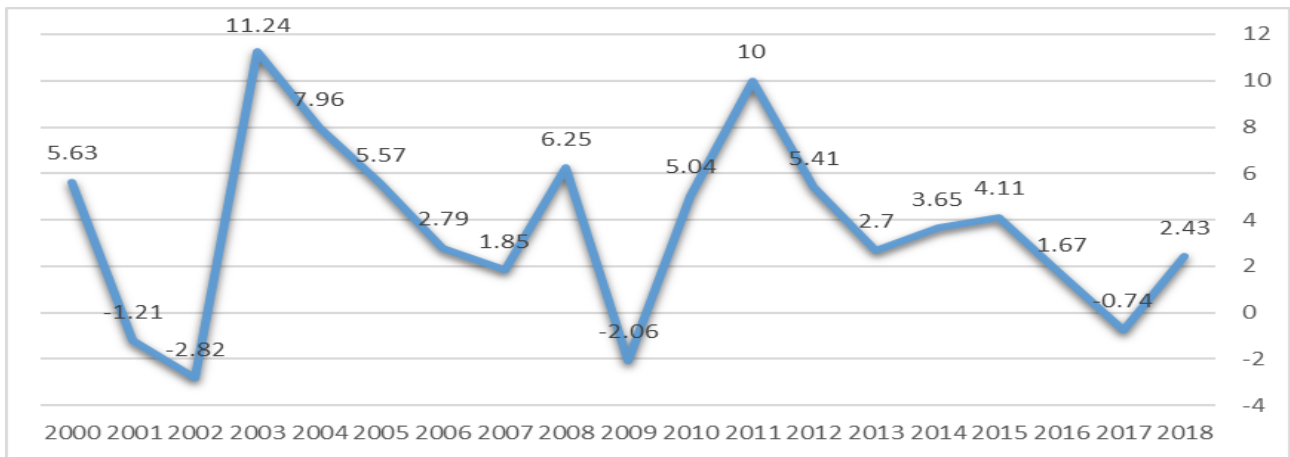
Table 2.2: Gross Domestic Product by Economic Sector at Producers' Values at Constant Prices (2010=100)

	(Million SAR)			
	2016	2017	2018*	change %
				2018
A. Industries and other producers (excluding government services' producers)				
1. Agriculture, forestry & fishing	60,122	60,422	60,713	0.48
2. Mining & quarrying	1,046,785	1,010,104	1,042,758	3.23
a. Crude petroleum & natural gas	1,037,257	1,000,160	1,032,549	3.24
b. Other mining & quarrying activities	9,527	9,944	10,209	2.67
3. Manufacturing	307,987	311,982	319,550	2.43
a. Petroleum refining	94,610	96,533	95,539	-1.03
b. Other industries	213,377	215,449	224,011	3.97
4. Electricity, gas & water	33,688	34,132	34,611	1.40
5. Construction	121,203	117,259	113,667	-3.06
6. Wholesale & retail trade, restaurants & hotels	228,074	229,378	231,170	0.78
7. Transport, storage & communication	148,467	151,789	154,349	1.69
8. Finance, insurance, real estate and business services	237,143	249,794	257,182	2.96
a. Home ownership	127,227	134,487	137,503	2.24
b. Others	109,917	115,307	119,680	3.79
9. Community, social & personal services	49,648	50,323	52,057	3.44
10. Less imputed bank services charge	20,709	20,963	21,217	1.21
B. Government services' producers	354,519	355,600	366,135	2.96
Total (excluding import duties)	2,566,928	2,549,820	2,610,975	2.40
Import duties	20,830	18,749	14,487	-22.73
GDP	2,587,758	2,568,569	2,625,462	2.21

* Preliminary data.

資料來源：Saudi Arabian Monetary Authority 2018 年度經濟報告

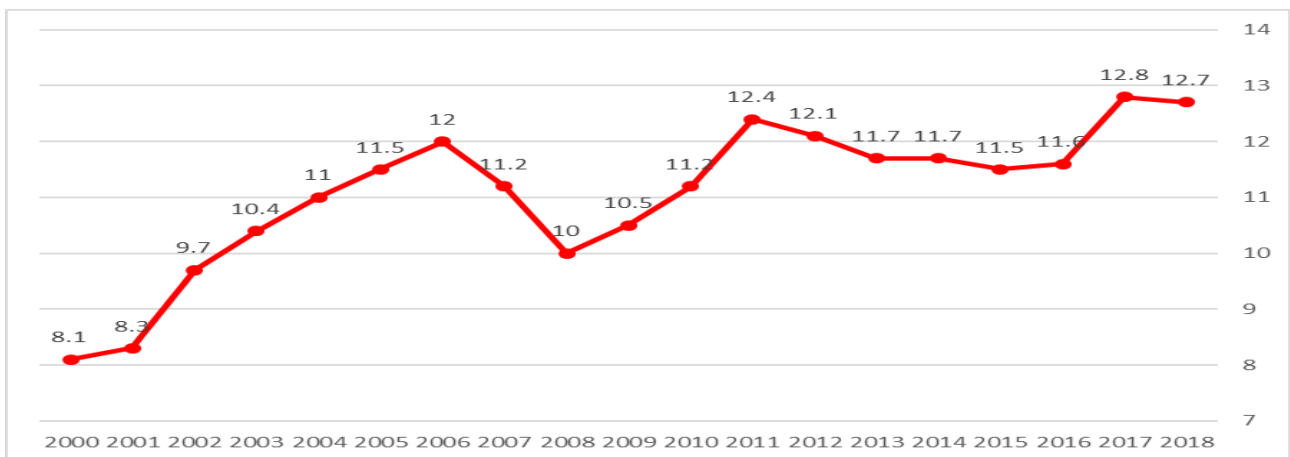
圖十四、沙烏地阿拉伯近年 GDP 年成長率



資料來源：Bloomberg

根據 Bloomberg 的數據，沙烏地阿拉伯 2018 年失業率為 12.7%，自 2003 年起均維持 10% 以上高失業率（圖十五）。觀察沙國的勞動市場數據（表七），高失業率主要原因是沙國女性就業偏低，2018 年沙國女性失業率高達 32%，且沙國擁有大量外國勞動人口，外國勞動力占比超過七成，但多數集中在民營企業。2018 年人均 GDP 20,077.1 美元，在中東排名第四，落後卡達、阿拉伯聯合大公國以及科威特。在金融環境方面，沙烏地阿拉伯央行於 10 月再下調基準利率一碼至 2.25%，為年內第三度降息，2018 年時該行共升息四碼，基準利率自 2.00% 調升至 3.00%。而目前該國核准設立的銀行有 26 家，實際投入營運者 25 家，2018 年升息影響下，全體銀行業獲利較前一年成長 10.7%。

圖十五：沙烏地阿拉伯近年失業率



資料來源：Bloomberg

表七、2017-2018 年沙烏地阿拉伯勞動市場數據

Table 2.8: Selected Indicators for Population and Labor Force

Area		2017			2018		
		Male	Female	Total	Male	Female	Total
Population	Saudis	10,404,865	10,022,711	20,427,576	10,575,895	10,192,732	20,768,627
	Non-Saudis	8,341,557	3,843,713	12,185,270	8,665,061	3,979,972	12,645,033
	Total	18,746,422	13,866,424	32,612,846	19,240,956	14,172,704	33,413,660
Births	Total	254,511	233,619	488,130	---	---	---
Mortality	Total	49,441	30,090	79,531	---	---	---
Unemployment rate (%)	Saudis	7.4	33.1	12.8	6.6	32.5	12.7
	Non-Saudis	0.7	3.3	0.9	0.6	4.4	1.0
	Total	3.3	22.9	6.0	2.9	22.6	6.0
Government sector employees	Saudis	707,599	480,983	1,188,582	701,470	477,399	1,178,869
	Non-Saudis	27,147	23,838	50,985	26,577	23,146	49,723
	Total	734,746	504,821	1,239,567	728,047	500,545	1,228,592
Private sector employees	Saudis	1,211,640	562,033	1,773,673	1,161,574	542,399	1,703,973
	Non-Saudis	7,722,791	205,496	7,928,287	6,681,256	214,258	6,895,514
	Total	8,934,431	767,529	9,701,960	7,842,830	756,657	8,599,487
Banking sector employees	Total	42,312	6,808	49,120	40,143	7,013	47,156

資料來源：Saudi Arabian Monetary Authority 2018 年度經濟報告

1. 拉吉希銀行 (Al Rajhi Bank; ARB)

拉吉希銀行為全球最大的伊斯蘭銀行（依資產或市值排名），主要營運區域在沙烏地阿拉伯，另外在約旦、科威特以及馬來西亞也設置分行（圖十六）。在分行數量、刷卡機、自動櫃員機以及匯兌中心的數量上，都是沙國國內最多，擁有廣泛且深入的零售通路，因此在消費金融業務上享有強勁市占率，2018 年個人貸款市占率 38.7%、房屋貸款市占率 27.9%、汽車貸款市占率 51.3%，但企業貸款之市占率僅 7.3%，在企業金融業務上，表現落後其他國內同業，且近年成長力道有限（圖十七）。觀察該行營業收入及淨利組成，2018 年零售業務占營業收入接近七成，淨利占比也超過六成，遠超過企金、交易及投資服務等其他業務。營運上分散程度不足，過度集中在消金業務（圖十八）。

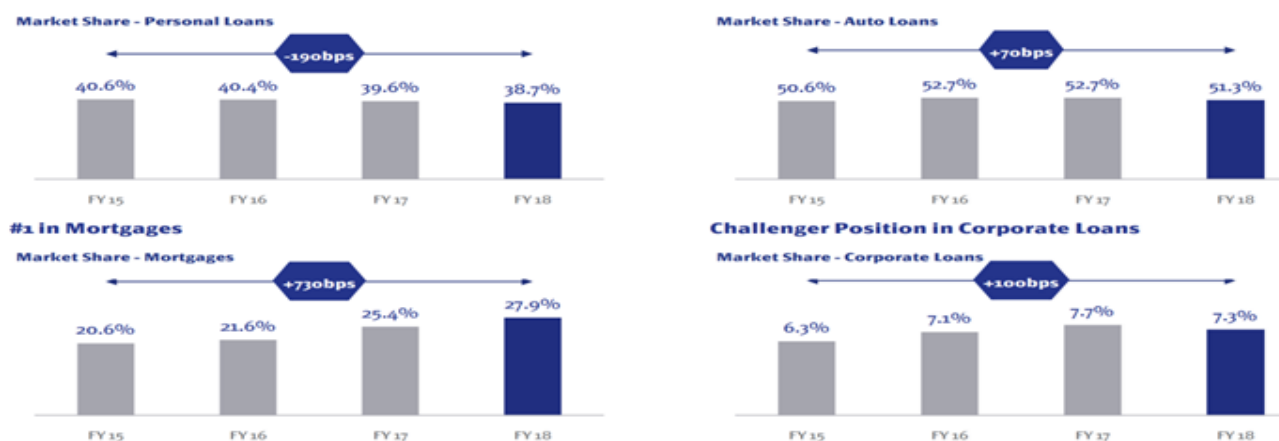
圖十六、拉吉希銀行客戶數、分行及通路數量

Presence & Branches



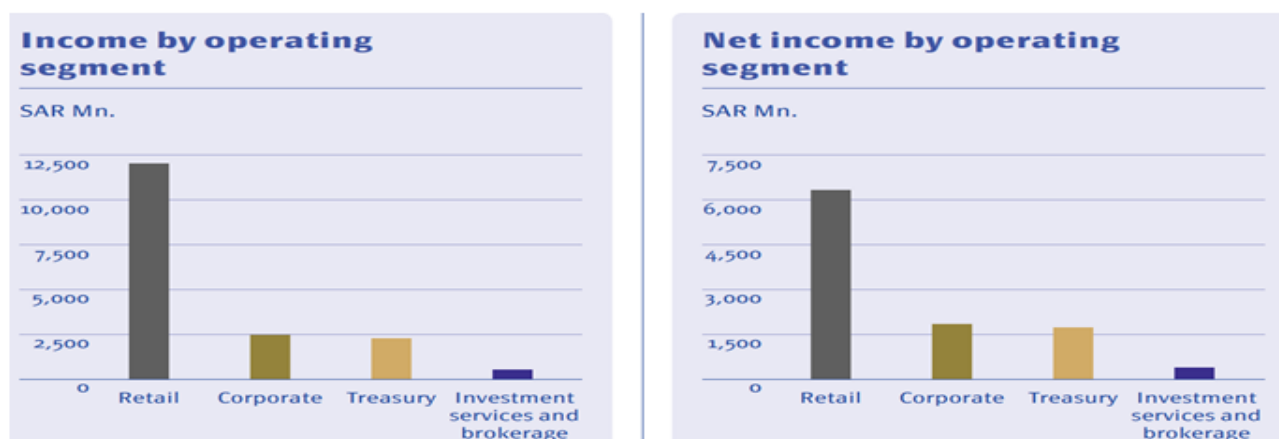
資料來源：ARB

圖十七、拉吉希銀行各項貸款市占率



資料來源：ARB

圖十八、拉吉希銀行 2018 年各業務收入組成



資料來源：ARB

拉吉希銀行 2018 年淨利成長 12.8%（表八），其中在零售及企金業務上均有穩健表現，零售業務成長 7.8%、企金業務成長 4.8%，然而在交易業務上因擴大投資規模且投資收益率受到央行升息提振，交易業務淨利較前一年大幅成長 47.4%。2018 年拉吉希銀行資本適足率 20.2%，較前一年 23.3% 下滑，主要是因為風險性資產增加，另外還有適用 IFRS 9 之影響，造成核心權益第一類資本（CET1）減少 12.9%。

表八、拉吉希銀行近年財務數據

單位：百萬美元

	2018	2017	2016	2015
資產	97,102	91,493	90,546	84,091
負債	84,160	76,627	76,701	71,665
淨利息收入	3,547	3,220	3,008	2,649
淨利	2,744	2,432	2,167	1,901
年化淨利差(%)	4.43	4.18	3.92	3.59
總貸款/總存款(%)	82.06	87.56	84.97	84.39
不良貸款率(%)	0.95	0.74	1.24	1.51

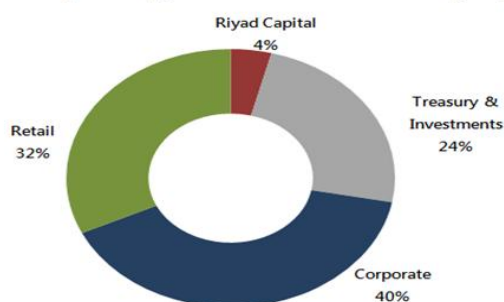
資料來源：Bloomberg

2. 利雅德銀行（Riyad Bank）

利雅德銀行依總資產排名為沙烏地阿拉伯第四大銀行。依路透社資料，沙國政府直接持有該行 16.72% 股權，而沙國主權財富基金（Public Investment Fund）也持有 21.75%，與政府關係相當緊密，且 2018 年與沙國最大銀行—國家商業銀行（The National Commercial Bank; NCB）啟動合併談判，若順利合併，將能大幅擴大與第二位 Al Rajhi Bank 之差距。而利雅德銀行在零售、企金、交易投資三大業務上分散效果良好，分別占 2018 年營業利益 32%、40% 及 24%（圖十九）。然而，在海外布局方面，利雅德銀行目前僅有英國倫敦分行、美國休士頓辦事處以及新加坡辦事處等三處海外據點，但在證券投資部分，海外投資比例達到 45.8%，且國內外投資證券均以固定利率商品為主（圖二十）。

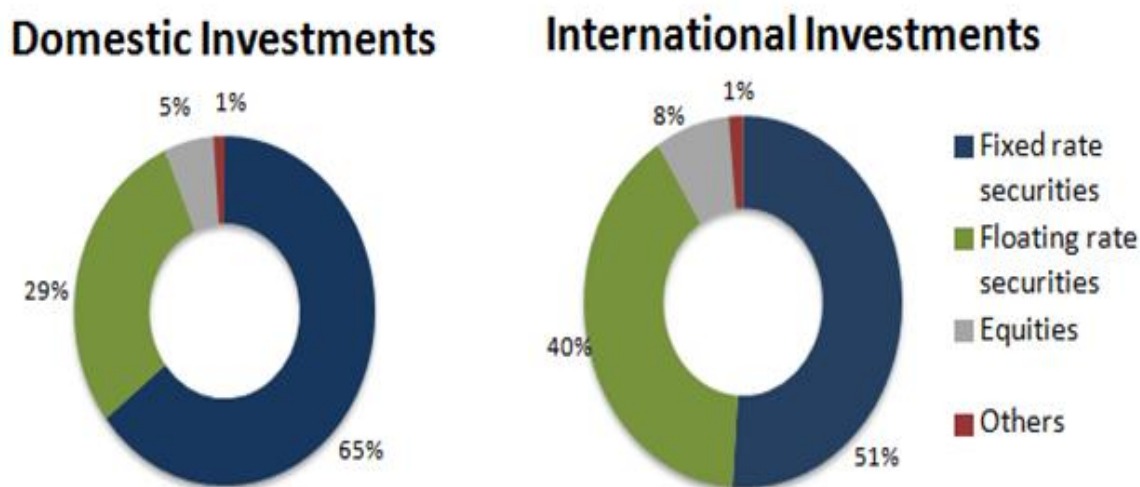
圖十九、利雅德銀行 2018 年營業利益組成

FY 2018 Operating Income Contribution By Segment



資料來源：Riyad Bank

圖二十、利雅德銀行 2018 年國內外投資組成



資料來源：Riyad Bank

利雅德銀行 2018 年淨利成長 19.5%（表九），在企金及交易投資業務的淨利獲強勁增長，但零售業務淨利衰退，其消費性貸款及信用卡貸款餘額分別較前一年成長 7.06% 和 1.91%，而商業貸款餘額則成長 11.06%，但消費性貸款之減損準備大幅增加，因此侵蝕該行零售業務的獲利表現。2018 年利雅德銀行資本適足率 18.1%，仍較前一年的 19.6% 減少，其風險性資產僅微幅增加，但 2018 年該行開始適用 IFRS 9，經調整後普通股權益減少近 80 億美元，從而導致資本適足率降低。

表九、利雅德銀行近年財務數據

單位：百萬美元

	2018	2017	2016	2015
資產	61,282	57,672	58,004	59,499
負債	51,480	47,373	48,149	49,762
淨利息收入	1,797	1,596	1,426	1,397
淨利	1,257	1,052	891	1,080
年化淨利差(%)	3.30	3.05	2.70	2.71
總貸款/總存款(%)	90.32	91.29	92.85	87.56
不良貸款率(%)	1.02	1.00	0.80	0.92

資料來源：Bloomberg

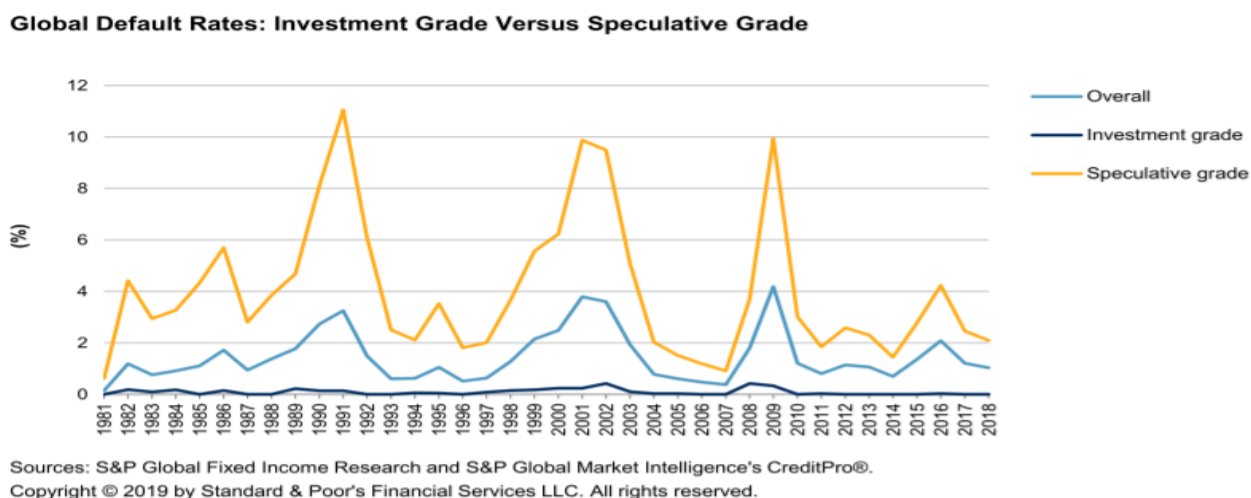
肆、心得與建議

銀行業為金融體系重要之一環，除做為資金供需兩方之中介機構，為供需雙方節省時間與相關所需成本，而銀行業藉由客戶存款或其它籌資方式取得所需資金，將可透過於初級市場、次級市場投資相關金融商品，作為公司獲取收益之途徑之一。穩定的現金流、報酬率為國內銀行所重視，固定收益商品特性即符合前述之項目，更為各企業思考資產配置時所必要考量，隨著時代演變，金融市場新興商品、主流商品多有更迭，但高報酬必然伴隨著所對應的高風險為亙古不變的真理，故在規劃固定收益商品配置時，必須將風險、報酬等項目一併評估，以避免投資於不符合企業本身風險承受之商品。

固定收益商品投資，所涉及考量層面甚廣，除考量當前全球利率、政經環境外，尚需考量發行人所屬國家、政治、總體經濟、產業與公司整體營運狀況進行分析，以求得較完整對於信用風險、利率風險、再投資風險、通膨風險、政治風險之評估，再就投資人資金成本與投資可得報酬率以評估該投資是否為具吸引力之金融商品。

為有效控制風險，投資人多參考國際信評機構 S&P、Moody's 與 Fitch 發布關於債券發行人之信用評等報告，依據各國主管機關制定標準與會計準則編製之財務報告等，作為相關風險與企業展望衡量之參考資料，此次拜訪新興市場國際債券發行人，得以面談進行之方式對於發行人整體財務狀況、公司未來籌資方式、結構與重大投資規劃等項目進行了解，有助於消弭發行人與投資人間所存在之資訊不對稱問題，鑑於信用風險乃係衡量發行人是否能依據發行辦法按時償還到期本金、利息，對於投資人所擁有之債權權利關聯甚密，而根據國際信評機構 S&P 統計之自 1981 年至 2018 年，投資級與投機級發行人全球違約率（圖二十一）、各信評平均違約年期（表十）觀之，高信評之發行人違約率與平均違約年期均較低信評者為佳，投資人選擇信用評等較佳之債券作為相關投資標的，應屬具理論與實務支持之投資風險控管方式之一。

圖二十一：全球違約率：投資級 VS 投機級（1981 年~2018 年）



資料來源：S&P

表十：以調整後信評衡量之違約年期（1981年~2018年）

Time To Default From Post-Original Ratings For Global Corporate Defaulters (1981-2018)

Rating	Average years from rating category	Median years from rating category	Standard deviation of years from rating category
AAA	23.7	23.3	8.2
AA	14.1	15.5	8.9
A	11.0	9.6	7.8
BBB	8.1	6.3	6.8
BB	5.8	4.0	5.6
B	3.0	1.8	3.6
CCC/C	0.9	0.3	1.6
NR	4.8	2.9	5.2
Total	3.2	1.3	4.8

NR--Not rated. Sources: S&P Global Fixed Income Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

資料來源：S&P

金融海嘯以來，各國央行除採取傳統貨幣政策，如降息作為支撐經濟手段外，主要經濟體包括美國聯準會、歐洲央行、日本央行均採取非常規貨幣政策以避免經濟陷入衰退之情況，諸如資產購買計畫、歐洲與日本採行負利率政策、控制殖利率曲線等，採取為市場注入流動性，增強市場信心，期許藉由此舉維持金融體系穩定，進而支撐產業復甦、勞動就業市場成長、提振消費信心，但此舉亦使得央行資產負債表規模遠較過往大幅增加，非常規貨幣政策雖延長經濟成長週期，然而也演變成如今低利率、低利差、低通膨等特殊金融常態；除美國聯準會自2015年底起確認經濟成長動能強勁，自2015年至2018年採取貨幣正常化，共計升息九次外，主要經濟體尚無法步入貨幣正常化路徑，而受英國脫歐仍具不確定性、美中貿易紛擾，甚而美歐之貿易壁壘紛爭，截至2019年10月止，聯準會已降息三次，利率政策轉變出乎市場預料，且當前之殖利率曲線倒掛現象，均大幅增加投資人於固定收益市場投資難度。

固定收益商品投資範圍廣泛，其中以美元計價債券商品投資為大宗，然而國際紛擾不斷，聯準會重啟降息，美國企業投資等級債券收益率急劇下滑，均影響債券投資相關收益率，穩健投資人必須於賺取穩定現金流與滿足最低收益率（利差）下，兼具考量伴隨而來的風險間取得一平衡點，歐美等已開發國家之大型企業，雖滿足營運穩健、具品牌價值、風險可控等條件，但當前低利率環境下，發行收益率對於投資人吸引力相形下降，而自金融海嘯以來，雖新興市場亦遭受嚴重衝擊，但歷年來，歷經全球經濟循環洗禮，新興市場與開發中經濟體已逐漸跳脫過去僅依靠低人力成本、大宗商品出口、低階製造業代工而有所轉變，過去數年經過各國獨立央行調整貨幣政策，政府政策協助企業改造，未來新興市場在金融、資訊電子產品及數位化發展，將在全球經濟中占據一席之地，經濟將可能轉為中高階電子產品出口、基礎設施投資、民

間消費導向、服務業轉型等多面向發展，可視為投資人債券商品潛在投資機會選擇之一。

資產配置與適度分散風險向來為投資人建構投資組合需審慎考慮之重點，固定收益商品由於可為投資人賺取穩定現金流，並且風險波動度較權益證券商品為低，將可適度降低投資組合報酬波動度，於市場波動加劇時，尤其顯著，然而，債券投資商品仍應適當調整風險集中度過高之問題，不宜過度集中於特定區域、國家、產業及公司，而新興市場逐漸調整產業發展結構，強化體質，對於全球經濟重要性逐漸升高，投資人建置債券投資組合時，納入風險分散作為考量應屬適宜之舉。

利差（Spread）為金融市場常見參考指標，可反映發行人發行成本必須較無風險利率高出之利率水準以作為籌資成本；如以投資人角度，則為反應發行利率須較無風險利率高出一定水準，方可滿足投資人要求之必要收益率，反映信用風險、利率風險、流動性風險、購買力風險等諸多風險要素，由於本行外幣債券投資仍以美元為主，故在考慮新興市場發行人投資標的時，以美元計價商品作為評估基準，依據摩根大通編制以美元計價之新興市場主權債券利差、摩根大通新興市場債券（圖二十二），自金融海嘯以來，新興市場主權債券利差始終保持正數，此對於投資人提升收益率乃有正面助益，尤其目前面臨歐、美、日等主要經濟體利率持續保持低檔，如新興市場投資標的可滿足投資人風險考量後所要求收益率，對於投資人整體收益提升理應正面看待，2018 年時值聯準會升息階段，對於新興市場債券帶來一定程度壓力，然而，當前面臨之經濟新型態，主要金融市場再採取降息政策，新興市場的經濟潛力與高利差之吸引力可於債券市場指數近期走勢中反應。

圖二十二：新興市場債券利差、新興市場債指數



資料來源：Bloomberg

國際貨幣基金組織（IMF）於本年 10 月中旬發布「全球經濟展望」報告，下調 2019 年、2020 年全球經濟成長率至 3.0%、3.4%，2019 年經濟成長率為金融海嘯以來最低，下調 2019 年、2020 年新興市場和發展中經濟體經濟成長率至 3.9%、4.6%（表十一），主要下調考量仍是高關稅與尚未定案的貿易關稅摩擦、製造業活動惡化、全球需求不振和英國可能無協議脫歐問題，構成對全球經濟前景之重大威脅，而主要經濟體關稅衝突的外溢效應可能波及新興市場和發展中經濟體。

表十一：IMF 全球經濟預測

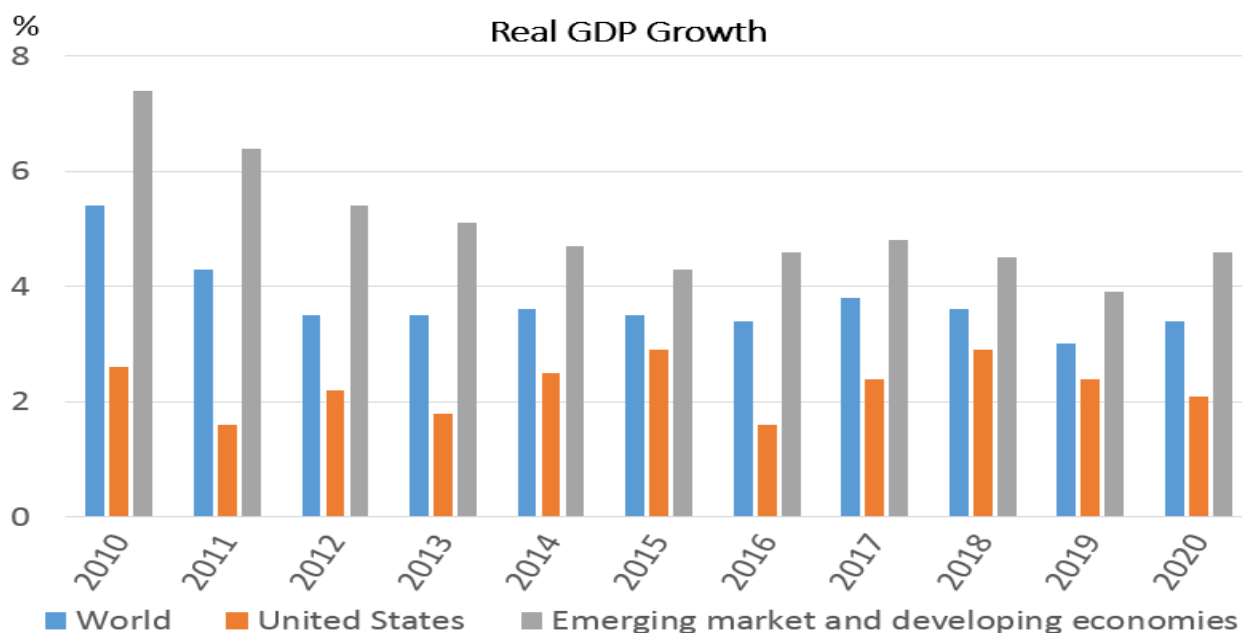
Table 1.1. Overview of the World Economic Outlook Projections
(Percent change, unless noted otherwise)

	2018	Projections		Difference from July 2019 WEO Update ¹		Difference from April 2019 WEO ¹	
		2019	2020	2019	2020	2019	2020
World Output	3.6	3.0	3.4	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2
Advanced Economies	2.3	1.7	1.7	-0.2	0.0	-0.1	0.0
United States	2.9	2.4	2.1	-0.2	0.2	0.1	0.2
Euro Area	1.9	1.2	1.4	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1
Germany ²	1.5	0.5	1.2	-0.2	-0.5	-0.3	-0.2
France	1.7	1.2	1.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Italy	0.9	0.0	0.5	-0.1	-0.3	-0.1	-0.4
Spain	2.6	2.2	1.8	-0.1	-0.1	0.1	-0.1
Japan	0.8	0.9	0.5	0.0	0.1	-0.1	0.0
United Kingdom	1.4	1.2	1.4	-0.1	0.0	0.0	0.0
Canada	1.9	1.5	1.8	0.0	-0.1	0.0	-0.1
Other Advanced Economies ³	2.6	1.6	2.0	-0.5	-0.4	-0.6	-0.5
Emerging Market and Developing Economies	4.5	3.9	4.6	-0.2	-0.1	-0.5	-0.2
Emerging and Developing Asia	6.4	5.9	6.0	-0.3	-0.2	-0.4	-0.3
China	6.6	6.1	5.8	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3
India ⁴	6.8	6.1	7.0	-0.9	-0.2	-1.2	-0.5
ASEAN-5 ⁵	5.2	4.8	4.9	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3
Emerging and Developing Europe	3.1	1.8	2.5	0.6	0.4	0.6	0.2
Russia	2.3	1.1	1.9	-0.1	0.0	-0.5	0.2
Latin America and the Caribbean	1.0	0.2	1.8	-0.4	-0.5	-1.2	-0.6
Brazil	1.1	0.9	2.0	0.1	-0.4	-1.2	-0.5
Mexico	2.0	0.4	1.3	-0.5	-0.6	-1.2	-0.6
Middle East and Central Asia	1.9	0.9	2.9	-0.5	-0.3	-0.9	-0.4
Saudi Arabia	2.4	0.2	2.2	-1.7	-0.8	-1.6	0.1
Sub-Saharan Africa	3.2	3.2	3.6	-0.2	0.0	-0.3	-0.1
Nigeria	1.9	2.3	2.5	0.0	-0.1	0.2	0.0
South Africa	0.8	0.7	1.1	0.0	0.0	-0.5	-0.4

資料來源：IMF

依據國際貨幣基金組織（IMF）統計資料及最新經濟預估資料，自 2010 年~2020 年，新興市場和發展中經濟體經濟成長率實為全球經濟成長之一大助力（圖二十三），此段期間全球經濟成長率約 3.7%，新興市場和發展中經濟體經濟成長率約 5.0%，主要經濟體經歷數次產業革新與政策轉向，累積豐厚經濟資本，雖擁有對於面對金融危機高應變力，但欲再創過去經濟新形態之可觀成長數字實屬不易，新興市場經過數年體質改善，已具備中高階產品出口、累積技術資本、就業薪資改善累積之消費成長，在全球經濟中已逐漸站穩腳步，在當前低利率環境下，擇優選擇新興市場已具穩定經營特性之企業固定收益商品應是具吸引力之投資標的。

圖二十三：IMF-全球、美國、新興市場和發展中經濟體經濟成長率（2010~2020）



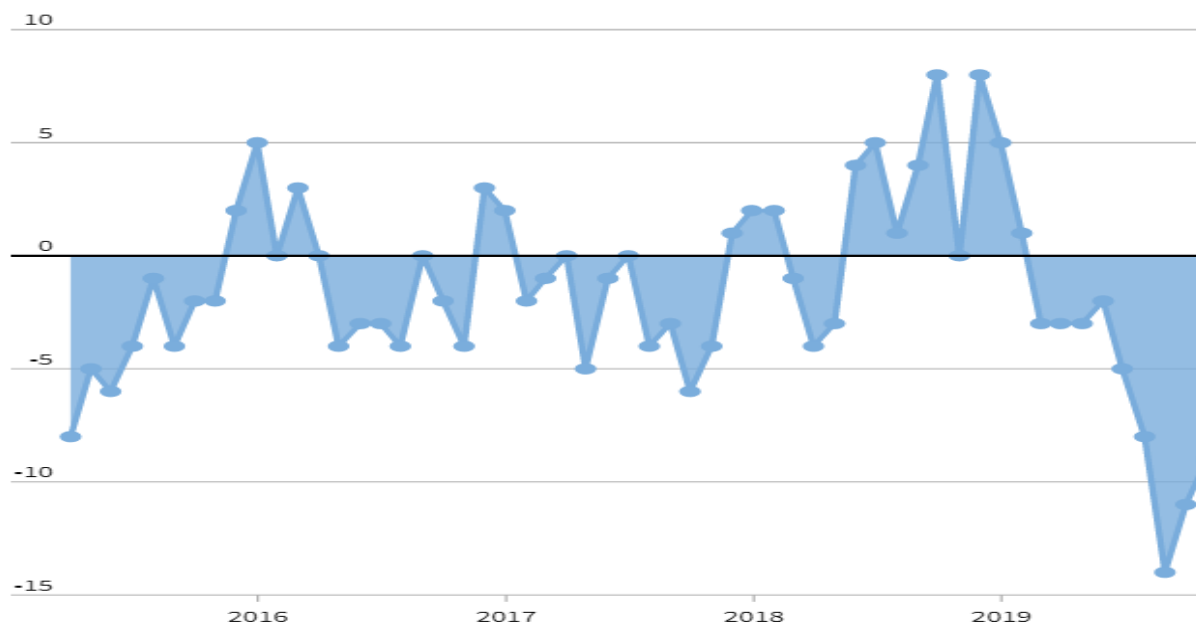
資料來源：IMF

由於債券價格為未來一連串現金流量依據適當殖利率評估計算而得，根據當前總體經濟環境、利率政策方向，投資人將依此判斷應投資於固定、浮動等類型債券，新興市場諸國經濟特性多有不同，貿易量、出口對於經濟具相當程度影響，於全球化浪潮，朝向經濟轉型對於新興市場而言，非一蹴可成，尤其當全球主要非預期系統性風險發生，體質未如主要經濟體健全，遭受外溢效應之衝擊亦較大，產業轉型陣痛期對於國內經濟亦將存在過渡期風險，因此，各國獨立央行、政府政策均設法減緩負面衝擊，以助經濟成長，依據路透社統計資料（圖二十四），近三年，新興市場採取降息措施較升息之比重為高，2019年10月聯準會完成年內第三度降息，而新興市場則自9月淨降息11家後，10月淨降息為11家，並為連續第九個月為淨降息，似已透露新興市場短期內利率政策轉為升息機率相對較低，而隨著各國央行降息後，市場殖利率可能會隨之修正，在假設信用風險未顯著影響投資人債權權益下，如預期未來降息機率依舊存在，固定利率債券有助於投資人鎖定債券投資收益率，降低再投資風險，亦可理解近期新興市場債券指數之走勢向上走揚的原因之一。

圖二十四：新興市場央行之升息、降息淨家數

Shifting gears

Number of emerging market central banks hiking policy rates less those cutting, measured end-of-month



資料來源：Reuters

新興市場經歷加入全球貿易體系後，體質持續改善，雖風險程度相較歐美等國為高，但仍可作為潛在投資標的選擇，不可諱言，新興市場含括範圍廣大，國內經濟、產業類型、政經結構、外匯儲備、匯率穩定、政局動盪、貿易依賴程度等均大不相同，投資人得藉助國際信評機構 S&P、Moody's、Fitch 等發布之信用評級，作為初步信用風險辨識，如可透過新興市場當地往來同業分支機構提供相關所需營運、當地規範、貿易往來情況、重大發展計畫、公司治理、企業社會責任等作為投資分析資料，將有助於投資標的區域、國家、產業、企業之過濾，本行向來有投資外幣債券需求，此次赴英國倫敦就新興市場狀況與發行人、金融同業進行實地討論，可獲得較為全面之資料以及解答相關疑問，有助於投資過程中之分析、判斷；投資依據投資人風險偏好、屬性選擇匹配之投資標的，並分散投資標的之風險，例如避免過度投資於政局動盪、央行不具獨立性、夕陽產業等標的，多元化資產投資組合，承擔可接受風險範圍內，獲取合宜之投資報酬。

我國債券市場除臺幣計價商品外，近年在主管機關積極推動國際板債市下，已有顯著成果，國際板債券發行市場已不僅侷限於本國發行人，亦已成為知名外國企業籌資市場選擇之一，依據主管機關統計資料顯示，國際板債券發行規模於 2016 年達到高峰，發行金額為 493.75 億美元，2017 年為 403.60 億美元，2018 年為 338.98 億美元，2019 年截至 9 月底至已達 189.70 億美元，近期亦已開放伊斯蘭債券來台發行，有助於我國債券市場更趨活絡與多元化發展，有利於國內金融機構與週邊單位相關服務營運效益提升。

本行為國內金融機構，為增裕營收與拓展業務廣度，除積極投資台幣計價、外幣計價國際債券，於國際板債券市場發展之際，響應政府政策，參與多檔國際債券承銷業務，以 2019 年為例，即有國際知名企業，如：Morgan Stanley、Citigroup、QNB Finance Ltd.、ADCB Finance Ltd.、The Export-Import Bank of Korea.....發行債券，其中不乏新興市場發行人來台發行債券，本次赴英國倫敦了解國際債券潛在發行人主要籌資行為與未來發行計畫，有助將來與國際企業建立合作契機，於承銷業務提供必要之資訊，有助本行業務成長與國際板債市之發展。

伍、資料來源

1. 參訪英國金融同業提供之研究報告
2. 國際債券潛在發行人提供之簡報資料、官網資料
3. 國際貨幣基金組織（IMF）
4. 標準普爾信評機構（S&P）
5. 經濟部
6. 沙烏地中央銀行（Saudi Arabian Monetary Authority）
7. 彭博（Bloomberg）資訊
8. 路透（Reuters）資訊
9. 摩根史丹利國際資本管理公司（Morgan Stanley Capital International）
10. 證券櫃檯買賣中心
11. 經濟日報