

出國報告（出國類別：其他）

參加 Crédit Agricole 舉辦之  
「 Central Banks Seminar 」

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳淑勤 一等專員

派赴國家/地區：法國巴黎

出國期間：112年11月4日至12日

報告日期：113年1月24日

# 目錄

壹、前言 .....	1
貳、課程內容 .....	2
一、 主要國家地區的經濟展望 .....	2
(一) 美國 .....	2
(二) 歐洲 .....	4
(三) 日本 .....	7
二、 永續投資 .....	9
(一) KfW 與永續投資 .....	9
(二) 法國永續公債 .....	12
參、心得及建議 .....	14
參考資料 .....	15



## 壹、前言

職奉派於 2023 年 11 月 6 日至 11 月 10 日參加 Crédit Agricole 於法國巴黎舉辦之「Central Banks Seminar」，參加研討會人員約 100 多人。參加人員包括不同國家的官方機構人員，Crédit Agricole 經濟學家，法國央行、美國、德國、日本、義大利、芬蘭等專責發債機構人員，KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau)、Rentenbank 等政府相關機構，及 World Bank、ADB (Asia Development Bank) 等國際組織之專家。研討會以 panel discussion 互動方式進行，學員與講師針對主題發表看法，讓學員可以寬廣的思考問題，達到互動的學習效果，由於講師多為經驗豐富之人士，其課程內容豐富且收獲良多。

此次研討會討論的議題包括：美、日、歐洲等主要國家利率展望、2024 年美元匯率及黃金展望、日本經濟現狀與利率預測、歐洲地區各國政府及政府相關機構發債情形、環境、社會責任與公司治理 (Environmental, Social and Governance, ESG) 之債券發行及投資情形。此外在研討會期間亦安排參加者與 KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau)、Rentenbank、IFC (International Finance Corporation, the private sector of the World Bank Group)、ADB (Asia Development Bank) 等政府相關機構或國際組織進行一對一座談 (one on one meeting)，針對各機構之商業運作模式、對於環境、社會責任與公司治理 (Environmental, Social and Governance, ESG) 等永續投資的投入，及資本市場的發債情形等議題作深入的討論。以下就該研討會所分析之主要國家地區經濟展望，與 KfW 進行一對一座談等之重點摘要，與心得及建議如後。

## 貳、課程內容

### 一、 主要國家地區的經濟展望

#### (一)美國

Fed 於 2023 年 11 月的會議後暫停升息，維持利率不變，但是對未來是否升息仍維持開放態度。Crédit Agricole 指出，Fed 升息應該已接近尾聲，預估美國經濟近期不會衰退，2023 年第 4 季經濟成長會逐步放緩，並持續到 2024 年。Crédit Agricole 對美國經濟 2024 年整體展望，分析如後。

1. 美國經濟在 2023 年表現的相當具有韌性，然 Crédit Agricole 認為 2024 年經濟成長將會緩慢成長，並一直持續到 2025 年。故 Crédit Agricole 預估經濟年平均成長率將會從 2023 年的 2.4% 下降至 2024 年的 1.2%，而 2025 年僅成長 0.5%；在勞動市場部分，失業率將緩步下滑，惟仍須關注戰後嬰兒潮人口退休潮，勞動力將面臨供給及需求的失衡；此外，服務業價格的僵固性，使得通貨膨脹下跌緩慢。Crédit Agricole 預計到 2024 年底，整體通貨膨脹率 (headline CPI) 將逐漸放緩至 2.4%，核心 CPI 將逐步放緩至 2.7%，並持續到 2025 年。(如圖 1 及 表 1)

圖 1: 美國經濟概況展望

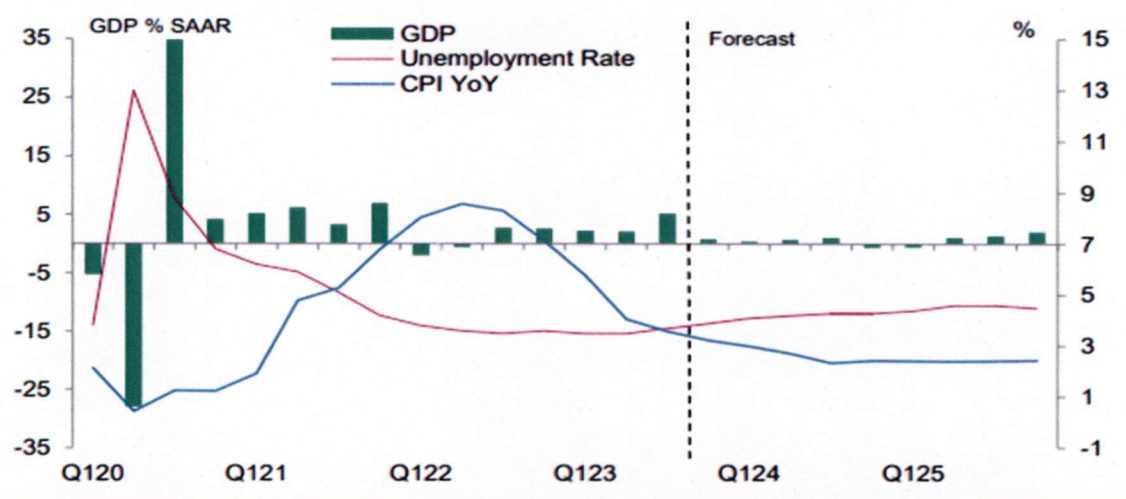




表 1: 美國經濟數據預測

	2023				2024				2025				Annual Average			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2022	2023	2024	2025
Real GDP (QoQ SAAR %)	2.2	2.1	4.9	0.8	0.4	0.7	1.0	-0.6	-0.5	1.1	1.4	2.0	1.9	2.4	1.2	0.5
Consumption	3.8	0.8	4.0	1.5	0.6	0.8	0.9	-0.4	-0.4	0.9	1.2	1.9	2.5	2.2	1.2	0.4
Nonresidential Fixed Investment	5.7	7.4	-0.1	1.8	1.1	0.4	1.2	-1.3	-2.4	1.4	1.8	2.9	5.2	4.1	1.2	0.0
Residential Investment	-5.3	-2.2	3.9	-1.0	1.0	2.0	3.0	-1.5	-3.0	0.5	1.6	1.8	-9.0	-11.1	1.0	-0.1
Government Spending	4.8	3.3	4.6	2.3	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	-0.9	3.8	2.0	1.0
Inventories (pp contr.)	-2.2	0.0	1.3	-0.7	-0.5	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.6	-0.4	-0.2	0.0
Net Exports (pp contr.)	0.6	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.5	0.5	0.0	0.0
CPI (YoY %)	5.8	4.1	3.6	3.2	3.0	2.7	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	8.0	4.1	2.6	2.4
Core CPI (YoY %)	5.6	5.2	4.4	3.9	3.5	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	6.1	4.8	3.0	2.7
Unemployment Rate (%)	3.5	3.5	3.7	3.9	4.1	4.2	4.3	4.3	4.4	4.6	4.6	4.5	3.6	3.7	4.2	4.5
Fed Funds Upper Bound (EOP)	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.50	4.00	3.50	3.50	4.50	5.50	5.00	3.50

2. 基於前述對 2024 年及 2025 年經濟展望的整體看法，Crédit Agricole 認為 Fed 於 2024 年 7 月會開始第 1 次降息，並於 11 月再度降息。全年降息幅度約 50bps。至於聯邦基金利率的目標利率 (Federal Funds Target Rate) 在 2024 年底將在 5%。而債券市場殖利率水準，在 2024 年降息的預期下，Crédit Agricole 指出對 2024 年美國公債 2 年期、5 年期及 10 年期在年底殖利率的預估分別為 4%、3.7% 及 4%。(詳如表 2)

表 2: 美國公債殖利率預測

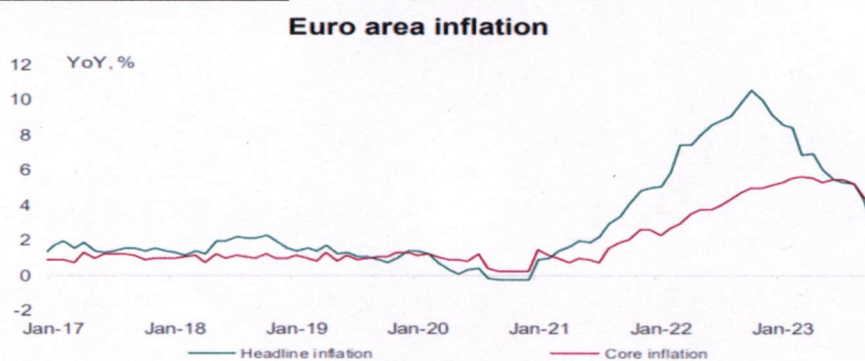
Treasuries	Dec-23	Mar-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24
2y	5.10	4.85	4.55	4.15	4.00
5y	4.60	4.40	4.15	3.80	3.70
10y	4.50	4.40	4.25	4.05	4.00
30y	4.70	4.60	4.50	4.35	4.30

此外，Crédit Agricole 稱，以 2023 年 10 月當時美國 10 年期 TIPS 債券實質利率在 2.25% 的水準，足以吸引投資人長期持有。

## (二) 歐洲

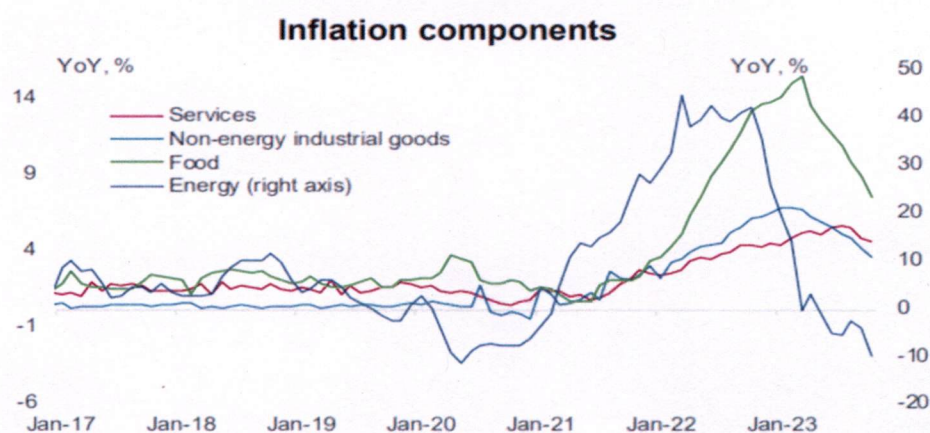
自 2022 年俄烏戰爭開始，歐元區整體通貨膨脹 (headline inflation) 因戰爭的影響急速上漲，在同年 10 月達到高點 10.6% 後開始緩慢下跌。而 2023 年歐元區整體通貨膨脹雖然放緩，仍高於歐洲央行 2% 的目標。(如圖 2)

圖 2: 歐元區通貨膨脹概況



在通貨膨脹指數中的指數組成部分(包含菸酒項目)，食品和非能源工業品通膨均呈現持續下降趨勢，儘管食品上漲風險仍持續存在。(如圖 3)

圖 3: 通膨指數組成





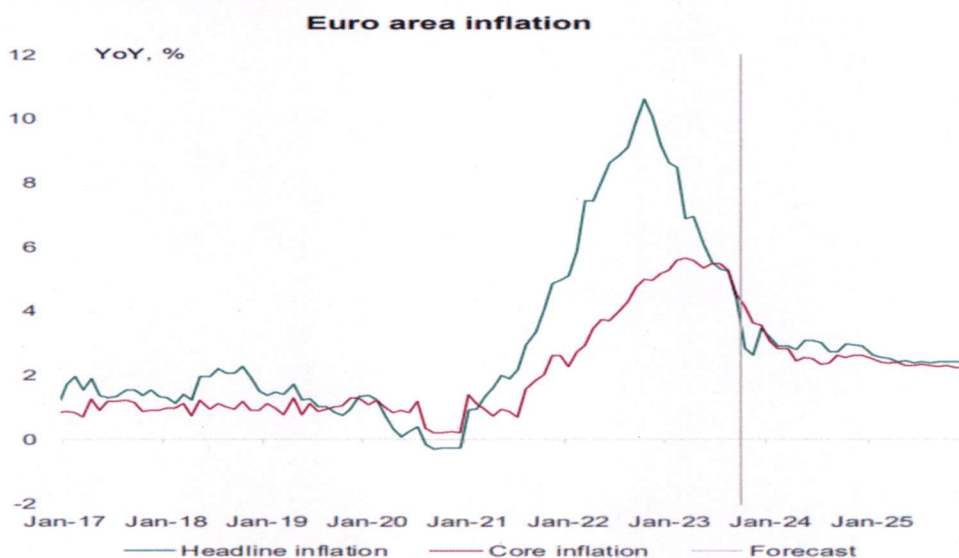
Crédit Agricole 認為未來歐元區通貨膨脹將會受到下列結構性因素的影響。

1. 綠色轉型: 高碳價，昂貴的電動車價格，及一些特定的原料（銅，鋁，鋅）的需求。
2. 再次工業化: 大量投資需求、對勞動人口的需求、薪資差異，供應鏈短缺等。
3. 人口老化: 退休人口增加，勞動人口不足，及各國財政政策的不確定等因素。

其中，產業綠色轉型需求及再次工業化投資等 2 項因素會促使未來通貨膨脹上漲。而目前歐元區各產業對於環境、社會責任及公司治理等永續理念投入的成本，亦會影響通貨膨脹。

展望 2024 年及 2025 年，Crédit Agricole 的通膨策略分析師指出，歐元區整體通膨將會放緩(如圖 4)，惟仍會高於 2% 的通貨膨脹目標。故其歐元區總體經濟分析師指出，對於未來 10-15 年之通貨膨脹目標看法，即 2% 的通貨膨脹目標應該被視為通貨膨脹底線 (floor inflation)，而不是平均的通貨膨脹率 (average inflation)

圖 4: 歐元區通膨預測



在歐洲央行的利率決策部分，雖然歐洲央行在 2023 年 10 月會議決議維持利率不變，惟歐洲央行總裁 Christine Lagarde 指出，未來歐元區經濟成長及通貨膨脹將會放緩，故

利率決策將視經濟數據而定 (data dependency)。由於受到許多不確定因素影響，歐洲央行總裁重申歐洲央行將在一段長的時間內將政策利率維持在高水準。

Crédit Agricole 則認為，歐洲央行將持續觀察目前政策利率對經濟產生的實質影響後，再決定是否調降利率，並預估

1. 歐洲央行將維持目前的利率水準至 2024 年下半年。
2. 2024 年底歐洲央行的主要再融資利率及存款利率將分別調降至 4%，及 3.5%。(如圖 5 及表 3)

圖 5: 歐洲央行存款利率預測

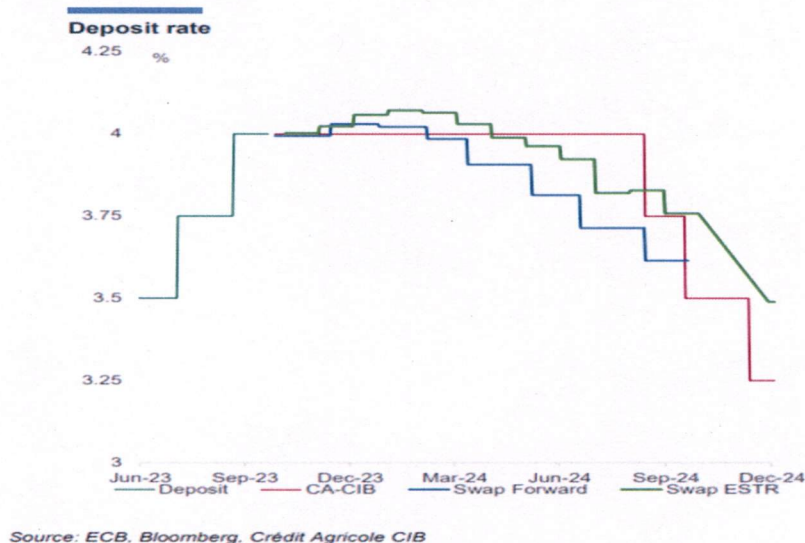


表 3: 歐元區利率預測

## OFFICIAL FORECASTS

		Current	Sep-23	Dec-23	Mar-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24
EUR	Refi	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.00
	Depo	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	3.50
	ESTR	3.88	3.94	3.98	4.00	4.02	4.05	3.55
	3M Euribor	3.95	4.00	4.00	4.05	4.05	3.75	3.00



### (三)日本

日本公布的 2023 年第 3 季國內生產毛額(GDP)年率萎縮 2.9%，降幅高於經濟學家預估的-0.4%，顯示日本民間消費及公司投資呈現下滑現象。Crédit Agricole 指出日本 2023 年高通膨現象恐不具持久性，未來將隨成本推動之因素消退而趨緩。對於市場一般樂觀預期日本經濟成長及物價波動會改變目前通貨緊縮狀態，轉為通貨膨脹情形，進而影響日本寬鬆貨幣政策，Crédit Agricole 基於下列原因，認為短期間不會發生。

1. 岸田文雄內閣仍會持續維持安倍經濟學政策，即寬鬆的貨幣政策，和靈活的財政政策。
2. 內閣藉由增加財政支出等政策以刺激私人投資，並降低超額的企業存款。
3. 政府持續採行擴張性的財政政策。

此外，財務省官員稱，日本政府於 2023 年 6 月通過「經濟財政管理與改革基本政策」，規範了政府經濟財政管理的基本立場和改革方向，包括「修訂 2023 年新型資本主義總體設計和行動計劃」、「促進婦女參與社會進步計畫」和「兒童未來策略行動計畫」。經濟財政管理與改革基本政策描繪了未來美好願景，並希望藉由下列各項措施，促進日本經濟持續發展。

1. 透過勞動市場改革、強化人力投資、打造大量中產階級，實現結構性薪資成長。
2. 採取進一步措施，以因應兒童少子化。
3. 擴大投資，實施經濟社會改革，包括：
  - 推動綠色轉型: 政府依據國際標準發行綠色轉型債券，明訂資金用途係用在支持未來 10 年 150 兆日圓的綠色轉型(對內及對外)的公共和私人投資，並迅速實施碳定價概念，協助企業減碳，逐步達成未來巴黎協定淨零目標，促進經濟成長。

- 發布數位轉型推動指標，推動日本企業落實數位轉型。
  - 人工智慧及健康醫療等科技應用。希望藉由機器人及人工智慧等先進技術融入產業及社會生活，提供更細緻的服務。
4. 實現包容性社會。
  5. 振興本土企業活動。

在研討會中，日本財務省官員亦提供政府在 2023 年 7 月對未來財政年度的經濟預測資料，預估日本 2023 年財政年的實質 GDP 成長率為 1.3%，2024 財政年為 1.2%，而 2023 財政年 CPI 年增率為 2.6%，2024 財政年為 1.9%。(如表 4)

表 4: 2023 財政年年中經濟預測(July 2023)

**Main Economic Indicators**

	FY2022 Actual (%)	FY2023 Estimate (%Approx.)	FY2024 Forecast (% Approx.)
Real GDP	1.4	1.3	1.2
Nominal GDP	2.0 561.9 trillion yen	4.4 586.4 trillion yen	2.5 601.3 trillion yen
Consumer price index( all items)	3.2	2.6	1.9
Unemployment rate	2.6	2.5	2.4

基於政府持續推出刺激經濟的計畫促進民間消費動力和日本經濟轉型成長，Crédit Agricole 的日本首席交易員指出，雖市場預估 2024 年 BoJ 將結束其負利率政策，惟其推測 BoJ 將等待一年的時機，在 2025 年才有可能調整其政策利率。



## 二、永續投資

近年來環境、社會責任及公司治理等與永續性發展相關概念逐漸受到世人的重視。在資本市場部分，各債券發行機構(例如: 政府機構 KfW-Kreditanstalt für Wiederaufbau、法國政府) 積極投入永續產業融資，並陸續透過發行綠色債券 (green bond)方式，滿足市場投資者對綠色債券的需求。作為金融市場重要參與者的各國央行，近年來亦將永續性金融產品納入傳統外匯存底投資組合管理之投資工具。

### (一)KfW 與永續投資

身為德國聯邦政府銀行的 KfW，其商業活動在德國境內涵蓋中小企業、新創公司及市政和社會基礎設施之融資，並為德國聯邦各州的金融機構量身訂作融資計劃。而在國際間，積極從事開發中國家公共和民間基礎設施之融資、金融市場之一般債券及綠色債券發行，及出口、專案和企業融資。KfW 對永續發展的承諾，包括從董事會擬定發展策略性方案開始，將未來業務發展排定優先順序，動態調整發展流程及數位轉型的服務方式，例如自動化資金配置，引導私人資本成為永續發展目標的融資資金，發行數位證券商品等，即將永續性理念融入 KfW 中長期業務發展，期望將銀行逐步轉型成為數位銀行。

#### 1. 永續融資

近年來，KfW 將永續相關融資方案視為其最優先融資項目。對於永續相關議題之投入包括:

- (1) 在 2018 年與 EIB (European Investment Bank)及 AFD (Agence française de développement)發起清潔海洋倡議 (Clean Oceans Initiative)，KfW 提供 40

億歐元的融資金額，希望在 2025 年底前，持續執行降低非洲、亞洲和中國東開發中國家之河流及沿海污染之融資方案。而義大利 CDP (Cassa Depositi e Prestiti)公司、西班牙 ICO (Instituto de Crédito Oficial)公司，及 EBRD (European Bank for Reconstruction and Development)則分別於 2020 年及 2022 年加入前述清潔海洋倡議，共同關注大自然環境之永續發展。

- (2) 設立全球永續基金-自然景觀基金，希望積極協助開發中國家減少自然景觀中之各種生物種類消失情形。

KfW 指出，對永續相關融資方案所投入的資金，係符合聯合國制定的永續發展目標 (Sustainable Development Goals, SDGs)<sup>1</sup>，且在 2022 年投資於下列永續發展目標相關項目金額約 1650 億歐元，為史上最高。

- (1) 投資永續發展第 7 項目標相關項目 (Affordable and clean energy-可負擔的乾淨能源): 確保每個人都可取得負擔得起、永續及乾淨的能源，投入金額 580 億歐元。
- (2) 投資永續發展第 11 項目標相關項目 (Sustainable cities and communities-永續城市): 建構具包容、安全、韌性及永續特質的城市與鄉村，投入金額 500 億歐元。
- (3) 投資永續發展第 13 項目標相關項目 (Climate action-氣候行動): 因應氣候變遷的影響，採取即時行動。例如，增進氣候變遷調適能力、執行溫室氣體階段管制目標，投入金額 570 億歐元。

---

<sup>1</sup> 2015 年，聯合國宣布「2030 永續發展目標」(Sustainable Development Goals, SDGs)，引導全球共同努力、邁向永續。SDGs 包含 17 項核心目標(1. NO POVERTY-終結貧窮。2. ZERO HUNGER-消除飢餓。3. GOOD HEALTH AND WELL-BEING-健康與福祉。4. QUALITY EDUCATION-優質教育。5. GENDER EQUALITY-性別平權。6. CLEAN WATER AND SANITATION-淨水及衛生。7. AFFORDABLE AND CLEAN ENERGY-可負擔的乾淨能源。8. DECENT WORK AND ECONOMIC GROWTH-合適的工作及經濟成長。9. INDUSTRY, INNOVATION AND INFRASTRUCTURE-工業化、創新及基礎建設。10. REDUCED INEQUALITIES-減少不平等。11. SUSTAINABLE CITIES AND COMMUNITIES-永續城市。12. RESPONSIBLE CONSUMPTION AND PRODUCTION-永續消費及生產。13. CLIMATE ACTION-氣候行動。14. LIFE BELOW WATER-海洋生態保育。15. LIFE ON LAND-陸地生態保育。16. PEACE, JUSTICE AND STRONG INSTITUTIONS-和平、正義及制度。17. PARTNERSHIPS FOR THE GOALS-多元夥伴關係。)



## 2. KfW 發債情形

### (1) 信用評等

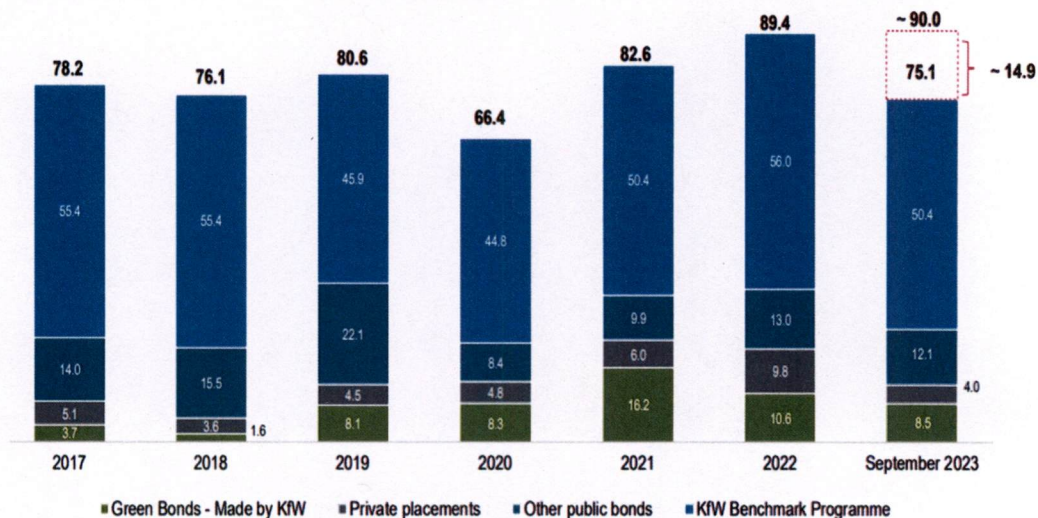
KfW 是德國政府機構，在 1998 年聯邦政府開始為 KfW 所提供的貸款、其發行的證券、遠期交易，及與 KfW 簽訂的選擇權等金融商品合約提供擔保。其 S&P 及 Fitch 信用評等均為 AAA，股東組成為 80% 的德國聯邦政府及 20% 的德國邦政府，總部辦公室位於該國財政部大樓內，董事會成員則包括聯邦政府官員及國會議員。因為 KfW 擁有良好的信用評等，融資活動受到德國政府直接保證，故其發行的債券普遍受到各國中央銀行外匯存底管理者的喜好。

### (2) 債券發行情形

KfW 自 1958 年開始發行債券，在 1998 年獲得德國政府直接保證後，債券發行金額逐年增加，資料顯示 KfW 於 2022 年發行 894 億歐元債券，截至 2023 年 9 月已發行約 751 億歐元債券。

KfW 之債券發行計劃主要為歐元及美元幣別計價之一般債券，而自 2014 年開始定期發行歐元及美元幣別計價之綠色債券，且自 2019 至 2022 年 KfW 每年綠色債券之發行金額皆在 80 億歐元以上。而在 2023 年 9 月，KfW 稱約 900 億歐元債券發行量中，其中 85 億歐元發行量為永續發展相關之綠色債券(green bond)如下圖 6。

圖 6: KfW 債券發行情形( EUR in billions)



KfW 指出，其綠色債券發行的最新架構納入乾淨運輸理念。即發行綠色債券募集的資金亦須用於下列各相關領域

- 再生能源建置 (Renewable Energy)。
- 採用減碳方式及能源運用效率化 (Energy Efficiency)來建造建築物。
- 對氣候環境友善的陸空交通運輸工具 (Clean Transportation)。

## (二)法國永續公債

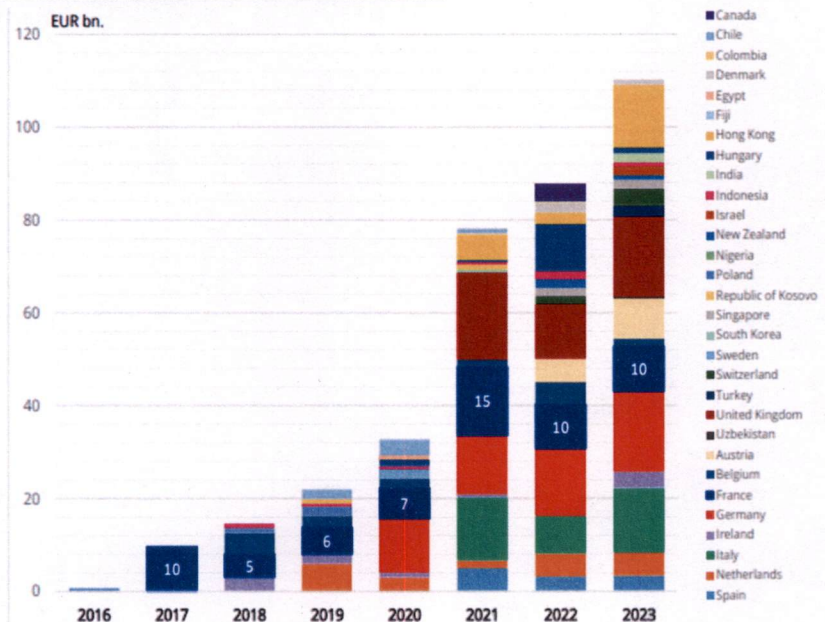
除了前述 KfW 發行綠色債券外，法國政府(法國國庫署-Agence France Trésor, AFT)已於 2017 年第一次發行綠色公債，其綠色公債發行情形如下。

1. 2017 年第一次發行 2039 年到期之長年期綠色公債 (OAT 1.75% 25 June 2039)，在外流通餘額約 320 億歐元左右。
2. 於 2021 年 3 月第二次發行 2044 年到期之綠色公債 (OAT 0.50% 25 June 2044)，在外流通餘額約 223 億歐元左右。
3. 於 2022 年 5 月發行 2038 年到期之綠色通膨債券 (OAT€I0.10% 25 July 2038)，在外流通餘額約 67 億歐元左右。



目前英國、德國等國家皆發行主權綠色債券，而法國綠色公債是主權綠色債券發行的先驅者(如圖 7)。

圖 7:各國主權綠色債券發行情形



Source : BNEF, Banque de France, as of October 2023

法國綠色公債目前在外流通餘額超過 500 億面額的歐元。法國發行綠色公債，除了達成歐盟的四個環境目標及標準(減緩氣候變遷、適應、污染和生物多樣性)外，其發行債券前，有關發債募集金額，須事先確定相關資金支出項目皆須符合綠色債券的標準。此外，法國政府自 2016 年起，開始進行符合綠色項目之資金支出，且其相關之資金支出，自 2021 年至 2023 年金額每年約為 100 億歐元，有顯著成長。

法國政府希望藉由發行主權綠色債券之創新方式 (Green OAT)，達到關注氣候和環境，傳遞重視永續理念的訊息，鞏固法國在綠色金融市場的領導地位，並希望其他機構亦積極加入永續投資的行列。

## 參、心得及建議

### 一、增加債券投資並長期持有

金融市場在經歷長期間的低利率環境後，目前市場利率已回到 2008 年金融風暴前的水準，對於各國央行而言，其外匯存底管理原則注重安全性、流動性，此時正是時機，增加對投資組合中債券投資並長期持有。惟研討會中指出，由於地緣政治風險持續（例如俄烏戰爭持續，以哈戰爭進行中），市場波動劇烈較以往更為明顯。外匯存底管理者因應市場風險，動態投資操作越來越重要。

### 二、招募不同領域人才以掌握永續發展之最新訊息

此外，近年環境、社會責任與公司治理等與永續性發展相關概念越來越受到重視，除了國際組織及機構陸續推出與永續性投資有關之債券或基金外，目前已更細緻的考慮如何投資並維護永續投資中之自然景觀各種生物多樣性(biodiversity)的存在。研討會可見大部分中央銀行已將永續性投資理念納入外匯存底投資組合，以實際的投資行為，增加對於環境、社會責任及公司治理等與永續性發展的貢獻和重視。由於永續性之知識與金融投資不同，如加入自然科學相關領域之人員，可充分掌握國際間永續投資發展之最新訊息，對於未來外匯存底增加對於永續產品之投資，將有正面之助益。



## 參考資料

1. Sven Wabbels/ Jörg Graupner (2023), “Rely on the safe haven- Investor presentation,” KfW.
2. Nicholas Van Ness (2023), “US Outlook 2024: a delayed recession,” Crédit Agricole.
3. Sora Amada (2023), “BoJ and JGB outlook,” Crédit Agricole.
4. Rui Arase (2023), “Japan’ s Economy and Public Debt Management,” Ministry of Finance, Japan.
5. Louis Harreau (2023), “ECB-the end of the beginning,” Crédit Agricole.
6. Matthias Loise (2023), “Eurozone Inflation Outlook,” Crédit Agricole.
7. Julika Courtade-Gross (2023), “Outlook On France,” Agence France Trésor.
8. Banque De France (2023), “French Green Funding Program,” Banque De France.