

亞洲之聲

2018年3月 第四期



Deloitte.
Insights

Deloitte《亞洲之聲》系列報告，將探討亞洲當前和未來所面臨的挑戰和機會。《亞洲之聲》是Deloitte亞太區和Deloitte全球網絡精心合作的成果。

目錄

亞洲 2018 年經濟成長率有望超越原先預期的三大主因	 03
裡應外合：亞洲精益求精之契機	 07
考量風險因素：未雨綢繆 2018 年	 22
經濟展望	 34



亞洲2018年經濟成長率 有望超越原先預期的三大主因

全球在2017年學會了如何從炒作中看穿事物的本質。乍看之下，這一年充滿艱難且局勢緊張——英美兩國國內政治分裂深化，風向大舉吹往右派。從許多角度看來，是充滿挑戰的一年，但也不能就此便以偏概全。

在喧囂的局勢之中，全球經濟正悄然步上正軌。如今隨著大眾對2018年屏息以待，復甦的經濟儼然成為討論焦點。全球各大經濟體十年來首次呈現相同發展趨勢、向前邁進，市場信心也因此回溫，但這是否就是全部的故事？本期的《亞洲之聲》將再次著眼此議題，探討亞太經濟體在2018年將嗅得哪些契機，以及有哪些潛在問題與挑戰將浮上檯面。

第一期的《亞洲之聲》曾於去年此刻獨排眾議，在當時市場籠罩在陰鬱的氛圍、經濟預測也一致看衰，本團隊仍推估2017年的情勢將比一般所預期的更為樂觀，且亞洲將以超乎全球成長的預估速度，成為鎂光燈的焦點。各大指標在當時一致顯示全球成長將隨著經濟復甦而加速，而在當期報告中，本團隊也相信中國將逆風向前，且整年將維持不錯的成長態勢。時序至今，回顧2017年，多數亞洲經濟體的成長速度的確表現優於預期。

國內需求及出口表現的起色在2017年順勢推了亞洲一把。當期的報告預測全球市場交易的速度將更上層樓、更具市場競爭力的亞洲也將席捲而來，且亞洲消費者持續的需求更將帶動亞洲內部的貿易，種種預測現在看來都與事實相去不遠。而接下來的2018年又會有什麼驚喜？本期《亞洲之聲》將帶領讀者深入分析。

亞洲市場在2017年表現超乎意料之外，一般認為這股動力將在隔年趨緩，但本團隊仍樂觀以待，並相信亞洲經濟體將會於2018年再度以優於預期的速度成長茁壯。

一方面而言...

在本期報告的首章「裡應外合：亞洲精益求精之契機」中，本團隊在內文中詳列了三大關鍵因素，說明本報告深信亞洲將展現成長態勢的原因：

1. 國內條件已到位，成長蓄勢待發

在多數亞洲國家中，已不見因大規模政策改革而導致最初起步蹣跚的情境。印度及馬來西亞實施商品服務稅、印尼廢除燃料與其他補貼等措施，雖打擊了消費者的信心，但這些影響與印度當初宣布廢鈔令的情形如出一轍，皆已逐漸消褪。

許多國家與地區也開始改善內部的商業風氣，為更多投資機會鋪路，或重新將政策重心擺放在具吸引力的投資上。以印度與印尼為例，兩國皆在世界銀行

《經商環境報告》(Doing Business) 的排名中奪得佳績。

2. 基礎建設支出計畫井然有序

基礎建設依舊是亞洲的重點投資領域，有一些國家已在進行規模宏大的基礎建設計畫。印度近來剛宣布一連串的大型運輸計畫，而泰國與菲律賓則正埋首於其中。規模最傲人的基礎建設計畫當屬中國的「一帶一路」，其目標乃是藉由強化歐亞的貿易鏈結，推動亞洲市場的效率及生產力。

上述的基礎建設計畫將扶植短期的商業活動，對長期的生產力也有所助益。

3. 全球需求持續復甦，為貿易掛帥的亞洲經濟體增添更充足的動力

全球資本支出是經濟復甦始終欠缺的一環，而如今其浮現好轉的跡象則為市場帶來一劑強心針。亞洲出口經濟體仍會是此次復甦的最大得利者，因為國內出口產品的需求將有望隨已開發經濟體的資本支出增加而趁勢看漲。

全球金融依舊維持寬鬆的情勢，資本再度回流至新興市場與開發中經濟體內，亞洲各國的境外資本也仍舊充沛。全球經濟面對新一波的投資循環似乎已各就各位，將為市場回溫增添更多的燃料。

...另一方面而言

本團隊對亞太地區的短期展望相當樂觀。

不過，近期經濟面及地緣政治的紛亂，已不斷提醒我們得考量「可能性較低」(less likely)的情境。因此，本報告雖然認為成長態勢將持續，但也相信某些區域經濟體與全球局勢兩者不斷的變動，可能會引發亞洲地區的經濟波瀾。

本期報告的第二章「考量風險因素：未雨綢繆2018年」，便探討了可能導致亞洲偏離進步與成長軌道的潛在議題。首要議題是在2008年金融危機後，因全球資產流動過剩所導致的債台高築現象。在澳洲、中國及南韓等國案例中，其債務便已流向房地產市場，引發市場對房產價格泡沫的憂慮。

市場關注中國的動態已有些許時日，除了中國人民銀行行長警告應防範「明斯基時刻」(Minsky moment)外，國際貨幣基金組織(International Monetary Fund)也同聲呼籲中國調升銀行的資本緩衝。因此，雖然本報告基本上仍看好中國將延續其優異的經濟表現，但也認同中國仍有長期經濟失衡惡化的風險。

企業與家庭資產負債高度槓桿化，使得非金融類私人企業(non-financial private sector)無可避免地受到市場衝擊。如果無視此等風險，則潛在的負面衝擊可能會對亞洲的經濟穩定性造成深遠的影響。

儘管短期內市場面臨這道衝擊的機率可說是微乎其微，但地緣政治下的緊張情勢一再升溫，恐將提升衝擊發生的風險。

全球貿易現有的體制對亞洲的經濟發展至為關鍵，但此體制正面臨某些威脅。美國對於WTO的政策及既有貿易協議的措施引發許多顧慮，近來美國對洗衣機及太陽能板課以重稅的決策，更證明此種風險確實存在。

儘管美國的作為恐使國內消費者及中韓等地製造商兩敗俱傷，但市場真正關切的點在於，這項作為是否將導致各國訴諸報復性的政策手段？貿易戰一觸即發的威脅，也將嚴重打擊市場信心，並使全球景氣復甦功虧一簣。另外，再以更全面的觀點來看，北韓軍事行動所造成的緊張局勢，將使全球抱持風險規避的心態，進而可能造成資本逆流。因此，緊張情勢持續升溫可能擊潰市場信心，而成為經濟不穩的來源。

可能性最高(most likely)的情境

本報告認為亞洲經濟可能面臨潛在的衝擊與衰退的風險，亞洲各國的執政者也抱持同樣看法，但整體而言，資料顯示驅動成長的關鍵因素已就緒，且2017年全球經濟活動的強勢反彈趨勢，也預期能在2018年延續。

亞太地區已送別雞年，迎來狗年。許多人認為生肖屬雞的人值得信賴，在工作崗位上也可靠負責。2017年，亞洲屬雞的人士勤奮地各司其職，並讓改革與投資帶來正面效應。展望2018年，市場共同期盼生肖屬狗的人在工作崗位上，發揮其善於溝通、認真、負責的特質，使亞洲整合紮根，並從美好的2017年延續這股長紅氣勢。



裡應外合： 亞洲精益求精之契機

2017年是個特別的一年。第一期《亞洲之聲》在一年前首推出之際，適逢2016年美國大選與英國脫歐公投兩項出人意表的結果，因此全球在2017年初邁向未知領域，難以預料上述地緣政治的動盪及不確定性將對全球貿易何以造成影響。而新聞標題的悲觀基調與時事評論家的謹慎態度，皆使2017年相關的經濟預測倍顯疲態。

《亞洲之聲》當時從雲霧籠罩的新聞標題中，自未來一年的走勢望見曙光，並推估亞洲的經濟表現將優於各家不看好的預測數字。如今一年過去，內需與出口表現雙雙回溫，推動了亞洲地區在2017年優於預期的成長。實際上，由於亞洲地區內的貿易全數增加，且大宗商品及技術導向出口產品受惠於全球需求上漲，因此亞洲地區之外的保護主義聲浪對內部所造成的衝擊可謂微乎其微。

從政治的觀點切入，2018年仍有其不確定性，以及須多加留意之處。我們逐步了解到英國脫歐此一複雜議題所帶來的影響，也發現到美國政府傾向迅速作出影響深遠的決策。不過，全球經濟在2017年卻蓬勃發展，利率落在低檔，且市場信心充足。

亞洲的主要經濟體在處理外界高度關注的問題上也有所進展。中國為減少對建設的重度依賴，已採取對策，並積極管理金融業的風險。印度實施了幾項重要的稅制改革政策，可望帶來長期效益。日本也漸漸解決財政上的問題，並已對真正的結構性改革實施作足準備。其他的亞洲經濟體則進行了分散投資、實施友善企業政策、投資資本深化等，程度有所不同。上述種種現象皆受到國內種種因素、低利率及強勁外部環境之影響所產生。

亞洲的經濟成長在2017年超乎預期，一般認為這股動力將在隔年趨緩，但本報告反倒認為其將在2018年衝出另一波佳績，主要原因有三：

- **國內條件：**眾多經濟體從結構改革及穩定性增加中受惠。亞洲兩大主要經濟體－中國與印度－在去年已成功解決部份關鍵問題，因此表現傑出；
- **基礎建設支出：**其仍為亞洲地區的重點投資領域，可助長短期經濟活動及長期生產力；
- **全球需求持續復甦：**可望鼓舞貿易掛帥的亞洲經濟體。

本報告認為亞洲經濟將在
2018年衝出另一波佳績。

主因一：內需條件已到位，成長蓄勢待發

某些亞洲經濟體（例如印度、菲律賓及泰國）的內需回升，¹而其他國家則藉由外需帶動成長，尤其是中國、印尼及新加坡。亞洲地區的內部貿易仍是出口成長的主要動能，亞洲國家或地區的出口產品內銷亞洲境內之比例超過一半。²於此同時，通貨膨脹率持續趨穩一段時間，因此貨幣政策有望進一步促進經濟復甦。

近期亞洲經濟體內有兩大發展可望幫助成長：

- 對企業及消費者信心形成短期負面影響的暫時性阻礙（例如惡劣天候及相關經濟措施之實施）正逐漸消失。
- 為改善商業氛圍所進行的改革，已大幅提升亞洲地區內的經商便利度排名。

亞洲地區揮別往日陰霾

亞洲各國政府近年來紛紛揭示財政重整計畫，以讓長期財政發展趨於穩健。初期消費者信心雖受到負面影響，導致短期成長受挫，但上述計畫的負面效應正逐漸淡去：

- 印度在2016年11月所頒布的廢鈔令重挫該國經濟成長，對於現金依賴度較高的小型企業及貧困人口而言，現金短缺的問題仍令人一籌莫展。儘管如此，由於貨幣流通的情況已回到廢鈔前的水準，因此印度經濟也逐漸從這般措手不及的衝擊中回復。此外，有更多的經濟活動轉入財政與稅務制度的管轄之下，長期而言應有正面效益。印度政府在去年實施全國統一的貨物與服務稅制，目的便是刺激經濟發展；短期而言雖導致成長放緩、消費需求疲軟，但市場如今似乎正從破壞之中復甦。

- 馬來西亞在2015年4月大膽啟用全新的貨物與服務稅制，彌補石油收入下滑的缺口，更調整燃料與其他補貼至合理範圍。該政策起初對家戶造成不少衝擊，但近期資料顯示，馬國消費者多半已不再蒙受上述政策的負面影響。³
- 印尼的佐科威 (Jokowi) 政府借助於低油價的大好良機，在2015年初將燃料補貼調整至合理範圍。推行初期雖造成通貨膨脹攀升、消費者信心降低，但隨著政府收入解放並將資金導向生產性活動（例如基礎建設發展及特定救濟金），政府已成功扭轉政策的負面影響。⁴

此外，諸多亞洲地區的中央銀行在2013年至2015年間也改採宏觀審慎措施 (macro-prudential measures)，藉此抑制家庭債務過度成長，以及防範可能威脅金融穩定的房地產價格飛漲問題。⁵一如前文提及之財政改革手段，此類審慎措施曾短暫限制國內需求，但此景象已不復見。

全球物價在2014年、2015年崩盤，同時衝擊印尼、泰國及馬來西亞的農業家戶所得。2016年的惡劣天候（例如聖嬰現象）也重創馬來西亞的農業出口，而由於棕櫚田遭逢旱災，因此又以棕櫚油受創最深。⁶其他像是泰國農村則在過去幾年飽受乾旱所苦，導致農作物產量異常；⁷印度國內生產過剩與廢鈔令也傷及農業收入。如今眼見物價逐漸回穩，尤其農業收入已止跌回升，國內需求也因此受到鼓舞。

改革漸增並改善商業氛圍，帶動投資發展

中國政府為刺激經濟成長而鼓勵重工業投資與支出，因此企業舉債增加。然而這也導致工業產能嚴重過剩，連帶拉抬金融業風險。中國政府持續推行國內改革以減少產能過剩問題，信貸市場的緊縮措施截至目前並未對經濟活動造成太大的影響。⁸

同一時間，印度政府則三管齊下，實施「JAM」計畫，即人民財政計畫 (Jan-Dhan Yojana)、生物辨識國民身分證認證系統連結 (Aadhaar linkage)，以及行動電話申請 (mobile subscription) 三者，從中將大多數民眾納入金融體系之下，藉此為十多億國民提供服務、發放政府補助。再搭配2016年底的廢鈔令，以及去年所推動的貨物與服務稅制改革，印度的地下經濟 (informal economy) 穩定朝正規化方向邁進。以宏觀角度觀之，上述政策使當地商業氛圍顯著改善，使得印度在一年內便從世界銀行《經商環境報告》排名一舉躍升30名，來到第100名。⁹

鑒於各國政府趁著經濟條件較為穩健之際力推艱難的改革，因此財政面亦有所進展：

- 日本國內重新著眼安倍經濟學的「三支箭」策略，力求提振日本經濟十年來不甚活躍的景象，並走出通貨緊縮的威脅。根據政府計畫，消費稅稅率將在2019年10月起從現行8%調漲至10%。以往調漲消費稅的作法曾導致經濟應聲衰退，但由於現階段經濟逐漸復甦，因此2019年的調漲計畫有望順理成章地推動，調升消費稅而增闢的收益則將用於推動相關刺激高齡經濟領域生產力的政策（例如改善托兒設施、支持女性就業等）。
- 菲律賓政府為審慎理財，現正藉由整合稅務改革增加收入，推動基礎建設計畫，維持健全的政府財政。除高所得族群外，個人的所得稅稅率可望大幅調降，並下修企業稅，而其他稅賦條款也將予以簡化，改善納稅人的法規遵循情況。為抵銷上述稅收的損失，菲律賓政府將縮減免稅範圍，藉此擴大增值稅的課徵基礎，並重整燃料消費稅與甜食稅徵收辦法。菲律賓政府甚至更考慮在2018年實施稅務赦免 (tax amnesty) 專案，進一步擴增課徵基礎並上修稅率。

另一方面，部分國家政府則趁著預算情形好轉，著手推動支出計畫並招攬外資，這也正是亞洲地區推動經濟成長、提升長期生產力的重要政策目標。這類政策可能著重疏通政府流程、降低貪腐及繁文縟節，並改變外資所有權相關規定。

- 南韓政府在2017年初核准總值達11兆韓元的追加預算，用意為創造更多就業機會、擴大社會福利，以及採取其他提高收入的對策。財政支出大幅增長將促使社會基礎建設投資增加，同時由於收入看漲，可望促使房地產投資額上升。
- 新加坡政府希望借用其交通樞紐及貿易與商業開放性等誘因吸引投資。新加坡未來經濟委員會 (Committee on the Future Economy) 在2017年發表提升競爭力、與時俱進的七大策略。¹⁰為達成此目標，新加坡政府已宣布一系列以創新及數位化為主的措施與計畫。¹¹
- 泰國政府為吸引海外投資者前來國內開設生產據點，其端出了可觀的外部規模經濟誘因供外商加以善用。另為配合推動製造業，泰國政府業已制定「泰國4.0」綜合計畫，以研發、創新的知識經濟為主軸。¹²泰國政府更指名十大優先發展的目標產業，作為推動經濟成長的全新動力。

- 印尼改革派的佐科威政府使出渾身解數改變商業氛圍，藉以吸引外資的目光。自2015年初以來，印尼已實施16項可改善當地商業氛圍的法規鬆綁政策，¹³佐科威總統則在2016年簽署了「外資負面投資清單」(negative investment list)，明文羅列開放與禁止外商投資的產業領域，以及各產業外資可持股比例。¹⁴上述措施使總體經濟環境、金融市場發展及創新均獲得顯著改善，2017年第三季的外國直接投資 (foreign direct investment) 因此創下歷來之最，而印尼在世界銀行2018年《經商環境報告》中的排名也有所提升。¹⁵
- 菲律賓杜特蒂政府近來指示國家經濟發展局 (National Economic and Development Authority) 針對八大產業領域 (包含零售貿易與國內基礎建設維護) 放寬外國投資限制，並著手修正外資負面投資清單，嘗試開放過往不接受國外競爭及持有的產業，¹⁶同時擬降低外國投資人在國內經商的資本要求。

這類政策可能著重疏通政府流程、降低貪腐及繁文縟節，並改變外資所有權相關規定。

主因二：基礎建設支出計畫井然有序

亞洲各國政府已展開大量基礎建設計畫，不僅可透過增加投資活動對地區內經濟體近期展望有所助益，更可提升生產力，維繫長期經濟成長。

亞太地區規模最傲人的基礎建設計畫非中國的「一帶一路」莫屬，這項野心十足的計畫期望藉由強化歐亞的貿易鏈結，提高亞洲市場的生產力及效率。即便計畫仍處於萌芽階段，但多項因此計畫而生的基礎建設項目早已簽署定案。巴布亞紐幾內亞政府已與中國訂下協議，中國將提出改善農業、道路及巴國鄉村地區供水的基礎建設計畫¹⁷，計畫觸及範圍之大由此可見一斑。

但並非只有中國定下遠大的基礎建設計畫，亞洲其他國家的政府也投入大把資金發展基礎建設，項目主要集中於交通運輸領域。

- 由於澳洲房價約莫在去年飆升，印花稅收入暴漲，國內許多州政府因此現金充裕，預算銀根無虞，其遂而大舉增加投資活動，其中也包括幾項在東部各州較為重要的大型運輸計畫。
- 印度政府體認到加強公共投資以補足國家基礎建設缺口的必要性，莫迪 (Modi) 政府因此在2017年底批准總值達7兆盧比的基礎建設計畫，目標在2022年3月前鋪設總長度達80,000公里以上的道路。此外，印度也與國際夥伴聯手，加速推動基礎建設，例如印度、日本兩國便針對印度東北部各邦基礎建設攜手合作。

亞洲許多國家政府也投入大把資金發展基礎建設，項目主要集中於交通運輸領域。

- 印尼總統佐科威也已加快政府投資基礎建設的行動，其將道路、港埠、發電廠及鐵路運輸建設等37道項目列為優先計畫，並預計於2019年竣工。¹⁸而由於政府支出計畫有其上限限制，佐科威政府為解決資金短缺問題，因此邀請國內外私人企業投資人一同投身計畫。
- 新加坡目前正著手升級既有交通基礎設施，並新建與延伸地鐵沿線，力求在未來幾年內開通營運。此外，新加坡與馬來西亞政府也展開雙邊合作，執行吉隆坡與新加坡間的高鐵計畫。¹⁹

不僅交通運輸領域獲得政府資金青睞，韓國與台灣政府則雙雙擴大財政刺激計畫，將綠能及人工智慧等新興科技納入投資範圍下。

公共投資雖是2018年經濟成長的主要動力，但私人投資也有增加的跡象。2017年第三季澳洲私有資本支出相較前年同期已有所成長，此乃2012年底以來首見。此外，2017-18財政年度的資本支出預估一樣將有所增加，因此前景可期。

公私領域投資蓬勃，短期內將為亞洲各地創造就業與經商機會。長遠看來，交通連結度改善不僅將使商品在各經濟體間運輸更為便利，也可提高企業生產力。

主因三：全球需求持續復甦，為貿易掛帥的亞洲經濟體增添更充足的動力

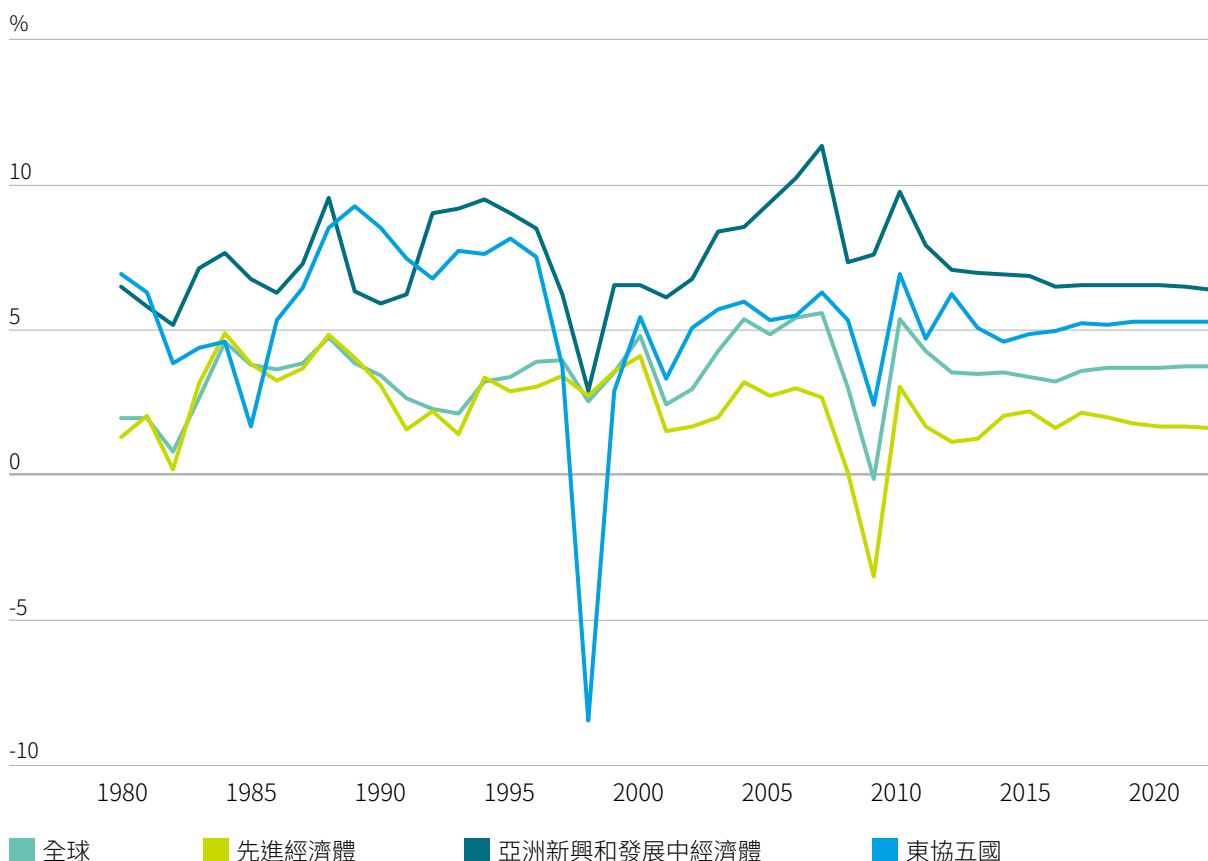
全球經濟自2016年底以來急轉直上，不僅需求穩定上升，未來更可能出現加速的態勢（見圖1.1）。世界經濟週期性上揚為亞太地區的經濟活動普遍增加助力。全球75%以上的經濟體正處在上升期中，而全球成長率預料將逐步攀升，自2016年的3.2%上升至2017年的3.6%、2018年的3.7%。²⁰先進經濟體成長如此之快，實乃近三年來首見；經濟合作暨發展組織（OECD）領先指標顯示，先進經濟體的成長略高於整體趨勢（見圖1.2）。

依《亞洲之聲》所見，推動全球需求緩步上升的主要動力便是上述三種，且其有助於亞太地區以出口為重的國家。

全球經濟即將告別近十年來的危機與挑戰，走向週期性上升階段

全球多數地區同步成長所促成的發展相當耐人尋味，部分國家的經濟成長連帶嘉惠其他的國家，增進其經濟復甦，而後又回饋首先帶頭成長的國家，產生上升螺旋效應。美國經濟活動最初逐步反彈，推動先進經濟體（例如歐元區與日本）的需求，隨著經濟擴張相互增強的良性循環累積更大動能，貿易導向的東亞經濟體也加入經濟成長的行列，為全球需求、貿易及投資流動復甦增添額外助力。

圖1.1：全球各地區GDP成長率(%)*



資料來源：國際貨幣基金組織《世界經濟展望》資料庫（2017年10月）
經濟合作暨發展組織綜合領先指標
*2017年預測值

Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

圖1.2:經濟合作暨發展組織綜合領先指標

每年同期百分比變化

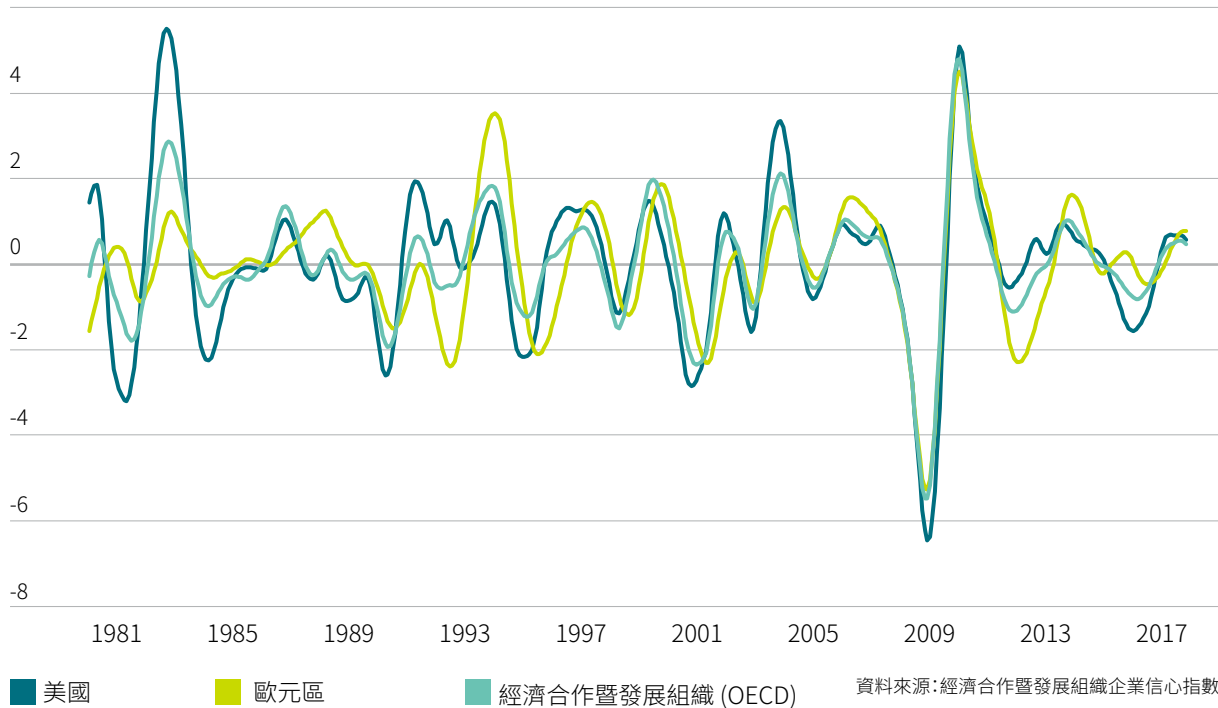
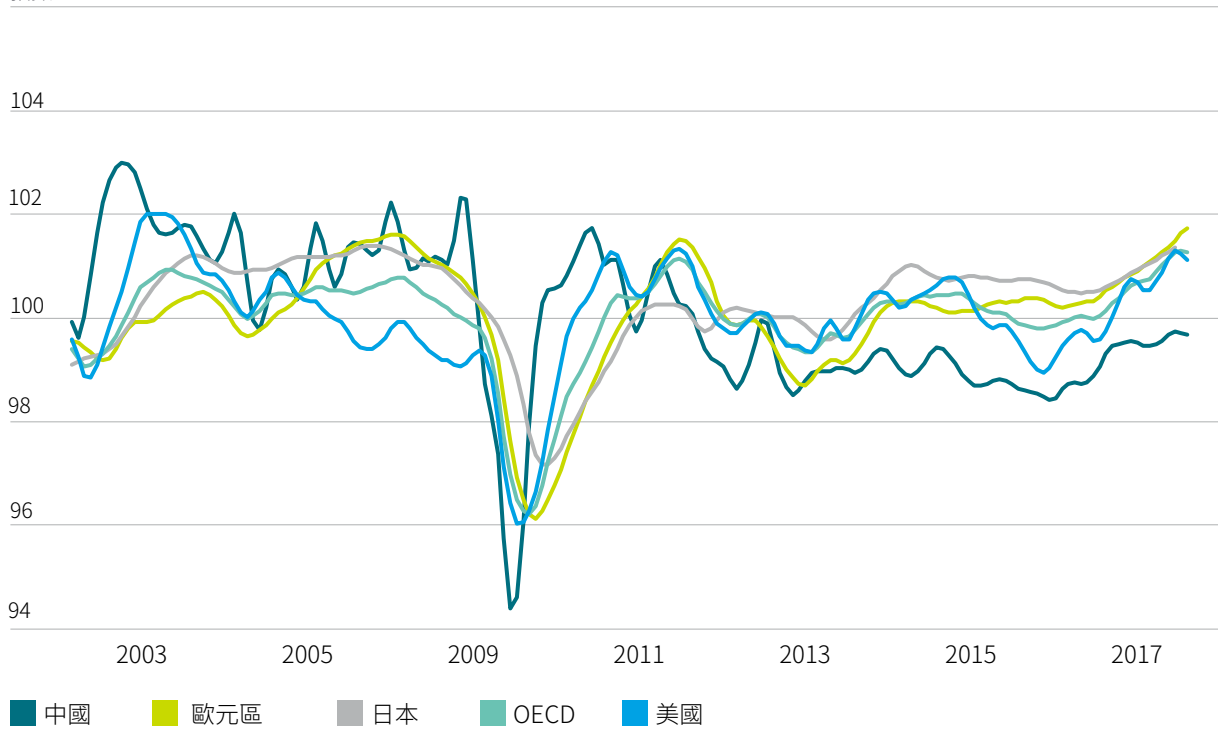


圖1.3:主要經濟體的企業信心指數*

指數



之所以有上述情形，是因為蒙受全球金融危機衝擊的經濟體已恢復正常的經濟活動，特別是企業已重拾信心，並再度樂意承擔風險，因此規模更大的投資活動得以如願進行（見圖1.3）。

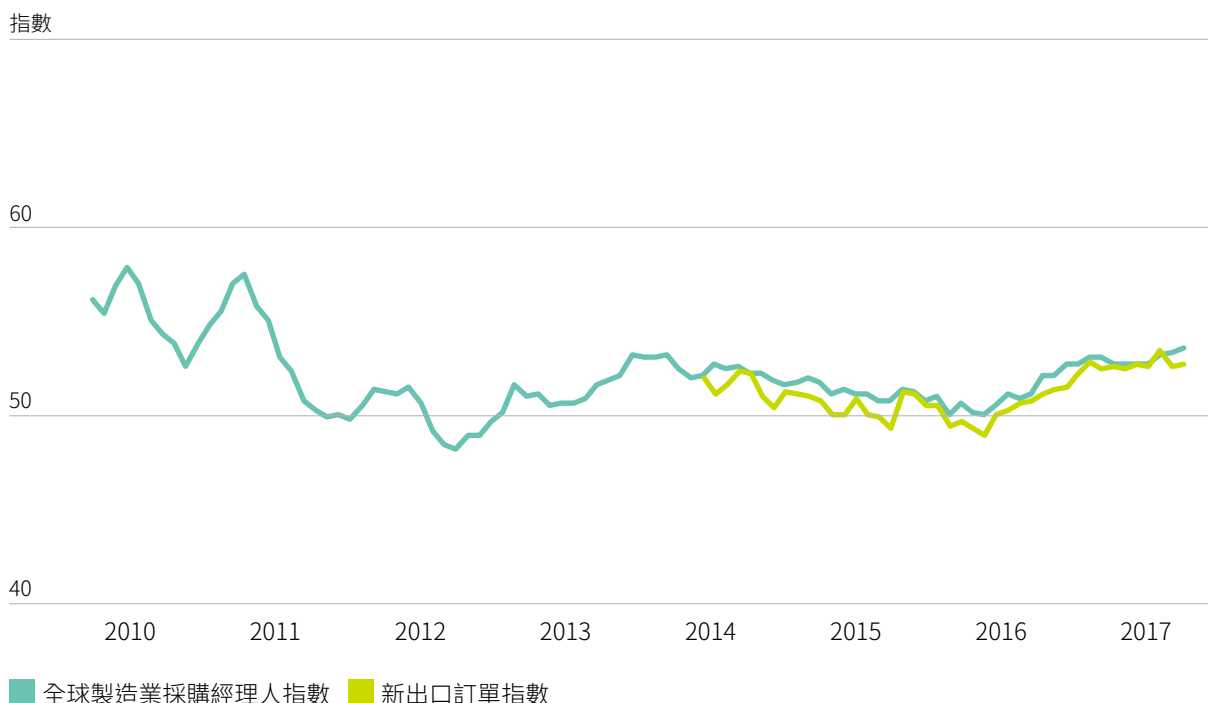
需求及生產漸漸復甦，且以出口需求形式呈現的比例越來越高，全球出口表現低於生產的情形正逐步扭轉當中。

對製造成品的亞洲出口商而言，此乃一大利多。世界貿易組織的相關全球貿易—空運、貨櫃吞吐量、電子貿易及出口訂單—領先指標均一致呈現漲勢，顯見這波全球出口反彈並非曇花一現。全球貿易量持續穩健增加，2017年9月的荷蘭經濟政策分析部(CPB)《全球貿易監控》(World Trade Monitor)較前年同期上升5.1%，並高於2017年8月的4.5%，延續從2016年2月以來的加速增長走勢。整體經濟走勢則自2016年下半年開始持續成長，成長率已非過去不及2%，也不再是2015年與2016年的負成長頹勢。

近期商業條件改善的幅度之大，乃五年來首見，其中回溫的貿易功不可沒。2017年10月的全球製造業採購經理人指數(Global Manufacturing Purchasing Managers' Index)達到53.5，創下2011年5月以來新高（見圖1.4），而新出口訂單分項指數（即未來全球製造業採購經理人指數表現之主要指標）也來到近期高點。

區域經濟的動能正持續累積，馬來西亞、越南、新加坡、韓國、台灣及泰國等以貿易為主的國家受惠最多。出口需求促進製造業生產活動，並連帶刺激相關領域需求（例如港埠、機場、物流）及貿易支援服務（例如貿易金融）。即便在出口依賴度較低的國家與地區，與前年相比的對外出貨量也較為穩定。這點在印度國內便可印證，其在經歷連續兩年出口成長的疲軟後，開始在2017年復甦，預料更將進一步在2018年4月至10月間成長²¹。出口的成長主要來自工程器材、紡織品、藥品及化工產品，而非傳統的大宗商品。

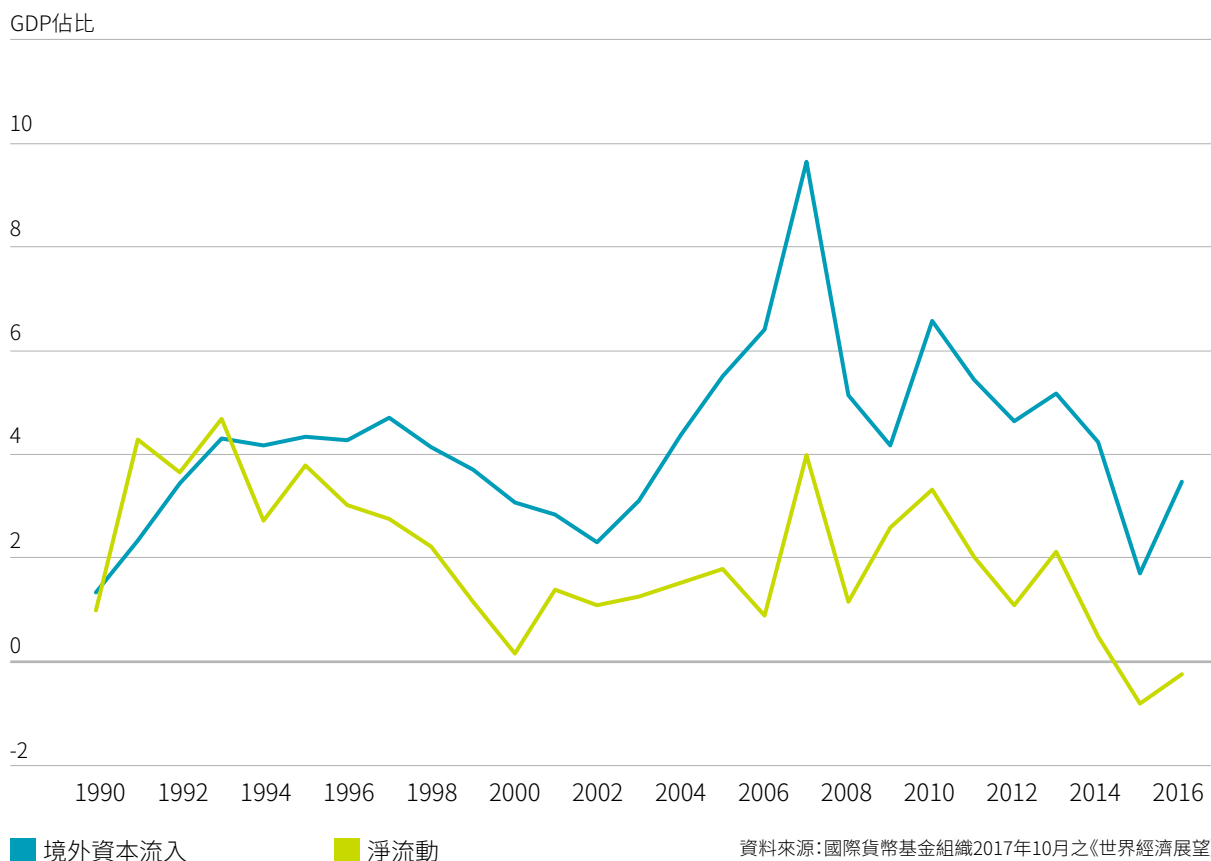
圖1.4: 全球製造業採購經理人指數與新出口訂單



資料來源: CEIC 資料庫

Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

圖1.5:新興市場與開發中經濟體之資本流動



Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

全球金融情勢極度寬鬆,持續推動全球景氣復甦

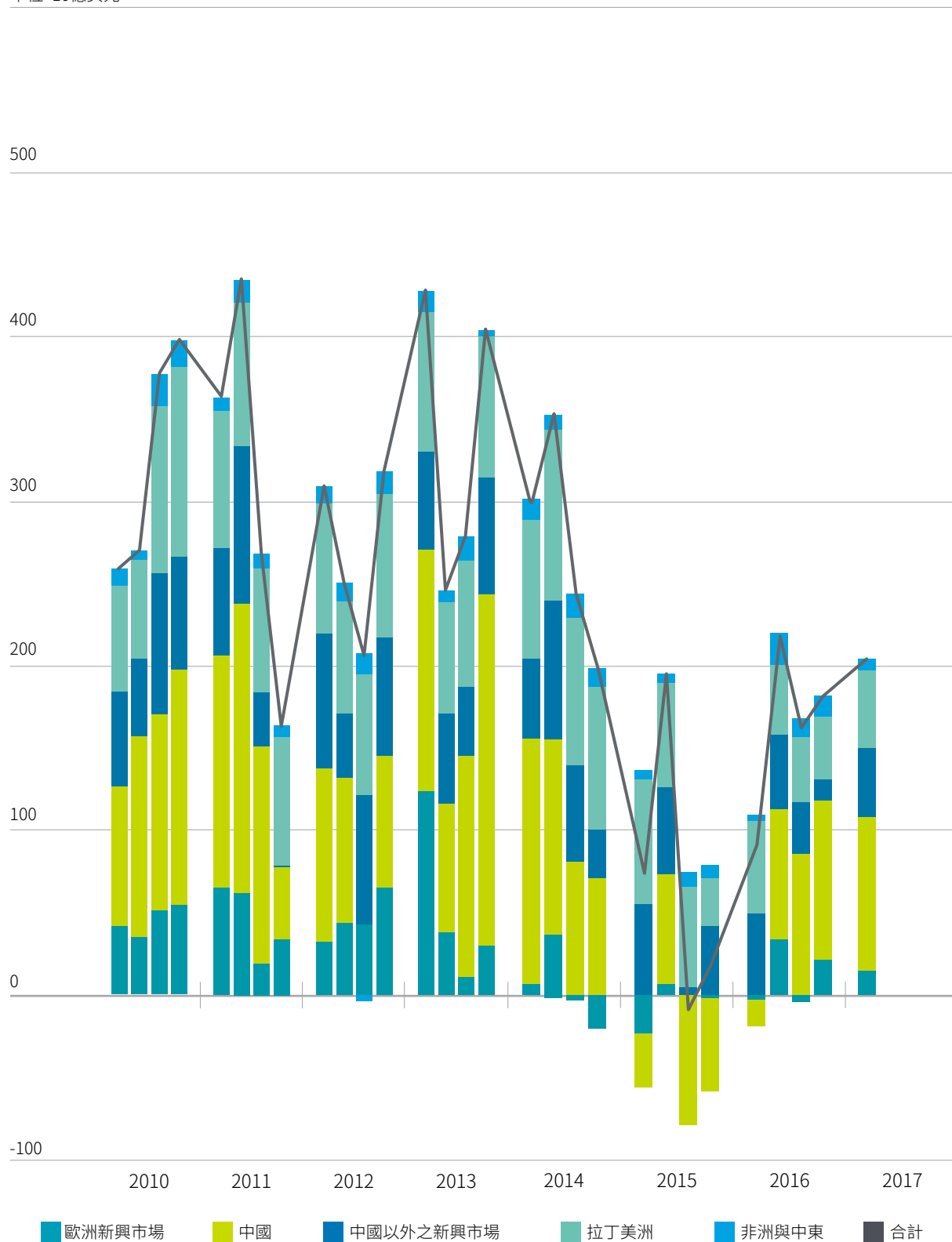
整體而言,全球金融情勢依然維持寬鬆的情勢,主要由於明顯的通貨膨脹壓力尚未出現,股市走強且波動較小。由於利率仍舊偏低(中國除外),因此信貸放款通常不成問題,許多國家的資產市場皆因上述流動性受惠,其也有助於家庭與企業維持資產負債平衡。同時,新興市場與開發中經濟體的資本也已回歸(見圖1.5),且境外資本也依舊充沛(見圖1.6)。

即便經濟活動增加,但物價壓力仍在控制範圍內,使中央銀行得以維持寬鬆貨幣政策,助經濟復甦一臂之力。

整體而言,全球金融情勢依然維持寬鬆的情勢,主要由於明顯的通貨膨脹壓力尚未出現,股市走強且波動較小。

圖1.6:流入新興市場與開發中經濟體的非該區居民資本

單位:10億美元



資料來源:國際貨幣基金組織2017年10月之《世界經濟展望》
Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

跡象顯示私人資本支出將持續增強

投資支出是全球經濟復甦始終欠缺的一環，但跡象顯示其可能重返、加入復甦的行列。此外，亞洲的製造業成品出口對資本支出變化相當敏感，投資支出復甦可望大幅增加全球對亞洲出口的需求。

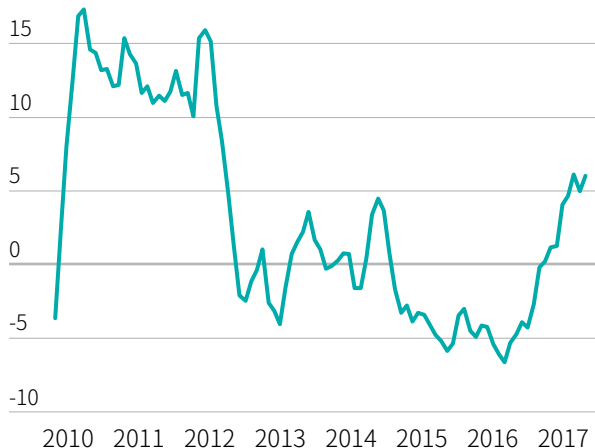
市場觀察到美國核心資本貨物訂單 (core capital goods orders) 增加 (見圖1.7)，而日本中央銀行的《短觀報告》(Tankan survey)²²則指出，日本的產能利用率已創下1991年以來的新高 (見圖1.8)。

自1990年股市泡沫化以來，《短觀報告》首次表示需求已超過日本大型企業的產能。

至於歐元區這個全球的最大進口市場而言，由於信貸條件寬鬆，可為企業投資計畫提供更強的支持力道。²³不僅銀行核發貸款的意願提高，企業信心也與之增加，意味企業貸款擴張事業版圖的意願也進而上升。歐元區的經濟信心指數近期攀升至114.2，達到2001年1月以來的新高。²⁴

圖1.7: 美國核心資本貨物新訂單

3個月移動平均線；每年同期的百分比變化



資料來源: CEIC 資料庫、聯邦儲備經濟資料

Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

尤其半導體下單及聯準會科技脈動指數 (Tech Pulse index) 等科技貨物需求指標也處在多年來的高點 (見圖1.9)，足見結構上已具備全新的成長動力。新興科技如雨後春筍般興起 (例如資料分析、人工智慧及物聯網)，造成各類東亞製造的電子產品元件需求激增。全球對科技產品的需求上揚也可能促使流入印度的外資增加，尤其政府又標榜「印度製造」及「數位印度」等計畫，使得印度的能見度逐漸提高。

此外，全球經濟尚有潛在力量運作，強化投資實質上的增加。

- 美國在12月所通過的稅收法案著重大幅減免美國企業的租稅，因此應有助增加投資。

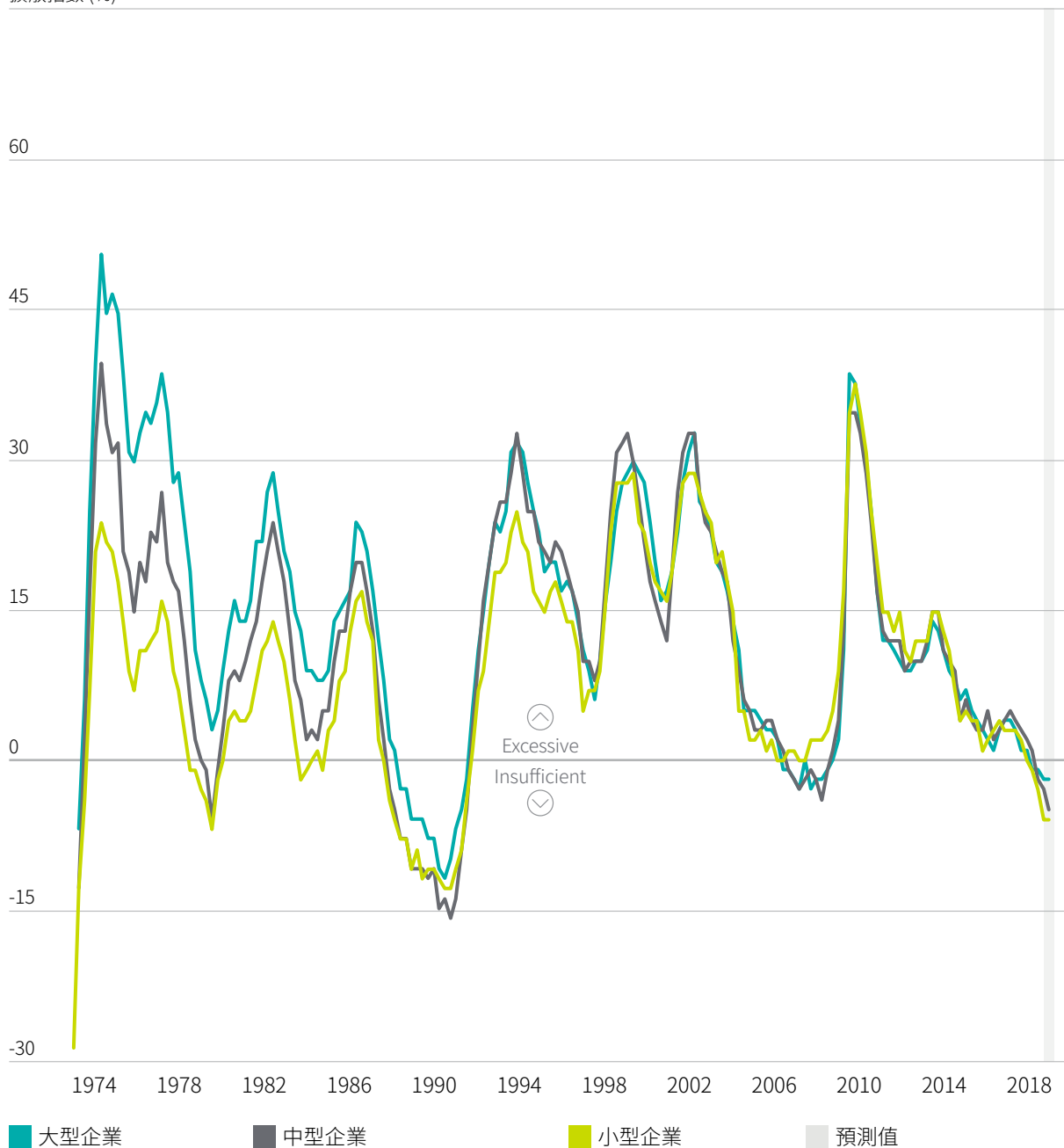
- 隨著中共十九大圓滿落幕，地位穩固的中國國家主席習近平將持續推動「一帶一路」，刺激東南亞與中亞經濟體的基礎建設需求，該計畫將為合作區域提供啟動大型基礎建設計畫所需的支援。

全球經濟即將進入新投資週期，為反彈力道提供衝勁。投資支出在短期內的加乘效應較為顯著，且透過提高產能的方式，更可促成長期成長。而對比由消費者需求所驅動的成長，資本支出所帶動的成長對貿易的影響更為明顯。

2018年的經濟前景確實有許多值得期待之處，但有鑑於往年變化莫測的情勢，我們仍應考量各種可能性，除了應檢視已知的潛在風險，也需判斷哪些風險事件有較高的發生率。這也正是本期報告第二章「考量風險因素：未雨綢繆2018年」的主旨。

圖1.8:日本製造業產能

擴散指數 (%)

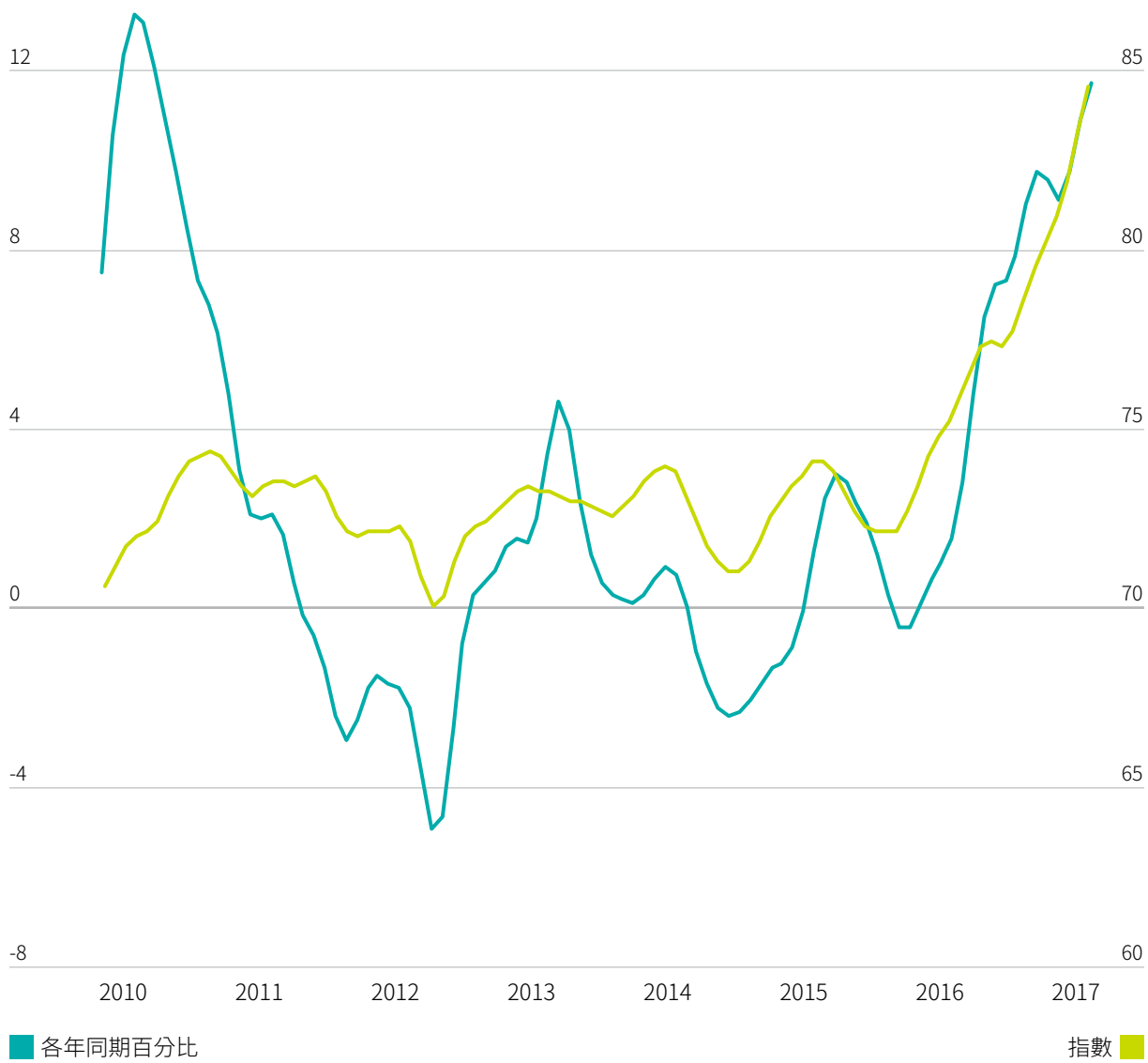


資料來源: 日本中央銀行2017年10月之《短觀報告》
Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

圖1.9:美國聯準會科技脈動指數

每年同期的百分比變化

指數



資料來源:由Centennial Asia Advisors使用CEIC資料庫的資料計算而得,聯邦儲備經濟資料

Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

- 1 International Monetary Fund 2017, "Regional Economic Outlook," October 2017, <http://www.imf.org/en/Publications/REO/APAC/Issues/2017/10/09/areo1013>
- 2 Ibid
- 3 Dr. Irwan Shah Zainal, 2017, "Najibnomics looks at bigger picture," November 2017, <https://www.nst.com.my/opinion/columnists/2017/11/301572/najibnomics-looks-bigger-picture>
- 4 *The Jakarta Post*, "Policy reforms to make business easy and boost growth," November 2017, <http://www.thejakartapost.com/adv/2017/08/30/policy-reforms-to-make-business-easy-and-boost-growth.html>
- 5 Bank Negara Malaysia, "Deputy Governor's Remarks at the Meeting of Central Bank and Monetary Authorities of the Organisation of Islamic Cooperation Member Countries: "Malaysia's Experience in Macroprudential Policies and Insights on Financial Inclusion," 2014, http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_speech&pg=en_speech&ac=535&lang=bm, accessed November 29, 2017
- 6 *The Star*, "Palm oil output down on El Nino," September 2016, <https://www.thestar.com.my/business/business-news/2016/09/17/palm-oil-output-down-on-el-nino/>, accessed November 26, 2017
- 7 Luedi, J., "An extreme drought is wreaking havoc in Thailand," 2016, <http://www.businessinsider.com/extreme-drought-problematic-for-thailand-2016-1/?IR=T>, accessed November 26, 2017
- 8 IMF, "Article IV Consultation: People's Republic of China," October 2017, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/08/15/People-s-Republic-of-China-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-45170>, accessed November 18, 2017
- 9 *Times of India*, "India jumps 30 places in World Bank's ease of doing business rankings," October 2017, <https://timesofindia.indiatimes.com/business/india-business/indias-jumps-30-places-in-world-banks-ease-of-doing-business-rankings/articleshow/61360578.cms>, accessed January 10, 2018
- 10 Ministry of Communications and Information, "The CFE Report – 7 Strategies," 2017, <https://www.gov.sg/microsites/future-economy/the-cfe-report/7-strategies>, accessed November 26, 2017
- 11 Prime Minister's Office, "Formation of The Smart Nation and Digital Government Group in the Prime Minister's Office," 2017, <http://www.pmo.gov.sg/newsroom/formation-smart-nation-and-digital-government-group-prime-minister%E2%80%99s-office>, accessed November 26, 2017
- 12 Languelin, O., "Thailand 4.0, What Do You Need To Know?," 2017, <https://www.thailand-business-news.com/economics/54286-thailand-4-0-need-know.html>, accessed November 26, 2017
- 13 *The Jakarta Post*, "Policy reforms to make business easy and boost growth," 2017, <http://www.thejakartapost.com/adv/2017/08/30/policy-reforms-to-make-business-easy-and-boost-growth.html>, accessed November 26, 2017
- 14 Presidential Regulation no.44, "Lists of business fields that are closed to and business fields," 2016, http://www5.bkpm.go.id/images/uploads/prosedur_investasi/file_upload/REGULATION-OF-THE-PRESIDENT-OF-THE-REPUBLIC-OF-INDONESIA-NUMBER-44-YEAR-2016.pdf, accessed November 26, 2017
- 15 The World Bank, "Economy Rankings," 2018 <http://www.doingbusiness.org/rankings>, accessed 12 January 2018
- 16 Paz, C. D., "New list of investment areas off-limits to foreigners now on Duterte's desk," 2017, <https://www.rappler.com/business/187650-philippines-foreign-investment-negative-list-duterte-review>, accessed November 26, 2017
- 17 *Reuters*, "China to build \$4bn industrial park in PNG," December 2016, <https://www.reuters.com/article/china-papua-investment/china-to-build-4-bln-industrial-park-in-papua-new-guinea-idUSL4N1E82EN>, accessed November 26, 2017
- 18 Committee for Acceleration of Priority Infrastructure Delivery, N.D., "List of 37 KPPIP Priority Projects," <https://kppip.go.id/en/priority-projects/>, accessed November 26, 2017
- 19 Land Transport Authority, Kuala Lumpur-Singapore High Speed Rail, 2017, <https://www.lta.gov.sg/content/ltaweb/en/featured-projects/hsr.html>, accessed November 26, 2017
- 20 Lagarde, C., "A Time to Repair the Roof," October 2017, <http://www.imf.org/en/news/articles/2017/10/04/sp100517-a-time-to-repair-the-roof>, accessed November 26, 2017
- 21 CEIC Data and Deloitte Analysis
- 22 Bank of Japan, "Tankan Summary," September 2017, <https://www.boj.or.jp/en/statistics/tk/gaiyo/2016/tka1709.pdf>, accessed November 2017
- 23 European Central Bank, "Results of the October 2017 euro area bank lending survey," 2017, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.pr171024.en.html>, accessed November 26, 2017
- 24 European Commission, "Business and consumer survey results," October 2017, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/esi_2017_10_en.pdf, accessed November 26, 2017



未雨綢繆

掌握2018年風險因子

《亞洲之聲》的團隊看好亞太地區未來經濟表現。亞洲各國與各地區2017年經濟成長超乎預期，並摩拳擦掌邁向2018年。

在本期《亞洲之聲》的首章「裡應外合：亞洲精益求精之契機」中，內文概述全球需求穩定復甦及金融情勢緩和兩者對於亞洲經濟成長的助益，不過持續成長仍有賴亞太地區各經濟體一同挑起重擔，發揮景氣復甦的最大效益。

亞太地區許多經濟體已踏上結構改革之路，部份經濟體甚至已熬過陣痛期、進入收割階段。

由此看來，2018年亞洲經濟前景持樂觀發展絕非難事。然而，市場也必須了解未來潛在的風險為何。本期報告提出2018年需關注重點事項：

- 私人企業 (private sector) 負債漸增將衍生一些問題：
 - 澳洲及韓國家庭資產負債偏向高度槓桿化進而產生風險。
 - 某些中資企業債務與影子銀行 (shadow banking) 的潛在不良影響，將可能使「明斯基時刻」 (Minsky moment) 重現²⁵。
- 地緣政治緊張情勢如持續升溫，恐產生重大外部動盪。

本期報告就上述風險詳加探討，但不會因此認定風險已近在眼前。實際上，本期報告認為亞太地區經濟體相較過往已取得較有利的位置，具備防範外部衝擊的能力，不過並非所有風險皆來自於外部，因此政府機關應小心為上，才能化險為夷。

本期報告認為亞太地區經濟體相較過往已取得較有利的位置，具備防範外部衝擊的能力。

私人企業負債逐漸增加

2008年爆發金融危機使得全球流動性風險偏高，並導致債台高築的窘境，而這個問題成為本期報告中各國所指的頭號風險。政府債務問題增加的原因，部分起因於後金融危機時期 (post-crisis) 經濟衰退，以及政府全力扶持以穩定金融市場等政策 (見圖2.1)。金融危機後的十年裡，財政永續 (fiscal sustainability) 議題已獲得各界關注。

即便對日本、澳洲等多數政府而言，其首要之務向來是使財政狀況轉趨穩定，但本期報告認為，非金融類私人企業 (non-financial private sector (不含金融業的非政府部門) 債務日益高漲，恐將是短期經濟問題的病灶。由於企業與家庭資產負債高度槓桿化，因此非金融類私人企業在面對衝擊時將不堪一擊。經濟體的脆弱程度，取決於債務形成原因及金融體系是否健全。²⁶在澳洲、中國及韓國等地，債務已流向房地產市場，引發市場對房產價格泡沫化的憂慮。後文將深入探討此議題。

短期而言，地緣政治情勢日益緊繃且保護主義聲浪高漲，皆可能觸發上述的經濟問題。這類風險原雖難以掌握，但政局緊張情勢尚不至於在一夕之間驟升。

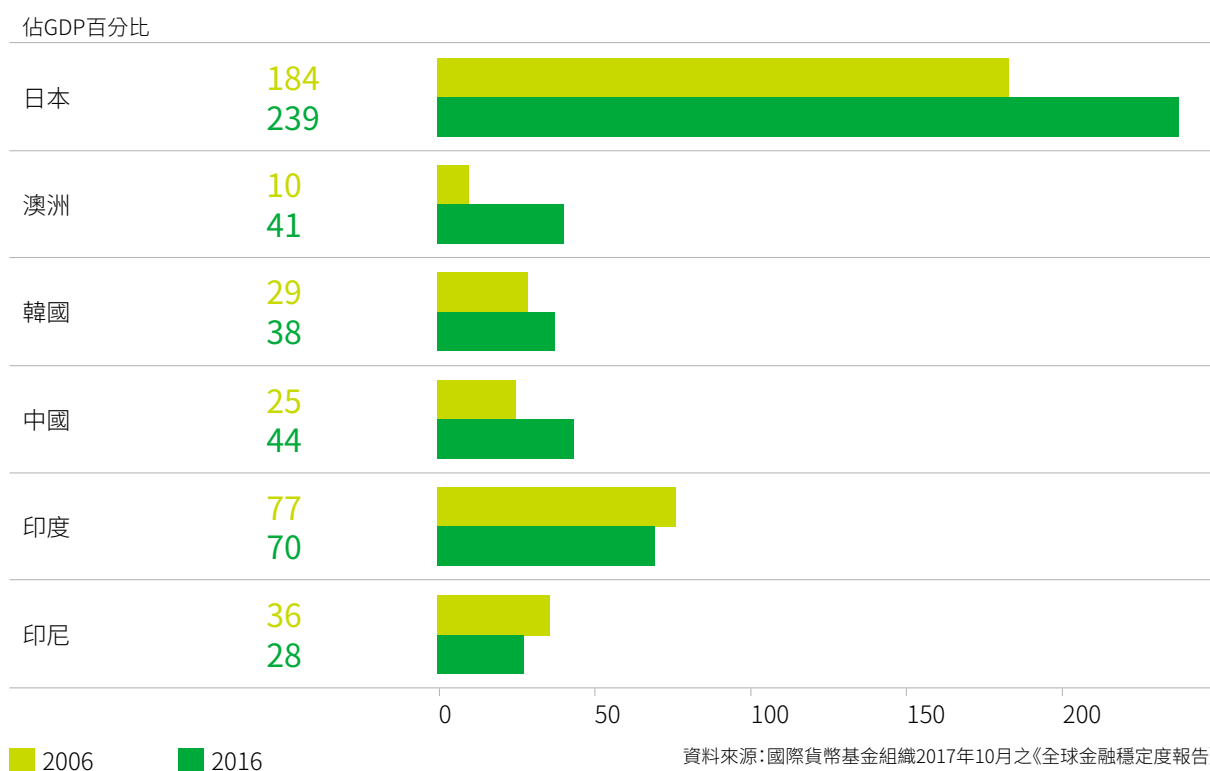
2008年金融危機爆發後，各界放寬融資條件，亞太某些地區大型經濟體的家庭 (見圖2.2) 與非金融性企業 (見圖2.3) 之債務均因此大幅增加。

澳洲、中國及韓國家庭債務上升的跡象最為明顯。由於負債程度高低有別，因此積欠債務不一定是負面的、不應就此鑽牛角尖，但市場反須掌握貸款資金的流向。舉例而言，市場是否活用該筆貸款資金？又是否有助開創未來收入？普遍而論，2008年金融危機後，市場逐漸朝向槓桿化經營，有助在景氣低迷之際支撐整體需求。

儘管如此，債務人的負債程度升高將使其對利率更為敏感。目前的利率雖然低，但眼見利率回穩，債務人的負擔將更顯沉重。債務利息支付問題恐在金融體系中掀起更大的信貸危機，並可能對實體經濟產生影響。中國非金融類私人企業的債負比率 (debt service ratio) 相較2008年金融危機以前，幾乎達到雙倍成長 (見圖2.4)；澳洲與韓國的債負比率自21世紀初便開始上漲，但十年以來，即便債務仍大幅攀升，但基本上兩國的債負比率維持平盤。

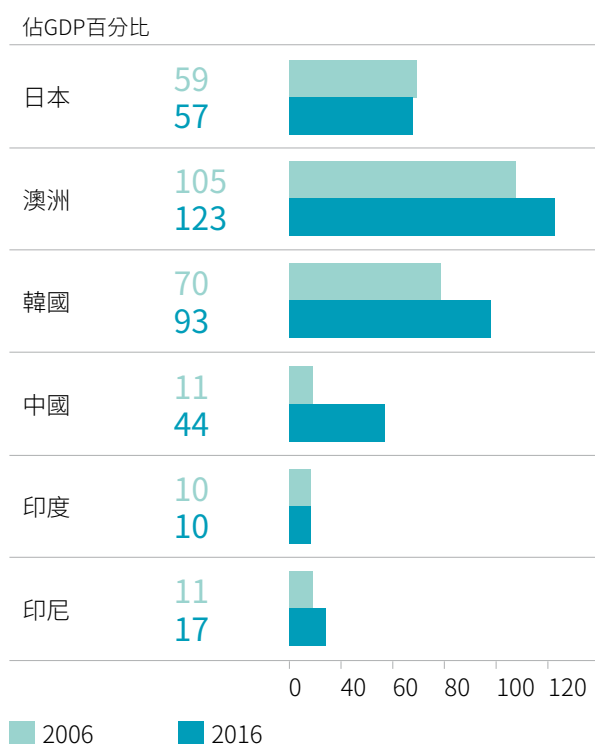
2008年爆發金融危機使得全球流動性風險偏高，並導致債台高築的窘境，而這個問題成為本期報告中各國所指的頭號風險。

圖2.1:政府整體債務



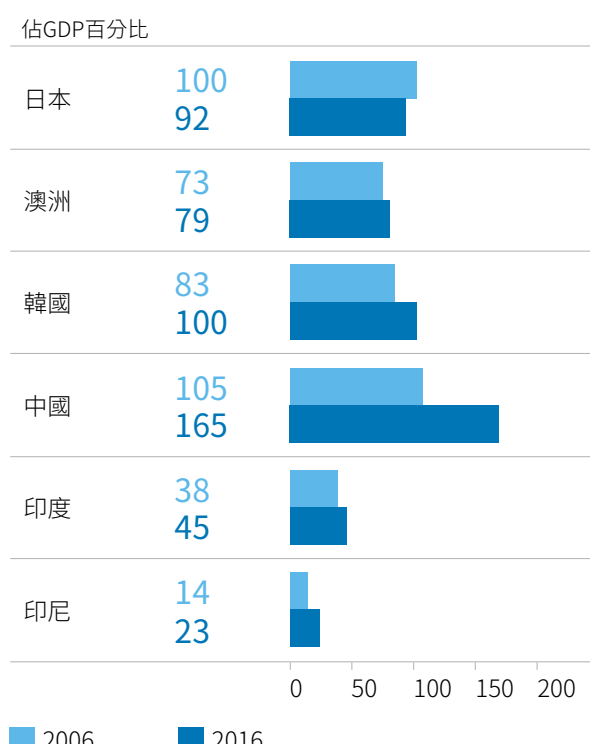
Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

圖2.2:家庭整體債務



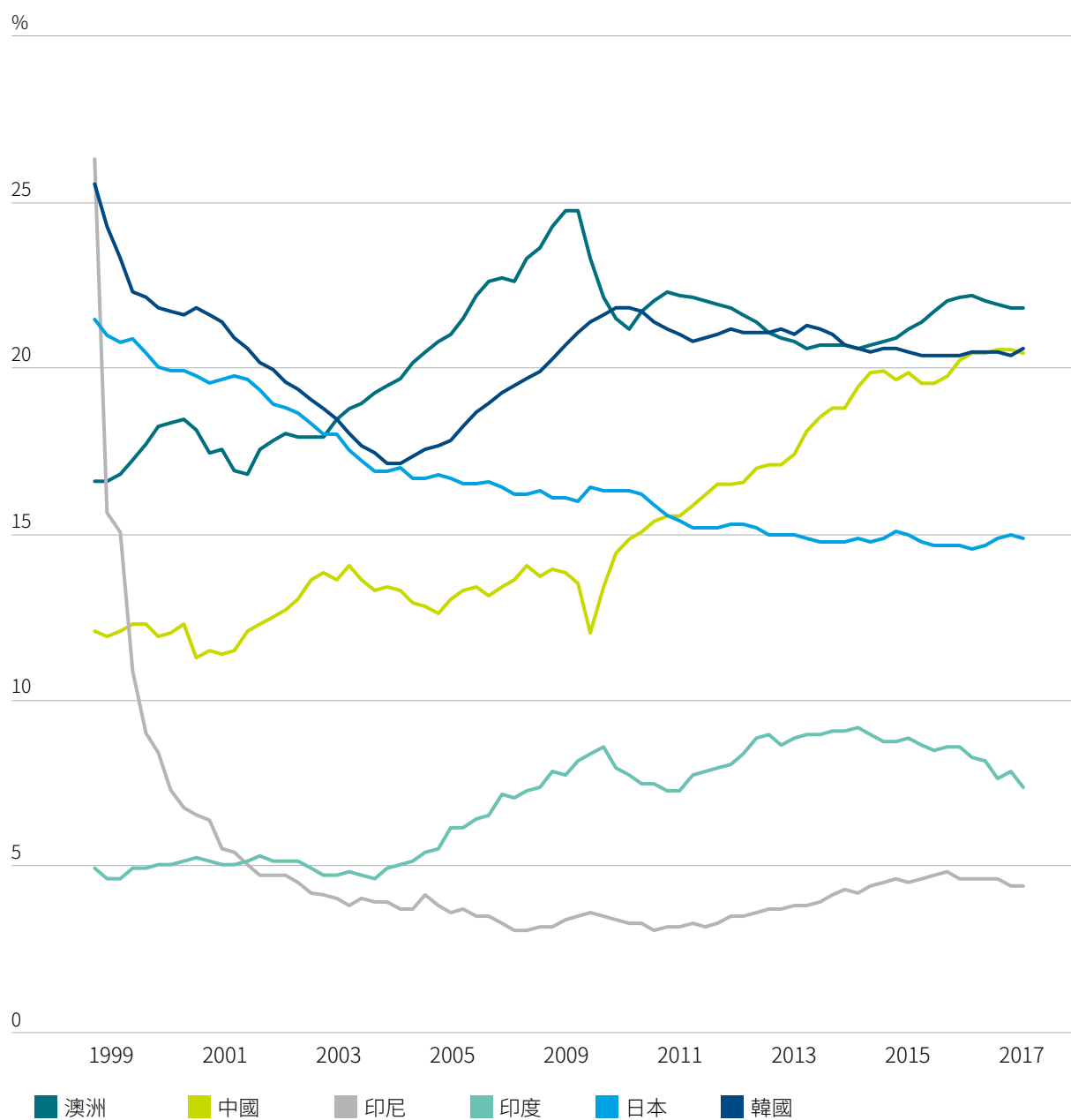
Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

圖2.3:非金融性企業整體債務



Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

圖2.4:非金融類私人企業之債負比率*



資料來源:國際清算銀行(Bank for International Settlements)

*債負比率計算方式:根據現有債務總量平均利率,求得分期貸款的固定償債成本,後除以收入。

*截至2017年6月

Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

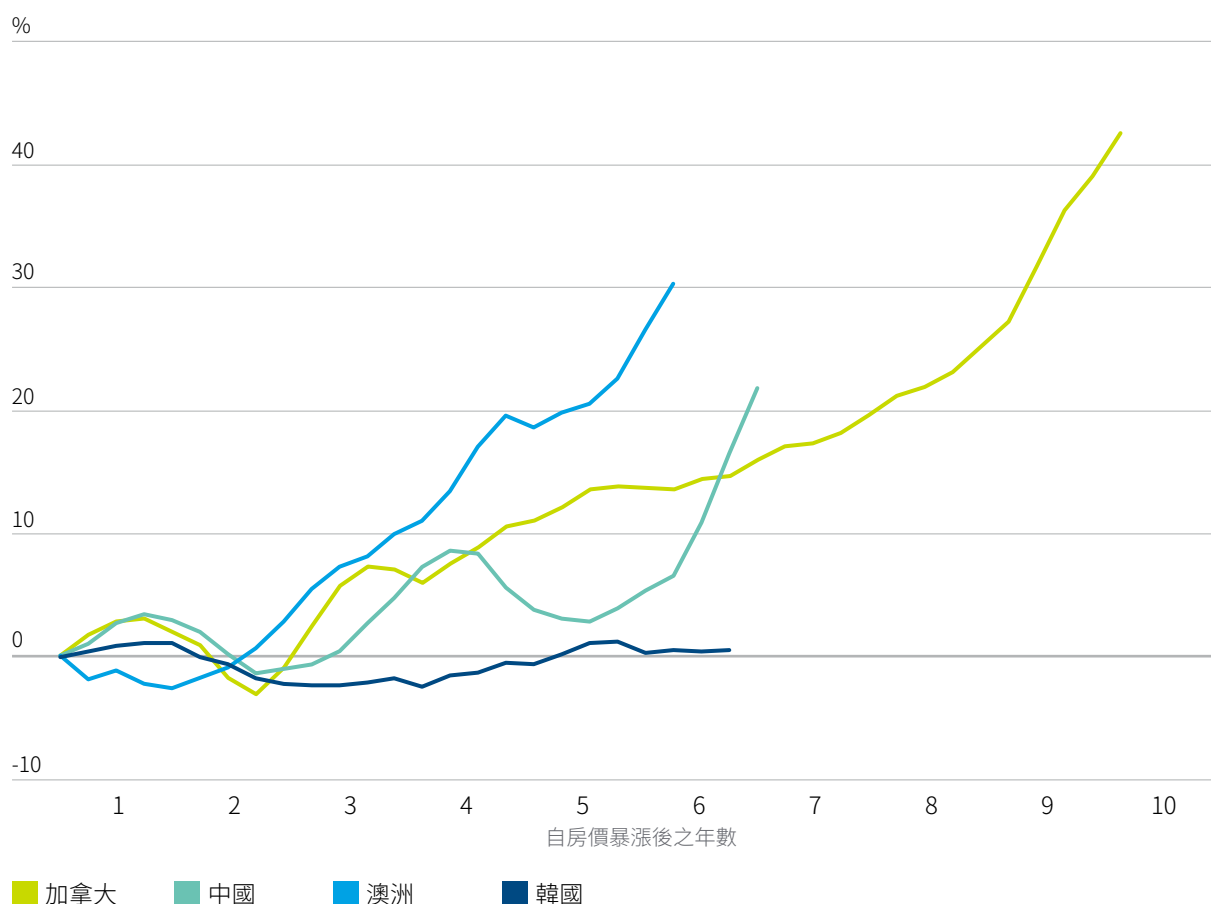
澳洲與韓國家庭資產負債高度槓桿化

近來借款成本創下歷史新低使家庭債務增加，且適逢家庭風險胃納 (risk appetite) 議題重新受關注，房屋需求進而上漲並連帶拉抬房價，使不動產所有權人可從中獲得更多抵押借貸額度、從事更多借款行為。但上述消費情形恐產生「非理性繁榮」(irrational exuberance)，並使資產價格泡沫化，導致家庭資產負債暴露於價格驟跌的風險之中。若家庭資產負債的資金由銀行提供，銀行體系與實體經濟恐因價格大幅盤整而深受其害。

就整體走勢而言，澳洲與中國的房價皆已顯著上漲(見圖2.5)，但兩國房市價格大幅盤整的風險，端視基本供需法則是否得以維繫市場而定。

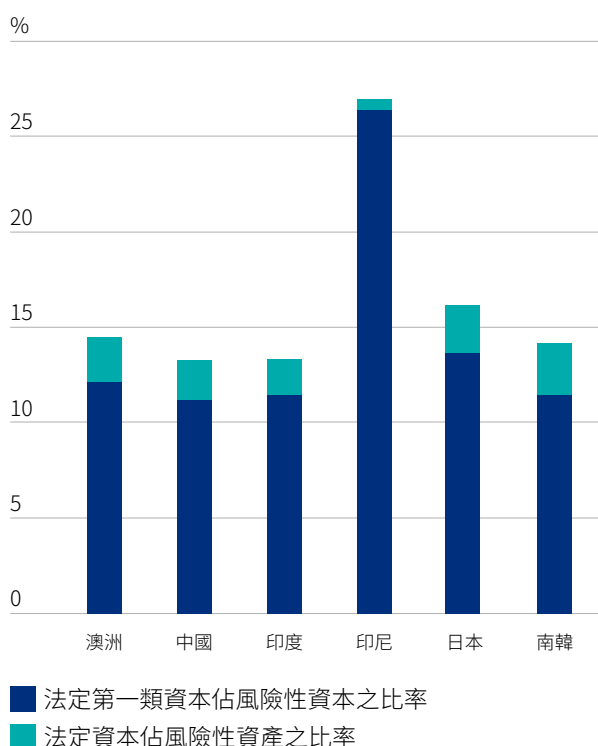
澳洲因市場需求猛烈，加上人口成長及國內外投資推波助瀾，四年來房價漲勢未歇。於此同時，雪梨等主要市場的供給尚未跟上漲勢；此外，融資標準嚴格且監管機關態度審慎，不僅控管風險、更以宏觀審慎的措施管理之。因此，該領域資本充足且貸款品質健全(見圖2.6及圖2.7)。

圖2.5: 實質房價累進成長率



資料來源：國際貨幣基金組織2017年10月之《全球金融穩定報告》
 Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

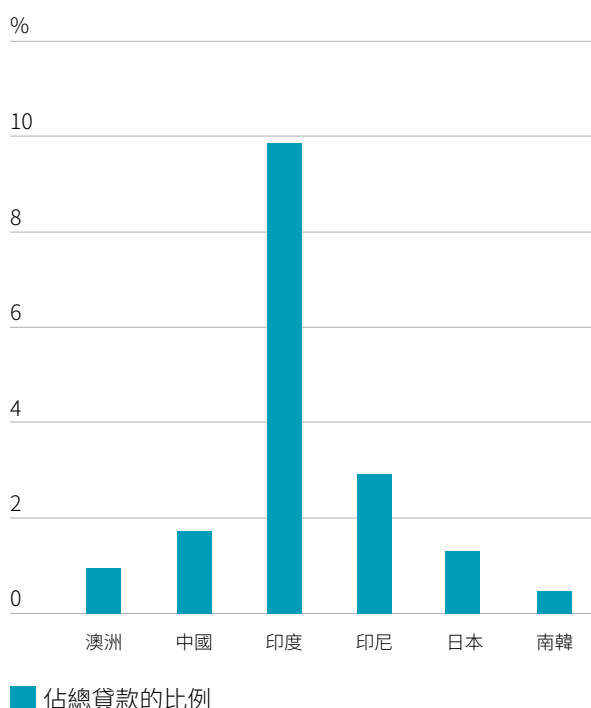
圖2.6:收受存款機構之資本適足率



資料來源:國際貨幣基金組織金融健全指標
 附註:澳洲資料為截至2017年第一季;中國資料為截至2016年第二季;印度資料為截至2017年第二季;印尼資料為截至2017年;日本資料為截至2017年第一季;韓國資料為截至2014年

Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

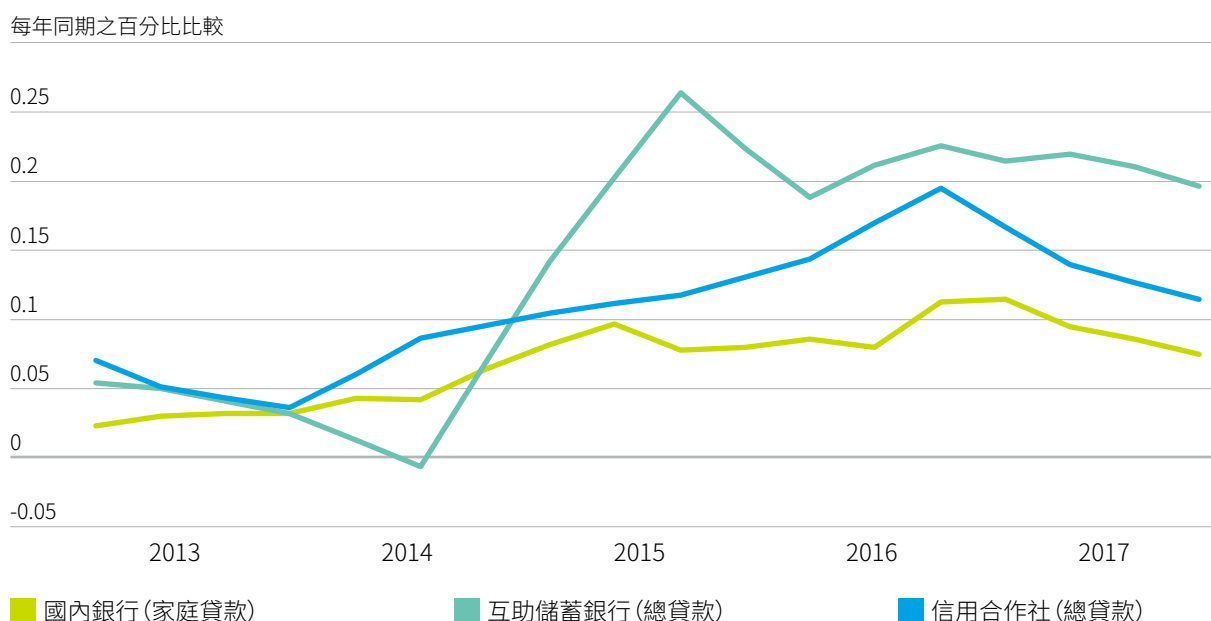
圖2.7:收受存款機構之逾期放款佔放款總額比率



資料來源:國際貨幣基金組織金融健全指標
 附註:澳洲資料為截至2017年第一季;中國資料為截至2016年第二季;印度資料為截至2017年第二季;印尼資料為截至2017年;日本資料為截至2017年第一季;韓國資料為截至2014年

Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

圖2.8:銀行、互助儲蓄銀行、信用合作社之貸款成長率



資料來源:Deloitte金融監理服務統計
 Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

澳洲眾家銀行雖看似暴露於房貸風險下，但重點銀行壓力測試結果顯示，各家銀行仍有足夠彈性因應重大衝擊。整體而言，即使雪梨與墨爾本（房價略低於雪梨）兩地的房價在近月內下跌，本期報告認為短期內應不至於發生價格大幅盤整的狀況；然而，家庭資產負債高度槓桿化依舊是市場隱憂。

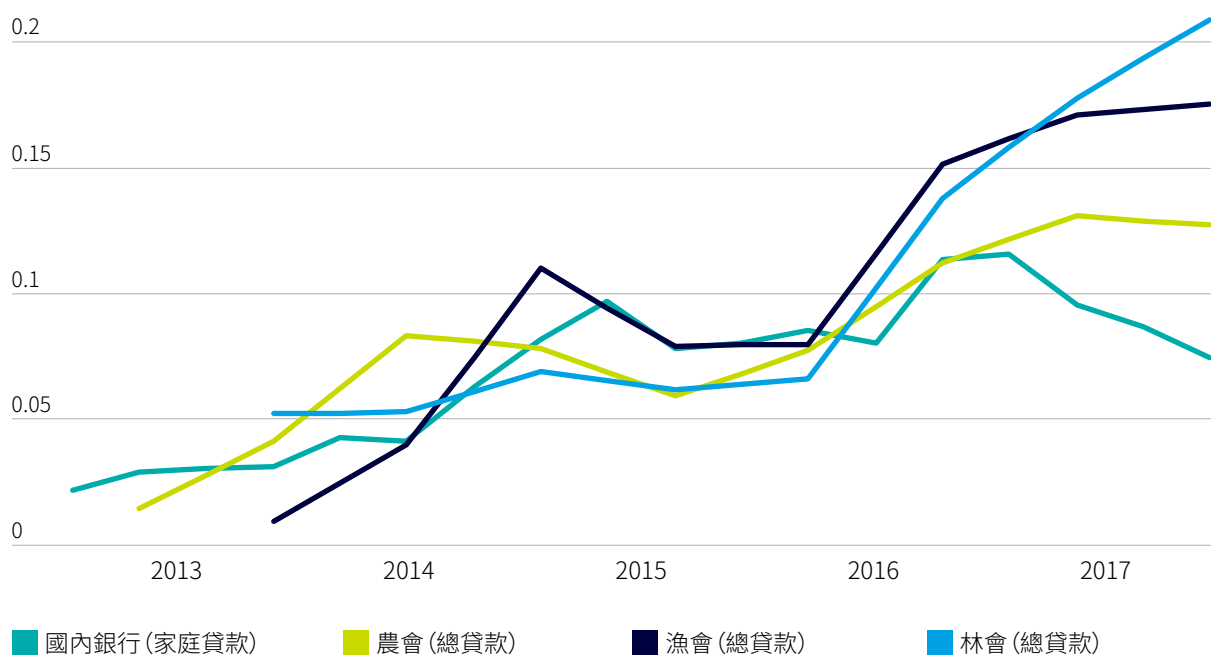
南韓房價上漲的現象傾向於大城市中的特地地區，例如首爾公寓平均房價於過去四年已成長超過20%。²⁷韓國國內家庭負債比率在G20先進國家中名列前茅，²⁸而家庭資產負債則相對健全。

同一時間，韓國政府為穩定城市內部房地產市場，因而制定更加嚴峻的放貸條件，並調升資本利得稅。此外，自2011年起，監管較為寬鬆的非銀行金融機構所放行的家庭貸款已超越銀行，²⁹政府機關也因而須拿捏大量家庭信貸所招致的影響。

過去四年間，非銀行金融機構核發家庭貸款的成長速度是銀行的1.5至2倍（見圖2.8及圖2.9）。³⁰

圖2.9：銀行與合作社之貸款成長率

每年同期之百分比比較



資料來源：Deloitte金融監理服務統計
Deloitte Insights | Deloitte.com/Insights

中國政府固然應保有戒心，但目前無市場將在2018年出現巨幅盤整的徵兆。

中資企業債務與影子銀行

中資企業債務攀升起因於信貸放款偏易所致，而鑒由於利率及市場波動雙雙較低，企業借貸的負擔也較輕。2008年金融危機爆發後的擴張性貨幣政策，乃為鼓勵企業擴大投資規模所定，此外，中國非金融性企業債務上升的原因多半來自國營企業 (state-owned enterprise) (見圖2.10)。

債務迅速積欠的現象引起諸多關切，根據國際貨幣基金所述，短期批發融資 (wholesale funding) 使用率上升，連同影子銀行及中小型銀行在調升信貸過程中所發揮的重要影響力，皆已「降低中介機構之透明度、增加使用非穩定性短期融資，並提高流動性壓力 (liquidity stress) 敏感度」(見圖2.11)。³¹

中國人民銀行行長周小川近來對於中國可能面臨「明斯基時刻」(Minsky moment) 而發出警告，並表示：「如果經濟中的順周期因素過多，會導致市場過度樂觀並造成矛盾，累積到一定時候將出現『明斯基時刻』(Minsky moment)，我們須重點防止這種劇烈調整的情況發生的。」³²

然而，中國的現狀與1990年代早期曾遭逢「明斯基時刻」(Minsky moment)的日本大為不同。當時，日本必須面臨不動產與股票市場泡沫雙重破滅的殘局。聚焦中國其對於都市房價上漲(見圖2.5)及債務水平、償債負擔上漲(見圖2.4)的疑慮從未散去，政府機關對上述金融體系危機了然於心，並埋首採取對策，以緩和目前經濟失衡的問題。同時，中國政府也擁有充足的財政緩衝空間，國內經濟成長也四平八穩，且銀行業的資產品質相對健全。(見圖2.6及圖2.7)

中國政府固然應保有戒心，但目前在2018年仍無出現巨幅盤整的徵兆。而中國政府如欲成功平衡財務穩定度風險，必須面臨信貸條件趨嚴而過度拖累經濟活動的衝擊。長期而言，國營企業去槓桿化不失為一線契機，市場可趁機汰除表現不佳且不利於競爭的企業。同時，對永續發展而言，延續金融業自由化、開闢經濟成長資源等深具意義的改革也實為重要之舉。

圖2.10:中國債務總值

佔GDP百分比

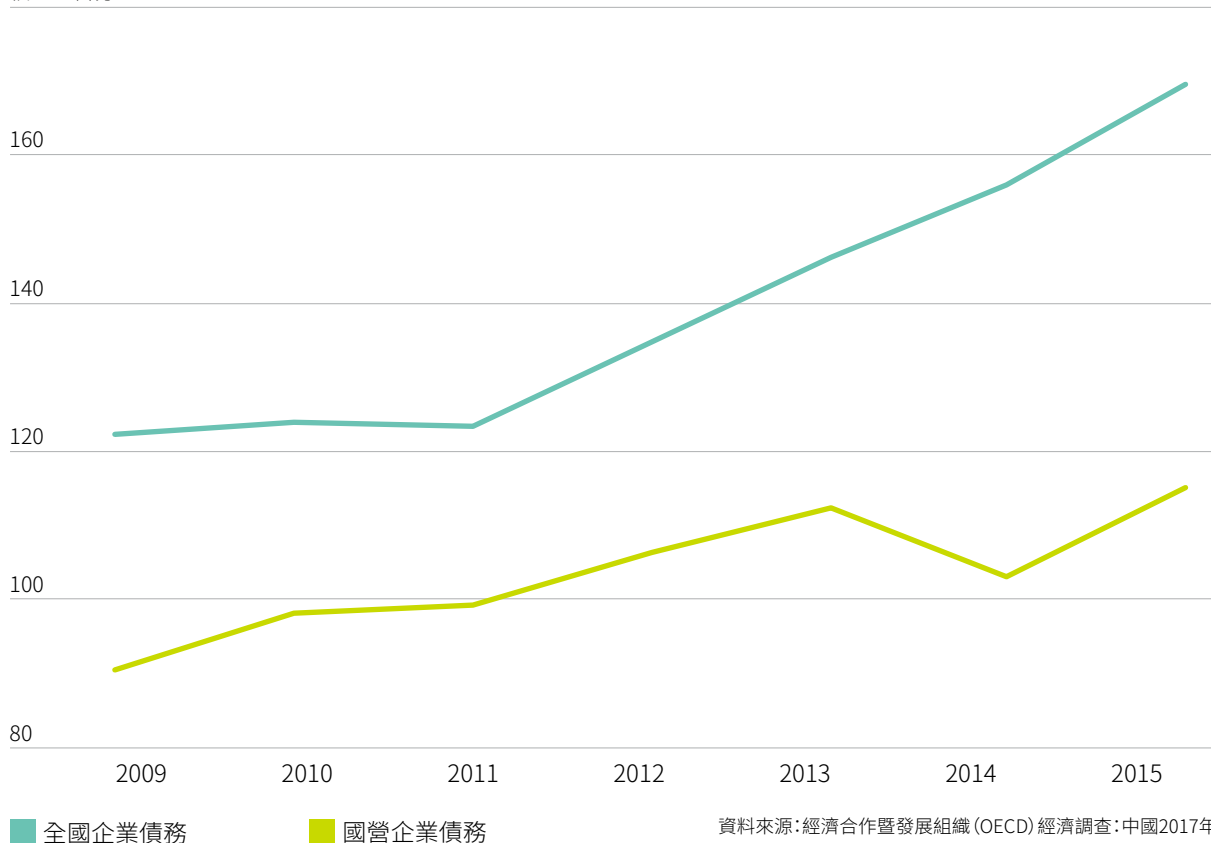
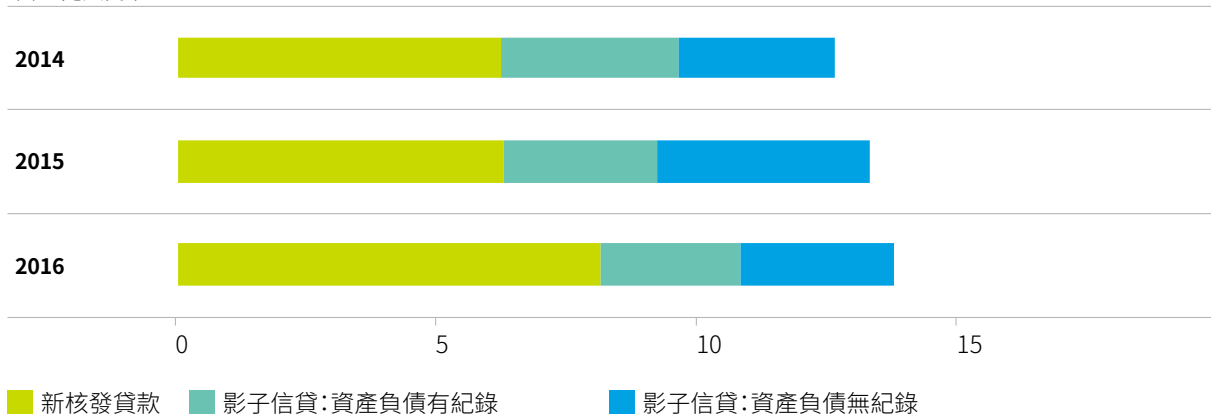


圖2.11:私人非金融業信貸之淨增值

單位:兆人民幣



地緣政治緊張局勢逐漸升溫

全球各地充斥著保護主義氣氛，對亞太經濟而言是一大隱憂。美國已宣布將以「美國優先」(America First)的貿易政策為前提，重新審視既往自由貿易機制的影響。美國貿易代表署(US Trade Representative)現正針對中國智慧財產權及技術移轉規範展開調查，再度沉重打擊中美貿易關係。即便美國在2017年實際解決雙邊貿易失衡的行動不多，但此局勢卻可能在2018年11月期中大選前完全改觀。另一方面，即使赤字僅是總體經濟條件與其影響之普遍性產物，美國政府仍為消弭雙邊貿易赤字，對貿易協商開出極高要求，使其貿易夥伴難以聚首談判。

美國建立貿易壁壘的衝擊將令貿易夥伴十分有感，這項作法不僅使與美國有鉅額貿易順差的中國、日本及韓國等國家及地區受到影響，馬來西亞、泰國及越南等製造業銷往美國佔GDP比重較大之國家，也將遭受池魚之殃。美國反其道而行顛覆數十年來貿易自由化進程的作法，對自身及其貿易夥伴將造成影響，若他國進而訴諸反應行動，情況無疑將雪上加霜。

在美國財政部於2017年10月所發布的貨幣報告中，雖未將中國列為匯率操縱國(currency manipulator)，但中國仍在貨幣「觀察名單」中。中美之間的緊張關係從言辭交鋒，升溫至適得其反的政策措施，所衍生的風險令人惴惴不安，而全球持續復甦的經濟，更恐因貨幣戰爭而重挫。不過，美國近期強化相關政策的機率甚低，由於美國政府期盼中國可在北韓議題上共同採取強硬立場，故其對中國政府祭出的行動可能稍放緩。

通盤考量亞洲地區情勢，北韓軍事危機直上不下，如掀起全球趨避風險的風潮，未來可能造成資本逆流的問題。軍事衝突一旦成真，恐將導致參戰國家人員大量傷亡，硬體建設嚴重毀損，不僅韓國身陷其中，日本與中國也可能遭受波及，有鑑於目前國際及中國對北韓所施加的經濟制裁已轉趨嚴厲，此舉可望降低以武力威脅突破對峙僵局的可能性。

緊張局勢升溫可能動搖企業與消費者信心，成為經濟動盪的來源。誠如前文所述，由於亞洲主要經濟體的債務水平極高，因此草木皆兵的局勢確實可能降低投資人持續支持的意願，嚴重打擊當地金融市場。但各方勢力到目前為止，仍極力維持平衡。

- 25 A Minsky moment is generally defined as an abrupt huge collapse of asset prices as a result of the credit or business cycle
- 26 Many countries continue to take steps to strengthen their financial systems following the 2008 financial crisis. For example, the Indian Government recently announced its INR 2.11 trillion banking recapitalisation plan
- 27 *Financial Times*, "South Korea looks to cool property market with tax rise," August 2, 2017, <https://www.ft.com/content/5fb472d4-774e-11e7-90c0-90a9d1bc9691>, accessed January 16, 2018
- 28 According to IMF. October 2017. GFSR, gross debt to income ratio of households in 2016 reaches more than 150 percent and its debt service ratio diverges higher from the mean by around 1.5 percent
- 29 IMF, "Republic of Korea: 2016 Article IV Consultation-Press Release" August 26, 2016, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Republic-of-Korea-2016-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-44201>, accessed January 10, 2018
- 30 Data is not available for household loans by non-banking financial institutions (NBFIs). The NBFIs used in the comparison-mutual savings banks and mutual credit cooperatives mainly provide retail and small business banking
- 31 IMF, "Global Financial Stability Report," October 2017, <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/09/27/global-financial-stability-report-october-2017>, accessed January 2018
- 32 *Financial Times*, "China Central Bank Governor warns of Minsky moment," 2017, <https://www.ft.com/content/4bcb14c8-b4d2-11e7-a398-73d59db9e399>, accessed January 2018



經濟展望

本期報告不僅探討2018年發展方向，更以單一國家與特定地區之觀點切入，揭露亞太地區共同的發展趨勢及相同的見解。

在本期《亞洲之聲》中，研究團隊邀請到各國或各地區專家提出對於2018年的展望，並就下述議題在未來的重要性進行排序：



美國領導層



美國經濟成長與貨幣政策



貿易



朝鮮半島情勢



中國共產黨第十九次全國代表大會



中國一帶一路政策

中國

2017年美國經濟走揚、全球經濟一致復甦，對中國而言固然是則喜訊，但邁入2018年後，中國經濟卻可能因兩大原因而放緩腳步。首先，在中國十九大閉幕後，中國政府將控管金融風險列為首要任務，因此，將可能限制信貸的漲勢，進而影響短期經濟成長；其次，有鑑於2017年經濟成長率(6.8%—6.9%) 亮眼的表現³³將計算基數提高，因此，將難以重現高成長率的榮景，但如果執政者可有效調整信貸成長、適度開放外資協助去槓桿化，那成長率趨緩便未嘗不是好事。考量到中國就業市場緊縮且消費者極易深陷債務泥沼中，下修GDP成長目標正是中和「明斯基時刻」(Minsky moment) 風險的最佳方法。中國政府預期也將循中共十九大上所宣示的政策，執行財政政策，改善貧窮問題。

對中國而言，真正的挑戰在於如何貫徹企業及地方政府部門去槓桿化政策，並在房市急凍等經濟成長趨緩跡出現時，能否控制並採取刺激手段。另一項風險，則來自於美國的稅改改革將使外資轉向，且如稅改造成財政缺口擴大，美國聯準會的態度恐將轉趨強硬，使資金從新興國家(包含中國)中退場。有鑑於上述的問題，以及全球利率節節攀升，中國政府的最佳因應之道便是下修GDP成長目標，並以人民幣作為緩衝後盾。美元在2017年大幅修正，促使人民幣邁向兩年來的高點，對此中國政府可能從中騰出些許轉圜餘地，使人民幣開始走貶，並在美國聯準會的緊縮周期政策下，延緩利率上升趨勢。

2018年議題重要性排序: 中國



資料來源: Deloitte全球與 Centennial Asia Advisors Pte Ltd

香港

香港經濟局勢深受全球已開發國家經濟復甦，以及中國經濟轉趨穩定影響。由於全球景氣春暖花開，因此，2018年香港的經濟表現可望延續去年的氣勢。此外，香港藉由粵港澳大灣區發展計劃與中國進一步整合，未來經濟發展前景可期³⁴，不僅可借助大灣區內深圳、廣州、惠州、中山等城市之力道，同時，香港當地金融、公共醫療及運輸管理等服務需求亦將看漲。

由於港幣與美元掛鉤，因此當地資產市場變化，端看美元利率走向而定。即使美國在2018年升息四次，實質利率在通貨膨脹上升時仍可能下跌。

近年來，住宅負擔能力 (housing affordability) 的問題對香港政府猶如一塊燙手山芋，因此與往年相比，2018年調升利率所致風險相對較低。實際上，房地產市場若未能因此降溫，香港政府也可採取增加土地供應等措施應變。簡言之，2018年香港發展將十分順遂。

至於香港最終的課題，仍是如何在進一步融入中國經濟的情況下，同時保有嘉惠香港良多的「一國兩制」？

2018年議題重要性排序: 香港



資料來源: Deloitte全球與 Centennial Asia Advisors Pte Ltd

日本

由於海外需求居高不下，日本企業獲利創下空前佳績，資本支出也將隨之成長，且家戶收入提升，順勢推動消費者支出，因此，2018年日本的經濟表現將持續走強。

不過，日本通貨膨脹走向尚未明朗。由於全職就業市場表現持平，2018年持續強勁的經濟成長，恐將形成物價上漲的壓力。此外，日本政府現正採用稅賦獎勵與道德規勸手法，雙管齊下誘導企業加速調薪，因此，日本企業如何因應上述壓力是現階段關鍵。

結構性改革與控管財政赤字，同為影響日本中期經濟走向的重要議題。放寬勞動法規限制、擴大免費高等教育適用家庭範圍，及開拓兒童照顧管道等眾多改革，均以提升勞動生產力與刺激人力供應為目標，但急遽上升的財政赤字對日本政府而言，仍是艱鉅

的課題。對此，提高所得稅與消費稅、降低社會安全支出等仍是當務之急。

由於日本自民黨已於參眾兩院獲得逾三分之二席次，安倍政府極有可能在2018年或2019年透過全國公投，提出憲法修正案議題。政府為此所冒的風險，與英國、義大利兩國近期狀況雷同，政府的提案最終恐慘遭全民否決，導致執政黨陣營一夕潰堤。目前，由自民黨當政的安倍政府，向來為日本政局穩定的象徵，這道象徵若霎時殞落，日本恐將就此深陷於動盪不安的局勢中。

2018年議題重要性排序: 日本



資料來源: Deloitte全球與 Centennial Asia Advisors Pte Ltd

韓國

隨著2017年全球經濟好轉及國內需求增加，韓國經濟將邁向復甦階段。由於世界經濟及中韓兩國關係皆有所起色，2018年韓國經濟表現可望持續成長，並從中降低薩德 (THAAD) 飛彈爭議，所產生的經濟損失。再者，韓國政府的擴大就業政策、最低薪資調漲、節制性升息及韓圓升值等措施，估計皆有助穩定通貨膨脹，並增進消費者信心。綜上所述，韓國在2018年的GDP成長率，預估介於2.5-3.0%之間。

產業方面，半導體仍將維持強勁的走勢，造福出口市場回溫；汽車產業在熬過慘澹的2017年之後，情況有望逐漸好轉；消費性產品與零售產業的部分，也將因消費者信心提升而後勢看漲；不過，建築與設備投資放緩，將對建築、鋼鐵及相關產業連帶造成負面影響。

如欲持續強化並長保經濟復甦，韓國政府須扶植高附加價值產業、提升技術競爭力、提升出口市場多樣性。此外，預防過度通貨膨脹，並藉由提升就業機會的質與量，據以建立社會安全網絡，便是穩定國內市場的關鍵要素。由於外界認為北韓核武測試仍是經濟復甦的最大風險因子，因此，韓國政府應施行相關政策，安撫市場焦慮及穩定市場。

2018年議題重要性排序: 韓國



資料來源: Deloitte全球與 Centennial Asia Advisors Pte Ltd

印度

綜合各種影響層面而言，去年係印度經濟發展地關鍵元年。印度將間接稅制徹底改造為全國統一的貨物與服務稅 (Goods and Service Tax) 制度，而2016年11月廢鈔令所產生的衝擊，至今仍餘波盪漾。2017年第三季失利的5.7% GDP成長率，將在第四季重整旗鼓，抬升至6.3%，顯見貨物與服務稅及廢鈔令的早期負面影響正逐漸消褪中。

外界預估印度2018年經濟成長率約為6.8 - 6.9%³⁵，有望再次躋身成長速度最快的世界經濟列強中。由於成長率較高，通貨膨脹的可能性也將隨之增加。民間消費將帶動經濟成長，在城市與農村地區皆然。而政府宣布進行大規模銀行資本重建 (bank recapitalisation)，民間投資預計將連帶增加，人才需求急升、創造就業機會。

對印度而言，主要的外部風險包括油價震盪、稅率競爭力、貿易壁壘四起等。然而，由於印度經濟成長主要動能仍來自於國內，因此，各項不利的風險自然見於國內，例如貨物與服務稅實施一再觸礁等問題。另外，由於印度在2017年飽受嚴重的空氣汙染之苦，政府將採取相關對策，迎擊「霧霾威脅」，短期來看，上述政策可能產生更多法規不明確、干擾經濟發展的情況。

綜觀全盤，2017年印度經歷了多事之秋，在2018年則有望坐享近來改革的成果。

2018年議題重要性排序: 印度



資料來源: Deloitte全球與 Centennial Asia Advisors Pte Ltd

台灣

2018年台灣GDP成長率預計將落於2% – 2.5%的範圍內³⁶，其將維持2017年的氣勢，以活絡的出口產品需求為核心動能。其中，科技產品出口表現最為突出，市場對新一代電子產品的需求將維持強勢。然而，受到新上市的蘋果產品需求低於預期（以iPhone X為主），且面對中國等境外電子製造業的激烈競爭，台灣應嚴加思考如何提升產業價值鏈。

於此之中，機械產業共佔出口總額8% 比例且屢屢傳出捷報，2017年的成長幅度即為近年之最；與前年度同期相比，2017年9月機械產業國外出口總值上漲56.5%。其他的化學製品、塑膠與橡膠、基本金屬（base metals）等主要出口產業，在歷經數年低迷的景氣後，亦有逐漸好轉的跡象。不過，工業用地短缺的問題，在未來五年仍將對台灣有所影響。

受惠於政府推動軍公教人員加薪3%，並將基本薪資上修4.7%，消費者支出也將在2018年順勢推動經濟成長，而低通貨膨脹及稅制改革，更將使消費者支出如虎添翼。

台灣產品出口目的地以中國為最大宗，約佔整體出口30%。因此，中國在中共十九大後的新政及中美兩國潛在的貿易緊張情勢，將衝擊以出口維生的台灣。台灣未來的首要之務，乃是深化與其他亞洲國家的貿易及投資往來，藉此減輕對中國的經濟依賴³⁷。

台灣屬於高度開放的經濟體，故也暴露在中東或朝鮮半島等動盪的地緣政治情勢之中。由於台灣自中東進口約30% 的原物料，加上其主要的供應鏈多位於北韓周遭各國，地緣政治的導火線將是2018年時台灣需衡量的風險。

2018年議題重要性排序：台灣



資料來源: Deloitte全球與 Centennial Asia Advisors Pte Ltd

泰國

2017年對泰國而言是成績斐然的一年，創下四年多來GDP成長率新高，主要原因在於工業製造活絡的出口表現，以及觀光業、公共支出等其他經濟支柱紮根扶植³⁸。

儘管泰銖在2017年走揚、升值約8%，但出口力道仍歷久未衰，顯見泰國相較其貿易夥伴及競爭者，的確掌握堅實的出口實力，而由於全球經濟持長動能仍穩穩襲來，因此，泰國的出口力道將延續至2018年。

已故泰皇蒲美蓬 (Bhumibol Adulyadej) 國喪期間已告段落，民間消費有望將更上一層樓，而逆勢上漲的農業收入更將注入一劑強心針。2017年泰國外國觀光遊客人數約3,300萬到3,400萬，國內健全的觀光業將助民間消費一臂之力。

2018年泰國將獲得財政端的助力，國內部分大型基礎建設計劃幾經延宕後終將動工。鐵路、港口及機場建設計畫在未來數月內有望啟動，助長週期性投資與需求，也提升長期經濟成長潛能。另外一項亮點則在民間投資中，久經衰頹後將重振雄風，資本支出與民間投資後勢雙雙看漲，鑿下經濟回升根基。

2018年議題重要性排序: 泰國



資料來源: Deloitte全球與 Centennial Asia Advisors Pte Ltd

菲律賓

2017年菲律賓的經濟局勢加足馬力前進，而各項指標顯示這股氣勢將延續至2018年。匯款往來與企業流程 (business process outsourcing) 委外，持續刺激國內需求，政府另將挹注公共投資於基礎建設中，降低供應端所面臨的阻礙，使企業得以搭上偏遠地區的商機。菲律賓自當前政府執政以來，用於基礎建設的公部門支出已使GDP上漲1%，民間投資也已磨刀霍霍，例如太平洋捷運投資公司 (Metro Pacific Investments Corp.) 擬在2022年前，投資高達160億美元的資金，用於道路、水資源及電力相關計劃。

菲律賓中央銀行對控管通貨膨脹壓力的能力有信心，因此對貨幣政策仍放寬以待。另外，由於菲律賓仍屬於低槓桿化經濟體，故高額的信貸成長對國內經濟尚未構成威脅。

2018年菲律賓的經常帳結餘雖可能轉為小額赤字，但由於其為生產性支出所致，且外資持續進場，因此銀根尚無安全疑慮。過去兩年菲律賓比索雖重貶，但如今卻極富競爭力，預估未來也將不會進一步貶值。

菲律賓總統杜特蒂的整肅政策，壓低國內既得利益者的獲益，同時，一再與南部的穆斯林及共產黨叛軍展開和平協商，因此政治風險已然獲得管控。

2018年議題重要性排序: 菲律賓



資料來源: Deloitte全球與 Centennial Asia Advisors Pte Ltd

馬來西亞

2018年馬來西亞可望維持於經濟甜蜜點以小博大。馬來西亞為開放性經濟體，並且在電子產業中佔有一席之地，一般預估其將在全球週期性景氣回溫中明顯得利，且力道並延續至2018年，資本支出看俏。此外，馬國政府更展現其野心，積極推動基礎建設計劃，上述措施理應提升長期競爭力，同時為未來經濟發展帶來可觀的加乘效益³⁹。

馬國政府能不為民意所動，實施諸如貨物與服務稅、補助合理化等必要性政策，顯見其確實具備妥善管理經濟的能力；再者，由於其政府在《2050年國家轉型願景》(TN50)中刻劃藍圖、明訂政策走向、領航國家經濟，降低往後的不確定性，保障政策明確性。

隨著經濟發展逐漸有所起色，馬國的貨幣政策可能轉趨緊縮，但由於物價壓力平穩，經常帳亦存有餘額，因此無須採嚴格的緊縮手段應對。

馬來西亞的經濟仍有部分風險需加以監控。結構上而言，政府必須針對長期停擺的改革加以評估，並著手解決經濟競爭力裹足不前的問題。馬來西亞正走向高收入經濟體之際，更應提升政府關聯企業 (government-linked companies) 的效率，同時應注重人力資本發展，以便為生產力成長帶來助益。

由於2018年馬來西亞大選即將到來，短期內企業的信心將受伴隨而來的不確定性影響。

2018年議題重要性排序：馬來西亞



資料來源: Deloitte全球與 Centennial Asia Advisors Pte Ltd

新加坡

自2016年底開始，新加坡受全球需求與貿易流量回升所賜，國內經濟大幅回彈，此跡象突顯了出口導向的開放性經濟體，高度依賴先進國家經濟體的進口需求。在外部驅動力及全球製造業發展推波助瀾下，新加坡的經濟成長表現自2013年以來逐步走向巔峰。

經濟發展徐行穩定，外在的正面影響則持續拓展至國內各產業，使得經濟擴張發展更為永續長久。

外界預估未來新加坡的經濟成長主要將由貿易持續驅動，由於出口成長四平八穩，服務業成長也得宜，因此各項二階 (second-order) 正向因素，得以拉拔經濟漲勢。此外，新加坡政府為提振低迷產業，加速實施出資計劃，建築業可望受惠、苦盡甘來⁴⁰。

由於新加坡經濟成長動能一再高漲，假設成長表現未趨緩，且成長態勢持續延伸，將可能因此忽略通貨膨脹議題，使整體情勢轉喜為憂。因此，2018年4月所召開的下一期政策會議中，新加坡政府將可能一改對貨幣政策的中立立場，進而轉趨強勢並逐步升值新幣，以預防經濟成長如脫韁野馬不受控制，並掌控日益加劇的通貨膨脹潛在壓力。

2018年議題重要性排序：新加坡



資料來源: Deloitte全球與 Centennial Asia Advisors Pte Ltd

印尼

由於印尼主要經濟驅動力來自國內需求，因此並未搭上全球經濟回升的順風車，不過，日用品價格上揚助印尼一臂之力。景氣領先指標顯示，受惠於企業與消費者信心提升，以及過去兩年利率削減、國內需求升高，2018年印尼經濟成長力道將更為強勁，觀光業將持續扮演經濟成長推動者的角色。

商業環境改善也將有助國內外投資，改革派政府在前線帶頭改變法規與投資氛圍，由世界銀行所發布的《經商環境》報告印尼大幅上升19個名次可見一斑。

印尼政府也正埋首開發其他成長動力。就觀光業而言，印尼政府力求多元發展，額外打造十座「峇里島」級的觀光重鎮，降低觀光業對峇里島的過度依賴；就基礎建設而言，其發展雖為政府計劃主軸，但過去進展十分緩慢，這般景象預計在2018年可加速推進。

印尼國內外的相關穩定度風險則恰如其分，通貨膨脹也創下歷史新低。該國的經常帳赤字雖可能因投資增加而提高，但應可永續、長久。於此同時，印尼盾的表現也十分平穩。

即便下屆總統大選將於2019年4月舉行，但總統佐科威 (Joko Widodo) 政府仍宣布不隨民粹訴求起舞，同時會嚴加防範不利於政教分離的威脅。

2018年議題重要性排序: 印尼



資料來源: Deloitte全球與 Centennial Asia Advisors Pte Ltd

澳洲

澳洲在2017年的經濟成長不如預期，不過展望未來前景依舊備受期待。受惠於全球經濟成長，且澳洲的主要貿易夥伴經濟情況改善，外加上基礎建設投資的刺激，澳洲經濟成長可望微幅回升。此外，礦業投資下滑的影響也已雲淡風輕。

澳洲國內的就業率稍見起色，且根據當地就業市場動能指標顯示，就業率可望微幅提升，但薪資成長仍不及全球趨勢，因此對家戶收入與消費持續形成壓力。

高額的家庭債務依舊為總體經濟與財務穩定帶來風險，即便在住宅信貸成長及銀行業系統性風險兩面向，政府政策已謹慎善盡減緩、管控之職，但房地產市場（尤其是部分市中心公寓）發展依舊堪憂。

另一方面，澳洲國內通貨膨脹仍在控制之中，因此政府若能妥善因應房市壓力，便可持續保有放寬貨幣政策的空間，連同政府計劃內的基礎建設支出金流，可望扶植礦業以外的企業投資。

最後，澳洲發展一如以往地深受來自中國的負面風險而影響。

2018年議題重要性排序：澳洲



資料來源: Deloitte全球與 Centennial Asia Advisors Pte Ltd

紐西蘭

整體而言，紐西蘭儲備銀行 (Reserve Bank of New Zealand) 預測，該國2018年GDP成長率將穩定落在3.6%，但房市降溫措施及淨移民看減，可能有礙上述進度發展。此外，原以通貨膨脹為單一目標的貨幣政策，似乎峰迴路轉，從而使貼放利率及通貨膨脹情形，籠罩在不確定性的陰影之中。

由於亞洲新興中產階級出頭，且消費帶動經濟成長，世界經濟重心也隨之轉往亞洲。紐西蘭不僅相對佔有地利之便，且與亞洲存有緊密的文化與經濟情感，因此眼見亞洲在下述項目的支出看漲，紐西蘭也將蒙受其利：

- 觀光業為紐西蘭最大宗的出口產業，預估也將為全球成長最為迅速的產業，隨著亞洲在2018年觀光業為紐西蘭最大宗的出口產業，預估也將為全球成長最為迅速的產業，隨著亞洲在2018年對紐西蘭觀光業的需求有所增加，共享經濟的影響也將擴大；
- 農企業 (Agribusiness) 預估也將為全球成長速度最快的產業之一，紐西蘭則可藉由全力提升價值、而非產量的方式，成為農企業的長期贏家；
- 近年來，先進製造業的外匯激增，經濟成長預計將受人口高齡化對醫療科技、農業科技與其他科技需求提升，於2018年更上層樓。

2018年議題重要性排序: 紐西蘭



資料來源: Deloitte全球與 Centennial Asia Advisors Pte Ltd

- 33 *Wall Street Journal*, "China Growth at 6.9%: In 2017, the State Struck Back" <https://www.wsj.com/articles/china-growth-at-6-9-in-2017-the-state-struck-back-1516262810>, accessed January 25, 2018
- 34 South China Morning Post, "How Hong Kong can help the Greater Bay Area become a landmark in China's reform process," 2017, <http://www.scmp.com/comment/insight-opinion/article/2114685/how-hong-kong-can-help-greater-bay-area-become-landmark>, accessed November 6, 2017
- 35 Deloitte estimates and projections
- 36 *Taiwan Business Topics*, "Taiwan's Outlook for 2018: Riding the International Wave," 2017, <https://topics.amcham.com.tw/2017/11/taiwans-outlook-2018-riding-international-wave/>, accessed January 15, 2018
- 37 *The Economist*, "Taiwan In Brief," 2018, <http://country.eiu.com/taiwan>, accessed January 15, 2018
- 38 ASEAN Briefing, "Thailand's Eastern Economic Corridor – What You Need to Know," 2017, <https://www.aseanbriefing.com/news/2017/04/28/thailand-eastern-economic-corridor.html>, accessed November 26, 2017
- 39 Pemandu, "National Transformation Programme Annual Report 20162016", 2016, https://www.pemandu.gov.my/assets/publications/annual-reports/NTP_AR2016_ENG.pdf, November 26, 2017
- 40 Boh, S., "Work starts on 2nd phase of \$10b sewage superhighway," <http://www.straitstimes.com/singapore/work-starts-on-2nd-phase-of-10b-sewage-superhighway>, accessed November 26, 2017



致謝

Deloitte《亞洲之聲》系列報告，將探討亞洲當前和未來所面臨的挑戰和機會。《亞洲之聲》是Deloitte亞太區和Deloitte全球網絡精心合作的成果。

以下經濟學家也為《亞洲之聲》(2018年3月第四版)中豐富多樣的洞見做出貢獻：

Anis Chakravarty

Lead Economist and Partner, Deloitte India
Mumbai
anchakravarty@deloitte.com

Gi Won Choi

Principal, Deloitte Korea
Seoul
gichoi@deloitte.com

Richa Gupta

Senior Economist and Senior Director, Deloitte India
Delhi
richagupta@deloitte.com

Kenny Hong

C&I Leader, Deloitte Taiwan
Taipei
khong@deloitte.com.tw

Sarah Huang

C&I Senior Manager, Deloitte Taiwan
Taipei
sarahuang@deloitte.com.tw

Linda Meade

Partner, Deloitte New Zealand
Wellington
lmeade@deloitte.co.nz

Marcus Ng

Leader, Economics Advisory, Deloitte South East Asia
Singapore
marcusng@deloitte.com

Tsuyoshi Oyama

Partner, Deloitte Japan
Tokyo
tsuyoshi.oyama@tohmatu.co.jp

Chris Richardson

Partner, Deloitte Access Economics, Australia
Canberra
chr Richardson@deloitte.com.au

Rishi Shah

Economist, Deloitte India
Delhi
shahrishi@deloitte.com

Ric Simes

Director, Deloitte Access Economics, Australia
Sydney
rsimes@deloitte.com.au

Stephen Smith

Lead Partner, Deloitte Access Economics, Australia
Canberra
stephensmith1@deloitte.com.au

Sitao Xu

Chief Economist and Partner, Deloitte China
Beijing
sxu@deloitte.com.cn

Manu Bhaskaran

CEO, Centennial Asia Advisors Pte Ltd; Alliance Partner
manu@centennialasia.com

以下Deloitte團隊提供了寶貴的指導意見、洞見和觀點：

Yoichiro Ogawa

Asia Pacific Regional Managing Director,
Deloitte Global and CEO, Deloitte Japan
Tokyo
yoichiro.ogawa@tohmatsumoto.co.jp

Ian Thatcher

Asia Pacific Deputy Regional Managing Director,
Deloitte Global
Sydney
ithatcher@deloitte.com.au

Ira Kalish

Chief Economist, Deloitte Global
Los Angeles
ikalish@deloitte.com

Thomas Pippas

CEO, Deloitte New Zealand
Wellington
tpippas@deloitte.co.nz

Soo Earn Key

Regional Managing Partner, Financial Advisory,
Deloitte Southeast Asia
Singapore
skeoy@deloitte.com

在此向《亞洲之聲》團隊的多名成員致謝：

Stephanie Choy
Franklin Wright
Chaanah Crichton
Karnon Chartisathian
Anneliese O'Young
Peita Calvert
Carmen Roche
Neil Glaser
Louise Kelly
Ashley Farrar
Emily Dabbs
Liza Van Der Merwe
Troy Bishop
Ramani Moses
Junko Kaji
and the Deloitte Insights team



《亞洲之聲》2017年1月 第一版
2017年將比你想像的更好
《亞洲之聲》2017年5月 第二版
透過參與數位化，亞洲擁抱創新、提升成長並順利
與國際接軌
《亞洲之聲》2017年9月 第三版
人口組成變化加速影響亞洲權力平衡

Deloitte.

Insights

Sign up for Deloitte Insights updates at www.deloitte.com/insights.



Follow @DeloitteInsight

About Deloitte Insights

Deloitte Insights publishes original articles, reports and periodicals that provide insights for businesses, the public sector and NGOs. Our goal is to draw upon research and experience from throughout our professional services organisation, and that of coauthors in academia and business, to advance the conversation on a broad spectrum of topics of interest to executives and government leaders.

Deloitte Insights is an imprint of Deloitte Development LLC.

About this publication

This publication contains general information only, and none of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, its member firms, or its and their affiliates are, by means of this publication, rendering accounting, business, financial, investment, legal, tax, or other professional advice or services. This publication is not a substitute for such professional advice or services, nor should it be used as a basis for any decision or action that may affect your finances or your business. Before making any decision or taking any action that may affect your finances or your business, you should consult a qualified professional adviser.

None of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, its member firms, or its and their respective affiliates shall be responsible for any loss whatsoever sustained by any person who relies on this publication.

About Deloitte

Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, a UK private company limited by guarantee ("DTTL"), its network of member firms, and their related entities. DTTL and each of its member firms are legally separate and independent entities. DTTL (also referred to as "Deloitte Global") does not provide services to clients. Please see www.deloitte.com/about to learn more about our global network of member firms.

Copyright © 2018 APCA Limited. All rights reserved.