

社團法人台灣金融服務業聯合總會

101 年度委託研究計畫

# 「資金過剩下之投資管道及其風險控管」 專案研究

## 結案報告

委託單位：社團法人台灣金融服務業聯合總會

執行單位：台灣金融研訓院

計畫主持人：葉國俊 副教授（中正大學國際經濟研究所）

共同主持人：吳宜聰 副研究員（台灣金融研訓院金融研究所）

協同主持人：謝順峰 助理研究員（台灣金融研訓院金融研究所）

研究員：彭勝本 助理研究員（台灣金融研訓院金融研究所）

研究助理：紀文傑 研究助理（台灣金融研訓院金融研究所）

宋宜蓁（中正大學國際經濟研究所碩士班）

中 華 民 國 1 0 2 年 3 月

## 摘要

本研究旨在探討全球資金過剩且國內利差偏低環境持續之情況下，我國金融機構與政策規劃單位應當如何因應，並分別就投資管道與風險控管二方面進行探討。

資金過剩與低利率、低利差環境並非我國所獨有，目前國內外經濟環境均面臨去槓桿化時程延遲、金融中介功能難以發揮、資產價格持續上漲、以及物價漲跌變化加劇等潛在風險。國內外研究均已就此提出資產配置因應策略，而我國主管機關更是在金融創新與人民幣商機趨勢下，加緊各項法規管制的檢討，為業者爭取商機並使過剩資金得以有效率地投入公共建設與國內外各項投資標的。

回顧美國、日本與歐元區經驗，儘管各國強力貨幣在金融海嘯後有所增加，然整體廣義貨幣增長卻不明顯，且未來是否多僅流向特定標的值得關注。如此環境對保險業尤其構成莫大之壓力，連帶影響特定族群（如固定收入、退休金給付）之生活狀況。換言之，目前貌似寬鬆的總體環境，在貨幣政策用盡且財政狀況受限下，將難以期待傳統經濟政策有效提振經濟景氣。

針對金融業的投資策略，就區域別、幣別、產業別、商品別四大面向討論投資資金流向可發現：(1)金磚四國之外的印尼、韓國、土耳其和墨西哥與東協各國，已成觀察目標；(2)歐元仍是暫時被迴避的貨幣，美元仍可被穩定持有，人民幣則是長期看好；(3)食品業等傳統產業、大宗物資與綠能相關產業仍被看好，但仍須視景氣狀況與相關科技進展而定；(4)短期內股票與相關基金持有比重不易增加，資金流向債券與相關基金投資，惟增持高收益債、公司債及新興市場債的同時，亦需留意相關風險。

探討金融業的風險控管模式，就金控與銀行業而言：(1)在資金過剩環境下，將增加投資債券、外匯以及加強風險控管；(2)商品風險是投資衍生性商品最需要考量的因素；(3)信用風險與市場風險對於金融機構盈餘影響最大；(4)各類風險控管制度之適足性為有效執行內部資本適足性評估程序的大關鍵因素；(5)風險資本整合規劃為未來因應Basel III 極需規劃的最重要工作項目；(6)以風險調整後利率訂價進行合理價格競爭，以及政策修法帶動整併，為低利差環境下突破困境的良方。證券業方面，投資風險控管機制與相關法規架構已具備相當之完備性。風險控管架構係針對市場、信用、流動性、作業、法律與其他等五大類風險進行規範控管。實務執行方面，證券商皆依循證券商風險管理實務守則架構各自之風險管理機制，然而相對於業務單位，風險管理單位可能較不具有相當之地位或話語權，在風險控管實際執行上將形成阻礙。

綜上，在資金過剩情形仍將持續之前提下，本研究針對投資管道與風險控管，分別擬出七項與六項建議，前者包括：(1)培植新興產業；(2)開放投資管道與工具；(3)以分級管理方式開放績優金融業者更多業務種類與投資標的；(4)開放營運醫療照護的資格；(5)聚焦重點扶持項目以有效引導資金在國內投資；(6)引導資金進入特定的房地產案件；(7)規劃兩岸信用合作。後者則包括：(1)根據各種指標進行長短期兼具的投資；(2)落實建構風險管理系統紀律；(3)密切注意對國內外綠能產業投資的風險；(4)修正有關設立信用評等事業須有國際知名信評機構為發起人的管理規則；(5)對於不動產放款依案件類型作差異性處理並回歸風險基礎監理；(6)依據前述兩岸信用合作原則增修法規以建立交流機制。

## **Abstract**

The research project is to provide suggestions about investment strategy and risk management under the global liquidity glut since the 2000s. The liquidity glut has been expected to last for a long time, which may cause some serious problems, such as postponed de-leveraging, asset bubbles, unstable prices and exchange rates, and mal-function of financial intermediation. In addition to relevant theory and current development of the U.S., Japan and the euro area (Chapters 2 and 3), we also use various dataset (e.g., EPFR) and make interviews and questionnaires for Taiwan's domestic practitioners, in order to show how financial institutions cope with the threat of global liquidity glut (Chapter 4). We look at their investment behaviors in terms of currencies, industries, investment objects, and countries and regions, respectively, and therefore the ideals of risk management behind the investment strategies also can be revealed (Chapter 5).

According to the above analysis, we at Chapter 6 make several suggestions about investment strategy and risk management, which especially stresses on the role of government's policies. The key points include: (1) classifying various financial institutions to get more investment channels and tools according to their performance; (2) encouraging domestic and financial institutions to invest in some key items, such as public infrastructure, long-term medical cares, green energy, and bio-tech; (3) pushing the cross-strait credit cooperation to help Taiwan's banking sectors finance small-medium enterprises in mainland China; (4) monitoring capital flows in the real estate sector; (5) implementing a solid supervision and risk management discipline according to the international standard; (6) establishing a cross-strait financial regulation framework as soon as possible.

## 目錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與目的.....	1
第二節 研究方法與架構.....	3
第二章 文獻回顧與探討.....	4
第一節 探討低利率政策的影響.....	4
第二節 投資管道及風險控管之探討.....	6
第三節 資產配置策略.....	9
第三章 資金過剩(低利率)環境的各國政策走向及其對市場之影響.....	12
第一節 美國經驗.....	14
第二節 歐元區經驗.....	21
第三節 日本經驗.....	42
第四章 國內外業界的現況與反應.....	53
第一節 國外業界的操作模式與變化.....	54
第二節 國內業者的因應之道與要求.....	68
第三節 從區域別、商品別探討資金過剩下之投資管道與風險控管.....	73
第四節 從幣別、產業別探討資金過剩下之投資管道與風險控管.....	95
第五章 我國金融服務業投資規範之現況與建議.....	112
第一節 保險業之投資風險控管機制與相關法規管制程序之檢討.....	112
第二節 證券業之投資風險控管機制與相關法規管制程序之檢討.....	117
第三節 銀行業之投資風險控管機制與相關法規管制程序之檢討.....	128
第六章 結論與建議.....	150
參考文獻.....	161
一、中文文獻.....	161
二、英文文獻.....	163
附錄一_座談會(一)會議記錄.....	166
附錄二_座談會(二)會議記錄.....	170
附錄三_專家訪談(一)會議記錄.....	182
附錄四_專家訪談(二)會議記錄.....	187
附錄五_專家訪談(三)會議記錄.....	197
附錄六_專家訪談(四)會議記錄.....	203
附錄七_期中報告會議紀錄.....	207
附錄八_期末報告會議紀錄.....	212

## 表目錄

表 1：行政院財經座談會金融業投資管道建議與回應 .....	7
表 2：貨幣量增長率及存款機構超額準備金增長率 (季變動).....	20
表 3：美國聯準會聯邦基金利率變動表.....	22
表 4：歐元區短期利率變動表.....	30
表 5：日本銀行近年貼現率變動表.....	46
表 6：日本破產保險公司.....	50
表 7：總體經濟環境及相關投資工具表.....	56
表 8：共同基金資金市場流量統計表.....	63
表 9：六類投資工具報酬率之基本統計量.....	76
表 10：六類投資工具相關係數矩陣.....	76
表 11：投資組合選擇方式.....	77
表 12：2009 年商品投資報酬率.....	83
表 13：美國 REITs 指數報酬率及美林美國債券指數報酬率 .....	84
表 14：人身保險業資金運用狀況.....	94
表 15：全球外匯市場交易量的幣別分配.....	96
表 16：全球再生能源產值成長預估 (單位億美元).....	108
表 17：綠能與創造工作機會：歐洲的經驗.....	109
表 18：我國各部門及相關方案計畫與綠色經濟相關之項目 .....	109
表 19：金管會要求保險業者參與項目及相關部會回應 .....	117
表 20：金融控股公司、銀行基本資料.....	128
表 21：全球資金過剩環境對金融機構投資決策與風險控管之影響 .....	130
表 22：以投資者的角度來看，投資衍生性金融商品，哪項因素是需要考慮 .....	132
表 23：參照過去一年的風險遭遇經驗，下列何種風險對 貴機構之盈餘產生影響最大.....	133
表 24：請問貴機構認為有效執行內部資本適足性評估程序因素 .....	137
表 25：貴機構未來在因應 BASEL III 金融監管新規定進行風險管理時，亟需規劃的工作項目 .....	139
表 26：在低利率、低利差環境下，我國政府與銀行業者可採取何種措施來因應.....	143

## 圖目錄

圖 1：美國主要市場指標利率.....	15
圖 2：美國失業率/消費者物價指數.....	16
圖 3：貨幣量及銀行準備金.....	19
圖 4：歐洲中央銀行體系.....	27
圖 5：ECB 貨幣政策傳遞機制.....	28
圖 6：歐洲金融機構信用違約交換(CDS)趨勢圖.....	36
圖 7：美國與歐元區存貸比趨勢圖.....	37
圖 8：法、德、義及西班牙新增企業貸款(1 百萬歐元內)利率比較.....	38
圖 9：歐元區非金融性企業未償付貸款餘額.....	39
圖 10：歐元區對非金融性企業之淨增貸款指數與 GDP 指數.....	39
圖 11：歐元區非金融機構貸款與公司債成長率.....	40
圖 12：歐洲及美國資產擔保證券化產品發行量.....	42
圖 13：日經指數走勢圖.....	44
圖 14：日本 GDP 成長率走勢圖.....	45
圖 15：日本銀行貼現率走勢圖.....	46
圖 16：全球共同基金規模.....	60
圖 17：全球共同基金淨銷售額.....	61
圖 18：股票型基金市場流量.....	63
圖 19：債券型基金市場流量.....	64
圖 20：股票型基金區域流量.....	65
圖 21：債券型基金區域流量.....	66
圖 22：資金投資動向--股票型.....	70
圖 23：投資動向--固定收益型.....	71
圖 24：投資動向--貨幣市場基金.....	72
圖 25：投資動向--指數型.....	72
圖 26：投資動向--不動產證券化.....	73
圖 27：各種投資組合之效率前緣.....	78
圖 28：債券市場交易及買賣斷交易成長率.....	86
圖 29：票券買賣金額.....	87
圖 30：股票成交周轉率、指數報酬率.....	88
圖 31：國泰可能成交指數（全國／北市）.....	89
圖 32：消費者貸款--購置住宅貸款.....	90
圖 33：金融帳、對外/對台投資.....	92
圖 34：海外證券、股權、債權投資.....	93
圖 35：澳幣兌美元月收盤價趨勢.....	98
圖 36：美元兌人民幣月收盤價趨勢.....	99

圖 37：產險資金運用於公共投資比重.....	106
圖 38：壽險資金運用於公共投資比重.....	107
圖 39：各國的綠能政策.....	108
圖 40：全球資金過剩環境對金融機構投資決策與風險控管之影響 .....	130
圖 41：參照過去一年的風險遭遇經驗，下列何種風險對貴機構之盈餘產生 影響最大.....	135
圖 42：請問貴機構認為有效執行內部資本適足性評估程序因素 .....	138
圖 43：貴機構未來在因應 BASEL III 金融監管新規定進行風險管理時，亟 需規劃的工作項目 .....	141
圖 44：在低利率、低利差環境下，我國政府與銀行業者可採取何種措施來 因應.....	143

# 第一章 緒論

台灣金融研訓院自 2012 年 5 月起，接受台灣金融服務業聯合總會委託，進行並完成「資金過剩下之投資管道及其風險控管」研究案。依據研究案招標審查會議委員意見，將本案焦點置於實務界對於投資管道與風險控管方面的作為，以及相關法令與政策的修改意見。

## 第一節 研究背景與目的

美國聯準會於 2012 年 1 月 25 日宣佈，預期到 2014 年下半年之前都不會提高利率。大選後 QE3 (Quantitative Easing III) 效果發酵以及可能繼之而來的財政懸崖問題，使各國不得不儘速制定法規政策因應。例如我國在兩岸貨幣清算協議即將正式啟動，並積極引導國內資金長期投入股市與專案建設下，陳冲院長於 2012 年 11 月 23 日檢討「經濟動能推升方案」時，即已指示在年底之前各部會須提出振興股市的方案。

美國的貨幣政策自 2001 年以來持續寬鬆，可能是導致資產價格上漲與後來次貸風暴的主因之一，已是眾所週知的事實，於此不贅。目前世界主要國家的短期利率處於史上最低水準，且已經持續了非常長的一段時間。以美國為例，前一次的貨幣政策利率調整，已是 2008 年 12 月的事。如果 2014 年年底前都不會改變，那麼幾近「零利率」的政策，就將維持長達 6 年之久。日本 1999 年時就曾達 0.1%，經歷低利率的時間更長；而包括我國在內的其他先進經濟體，則多已低於 2%。

金融海嘯固然嚴重衝擊了美國經濟，但其經濟動向與決策仍對其他經濟體有很大的影響。歐洲中央銀行於 2012 年 2 月底啟動第二輪長期再融資操作 (Long-term Refinance Operation)，為歐元區 800 家銀行提供三年期 5,295 億

歐元低利貸款，繼而推出了 Outright Monetary Transactions (OMTs)。中國人民銀行也降低了存款準備率。日本央行決定將資產收購基金由原先 55 兆日圓規模再增加 10 兆日圓，擴增其量化寬鬆幅度。各國鉅額資金供給，已對各金融商品報酬率形成嚴重的衝擊，我國作為一小型開放經濟體，亦無法置身事外。然而，觀察台灣與國際間的利率水準及其變化，卻可發現幾個不同之處：

一、台灣的政策利率（重貼現率）與美國聯邦利率具極高相關性，2008 年 9 月 26 日起我國即與國際同步降息。但金融海嘯發生後熱錢湧入東亞新興經濟體，資產價格與一般物價的上漲壓力，使我國央行於 2010 年 6 月開始五度升息，惟 2011 年第三季起因歐債危機對全球以至於我國經濟復甦形成威脅而停止升息。

二、市場利率受政策利率引導，但更能反映資金供需狀況。相較於政策利率，國內外市場利率都偏低，這部分我國與國際水準相差不大，但呈略微上升的趨勢。

三、截至 2012 年第 2 季，台灣資金呈現「寬鬆趨緊」情勢。由於政府宣布油電價格解除凍漲，為防杜油電雙漲引發通膨預期，央行 4、5 月加強公開市場操作，收回市場餘裕資金，金融業隔夜拆款加權平均利率由 3 月之 0.402% 上升至 6 月之 0.513%。惟下半年以來，受中國大陸經濟降溫，美國經濟成長動能不強，以及歐元區經濟衰退影響，外需力道減弱，出口持續衰退，民間投資與消費減緩，致民間部門資金需求走緩，影響所及，金融業隔夜拆款加權平均利率轉呈下降，至 8 月為 0.388%；貨幣機構 1 日平均淨超額準備則由第 2 季平均之 124 億元上升至 8 月之 176 億元。（中央銀行 2012）。

相關經濟理論與背景說明詳見本研究案研究大綱（葉國俊等 2012），於此不贅。本報告內容架構如次：除第一章仍就研究背景與方法架構進行說明外，第二章回顧國內外相關文獻與作法，尤其是我國主管機關已就此依議題進行的

初步討論；第三章就總體政策角度，觀察國外各大經濟體的政策走向；第四章探討國內外業界的投資策略變化與因應之道；第五章則依據上述數據資料與業者訪談意見彙整，依據幣別、國家與區域、產業、商品等方向，就我政策與法規制定方向做出建議。

## 第二節 研究方法與架構

為聚焦點於實務界對於投資管道與風險控管方面的作為，以及相關法令與政策的修改意見，本研究案主要將以蒐集數據資料顯示國內外投資管道現況，並以座談及個別專業人士深度訪談的方式進行。本案進行方式茲說明如下：

首先，期中報告前已舉辦座談會一次，邀集銀行、證券與保險界風控財務資深主管進行討論並做成會議紀錄。2012年8月中旬邀訪 EPFR Global 彭斌總監，該資料庫可追蹤約 17 兆美元的基金流向（全球基金規模約 22 兆美元），並提供基金經理人對國家別、產業別的投資配置比重偏好。

其次，期中報告並聽取審查委員意見後，賡續使用 EPFR 與 IFS 資料庫進行國內外投資管道與資金流向整理。除已擇期拜會包括新光金控儲蓉風控長、國泰人壽莊順裕風控長等業界專家，並於 2012 年 11 月 7 日邀請第一銀行呂玲珍處長、開發金控敬永康協理、富蘭克林投顧吳振邦協理等國內金融業投資或風控主管來本院進行座談，聽取就我國相關政策與法規修訂的意見並作彙整。

## 第二章 文獻回顧與探討

本章就低利率政策可能的影響，資產配置策略，以及投資管道及風險控管等三方面進行回顧探討。

### 第一節 探討低利率政策的影響

QE3 實施後，美國大選雖使全球投資暫持觀望態度，但其效應可能逐漸顯現，使全球資金充斥環境持續較長時間。儘管 Gambacorta, Hofmann and Peersman (2012) 的研究報告確認，零利率下各國央行資產負債表規模的提升，對於經濟活動與物價確有短期正面效果。但根據既有文獻，則國內外經濟環境將可能面臨以下幾項問題：<sup>1</sup>

#### (一) 延遲去槓桿化的時程：

國際清算銀行在 2011 年報 (Bank for International Settlements 2011) 中，便提到為了刺激經濟復甦，許多國家央行大幅降低利率，較低的利率水平延續時間過長，可能延誤已開發國家本應採取的去槓桿化措施，致使資源配置不當，為發生嚴重的金融扭曲埋下禍根。在這些發達國家，低利率使不少金融機構和非金融機構負債居高不下，為新一輪危機埋下伏筆。因此，政府應推動金融改革，而財政部門必須在危機再次來襲前迅速行動，協助削減這些機構或個人的負債水準。

#### (二) 金融體系中介功能喪失

與前述停滯性通膨相關的是，當經濟前景晦暗不明時，銀行基於營運風險考量，通常會採行較為嚴格的貸放標準，致使財務資訊較不透明之中小企業難以取得銀行貸款。而此時聯準會的零利率政策反而可能使前述情況更加惡化，

---

<sup>1</sup> 本節內容主要摘自台灣金融研訓院 (2012a)。

因為當銀行間拆借利率接近零時，擁有超額準備的大銀行並不樂意將資金貸出，只為賺取微不足道的收益。相反的，作為中小企業主要貸款機構的小型銀行，由於倒閉風險過高，即使以遠高於銀行間的利率向市場拆借，也不容易取得資金。這已從銀行間大幅下滑的拆借金額被反映出來，顯示銀行在金融體系的中介功能事實上已難以發揮。一旦中小企業的貸款無法增加以僱用人力，即使通膨繼續上揚，國內經濟的停滯性膨脹現象仍會持續。事實上早有論者指出，央行擴大資產負債表規模及改變資產組合的量化寬鬆模式，僅係為金融機構改善資產負債結構爭取時間，並無助於金融中介功能之恢復（白塚重典 2009）。

自金融海嘯以來，美國政府的財政赤字屢創新高，投資人擔憂其償債能力。加上低利率政策可能造成銀行因擔憂其實質收益將隨通膨上揚減少，而降低其放款願意；企業也等待經濟恢復正常後，才願意增雇勞工。故聯準會在 2012 年 6 月將所謂「扭轉操作」（Operation Twist）延長至年底，透過變更債券投資組合的到期日來壓低長期利率，同時維持其資產負債表規模。且各國亦未見濫用財政政策以刺激經濟（鄭貞茂 2012），可算是較為正面的訊息。

### （三）資產價格持續上升：

在低利率和寬鬆借貸政策雙重作用下，資產價格將持續上升，不少新興經濟體的資產價格正以驚人速率上漲（王曉伯 2012），私人部門負債迅速增加，此一現象與先前觸發全球金融危機的趨勢高度近似。一旦資產市場崩潰，極可能重蹈危機覆轍，造成長期經濟損失。

### （四）通貨劇烈變化的風險：

在不少新興經濟體，政府實行寬鬆貨幣政策，以降低借貸難度並刺激經濟增長，但與此同時，卻不得不面對低利率引發的通貨膨脹威脅。食品價格和其他基礎商品價格飛漲，民眾生活成本增加，可能阻礙經濟長期發展。McKinnon (2011) 認為停滯性通貨膨脹（Stagflation）將捲土重來，而聯準會的零利率政策正是主要原因，理由在於全球交易大都以美元為基準。聯準會採行的貨幣政

策會影響國際貨幣體系的穩定。近幾年的量化寬鬆政策，致使大量熱錢湧向新興市場，造成美元貶值，全球主要商品的美元價格也因此上升超過 40%。這些國家的央行為避免貨幣升值過快而使本國商品喪失國際競爭力，多採取干預措施。與此同時，寬鬆貨幣政策並未激勵銀行承做更多的放款，2008 年中以來，銀行對企業及家庭，尤其是中小企業方面的一般授信持續下滑，形成物價上漲但就業無法顯著成長的現象。國際清算銀行 (2011) 已提醒這些國家的央行改變低利率政策，以應對這一局面。

但諾貝爾獎得主 Robert Mundell 卻認為，量化寬鬆與低利率導致美元走弱並非問題所在，問題在於若欠缺妥善的低利率政策退場機制，美元會開始轉強，經濟恐重新陷入衰退。美國經濟應擔心的是通縮而非通膨問題。而要避免經濟衰退，須將美元對歐元的匯價固定。美國與歐洲應協調匯率政策，使歐元匯價在一定區間內波動，再逐漸將區間縮小至單一匯率，就不必擔憂量化寬鬆與低利率的問題 (Rushton 2011)。然而這樣的建議，施行起來自有一定的難度。

綜合上述，低利率可能造成許多問題，而提高利率也並非沒有負面效果，股市確實可能因此造成重挫，部份銀行可能會因此倒閉。雖然短期利率上揚會導致成本上升，但存活下來的銀行將無懼於利率的上揚，開始縮減銀行利差，代表銀行願意放款，企業可能因此開始雇用勞工，並促成真正的經濟復甦 (Kessler 2011)。

## 第二節 投資管道及風險控管之探討

如前所述，在資金過剩環境下，如何積極引導資金投入公共建設，已成為近來政府部門思考的方向。2012 年 8 月下旬行政院財經座談 (行政院 2012)，分別就人民幣業務、建立短期票券利率指標、以國內四大基金操作壯大資產管理規模、金融業稅負、證券保險業參與外匯業務、以及保險業資金投入公共建

設等議題，進行討論並作初步回應（如表 1 所示）。惟人民幣業務並非完全操之在我，資產管理中心概念似仿效新加坡作法，而這些與票券利率指標、金融業稅負及證券保險業參與外匯業務一樣，仍需較長時間討論進行。由央行彭總裁呼籲以 8 項作為，誘導資金（包括保險業與郵政儲金）用於公共建設以提振經濟（彭禎伶 2012），可知這似是政府認為當前最為迫切之事。<sup>2</sup>

表 1：行政院財經座談會金融業投資管道建議與回應

議題	業者建議	政府回應
人民幣業務	積極開放 OBU 辦理人民幣業務，速建立兩岸貨幣清算機制	已納入金管會「國人理財平台」及發展「具兩岸特色之金融業務」計畫中
保險業資金投入公共建設	政府應鬆綁法令規定	金管會邀相關部會討論，可突破部份儘速推動，無法突破由政院協調解決
短期票券報價利率指標	建議推動國內有關契約使用「台灣短期票券報價利率指標」	請票券公會加強宣導，並請央行與金管會協助
四大基金投資國外部位	可部份委由國內資產管理業代為操作	行政院已與考試院成立提升政府基金運作效能專案小組，由兩院副院長共同主持，相關建議可提該小組討論
金融業稅負	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 銀行提列呆帳準備可列費用比率，由目前 1% 提高到 2%~3%</li> <li>2. 證券業辦理離境業務，比照 OBU 享有免營所稅優惠</li> <li>3. 年金與長期看護醫療險，在現行 2.4 萬元保費支出扣除額外，獨立提供扣除額</li> <li>4. 鼓勵企業幫員工買團體年金保險</li> <li>5. 擴大金控公司的費用認列範圍</li> <li>6. 調降或停徵期交稅，降低權證因造市避險需買賣股票的證交稅率</li> <li>7. 放寬集合管理運用帳戶課稅規定</li> </ol>	由財政部與金管會成立專案小組，政務委員管中閔主持，研議相關稅賦議題
外匯管理	證券商涉及外幣計價的證券業務，得比照銀行、保險辦理外幣借款及外匯交易	考量大型壽險公司或證券商的外匯業務需要，請央行研議擴大其為外匯指定金融機構

資料來源：行政院（2012）；楊文琪（2012）

然而不論是郵政儲金或保險業，都已不是新的話題。行政院經建會很早就開始檢討中長期資金運用制度的轉型，例如考慮以全民退休、儲蓄、保險機制，

<sup>2</sup> 8 項措施包括政府成立國營專責公司，自行發行公司債籌資；增加長期公債發行量，建立債券殖利率曲線，提供壽險長期資金配置參考；放寬壽險業投資公共建設，提高參股上限，將壽險資金導入政府專責公司；允許郵儲金直接支應特種基金的自償性公共建設；提高公共建設自償率，經營民間附屬事業吸引民間資金；民間財務主導公共建設，降低政府籌資壓力；推動公辦都市更新，增加建商對公辦都更的興趣；鼓勵日商來台投資並協助其在台融資，吸引台商回流，提供相關生活環境便利。

建立諸如中央公積金制度 (Central Provident Fund System, CPF) 或是控股公司，來為其國內投資注入所需資金 (王儷容 2009)。經建會亦於 2010 年表示，央行及交通部均同意在郵儲金 30% 範圍內，可對政府重大公共建設授信，這部分資金近新台幣 1.5 兆元，但這項政策遲遲未開放，主要是金管會尚未同意開放郵儲金授信行為。

保險業是另一個例子，政府機關一方面引導保險業資金進入公共建設，另一方面也阻止該資金進入房地產市場。為引導保險業資金投資公共建設，並擴大保險業之資金運用管道，金管會於 2012 年 8 月 1 日研議放寬保險業投資公共建設對於同一對象的投資上限，修正「保險業資金辦理專案運用公共及社會福利事業投資管理辦法」第 7 條及第 9 條，由被投資對象實收資本額的 25% 調高到 35%，使其持股比例可達三分之一，對被投資公司重大政策具否決權，有助提高保險業者之風險控管能力及投資意願 (行政院經建會 2012)。

然而金管會於 11 月 19 日發布「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」修正草案，再次將保險業投資不動產最低收益率，從 8 月的 2.125% (魏好庭 2012) 拉高至 2.875%。同時調整保險業資本適足率 (RBC)，調高不動產的風險係數，使保險公司新增不動產就須增提更多資本。儘管與此同時保險業投資股票未實現損益改以半年均價認列，而非以往的 6 月與 12 月底價格，但國內固定收益投資工具少且股票波動性大，這是否使業者資金去處受限的狀況有所改善，仍有待觀察 (李淑慧 2012)。

在政策法令與資金管道有所改變後，證券或保險業相關風險管理規範 (如證券商風險管理實務守則；保險業風險管理實務守則等規範等。詳行政院金管會 2012) 及風險控管細節，亦應配合業界觀點隨之調整。但仍是在符合主管機關規定的基礎下，積極達成包括綜理五大風險，在既有風險限制下追求最大利潤，提昇公司信評等級並降低籌資成本，藉風險調整後報酬 (RAROC) 之績效評估調整公司資源分配，以及瞭解相關風險後始承做新種業務等目標 (陳

志偉 2009)。

不過仍須強調的是，儘管一些短期措施或可收效，但仍不能忽略我國金融業的結構性問題。資金過剩導致保險業投資困難，但國內銀行家數過多導致競爭激烈，或許才是利差偏低的主因之一。國內景氣低迷，電子、傳產甚至營建業等投資需求大幅減少，公共建設種類項目是否真能吸引保險業目光，是否值得以關乎全民利益的郵政儲金投入，甚至資金充足的銀行，放貸可能也較為謹慎。而過去對特定產業的集中放款，已成為銀行業沉重負擔（陳朝燈 2012）。上述因素也使國內金融業不得不將目標瞄準大陸市場，也可望獲取一些商機，但這是否可能對我國的金融穩定有所影響，也是值得注意的。

### 第三節 資產配置策略

近年歐美國家公債殖利率均降至歷史新低，為尋求較高收益及分散投資風險，過去專注於債券市場之投資人，逐漸將股票、商品及新興市場債券等資產類別納入投資組合。資產管理機構調查亦顯示，商品及新興市場債券為投資人於未來三年將增加配置的資產類別（官佳璿與張禎真 2012）。

就我國來說，如果我們將上一節「投資管道及風險控管」，當作是金融商品的供給面，則本節「資產配置策略」或許就可以視為需求面。同樣根據台灣金融研訓院（2012b）的訪談與分析，金融海嘯後國內金融避險需求仍有所增長，但以較為簡單的商品為主。可看出以下幾個需求面的特色：

- 一、金融海嘯後金融創新熱忱再起，避險需求仍不會消失。
- 二、電子交易產品與平台持續快速增長不受影響，這應與技術進步有很大關係。
- 三、雙元貨幣及其他較為簡單的產品仍為主流，反映出投資人儘管仍有需求，

但對於金融海嘯衝擊仍有餘悸，並不偏愛複雜的金融商品。

四、人民幣相關商品的規劃已成趨勢，中國經濟金融的穩定性，也連帶成為各界所關心的焦點，不能不予以重視。

惟前述人民幣商品不論供需，仍受限於兩岸環境與法令，目前仍未有太大進展，因此仍須以既有商品進行規劃。例如 Perold (2012) 認為，保守型債券投資組合若要保存長期實質購買力，除延長存續期間外，需考慮以多元策略因應負利率投資環境：

- 一、謹慎規劃投資高風險資產，但仍以保存本金為首要目標。尤其自2008年以來，金融危機造成各類資產波動性升高，風險控管更為重要。過度追求高風險資產，易導致投資人偏離其長期保本之投資策略，造成本金損失。
- 二、低利率雖迫使投資人增持高風險資產，但建議採行分散投資模式，避免對單一風險因子曝險過高。
- 三、使用主動式資產管理經理人以增加收益。然而主動式資產管理之長期表現優於大盤的經理人為少數，尋求此類經理人須花費相當之時間及成本。
- 四、將風險納入調節投資組合之考慮因素，當風險升高時，適度減碼曝險部位；當風險降低時，適度加碼曝險部位。

以往均認為採取傳統的股債配置，才能分散市場風險，但若遭遇諸如金融風暴之類的極端狀況，則可能需引進動態風險管理工具，惟目前國內商品設計與法令規範，尚未考慮及此。更何況台灣還有人口老化速度較各國更快的問題，勞退與國民年金等走向自選制，亦有待法規調整與金融產業的準備參與（管國霖 2012；伍錦霖等 2010）。

舉例來說，S&P 500 指數與 GSCI 商品指數雖常被歸類為連動性高之風險性資產，但 Buruksahin, Haigh and Robe (2010) 研究顯示兩者仍為獨立市場，

商品市場仍提供美國股市投資人分散風險管道。S&P 指數、GSCI 商品指數、新興國家公債指數與美國公債指數之相關係數為負值或接近零相關，可作為一般市況下之分散風險工具。

但在極端市況的避險方面，Garcia-Feijoo、Jensen and Johnson (2012) 探討全球股票市場、GSCI 商品指數、黃金、房地產等類資產對美國股票市場及美國複合債券市場 (含房貸抵押證券及公司債) 之分散風險及避險效用。其研究結果發現，美股及美債可互相做為極端市況下之避險工具，而商品市場提供美股及美債投資人分散風險之管道，尤其在高通膨環境下，黃金較其他商品提供更佳之分散風險效益。美國複合債券市場因含有房貸抵押證券，與房地產之連動性高，因此房地產不適合作為美國複合債券投資組合之避險工具。

簡言之，近 10 年以來，報酬風險比率 (Sharpe Ratio) 較高之指數或資產，包括已開發國家公債指數、黃金、抗通膨債券指數及新興國家公債指數等，與美國公債指數之報酬風險比率相當，可為多元配置較佳之資產標的。而根據高盛對全球保險業投資長所作的調查 (何佩儒 2012)，高收益債、投資等級債與新興市場債是全球壽險投資長在未來 12 個月內最想加碼的資產。未來國內外資金流動與投資的變化，可與以上文獻所提供的策略相互印證。

## 第三章 資金過剩(低利率)環境的各國政策走向及其對市場之影響

本章為本研究提供理論背景基礎。我們以美國、日本與歐元區為例，回顧各國政策走向及其對市場的影響，這對以政策實務為主要的研究計畫仍屬必要。我們發現儘管各國強力貨幣在金融海嘯後確有所增加，但廣義貨幣增長（例如 M3）整體而言卻不明顯，且未來是否多僅流向特定標的（例如房地產）值得關注。尤其這樣的環境對於保險業構成較大的壓力，連帶影響到特定族群（如固定收入、退休金給付）的生活狀況。換言之，目前貌似寬鬆的總體環境，在貨幣政策用盡且財政狀況受限（如美國財政懸崖解決有望但債務負擔仍重）下，將難以期待以傳統經濟政策有效提振經濟景氣。因此金融法規管制的檢討與適度放寬，引導民間資金進行各項投資，形成新的產業發展動能並解決過剩資金出路，將成為解決問題的重點。

### 前言

傳統經濟理論認為，假設暫不考慮物價因素，政府可藉由名目利率引導實質利率，而消費與投資均可能受實質利率的影響。前者透過所謂「跨期替代效果」，即較低利率表示儲蓄的報酬下降，因而鼓勵民眾現在多消費，進而推動需求面的經濟成長。後者一般多認為與利率有反向關係，利率下降表投資成本下降，有推升投資進而增進需求面經濟成長的效果。相反的，升息將冒著將經濟推回衰退甚至蕭條與通貨緊縮的危險，因此在經濟前景依然不明的今天，各國央行根據傳統思維，持續維持利率於歷史低檔。

以日本為例，1992 年後的資產價格泡沫化，使其進入了長期經濟衰退。Bernanke (2000) 以為，1999 年日本實際國內生產毛額與其潛在生產毛額 (Potential GDP) 的差距已達 14%，而自此至 2003 年間的經濟持續衰退則進一步擴大了此一差距，並使 1999 年以消費者物價指數所計算的物價膨脹率轉為負值，於 2002 年達 -1%，通貨緊縮 (Deflation) 現象已無庸置疑。為此日本央行自 1992 年起即開始逐步調降政策利率，至 1999 年觸底幾近零利率的 0.1%；強力貨幣在 2002 至 2003 一年間即擴張 40%，惟經濟表現仍無起色。這種疑

似凱因斯理論「流動性陷阱」的貨幣政策無效現象，也使得日本政府相信財政政策的有效性，進而擴大財政支出規模，其結果卻是累積國債佔 GDP 比重達 200%，經濟復甦力道卻依然不見蹤影。

有鑑於此，如 Bernanke (2000)，Krugman (1998)，Svensson (2001) 等國際知名經濟學者，開始思考並提議日本以至於美國，在面對低利率環境下應有的「非正統」(Unconventional) 政策作為。惟美國在面臨 2001 年起的經濟衰退，亦開始逐步調降聯邦利率水準至 2003 年的 1%。2004 年因經濟復甦、物價膨脹及房地產活絡，促使美國聯邦準備理事會調升利率。但從 2008 年金融海嘯發生後，已降至 0.25% 的最低水準。與日本略有不同者，在於美國並未出現嚴重的通貨緊縮現象，雖經濟表現趨緩但仍略有增長。

1990 年代以來的日本，以及 2004 年後的美國，卻使傳統理論的效果受到些許質疑。低利率是否有助於推動經濟成長，日本「失落的廿年」已經提供了強而有力的反例，但問題在於使上述機制失效的關鍵何在。目前一種主流的說法，是既有經濟理論大多忽略了「財富」對於消費行為的影響力。

換言之，原本低利率的原意是要援救債台高築的企業與銀行，進而刺激消費與投資，使國家經濟走出泥淖之中，然而此舉不但未能促進投資，反而連家庭消費都陪葬了，由於金融危機衝擊，企業與家庭都因財富受損，負債高築而沒有能力及意願擴大支出。加上金融結構不健全，銀行面臨巨額逾期放款壓力，打銷呆帳又缺乏資金，因此也不願大量出借資金。隨著金融改革的推動，儘管企業與銀行日漸健全，但對於金融危機仍心有餘悸，致吝於釋放就業機會與降低貸放門檻。兼以家庭的消費又持續萎靡不振之下，低利率政策能否如理論所言有助於刺激經濟成長，已成了一個大問號。

長期的低利率環境，已經證明未必有助於經濟成長、民間消費投資、所得分配、以至於合理的資產價格。接下來的問題就在於如何脫離這樣的環境，以

及長期持續下去可能會有什麼樣的危害。然而即使有上述的疑問，但懍於傳統理論的牢不可破，各國產業與金融業的紓困需求，美國債務高築與歐債危機仍未解決致使財政債息負擔沉重，各國央行或許並沒有能力及膽量挑戰現行的低利率政策。更重要的是仍居全球經濟領導地位的美國，經濟政策若未改弦更張，則很難預期全球低利率環境何時會有根本的改變。簡言之，如果全球經濟情勢未能顯著改善，且美國聯準會仍堅持其自 2007 年以來的政策思維，則如此較為保守謹慎的作為可能使全球低利率環境持續較長的時間。

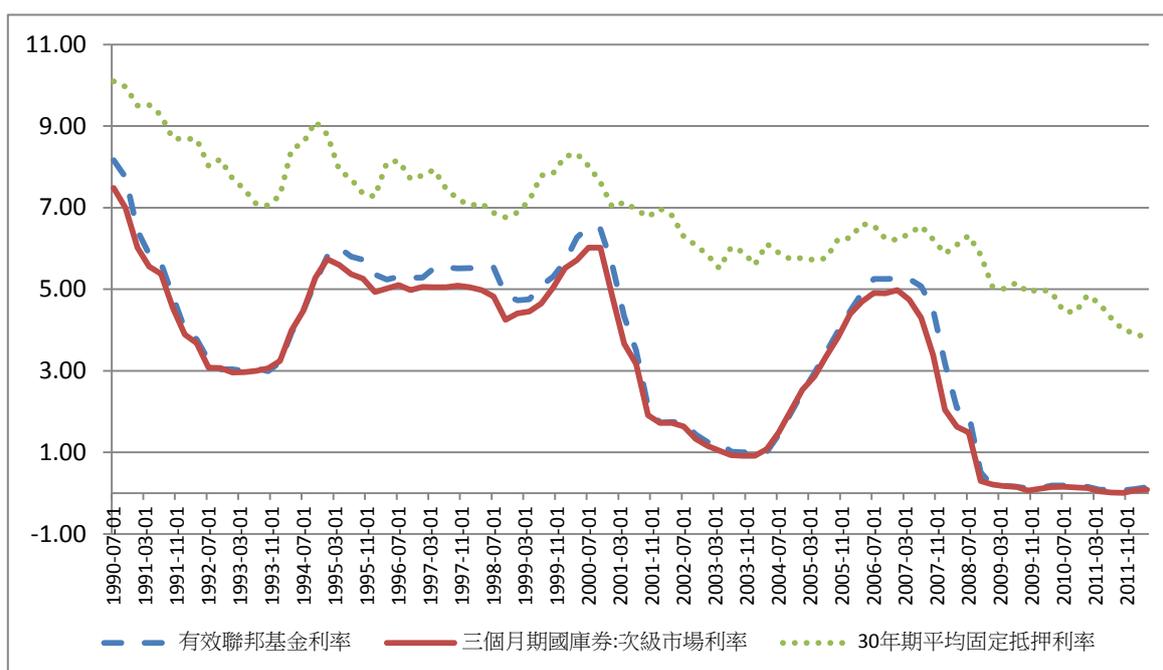
## 第一節 美國經驗

### 一、資金過剩的源起

#### 美國資金市場利率走勢：

檢視自 2000 年之後美國金融市場出現的幾次重大事件的發展脈絡，以美國資金市場的利率走勢而言，2001 年發生的「九一一事件」，此一恐怖攻擊事件對金融交易市場產生恐慌性的混亂，金融交易市場一度陷入停擺，為穩定美國國內及國際間的金融交易及拯救金融機構營運，聯準會以漸進操作方式將具指標性聯邦基金利率(Federal Funds Rate)，壓低至百分之二以下(如圖 1)，此段期間總計已維持近三年(2002-2004)，也因此之故，相對應的房屋抵押貸款利率也由 2001 年之前平均約 7%- 8% 的水準滑落至 2003 年約 5.5% 之新低水準，此段期間正是醞釀出全美地區住宅及商業辦公房屋市場新一波大量增建、投資炒作房價，此後終引發出另一場規模上均屬罕見的國內金融信貸風暴且快速溢散至國際金融市場。

圖 1：美國主要市場指標利率



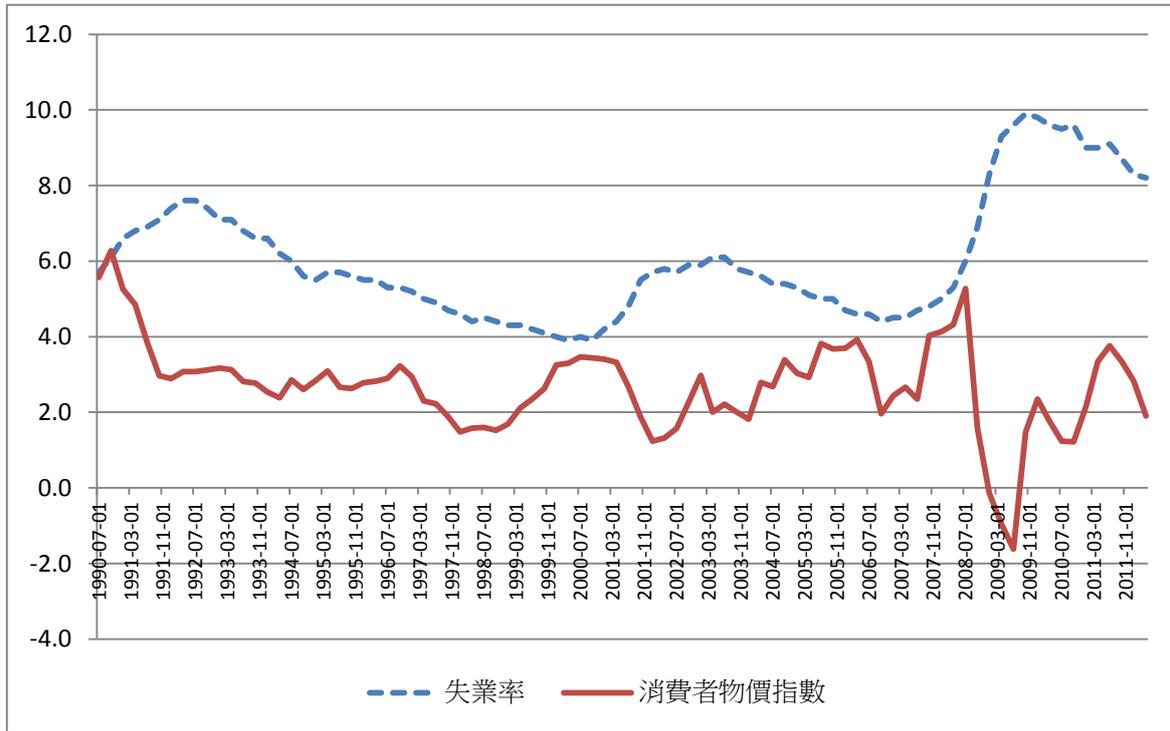
資料來源：聯準會(Fed)，本研究整理

### 消費者物價及失業率：

美國國內消費者物價在 2000 年 2007 年這段期間均可維持在 2%-4% 之間浮動(如圖 2)，次貸危機後甚至出現物價緊縮的現象，整體而言，通貨膨脹因素均尚在可掌控的區間，並非左右聯準會貨幣政策考量權衡的主要因子。

美國國內失業率自 2000 年的網路泡沫化後，雖有攀升的跡象，自 2003 年起有逐步改善降低，由約 6% 已逐步降低至 2007 年約 4%。在 2008 年起因次級房貸問題所衍生出整體經濟的成長停滯，消費力道減弱，就業機會降低，失業率指數反轉快速攀升至 2009 年約 10%，隨後接續出現的歐債危機問題，導致全球消費需求面的長期持續低迷，讓美國國內失業率問題更無法進一步加以有效改善，在財政上因巨額赤字債台高築已無法進一步舉債下，此問題迫使貨幣政策的操作成效亦陷入泥沼之境。

圖 2：美國失業率/消費者物價指數



資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics，本研究整理

次級房貸風暴產生後，為挽救資金交易市場信貸額度短缺，金融機構瀕臨破產危機的出現，聯邦準備銀行一寬鬆貨幣政策引導市場利率下降，以舒緩解決金融業流動性不足的窘境，聯邦基金利率(Federal Funds Rate)及3月期次級交易市場國庫券 (Treasury Bill)利率，均由2008年中旬起跌落至百分之一以下，此後由於美國國內經濟景氣持續不振，失業率居高不下，加上財政赤字問題持續惡化，聯邦準備銀行採寬鬆貨幣政策以挽救經濟的意圖，更導致利率水準擠壓至幾近於零的低水準，此產生的效應將於後續分析。

## 二、貨幣政策之回顧與展望

### 寬鬆貨幣政策操作工具

第一次量化寬鬆 (QE1)：雷曼兄弟公司於2008年9月倒閉後，美國聯邦準備理事會(簡稱聯準會)就推出首次量化寬鬆政策。聯準會創造了超過一萬億美元的儲備貨幣，主要方式為通過將儲備貨幣貸給它們的附屬機構，另一種方

式為，通過直接購買抵押貸款支持證券。

第二次量化寬鬆(QE2):自 2010 年起由於美國的經濟數據未出現扭轉跡象，聯準會下的聯邦公開市場委員會(FOMC)在 2010 年 11 月份宣布，再次實施規模達 6,000 億美元的貨幣量化寬鬆計劃，經由發行貨幣購買財政部發行的長期債券，每個月購買額度預計為 750 億，直到 2011 年第二季度。

為解決因次貸危機後美國金融機構產生的嚴重授信額度短缺困境，金融機構因放貸呆帳數字大增而衍生出的破產風險增加，聯準會以量化寬鬆貨幣政策措施引導市場利率走低，以達刺激金融機構的可貸放準備金的增加，此實施方式乃以下述多重管道進行，以下僅簡述部分實施方案:

- (一)經由公開市場交易收購買入公債，將資金直接注入金融機構體系，以壓低市場資金利率，增加市場可授信資金額度。
- (二)次貸危機產生後，為挽救美國兩大房貸巨頭「美國聯邦國民抵押貸款協會(簡稱房利美: Fannie Mae)」及「美國聯邦住宅貸款抵押公司(簡稱房地美: Freddie Mac)」直接破產的危機，美國政府以直接接管此兩房貸機構方式處理，且以大量收購入住房抵押貸款證券化(Mortgage-Backed Securitization, 簡稱 MBS) 商品的方式，部份解決上述兩房所累積發行巨額的 MBS 違約風險，以壓低房貸商品的市場利率，挽救瀕臨破產的次級房貸市場問題。
- (三)為提供企業及消費者的投資及刺激消費意願，2009 年 3 月聯準會及財政部宣佈一項新的消費信貸放款機制(短期資產抵押證券貸款工具: (TALF: Term Asset-Backed Securities Loan Facility))，此項機制的放款規模最高將可達 1 兆美元。根據聯準會與財政部所公佈的實施辦法，以紐約聯邦準備銀行為例，該行將向持有 AAA 等級資產擔保證券(ABS : Asset-Backed Securities )的持有人以低利息方式放款，金額最高可至 2,000 億美元，對象包含汽車、信用卡、學費與小型企業等消費性貸款。TALF 機制的實施，

可緩和資產擔保證券市場的資金嚴重匱乏不足的流動性問題，以及挹注市場中、長期資金的缺口，間接地抑低市場利率。

(四)2008 年聯準會宣佈一商業票據信貸安排(CPFF: Commercial Paper Funding Facility)方案，意圖解決商業票券市場的資金流動性不足的問題，主要以提供企業短期資金融通的需求為主。

(五)次貸風暴後，為緩和金融機構流動性資金短缺問題，聯準會推出一短期標售工具(TAF: Term Auction Facility) 貸款機制，藉由拍賣機制，向存款性質的金融機構標售短天期資金。自 2007 年推出以來，單次拍賣金額已從 200 億美元逐漸升高至 750 億美元，經由此管道向合於資格的金融機構提供抵押貸款，促進市場流動性。此項貸款機制主要有以下特點：1.抵押品範圍擴大，讓銀行能夠將大幅貶值，賣不出去的擔保債權憑證(CDO: Collateralized Debt Obligation)拿至貼現窗口融通。 2.利率由市場拍賣決定，聯準會每次提供定額資金，使得利率更能反映信用資金市場的真實利率水準。

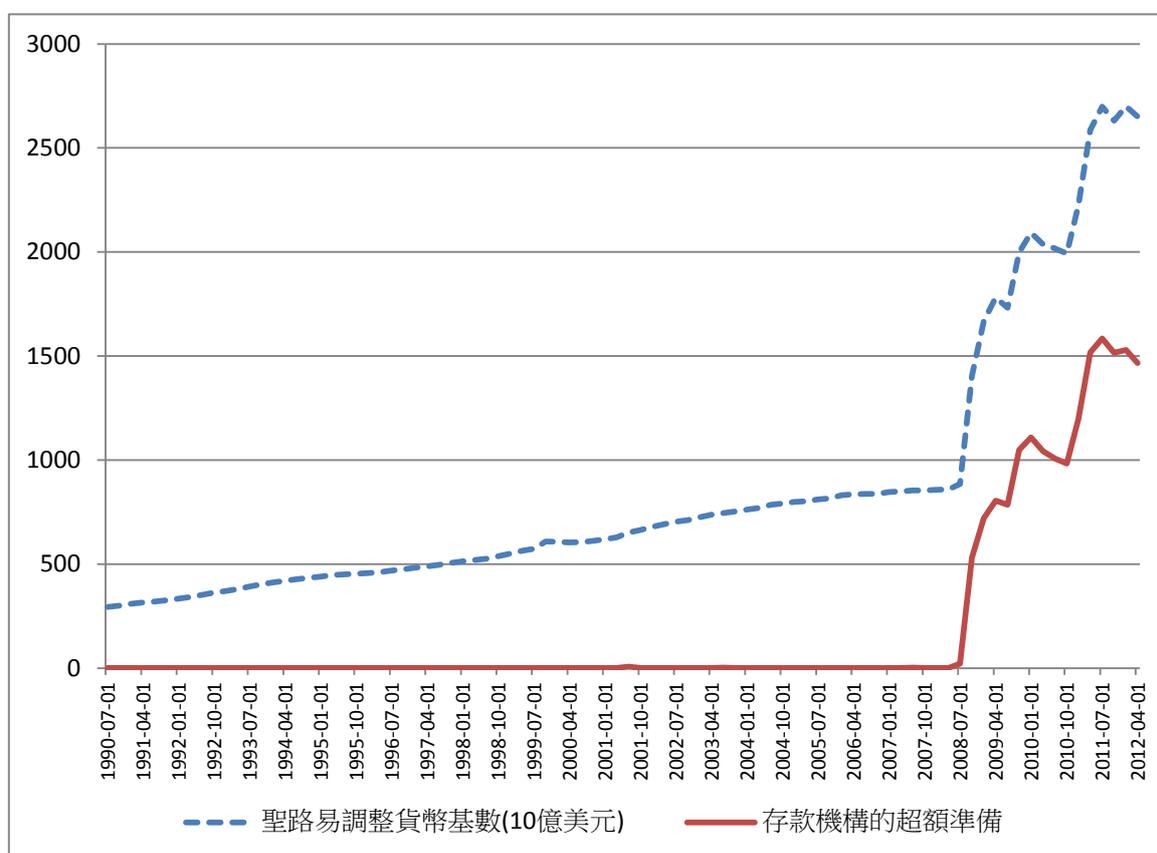
### 存款機構資金流動

貨幣量化寬鬆政策自 2008 年第三季起實施，若比較貨幣量變動百分比，2000 年至 2007 年這段寬鬆貨幣政策實施前，貨幣量平均季增長率為 1.06%(如表 2 及圖 3)，2008 年至 2012 年寬鬆貨幣政策實施後，貨幣量平均季增長率則上升為 7.27%，若排除 2008 年第二季(2.87%)及第三季(58.71%) 資料則貨幣量平均季增長率則上升為 4.33%，相對而言，整體存款貨幣機構的超額準備金，2000 年至 2007 年這段寬鬆貨幣政策實施前，超額準備金平均季增長率為 15.91%，2008 年至 2012 年寬鬆貨幣政策實施後，超額準備金平均季增長率則大幅增長為 196.94%，若排除 2008 年第二季(991.05%)及第三季資料(2418.23%) 則超額準備金平均季增長率則上升為 8.48%。

擴張性貨幣政策的目的旨在經由貨幣創造機制提供銀行準備金以增加可

放貸額度，經上述資料的分析可得，整體存款貨幣機構的超額準備金季增加的幅度遠大於貨幣量平均季增長的幅度，顯見聯準會經由寬鬆性貨幣政策融通予存款貨幣機構的資金，有相當大比率仍留存於存款貨幣機構本身，並未有效地經由中介金融機構貸款機制流傳入實體經濟部門，以刺激民間部門投資的增長，此舉大幅抵銷聯準會意圖經由執行操作寬鬆貨幣工具以刺激經濟成長、降低國內失業率的初衷。

圖 3：貨幣量及銀行準備金



資料來源：聯準會(Fed)，本研究整理

表 2：貨幣量增長率及存款機構超額準備金增長率（季變動）

期間	貨幣基數的變動比率	存款機構的超額準備變動比率
2000-2007	1.06%	15.91%
2008-2012.Q1	7.27%	196.94%
2008-2012.Q1 (2008Q2-Q3 除外)	4.33%	8.48%

資料來源：聯準會(Fed)，本研究整理

### 三、資金過剩環境對金融市場的影響

#### (一) 信用/債券市場：

檢視美國債券市場近年的資料，參考學者朱美智 (2006)的研究結論可整理出美國債券市場近年來所呈現的特徵如以下：

1. 長期利率走低: 美國在經常帳長期呈現逆差態勢下，利率若可維持在低水準，將有助於控制財政的支出負擔不致失控。
2. 殖利率曲線趨於平滑。
3. 債券利差持續的收斂。

#### (二) 保險市場：

保險業的資金運用，一般而言屬中長期的資金投資運用，投資商品較偏好以固定型收益商品為主，藉由投資產生的收益以分配給保戶。市場利率走低所衍生出的效應，對保險業而言，可整理出如以下：

##### 1. 長期照顧保險：

低利率的衝擊效應下，保險業長期的固定投資收益殖利率也相對下降，在獲利不易之下，反映出的即是，保險商品的費率定價被迫將被調漲以因應遞增

的營運成本，根據美國長期照顧保險協會(American Association for Long-Term Care Insurance) 的調查，長期照顧保險所支付的費率在 2012 年相較於前一年平均已上漲 6 個百分點至 17 個百分點。

## **2. 年金商品險：**

傳統上，年金型保單為一保守型且風險波動度較低的商品，此類型的商品一般廣為年長屆齡退休者所偏好，其固定的收益利息分配可作為退休後的現金收入來源，保險公司傳統上偏好將此類型商品推薦予年長退休此一族群。在面臨利率走低，投資商品收益率下降下，壽險商品可分配予以保險投資者的收益亦相對應的下降，此效應嚴重者將影響老年退休族群的有限收入及支應日常生活支出，間接地將增加政府養老部分的社福經費支出。

## **3. 養老金商品：**

此類型的保險商品，一般企業的員工在參與加入此計畫時均會被告知，為了可在將來某一時間點之後可定期領取一固定的現金收入流，保戶必須在此帳戶內定期存入某比例的金額，隨著利率的長期走低，保險金經投資產生的收益下降，保險戶若仍需確保未來退休後的收入現金不會縮減，保戶則必須在其尚未達退休這一段工作期間增加提撥更高比例的所得金額存入此一年金帳戶內，此舉無異降低其當期的可支配所得及個人消費支出能力，考量退休後的經濟收入來源降低，屆齡退休的工作者將被迫延長其退休年限。

## **第二節 歐元區經驗**

歐元自 1999 年確立法律地位及 2002 年正式發行以來，已成為除美元外之最重要外匯資產，而歐元區穩定發展，更可能隨歐盟之擴大而日益擴展。以德、法為首之歐元區可算是全球第二大經濟體的當下，瞭解該區域內資金過剩環境之情況，將有助於讀者釐清全球資金過剩的發展全貌。

## 一、資金過剩的源起

美國作為全球第一大經濟體，其金融、貨幣政策對全球資金寬鬆與否具有領導性的影響力。2000 年初網路泡沫化，為活絡經濟，美國聯準會(Fed)採取極為寬鬆的貨幣政策，自 2001 年起連續降息 13 次，使聯準會聯邦基金利率從 6.5% 大幅降到 1% (參見表 3)。低利率政策釋放出大筆的市場資金，信用市場為之熱絡，並營造出有利於房市的投資環境，因而美國民眾貸款購屋的意願大為增加，帶動美國房價不斷提高。多數經濟學家認為前述房市的發展是造成 2007 年次貸風暴發生的遠因。

之後歐洲央行(ECB)亦跟隨 Fed 的腳步，於 2001 年 5 月 11 日啟動降息循環，將主要再融資利率(Main Refinancing Rate) 從 4.75% 逐步下調至 2003 年 6 月 6 日的 2%。此後再融資利率一直維持在 2% 的水準直到 2005 年 12 月 6 日才開始調升。

表 3：美國聯準會聯邦基金利率變動表

日期	升息	降息	聯邦基金利率(%)
2000	5 月 16 日	0.5	6.5
2001	1 月 3 日	0.5	6
	1 月 31 日	0.5	5.5
	3 月 20 日	0.5	5
	7 月 18 日	0.5	4.5
	5 月 15 日	0.5	4
	6 月 27 日	0.25	3.75
	8 月 21 日	0.25	3.5
	9 月 17 日	0.5	3
	10 月 2 日	0.5	2.5
	11 月 6 日	0.5	2
	12 月 11 日	0.25	1.75
2002	11 月 6 日	0.5	1.25
2003	6 月 25 日	0.25	1

日期		升息	降息	聯邦基金利率(%)
2004	6月30日	0.25		1.25
	8月10日	0.25		1.5
	9月21日	0.25		1.75
	11月10日	0.25		2
	12月14日	0.25		2.25
2005	2月2日	0.25		2.5
	3月22日	0.25		2.75
	5月3日	0.25		3
	6月30日	0.25		3.25
	8月9日	0.25		3.5
	9月20日	0.25		3.75
	11月1日	0.25		4
2006	12月13日	0.25		4.25
	1月31日	0.25		4.5
	3月28日	0.25		4.75
	5月10日	0.25		5
2007	6月29日	0.25		5.25
	9月18日		0.5	4.75
	10月31日		0.25	4.5
	12月11日		0.25	4.25
2008	1月22日		0.75	3.5
	1月30日		0.5	3
	3月18日		0.75	2.25
	4月30日		0.25	2
	10月8日		0.5	1.5
	10月29日		0.5	1
	12月16日		0.75~1.00	0~0.25

資料來源：美國聯準會網站

自 2004 年 6 月起，隨著美國景氣明顯復甦，為了冷卻過熱經濟，Fed 改採緊縮政策，連續 17 次調升利率，使聯邦基金利率從 1% 提高到 2006 年 6 月 29 日的 5.25%。此一政策性的轉變，雖是針對當時情況調整貨幣政策，但對房貸市場卻造成骨牌式的連鎖效應，並引爆次貸地雷。首先，採用可調式利率的貸款，浮動利率上升使得利息負擔提高，次級房貸的對象原本就是信用較差

的貸款人，此時更加無力償還，導致違約風險大幅提高。其次，專門承做次級房貸的機構，由於收不回利息而破產、倒閉，如美國第二大房貸業者新世紀金融公司於 2007 年 4 月聲請破產。再者，將次級房貸包裝成高收益投資工具的金融機構開始受創，2007 年 7 月美國第五大投資銀行貝爾斯登宣布結束旗下兩檔避險基金；之後引發所謂「次貸風暴」，包括 2007 年 8 月美國大型住宅抵押投資公司倒閉、全美最大房貸業者全國金融公司爆發財務危機，以及全球股市大跌、金融市場陷入低迷。<sup>3</sup>

從「次貸風暴」到 2008 年 9 月雷曼兄弟垮台，美國發生一連串的金融危機事件後，全球都為之震盪，包括股票市場、金融機構及各國經濟，都受到程度不等的影響。之後金融風暴在歐洲開始發酵，數國的金融機構紛紛傳出財務危機，包括英國第九大房貸銀行 Bradford & Bingley (B&B) 經營發生困難，由英國政府接管；比利時最大的銀行保險業者富通銀行保險集團(Fortis)不堪財務損失，由比利時政府、盧森堡政府及法國銀行出資收購；德國最大房貸銀行海波銀行(Hypo Real Estate)傳出破產危機，由德國政府與銀行團共同投入 500 億歐元以為挽救；冰島金融體系更是陷入空前危機，過度操作財務槓桿的結果，包括前三大銀行都出現問題而由政府接管，甚至整個國家因尋求國際支援失敗而宣布破產。

隨著金融危機從美國蔓延到歐洲，為了改善市場流動性、重拾信心，並為避免金融市場出現系統性風暴，各國政府紛紛透過各種途徑直接和間接向金融市場注資。Fed 於 2007 年 9 月啟動降息循環將聯邦基金利率調降 2 碼，嗣後迅速調低利率水準，並於 2008 年 12 月將聯邦基金利率砍至歷史新低的 0~0.25%。而 ECB 則自 2008 年 10 月採行寬鬆貨幣政策將主要再融資利率調降 2 碼至 3.75%，之後逐步調降於 2009 年 5 月觸及 1% 水準。除此之外，歐元區

---

<sup>3</sup> 參見詹淑櫻、葉華容，「全球金融危機的衝擊與因應」，國際經濟情勢雙週報，第 1665 期，2008 年 10 月 16 日。

15 國領袖於 2008 年 10 月 12 日在法國巴黎召開緊急會議之後，對拯救歐洲銀行的計畫達成具體共識。歐元區國家政府將在 2009 年年底前，針對銀行同業拆借提供中期擔保、還有提供國庫資金、保護受困銀行、歐元區各國並將入股注資本國銀行。

整體而言，為了對抗金融危機，各國政府、央行實施的政策措施包括財政寬鬆、聯合降息、提高流動性支援、中央銀行回收房貸違約、存款擔保、運用央行外匯存底等等。然而金融海嘯期間，諸國為創造內需以因應金融系統危機，多國藉由舉債來振興經濟而衍生出的高負債現象，埋下了未來引發國債危機的隱憂。歐元區經濟雖於 2010 年有著強勁反彈，不幸的是在同年第四季，歐豬五國首先發難引爆歐債危機，葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘、西班牙都因為本身的債臺高築而負債比例過高，引致歐元區甚至歐盟的金融貨幣風暴。ECB 不得不繼續維持寬鬆貨幣的基調，加上美國就業市場改善步調緩慢，聯準會於 2012 年 1 月 25 日宣佈，預期到 2014 年下半年之前都不會提高利率，使得全球資金過剩的現象將持續下去。

## 二、 歐元區貨幣政策之回顧與展望

歐洲央行貨幣政策對世界經濟金融走勢有相當大的影響力，因此對歐洲央行貨幣政策相關政策擬定及操作方式有持續及深入瞭解之必要。現將歐洲央行體系及貨幣政策策略簡介於下。<sup>4</sup>

歐洲自 1958 年建立歐洲經濟共同體(European Economic Community, EEC)，續經 1991 年簽訂馬斯垂克(Maastricht)條約，於 1999 年開始實施歐元單一貨幣政策，2002 年 12 國開始轉換使用歐元，歷經 40 餘年始完成貨幣之整合。期間自 1991 年至 2002 年推動之經濟貨幣聯盟(Economic and

---

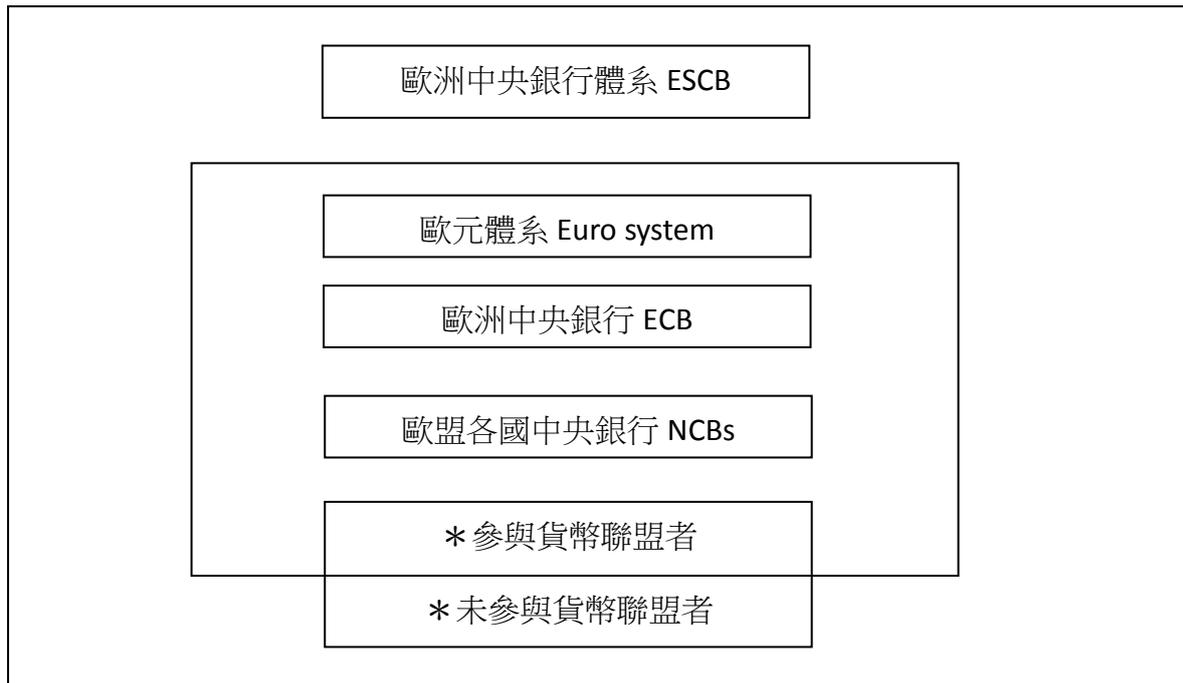
<sup>4</sup> 引用蕭翠玲，「歐元區貨幣政策操作方式之研究與借鏡」，國際金融參考資料，第五十輯，中央銀行，2005 年。

Monetary Union, EMU)三階段重要措施，對整合區間之經濟貨幣條件俾利在歐元區 12 國施行單一貨幣政策具關鍵意義。2004 年 10 月歐盟 25 國簽署歐洲憲法，2007 年 6 月 23 日，歐盟各國領袖就替代《歐盟憲法條約》的新條約草案達成協議，即後來的里斯本條約，並於 2009 年 12 月 1 日正式生效。預期歐洲未來會有更廣範圍之貨幣整合。

#### 歐洲中央銀行體系組織結構

歐洲央行體系(the European System of Central Banks, ESCB)包括歐洲中央銀行(the European Central Bank, ECB)及歐盟(the European Union, EU)會員國之中央銀行，其決策及管理機構為歐洲央行，詳見圖 4。歐洲央行管理委員會(the Governing Council of the ECB)負責制定貨幣政策，而執行理事會(the Executive Board)則執行管理委員會之決策或指導原則，並在所有會員國中以統一用語及條件進行操作。歐洲央行體系之主要目的在於維持物價穩定，並在不侵害物價穩定之前提下支持一般經濟政策。在追求目標時，歐洲央行體系需遵循公開市場經濟之原則，採用自由競爭方式，使資源有效配置。ECB 與歐洲各國中央銀行各行其職責，相輔相成以達政策目標。

圖 4：歐洲中央銀行體系



資料來源：蕭翠玲(2005)

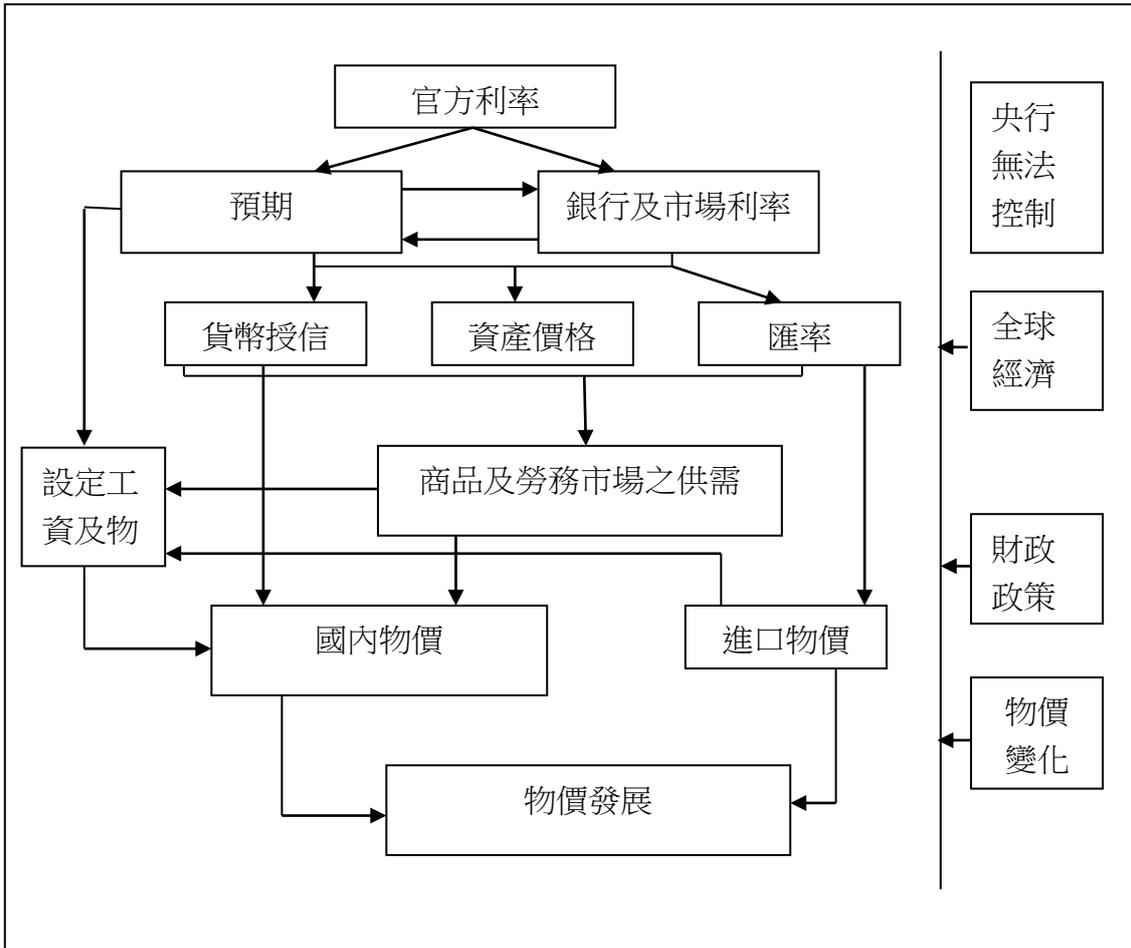
### 貨幣政策目標

ECB 以物價穩定為其貨幣政策首要目標，其認為央行控制貨幣基數（準備貨幣）之供給能影響經濟發展。長期來看，雖然貨幣供給影響一物價水準而非實質所得或就業水準，但一般咸認為通貨膨脹終究是一種貨幣現象，唯有物價穩定才能提高經濟成長之潛能。歐洲央行管理委員會遂對物價穩定之數量化給予定義：在中期內（Over the Medium Term，如 5 年內），歐元區消費者物價調和指數（Harmonized Index of Consumer Prices, HICP）之年增率低於 2%，但接近 2%。理想值為 1.7~1.9%。

### 貨幣政策傳遞機制

學理下之傳遞機制，詳如圖 5。ECB 實證資料顯示調整政策利率有如下之影響：提升利率將依時程及模型不一，對實質經濟及消費者物價造成不同程度之影響。如簡單以平均數概述，則提高政策利率 1%，未來 4 年，平均每年 GDP 下降 0.41%及平均每年物價下跌 0.25%。

圖 5：ECB 貨幣政策傳遞機制



資料來源：蕭翠玲(2005)

### 貨幣政策操作工具架構

歐元區貨幣政策操作工具主要包括公開市場操作、常備窗口機制及最低準備金制度，摘要說明如次：

#### (一) 公開市場操作 (Open Market Operations)：

公開市場依其目標、經常使用程度及操作程序分類為：主要再融通操作(the Main Refinancing Operations, MROs)、較長期再融通操作(the Long-term Refinancing Operations, LTROs)、微調操作、結構性操作。其中主要再融通操作是達成公開市場操作目標最重要之樞紐工具，其所設定的主要再融通利率是歐洲央行體系最重要之利率指標。主要再融通操作傳遞利率訊息，影響準備部

位，亦為市價之創造者。

公開市場操作五項交易方式包括：附買回交易、買賣斷交易、發行債務憑證、換匯交易、收存定期存款。而公開市場操作三項交易程序包括：標準標程序、快速標程序、雙邊直接交易。

## (二) 常備窗口機制 (Standing Facility)：

常備窗口機制在提供或吸收隔夜流動性，對貨幣政策一般狀態提供訊息，並為隔夜利率限制範圍，通常由各國央行自行分散管理。交易對手經審慎接洽後得進行邊際放款機制 (Marginal Lending Facility) 及存款機制 (Deposit Facility)。

## (三) 最低準備金制度 (Minimum Reserves)：

歐元地區最低準備率適用於所有授信機構，藉以穩定貨幣市場利率，並創造或擴大結構性流動性短缺。為穩定貨幣市場利率，準備金提存採提存期平均法，授信機構持有之應提準備按主要再融通利率計息。

### 歐洲央行體系運作以來之利率結構

常備邊際放款利率及存款利率所形成之利率區間：邊際放款由於只要具備合格擔保品，其額度原則未設限，因而形成隔夜拆款市場利率 (EONIA) 之上限利率；另外，授信機構亦得在央行存款而不必閒置資金，其額度原則亦未設限，因而形成隔夜拆款市場利率 (EONIA) 之下限利率。

EONIA 具兩項特性：其一，EONIA 利率與主要再融通利率趨近，足以解釋該操作係歐元系統最主要之貨幣政策工具；其二，EONIA 利率仍有大幅上揚情況，其表現與準備金制度有關。現將歐元發行以來，其政策利率之變化情形，詳列於表 4。

表 4：歐元區短期利率變動表

(levels in percentages per annum; changes in percentage points)								
With effect from: <sup>1)</sup>	Deposit facility		Main refinancing operations			Marginal lending facility		
	Level	Change	Fixed rate tenders	Variable rate tenders		Level	Change	
			Fixed rate	Minimum bid rate				
	1	2	Level	Level		6	7	
		3	4	5				
1999 1 Jan.	2.00	-	3.00	-	-	4.50	-	
4 <sup>2)</sup>	2.75	0.75	3.00	-	...	3.25	-1.25	
22	2.00	-0.75	3.00	-	...	4.50	1.25	
9 Apr.	1.50	-0.50	2.50	-	-0.50	3.50	-1.00	
5 Nov.	2.00	0.50	3.00	-	0.50	4.00	0.50	
2000 4 Feb.	2.25	0.25	3.25	-	0.25	4.25	0.25	
17 Mar.	2.50	0.25	3.50	-	0.25	4.50	0.25	
28 Apr.	2.75	0.25	3.75	-	0.25	4.75	0.25	
9 June	3.25	0.50	4.25	-	0.50	5.25	0.50	
28 <sup>3)</sup>	3.25	...	-	4.25	...	5.25	...	
1 Sep.	3.50	0.25	-	4.50	0.25	5.50	0.25	
6 Oct.	3.75	0.25	-	4.75	0.25	5.75	0.25	
2001 11 May	3.50	-0.25	-	4.50	-0.25	5.50	-0.25	
31 Aug.	3.25	-0.25	-	4.25	-0.25	5.25	-0.25	
18 Sep.	2.75	-0.50	-	3.75	-0.50	4.75	-0.50	
9 Nov.	2.25	-0.50	-	3.25	-0.50	4.25	-0.50	
2002 6 Dec.	1.75	-0.50	-	2.75	-0.50	3.75	-0.50	
2003 7 Mar.	1.50	-0.25	-	2.50	-0.25	3.50	-0.25	
6 June	1.00	-0.50	-	2.00	-0.50	3.00	-0.50	
2005 6 Dec.	1.25	0.25	-	2.25	0.25	3.25	0.25	
2006 8 Mar.	1.50	0.25	-	2.50	0.25	3.50	0.25	
15 June	1.75	0.25	-	2.75	0.25	3.75	0.25	
9 Aug.	2.00	0.25	-	3.00	0.25	4.00	0.25	
11 Oct.	2.25	0.25	-	3.25	0.25	4.25	0.25	
13 Dec.	2.50	0.25	-	3.50	0.25	4.50	0.25	
2007 14 Mar.	2.75	0.25	-	3.75	0.25	4.75	0.25	
13 June	3.00	0.25	-	4.00	0.25	5.00	0.25	
2008 9 July	3.25	0.25	-	4.25	0.25	5.25	0.25	
8 Oct.	2.75	-0.50	-	-	-	4.75	-0.50	
9 <sup>4)</sup>	3.25	0.50	-	-	-	4.25	-0.50	
15 <sup>3)</sup>	3.25	...	3.75	-	-0.50	4.25	...	
12 Nov.	2.75	-0.50	3.25	-	-0.50	3.75	-0.50	
10 Dec.	2.00	-0.75	2.50	-	-0.75	3.00	-0.75	
2009 21 Jan.	1.00	-1.00	2.00	-	-0.50	3.00	...	
11 Mar.	0.50	-0.50	1.50	-	-0.50	2.50	-0.50	
8 Apr.	0.25	-0.25	1.25	-	-0.25	2.25	-0.25	
13 May	0.25	...	1.00	-	-0.25	1.75	-0.50	
2011 13 Apr.	0.50	0.25	1.25	-	0.25	2.00	0.25	
13 July	0.75	0.25	1.50	-	0.25	2.25	0.25	
9 Nov.	0.50	-0.25	1.25	-	-0.25	2.00	-0.25	
14 Dec.	0.25	-0.25	1.00	-	-0.25	1.75	-0.25	
2012 11 July	0.00	-0.25	0.75	-	-0.25	1.50	-0.25	

Source: ECB.

- 1) From 1 January 1999 to 9 March 2004, the date refers to the deposit and marginal lending facilities. For main refinancing operations, changes in the rate are effective from the first operation following the date indicated. The change on 18 September 2001 was effective on that same day. From 10 March 2004 onwards, the date refers both to the deposit and marginal lending facilities and to the main refinancing operations (with changes effective from the first main refinancing operation following the Governing Council decision), unless otherwise indicated.
- 2) On 22 December 1998 the ECB announced that, as an exceptional measure between 4 and 21 January 1999, a narrow corridor of 50 basis points would be applied between the interest rates for the marginal lending facility and the deposit facility, aimed at facilitating the transition to the new monetary regime by market participants.
- 3) On 8 June 2000 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 28 June 2000, the main refinancing operations of the Eurosystem would be conducted as variable rate tenders. The minimum bid rate refers to the minimum interest rate at which counterparties may place their bids.
- 4) As of 9 October 2008 the ECB reduced the standing facilities corridor from 200 basis points to 100 basis points around the interest rate on the main refinancing operations. The standing facilities corridor was restored to 200 basis points as of 21 January 2009.
- 5) On 8 October 2008 the ECB announced that, starting from the operation to be settled on 15 October, the weekly main refinancing operations would be carried out through a fixed rate tender procedure with full allotment at the interest rate on the main refinancing operations. This change overrode the previous decision (made on the same day) to cut by 50 basis points the minimum bid rate on the main refinancing operations conducted as variable rate tenders.

資料來源：歐洲央行網站

## 歐洲央行對歐債危機的管理<sup>5</sup>

Fed 的貨幣政策目標主要是穩定物價與促進就業，因此就業數據就成了貨幣政策動向的重要依據。反觀 ECB 卻是以穩定物價為最優先考量，加上其無法在初級市場買入公債，這都增加 ECB 在寬鬆政策上的困難度。因此 ECB 並沒有在歐洲債務危機初期就積極地介入管理，那時其主要目標仍然側重於控制通貨膨脹率。但隨著危機的深化，ECB 也改變了它原來的政策姿態，在危機管理中顯示出了較強的積極性與主動性。

ECB 認為，在金融危機期間，除了低利率外，還應採取一些非標準貨幣政策措施，保持貨幣政策傳導機制暢通。非標準政策措施是為了支持銀行體系的融資環境，遏制金融市場的傳染。而非標準化貨幣政策操作，是對其原有的貨幣政策框架的延伸，不僅延長了操作期限，也擴大了從 ECB 借款的擔保品範圍。迄今為止，ECB 採取了一系列措施來減少金融市場波動性和提高流動性。

證券購買計畫(SMP)：此一貨幣政策措施最早於 2010 年 5 月 10 日為應對主權債務危機而引入的。在購買計劃中，ECB 可買入公共和私人證券，歐元系統通過每週操作吸收因購買證券而增加的流動性，以保證貨幣政策姿態不受此計畫操作的影響。當然，這種操作方式最多的還是在公開市場上購買債務危機國家的政府債券。2010 年 5 月 28 日，ECB 已購買 400 億歐元的歐元區債券，包括希臘、西班牙、葡萄牙和愛爾蘭的政府債券，其中 250 億歐元為希臘主權債務。2011 年 11 月底，ECB 又購買了 2000 億歐元的政府和私人債務證券。然利用 SMP 購買主權債券在時間和數量上都受到限制，因而自 2012 年 4 月起暫停 SMP。

擴大 ECB 在向銀行系統提供信貸的擔保品資產範圍：在金融危機中，許

---

<sup>5</sup> 參考彭興韻，「歐洲央行的危機管理：非標準貨幣政策操作」，網易財經，2012 年 4 月 17 日。

多金融資產的流動性迅速下降，提高此類金融資產流動性的政策操作手段包括中央銀行（或政府設立其他實體機構）購買這些資產，以及可讓它們充當央行提供信貸的抵押品。在美國的次貸危機中，Fed 就進行過類似的操作。因此，當歐洲主權債券市場陷於流動性困境之時，ECB 不僅通過 SMP 購買相關主權債券，也接受這些債券作為商業銀行從歐洲央行獲得信貸的抵押品。例如，2010 年 5 月 3 日，歐洲央行宣佈，無論希臘信用評級如何，都接受希臘政府發行或擔保的未清償債券或新發行的債券作為擔保品。這一舉措在恰逢希臘政府債券被降為垃圾債券之時，一定程度上減輕了希臘政府公債的壓力。

改變利率政策姿態：2011 年 12 月 14 日，ECB 將主要再融通利率下調 0.25 個百分點至 1%，並採行了一系列緊急措施改善歐洲銀行體系的健康，防止銀行資金斷裂。這一措施表明，歐洲央行更積極地擔當起了危機管理的重任。因為 ECB 享有很高的獨立性，控制通貨膨脹和實現物價穩定，是其最重要的目標。而在 2011 年第三季度歐元區的 CPI 達到 2.7%、生產者價格指數達到 5.3% 的通脹壓力之下，ECB 毅然決定降低利率。這就顯示，一貫強調貨幣政策獨立性的 ECB，其控制通貨膨脹的目標也不得不在短期內屈從於危機管理的需要。

直接向銀行系統注入信貸：由於向銀行系統提供信貸，直接增加了 ECB 的資產和商業銀行的準備金，因而這會大幅度地提高貨幣供給和流動性。於 2011 年 12 月 21 日，ECB 在其史上最大規模地向歐洲銀行系統注入信貸，共向 523 家銀行提供 4,890 億歐元的信貸，利率僅為 1%，期限也長達 3 年之久。歐洲央行的這一舉措，亦超出了人們的預期。ECB 認為，這足以讓獲得信貸的銀行償付 2012 年到期的 2,000 億歐元債務，促成銀行向企業提供貸款，避免信貸緊縮窒息經濟增長。它也希望銀行利用其獲得的信貸購買政府債券，有效地緩解債務危機。鑒於此次的信貸注入對緩解信貸緊縮產生了積極成效，ECB 又於 2012 年 2 月 29 日向歐元區 800 家銀行提供總額達 5,290 億歐元的超

低利貸款，以進一步緩解歐洲銀行業的融資壓力，防止歐洲債務危機升級為全面的金融危機。

國際政策協調：缺乏國際協調的危機管理政策往往事倍功半，如 1929～1933 年的經濟大蕭條期間，由於缺乏有效的國際政策協調，直接導致金本位的崩潰；而競爭性貨幣貶值和以鄰為壑的關稅政策導致了國際貿易體系的崩潰。在金融與經濟全球化不斷加深的背景下，在歐洲主權債務危機管理中，為了提高金融市場流動性，ECB 與其他一些央行進行了貨幣互換。2011 年 11 月 30 日，ECB 與 Fed、加拿大銀行、日本銀行、英格蘭銀行和瑞士國民銀行向全球金融市場提供額外流動性，以減輕債務危機的不利影響、支援實體經濟。這些中央銀行同意降低美元貨幣互換成本 50 個基點，他們也同意相互提供充足的流動性，以確保商業銀行對其貨幣擁有足夠的流動性。這種互換形式的政策協調，與次貸危機中 Fed 與其他十餘家中央銀行的互換安排，如出一轍。

總括而言，ECB 通過降低利率、證券購買計畫和對歐元區銀行系統提供超乎市場預期的信貸，不僅提高了陷入危機之政府債券的流動性，也向歐洲金融體系注入了新的流動性供給，這有效配合了此次危機中各國的財政緊縮措施，在一定程度上緩解了財政緊縮帶給經濟復甦和就業增長的壓力。由此呈現出在應對主權債務危機中，ECB 的寬鬆貨幣政策與危機各國緊縮財政的政策搭配。

### 三、資金過剩環境對金融市場的影響

ECB 所採行的「擴張型貨幣政策」提供足夠的流動性予歐洲金融市場，在 2008 年金融海嘯引起的市場恐慌平復後，確實給予金融市場尤其是股市帶來一波資金行情。然自 2010 年起隨著歐債危機情勢的惡化，歐債危機逐漸成為影響歐洲金融市場的主要因素。現就各市場的發展，分述如下。

#### 股票市場

2010 年至 2011 年間的歐盟及國際貨幣基金等組織聯袂救急，歐債問題仍

尋求不著有效解決方案，造成國際股市以下跌趨勢來反應場投資人對歐洲債信危機的隱憂。以日本來說，日經 225 指數自 2011 年 2 月的 10,842 跌至 2011 年 8 月的 8,719 點，至 2012 年 1 月 20 日指數仍在 8,766 的低點；台灣加權股價指數亦受歐洲債信危機衝擊，股市自 2011 年 2 月的 9,221 跌至 2011 年 11 月的 6,609 點。然而觀察歐洲藍籌 50(Dow Jones Euro STOXX 50) 股價指數及德國 DAX 指數發現，其股市表現受歐洲債信危機的影響衝擊似乎不如亞洲股市來的深，歐洲藍籌 50 走勢於 2011 年 8、9 月間股價跌破 2,000 至 1,995 點，但自 2011 年 2 月至 2012 年 1 月底，其股價約在 2,450 至 3,000 點間盤整；而德國 DAX 指數在 2011 年 9 月間跌至最低的 5,072 點，但其後走勢在 7,000 至 8,500 點間盤整。

### 外匯市場

歐債危機爆發至今，最直接的影響莫過於歐元價值之下跌，自 2011 年 8 月以來歐元兌美元之匯率走勢持續貶值。起自希臘，再至西班牙、義大利、葡萄牙、愛爾蘭等國的償債能力受市場質疑，再延燒到歐元區及歐盟多個國家及大型金融機構連動的實質債務危機，讓市場先對歐豬五國，再對幾乎所有歐元區國家都不抱任何信心。在信評機構一連串調降歐元區國家之評等，及持續對於歐元區負面新聞的報導並發表展望的訊息之後，讓投資人對歐洲商品望之卻步，更看空歐元區所共同使用的貨幣，因此導致歐元持續走貶。

### 債券市場

這次歐債風暴中，除了歐元區各國被大量調降信評之外，多個歐元區國家的公債殖利率更是不斷的飆破新高，其中希臘更是受到最嚴重的重創。以歐豬五國於 2012 年 1 月 26 日的公債殖利率進行分析，葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘、及西班牙的十年公債殖利率分別為：13.640%、6.033%、7.330%、35.730%、及 4.933%，這其中希臘十年殖利率已飆破 35%，而葡萄牙十年殖利率亦高達近 14% 的水位，顯見此等國家之主權債信存在著偌大的風險與危機，市場投

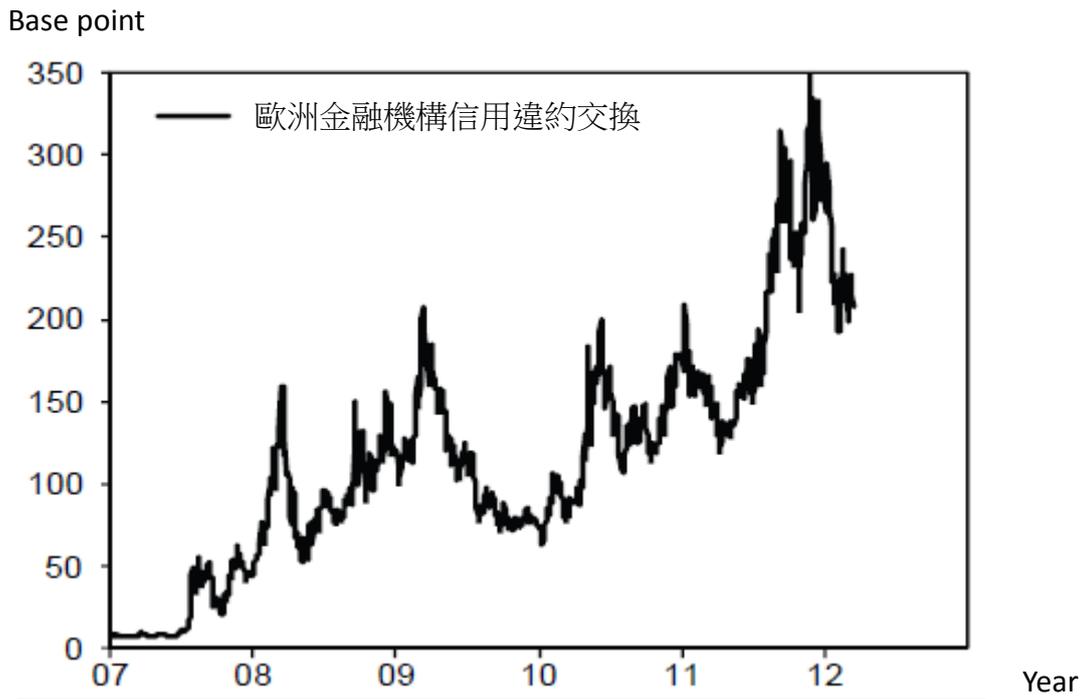
資人對此等主權債信因而抱持著非常大的疑慮。另外，值得一提的是，葡萄牙及希臘兩個國家的短期公債殖利率的水位都高過其長期公債殖利率，葡萄牙的二年及五年公債殖利率分別為 14.939% 及 18.949%，高過十年公債殖利率的 13.640%，而希臘的二年公債殖利率更高達 100.71% 的高水位，似乎顯示市場投資人已視希臘短期債務將完全沒有清償之餘力了。另外，整個歐元區多個信評較差的國家之殖利率也同樣屢創新高，顯示出投資人對歐元區的債務普遍持有很大的疑慮，而直接反應在其公債殖利率的水準上。

### 銀行業

2011 年年底以來歐元區銀行業的狀況明顯改善，主要得益於 2011 年 12 月和 2012 年 2 月歐洲央行實施的 3 年期長期再融通操作(LTRO)。銀行業的批發融資成本，體現在信用違約交換(Credit Default Swap, CDS)市場上，利率顯著下降(如圖 6)，而且能夠再次有選擇地進入資本市場。因此歐元區銀行業面臨的展期風險至少暫時消退。然而，雖然 ECB 大量供應流動性使得短期壓力減輕，歐元區銀行業仍面臨諸多嚴峻的挑戰。

批發融資成本仍然高昂。ECB 通過推出一系列非常規措施（主要是兩輪三年期 LTRO）幫助銀行業應對融資問題，但投資人對融資的擔憂仍然存在。第一，至少和 2008 年金融危機前水準相比（參見圖 6），批發融資成本仍然高昂。投資者對風險看法的變化似乎是結構性的，而非短暫行為，這意味著批發融資成本在可預見的未來都將維持在危機前水準之上。

圖 6： 歐洲金融機構信用違約交換(CDS)趨勢圖



資料來源：高盛研究報告<sup>6</sup>

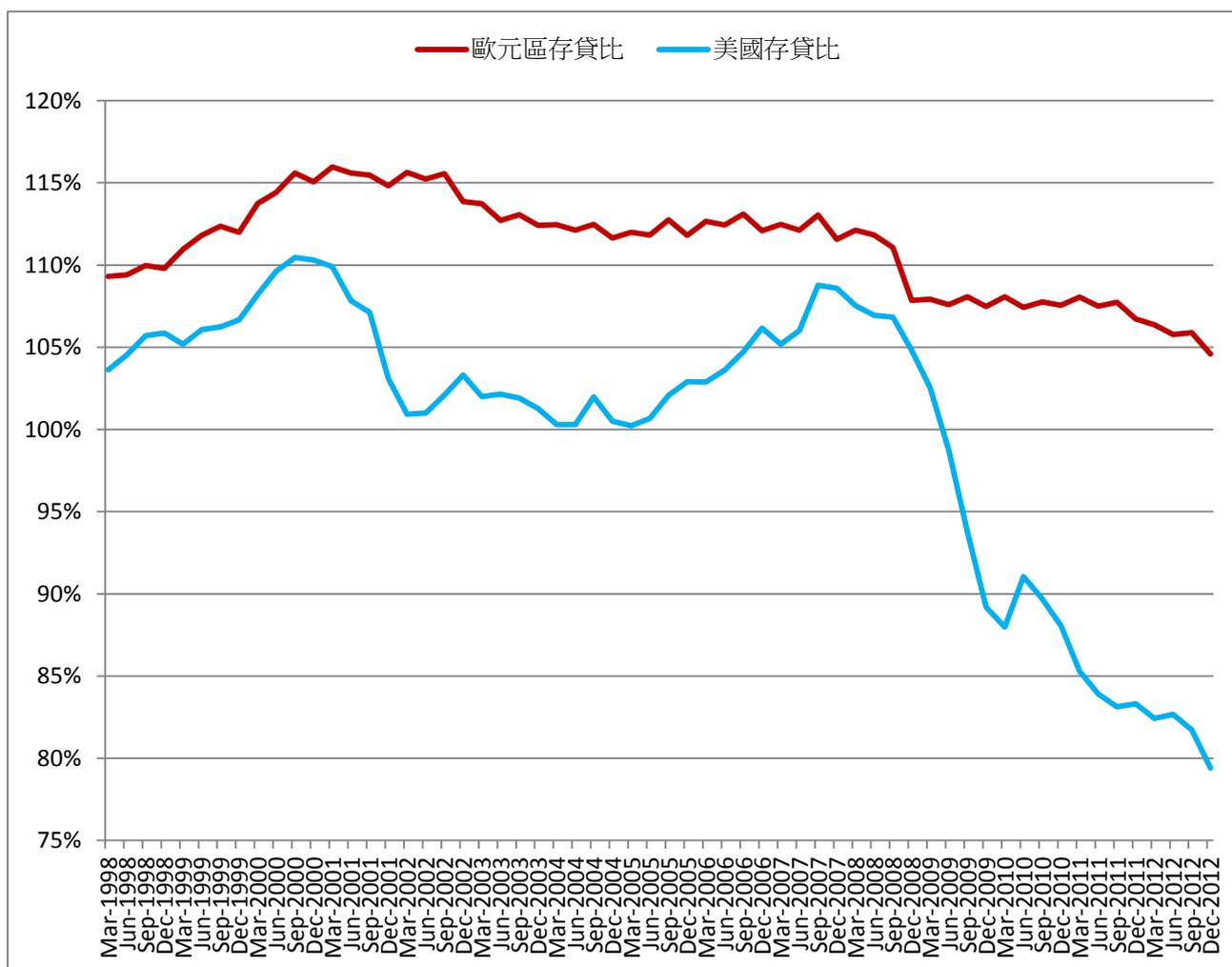
鑒於歐洲銀行業比美國銀行業更為倚重批發融資，高昂的批發融資成本帶來的挑戰更加嚴峻。例如，圖 7 顯示歐洲銀行業的融資缺口(存貸比)要比美國大得多。而且針對銀行債務融資結構新的監管規定可能在近期內加大銀行業利用批發融資市場的難度。比如，在 Basel III 下新引入的淨穩定融資比率將要求銀行延長債務期限。

金融危機期間歐元區政府財政狀況的惡化也對銀行的融資狀況產生了影響，而且影響將繼續產生。主權債的大幅上升令人們質疑政府能在多大程度上為其銀行系統提供可信的資金支持。同時，在其他條件等同的情況下，主權債風險的上升也令銀行的資產負債表顯得更具風險性，而這在一定程度上也導致了銀行融資成本的上升。在兩輪 LTRO 的推動下，加大購買歐元區邊緣國家主權債規模也令銀行業與內在主權債間的關聯更趨緊密。而政府債務水準不大可能很快回到危機前水準，這也意味著銀行必須學會與這一額外的風險因素共

<sup>6</sup> 引用 Dirk Schumacher (2012), European Economic Analyst, Issue No:12/05, Goldman Sachs.

存。

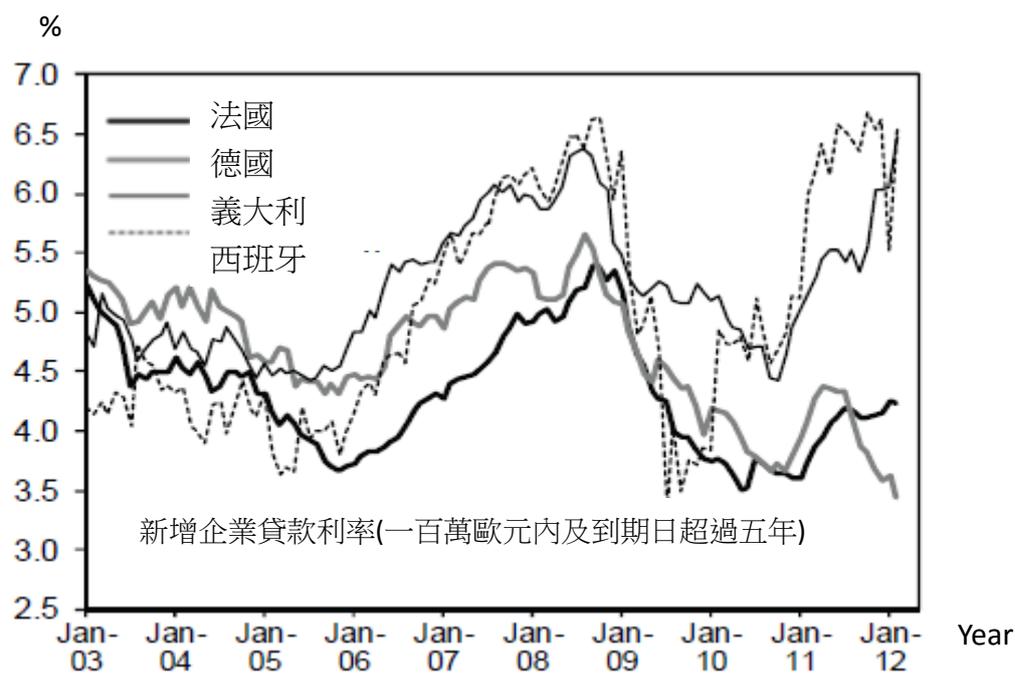
圖 7：美國與歐元區存貸比趨勢圖



資料來源：European Central Bank 及 US Federal Reserve System

儘管歐元區國家間存在巨大差異(參見圖 8 銀行對企業貸款利率的跨國比較)，義大利及西班牙的企業貸款利率近來較德、法的顯著為高，但歐元區銀行都必須應對這些結構性挑戰。而且在可預見的將來，這些因素將繼續對歐元區銀行業利用融資市場及其融資成本產生影響。

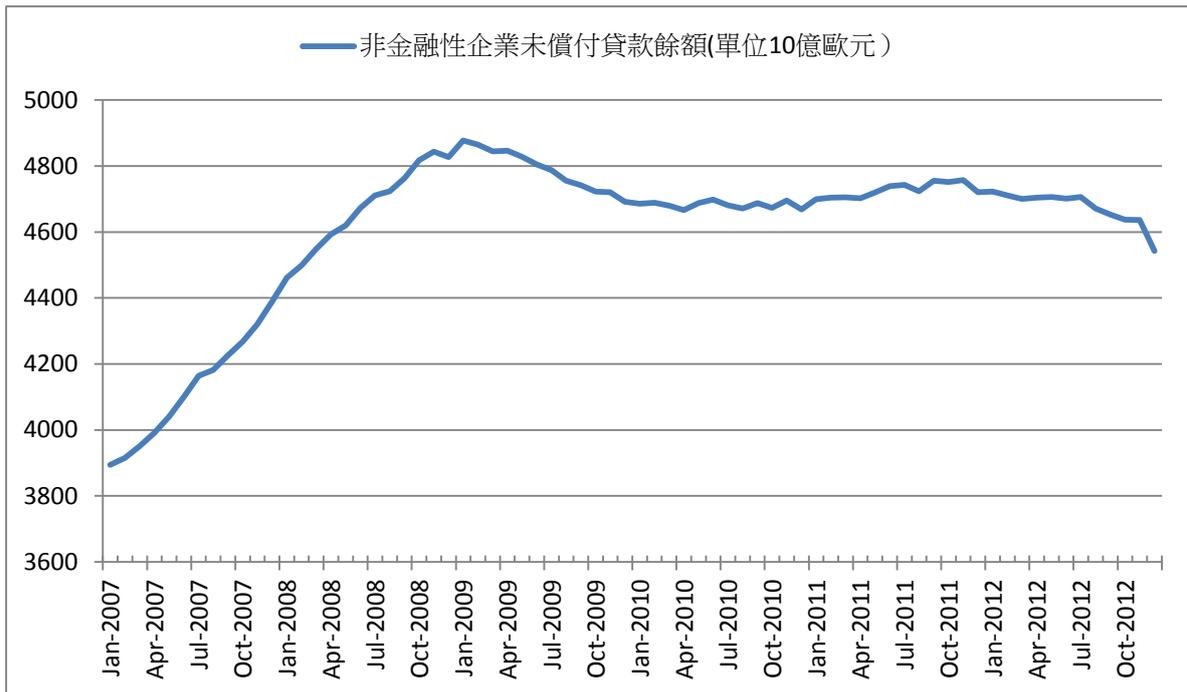
圖 8：法、德、義及西班牙新增企業貸款(1 百萬歐元內)利率比較



資料來源：高盛研究報告

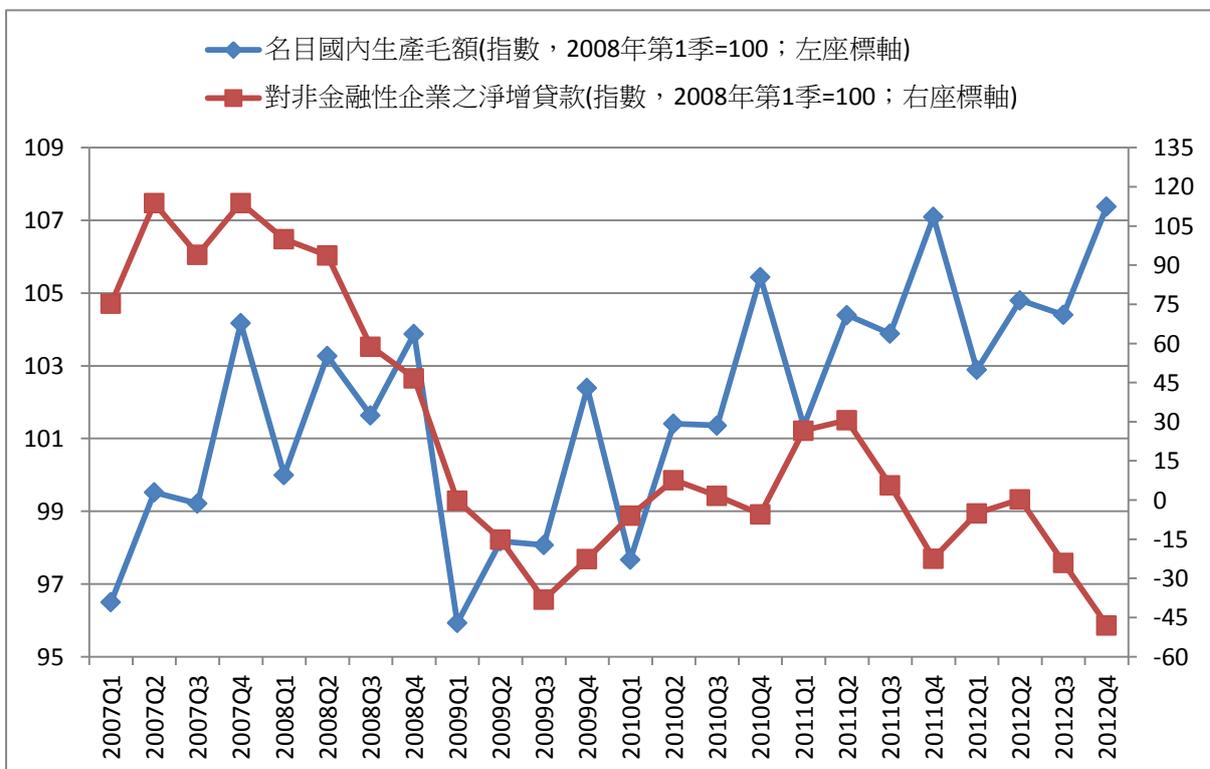
從圖 9 中，我們發現過去 4 年中，歐元區非金融性企業未償付貸款的絕對規模也陷於停滯。但這並未阻止經濟活動的反彈，信貸未增長而經濟增長的原因之一可能是歐元區企業部門的財務狀況相對穩健。經濟增長和信貸增長的脫節在復甦初期並不鮮見（如圖 10），自 2011 年起前述現象甚為明顯，然而這並不能證明銀行放貸進一步收縮不會導致經濟出現嚴重問題。較可能的情況是，如果銀行信貸仍然緊張，那麼企業可能會透過其它資金來源去支撐其持續復甦之所需。

圖 9：歐元區非金融性企業未償付貸款餘額



資料來源：European Central Bank

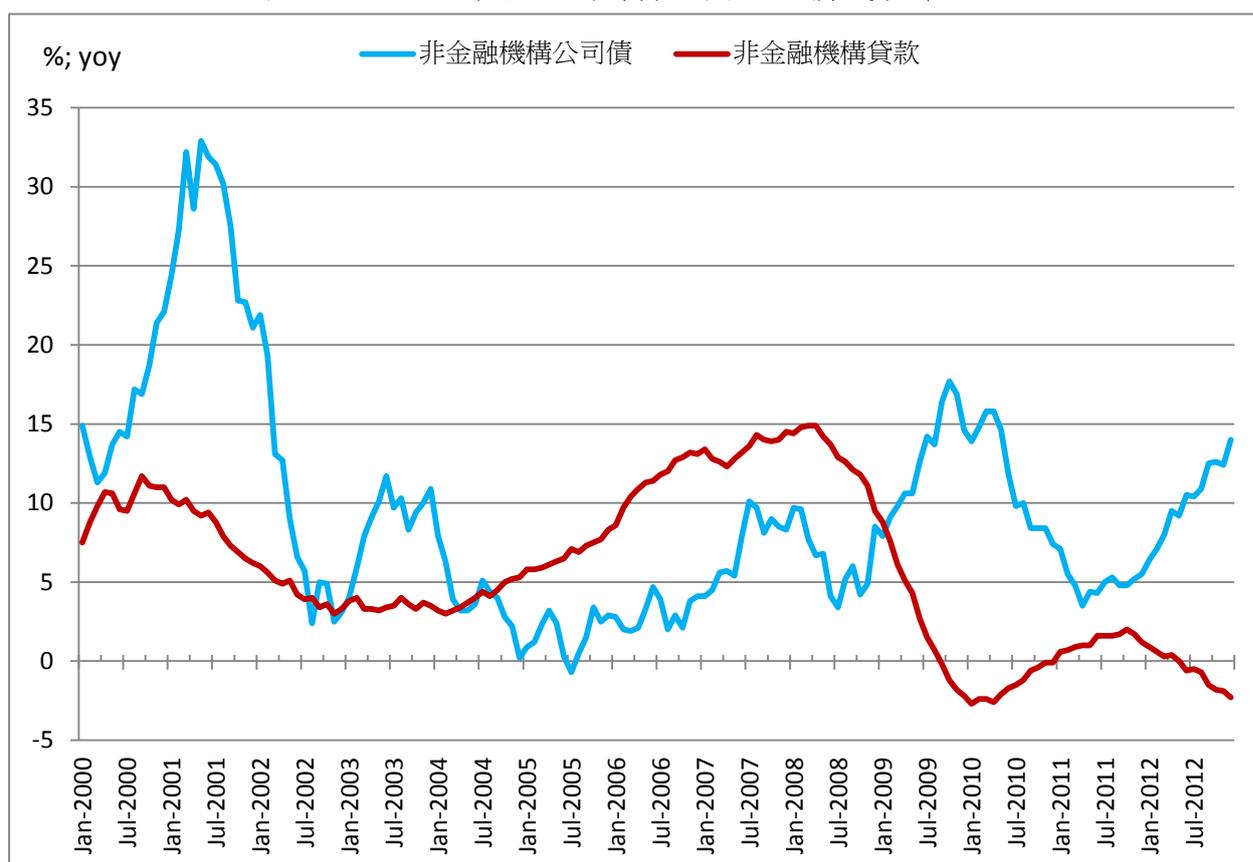
圖 10：歐元區對非金融性企業之淨增貸款指數與 GDP 指數



資料來源：European Central Bank，本研究整理

歐元區中，發行公司債仍然僅在企業部門外部融資未償付債務中占很小的一部分，但最近幾年增長很快。如圖 11 所示，2009 年和 2010 年，公司債發行額迅速增長，原因是企業部門在一定程度上以債券代替了銀行貸款。自 2011 年下半年起，債券發行規模再度大幅上升；在 2012 年 6 月後，其年增長率超過 10%；而在同期間，企業的銀行貸款增長率反而呈現下降趨勢。一些大公司目前發行債券的成本還低於銀行貸款，而歐洲銀行評等有可能被下調也進一步增加了企業融資脫離金融仲介的動力。且公司債發行的強勁增長在一定程度上具有自我強化的特點。這是因為發行公司債會產生一定的固定成本，一旦付出，則繼續發行債券的平均成本將下降。

圖 11：歐元區非金融機構貸款與公司債成長率



資料來源：European Central Bank

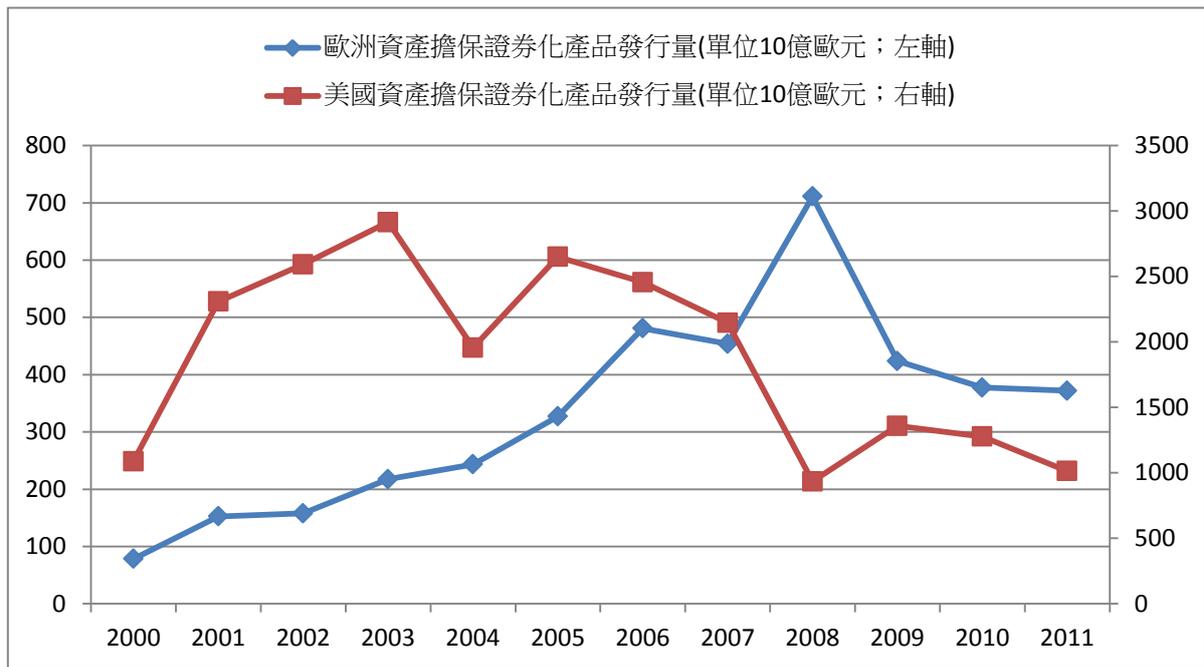
在銀行貸款證券化方面，通過證券化操作將銀行貸款等尚不能上市交易的資產打包成可在二級市場交易的資產擔保證券化(Asset-backed Securitization,

ABS)產品，銀行可將貸款、或至少是與貸款相關的風險移出其資產負債表。因此，從原則上講，證券化令銀行得以釋放受到監管的資本金，同時令私營領域有望獲得來自銀行的資金支持。

雖然 ABS 產品的市場在金融危機期間經歷了大幅震盪，但該市場在過去十年中於歐洲的成長趨勢迅猛。ABS 產品發行量從 2000 年時的約 800 億歐元躍升至 2006 年時的約 5,000 億歐元(如圖 12)。ABS 發行規模在 2008 年年底達到頂峰(超過 7,000 億歐元)，儘管當時的發行增長大多緣於歐洲央行擴大了認可抵押品的種類，而並不是意味著此類產品所連結之資產背後所代表的借貸活動之增速。現在 ABS 的發行規模已經回落至略低於 2007 年時的水準，但是主流觀點仍認為其中很大一部分是來自銀行的再融資活動，而不是源於銀行新增了貸款業務。

證券化活動反彈可以幫助歐元區私營領域更容易地適應銀行業的去槓桿化。不過，實現這一點的前提是投資者需加大對 ABS 產品的投資意願。而 ABS 產品增長乏力的原因之一可以追溯至信貸泡沫期間投資者的不良體驗。因此，為了重建對於這一資產類別的信心，加大透明度勢在必行。不過，與美國相比，歐洲監管當局對於本就有意投資 ABS 產品的買家（如保險商等）所施加之限制似乎也牽制了 ABS 產品的發行；就 2008 年後的發展來看，美國的證券化活動復原速度較歐洲要快得多。

圖 12：歐洲及美國資產擔保證券化產品發行量



資料來源：European Securitization Forum

### 第三節 日本經驗

日本 2011 年國內生產總值高達 5.8 兆美元，為世界第三大經濟體，人均國內生產總值超過 4.2 萬美元，在世界 195 個國家中排前 30 名。此外，又同為亞洲國家，國情與我國類似，皆為天然資源貧乏須倚賴進出口貿易之國家，加上過去遭遇到的失落的年代(The Lost Decade)已經成為經濟教科書上之典範，故研究低利率環境與各國政策走向時，有必要針對日本情況作一探討。而欲討論日本的低利率環境與政策經驗，吾人必須先對當時的背景環境作一瞭解與探討，方能確知當時的政策背景與施政前提，進一步回顧日本之貨幣政策，提出有參考價值之建議。

#### 一、日本資金過剩之源起

日本在二次世界大戰後，由於美國的監管與扶持，制訂了一部非戰憲法，大幅減少國防的支出，之後便全力發展國內經濟。60 年代後期經濟開始起飛，

至 80 年代已經擠身經濟大國之列，藉由出口所帶來的貿易順差累積了大量的外匯存底。與此同時，美國則是飽受預算赤字和因美元匯率過高等所因素帶來的鉅額貿易逆差所苦。為了解決此一問題，1985 年 9 月 22 日，來自美國、日本、英國、法國與西德等五國央行總裁及財政部長在紐約廣場飯店開會並簽署了廣場協議(Plaza Accord)，會議中決定讓美元兌日圓及馬克等主要貨幣貶值，以增加美國在國際貿易上的競爭力，改善美國國際收支不平衡狀況。日圓因此大幅升值，美元兌日圓在 1985 年 9 月仍在 1 美元兌 250 日圓上下波動，協議簽訂後不到 3 個月，美元迅速貶值到 1 美元兌 200 日圓左右，貶幅高達 20%。日本政府為了減少出口商因此受到的衝擊，同時降低因日圓升值預期所引入的熱錢狂潮，開始實施寬鬆貨幣政策，降低日圓利率水準。自 1985 年到 1986 年期間，隨著日圓急速升值，日本企業的國際競爭力雖有所下降，但是國內的投機氣氛卻不減反增。

隨著日圓升值以及其後的低利率政策，加上國內並無太多得以吸引實質投資支出之有利計畫，使得部分資金轉向海外，另一部份資金轉向投機事業，帶來熱烈的資產炒作氣氛。這股氣氛在 1989 年 12 月 29 日，日經指數達到了 38,957.44 時也達到了歷史高點，當日收盤指數為 38,915.87（日經指數走勢如圖 13 所示）。然而這股資產價格上升現象並無產業基本面的支撐，泡沫經濟破滅只是遲早之事。是以吾人可以預期隨著寬鬆貨幣政策的結束，日本國內資產價格高漲的維持條件將不再存在。

1990 年 3 月，日本財政部(時稱大藏省)發佈關於控制土地相關融資的規定，對土地融資進行總量控制，導致了本已趨向衰退的泡沫經濟加速下跌，並使支撐日本經濟核心的長期信用體系陷入崩潰。此後，日本銀行也採取緊縮的貨幣政策，進一步導致了泡沫的破裂。土地價格在 1991 年左右開始下跌，泡沫經濟正式破裂。到了 1992 年 3 月，日經指數跌破 2 萬點，僅約 1989 年最高點的

二分之一，同年 8 月，更下跌到 14,000 點左右<sup>7</sup>。

圖 13：日經指數走勢圖



資料來源：Yahoo Finance，本研究整理

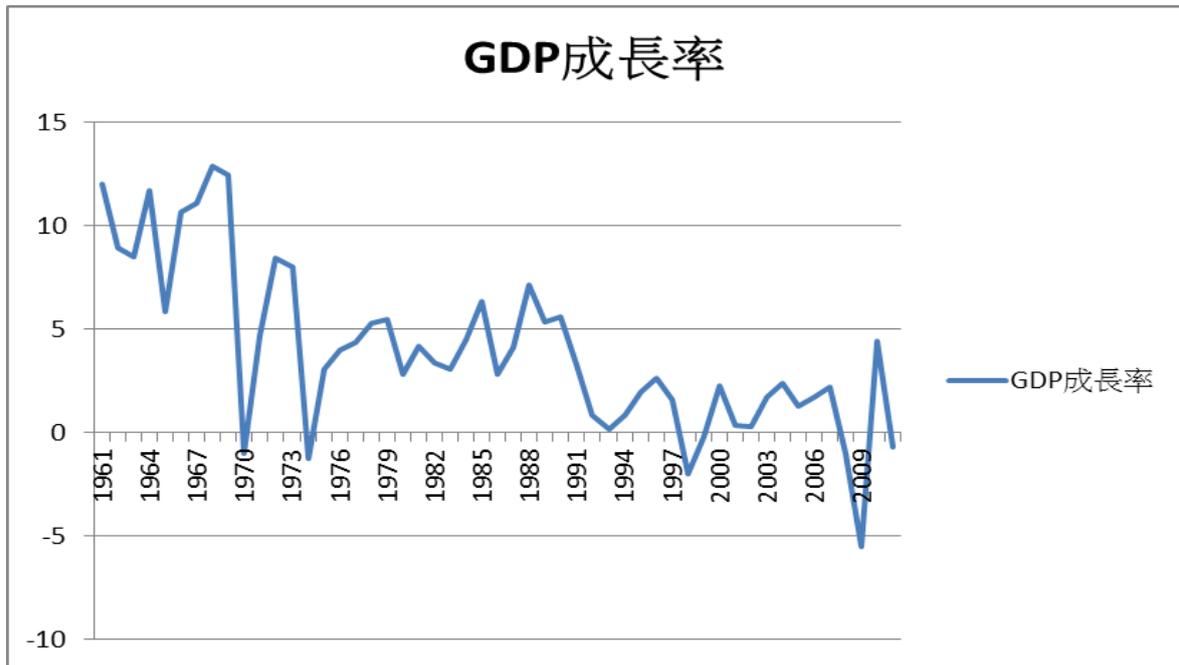
1992 年日本銀行為了挽救泡沫破碎後的日本經濟，再度回歸低利率政策，甚至在 2001 年 3 月開始實施(首創)量化寬鬆政策(Quantitative Easing Policy)，強力貨幣在 2002 至 2003 一年之間即擴張了 40%，然而經濟表現仍無起色。這種疑似凱因斯理論「流動性陷阱」(Liquidity Trap)的貨幣政策無效現象，也使得日本政府更加倚賴財政政策，進而擴大財政支出規模，其結果卻是累積公債佔 GDP 比重超過 200%，需要國會通過賦予發行赤字國債法源的「特例公債法案」修正案，方可防範日本墜落日本版的「財政懸崖」(Fiscal Cliff)。時至今日，日本經濟除了 2010 年曾短暫看似復甦之外，依然未見明顯的起色，2012 年 11 月 12 日公布第 3 季 GDP 較 2011 年同期下跌 3.5%，預估可能連續兩個季度發生萎縮，產生所謂之「技術性衰退」。綜上，從 1990 年代至今，日本已經邁入第三個「失落的十年」。歸納日本現今經濟情況，吾人主要有以下

<sup>7</sup> 2012 年 11 月 14 日日經指數收盤為 8,664.73 點。

幾點發現：

- (一) 實質 GDP 成長率由 1989 年的 5.37% 降為 2011 年的 -0.7% (如圖 14 所示)。
- (二) 政府舉債超過其國內生產毛額之 200%。
- (三) 需撫養之 65 歲以上老年人口超過 2,900 萬人。
- (四) 2012 年以來失業率皆在 4% 至 4.6% 區間內遊走，9 月份為 4.2%。

圖 14：日本 GDP 成長率走勢圖



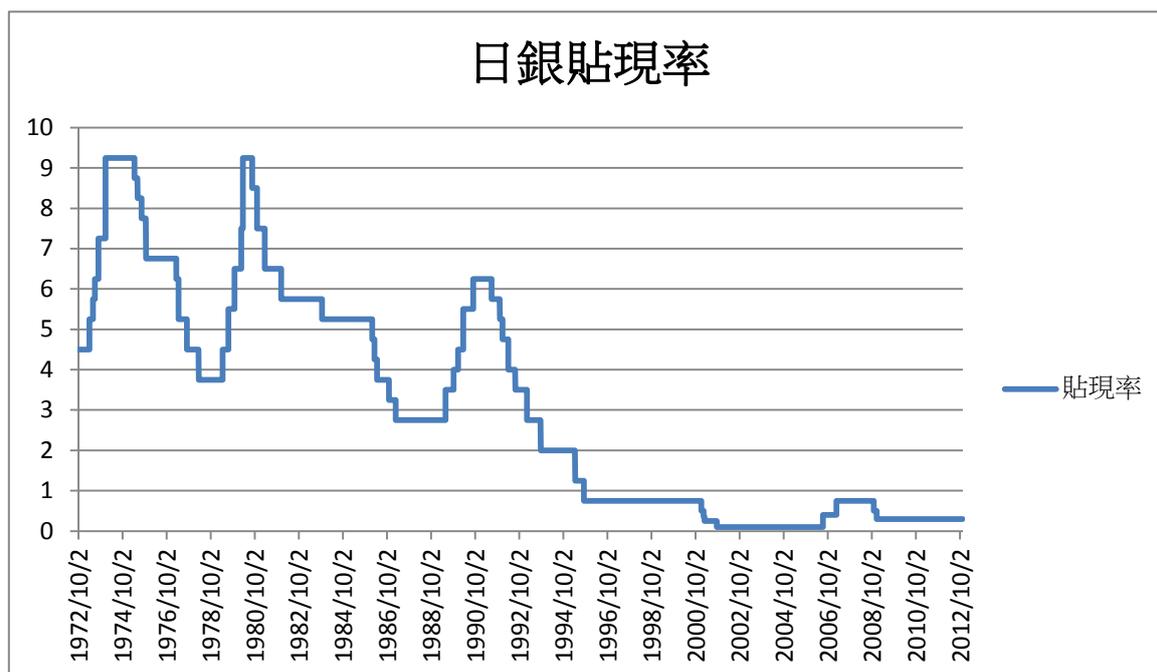
資料來源：世界銀行，本研究整理

## 二、日本貨幣政策之回顧與展望

回顧與低利率政策環境相關之日本銀行貨幣政策，同樣可從 1980 年代說起。在簽訂了廣場協議後的隔年，亦即 1986 年，日本曾經出現了短暫的經濟衰退，被稱為「日圓升值蕭條」。但實際上，日圓升值蕭條的時間很短，而且就定義上而言稱不上是蕭條，僅是日圓升值後市場的自動調整，當年年底日本經濟便開始恢復增長，1987 年與 1988 年之實質 GDP 成長率分別為 4.11% 與 7.15%。然而基於對日圓升值可能打擊日本出口的疑慮，日本銀行從 1986 年 1 月到 1987 年 2 月連續五次調降貼現率，把貼現率從 5.25% 降低到 2.75% (如

圖 15 及表 5 所示)，不僅為日本史上最低，在當時主要國家行列中也是最低。過度擴張的貨幣政策，造成了大量過剩資金，在市場缺乏有利投資機會的情況下，過剩資金通便過各種管道流入股市和房地產市場，造成資產價格大幅上升。

圖 15：日本銀行貼現率走勢圖



資料來源：日本銀行，本研究整理

表 5：日本銀行近年貼現率變動表

日期	升息(%)	降息(%)	貼現率(%)
2001.01.04		0.25	0.50
2001.02.13		0.15	0.35
2001.03.01		0.10	0.25
2001.09.19		0.15	0.10
2006.07.14	0.30		0.40
2007.02.21	0.35		0.75
2008.10.31		0.25	0.50
2008.12.19		0.20	0.30

資料來源：日本銀行，本研究整理

1987 年秋，全球經濟出現了快速成長現象。為了應付可能出現的通貨膨脹，美國與西德等工業國家相繼調高利率，日本銀行原先也準備跟進。然而在 1987 年 10 月 19 日發生股災，人稱「黑色星期一」，當日道瓊工業指數下跌 508 點，跌幅超過 20%。事後回顧，黑色星期一僅為一種市場恐慌現象，當時的經濟基本面並未並轉壞<sup>8</sup>，且在此後不久，人們原先對世界經濟的預期開始由悲觀轉為樂觀，各國經濟均展現強勁成長力道，並持續了一段時間。但當時美國政府擔心日本銀行提高利率將使資金不能及時向歐美市場迴流，可能再次引起國際市場動蕩，是以建議日本政府暫緩升息。同時日本政府也擔心，提高利率可能使更多的國際資本流入日本，推動日圓升值，再度引起經濟衰退。加以當時日本正在實施擴大內需戰略，需要以低利率來刺激國內投資消費、減少儲蓄。在這前提下，日本銀行決定配合政府政策，繼續實施擴張性貨幣政策，維持貼現率在 2.75% 的超低水準，直到 1989 年 5 月日本銀行才調高貼現率，這時日本已持續實施超低利率政策超過兩年。長期的超低利率又將這些資金推入股票市場和房地產市場。1985 至 1989 年間，日經指數上升了 2.7 倍；一時間，「Japan Number One」之口號被喊得震天價響，Japan Money 亦在世界各地流竄，買下了包含洛克斐勒中心在內的許多美國地標，霎時間讓人認為日本彷彿擊敗美國，成為世界第一經濟強權。

1989 年，日本政府開始感受到資產價格上升之壓力，此時日本銀行決定改變貨幣政策方向。日本銀行在 1989 年 5 月至 1990 年 8 月之間五次上調貼現率，使其由 2.75% 升至 6.25%。與此同時，日本大藏省要求所有金融機構控制不動產貸款，日本銀行要求所有商業銀行大幅削減貸款，到 1991 年，日本銀行業實際上已經停止了對房地產業的貸款。貨幣政策的突然轉向也開始影響日本股票市場多頭行情，1990 年日本股票價格開始大幅下跌，跌幅達 40% 以上，股價暴跌使大部分銀行、企業和證券商出現巨額虧損甚至倒閉。隨後日本地價

---

<sup>8</sup> 事後很多人提出不同的理論試圖解釋黑色星期一現象，認為股災成因主要包括：程式交易、股價過高、市場上流動資金不足和羊群心理等，然目前尚未出現定論。

也開始劇烈下跌，跌幅超過 46%，房地產市場泡沫隨之破滅。

日本銀行為了挽救這種泡沫破滅之後的經濟情勢以及後續可能發生的通貨緊縮現象，只好再將貨幣政策方向轉為寬鬆，從 1991 年 7 月開始連續十三次將貼現率往下調整，並在 2001 年 9 月 911 事件發生後，來到了有史以來最低的 0.1%。之後除了 2007 年 2 月到 2008 年 9 月金融海嘯發生前維持在 0.75% 水準之外，其他時間皆在 0.5% 以下。到了 2001 年 3 月，利率已處於長期低檔之同時，更實施了「非正統」(Unconventional) 的貨幣政策--量化寬鬆對付通貨緊縮，透過資產購買和公開市場操作等方式為銀行體系增加流動性，維持寬鬆貨幣環境至今。2012 年 4 月 27 日日本銀行日宣佈將延長資產購買計畫至 2013 年年中，並擴大量化寬鬆貨幣政策規模，同時也將其所購入的國債期限從 2 年延長為 3 年，藉以壓低長債利率。最新的發展是美國宣布實施 QE3 後，日本銀行也在 2012 年 10 月 30 日召開的政策委員會會議中決議擴大資產購買計畫的規模，從 80 兆日圓提高為 91 兆日圓，其中用於各類資產購買計畫之規模由原有之 55 兆增加至 66 兆日圓，而放款計畫則維持 25 兆日圓不變，至於無擔保隔夜拆款利率則維持在自 2010 年 10 月 5 日以來的 0 到 0.1% 水準<sup>9</sup>。值得吾人留意的是這是 2003 年 5 月以來，保守的日本銀行首次連續 2 個月施行寬鬆措施。會後並由日本銀行總裁白川方明(Masaaki Shirakawa)、經濟及財政擔當大臣前原誠司(Seiji Maehara)與財務大臣城島光力(Koriki Jojima)共同發表日本政府將和日本銀行共同對抗通貨緊縮的聯合聲明表示為防止日本經濟偏離重返可持續增長和物價穩定的路徑(其立即且明顯的代價是偏離中央銀行朝向超然獨立典範的路徑)，該行認為採取更加積極的寬鬆貨幣政策是適當的。具體作法上，日本銀行將持續推動強力的貨幣寬鬆措施，直到達成 1% CPI 通膨目標。也宣布建立刺激銀行放款的特別機制，將以低利率提供銀行無上限的長期資金。據此吾人可以發現，日本銀行當前最主要的政策目標已經是刺激經濟

---

<sup>9</sup> 詳見謝順峰 (2012)。

成長與打擊通縮，而在目前利率已持續一段時間接近零的情況下，資產購買計劃儼然成為日本央行最主要且不得不運用的貨幣政策工具，預計將再維持一段期間。

### 三、資金過剩環境對金融市場的影響

談論資金過剩環境之利弊及其對金融市場之影響，不論在日本或台灣，近來已成為一眾所矚目之焦點議題，甚至引起論戰，雖不若當年凱因斯與海耶克或者國內王蔣論戰般精彩，卻也值得吾人深省與討論。除了對國際貿易條件之可能影響外，茲將主要幾項影響金融市場議題臚列如下：

#### (一) 引發資產價格泡沫

簡而言之，央行之貨幣政策目標可說是在物價穩定和經濟成長之間拿捏，孰輕孰重，端視各國央行之獨立性或政策目標而定。透過壓低利率追求經濟成長之同時，要提防的便是一般消費物價或者資產價格上揚的風險<sup>10</sup>。尤其在沒有其他值得投資標的之情況下，資金很容易轉到諸如房地產等資產，加速這類資產價格的飆升，使得年輕人或小家庭無力購屋。這一現象在日本和我國這一類具有「有土斯有財」觀念之東方國度尤其嚴重，甚至迫使年輕人不敢成家或雖成家卻不敢生育下一代，導致人口結構惡化，使將來之撫養比上升。就金融資產而言，隨著日本多年來的低利率政策以及日本銀行近來不斷擴大規模的資產購買計畫釋出大量貨幣，使得日本政府公債殖利率來到了近年新低水準，2012年12月中旬十年債殖利率一度碰觸了0.685%，為九年半以來最低。

#### (二) 打擊金融機構獲利

低利率環境是否將造成銀行利差收入減少<sup>11</sup>，目前仍有待商榷，故姑且不論對銀行業之影響。但對於部分具有長期負債部位金融機構，尤其是收取保費

<sup>10</sup> 日本之目前之情況為一般民生消費物價並未上漲，甚至面臨通縮之局面，然以房地產為主之實質資產價格仍處於相對高點。

<sup>11</sup> 筆者認為銀行利差減少主因係在於國內銀行家數過多所造成之過度競爭(Overbanking)之現象。

須負擔長期保險金支出之保險公司，容易造成鉅額之利差損，以日本為例，自上世紀 90 年代末期開始，發生好幾起保險公司破產之案例，從 1997 年 4 月 25 日開始的互助生命保險、日產生命、1999 年東邦生命到 2000 年的第百生命、大正生命、千代田生命與協榮生命、2001 年的東京生命，再到 2008 年 10 月金融海嘯過後之大和生命。吾人可說大抵皆係由於經濟泡沫破滅後日本經濟長期低迷，股市一蹶不振，利率又長期維持在超低水準，使得壽險公司財務狀況因利差損與不良債權而惡化，公眾信心漸失，從而造成接連破產之情事。當然，壽險公司相繼破產，加劇了投資人的不安全心理，回頭再對壽險業者造成極大的衝擊，引起惡性循環。舉例言之，在千代田生命破產後的 10 天之內，協榮生命除新增保單數量減半外，被保戶要求提前解約的保單數量同時倍增，使其經營狀況雪上加霜，最後不得不在 2000 年 10 月 20 日宣告破產。

表 6：日本破產保險公司

破產年份	破產保險公司
1997	互助生命保險、日產生命
1999	東邦生命
2000	第百生命、大正生命、千代田生命、協榮生命
2001	東京生命
2008	大和生命

### (三) 降低固定收入族群之生活品質

在資金過剩之低利率環境下，需靠固定利息收入或退休金給付之退休族群，受到的打擊相對於其他年齡層而言可說是相對較大者，假設一對存款五百萬元之夫妻，在十幾年前一年期定期儲蓄存款年利率仍有 5% 時，每年可領取利息收入尚有 25 萬元，勉強得以度日。以現在市場上一年期定期(儲蓄)存款利率最高僅 1.4% 計算，每年可領取利息收入不超過 7 萬元，若加上低利率環境帶來的物價上漲，將使其雪上加霜，生活更加沒有保障，進而壓低消費意願，這問題不啻是金融問題而已，在高齡人口居多的日本與人口逐漸邁向高齡化的台灣已是嚴重的社會經濟問題。

### (四) 迫使資金轉向高風險商品

由於寬鬆貨幣政策所營造出之低利率環境，使得須仰賴固定收入之族群或者金融機構被迫尋求較高收益之投資商品，不可避免地，亦須面對較高之風險，然這類投資人又是最不能承受風險之族群，再加上理專進行銷售時並未確實解釋商品潛在風險，問題於焉產生<sup>12</sup>。金融海嘯時，國內不少投資人因購買連動債而蒙受損失，其中又以高齡退休族群為大宗，問題至今尚未完全解決。

### (五) 推動資金向國外流出

在資金過剩的環境之下所造成的低投資報酬率，除了上述資金轉向其他類別商品外，亦將迫使保險業為主的金融機構或投資人增加海外投資比例，就某種程度而言，可能壓縮本土財富管理業務之發展，壓抑本土金融機構推動金融商品創新的動機。

### (六) 導致資源配置扭曲

低利率之下，就理論上來講，企業可以尋求更低成本之借貸來源，替有利可圖之專案融資，進而增加投資支出，促進經濟成長。然而事實上，身為金融

---

<sup>12</sup> 更甚者，低利率環境甚至使老年投資人更容易受到詐騙集團之引誘，導致畢生積蓄血本無歸。

中介機構之銀行在放貸時另有其風險考量，可能會將可貸出之資金集中放貸給大企業或者已有往來關係之企業，甚至保留在銀行體系內成為濫頭寸，而無法照顧到真正需要資金挹注之新興企業，導致資金運用無效率。更甚者，可能造成有能力借款者將從銀行借來之資金轉貸他人套取利差之投機現象。

#### (七) 延遲產業升級時機

與前述問題類似，低利率或者寬鬆貨幣政策之原意係為了透過增加投資與消費來刺激經濟成長，就理論模型觀之，即是降低利率、增加產出，但前提必須是產業有前景、有值得投資之方案以及企業有獲利信心，大眾有消費意願。若非如此，長期之低利率環境可能使某些應該轉型或退場之企業因較低之資金成本而得以繼續以原本之經營模式苟延殘喘，延緩國家整體產業升級時機。

## 第四章 國內外業界的現況與反應

本章根據國外文獻論述與國內業者訪談，說明目前金融業的經營現況，以及因應資金過剩環境的策略。自本章起本文分別探討銀行、證券、保險等金融業的投資策略與風險控管模式，並輔以 EPFR 資料庫等數據來源，就區域別、幣別、產業別、商品別的分類模式，說明國內與全球的各项投資資金流向：(1) 金磚四國之外的印尼、韓國、土耳其和墨西哥與東協各國，已成觀察目標。而台商中小企業在中國大陸發展應是我國金融業的機會，兩岸信貸信保合作可為此項利基的開端；(2) 歐元仍是暫時被迴避的貨幣，美元在國際貨幣地位，頁岩氣話題加持且其未來發展可能改善其國際收支下，仍可被穩定持有，人民幣則是長期看好；(3) 在全球天氣異常與能源稀缺議題下，食品業等傳統產業、大宗物資與綠能相關產業仍被看好，但仍須視景氣狀況與相關科技進展而定。尤值強調者為國內諸如醫療長期照護等公共建設項目，仍有許多改善增進空間，惟因業者獲利風險且政策部門考量尚未大幅拓展；(4) 短期內股票與相關基金持有比重不易增加，資金流向債券與相關基金投資，惟增持高收益債、公司債及新興市場債的同時，也需留意相關風險。

### 前言

根據前章的討論，各主要國家在面臨經濟成長趨緩或面對金融危機時，仍是以採取寬鬆的貨幣及財政政策作為因應之道。以救急的觀點來看，前述政策措施並無不對；但就經濟理論及實證經驗而言，眾所周知的是，貨幣及財政政策在長期是無效的，只會造成物價的上漲。因此關鍵點在於貨幣及財政政策應施行多久才不致對經濟體造成危害。

然就目前形勢來看，主要發達國家對自 2008 年金融危機以來所採行的擴張性貨幣政策，仍會持續進行。而時序進入 2012 年年中，歐美的降息風吹向新興市場，巴西、越南、中國大陸及南韓紛紛宣布調降利率，看來低利率的大環境將繼續向全球蔓延下去。

據金融業專家的建議，低利率是金融業最大風險，而在目前低利率環境下，投資管道可以分成四種方式(國別、幣別、產業別和商品別)來觀察。從國家跟區域來觀察，找尋最佳區域投資管道，應以哪些地區有成長空間來判斷。除了

金磚四國之外，加上印尼、韓國、土耳其和墨西哥的成長八國及東協各國均是觀察的目標。

就幣別來考量，歐元暫時是大家迴避的貨幣；美元雖然受到美國雙赤字牽連，但因其是國際貿易、金融交易的主要結算貨幣，長期來看應是可以穩定持有的貨幣；人民幣則是長期看好的貨幣，值得關注，因為中國大陸的策略非常清楚，即未來想讓人民幣成為貿易結算的國際性貨幣。2012 年以來日本跟韓國都宣布要增持人民幣資產。

以產業別來看，在科技業進入微利時代後，傳統產業的食品業似又復甦了，尤其是全球天氣異常下，大宗物資是未來值得關注的標的；此外綠能產業與反景氣循環產業亦可考慮。而從商品別切入，短期內還是會減少持有股票，增加債券投資比例。目前資金大多流向高收益債、公司債及新興市場債。雖然結構債在 2008 年使得金融業損失慘重，但若了解其特性做好風險控制，投資結構債亦不是壞事。以下將從國內外業界的現況與反應進行探討。

## 第一節 國外業界的操作模式與變化

近年已開發國家之主權債務及金融體系問題，迫使全球主要央行採行低利率貨幣政策。而受歐債危機擴大及解決方案難以確定之影響，市場資金在風險資產及安全資產間流動，造成被視為安全資產之美國、德國公債的殖利率頻創新低。加上其波動性及預期通膨率上升，致使保守型債券投資組合面臨負實質報酬率之投資環境。

### 一、低利率環境之投資策略

簡單而言，資產配置就是投資者因應個別的情況和投資目標，將資金分別投資在不同種類的資產上，例如股票、債券、房地產及現金等，經由長期持有

與持續投資來降低風險，以達到預設報酬率的一種投資組合策略。Perold(2012)指出近 15 年以來，美國 5 年期公債實質利率由 4% 下降至 -1.3%，公債投資人必須延長債券投資年期至 30 年期，才得以尋求正實質報酬率。因此保守型債券投資組合若要保存長期實質購買力，除延長存續期間外，尚需考慮以多元策略因應負利率投資環境。

Page(2011)指出 2008 年金融風暴後，資產配置應轉為多元化的配置 (Multi-asset Mandates)。Page、Taborsky and Pedersen(2011)建議將總體經濟之 GDP 成長率(GDP Growth)及通膨預期(Inflation Expectation)作為考量資產配置之出發點，並將各類資產內含的風險因子分項量化為證券風險(Equity Risk)、信用風險(Credit Risk)、利率風險(Interest Rate Risk)及商品風險(Commodity Risk)，求出在不同總體經濟情境下之各項風險因子報酬，再依總體經濟預測進行資產配置。Page、Pedersen and Guo (2012)指出風險因子之報酬不僅受總體經濟實質面影響，如果總體經濟實質面與市場預期(Market Expectation)發生落差時，市場預期亦改變風險因子之報酬表現。

茲將 Page、Taborsky and Pedersen(2011)總體經濟環境及相關投資工具表 (表 7)，列式於下。<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> 引用自官佳璿與張禎真(2012), GSAM、Black Rock 及 UBS 資產管理研討會心得報告書。

表 7：總體經濟環境及相關投資工具表

		國內生產毛額成長		
		低	平穩	高
預期通貨膨脹	低	<i>超越市場表現:</i> 名目債券、黃金  <i>劣於大盤表現:</i> 股票  通膨保護債券(TIPS)  公司債 大宗商品	<i>超越市場表現:</i> 股票 名目債券  <i>劣於大盤表現:</i> 通膨保護債券(TIPS)  公司債 大宗商品	<i>超越市場表現:</i> 股票 公司債 大宗商品  <i>劣於大盤表現:</i> 通膨保護債券(TIPS)
	平穩	<i>超越市場表現:</i> 大宗商品 名目債券 黃金  <i>劣於大盤表現:</i> 通膨保護債券(TIPS) 公司債	<i>超越市場表現:</i> 股票 公司債  <i>劣於大盤表現:</i> 通膨保護債券(TIPS) 大宗商品	<i>超越市場表現:</i> 股票 公司債 大宗商品  <i>劣於大盤表現:</i> 名目債券
	高	<i>超越市場表現:</i> 通膨保護債券(TIPS) 大宗商品 黃金  <i>劣於大盤表現:</i> 股票 公司債 名目債券	<i>超越市場表現:</i> 股票 通膨保護債券(TIPS) 大宗商品  <i>劣於大盤表現:</i> 名目債券	<i>超越市場表現:</i> 股票 通膨保護債券(TIPS) 大宗商品  <i>劣於大盤表現:</i> 名目債券

目前負實質利率環境接近上述表 7 之低成長與穩定(或高)通膨情境，在此情形下，除名目公債為可考量投資之有利資產外，黃金、商品市場及抗通膨債券(TIPS)亦為多元投資可考慮之選項。若未來 GDP 成長緩步增溫，則名目公債可能變為不利資產，此時投資人須觀察總體經濟因子之變化來動態調整資產

配置。

官佳璿與張禎真(2012)探討股票、商品及新興市場債券等資產類別與美國公債之資產特性及相關程度。作者以美國公債指數、已開發國家公債指數(不含美國)、美國 S&P 500 股價指數、GSCI 商品指數、黃金、美國抗通膨債券指數及新興國家政府公債指數為資料，進行實證研究。他們發現對美國公債投資組合而言，因 S&P 股價指數、GSCI 商品指數、新興國家公債指數與其相關性低，在一般市況下有分散風險之效益。但比較此 3 項指數之報酬風險比率，新興國家公債指數之 Sharpe ratio 較高，故為較佳投資組合選擇標的。

雖然他們的統計結果顯示，當美國公債指數出現極端負報酬時，其所列舉供作投資組合之指數(或資產)均無法作為美國公債指數的單一有效避險工具。但分散投資於黃金及 S&P 股價指數仍可作為較適合之避險策略。參考總體經濟因素與資產配置表(表 7)，如負報酬之不利因素來自於高通膨環境，可偏重配置黃金部位；如負報酬之不利因素來自於 GDP 成長加速，則可偏重配置 S&P 股價指數部位。

## 二、金融風暴後美國金融業者的金融資產配置變化<sup>14</sup>

對美國整體金融業而言，2008 年後公債資產暴衝，主要是因銀行增持公債部位及 Fed 的量化寬鬆為兩大主力購買者。而整體金融業對其他資產，包括股票、公司債或海外債持有的淨增加速度都減緩，對信貸及貨幣基金持有則是淨減少。

貨幣主管機關(主要是 Fed 體系)是公債購買大戶，例如 2011 年金融業淨買入的不到 1 兆美元公債中，貨幣主管機關就占了超過 6,000 億。民間存款機構是較保守的部門，在 2009 及 2010 兩年也是大量購買公債及 GSE 機構債(如

---

<sup>14</sup> 此部分的內容乃是根據國內投信業者提供的資料與看法彙整而成。

兩房債及兩房資產證券化債券)來進行養債。但到了 2011 年其對公債的持有已呈現淨流出的現象，主因應是長天期利率已被壓的太低。就公司債及海外債而言，在 2011 年則呈現淨流入的現象；信貸也轉正。總括而言，美國的量化寬鬆政策實際上有達到迫使存款機構放貸以及增加公司債持有或增加企業融資的效果。

私營退休基金一直是以持有基金部位為主，金融風暴後亦大量增持公債。人壽公司則在風暴後連續三年大買公司債及海外債以滿足利息收益要求，而對地方政府債券也有明顯增持。人壽公司在風暴後對公債雖也有所增持，但占整體金融業比重不算太大，況且公債息並不敷其負債面利息的要求；此期間，其對股票的購買上，增速明顯大幅減緩。就證券交易商而言則持續減持股票自營部位。

2011 年美國整體金融業的公司債及海外債持有部位淨增額約 2,000 億美元，而共同基金持有該類別的金額也差不多是 2,000 億。共同基金其次大量增持的是政府支持機構債券，在 2011 年其增加淨額 1,800 億也約略等於全體金融業增持該類別之淨額。共同基金對股票持有的增速明顯低於風險水準，其對貨幣工具的持有亦減少；總的來看，共同基金的主要資金投入趨勢是拿來買債券。

簡言之，金融風暴後零利率政策令短率大降，致使貨幣型基金及各種貨幣工具無利可圖，造成該類資產資金大舉出走。長天期公債利率在 Fed 量化寬鬆之下亦走低，然銀行業者因短期資金成本低廉，故可積極養券。不過目前養券空間大減，銀行亦開始增持公司債及海外債券部位。

壽險則無法靠公債投資付擔保單利率，所以大舉增持海外債及公司債部位。共同基金業者其公司債及海外債部位則是大增，而對股票增速減緩。綜上，全體金融業把資金向公司債及海外債券移動是整體趨勢及合理的結果。就中短期

來說，總體經濟環境上不用太擔心利率會大舉上揚，但長期來說，預先設定存續期間的避險策略是重要的。

### 三、個別業者的投資資金流向

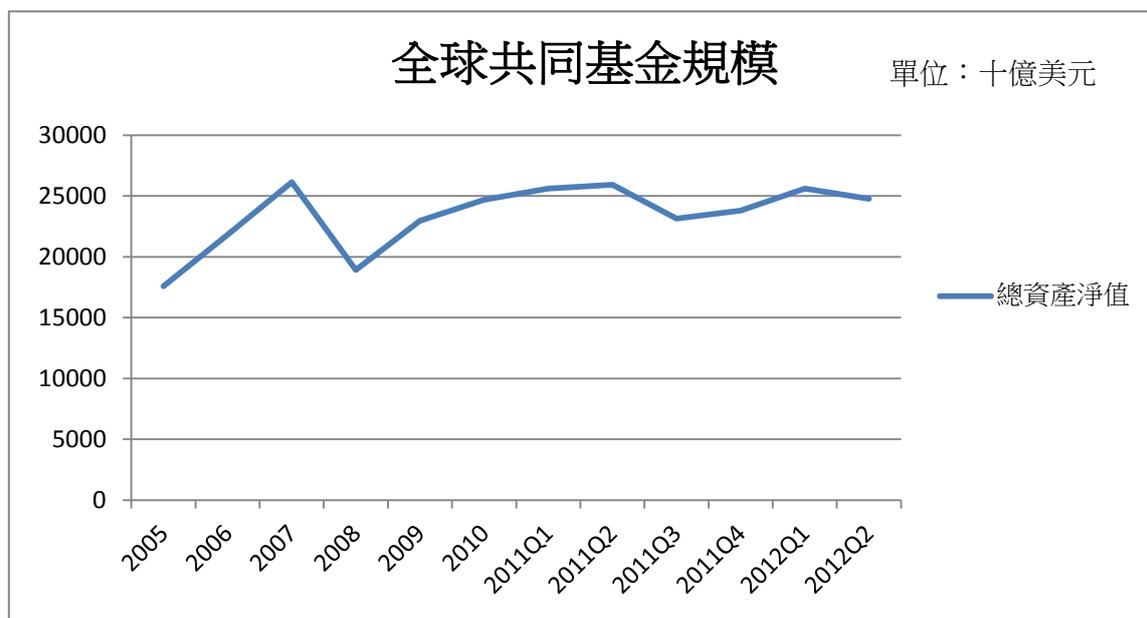
#### 共同基金

共同基金為相當重要且行之有年之投資工具，已廣泛為投資人所接受，其資金來源包含了個人投資人與機構投資人，乃是市場上買方(Buy-Side)之主力，加以近年來新興市場國家的興起，帶來當地人民財富的增加，將來可供操作之資金規模可望繼續成長，故討論業界投資模式時，必須就共同基金加以討論。

根據美國投資基金公會(Investment Company Institute，簡稱 ICI)在 2012 年 10 月公布之 Worldwide Mutual Fund Assets and Flows Second Quarter 2012 統計資料顯示，全球共同基金總規模已達 24.77 兆美元，與上一季的 25.60 兆美元相較減少了約 3.23%，即便如此，中長期仍呈現上升走勢，其走勢如圖 16 所示。由圖中吾人可以同時得知，近幾年除了 2008 年金融海嘯爆發引起大規模的資產規模下跌外，其餘時段大致維持一穩定向上之態勢。

若就投資型態作分類，全球共同基金就資產規模而言約有 40.07% 金額為股票型、25.63% 為債券型、18.51% 為貨幣市場型、平衡/混和型為 11.44%、其他為 4.35%。若依投資地域劃分，資產在美洲占 57.14% 為最大宗，歐洲地區占 29.96%，亞太地區占 12.38%，而非洲地區僅有 0.52%，可見共同基金市場在高度成長之亞非新興市場地區仍有成長空間。

圖 16：全球共同基金規模



資料來源：ICI，本研究整理

接續討論全球共同基金之資金供給面，亦即申購贖回方面，2012年第二季全球之共同基金淨流入金額為906億美元，前季為淨流入1,926億美元。由圖17顯示之淨銷售額趨勢可以發現，金融海嘯發生之2008年為一轉捩點，在此之前，共同基金銷售額呈現上升趨勢；2008年大幅下降後，便維持在每年銷售不超過3,000億美元的水準。2012年第二季之淨銷售金額就地區別觀之，主要為亞太地區淨流入508億美元，其次為美洲地區的285億美元，歐洲地區的100億美元排第三，最後則是非洲地區的13億美元。在此佐證全球金融海嘯及歐債風暴後，歐美經濟實力呈現衰退趨勢，亞太地區成為財富管理業務之新重點。

圖 17：全球共同基金淨銷售額



資料來源：ICI，本研究整理

若就基金投資標的型態觀之，股票型基金方面，淨流出由第一季的 90 億美元，增加為 180 億美元。其中美洲地區淨流出由第一季的 70 億美元，增加為 110 億美元，歐洲地區之淨流出也從由 110 億美元增加為 360 億美元。債券型基金方面，第二季之全球淨流入資金總計約為 1,550 億美元，相較於第一季的 2,150 億美元減少了 600 億美元。其中，美洲地區及歐洲地區第二季淨流入分別為 940 億美元及 540 億美元；亞太地區則由第一季的淨流入 30 億美元，增加為 80 億美元。平衡/混和型基金方面淨流入情況，第二季及第一季的淨流入分別為 30 億美元及 580 億美元，第二季地區方面，美洲地區淨流入 120 億美元，歐洲地區則為淨流出 90 億美元。至於貨幣市場基金方面，第二季為淨流出 530 億美元，較上一季的 810 億美元為低。主要係來自於美洲地區淨流出 620 億美元，歐洲方面亦小幅流出 10 億美元，亞太地區則是流入 110 億美元。這部分結果應與寬鬆貨幣政策低利率之大環境有關，導致投資人將資金置於貨幣市場或者貨幣市場基金之意願降低。

進一步探討共同基金之資金運用，亦即投資流向<sup>15</sup>，在此依照一般業界慣例將投資區域劃分為非洲、新興亞洲、新興歐洲、拉丁美洲、中東地區、已開發亞洲、已開發歐洲、北美與其他地區等九大區域。並針對投資地區是否已經工業化將所有國家再區分為新興市場、已開發國家兩大類市場。新興市場包含了非洲、新興亞洲、新興歐洲、拉丁美洲、中東地區等五大區域。而已開發國家則係包含了已開發亞洲、已開發歐洲與北美等三大區域。

如前所述，共同基金依投資標的型態主要可區分為股票型基金、債券型基金、貨幣市場型基金與平衡型基金等，由於股票型基金與債券型基金仍是大宗，兩者合計佔市場三分之二強，加以其他類型基金規模較小，完整資料取得不易，是以本文主要針對股票型基金與債券型基金作分析討論。

股票型基金方面，首先依投資區域討論資金流向，如表 8 所示，從 2009 年初自 2012 年 9 月底截止，股票型基金累積流入 1,325.12 億美元至新興市場，同時約有 3,384.33 億美元流出已開發國家，這段期間總計全球約有 2,042.33 億美元的資金由股票型基金撤出。其流量走勢如圖 18 所示，相對於流動性較低的新興市場而言，資金在已開發國家的流量波動較大，較易受到市場風吹草動之影響。

---

<sup>15</sup> 本文統計資料主要係來自於 EPFR Global，資金流量並無確切統計資料，係根據模型預估而來。

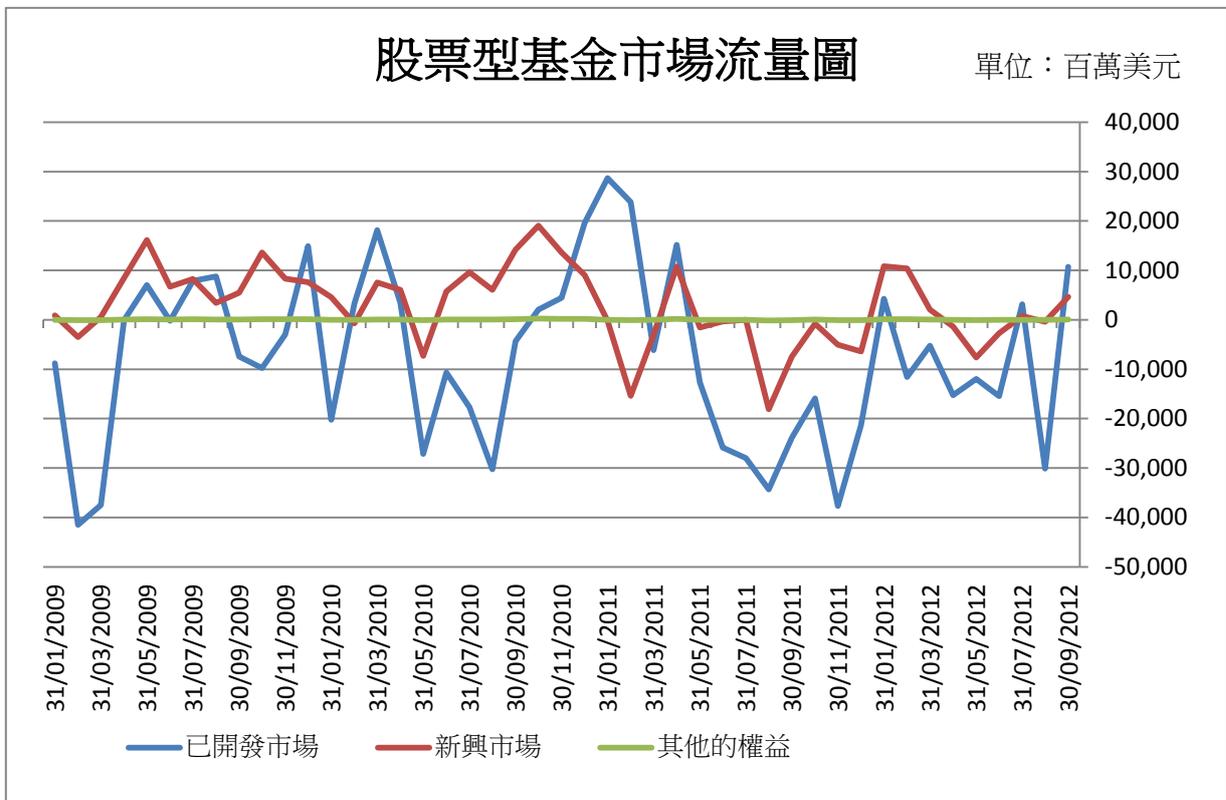
表 8：共同基金資金市場流量統計表

單位：百萬美元

型態	已開發國家	新興市場	其他	總計
股票型基金	-338,433.06	132,511.96	1,688.37	-204,232.69
債券型基金	953,887.01	150,059.55	10,018.25	1,113,964.81
合計	615,433.95	282,571.51	11,706.62	909,732.12

資料來源：EPFR Global，本研究整理，統計期間為 2009 年 1 月至 2012 年 9 月

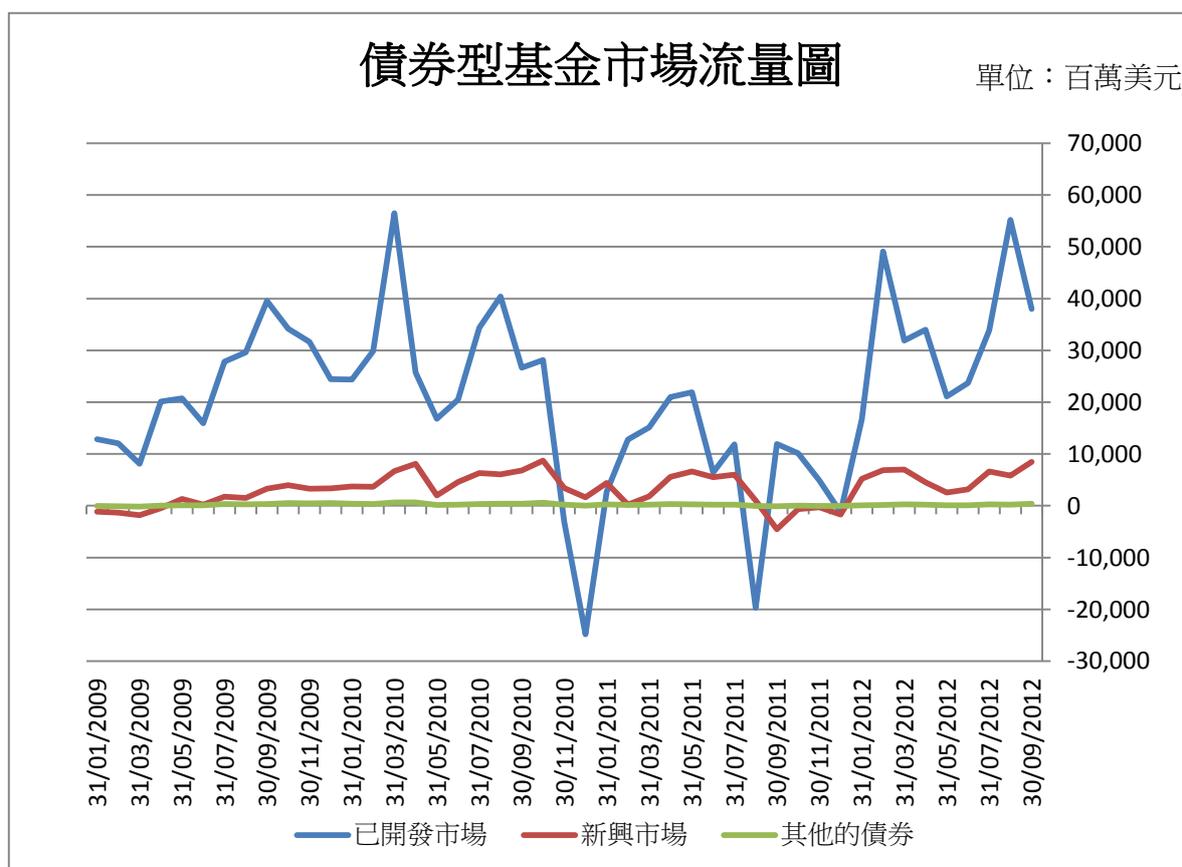
圖 18：股票型基金市場流量



資料來源：EPFR Global，本研究整理

至於債券型基金方面，流入新興市場國家金額合計為 1,500.60 億美元，流入已開發國家則有 9,538.87 億美元，全球總計有超過一兆一千億美元的債券型基金投資流入。相對於股票型基金，這一段期間債券型基金可能由於全球經濟動盪、歐債危機等因素，吸引了相當多的避險資金。其流量走勢如圖 19 所示，類似在股票型基金中所看到的現象，相對於流動性較低的新興市場而言，資金在已開發國家的流量波動較大，較易受到市場風吹草動之影響。在 2010 年底和 2011 年中兩次較大規模資金流出已開發國家應與歐債事件動盪有關。而這段時間債券型基金流入新興市場之金額可說是穩定成長，即使在美國實施 QE3 後亦是如此，但須提防殖利率過低、資產品質低落及投資人使用槓桿比率攀升，可能導致新興市場債券泡沫化，故須留意標的資產品質。

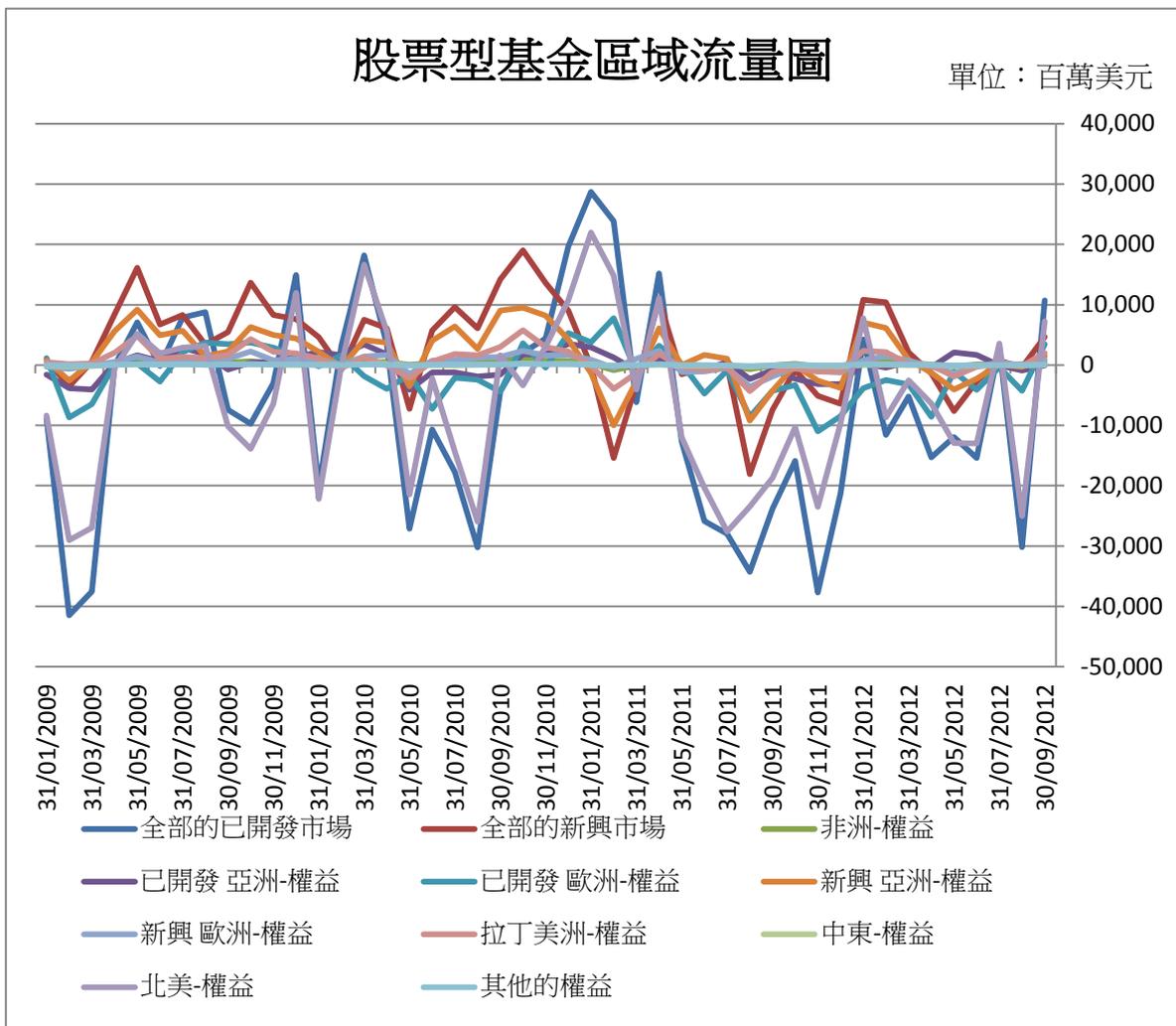
圖 19：債券型基金市場流量



資料來源：EPFR Global，本研究整理

若依一般業界慣例區分投資區域，可以再劃分為非洲、新興亞洲、新興歐洲、拉丁美洲、中東地區、已開發亞洲、已開發歐洲、北美與其他地區等九大區域，為了方便比較，我們同時保留了新興市場和已開發國家兩大類市場。股票型基金區域流量走勢如圖 20 所示，在 2009 年初至 2012 年 7 月這段期間資金流進流出波動甚大，已開發國家的資金流向變動又較新興市場為大，而已開發國家區域的資金流動與北美地區的資金流動起伏趨勢呈現高度相關。

圖 20：股票型基金區域流量

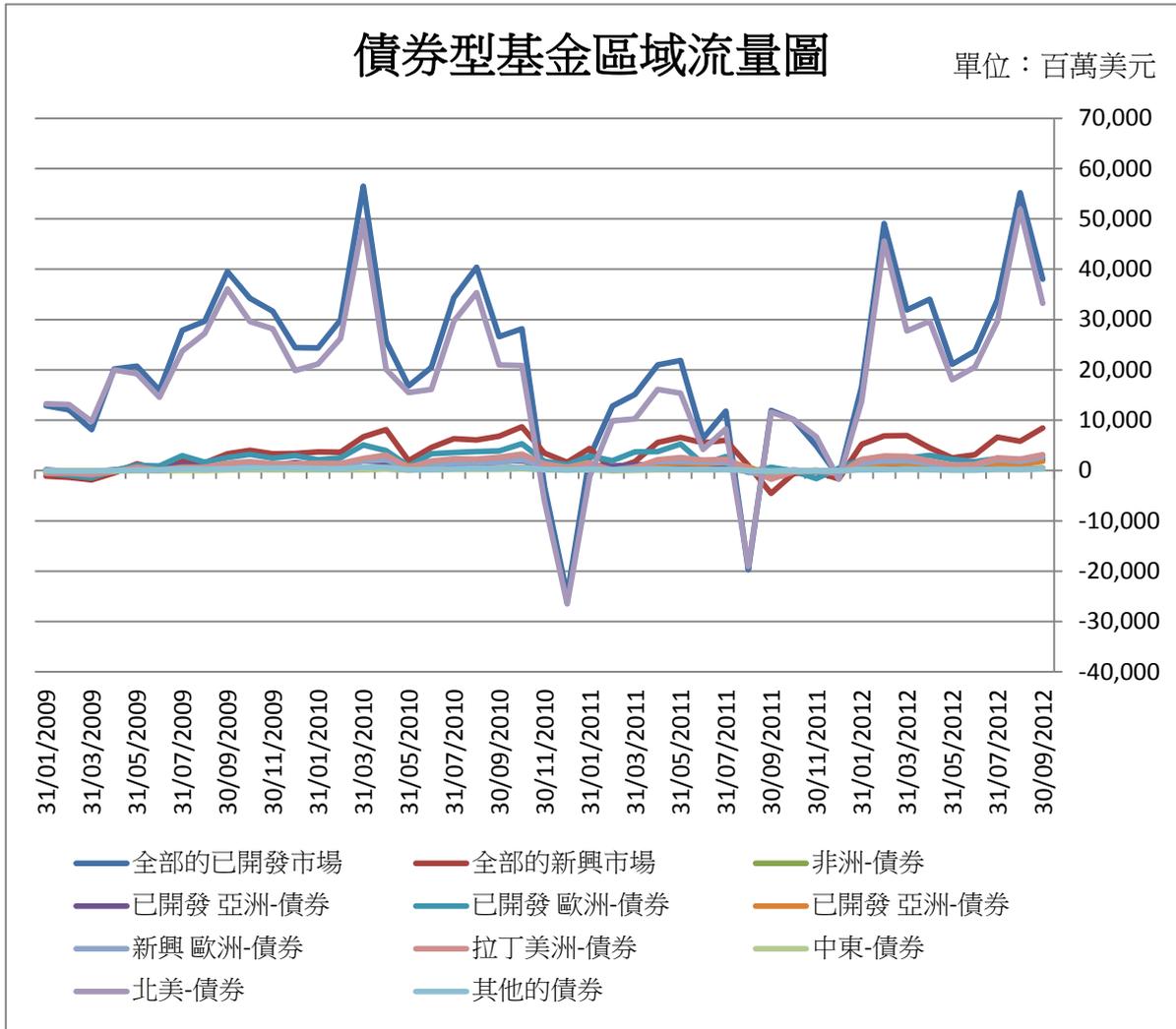


資料來源：EPFR Global，本研究整理

就債券型基金之區域流向而言(如圖 21)，吾人同樣發現到一個與股票型基金相當類似的情況，已開發國家區域的資金流動與北美地區的資金流動動向呈

現高度相關，可說債券型基金在已開發國家的資金流向波動係來自於以美國為主的北美市場的資金流動。

圖 21：債券型基金區域流量



資料來源：EPFR Global，本研究整理

就以上觀察，吾人可以察覺隨著以往主要經濟體歐盟與美國經濟發生動盪，債券型基金相對於股票型基金而言具有較高之避險性，是故呈現高度成長態勢。而新興市場與已開發國家相比，資金流動相對而言波動較小，市場風險可能較低，雖然如此，但仍須提防投資新興市場可能之流動性不足現象，預防小型之次貸風暴或雷曼事件在此重演。

高盛資產管理公司(GSAM)發布的保險業投資長問卷調查(Insurance CIO Survey)中顯示低利率的環境和持續的歐洲債務危機已經促使更多的保險公司投資長，在面對不良的投資環境下，重新思考資產如何配置，在許多情況下，以分散投資至新的資產類別作為因應，同時也提高他們的風險管理系統。

根據高盛 2012 年 7 月針對全球 152 家保險業投資長(管理資產規模達 3.8 兆美元)的調查報告，為了提高收益能力，未來 1 年保險業者最想減持的資產就是現金，且計畫加碼部位的前 3 名分別為高收益債券、投資級企業債券、以及房地產。

調查報告還指出，超過四分之一的受訪者預期在未來的一年，通貨緊縮將引起人們的關注。而絕大多數接受調查的保險公司亦表示，他們打算投入更多的資源到其風險管理基礎設施。

調查的主要結果包括：

- (一) 短期投資前景是暗淡的，大多數保險公司預期在未來的一年內，投資機會將惡化或保持不變；
- (二) 保險公司認為歐洲主權債務危機仍然是現階段主要的宏觀經濟風險；
- (三) 長期的低收益環境是保險公司投資組合最大的投資風險，因而對收益較高的資產類別之興趣增加；
- (四) 在全球範圍內，26%的保險公司預計整體投資風險將增加，而 14%的業者預計投資風險將降低；
- (五) 為減輕高風險的投資策略對整體收益的影響，保險公司將發展更加多樣化

---

<sup>16</sup> 引用自 GSAM Insurance Asset Management, "Seeking Return in an Adverse Environment," Insurance CIO Survey, Goldman Sachs, July 2012.

和更好的風險管理系統；

(六) 受訪保險公司在未來 1 年內打算增加投資配置於高收益債券的比例是 36%，美國投資級公司債券(35%)，房地產(34%)，新興市場債券(31%)，私募股權(27%)，銀行貸款(25%)、夾層債務<sup>17</sup>(23%)、美股(21%)…等；

(七) 最主要的投資組合減持預計為現金/短期票據(39%)和歐洲的金融信貸(24%)。

該調查亦顯示特別是那些在亞洲的保險業投資長，對已在利率谷底的投資環境之前景最為悲觀。以全球受訪者來看，表示投資機會與 2011 年同期相比將會越來越差的比例是 48%，而表示投資機會增加的有 14%；但在調查的亞洲受訪者中，其比例卻是分別為 73%和 7%。最後絕大多數的受訪者表示，他們正在尋找加強其風險管理的能力，30%的人說他們計劃投資在這方面，52%的人說在一定程度上他們願意這樣做。

## 第二節 國內業者的因應之道與要求

2008 年之後全球各經濟體在競相仿效美國作法以寬鬆貨幣政策引領經濟成長的思維下，導致全球金融市場呈現資金過剩態勢。

參考聯準會在 2008 年的資料，美國國人資產投資大多數都流向公債、公司債跟海外債，整體金融業的金融資產除公債外，其餘淨增長均放緩，私營退休金一直是以持有股票類基金部位為主，金融風暴後，在避險的考量之下，改以大量持有公債部位因應。

台灣處在此低利率環境，除直接受全球的外溢效果無法置身事外，台灣造

---

<sup>17</sup> 夾層債務是指風險介於一般債務與優先債務(即有擔保的債務)之間的一種債務。夾層債務是一種無擔保的長期債務，這種債務附帶有投資者對融資者的權益認購權。夾層債務只是從屬債務(subordinate debt)的一種，但是它常常作為從屬債務同義詞來用。

成低利率的主要原因仍在於國內銀行家數過多(Overbanking)、過度競爭的議題，銀行過度競爭下的結果就是在商品利率的定價策略上互相做割喉式的喊價。

近 30 年來台灣製造業產業大量西向、南向外移，尤其是台商前往中國大陸成立營運據點，部份資金需求被當地銀行或外資銀行取代，此舉導致國內銀行體系資金呈現供過於求的態勢。未來應審慎考慮國內銀行與外商銀行以協商方式進行合併，如此將可產生經營的綜效及在國際的競爭力。

以台灣與中國雙邊金融市場相比較，兩岸間銀行間利差存有 3% 左右，在套利性的操作下，部分高營收的科技業挾其龐大金流及國外銀行管道在兩岸金融業從事借貸、套取利差，此舉扭曲金融資源分配。

據銀行業者表示，目前國內銀行的資產配置策略則放在增加海外資產比重，增加營收，此舉最主要的問題還是在國內投資管道不足，新產品的創新及核准受限，無法滿足投資人及法人機構如銀行、保險業等機構之需求。據估算資金在海外市場投資報酬率仍遠高於國內市場可提供的收益，大部分的資金還是移到國外投資，以海外投資債券報酬率大約在 5% 左右，扣掉避險成本後，其收益仍高於國內市場可提供的收益率。

據投信業者表示，以共同基金市場而言，貨幣型基金在金融海嘯後，由於台灣在低利率的環境導致短天期利率大幅度下降，貨幣型基金幾呈現無利可圖之現象，使得該類基金資產資金集資不易，且募集的資金大舉出走海外市場。國內基金業者採行的操作策略，主要將可用資金大量均轉向投資於海外市場所發行的債券，尤其是新興市場債跟美國公司債，以尋求較高收益報酬率。

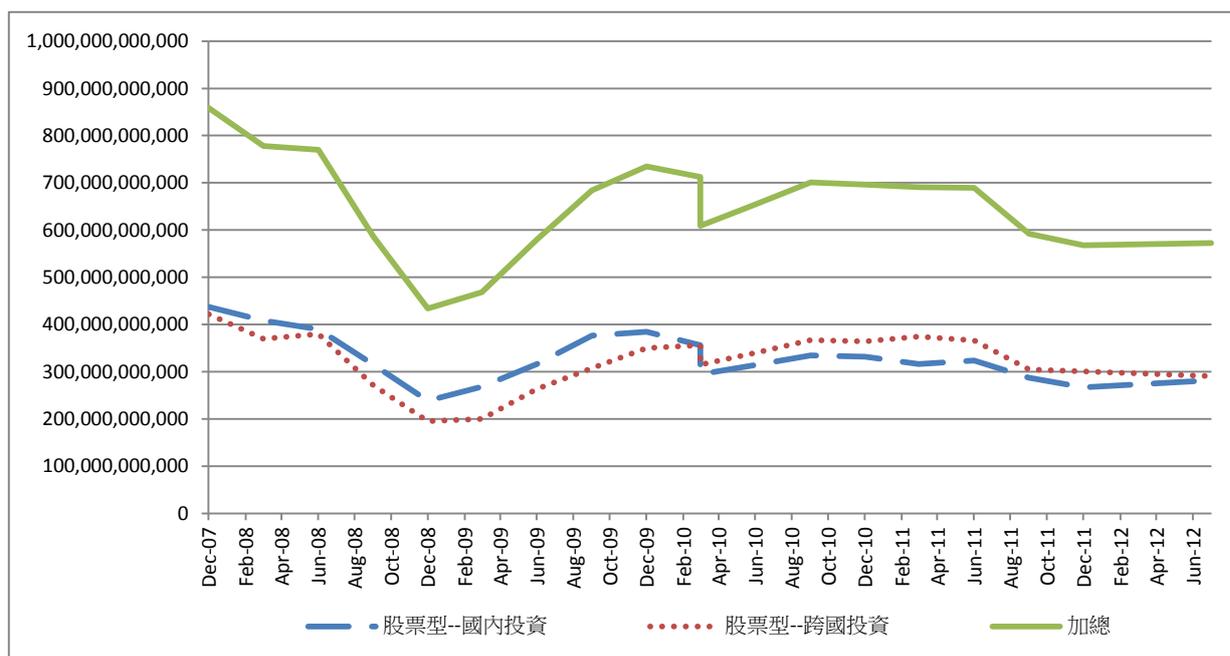
以保險業而言，受制於保險法第 146 條規定，保險業者投資海外的資金運用上限為 45%。壽險公司則是在 2009 年後連續三年持續大額購進公司債及海外債，以負擔應付保單利率的成本支出。

整體而言，要改善金融環境呈現低利率的問題，首先在改變舊有的刺激經

濟成長思維，以台灣的環境來說，低利率似乎已無法產生刺激投資和促進經濟成長的傳導機制，反而造成諸多弊端。低利率政策旨在刺激國內投資，以近幾年台灣的經驗，此效果卻無法顯現出來，因此政府必須有相關的產業配套措施搭配金融工具的使用，才能真正地有效促使整體經濟成長。

以國內整體投信業資金投資動向資料來觀察，股票類型基金在 2008 年次級房貸風暴期間，資金有大幅下滑萎縮之現象(如圖 22)，雖在 2009-2011 年無論國內型或跨國型投資基金規模均有緩步上升的趨勢，但均無法回升至 2008 年之前的水準，加上歐債危機之後導致的全球資金重分配，各國均陷入景氣衰退現象，權益類型商品收益報酬下跌，在風險趨避的考量下，因此大舉降低投資人對此類型資產的投資意願。

圖 22：資金投資動向--股票型

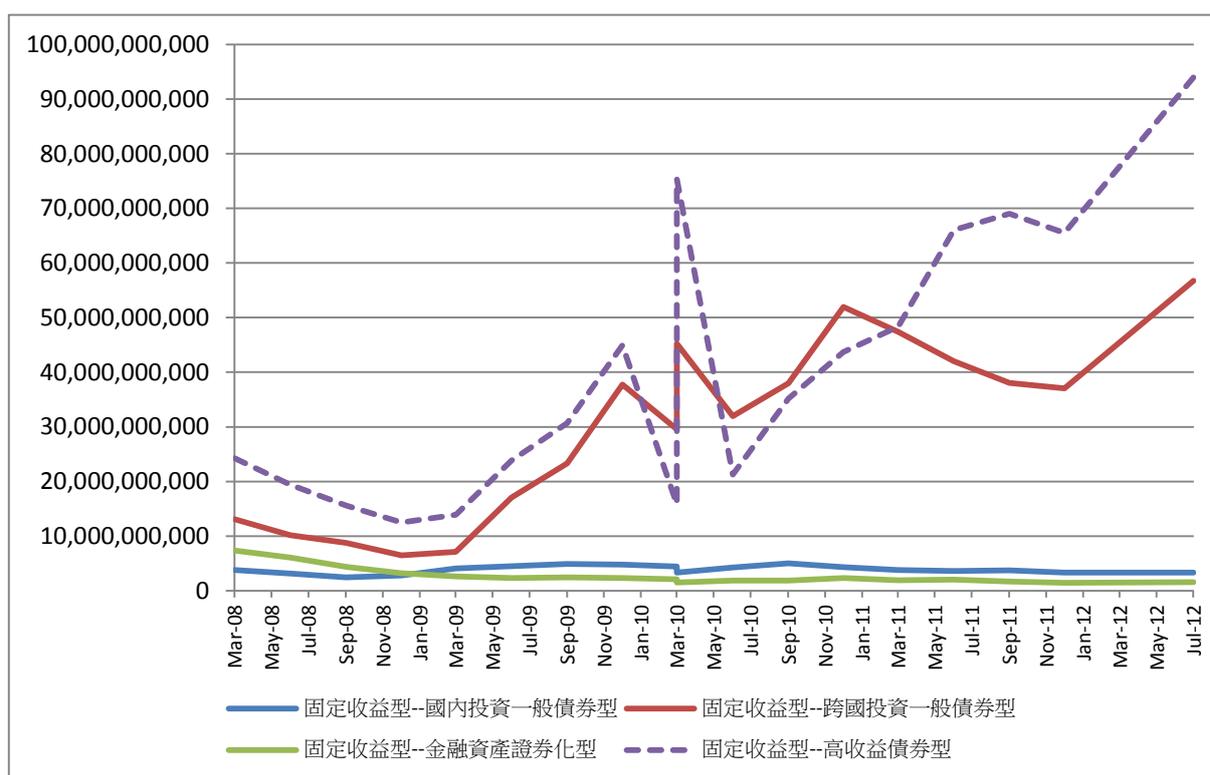


資料來源：證券投資信託暨顧問商業同業公會，本研究整理；單位：元

相對於股票類型基金市場的萎縮，機構投資人及一般投資人近年的投資標的物明顯轉移至債券市場，尤其是以美國為主的投資級公司債，在近年上市公司違約破產機率大幅下降，公司債信違約率屢創歷史新低，以債券具固定配息

保本的特性，相較於股票的高風險波動，投資資金顯然大舉轉入跨國型的一般債券類型基金，另一種強調高收益類型的債券，雖投資標的物為風險度較高的上市公司，在該類型公司債信違約率低的环境下，也吸引全球機構投資資金已高額的比率投入。顯見，在一全球各國景氣均不明朗的环境下，投資人相對理性地將資金分配較高比率於有固定收益配息的債券商品。(參見圖 23)

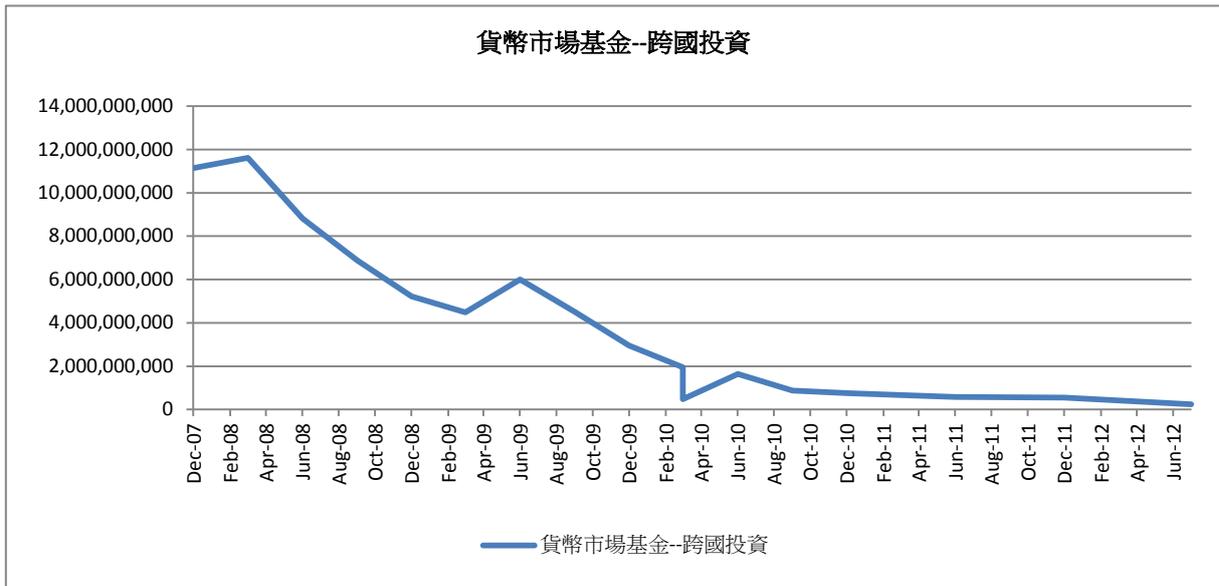
圖 23：投資動向--固定收益型



資料來源：證券投資信託暨顧問商業同業公會，本研究整理；單位：元

國內投資人將資金投入於國外的貨幣市場，由於貨幣市場商品多為短天到期的交易/融資周轉型的票據、本票，此類型商品相對投資收益率較低，除開保險/大型公司銀行機構在海外進行資產分配會進行將資產分配於此類型商品，台灣一般投資人對此類型商品的投資比重逐年下降之中。(參見圖 24)

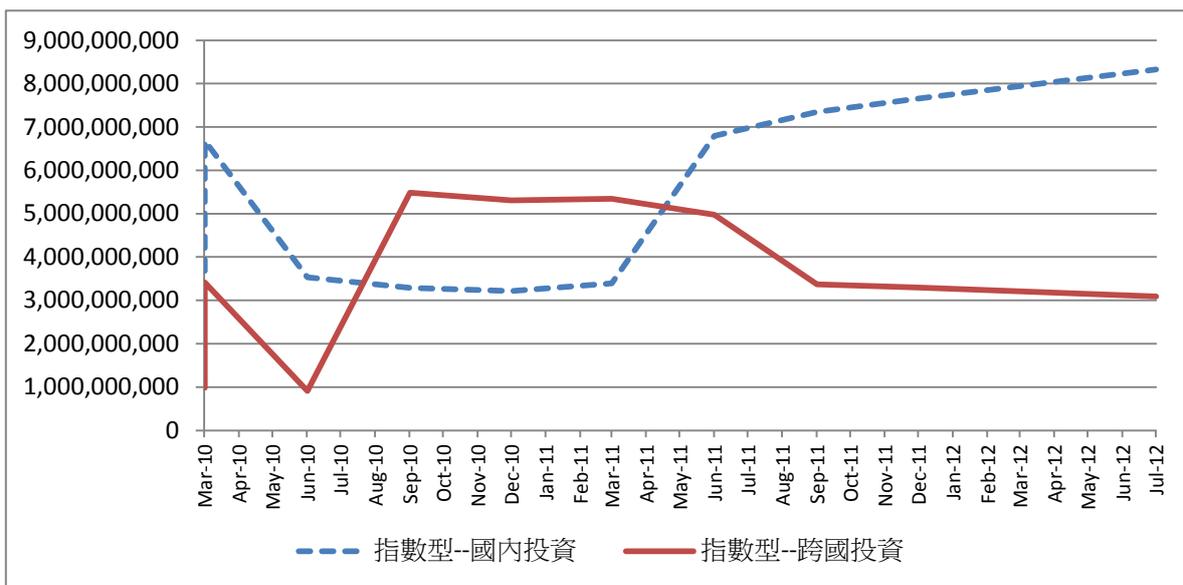
圖 24：投資動向--貨幣市場基金



資料來源：證券投資信託暨顧問商業同業公會，本研究整理；單位：元

國內近年來推出多種指數類型基金，強調可以配合整體大盤指數及經濟指標進行資產投資，雖商品種類目前並未廣泛，由於收益報酬率稍可超越整體大盤指數報酬率，且部分商品強調支付配息，此特性足以吸引長期資金的投入。(參見圖 25)

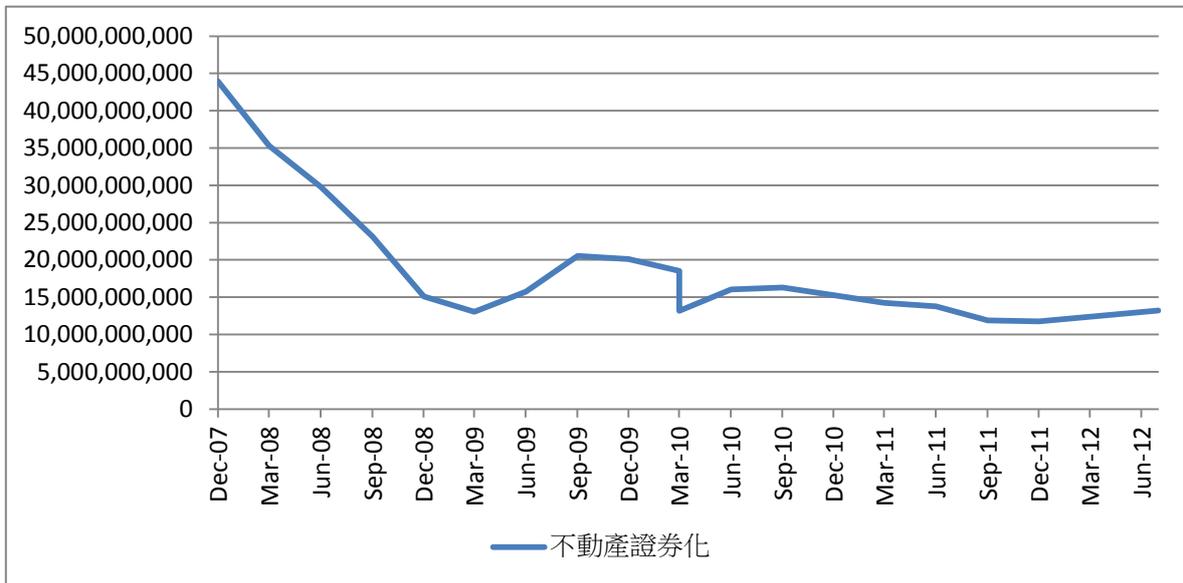
圖 25：投資動向--指數型



資料來源：證券投資信託暨顧問商業同業公會，本研究整理；單位：元

不動產證券化基金(參見圖 26)，雖強調具有收益分配的特性，但觀察目前已在次級市場交易的少數幾檔不動產證券化基金，普遍現存的問題在於可投資的商品標的物受限，持有投資的商辦大樓、土地因持有交易成本高，租金收益年化後的收益報酬率均僅比定存利率稍高，此商品的成長面臨侷限性。該類型基金未來的發展性在於有無辦法將可投資標的物的範圍進一步擴大，且強化投資人對此類型資金的認同度，以現存市場接受度仍有限，資金募集也無法大幅成長，若可加強產品宣傳推廣，將有助於此類型商品的市場發展。

圖 26：投資動向--不動產證券化



資料來源：證券投資信託暨顧問商業同業公會，本研究整理；單位：元

### 第三節 從區域別、商品別探討資金過剩下之投資管道與風險控管

就理論上而言，風險與報酬乃一體之兩面，談到各種投資工具之報酬，亦不可輕忽其風險成分。由於當前全球資金過剩，過多的資金追逐相對稀少之資產(包含實質資產與金融資產)，使得許多資產格節節上升。然而，資產價格的上升很可能是沒有基本面支撐的。華倫巴菲特也曾說過：「只有退潮時，你才知道誰是在光著身子游泳」。因此，在全球資金過剩的此時，投資策略並非只

是追求絕對資產價格之上升，而是需要同時兼顧報酬與風險之均衡。金融投資工具愈活潑，愈應深入了解其風險，善用各種投資工具，並適當的做好風險控管，才能在獲利(報酬)與風險間取得最適的平衡點。是以正確的投資績效衡量指標係同時考慮投資工具或管道的風險與報酬。換言之，乃具有風險管理概念之投資績效衡量指標，茲臚列目前最常使用之績效衡量指標如下：

一、風險報酬比率(Return to Risk Ratio)：
$$\frac{R_p}{\sigma_p}$$

以投資組合報酬率  $R_p$  除以風險之代理變數--報酬率之標準差  $\sigma_p$ ，此一比率表示承擔一單位風險所得到之報酬，然而並未考慮到無風險報酬率  $R_F$ ，亦即貨幣本身之機會成本。

二、Sharpe：
$$\frac{R_p - R_F}{\sigma_p}$$

以投資組合報酬率  $R_p$  扣除無風險利率  $R_F$  後再除以報酬率之標準差  $\sigma_p$ ，此一比率代表承擔一單位風險所得到之風險溢酬(Risk Premium)，已考慮到貨幣本身之機會成本，最常為共同基金與政策投資業者所用。

三、Treyner：
$$\frac{R_p - R_F}{\beta_p}$$

以投資組合報酬率  $R_p$  扣除無風險利率  $R_F$  後再除以系統風險之代理變數— $\beta$  係數，此一比率代表承擔一單位系統風險所得到之風險溢酬，已考慮到貨幣本身之機會成本，亦常為法人投資者或個人投資者所用。

四、Jenson's  $\alpha$ ：
$$\alpha_p = (R_p - R_F) - \beta_p (R_M - R_F)$$

根據資本資產定價模型(Capital Market Pricing Model)之概念而來，以投資組合報酬率扣除無風險利率後再減去根據 CAPM 理論所得之承擔市場風險報酬，其中  $R_M$  表示市場報酬率，本指標具有一種超常報酬(Abnormal Return)之

概念。

綜合上述四項指標，吾人可知目前業界已廣泛認知到風險調整後報酬之重要性。值得一提的是，以上績效指標係從學理上之風險報酬關係出發，仍未考慮到各項投資相關成本諸如賦稅、管理費、交易手續費與其他日常營運支出等。

針對各種投資管道與風險控管，不論是就區域別、產業別或商品別作討論，勢必考慮到風險報酬效率，如此便不得不討論多角化分散風險(Diversification)之概念，透過多角化投資，可以幫助投資人取得報酬風險效率優勢。以下將以一簡單實例作為說明：

假設有六種資產型態，分別為股票、政府公債、短期票券、高收益債券、不動產與另類投資工具--避險基金，現在分別以下列六類指數作為這六種資產之代表，並將此六類投資工具報酬率之關鍵統計量摘錄於表 9<sup>18</sup>。

S&P 500 COMPOSITE - PRICE INDEX，簡稱為 S&P500

LEHMAN GLOBAL TREASURY，簡稱為 LHBOND

US TREASURY BILL 3 MONTH，簡稱為 USTBILL

LEHMAN HIGH YIELD CORP，簡稱為 LHYIELD

National Association of Real Estate Investment Trusts ALL REITS INDEX，簡稱為 REITs

HFRI (Hedge Fund Research, Inc.) fund weighted comp. Index，簡稱為 HFRI

---

<sup>18</sup> 樣本選取期間為 1991 年至 2005 年，報酬率為年報酬率。

表 9：六類投資工具報酬率之基本統計量

單位：百分比

	S&P500	LHBOND	USTBILL	LHYIELD	HFRI	REITs
平均值	10.65	0.53	3.80	3.28	15.19	15.91
標準差	17.52	5.10	1.67	12.06	11.25	16.36
最小值	-23.37	-11.31	0.91	-11.40	-1.45	-18.82
最大值	34.11	9.22	5.87	31.65	32.19	38.47

資料來源：Yahoo Finance 與 DataStream，本研究整理

其次，就投資學原理而言吾人知曉只要資產之間報酬率並非完全正相關，亦即相關係數非一，則此兩種資產具有多角化以促進風險報酬效率之關係，茲將這六類投資工具之報酬率相關係數矩陣列於表 10。由於此六類投資工具彼此之報酬率相關係數皆非為一，是以吾人可由表 10 窺知此六類投資工具彼此之間具有分散風險以增加風險報酬效率之功用。

表 10：六類投資工具相關係數矩陣

	S&P500	LHBOND	LHYIELD	USTBILL	HFRI	REITs
S&P500	1.0000					
LHBOND	0.2112	1.0000				
LHYIELD	0.3357	0.3836	1.0000			
USTBILL	0.3267	-0.1221	-0.4800	1.0000		
HFRI	0.5938	0.1614	0.5108	0.1530	1.0000	
REITs	0.1532	0.2574	0.6286	-0.2266	0.3374	1.0000

資料來源：Yahoo Finance 與 DataStream，本研究整理

接續討論利用馬可維茲 (Harry Markowitz) 於 1952 年提出之投資組合選擇 (Portfolio Selection) 的概念，先利用各種資產報酬率的時間序列資料求出個別資產的平均報酬率，報酬率標準差以及不同資產報酬率相關係數，再利用數學規劃模型，推導出投資組合的效率前緣 (Efficient Frontier)<sup>19</sup>。針對此六大

<sup>19</sup> 在效率前緣上的投資組合不是在給定風險水準下，最大化預期報酬率，便是在給定預期報酬率下，使風險最小。

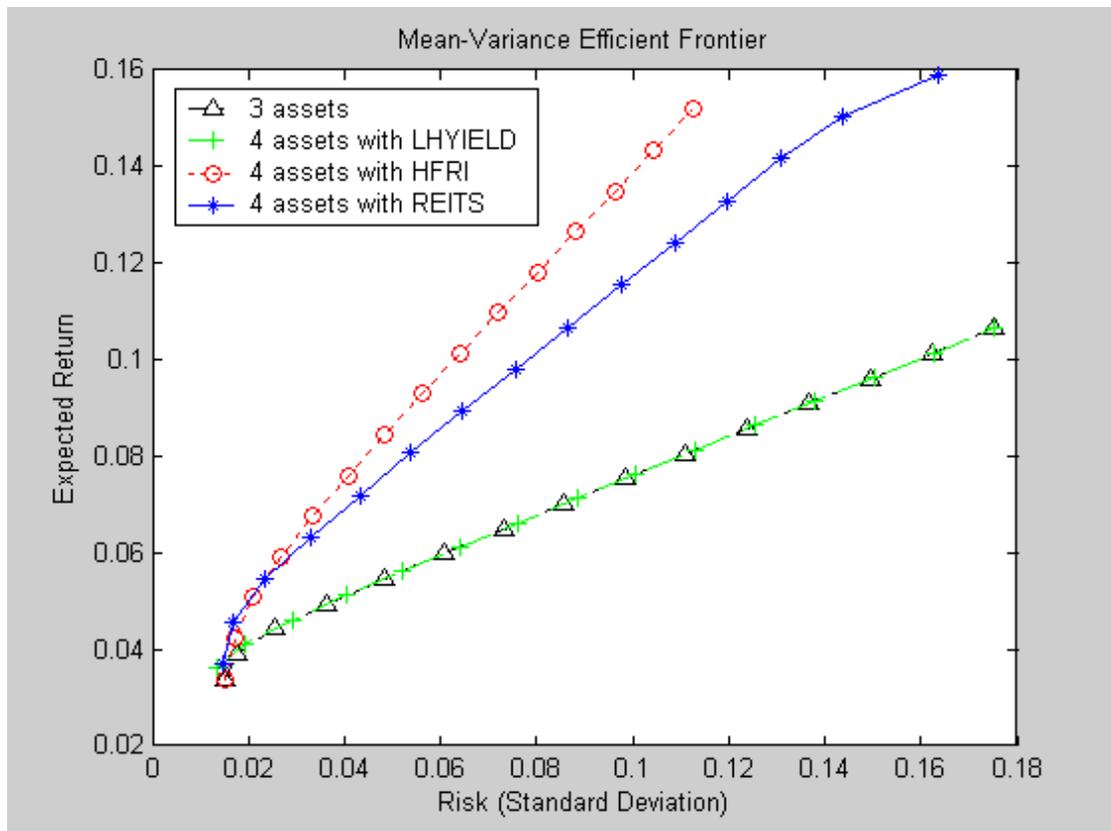
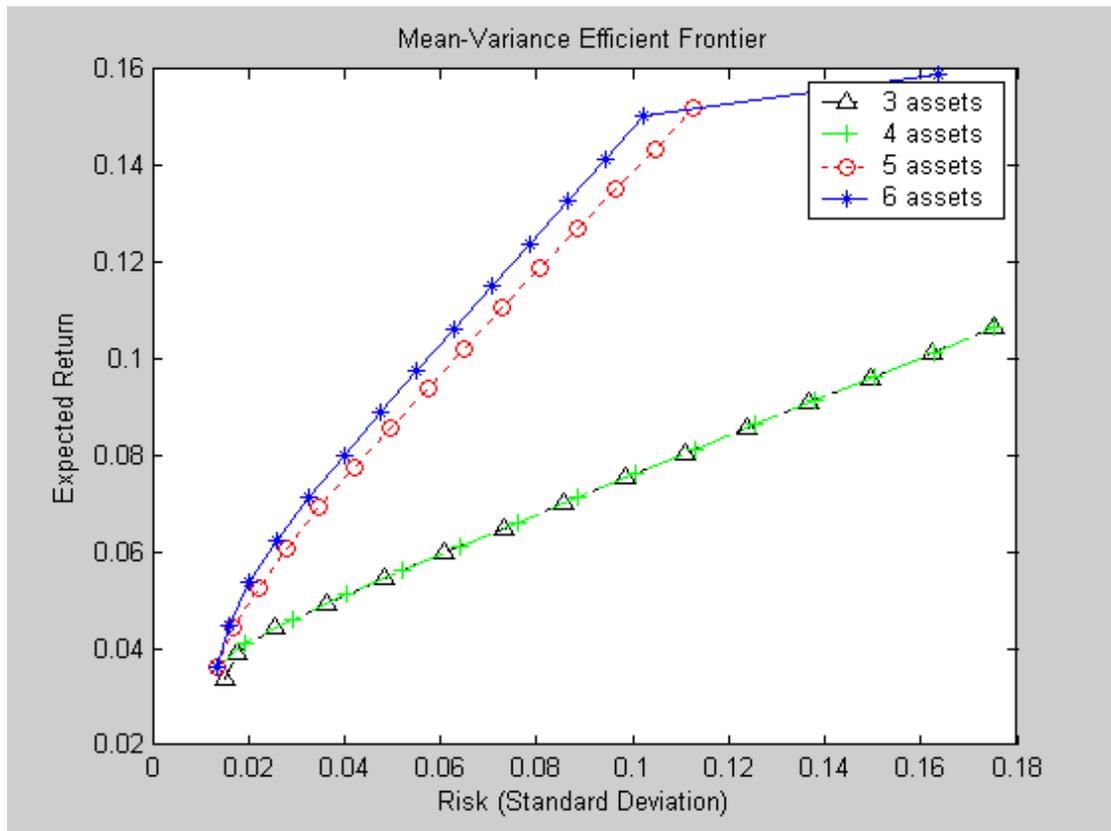
類投資工具，進行四種不同之投資組合建構，如表 11 所示。四種投資組合所構成之效率前緣，如圖 27 所示。據此吾人可以清楚得知，隨著投資組合理投資工具的增加，亦加提高投資組合之風險報酬效率性，尤其是增加避險基金或是不動產投資信託基金後之效率前緣更是大幅向為擴張，如圖 27 所示。因此不論就區域別、商品別或產業別而言，新種投資工具或新投資領域的加入將帶來投資效率的提升，除了是投資報酬率之增加外，某種程度上亦具有降低風險之意涵，在目前資金過剩追逐有限資產之年代更是值得吾人留意。

表 11：投資組合選擇方式

投組選擇方式	投組內投資工具選擇
三資產	S&P500 Index、LHBOND Index、USTBILL
四資產	S&P500 Index、LHBOND Index、USTBILL、LHYIELD
五資產	S&P500 Index、LHBOND Index、USTBILL、LHYIELD、HFRI
六資產	S&P500 Index、LHBOND Index、USTBILL、LHYIELD、HFRI、REITs

資料來源：Yahoo Finance 與 DataStream，本研究整理

圖 27：各種投資組合之效率前緣



## 區域別：

如前所述，投資資產配置須考量投資區域、資產類別及投資產業多元化(或其他自訂之評估原則)，以期減少整體投資組合收益之波動性從而降低投資風險。就區域別而言，一般投資區域皆考慮以國家信用等級良好、經濟及金融穩定發展的已開發為主要投資區域，再搭配基本面良好之新興市場以達成較高之報酬風險效率性。例如中華民國人壽保險商業同業公會提出之「國外投資作業手冊範本」第三章中所建議之投資區域即以經濟合作暨發展組織(OECD)中之八大工業國、太平洋地區之澳洲、紐西蘭、歐盟之荷、比、盧以及瑞典等國作為主要投資區域(核心投資標的)。而近年來隨著新興國家之經濟實力之起飛，部分新興歐洲、新興亞洲或拉丁美洲等國，諸如近來相當熱門之金磚四國或 MIST 便可成為搭配投資之區域(衛星投資標的)。至於國外作法部分，投資區域多角化以及建構核心投資標的搭配衛星投資標的之作法已行之有年，具體例證由本章第一節共同基金業者投資資金流向可見一斑，此處不再贅述。

就風險控管而言，觀之金融機構日常經營或投資業務，須面臨市場、信用、流動性、作業、法律、國家及會計風險等不同面向的風險，隨著金融自由化及國際化趨勢，風險數量與型態日趨複雜，亦提升風險管理的困難度。風險管理是辨識、衡量、監控及評估檢測的過程，其中量化或控制不同風險是複雜且困難的一項工作，並有賴資訊系統之輔助。其次，內部風險資本評估與資料庫之建置，往往需要相當人力與資訊技術的投入，對規模不大的中小型金融機構而言，恐怕不具有經濟規模效益，執行上有其困難處。再者，由於資源有限，金融機構經營決策過程牽涉到機會成本，風險管理上亦不可避免須面臨如何運用有效資源的難題。把資源用於風險管理可能會減少運用在其他具有潛在獲利之營業活動的資源，難免對營業單位造成影響，是以理想的風險管理目標應當以最少的資源化解最大的危機。以下將針對主要須面臨之風險諸如市場風險、信用風險、流動性風險、作業風險以及以法律風險為主之其他風險管理略做說

明。

## 一、市場風險管理

市場風險係指資產價值在某段期間因某些市場價格因子變動，導致資產可能發生損失之風險。有關市場風險管理，針對投資標的所在區域或國家，須經評估為政治、經濟、金融市場皆屬穩定健全，並設有適當的額度控管。國外投資組合中須進行多角化分散市場，以降低因區域之市場變動所造成之影響。交易人員於辦理各項國外投資時應確實遵守所訂投資部位風險控管辦法，亦須針對交易部位對市場風險設定停損點機制，定期監督評估。當然，廣義之市場風險尚包含利率、匯率與權益等風險因子在內，尤其向金融機構中之壽險公司資金係屬長期資金，為達到資產與負債的期間管理（Asset and Liability Duration Match），壽險公司一般以長期固定收益標的為主，隨時評估國內外利差以進行國外投資或不動產投資。投資單位應隨時觀察國內外的總體經濟發展、利差及匯率走勢，以調整投資方向。

## 二、信用風險之控管

信用風險係指債務人信用遭降級或無法清償、交易對手無法或拒絕履行義務之風險。就區域別之信用風險管理而言，信用風險須事前審慎歸納各項投資標準，定期收集國際知名交易商之投資建議及投資機構相關研究以篩選最佳信用品質標的。資產交割後，由專責人員不定期監控信用變化及每年定期評核信用。若有債信變化或其他信用事件發生，須即時採取必要措施，調整資產組合以便隨時掌控整體資產品質。

## 三、流動性風險之控管

流動性風險一般可區分為「資金流動性風險」及「市場流動性風險」。「資金流動性風險」係指無法將資產變現或取得足夠資金，以致不能履行到期責任

之風險；「市場流動性風險」係指由於市場深度不足或失序，處理或抵銷所持部位時面臨市價顯著變動之風險。1998年 LTCM 倒閉主要係由於債券套利交易策略中錯看俄羅斯債市發展，導致缺乏短期流動性所造成<sup>20</sup>。針對流動性風險之管理，投資須選擇債信較佳之市場有價證券，流動性較無疑慮。投資標的可以在國際集中市場及店頭市場交易為主。

#### 四、作業風險之控管

作業風險係指因內部作業流程、人員及系統之不當或失誤，或因外部事件造成之直接或間接損失之風險，不管國內外投資交易皆須面對。有關作業風險管理之執行，金融機構宜明訂授權額度及作業流程，以避免作業上之風險。相關交易人員應嚴格遵守相關規定之授權及作業程序依交易、交割、會計、風控及稽核等業務分立之原則，交易、交割及風險控管人員不得互相兼任，各部門職掌不同功能，以收專業分工及相互制衡之效。

#### 五、法律風險之控管

法律風險係指因法律文件瑕疵影響契約效力所造成之損失，主要風險因子包括契約不合法以及交易對手未經合法授權等。在風險管理之執行上，交易契約應經法務人員或外部法律顧問審核後簽訂。其他涉及法律事項者，應諮詢法務人員或外部法律顧問。

除了以上列出之五大主要風險外，隨著金融市場的演化以及金融商品之推陳出新，也須針對新增的另類投資工具進行風險管理。另類投資代表其投資策略及管理方式不同於一般傳統投資工具，諸如避險基金(Hedge Fund)，或一些稅賦優惠的投資等。通常這類工具之報酬率波動性非常高，不可輕忽。

綜上，資金過剩環境之下所造成資產價格上揚現象其實未必具有堅實之基

---

<sup>20</sup> 相當諷刺的是，事後證明就中長期看來 LTCM 當初對債券利差走勢的看法是對的。

本面支撐，潛在的下檔風險將對資產價格產生極大之威脅，因此風險控管益形重要。做投資決策時除了考量報酬率高低之外，更須考量到投資工具之風險，同時考慮報酬與風險的績效衡量指標就理論上而言是相當重要且符合實務要求的。實際執行上，建議建構核心投資標的與衛星投資標的，將投資組合進行多角化以分散風險。此外，各項風險管理仍以傳統之五大類主要風險為主，再搭配對於避險基金等另類或新種投資工具之風險控管。

### **商品別：**

在可投資商品項目類別中，若以銀行、證券、保險機構等不同行業，由於金融業行業特性的差異性，基於維持金融穩定性原則，防止金融機構過度暴露於過高的系統性風險之中，而損及投資人的權益，金融監管單位相關要求有明顯差異性，在投資商品對象、單一商品可投資成數等規定均有差異。以商品類別而言，可粗分為，權益型股票商品、收益債券型商品(其中有公債、投資等及公債、高收益債券等)、大宗原物料商品、房地產商品等。

參考投資機構 Barings 的調查研究報告指出，在 2009 年的商品市場各項資產的報酬率相對評比中(參見表 12)，以 2009 年為參考期間，位處於金融風暴後的調整期，在流動性風險及信用風險均有大幅調整修正，投資人活動轉趨熱絡，在全球持續貨幣寬鬆效應的環境下，加以歐美國家上市企業違約率創新低記錄下，商品投資的收益報酬表現以具有配息收益的高收益債券型為最佳，總報酬率達 58%，且波動性僅 8%，堪稱資金市場吸金的最佳商品；信評等級較佳的投資等級公司債收益報酬率則有 19%，風險波動性有 8%；違約率相對最低政府型公債收益表現則屬最低，僅為低於 1%，而風險波動度卻仍有約 6%；此段期間，大宗商品原物料商品的投資有高達 47% 的收益表現，波動性約為 11%；原油商品在汽燃油需求帶動下有 32% 的報酬率；相對而言，股票市場報酬率，以 S&P 500 指數而論，同期報酬率有 27%，風險波動性有

27%。

表 12：2009 年商品投資報酬率

	總報酬率	波動度風險	風險調整後報酬
高收益債券	58%	8%	7.5
CRB 工業原物料	47%	11%	4.3
原油	32%	39%	0.8
黃金	25%	22%	1.2
S&P 500	27%	27%	1
投資等級債券	19%	8%	2.5
公債	0.2%	6%	0

附註: Barings 機構研究報告。

在彭博資訊的一項分析統計，比較亞洲區域的股票與債券的相對報酬率，亞洲債券近十年來年化報酬率約 11.63%，亞洲股市則為 7.9%，若以衡量報酬率波動性的年化標準差來看，亞債僅 9.33%，低於亞股的 21.48%，至於報酬風險比部分，也就是衡量每單位系統風險下，個別資產其報酬的變動程度，亞債以 1.25 高於亞股的 0.36，股票市場相對高的風險波動性，與債券相較而言，亞債可提供的是一相對低的風險值，然而年化報酬率反較股市來的高，顯見亞洲區企業經營體質的持續改善，企業藉由發債管道而籌資的比率持續上升，企業相對違約機率下降下，吸引資金持續進入債市市場，債市的報酬率持續轉佳。1995~2011 年底花旗全球公債指數累積報酬率為 509%，僅小輸 MSCI 全球股票指數的 531%；新興市場方面，1994~2011 年底的 JP Morgan 新興美元債券指數報酬率為 467%，表現超越 MSCI 新興市場股票指數的 69%。

在彭博資訊的一項分析報告，其中在比較不動產證券化基金及債券可提供的相對報酬率(參見表 13)，2008 年金融海嘯之後，美國不動產經歷大幅價格修正調整，成屋庫存大幅降低、都會區辦公住宅租金收益率提升，美國 30 年期房貸利率近年創下歷史新低，使得美國房貸拖欠率下滑，加上房價漸漸可呈現止跌回穩跡象，REITs 商品因此吸引買盤湧入，2009 年至 2011 年之三年報

酬率已超越美國債券報酬率。根據統計，2009~2011 年美國 REITs 指數年化報酬率高達 14.34%，遠勝美林美國債券指數的 6.75%。

表 13：美國 REITs 指數報酬率及美林美國債券指數報酬率

年度	美國 REITs 指數 報酬率	美林美國債券指數 報酬率
2009	19.90%	4.84%
2010	21.81%	6.83%
2011	2.37%	8.61%
2009-2011 年化報酬率	14.34%	6.75%

附註：彭博研究報告。

依據 Morningstar (晨星) 的分析，以在臺灣核備之整體股票型基金 2011 年的美元報酬率為負的 16.27%，債券型基金的美元報酬率則上漲 0.97%，債券投資績效遠優於股票的表現，債券型基金成為國內投資人資金的首選標的物。以投信發行基金規模來看，2011 年整體規模為新台幣 1 兆 7 千 360 億元，較前一年略減少 8%，主因是基金淨值下跌造成規模縮水，但固定收益基金規模卻逆勢上揚 4.81%，尤其以高收益債券基金最受青睞，投信在 2010 年爭相募集成立 11 檔高收益債券基金，主要以亞洲區為對象，資金籌資規模更成長 49.79%，成為 2011 年國內資金主要的流通管道去處。

## 債券市場

債券市場在現存資金過剩、低利率的金融背景之下，市場出現扭曲的現象，雖然銀行業在 2012 年整體的獲利在經營體質大幅改善下，整體銀行業預估營收獲利可達二千億元以上，此部份源自於其他的授信標的物所挹助，例如 OBU 市場的交易大幅成長。但資金在過剩之下，業者競價競爭做授信業務，此舉嚴重扭曲信用曲線，所以間接導致信用市場無法健全發展，台灣的利率曲線在短期間內再扭轉上升的機率將大幅降低，受此因素所致，相關的利率衍生性商品交易量也呈大幅萎縮趨勢，交易金額大幅下降，業者表示像 IRO、CDS、

SWAP、IRS 等商品在沒有實質避險需求下，都已形同停滯市場，債券市場也出現相似的困境(參考圖 28)。

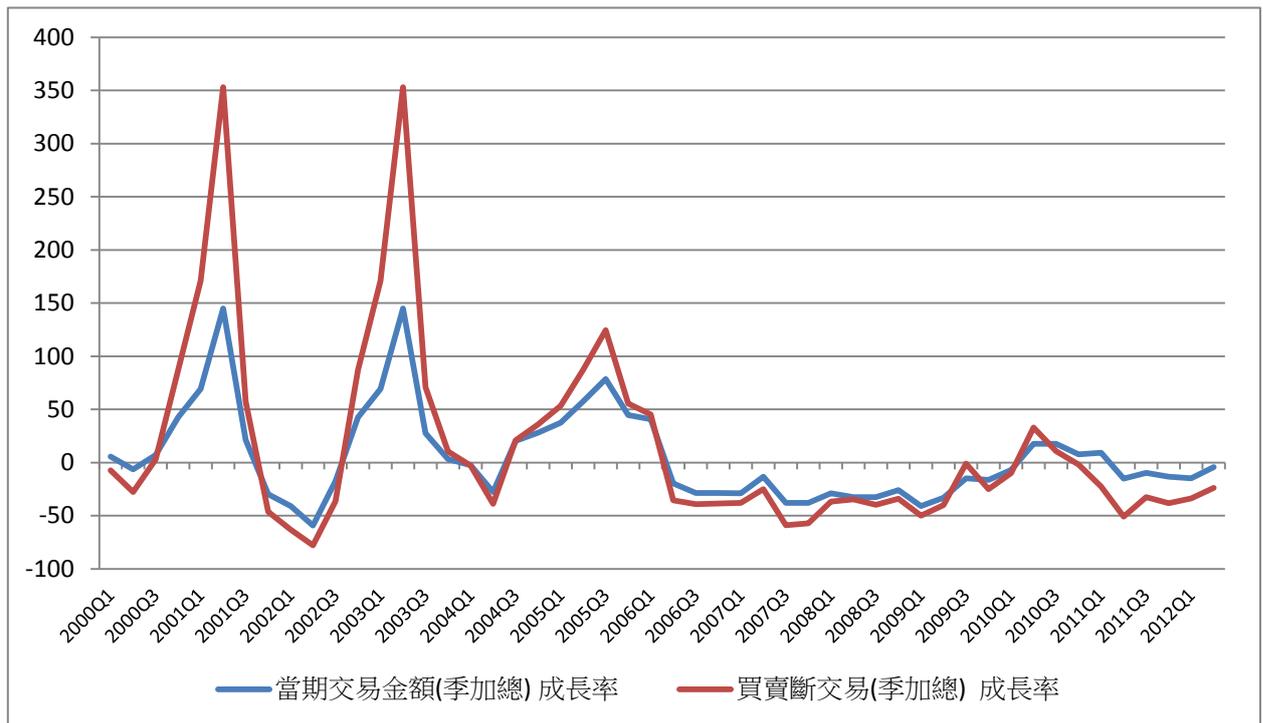
近年來債市場中以高收益債券為吸引資金市場的大宗，以摩根大通的資料顯示，高收益債在 2012 年的預測違約率可降為 1.5%，2013 年為 2%，遠低於 25 年來的 4.24% 歷史平均 2%，顯示在全球央行寬鬆貨幣政策下，高收益型債券在企業違約率改善下，已可脫離高違約垃圾級債券的概念，除可吸引一般投資人的青睞，機構投資人亦可考慮加入其投資組合內，納入於其資產配置組合之資產項目。

資金過剩下，金融保險機構視公債為最佳避風港，於是在債券市場中大量購入公債，使債券籌碼集中於特定金融保險機構，造成市場流通籌碼不足，影響市場交投意願，成交量大幅萎縮，交易金額成長率呈現大幅衰退，如何活絡債券市場，可從以下管道思考做改善。

建議方案:

1. 建立債券多元化商品: 可經由多元化的公債商品設計，解決現存公債發行供給量不足問題。
2. 將直轄市政府納入信用評等模式: 因應縣市政府陸續升格為直轄市數量增加，財務需求擴大，債券發行量也勢必提高，建議將直轄市政府發債亦可納入信用評等模式，如此可提升外資機構參與本國債券市場交易流通性。
3. 擴大外國法人機構來台發行以台幣計價台幣債券: 提高公司債商品多樣性，增加市場資金投資債券管道。

圖 28：債券市場交易及買賣斷交易成長率



附註:資料來源：中央銀行

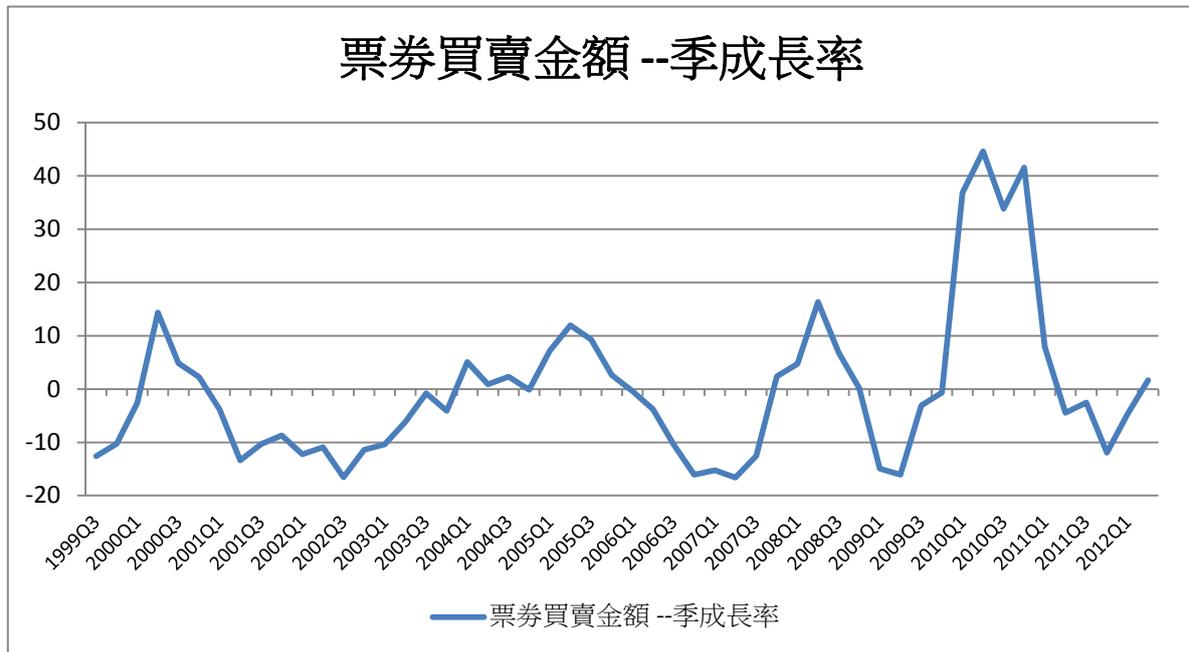
## 票券業

票券業在低利率環境之下，受惠於寬鬆貨幣政策之影響，企業可以相對低成本取得資金融通，票券交易買賣金額成長率自 2009 年有大幅增加，在 2010 年度季成長率達記錄新高 45%，2010 年度為票券業買交易的高峰成長期，然而在 2011 年第二季之後，隨著歐債危機衍生的經濟成長率率下滑，企業營收大幅萎縮，企業發票融資交易需求急速萎縮，票券買賣成交成長率呈現負成長的走勢，如圖 29。

參考吳登彰等人 (2005) 的報告中指出，在票券業業者建議開放外幣領域商品，允許票券公司多元持有外幣票券、債券及從事避險性匯率衍生性金融商品交易，尤其以未來可望新增人民幣相關商品業務，持續放寬對金融資產與不動產證券化商品之承銷、自營及公司債之簽證及承銷業務商機；允許兼營信託業務，募集貨幣型、債券型基金，或辦理私人銀行等相關業務，以增加票券業

獲利來源。

圖 29：票券買賣金額



附註:資料來源：中華民國統計資訊網

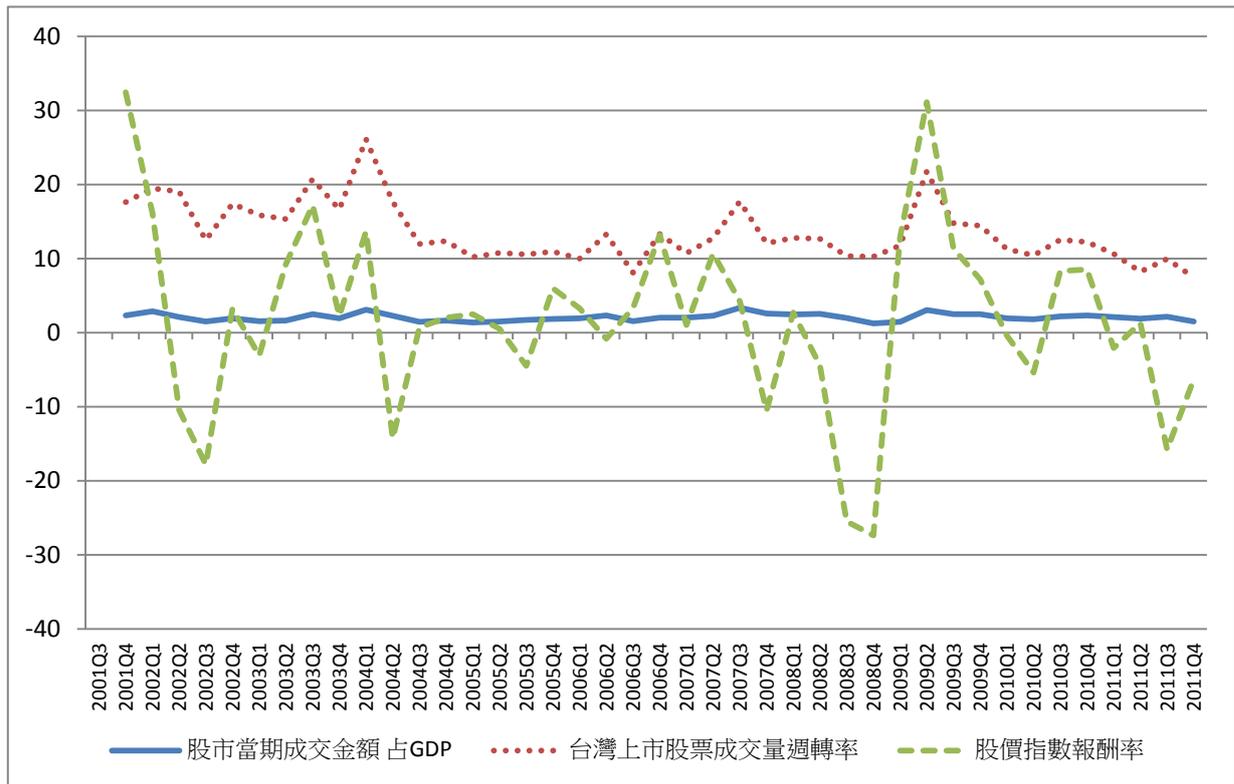
## 股票市場

股票市場原為企業短期資金融通的首選交易市場，多數權益市場研究亦顯示，長期來論，股市可提供的資本投資報酬率應可遠高於其他商品所能提供的收益報酬率，然而，衡諸國內股票市場的發展狀況，常因相關財政、稅制課徵的因素的干擾，而非理性的影響投資人的市場交易意願，在 2012 年的證所稅事件即為一例，市場交易量下降，市場投資動能將大幅萎縮。

台灣近年來在經濟景氣持續低迷環境下，製造業出口萎縮成長，在整體產業前景不明確下，股票市場已不覆昔日多頭的榮景，股市可提供的資本收益報酬率隨相對風險性的提高而降低。

股票市場一旦無法提供合理報酬率，資金理財分配將產生重新分配的現象，以上市股票成交量週轉率而言即可知(如圖 30)，股票成交週轉率的下跌即代表市場參與者的減少，連帶相關交易手續費的收益亦減少。

圖 30：股票成交周轉率、指數報酬率



附註:資料來源：中華民國統計資訊網

### 房地產市場:

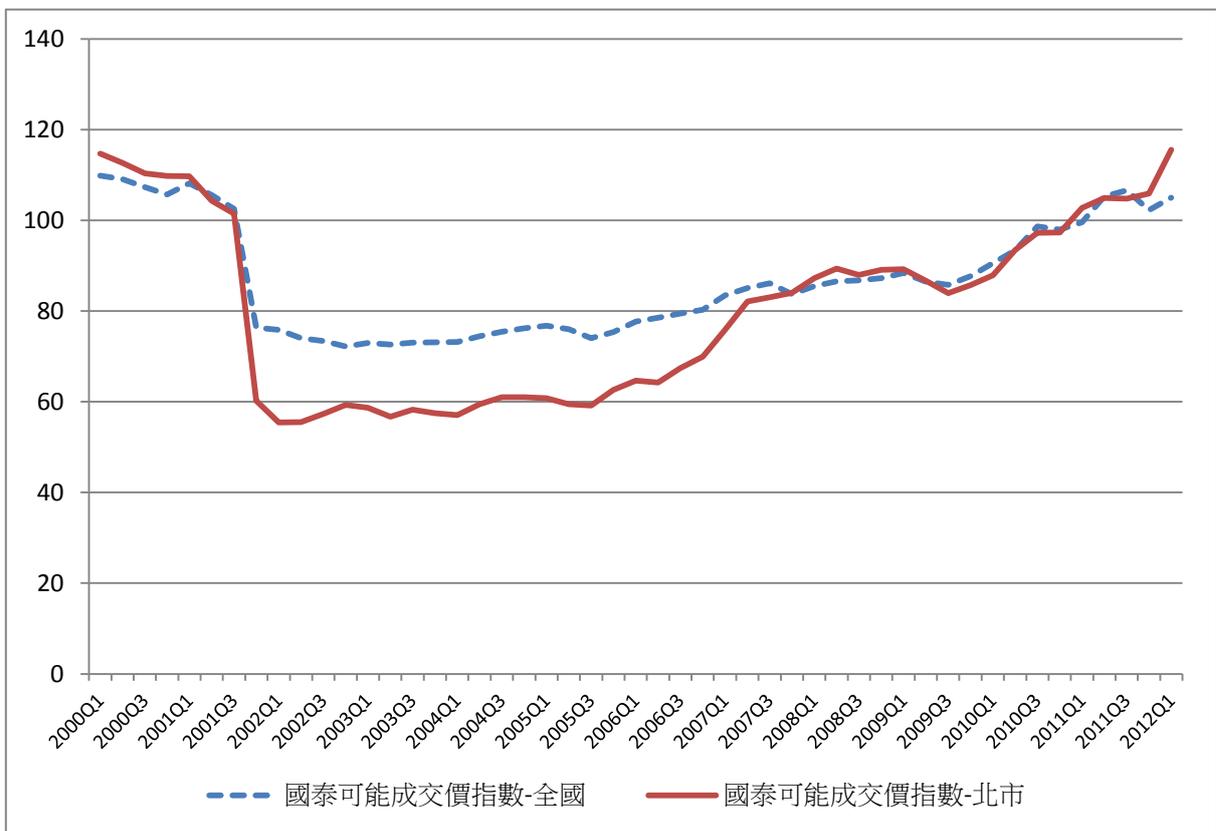
資金過剩下，低利率的環境導致可投資商品的項目相對減少，且由於金融風暴、歐債危機等國際性因素，致使國內/國際經濟成長率未如預期樂觀，資金在股票市場投資報酬相對風險型大幅提升，投資虧損機率大增，以保險業而言，在支付保單成本的考量及資金投資為須具長期償還的現金收益考量下，保險業持續增加對國內都會區土地及商辦大樓的投資，間接也促使房地產價格的持續上揚趨勢。以國泰公司編制的可能成交指數來觀察(如圖 31)，無論全台灣或台北市都會區的房價，在 2005 年之後，房價指數即呈現持續且長期上揚的走勢，雖然其間經歷金融風暴、歐債危機等金融性事件衝擊，但整體房屋資產成交價格均為未出現明顯大幅回檔整理的現象。若以消費者購置住宅貸款的金額數字成長幅度而言(參見圖 32)，2000 年第一季至 2012 年第二季的申購住

宅貸款季成長比率增加 109.4%，此直接加重整體受薪階級的購屋能力，進一步影響其家計單位其實質可支配所得消費能力。

壽險業爭取海外不動產投資採「差異化管理」，建議，若 RBC 超過 250% 者，投資限額應可從淨值 10% 提高到可運用資金 5%，其餘則是可運用資金的 3%。

中國不動產投資方面，目前法規限制僅限自用，沒有據點或業務量仍不夠者無法投資，壽險業者建議，希望開放可投資於中國商務投資用不動產。

圖 31：國泰可能成交指數（全國／北市）



附註:資料來源：台灣房地產研究中心

圖 32：消費者貸款--購置住宅貸款



附註:資料來源：中華民國統計資訊網

中央銀行在 2012 年 6 月份理監事會議中決議，針對都會區高單價房屋貸款將實施選擇性信用管制措施，豪宅貸款列入房市管制措施之中，以台北市與新北市為例，房屋總價達八千萬元、其他非台北地區總價達五千萬元的高價住宅，貸款成數一律不得超過六成，也不能享有「只還利息、不還本金」的寬限期。這是自九十九年，央行第三度對房市祭出選擇性信用管制措施，足見央行已正視都會區房價高漲的問題，相關管制措施持續地在施行，冀望足以有效抑止房價炒作的現象持續。

主管機關在防範保險業業者因持有龐大可利用資金，在低利率環境下，因投資管道相對有限，可能將資金轉投入地產市場，成為國內房地產市場中炒房的助手，此尤其以台北市都會區為甚，針對保險業投資不動產，在 2012 年 11 月宣布將推出兩項新監理措施。首先，保險業若投資素地，在計算資本適足率（RBC）時需再提高資本計提，此將加重壽險業投資素地的成本。其次，保險業若投資標的是商用不動產，依據金管會要求保險業投資用不動產最低收益率，

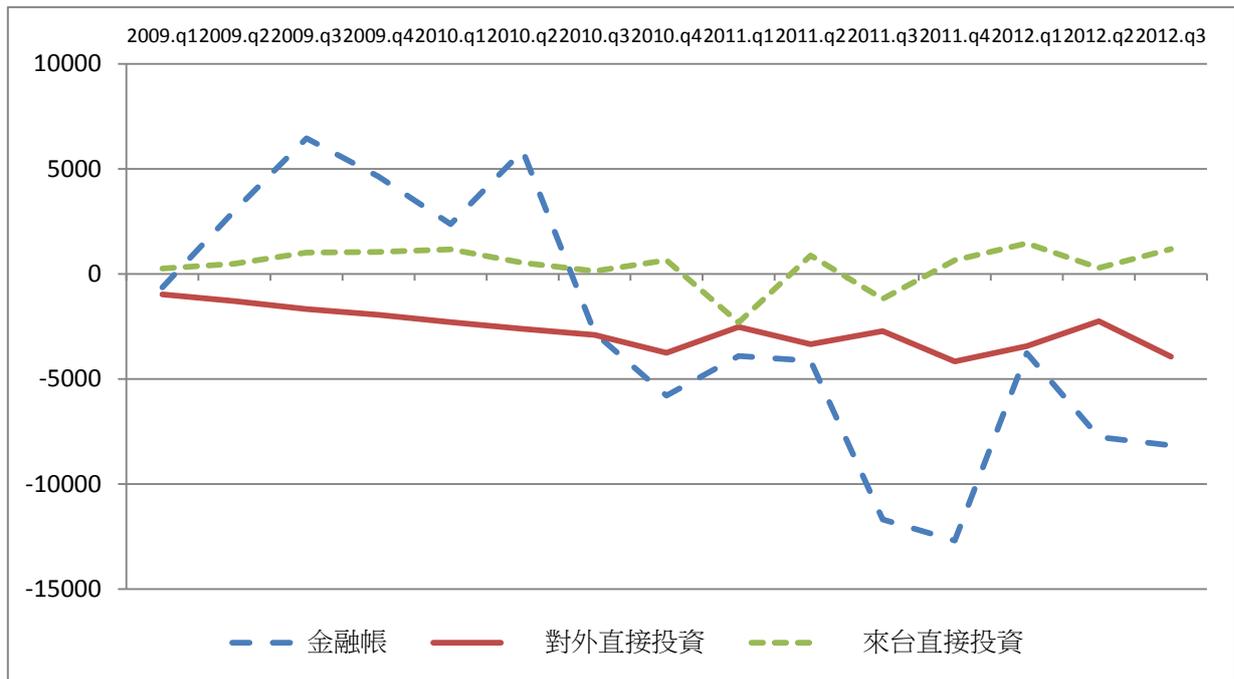
是不得低於中華郵政股份有限公司牌告 2 年期郵政定期儲金小額存款機動利率加 3 碼，現在門檻最低要求為 2.125%。過去規定只要買進後兩年內達成規定即可，最新規定將研議在投標資格審核時，收益率就要達 2.875% 的要求，不再給業者寬限緩衝期、購入素地在 10 年均不得轉售、取得素地須附有承租意向書，以確保未來有承租戶，收益可確認、若取得大樓商辦在 5 年內不得有轉售、不得買現行預售屋、公司董事會投資不動產，不得概括授權，上述諸項新規定將直接提高業者在投資閒置土地及商辦大樓的購置成本。

## 海外資金投資動向

資金過剩環境下，若以中央銀行統計的國際收支帳來觀察資金流向，整體金融帳在 2010 年第三季後開始轉趨惡化，資金即持續呈現匯出海外市場趨勢，在 2010 年第三季流出金額為 28 億美元，在 2011 年第四季金額達最高峰，單季數字為 126 億美元，2012 年前半年金融帳匯出金額稍微減緩，維持平均約單季 55 億美元，然而在 2012 年第三季在經濟成長率情勢惡化下，金融帳 2012 年第三季資金加速流失，單季匯出金額達 81 億美元。

若以對外投資金額統計數字(見圖 33)，2009 年平均單季每季金額為 15 億美元、2010 年平均單季為 29 億美元、2011 年年平均單季為 32 億美元，而 2012 年前三季的數字顯示，平均單季金額約 32 億美元，對外投資資金持續加速在匯出台灣資本市場，顯見整體產業投資環境的改善需加速進行，調整產業結構，否則資金流出現象將無以避免。

圖 33：金融帳、對外/對台投資



附註：資料來源：中央銀行；負數表資金流出；單位：百萬美元

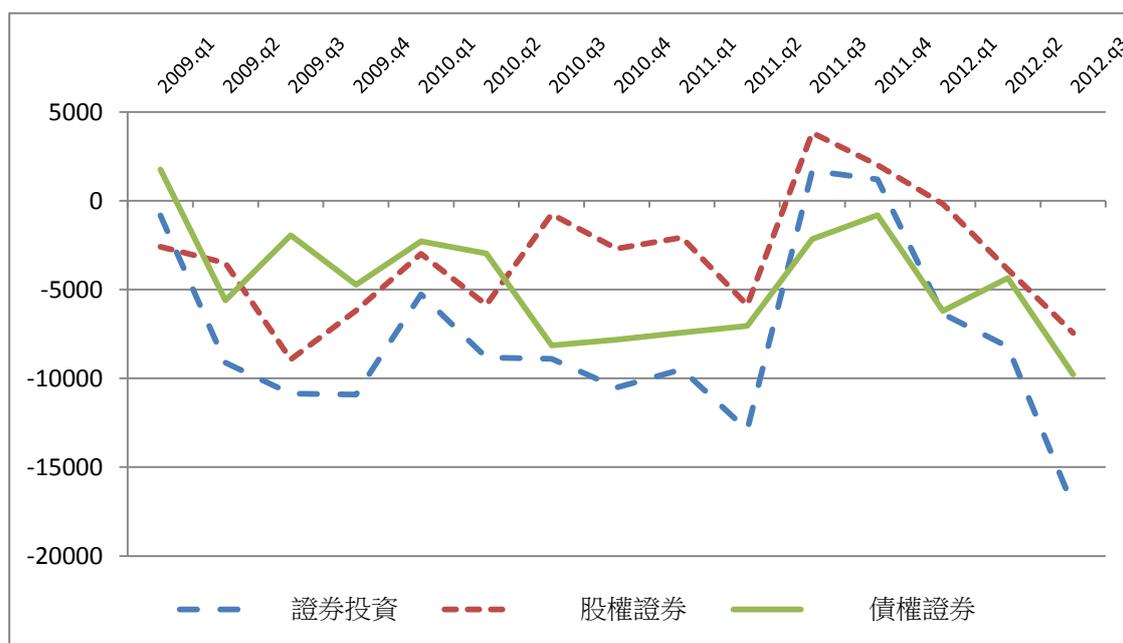
在證券投資方面(見圖 34)，2009 年之後資金在海外股權的投資金額為淨流出的態勢，2009 年平均單季金額為 53 億美元，2010 年稍微降低為平均單季 31 億美元，2011 年在第三、四季資金反呈現淨匯入趨勢，各為 38 億美元及 20 億美元，然而，在 2012 年，第二季後，資金匯出海外購買股票的金額又呈現大幅增長的趨勢，2012 年第二季為 39 億美元，第三季則加速成長至 74 億美元，較前一季成長高達 89.7%。在第三季後，隨著經濟成長率數字相繼公布，數字遠低於預期，加上課徵證所稅事件，衝擊股市投資人的信心，股市成交量大幅萎縮，國內股票市場股價呈狹幅盤低走勢，在獲益機率低之下，投資人紛將資金匯出購入海外市場。

在投資海外債券市場部分(見圖 34)，2009 年平均單季為 26 億美元，2010 年平均單季上升至 53 億美元，2011 年為 43 億美元，2012 年前三季則大幅上升至 68 億美元，在 2012 年第三季金額達 98 億美元，較前一季成長 128%，此資金外流速度有加速的趨勢。且比較海外股權及債權的匯出金額而論，2010

年下半年度之後，資金流入債市的金額成長趨勢已遠高於股市增加的數字金額。

國內市場在 2012 年度下半年，由於證所稅課徵的議題衝擊證券市場交易者的交易意願，證券買賣成交總金額大幅萎縮，加上國內出口值成長大幅的衰退，官方機構統計的經濟成長屢屢破底下修，景氣衰退跡象顯著，金融機構雖有高達數兆億元的閒置準備金，但偏向保守貸放，導致市場浮濫游資充斥的同時，卻面臨國內投資管道的有限性，以保守族群的定存利率收益率僅維持 1% 上下，負儲蓄的現象浮現，顯見閒置資金苦無去化管道的問題嚴重，資金流向海外市場的趨勢將在短期內難以避免。

圖 34：海外證券、股權、債權投資



附註：資料來源：中央銀行；負數表資金流出；單位：百萬美元

若參考保險事業發展中心的人身保險業資金業統計資料(如表 14)，前述業者整體資金運用上，海外投資部分在 2012 年 8 月的統計資料為五兆零二百億元，較 2011 年總數四兆三千二百億元成長 16%，若與 2010 年的三兆六千億元比較，成長 39%。保險業將資金投資運用於專案及公共投資的比重占其整體

資金運用的比重在 2006 年仍有 0.81%，隨後逐年下降，2010 年該項比重降至 0.24%，結至 2012 年 8 月份，進一步下降至 0.13%，壽險資金的運用中長期規劃考量，如何提高壽險業資金運用在專案及公共投資的比重，有效利用壽險業龐大可運用資金比例於公共專案建設，一方面可導引壽險業資金利用管道，再者有利解決公共建設資金融通的問題，此為值得審慎思考的議題。

表 14：人身保險業資金運用狀況

年/月	2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012/08	
	金額	占率 %												
銀行存款	315,772	4.61	410,953	5.49	529,959	6.64	688,378	7.43	728,477	6.95	705,586	6.15	747,602	5.92
有價證券	3,132,905	45.75	3,252,401	43.48	3,439,311	43.09	3,999,857	43.18	4,539,414	43.29	4,701,699	40.99	5,020,403	39.77
公債及庫券	1,658,531	24.22	1,720,351	23.00	1,944,621	24.36	2,032,023	21.94	2,263,275	21.58	2,445,461	21.32	2,472,527	19.59
股票	478,513	6.99	553,483	7.40	367,029	4.60	551,980	5.96	679,539	6.48	713,844	6.22	873,330	6.92
公司債	225,755	3.30	223,763	2.99	295,288	3.70	376,214	4.06	497,719	4.75	519,105	4.53	606,027	4.80
受益憑證	71,386	1.04	43,630	0.58	183,715	2.30	177,568	1.92	153,195	1.46	150,735	1.31	187,379	1.48
不動產投資 (不含自用)	261,736	3.82	294,946	3.94	321,072	4.02	386,923	4.18	408,002	3.89	543,463	4.74	585,849	4.64
壽險貸款	481,385	7.03	542,370	7.25	616,912	7.73	612,523	6.61	625,385	5.96	569,041	4.96	588,517	4.66
放款	524,702	7.66	617,042	8.25	631,347	7.91	569,810	6.15	544,542	5.19	569,507	4.97	599,714	4.75
國外投資	2,075,678	30.31	2,336,141	31.23	2,419,200	30.31	2,980,183	32.17	3,615,039	34.47	4,327,024	37.73	5,021,657	39.78
專案運用及 公共投資	55,603	0.81	27,217	0.36	23,931	0.30	24,884	0.27	25,439	0.24	17,030	0.15	16,441	0.13

資料來源：財團法人保險事業發展中心；單位：百萬元

#### 第四節 從幣別、產業別探討資金過剩下之投資管道與風險控管

此節接續上節，再從幣別與產業別探討投資管道與風險控管。投資管道猶如資產配置且與風險偏好有關，意即是願意承受較高風險、或是採較保守穩健的方式操作。換言之，就是投資者因應個別的情況和投資目標，將資金分別投資在不同種類的資產上，如股票、債券、房地產及現金等，經由長期持有與持續投資來降低風險，以達到預設的報酬率的一種投資組合策略。而當投資者選擇將資金配置於海外標的時，即涉及到該將資產配置於何地及以何種幣別持有的問題。

##### 幣別：

##### 一、以流動性來看

一般而言，投資者較易傾向持有國際儲備貨幣，如美元、歐元、日圓與英鎊等。因為持有前述貨幣者可很容易於國際市場上將其賣出轉換成其他貨幣。就以國際清算銀行(Bank for International Settlements, 以下簡稱 BIS)每三年所作的外匯交易市場活動之調查所得來看<sup>21</sup>，如表 15 所示，美元、歐元、日圓與英鎊於 2010 年 4 月的每日平均外匯市場交易量中分別占有 84.9%、39.1%、19%、及 12.9%，其他幣別於交易量中皆占不到 1 成。

然美元的交易量已從 2001 年的近 9 成緩步下滑 5% 致近 8 成 5。日元於同期亦下滑 4.5%，英鎊微跌 0.1%，而歐元則增加 1.2%；值得注意的是澳幣交易量於 9 年間由占 4.3% 大增 3.3% 至 7.6%。新興市場中，由 2001 至 2010 年，人民幣交易量的佔有率大增 0.9% 為最，接著是土耳其里拉、韓圜及印度盧比的 0.7%，俄國盧布的 0.6%，與墨西哥披索的 0.5%。

---

<sup>21</sup> 引用自 Bank for International Settlements, (2010), "Triennial Central Bank Survey— Report on global foreign exchange market activity in 2010," December.

值得注意的是，瑞士法郎的交易量占全球外匯交易市場的比重有較大下滑的趨勢。而泰株、捷克幣、菲律賓披索、智利披索、印尼盧比等過去十年來較受期待的新興市場國家之貨幣，其交易量占比並無明顯增加趨勢。因此投資前述國家之本地貨幣計價的金融商品時，投資人所面對的商品流動性風險較大，需有所防範。

表 15：全球外匯市場交易量的幣別分配

全球外匯市場交易量的幣別分配					
四月平均每日交易量各幣別所佔之百分比					
幣別	1998	2001	2004	2007	2010
美元	86.8	89.9	88.0	85.6	84.9
歐元	--	37.9	37.4	37.0	39.1
日幣	21.7	23.5	20.8	17.2	19.0
英鎊	11.0	13.0	16.5	14.9	12.9
澳幣	3.0	4.3	6.0	6.6	7.6
瑞士法郎	7.1	6.0	6.0	6.8	6.4
加拿大幣	3.5	4.5	4.2	4.3	5.3
港幣	1.0	2.2	1.8	2.7	2.4
瑞典克郎	0.3	2.5	2.2	2.7	2.2
紐西蘭幣	0.2	0.6	1.1	1.9	1.6
韓圓	0.2	0.8	1.1	1.2	1.5
新加坡幣	1.1	1.1	0.9	1.2	1.4
挪威克郎	0.2	1.5	1.4	2.1	1.3
墨西哥披索	0.5	0.8	1.1	1.3	1.3
印度盧比	0.1	0.2	0.3	0.7	0.9
俄羅斯盧布	0.3	0.3	0.6	0.7	0.9
中國人民幣	0.0	0.0	0.1	0.5	0.9
波蘭茲羅提	0.1	0.5	0.4	0.8	0.8
土耳其里拉	--	0.0	0.1	0.2	0.7
南非幣	0.4	0.9	0.7	0.9	0.7
巴西幣	0.2	0.5	0.3	0.4	0.7
丹麥克郎	0.3	1.2	0.9	0.8	0.6
新台幣	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5
匈牙利福林	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4
馬來西亞令吉	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3

全球外匯市場交易量的幣別分配  
 四月平均每日交易量各幣別所佔之百分比

幣別	1998	2001	2004	2007	2010
泰株	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
捷克幣	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
菲律賓披索	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
智利披索	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2
印尼盧比	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2
以色列新克爾	--	0.1	0.1	0.2	0.2
哥倫比亞披索	--	0.0	0.0	0.1	0.1
羅馬尼亞列伊	--	--	0.0	0.0	0.1
沙烏地阿拉伯亞爾	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
阿根廷披索	0.1	--	0.0	0.0	0.0
秘魯新索爾	--	0.0	0.0	0.0	0.0
立陶宛立特	--	--	0.0	0.0	0.0
其他貨幣	8.7	6.6	6.5	7.6	4.6
所有貨幣	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0

附註：因每筆外匯交易都牽涉到兩種幣別，故在計算交易量各幣別所佔之百分比時，其加總數為 200% 而不是 100%。

資料來源：BIS, Triennial Central Bank Survey 2010

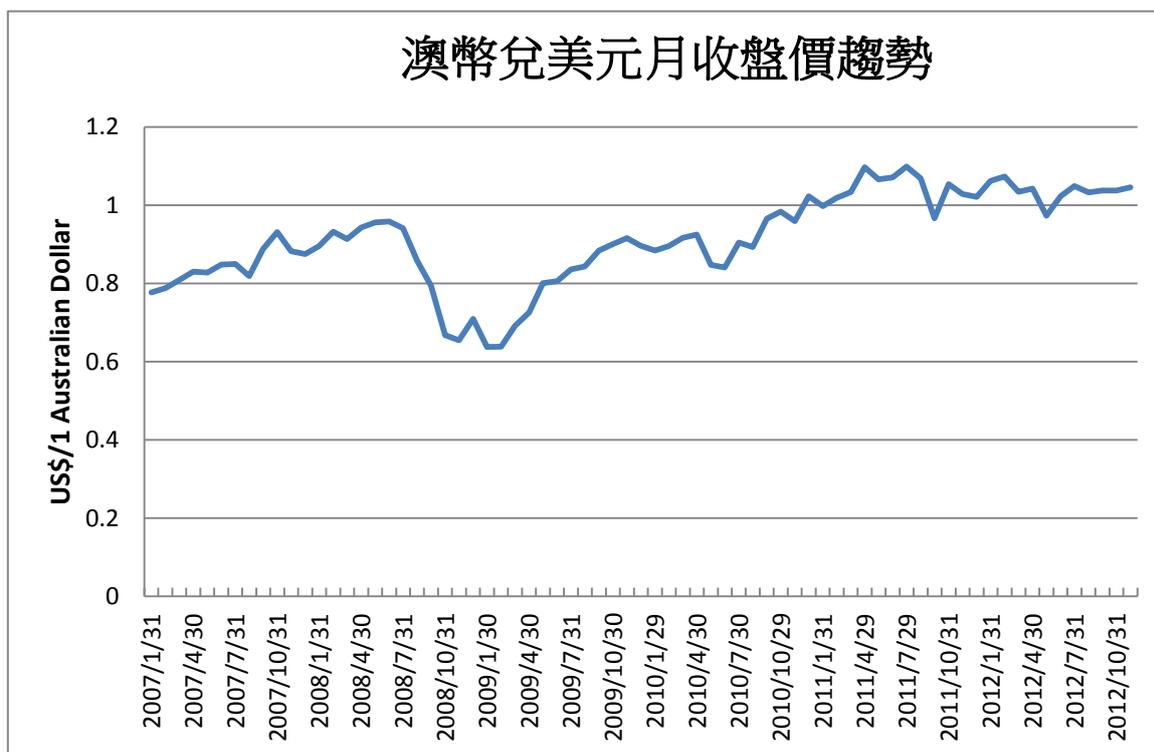
## 二、以具成長潛力的國家來看

「金磚四國之父」歐尼爾 2011 年曾經提出「八大成長市場」，其中除了巴西、俄羅斯、印度、中國之外，還包括印尼、墨西哥、韓國、土耳其等。他強調，以目前的經濟轉變結構，這些市場「或許不能讓你今天買、明天就賺錢，但長期下來必然不會吃虧。」歐尼爾提出當下適當的投資方向，「中國的經濟正在減速，但減速的過程當中，民間消費力會快速崛起。」在他眼裡，中國消費相關產業，就是在經濟大調整格局之中的最佳布局方向之一。

國際性央行刊物 Central Banking Publications 公佈各國央行外匯存底配置年度調查結果，共有 39 國受訪，其中有 8 成央行因歐債問題減持歐元資產。另外，根據調查顯示，其他如澳幣、加拿大幣等非傳統的儲備貨幣現在也越來越受到各國央行歡迎，在分散配置的考量下，過去 2 年這些貨幣的持有水位

增高不少。以澳幣為例，因過去數年國際資金紛紛進入澳洲，致使澳幣近幾年兌美元呈升值走勢，如圖 35 所示，由 2007 年 1 月的 0.78 上升至 2012 年 10 月的 1.04。

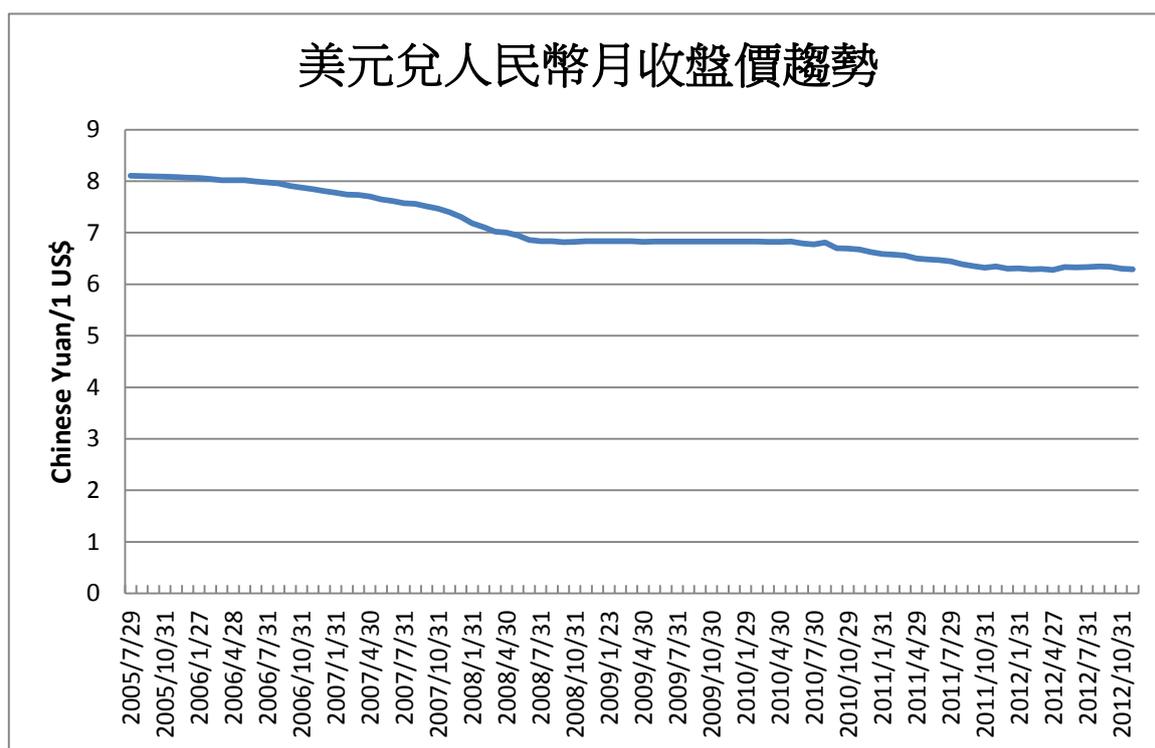
圖 35：澳幣兌美元月收盤價趨勢



資料來源：Wind 資訊，本研究整理

鑒於對中國在過去數十年裡快速增長和未來巨大增長潛力所帶來的信心，同時中國與它國簽訂貨幣的互換協定不斷增加，不僅反映出中國有意願逐漸邁出人民幣國際化的步伐，也表明了各國央行有意持有人民幣資產。日本於 2012 年 3 月 13 日宣布在中國當局批准後其將購買 650 億元中國政府債券。而韓國也已經宣佈將人民幣債券納入其 3,100 億的外匯準備中。除了離岸市場上人民幣產品大受歡迎外，各國央行也通過購買債券和貨幣互換等表現了對持有人民幣的興趣。更多國家將跟隨日本央行腳步持有人民幣。從圖 36 中可觀察到美元兌人民幣自中國人民銀行於 2005 年 7 月進行匯改以來，即呈緩步貶值走勢，由 1 美元兌 8.1 人民幣左右降至約 6.3。

圖 36：美元兌人民幣月收盤價趨勢



資料來源：Wind 資訊，本研究整理

### 三、未來展望與可能的風險

2012 年 6 月以來澳幣與紐西蘭幣的走勢持續強於歐元、日圓、英鎊和瑞士法郎。由於澳、紐兩國為典型的資源出口型國家，澳幣與紐幣被視為“商品貨幣”，即匯率走勢緊跟國際大宗商品價格，表現在兩者匯率與 CRB (Commodity Research Bureau Futures Price Index) 指數的高度相關性上。同時，澳洲與紐西蘭的基準利率較高，因此也為利差交易(Carry-trade)提供了可能性，即從低息國家借入貨幣，兌換成商品國家貨幣後獲得高息。此時只要匯率不發生大幅波動，即可獲得無風險利差。<sup>22</sup>

然而，當歐元區邊緣國家國債收益率到達局部高點，歐元區危機惡化時，兩者相關係數急劇下降甚至達到負值區間，走勢出現背離：即歐元走弱但商品

<sup>22</sup> 參考自馬韜、王沛，「熔岩邊的盛宴，歐元危機背景下的商品貨幣」，全球匯率研究，莫尼塔全球宏觀研究雲平台，2012 年 8 月 3 日。

貨幣走強。由於商品貨幣國家評級展望都保持穩定，因此歐元貶值背景下的商品貨幣走強實際上代表了國際資本的避險流動，這種流動提供了歐元危機背景下的一種潛在交易策略：做空歐元，做多商品貨幣；但隨著歐債危機的逐步降溫，歐元的貶勢及商品貨幣(如澳幣)的升勢已趨於緩和。

對於澳洲潛在的顧慮在於其主要出口對象中國等新興市場國家經濟的下行風險。中國鐵礦石進口價格與國際煤炭價格的疲軟為澳幣蒙上了一絲陰影。然馬韜與王沛(2012)比較澳幣走勢跟隨的 CRB 大宗商品指數組成與澳洲以鐵礦石與煤炭為主的出口商品組成，兩者同質性有限。因此鐵礦石與煤炭價格的疲軟對澳幣與紐幣這類商品貨幣的衝擊有限。

自 1982 年美國自出口國轉為進口國以來，其貿易赤字就一直呈上升趨勢。從 1982 年的 5 億美元上升至 2006 年頂峰時的 753 億美元，過去 30 年的複合增長率達到了 22%。雖然隨後金融危機的爆發，導致其國內消費能力下滑，貿易赤字也相應收窄至 2009 年的 379 億美元。其貿易占 GDP 的比重也從 6% 下降至 3%。但由於近兩年原油價格持續上漲，能源進口占美國貿易赤字的比重逐年提升，最近幾年已經接近 90%。因此美國中長期貿易赤字問題的解決，根本上還有賴於能源獨立。<sup>23</sup>

頁岩氣革命使得美國天然氣價格持續下降，而此時原油價格依然繼續上漲，同等熱量單位原油的價格(18 美元/百萬英制熱量)是天然氣價格(2 美元/百萬英制熱量)的 9 倍。這將促使美國選擇更廉價的天然氣替代原油。2011 年的原油需求量僅為 8.3 億噸，相比 2005 年的 9.4 億噸下滑了 1.1 億噸，下滑幅度達到了 11.7%，年均下滑接近 2%。並且從 2012 年已公佈資料看，預計全年消費量僅為 8.1 億噸，繼續下滑 2.4% 左右。在美國能源消費結構中，原油消費占比已從 40% 減到 36%，而天然氣從 23% 增至 27%。美國能源結構中 4% 的

---

<sup>23</sup> 參照趙辰、王晶，「頁岩氣有望帶來美國能源獨立，利好中長期美元指數」，石油化工行業，東方證券，2012 年 11 月 12 日。

原油被天然氣取代，總計取代量達 3,930 萬億英制熱量單位，預計這一局勢還將繼續。

根據美國能源部(Energy Department)的預測，受到原油價格上漲和探勘技術創新的帶動，美國 2012 年原油和其他液態碳氫化合物(包括生質燃料)產量將增加 7%，每日約 1,090 萬桶，將是連續第 4 年增加，且幅度是 1951 年以來最大。展望 2013 年，美國每日油產量估計續增至 1,140 萬桶，將創有史以來最高紀錄，且逼近沙烏地阿拉伯的 1,160 萬桶。其中最重要的改變因素，從 2005 年以來，美國頁岩氣產量年增長 47%，6 年內從占全國消費總量不足 1% 增長到 25%。美國一直以來是能源進口大國，但進口量近年來快速下滑。根據國際能源總署(International Energy Agency, IEA)最新的年度報告(2012 年 11 月 12 日發布)，預計到 2020 年左右美國將成為全球最大的石油生產國，美國石油進口將大幅下降，直至 2030 年前後使北美地區成為石油淨出口地區。<sup>24</sup>這主要是歸功於美國頁岩氣大發現，此種新能源不是來自環保的綠色能源，而是地底下的化石能原：油頁岩天然氣。這樣的能源大發現、能源新革命被 IEA 稱為 Energy Renaissance，對於全球的能源供需與產業生態，正在產生革命性的影響。

而頁岩氣的開發，預計將在以下三方面推動美國實現能源獨立：

1. 抑制美國原油進口：頁岩氣對原油需求的替代，使過去 5 年需求量同比下滑 11.7%，而頁岩油的開發使其產量同比增長了 13%。這最終使得進口量從 6.56 億噸減少到 4.45 億噸，同比減少 32%。
2. 促進了美國煤炭出口：頁岩氣對煤炭需求的替代，使過去 2 年需求量同比下滑 20%，美國大量產能轉向出口，過去 5 年複合增速達到了 24%，2011 年出口量近億噸。隨著未來西部億噸煤港的建成，其西部廉價煤

---

<sup>24</sup> 參見 International Energy Agency, “World Energy Outlook 2012,” November 12, 2012.

炭將會有條件出口到東亞地區，其出口潛力有望會進一步提升。

3. 使得美國液化天然氣(Liquefied Natural Gas, LNG)從進口國變為出口國：  
頁岩氣的開發，使得美國 LNG 進口量每年減少 300 億立方，至 2016 年將有望成為天然氣淨出口國。

如果依照過去幾年消費量和產量的變化率外延推算，則美國將有望在 10 年後實現能源獨立，並在其後開始能源出口。而在 2028 年，將有望依靠能源領域的出口收入，實現貿易赤字平衡。美元指數中長期來看與貿易赤字呈負相關。因此赤字的不斷削減將在中長期為美元走強提供支持。而由於目前大宗商品都是以美元定價，美元的走強也將在中長期打壓大宗能源品的價格。基於以上分析，考慮到原油、煤炭等能源品未來幾年還可能面臨被頁岩氣替代，需求端被抑制，因此應可預期未來以原油、煤炭為代表的能源品價格將可能會面臨中長期下行的壓力。

### 產業別：

金融發展與產業的關係在學術界，也是一個長期受到關注研究的題目。長期以來，一般相信自由的金融市場使經濟得以對機會的變化迅速回應，因而獲致快速的經濟成長。即使最近的研究，指出開發中國家或新興經濟體，金融市場的開放不可一蹴而幾，必須漸進且按部就班進行，但基本上亦未改變，金融市場效率應是國家繁榮關鍵所在的結論。

然而金融海嘯後卻引發另一波的反思：金融發展對於產業發展至關重要，但這並不表示各種金融發展都是好的。許多國家紛紛採取自由化的金融部門作為經濟成長策略的新引擎，甚至許多製造業都從事金融業務，甚至轉型成為金融公司（知名者包括美國的奇異、通用、福特等）。相對於製造業，金融業比重愈來愈高。金融資產的流動性，以及其持有者過快對於社會變化作出反應，使得現實世界的企業難以保障他們長期發展所需的資金。換言之，從事產業者

所需的長期資金被縮減，甚至其本身即開始逐漸放棄製造的投入與研發，將精力轉入短期利益的追逐，其結果是世界金融深化進展驚人，長期投資研發減少卻導致生產力成長疲弱，全球經濟成長速度放緩 (Chang 2012)。

在檢討以產業別區分的投資管道及其風險控管之前，或許應先強調金融面效率的發揮，必須對於實體面發展有正向助益。儘管服務業蓬勃發展並已超過製造業占國內生產總值的比重，但前者依然是後者的衍生性需求，若後者沒有強勁的增長，不可能引發對於前者的需要，進而產生經濟增長的動力。金融業必須積極的協助產業發展，也才能對自身的增長產生正面助益，而非僅將資源投入於金錢的追逐。

諾貝爾獎得主 James Tobin 於 1974 年曾言 “Throwing some sand in the wheels of our excessively efficient international money markets”。當然這並不是說受到金融海嘯的教訓，就應該使金融體系與實體經濟進展完全同步，但正是因為金融資本的性質、流動速度與追逐標的未必與產業相同，政府的對於金融體系的政策安排，理應在於提供企業發展必要的流動性，使其能夠利用其實體資本、人力技能與組織所做的長期投資。有時我們也必須問，台灣金融體系「輪子裡的沙」，是不是太多了些？它是否能夠因應以下的產業發展趨勢，並給予及時且適量的挹注支援？

目前國內外產業發展的趨勢，一般而言美國的服務業競爭力仍然不弱，但製造業本業衰退甚至亦追逐金融獲利的結果，就顯現在其對外貿易的失衡上。因為製造業仍是進出口的主力，服務業貿易雖然興起，但跨國交易仍有許多限制。這也是部份歐洲先進國家的產業仍具優勢，尤其是生產性製造業無可取代，故國際收支與債務狀況依然穩定的主因。東亞國家除少數先進經濟體外，仍以勞力密集或代工為主。但由我國近來出口衰退與失業上升現象，可能必須注意是否已出現產業空洞化問題 (Tang and Yeh 2012)。

目前美國的政策重點是新能源和環保產業，惟部分失敗經驗以及新近發現的豐富油頁岩礦藏，是否可能改變其走向，仍有待觀察。歐盟發展綠色技術與太陽能已有多多年，儘管因經濟衰退相關補助以減少，但仍有技術優勢，並強調加快發展電動車、混合燃料車等產業。日本重視促進 IT 技術在醫療等領域的應用，強調要大力發展環保型汽車、電動汽車、低碳排放、太陽能發電等產業。

中國則在「十二五」與「十八大」的指導下，除強調服務業產業升級並對銀行業加強規範外，並有七項戰略性新興產業（節能環保、下一代信息網路科技、生物醫療、高端製造、新能源、新材料、新能源汽車）。在「十二五」計畫中的綠色發展章節，設定了綠色發展在中國大陸未來社經規劃上之優先性，並提供部門或地方之政策目標。綠色發展主要有六項策略主軸：氣候變遷、資源節約與管理、循環型經濟、環境保護、生態系統保育、水資源保存及天然災害預防。這些主軸包含有多項對應目標，例如在 2015 年前碳密集度要減少 17%、氮氣排放須減 10%。此外，亦延續部份「十一五」計畫目標，如二氧化硫濃度等。

至於我國的產業政策，則包括六大新興產業（精緻農業、文化創意、觀光旅遊、醫療照護、綠色能源、生物科技）、四大新興智慧型產業（雲端運算、智慧電動車、智慧綠建築、發明專利產業化），以及十項具發展潛力服務業（國際醫療、國際物流、文化創意—音樂及數位內容、會展產業、台灣美食國際化、都市更新、WiMax、電子商務 Hub、教育產業、金融服務業）。此外，引導資金投入公共建設也是近來所強調的方向。然而內容如此之多，或應再行聚焦以節省資源。

在資金過剩且國外各項產業發展的情況下，走出去是不可避免的路，但也要強調的是我國並非沒有投資標的與商機，仍有許多可供扶持保護，進而在未來展現的潛力產業。如何引導金融業資金投入並取得雙贏，有許多工作有待進行評估，茲分述如下：

## 一、既有製造業的振興

儘管我們處於一個資金過剩的時代，但這並不表示錢就一定得向外流出。「台灣優先」並非口號，而是具經濟學理基礎的。<sup>25</sup>我們理應先檢討並捨棄不必要的障礙與管制，檢視資金是否仍有留在（或流入）國內並妥為運用的機會，然後才是我國對於國外產業的投資。再者服務業多屬內需性質，國內堅實的製造業仍是出口並維繫國際收支與匯率穩定的主軸，德國瑞士荷蘭等國的經驗已證明了這一點（Chang 2012）。

然而國內傳統製造業實力的衰退，除了過度追逐所謂高科技之外，忽略傳統製造產業技術（如精密機械、自動控制）發展外，無限上綱的環境評估標準也具備相當殺傷力。高達2,000億元的六輕第五期投資案仍因為環評陷入僵局；已投入上百億的中科二林園區開發案被台北高等行政法院裁定違法，導致原本計畫投資的許多大廠無所適從；2005 的國光石化開發案投資總額高達 6,325 億，後來因環評問題不得不轉往馬來西亞。未來可能自大陸返台的台商投資，恐也難逃類似待遇（郭正亮 2012）。相較於人均所得高於台灣且同樣地狹人稠的韓國與新加坡，石化業等傳統產業產值卻一再突破新高，這已是金融業商機與就業機會喪失的雙輸局面。

在政府重視並發展「綠能」的同時（詳下文敘述），實應檢討我國的產業政策，尋求朝野共識放棄過度嚴格的環保要求，為金融與產業的相輔相成創造條件。

## 二、閒置資金導入國內專案與公共建設問題

---

<sup>25</sup> 經濟思想史學者 Grampp (2000) 曾經為亞當斯密「看不見的手」做考證，並刊登在該學門最好的期刊。他指出亞當斯密的本意，「看不見的手」並不是能解決某個問題，就可以推及於所有問題的萬靈丹，也不是現在人們賦予它的各種意涵中的任何一種。它單純是指商人因為有足夠的誘因而將資金留在國內，導致國內資本財的增加與國防力量的加強；此二者皆非商人的本意，但對社會大眾都有利。

與前述原理相同，政府提供國內業者相當的優惠報酬，將國內資金導入產業與各項公共建設，應是當務之急。如果說近來金管會對於保險業者投資報酬率調高為 2.875%，限制壽險業購買商辦大樓抑制房價，那麼政府能否提供與 2.875% 相近甚至更高的報酬率與優惠，並協商取消跨部會各主管機關的法規歧見（詳見「保險業投資管道與風險控管」一節），使保險業者樂於進行專案或公共投資呢？由圖 37 與圖 38 的情況，我們並不難想見，國內保險業者在國外資產配置的狀況，應是非常高的。如此一來國內公共建設以及如精緻農業、文化創意、醫療照護、生物科技等專案發展的新興產業，在國外資金進不來（UNCTAD 已顯示 2011 年我國吸引外資排名倒數第二），國內資金不斷流出的情況下，如何能有機會？

以生物科技為例，事實上美國不乏學養經歷完備但欠缺資金的華人科學家與業者，若能以台灣的低承銷募資成本結合中國大陸市場，再加上政府的扶持措施，亦可達到先保護幼稚產業培養其競爭力的目的。其他如公共建設的證券化，以私募基金掌握兩岸各項發展趨勢，都是可行的做法。

圖 37：產險資金運用於公共投資比重



資料來源：保發中心 (2012)

圖 38：壽險資金運用於公共投資比重



資料來源：保發中心 (2012)

### 三、「綠能產業」的機會與迷思

由上面的敘述，不難發現因油價居高不下，所謂的「綠色能源」的發展被賦予很大的期待，各國亦競相投入研發（如圖 39）。然而何者能夠被劃歸綠能，卻值得商榷。一般來說它可分為狹義和廣義二種：狹義者指可再生能源，例如太陽能、風力、水力、潮汐、地熱、生質能源燃料等。消耗後可以再生循環，產生的污染量少、環境永續性高。廣義者指能源生產與消費過程中，使用對生態環境造成低污染或無污染的能源，則天然氣、清潔煤（將煤利用化學反應轉變成煤氣或煤油）、核能等也可被列入，因為它們是可以減緩溫室效應的低碳燃料（李冠群 2011）。

圖 39：各國的綠能政策



資料來源：葉惠青 (2009)

然不可諱言，多國之所以對於綠能感到興趣，主要是在於經濟增長，特別是創造就業的考量。果如下列表 16 及表 17 所預估的增長潛力，尤其是太陽能遠高於傳統火力發電的工作機會創造，自然是非常具有吸引力的。

表 16：全球再生能源產值成長預估 (單位億美元)

年與項目	2008	2018	2008-2018 平均成長率(%)
生質燃料	348	1,054	11.7
風力	514	1,391	10.5
太陽能	296	806	10.5
總計	1,159	3,251	10.9

資料來源：行政院經建會 (2009)

表 17：綠能與創造工作機會：歐洲的經驗

項目	新增工作機會（數目/每增加兆瓦發電量）
太陽能	6.96-11.01
風力	0.70-2.78
生質能源	0.78-2.84
火力	1.01
天然氣	0.95

資料來源：潘子欽 (2012)

台灣對於綠能的定義，似乎是採取列舉的方式。如表 18 所示，我國於綠色經濟之發展上，除了以「綠色能源產業旭升方案」發展太陽光電、風力發電、生質燃料、LED 照明光電、氫能與燃料電池、能源資通訊等六項綠能產業外，亦正推動「國家節能減碳總計畫」。後者涵蓋範圍較前者廣，且有相輔相成之效。然而經濟部能源局也坦承（葉惠青 2009），我國在發展太陽能、LED、以及所謂能源風火輪產業（包括氫能燃料電池、能源資通、生質燃料、風力、電動車等）方面，存在嚴重的技術與市場瓶頸，這包括無自主技術、專利受制外人、內需市場小無法驗證系統與大型裝置、與中國大陸技術差距不大、全球訂單與行銷通路受限、欠缺自主原料來源與工廠、以及產品運轉發展環境仍待規劃等等。

表 18：我國各部門及相關方案計畫與綠色經濟相關之項目

部門	綠色經濟相關項目	綠能旭升方案	國家節能減碳總計畫
能源供應	淨煤技術		●
	汽電共生		
	再生能源	●	●
運輸	更具燃料效率之運具		●
	油電混合、電動、或氫能車輛	●	
	汽車共乘		
	大眾運輸系統		●
	非車輛運輸(如單車、步行)、改變土地利用		●

部門	綠色經濟相關項目	綠能旭升方案	國家節能減碳總計畫
	政策(減少距離及對車量之依賴)		
製造業	污染防治		
	能源及原料效率提升		●
	清潔生產技術		
	搖籃至搖籃(循環型系統)		
建築	照明與具能源效率之設備	●	●
	太陽熱能		
	建築翻新		●
	綠建築		●
	零碳建築		●
物質管理	回收		
	延長生產責任		
	去物質化		
	延長產品耐用性		
零售	產品效率提升/生態標章		●
	使倉儲鄰近住宅區		
	運輸距離最小化		
	新服務經濟模式(提供服務，而非產品)		
農業	土壤保育		●
	用水效率		
	有機種植		
	降低農地與市場距離		
林業	造林		●
	農林間作		
	永續林業管理及認證體系		
	中止林地濫伐		

資料來源：潘子欽 (2012)

近來較為樂觀的訊息是，大陸 LED 大廠三安收購台灣 LED 大廠燦園股權，可說是「日台技術、大陸市場」結合，使兩岸產業競爭力提升的機會（經濟日報 2012）。然而「當所有人都談論相同問題時危機就會出現」，我們仍需要更多類似的案例，否則欲使此一幼稚產業具備競爭力前，仍需政府保護並引導投入大量資金（2009-2014 年預計 200 億元），對金融業而言國內市場風險不小。

而國外的投資風險也未必較輕，例如美國新近發現的油頁岩礦藏豐富，未來若能自足甚至出口，在原油雖貴但成本仍然較低的情況下，可能影響全球綠能產業的發展，各國競相投入反可能使該產業呈現「泡沫化」。

#### 四、對海外 (大陸) 產業投資的障礙

如果國內資金可留在國內投資，自應優先引導並協助。近來熱門如人民幣市場的擴大固然是機會，但畢竟這是協助他國發展產業與貨幣國際化。

如果資金前進大陸，那麼兩岸信貸信保的合作，可能是大陸中小企業融資的契機。過去台資銀行前進大陸的怪象之一，在於為符合營業獲利俾取得承做人民幣業務條件，多將美元資金轉存同業賺取利息 (陳怡慈 2012)。近來此一條件不再，未來勢必力拼授信業務，但大陸資金過剩情況不亞於台灣，而這時所面臨者，在於台商業務的爭取，以及對於大陸產業的了解。然而台商資格認定向來是個問題，大陸中小企業同樣不易取得資金，且大陸銀行同樣對於台商的資訊不瞭解而猶疑。資訊的不對稱，造成兩岸中小企業在大陸發展的困難。兩岸信保的合作，能協助台資銀行獲取台商融資商機，並解決資訊不對稱問題，使大陸本土中小企業與台商均能獲益。

總而言之，在產業別的投資管道與風險控管，或可朝以下方向思考：

首先應強調國內投資優先的重要性，尤其傳統製造業優勢的確保，是穩定就業與國際收支的主要力量。

其次，若要引導國內資金投入公共建設或專案，政府須提供金融業者一定的誘因與投資報酬，且聚焦於重點扶持項目。

第三，目前各國競相投入的綠能產業，在美國等國相繼發現新的傳統能源儲備後，未來前景反而是具泡沫化風險的。

第四，中小企業在大陸的發展，應是台資銀行利基所在，而兩岸信貸信保合作應是這項利基的關鍵。

## 第五章 我國金融服務業投資規範之現況與建議

本章承襲前章架構，分別探討銀行、證券、保險等金融業的風險控管模式，並以問卷取得業者對於未來可供改進方向的意見，以金控與銀行業為例舉其要者：

- (1) 在資金過剩環境下，將增加投資債券、外匯以及加強風險控管；
- (2) 商品風險性是業者投資衍生性商品最需要考量的因素；
- (3) 信用風險與市場風險對於金融機構過去一年盈餘影響最大；
- (4) 各類風險控管制度之適足性，以及未來財務預測計畫，為有效執行內部資本適足性評估程序的大關鍵因素；
- (5) 風險資本整合規劃為未來因應 Basel III 亟需規劃的最重要工作項目；
- (6) 以風險調整後利率訂價進行合理價格競爭，以及政策修法帶動整併，為低利差環境下突破困境的良方。

證券業方面，投資風險控管機制與相關法規架構已具備相當之完備性。就風險控管架構而言，係針對市場、信用、流動性、作業、法律與其他等五大類風險進行規範控管。就實務執行面而言，證券商皆依循證券商風險管理實務守則架構各自之風險管理機制，然而相對於具有獲利能力之業務單位，風險管理單位或其主管可能較不具有相當之地位或話語權，這與每一家券商內部之企業文化與風險治理態度有關，在風險控管實際執行上可能會形成阻礙。就法規檢討部分，資金進出須報經央行同意以及店頭市場議價交易對手限制為建議衡量並修正之處。

### 第一節 保險業之投資風險控管機制與相關法規管制程序之檢討

金融產業內部所訂定的各項風險管理政策，均係依據主管機關所頒布的『風險管理實務守則』。目前我國各金控內部風險控管規章均堪稱完備，本計畫進行期間，亦曾邀訪金控法令遵循與風險控管部門從業人員就此表示意見，大多表示風險控管部份均依照金管會相關法令行事，就法規內容本身而言，並不表示修正改進意見。

然而投資配置與風險控管，實為一體之二面。在此一守則之下，金融業投資管道的變化，仍可看出在法令規章之外，其對於風險控管態度上的轉變。不可諱言的是，這種變化除了企業自身的反省檢討外，主管機關的政策指導與偏好，也扮演相當的角色。儘管後者的偏好可能與經濟穩定需求有關，但它能否與業者的偏好與風險評估一致，或許是關鍵所在。

以不具名的某金控為例，旗下除管理本部與資訊部門外，並有保險事業、金融市場、企業金融、消費金融、財富管理、投資管理等事業群。在主管機關所頒布的『風險管理實務守則』之下，擬訂其『金控風險管理政策』並以之作為指導原則。除揭櫫風險管理政策目的目標，風險管理文化，風險胃納，風險管理作業管理、獨立風險管理、獨立稽核單位各道防線，風險管理組織架構之外，並分別定義並訂定各項風險管理政策機制以為規範：

- 一、信用風險管理：借款人、債務人或交易對手因財務狀況惡化或其他因素，導致不履行其契約義務而產生損失的風險；
- 二、市場風險管理：市場風險因子（例如利率、匯率、損益權證及商品價格變動等），造成對資產負債表內及表外部位價值產生可能之損失；
- 三、作業風險管理：起因於內部作業程序、人員及系統之不足、不當或失誤，或因外部事件造成損失的風險。這部份依據作業風險管理政策，另制訂事件控管資訊呈報要點，防火牆管理政策，利害關係人交易管理準則，利害關係人授信以外交易授權內部控管作業規範，個人資料管理政策，經營危機應變處理準則等等。
- 四、流動性風險管理：分為資金流動性與市場流動性二種。前者指無法適時將資產變現或取得足夠資金以因應資產增加或履行到期義務，現金流入不足以支應現金支出，須延緩支付交易對手現金、保證金與擔保品等義務，或緊急籌措資金以填補資金缺口所致；後者則為市場深度不足、透明度不佳或市場失序時，不易以現行市場價格處分部位，或因價差太大須以重大折讓價格沖銷部位，甚至難以處分所產生。
- 五、資產負債風險管理：辨識整體資產負債風險管理所面臨的各項風險（例如上述利率、匯率、資金流動性等等），俾進行資金來源與應用管理。
- 六、保險風險管理：經營保險本業並收取保險費用後，承擔被保險人移轉之風

險，依約給付賠款、相關款項及費用，因非預期變化所造成的風險。這包括了保險商品的設計、定價、核保、理賠等風險，巨災風險，準備金風險與再保險風險等等。

七、投資活動風險：以金控來說，這涵蓋了上述信用風險、市場管理風險、對各事業群的監督管理與投資作業規範。

八、其他：包括資本適足性，風險限額（依風險特性或營運目標訂定），大額曝險（避免風險過度集中並加強授信背書等控管），壓力測試（認定極端但可能發生的風險，予以量化設算評估潛在可能損失），風險模型（依主管機關監理法規開發並確保其獨立性），子公司督導（依母公司規範建立相關風險控管規章與機制），以及例外與超限風險管理（各業務風險單位及子公司單位發現超限後的管理簽報）等等，重要性並不亞於以上各項的管理作為。

由此可知，我國金融業的風險控管規範架構堪稱完備，且已出現如本文「產業別下投資管道與風險控管」一節所述，引導金融產業資金流向產業發展，避免有脫節的思維。以保險業為例，自 2003 年實施風險資本額制度以來不斷調整，2012 年公布 101 年保險業風險資本額（RBC）係數，確定未來保險業投資股票未實現損益均以半年均價認列，而非以往的 6 月與 12 月底價格，並將不動產投資係數由 0.0744 提高為 0.0781，等於資本要求增加 5%。保險資金投入國內公共建設、長期照護等事業，未來成立特殊目的公司只要採風險係數 0.3 左右；投資國外不動產，若法令需求成立 Special purpose vehicle (SPE)，也只要 0.26 左右風險係數，目的在於引導資金離開不動產，投資特定項目與股市並長期持有。惟效果仍待觀察，且根據上述架構，我們也可看出最近發生的一些問題：

首先，是資金過剩下業者自身獲利考量，其中最好的例子即是近來眾所關

注的高齡化社會下，年長者的長期照護問題。金管會不斷宣導可符合高齡化社會需求之年金保險、長期看護保險及醫療保險等保險商品，且於 2009 年發布「保險業辦理微型保險業務應注意事項」，鼓勵保險公司推動微型保險業務，俾增進經濟弱勢者之基本保險保障。保險業者投入長期照護看來名正言順，國內研究亦證明這方面的需求量極大 (彭秀莉 2012)。由供給面來看，長期照護服務包含居家、社區及入住三種型態，目前入住型機構的使用率僅 7 成，並未滿床且僅有 3 成左右的失能長者會選擇入住長照機構，其餘 7 成仍則希望獲得居家或社區型照顧。全台現有 42 萬失能老人，請外勞居家看護約 20 萬人，使用政府 10 年長照計劃的送餐服務約有 10 萬人，另有 10 萬人入住長照機構，而含榮民之家、護理之家及長照或安養等機構則可供 14 萬人入住。換言之，若僅由總體數量來看供給量並無不足，但偏遠地區資源則甚為欠缺，存在結構與地區失衡的現象 (鄭慧菁 2012)。更重要的是，總體供需數量平衡，甚至長照入住數量充裕，也並不表示失能老人及其家屬，有能力負擔所有相關費用，壽險業者若僅以營利為目的並考量風險控管，則上述結構與地區失衡現象，未必是他們有意願涉入的問題。

其次，與上述亦有相關者，是政府政策的影響。以保險業為例，在近年資金過剩、且國內外投資管道亦受政府限制 (例如保險法 146 條；限制土地商辦不動產等投資買賣及其最低投資報酬率為 2.875%。行政院金管會 2012) 與引導 (例如金管會設定未來 4 年新增 2,575 億元保險資金投入政府公共建設的目標，要求直接參與投資或購買政府債券。邱金蘭 2012) 下，事實上風險控管似已非業者自己能完全掌控的問題，政府行為所佔比重似有提升之勢，這樣的趨勢後果殊難逆料。<sup>26</sup>近來勞退基金的爭議，政府第一個想到的也是保險業者

---

<sup>26</sup> 例如政府僅「樂見壽險業以保單方式去承做勞退基金，協助政府解決問題。但他指出，若壽險業者想爭取代操勞退基金，成為政府基金的操盤人，金管會將不會同意」。面對這樣「只贏不輸」的態度，壽險業者表示除了勞退年金保險的門檻仍高，不容易找到 200 人以上企業且有一定比率勞工願意投保，且法令規定勞退年金保單須隨時符合最低報酬率 (市場 2 年期定存利率)，若員工中途離職及市場劇烈變化，壽險公司無法像政府一樣擔保所有損失。

(彭禎伶 2012a, 2012b)，後者彷彿成為前者的「救命仙丹」。然而更糟的是，這些投資項目涉及跨部會協調，主管機關樂觀其成之事，其他部會卻未必領情甚至加以掣肘（如表 19）。由於保險業資金亦是來自於保戶大眾，如要求參與特定非營利投資卻無相關配套與保證，風險控管將有很大的問題。從更遠的角度看，各部會自行其是，擔憂圖利特定業者而不願讓利，只是讓國家應可早日運用的過剩資金閒置，提升人民福利的建設延宕，風險由全民承擔。

最後，在上述作業風險管理，有關個人資料管理政策部份，多數金融業都是在 2012 年第一次制訂並實施，法規施行與業務配合，尚需一段磨合時期，也因此發生了不少糾紛與疑義。舉例來說，保險契約必須記載當事人姓名及住所，但個資法規定蒐集這些資料必須取得當事人同意。然而，以學校的學生團保為例，人數多達數千甚至上萬人，要逐一取得同意書實不容易。業者為避免踩到個資法紅線，採取「負面表列」方式，要求學校辦理公告，學生若不願提供個資，只要填寫棄權書即可辦理退保。不過，大學法、高級中學法、職業學校法、國民教育法等相關法令，卻又規定學校必須幫學生投保團體保險（穆震宇 2012）。保險業者及學校這種因應新法上路而求自保的作法，一方面顯示在主管單位的監督下，業者往往會以更為嚴格的標準進行風險控管，但另一方面這對消費者並非好現象，應盡快尋求化解，否則將是商機與民眾福祉雙輸的局面。

表 19：金管會要求保險業者參與項目及相關部會回應

投資項目	交涉單位	回應
公共建設 BOT	公共工程會	促參條例限制得標者不得轉租
投標共同履約保證	金管會	保險法限制不得從事保險業務
年金、長看險、團體年金免稅額	財稅部	擔心富人利用此避稅
設立或參股安養、養護中心	內政部、衛生署	法規已限制，且社福團體恐不同意由財團經營
長照訊息分享平台	衛生署	不甚方便

資料來源：彭禎伶 (2012a)

## 第二節 證券業之投資風險控管機制與相關法規管制程序之檢討

### 投資風險控管機制

金融機構在進行投資管道或工具選擇時，主要秉持三大原則，包含安全性、流動性與收益性，證券業亦不例外，因此投資管道之風險控管重要性可見一斑。本節有關證券業當前投資風險控管機制，主要係根據實務訪談以及法規、文獻蒐集整理而來。

根據蒐集之文獻諸如陳志偉 (2009)等以及訪談結果，吾人嘗試將台灣證券業風險管理現況及相關問題初步歸類為以下五個面向表示：

#### 一、組織架構：

- 1.風險管理單位多隸屬於總經理，少部分隸屬於董事長或董事會。
- 2.大多成立風險管理委員會，且多隸屬於董事會。

3.風管單位最高主管多為資深協理或協理級，少部分為資深副總或副總經理級。

## 二、執行模式：

- 1.多為每日下午呈報之事後風控，較少盤中即時風控。
- 2.多為名日本金額度、停損之超限控管，已加強導入風險值之控管。
- 3.關於超限部位之處理，多為業務單位自行處理，僅少部分為風控單位砍單。
- 4.風險管理單位多採集中式控管，重要業務單位多有中台風控人員配合執行風控作業。
- 5.風險管理單位之集中式控管模式多半僅至證券子公司層級，少部分採金控總公司風險管理處統一控管全部子公司(如證券子公司、銀行子公司)之風險。

## 三、資訊系統：

- 1.風險管理資訊系統多採自行開發模式，其中規模較大之證券商風控單位有十餘人，並配合資訊單位數人。
- 2.臺灣證券商外購風控系統主要為 Risk Metrics 系統，另有數家採用寶碩財務科技開發之風控軟體；至於金控層級，由於資源較豐富，故採用之風控系統多為 Risk Metrics、Algo 與 SunGard 等國外開發系統。
- 3.要建立完整之風險管理制度及建構盤中風控即時監控系統仍須一段時間。

## 四、控管技術：

市場風險風險控管技術較成熟，信用風險及作業風險風險控管技術較不成熟。

## 五、人才養成：

- 1.法令規範要求風險管理人員、模型驗證人員一年需上訓練課程 36 小時以上。
- 2.在風險管理部門中有經驗之財工人員較為缺乏，市場上具有 FRM 證照者較為業者所重視。

就證券業投資及風險控管法規適切性而言，在證券商風險管理相關規範中，最重要的當屬 2009 年 11 月 20 日修訂之「證券商風險管理實務守則」。在守則第三部份風險管理中明確記載證券商的風險管理流程應包括：1.風險的辨識、2.風險的衡量、3.風險的監控、4.風險的報告與 5.風險的回應措施等五大流程，此為證券商實際作業上確實遵循之流程。其次，證券商的風險管理指標亦可作為績效衡量的參考，並於主管機關規定下，作為內部模型資本適足率計算的依據。就實際執行面上，證券商應建立風險管理資訊系統，以使風險管理流程執行順利。也就是在如此之基礎上，證券商訂立各種風險的管理機制，以下便列出前面述及之五大類風險控管機制進行分析。分析架構上採取三步作法，首先依實務守則內容敘明風險管理原則，其次討論風險之量化衡量(或對應作法)，最後根據現況提出常見問題。

### 一、市場風險

#### (一)市場風險管理原則

公司對於所有業務之市場風險，應訂定適當之市場風險管理制度，並落實執行。

守則說明：

1.市場風險管理制度至少應包括：

- (1) 與市場風險管理有關之各個層級之授權架構及呈報流程與作業內容。

- (2) 可容許之交易範圍。
- (3) 市場風險衡量方法（包括質化與量化之方法）。
- (4) 訂定適當之市場風險限額及其核定層級與超限處理方式。
- (5) 問題交易與非正常交易之查證、調整與解決處理程序。

## （二）市場風險之量化衡量

證券商應衡量所有業務單位的市場風險。對於市場風險之衡量，宜建立可行之風險量化模型，以每日計算所有業務單位之市場風險，並比較市場風險限額。

守則說明：

1.市場風險量化模型可包括：

- (1) 統計基礎衡量法。
- (2) 敏感性分析。
- (3) 壓力測試。
- (4) 其他可行之風險量化模型。

2.衡量方法應正確且嚴謹，並應確保使用方法的一致性。

3.至少每日衡量風險暴露程度。

4.業務單位與風險管理執行單位應每日衡量市場風險，並與核准之市場風險限額比較與監控。

## （三）市場風險管理常見問題

證券商在進行市場風險管理上主要常見之問題有 1.未訂定市場風險限額或風險值限額。2.衡量方法的不一致。3.模型驗證在實物執行上之困難。4.壓力測試作法以及結果不同，未見業界統一規範。

## 二、信用風險

## (一)信用風險管理原則

證券商對於所有業務之信用風險，應訂定適當之信用管理制度，並落實執行。

守則說明：

1.信用風險管理制度至少應包括：

- (1) 與信用風險管理有關之各個層級之授權架構及呈報流程與作業內容。
- (2) 交易前之信用評估：交易前應審慎評估交易對手的信用程度，並確認交易之適法性。
- (3) 信用分級管理：宜訂定信用分級管理制度，對於不同信用程度之交易對手，設定各級信用限額並分級管理之。
- (4) 交易後之信用監控：對於不同交易對手與部位應定期檢視其信用狀況，並對各種信用加強（包括擔保品）措施定期評估及監督管理。
- (5) 其他有效降低信用風險之措施：例如擔保品、保證、信用風險淨額抵銷協議及信用衍生性商品等。

2.為有效控管信用風險，證券商得採適當之量化風險管理技術。

## (二)信用風險之量化衡量

證券商宜彙總信用曝險金額、交易對手的違約機率及回收率等資訊，以計算預期和未預期信用損失，並量化信用風險值。

守則說明：

1.信用風險預期損失的估計包含以下三項：

- (1) 信用曝險金額。
- (2) 交易對手的違約機率。
- (3) 交易對手的違約回收率。

2.信用風險未預期損失為證券商經自行評估，在某一可能情況下（信賴

區間) 之可能最大損失。

- 3.信用風險預期與未預期損失之估計應考慮該筆交易之信用加強效果，與信用風險曝險淨額抵銷效果。

### (三)信用風險管理常見問題

證券商在進行信用風險管理上主要常見之問題有 1.部分券商未對交易對手做信用分級。2.尚未發展信用風險模型。3.已使用風險模型者，尚未做模型驗證。

## 三、流動性風險

### (一)流動性風險管理原則

證券商對於所有業務之流動性風險（包括市場流動性風險與資金流動性風險），應訂定適當之控管辦法，並落實執行。

守則說明

- 1.證券商應考慮持有部位之集中程度，及市場成交量概況，以進行市場流動性風險量化或非量化之管理
- 2.證券商應綜合考量各部門對資金需求之金額與時程，進行資金管理；並對異常或緊急狀況導致之資金調度需求，擬定應變計畫。

### (二)資金調度

證券商應設立一獨立於各業務部門之資金調度單位，並負責監控每一業務單位淨現金流量。

守則說明：

- 1.資金調度單位應向風險管理執行單位通報業務單位重大與異常使用現金的情形。
- 2.資金調度單位需與業務單位及相關部門保持密切聯繫，並針對個別交

易之資金使用狀況，與結算交割相關部門相互溝通。

### (三) 資金需求策略

證券商應訂定不同的資金需求策略，以因應資金流動性所造成之損失，或市場突發狀況所產生之資金流動性需求。

守則說明：

1. 風險管理執行單位應透過不同的情境分析，瞭解證券商所持有之金融商品的潛在流動性風險，進而評估在各種情況下籌資的可能成本。風險管理執行單位亦須訂定證券商之緊急融資策略與程序。
2. 證券商應建立具彈性之資金流動性風險管理架構。

### (四) 流動性風險管理常見問題

證券商在進行流動性風險管理上主要之問題為 1. 流動性風險概念較新，目前發展尚未成熟，相較於市場風險與信用風險仍有加強之空間。  
2. 尚未訂定流動性風險控管辦法。

## 四、作業風險

### (一) 作業風險管理原則

證券商對於作業風險，除應依其內部控制制度所規範之作業程序及控制重點進行控管外，對於業務及交易流程中之作業風險，亦應訂定適當之控管機制，並落實執行。

守則說明：

1. 前述作業風險管理機制至少應包括：
  - (1) 交易部門應確保所有交易皆遵循證券商之政策，且對於交易流程中  
有關授權、交易支援資訊之取得、對手經驗之考量、及交易紀錄之保留等控管重點，皆應有適當之規範。

- (2) 財務部門、結算部門、及其他相關部門對於交易流程中有關評價、價格資訊確認、損益報表編製、交易處理與確認、結算與交割作業、帳戶之驗證、及資產控制等控管重點，應有適當之規範。
2. 為有效控管作業風險，證券商可採適當之風險量化技術進行控管。

## (二) 作業風險之量化衡量

證券商應認知作業風險之重要性，並收集整理作業風險相關資料，以進行適當之量化衡量與管理。

守則說明：

1. 作業風險包括內部之人員、流程與資訊系統風險及外部之事件所造成直接或間接損失之風險，證券商應於平日收集整理作業風險相關資料（內容包括：發生時點、事件型態、文件記錄與損失狀況），並進行適當之量化衡量與管理。
2. 為有效控管作業風險，可採適當之方法或模型，衡量作業風險。
3. 相關作業風險量化資訊可參考國際清算銀行(BIS)所發佈的報告書或技術文件。

## (三) 作業風險管理常見問題

證券商在進行作業風險管理上最主要之困難在於內部作業風險損失事件之紀錄資訊相對缺少，以致建立資料庫進行量化衡量較不容易。

# 五、其他風險

## (一) 其他風險控管

證券商除應控管經營時所面臨之市場、信用、作業及流動性風險外，對於其他風險（包括法律風險、策略風險與聲譽風險等）宜建立適當之風險控管處理程序。

守則說明：

- 1.法律風險係指未能遵循政府相關法規，以及契約本身不具法律效力、越權行為、條款疏漏、規範不週等致使契約無效，而造成之可能損失。
- 2.策略風險是指由於錯誤的商業決策、或決策執行不當、或對同業競爭缺乏適當回應、或產業變動缺乏適當反應，而使證券商收益或資本受到即時或未來可能損失的風險。
- 3.聲譽風險是指任何有關證券商經營的負面事項，不論事情是否屬實，而可能導致證券商的客戶基礎縮小、收益減少、致須承擔龐大的訴訟費用，或其他可能損失的風險。
- 4.證券商經營除市場、信用、作業與流動性風險外，仍包括法律、策略及聲譽風險等其他風險，宜依據各類風險特性及其對公司之影響，建立適當之風險管理程序以控管其他風險。

## (二)法規遵循

證券商宜設立專職之法規遵循相關部門，負責規範證券商整體財務與營運活動之相關法規，並評估與管理公司之法律風險。

守則說明：

- 1.法律風險之控管宜透過風險管理執行單位及法規遵循相關部門共同商討研擬之。
- 2.證券商內部規章之訂定，應符合主管機關相關法規規定。
- 3.證券商應適時檢視內部規章之適宜性，以確保內部規章之前瞻性與彈性，俾能因應法規改變對其業務之衝擊。

## (三)契約文件適法性之審查

證券商於承做業務前，應與交易對手確認彼此權利義務關係，並就該交易之適法性，以及是否具備合法文件予以審查。

守則說明：

- 1.證券商應訂定一完整程序，據以規範與交易對手交易前之審核流程，以確保交易之適法性，前述交易對手包括：保管機構、經紀人、交易員與客戶等。
- 2.證券商應擬定不同交易所需之書面文件，並確保交易文件細節之完整性。
- 3.交易進行前，業務單位應先取得該交易合法之授權，並遵守相關法規。同時交易過程中的相關文件，應依規定期間完整保存。
- 4.鑑於衍生性金融商品交易之複雜性、高財務槓桿倍數、交易期間長短不一、牽連交易對手眾多及風險移轉與降低等多樣化特性，證券商應特別注意其契約執行之可行性，以及交易對手履行契約之能力，並就衍生性金融商品契約之周延性及適法性，擬定一套完整之審核程序。

#### (四)其他風險管理常見問題

證券商在進行以法律為主之其他風險管理上主要常發生之問題有

- 1.商品契約未經法遵人員審核。
- 2.部分機構尚未設立專責法遵部門負責法律風險之控管。

### 相關法規之檢討

有關國內證券商投資或風險控管法規之檢討，如同本節前段內容說明，就規範而言可說相當完備，並無太多修改建議。以下僅提出幾點討論：

#### 一、資金進出須報經央行同意：

證券投資信託及顧問法第二章證券投資信託基金部分第 16 條第一項記載，任何人非經主管機關核准或向主管機關申報生效後，不得在中華民國境內從事或代理募集、銷售、投資顧問境外基金。而該條第五項中記載，在中華民國境

內從事或代理募集、銷售第一項境外基金，涉及資金之匯出、匯入者，應經中央銀行同意。此條文無形中形成央行對於證券投資業者之管制，在金融局勢瞬息萬變之今日，恐將延誤投資時效。建議就資金進出規模大小或者資金進出相對國家或地區進行分級管理，並定期審視調整分級管理標準，省卻每次資金進出報准程序。

## 二、店頭市場議價交易對手限制：

依據金管會 2011 年 6 月 30 日公告之證券投資信託事業運用證券投資信託基金從事證券相關商品應行注意事項第四條規定，運用證券投資信託基金從事以店頭市場議價方式進行證券相關商品交易時，其交易對手不得為中國大陸地區之金融機構。隨著兩岸關係日益開放，MOU 與 ECFA 分別於 2009 與 2010 年簽訂，各金融機構亦紛紛前往對岸設立營業據點，加以中國大陸金融機構中不乏具有規模與業務優勢者，信用評等較國內金融機構為優。值此資金過剩、報酬偏低之情況，建議考慮逐步放寬此一限制，列出數家體質健全之國有銀行或者股份制商業銀行(例如工農中建交等五大行)作為國內金融機構進行店頭市場交易之對手，除可在風險有限且可控管之範圍內為國內金融機構新增店頭交易對手選擇，亦可為金融機構閒置資金提供更多去化選擇。

綜上，針對當前證券業之投資風險控管機制與相關法規，吾人可以得知法規架構已具備相當之完備性。就風險控管架構方面，乃係以針對市場、信用、流動性、作業、法律與其他等五大類風險進行規範控管。就實務執行面而言，證券商皆依循證券商風險管理實務守則架構各自之風險管理機制，然而相對於具有獲利能力之業務單位，風險管理單位或其主管可能較不具有相當之地位或話語權，這與每一家券商內部之企業文化有關，在風險控管實際執行上可能會形成阻礙。就法規檢討部分，資金進出須報經央行同意以及店頭市場議價交易對手限制為吾人建議衡量並修正之處。

### 第三節 銀行業之投資風險控管機制與相關法規管制程序之檢討

#### 一、資金過剩下，投資與風險控管之問卷結果

自 2008 年金融海嘯發生後，各國政府為因應經濟危機，紛紛執行「擴張型貨幣政策」；各國鉅額資金供給對各金融商品報酬率的衝擊，應相當深遠。加之 2012 年以來各主要國家紛紛宣布持續維持寬鬆貨幣政策，最新的如 9 月份歐洲央行宣布的 OMT（直接貨幣交易）、美國聯準會推出第三輪量化寬鬆（QE3）。因此研究團隊於本院金融研究所進行的「2013 我國金融業營運趨勢展望問卷調查」向金控及銀行業者詢問相關問題，希望藉由本次問卷調查來瞭解，全球資金過剩環境對國內金融業者投資管道及風險控管之影響。

以台灣地區為範圍，截至 2012 年 7 月底，金控公司 15 家、本國銀行 39 家、外國銀行 30 家為發放問卷對象，實際回收問卷份數為 53 份，詳細回收分布情形如表 20 所示。

表 20：金融控股公司、銀行基本資料

	金融控股公司	本國銀行 A	本國銀行 B	外國銀行	合計
樣本家數	12	17	18	6	53
占總樣本比例 (%)	22.64	32.08	33.96	11.32	100.00

註：本國銀行(A)為民國 80 年 7 月前設立之本國銀行；本國銀行(B)為民國 80 年 7 月後設立之本國銀行

問題(1)，值此全球資金過剩環境下對 貴機構投資決策與風險控管之影響為何？

整體而言金控/銀行在資金過剩環境下，主要將增加投資債券、外匯以及加強風險控管。表 21 與圖 40 中，平均分數值愈接近 1 表示業者愈有可能增持

某種投資標的或加強風控；愈接近 0 表示業者對某種投資標的或風控愈可能維持不變；愈接近-1 表示愈有可能減持某種投資標的或減低風控。由此觀察，可發現金控與銀行平均而言除了對投資衍生性金融商品較無興趣外，對表與圖中列式的其他選項皆有某種程度的偏好。若以平均分數大於等於 0.3 或小於等於-0.3 為判斷基準，分別表示業者較有可能增加或減少投資標的及風險控管，則金控與銀行在資金過剩環境下較可能採取增加投資債券、外匯來提高獲利以及加強風險控管來降低損失。<sup>27</sup>

就機構類別來分析，金融控股公司、本國銀行 A(代表民國 80 年 7 月前設立之本國銀行)、本國銀行 B(代表民國 80 年 7 月後設立之本國銀行)、外國銀行在資金過剩環境下皆非常有可能採行增強風險控管的措施。然而對採取其他選項的可能性，將因機構類別不同而有所差異。金控公司較有可能增加投資不動產(0.5)、投資股票(0.4)、投資基金(0.36)；本國銀行 A 將可能增加投資債券(0.47)、研發金融商品(0.41)、投資外匯(0.36)；本國銀行 B 將可能增加投資債券(0.33)、投資外匯(0.33)；外國銀行除對投資外匯(0)維持不變外，對其他投資標的與研發金融商品皆或有可能降低(-0.25)。值得注意的是，本國銀行 A 與外國銀行或有可能降低對衍生性金融商品投資，平均分數各為-0.19、-0.25。

---

<sup>27</sup> 審查委員亦建議依金控、銀行大小為權重來做加權平均，然本院在進行問卷調查時，為提高回收率，皆以匿名方式處理，僅能從其代號判斷機構別，因此無法對問卷結果進行加權平均。

表 21：全球資金過剩環境對金融機構投資決策與風險控管之影響

(N=53)

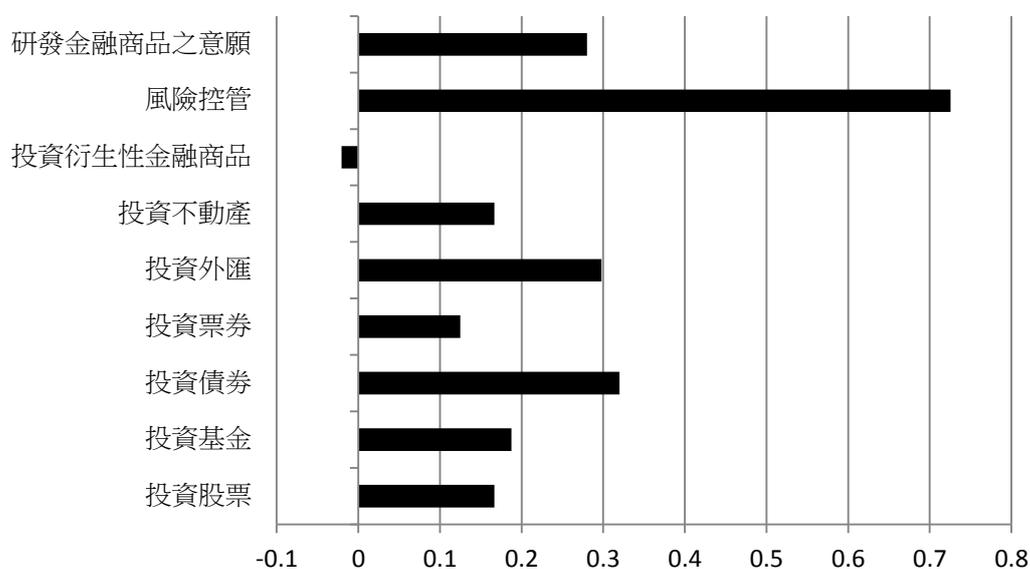
	合計(100%)		金融控股公司 (22.64%)		本國銀行 A(32.08%)		本國銀行 B(33.96%)		外國銀行(11.32%)	
	平均分 數	標準差	平均分 數	標準差	平均分 數	標準差	平均分 數	標準差	平均分 數	標準差
投資股票	0.17	0.60	0.40	0.52	0.18	0.64	0.12	0.49	-0.25	0.96
投資基金	0.19	0.57	0.36	0.50	0.13	0.50	0.24	0.56	-0.25	0.96
投資債券	0.32	0.65	0.27	0.65	0.47	0.62	0.33	0.69	-0.25	0.50
投資票券	0.13	0.61	0.18	0.60	0.19	0.66	0.12	0.60	-0.25	0.50
投資外匯	0.30	0.51	0.27	0.47	0.36	0.50	0.33	0.49	0.00	0.82
投資不動產	0.17	0.62	0.50	0.53	-0.08	0.29	0.25	0.68	-0.25	0.96
投資衍生性 金融商品	-0.02	0.66	0.09	0.70	-0.19	0.75	0.11	0.58	-0.25	0.50
風險控管	0.73	0.45	0.64	0.50	0.94	0.24	0.56	0.51	0.80	0.45
研發金融商 品之意願	0.28	0.57	0.27	0.47	0.41	0.62	0.28	0.57	-0.25	0.50

註 1: 本國銀行(A)為民國 80 年 7 月前設立之本國銀行；本國銀行(B)為民國 80 年 7 月後設立之本國銀行。

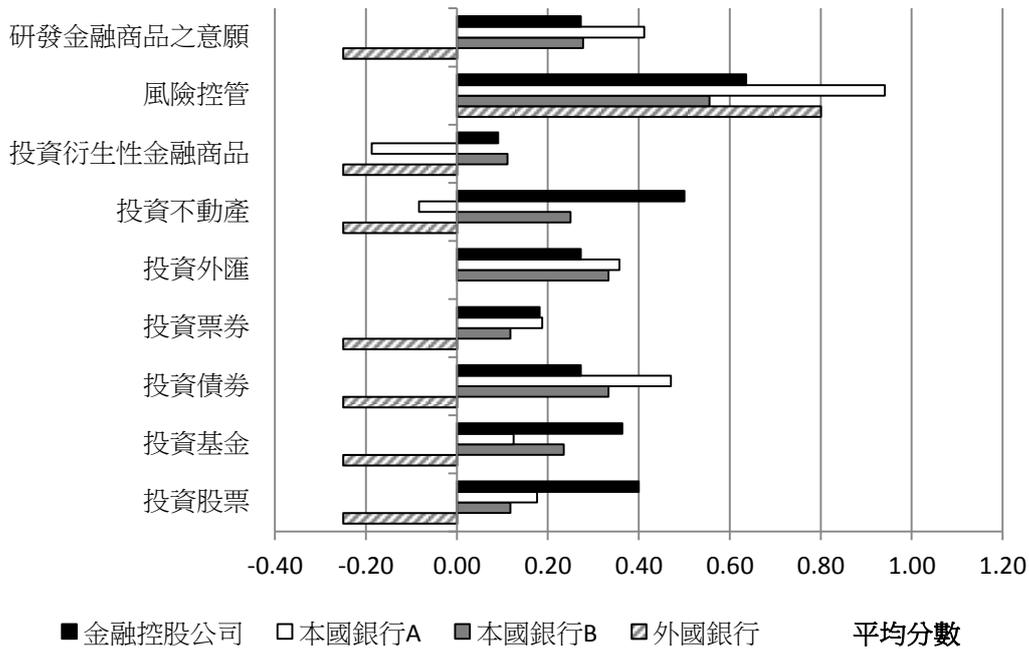
註 2: 上升 (+1)、不變 (0)、下降 (-1)、未填答 (\*)

圖 40：全球資金過剩環境對金融機構投資決策與風險控管之影響

A 部分：合計-全球資金過剩環境對金融機構投資決策與風險控管之影響



B 部分：各機構類別-全球資金過剩環境對金融機構投資決策與風險控管之影響



問題(2)，以投資者的角度來看，投資衍生性金融商品，您認為哪項因素是投資者需要考慮？

商品風險性為投資衍生性商品最需要的考量因素。衍生性金融商品一直是國內業者希望發展、卻又難有具體成效的商品，從以下金融業者以投資者的角度回覆之問卷結果，或可看出端倪。以全體金控及銀行業者全體合計的群體來看，商品風險性(71.70%)是業者投資衍生性商品最需要考量的因素，其次是商品組合內容與發行者信用(皆為 43.40%)，再其次為次級交易市場的流動性(35.85%)，本國銀行的問卷結果與上述全體合計的結果相似，也認為商品的風險性是最需要考慮的因素，其它因素則較著重在發行者信用及次級交易市場流動性，參見表 22。

表 22：以投資者的角度來看，投資衍生性金融商品，哪項因素是需要考慮

(%)；N=53

	所佔比例	商品組合內容	發行者信用	次級交易市場流動性	信用評等的重要	商品風險性	商品獲利性	其他
合計	100.00	43.40	43.40	35.85	28.30	71.70	32.08	0.00
金融控股公司	22.64	41.67	25.00	25.00	25.00	75.00	16.67	0.00
本國銀行(A)	32.08	52.94	64.71	58.82	47.06	88.24	52.94	0.00
本國銀行(B)	33.96	33.33	50.00	27.78	22.22	61.11	22.22	0.00
外國銀行	11.32	50.00	0.00	16.67	0.00	50.00	33.33	0.00

註 1：本國銀行(A)為民國 80 年 7 月前設立之本國銀行；本國銀行(B)為民國 80 年 7 月後設立之本國銀行。

註 2：有勾選-->1；無勾選-->0；此表僅表示有勾選佔群組之所佔比率

問題(3)，參照過去一年的風險遭遇經驗，下列何種風險對貴機構之盈餘產生影響最大？（請依重要性程度以 1、2、3 排序，至多選三項）

信用風險與市場風險對於金融機構過去一年之盈餘影響最大。自 2008 年 9 月金融海嘯爆發以來，全球經歷了幾大金融機構聲請破產，美債遭受降評，以及歐元區部分國家主權債務危機等重大風險事件，更造成這一輪的經濟成長趨緩，其影響遍及全球，也提高了金融機構和投資人的風險意識，同時亦使大眾對於外部信用評等和 BASEL 資本協定產生了新的想法。對全體受訪金融機構而言，過去一年影響盈餘最大之風險前三名分別為信用風險、市場風險以及政策面帶來的風險，如表 23 與圖 41 所示。位居前兩名的風險來源與前一年度

之調查及預測結果相同，為信用風險與市場風險。信用風險係指交易對手因信用品質變化而造成經濟損失之風險，市場風險則指由於股權、利率或其他金融市場價格因子變動所造成部位損失之風險。

若進一步將全體受訪金融機構分成金融控股公司、民國 80 年 7 月以前成立之本國老銀行、民國 80 年 7 月以後成立之本國新銀行以及外國銀行等四組子樣本分別討論，其結果如表與圖所示。金融控股公司認為對過去一年盈餘影響最大之前三項風險因子分別為信用風險、市場風險與政策風險。本國老銀行認為對盈餘影響最大之前三項風險因子分別為信用風險、市場風險與匯率風險。本國新銀行則認為對盈餘影響最大之前三項風險因子乃信用風險、市場風險與利率風險。至於對設立在台灣的外國銀行而言，流動性風險、作業風險、信用風險與市場風險等四大風險皆係對盈餘影響最大的風險因子。就此吾人可以得知，不管在哪一組子樣本內，信用風險與市場風險皆為對盈餘有重大影響之風險。然值得吾人留意者，外國銀行對於影響盈餘主要風險的認定與本國銀行有較大的不同，較強調流動性風險與作業風險，而完整的風險管理流程係包含對風險之辨識、衡量、監控與評估，同樣的情況下本國銀行與外國銀行會有不同的辨識與衡量結果，其原因為何以及是否將影響後續的監控與評估檢測步驟，進而決定公司獲利的高低，有待後續研究觀察。

表 23：參照過去一年的風險遭遇經驗，下列何種風險對 貴機構之盈餘產生影響最大

(%) N=53

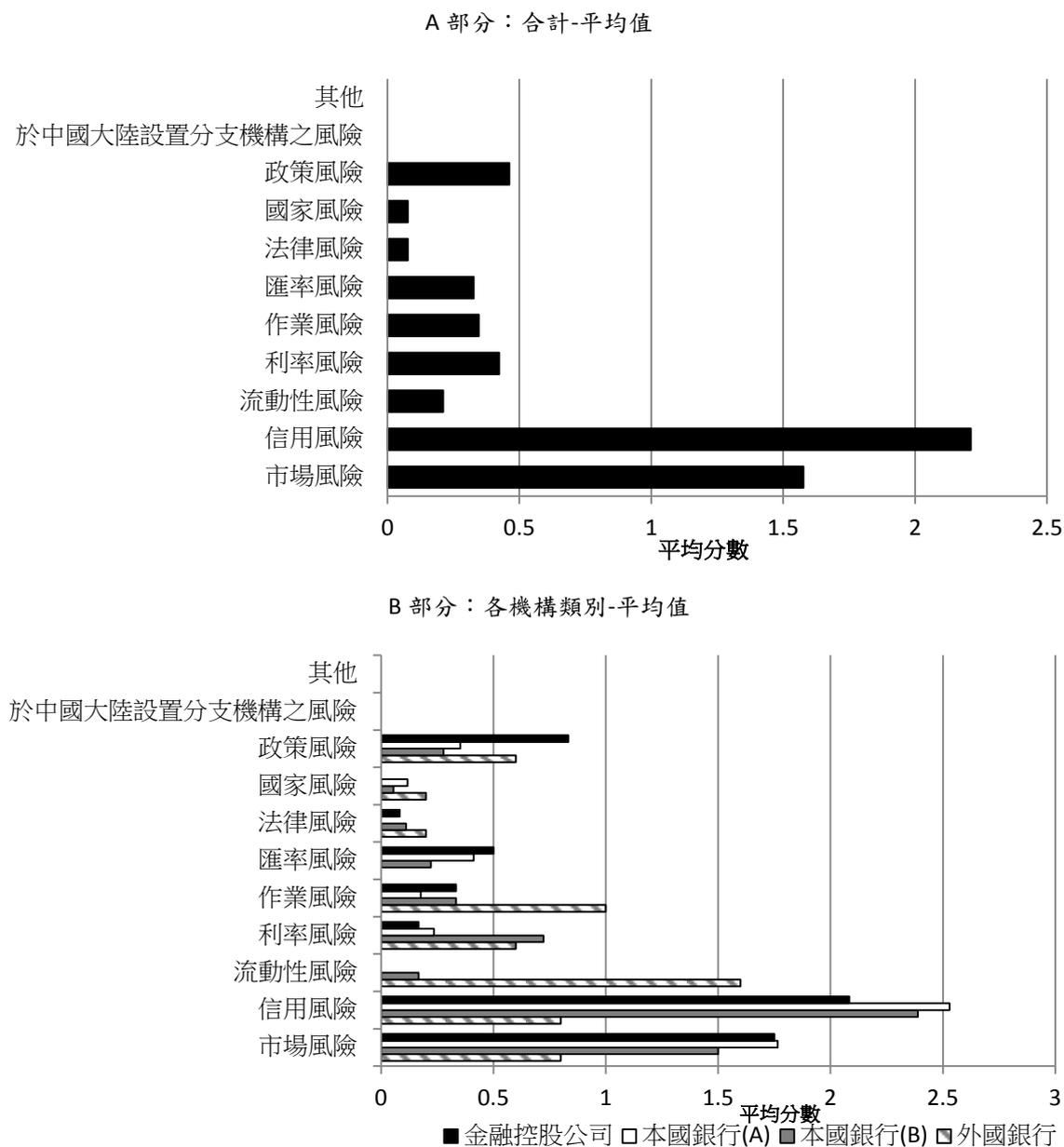
A 部分：合計(100%)											
	市場 風險	信用 風險	流動性 風險	利率 風險	作業 風險	匯率 風險	法律 風險	國家 風險	政策 風險	於中國大陸設置 分支機構之風險	其他
平均分數	1.58	2.21	0.21	0.42	0.35	0.33	0.08	0.08	0.46	0.00	0.00
高度重要	13.21	66.04	3.77	3.77	3.77	1.89	0.00	0.00	5.66	0.00	0.00
中度重要	49.06	7.55	3.77	13.21	1.89	7.55	1.89	0.00	11.32	0.00	0.00
低度重要	16.98	3.77	1.89	3.77	18.87	11.32	3.77	7.55	5.66	0.00	0.00
不列入考慮	18.87	20.75	88.68	77.36	73.58	77.36	92.45	90.57	75.47	98.11	98.11
未填答	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89

B 部分：金融控股公司(22.64%)											
	市場 風險	信用 風險	流動性 風險	利率 風險	作業 風險	匯率 風險	法律 風險	國家 風險	政策 風險	於中國大陸設置 分支機構之風險	其他
平均分數	1.75	2.08	0.00	0.17	0.33	0.50	0.08	0.00	0.83	0.00	0.00
高度重要	16.67	58.33	0.00	0.00	0.00	8.33	0.00	0.00	16.67	0.00	0.00
中度重要	50.00	16.67	0.00	8.33	0.00	8.33	0.00	0.00	16.67	0.00	0.00
低度重要	25.00	0.00	0.00	0.00	33.33	8.33	8.33	0.00	0.00	0.00	0.00
不列入考慮	8.33	25.00	100.00	91.67	66.67	75.00	91.67	100.00	66.67	100.00	100.00
未填答	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
C 部分：本國銀行(A)(32.08%)											
	市場 風險	信用 風險	流動性 風險	利率 風險	作業 風險	匯率 風險	法律 風險	國家 風險	政策 風險	於中國大陸設置 分支機構之風險	其他
平均分數	1.76	2.53	0.00	0.24	0.18	0.41	0.00	0.12	0.35	0.00	0.00
高度重要	23.53	76.47	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
中度重要	47.06	11.76	0.00	5.88	0.00	11.76	0.00	0.00	17.65	0.00	0.00
低度重要	11.76	0.00	0.00	11.76	17.65	17.65	0.00	11.76	0.00	0.00	0.00
不列入考慮	17.65	11.76	100.00	82.35	82.35	70.59	100.00	88.24	82.35	100.00	100.00
未填答	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
D 部分：本國銀行(B)(33.96%)											
	市場 風險	信用 風險	流動性 風險	利率 風險	作業 風險	匯率 風險	法律 風險	國家 風險	政策 風險	於中國大陸設置 分支機構之風險	其他
平均分數	1.50	2.39	0.17	0.72	0.33	0.22	0.11	0.06	0.28	0.00	0.00
高度重要	5.56	77.78	0.00	5.56	5.56	0.00	0.00	0.00	5.56	0.00	0.00
中度重要	55.56	0.00	5.56	27.78	0.00	5.56	5.56	0.00	0.00	0.00	0.00
低度重要	22.22	5.56	5.56	0.00	16.67	11.11	0.00	5.56	11.11	0.00	0.00
不列入考慮	16.67	16.67	88.89	66.67	77.78	83.33	94.44	94.44	83.33	100.00	100.00
未填答	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
E 部分：外國銀行(11.32%)											
	市場 風險	信用 風險	流動性 風險	利率 風險	作業 風險	匯率 風險	法律 風險	國家 風險	政策 風險	於中國大陸設置 分支機構之風險	其他
平均分數	0.80	0.80	1.60	0.60	1.00	0.00	0.20	0.20	0.60	0.00	0.00
高度重要	0.00	16.67	33.33	16.67	16.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
中度重要	33.33	0.00	16.67	0.00	16.67	0.00	0.00	0.00	16.67	0.00	0.00
低度重要	0.00	16.67	0.00	0.00	0.00	0.00	16.67	16.67	16.67	0.00	0.00
不列入考慮	50.00	50.00	33.33	66.67	50.00	83.33	66.67	66.67	50.00	83.33	83.33
未填答	16.67	16.67	16.67	16.67	16.67	16.67	16.67	16.67	16.67	16.67	16.67

註 1:本國銀行(A)為民國 80 年 7 月前設立之本國銀行；本國銀行(B)為民國 80 年 7 月後設立之本國銀行。

註 2: 1→3(高度重要)；2→2(中度重要)；3→1(低度重要)；未勾選→0(不列入考慮)；僅勾選無排序→2；全題未作答→\*(未填答)

圖 41：參照過去一年的風險遭遇經驗，下列何種風險對貴機構之盈餘產生影響最大



問題(4)，請問貴機構認為有效執行內部資本適足性評估程序因素為何？  
 (請依重要程度以 1、2、3 排序，至多選三項)

金融機構認為有效執行內部資本適足性評估程序的最關鍵因素乃各類風險控管制度之適足性。根據表 24 及圖 42 之結果，全體受訪金融機構認為各類風險控管制度之適足性乃有效執行內部資本適足性評估程序(Internal Capital

Adequacy Assessment Process, ICAAP)之最關鍵因素，其次為未來財務預測計畫以及董事會或高階管理階層之監督，此結果與前次調查結果相同。就金融業經營的基本模式觀之，乃是在風險與報酬之間作權衡取捨，欲獲取更高額的期望報酬，便須承擔甚至管理更多風險。而資本管理與風險息息相關，資本可說是銀行面臨損失的最後一道防線，風險性資本計提除了強調量的增加外，亦須注重品質的提升。是以遵行國際資本監理新規定，健全銀行資本結構及風險控管，甚至從經濟資本的觀點，來探討銀行業風險經營績效的內涵等，儼然成為現代銀行業經營管理之重要議題。

以下進一步將全體受訪金融機構分成金融控股公司、民國 80 年 7 月以前成立之本國老銀行、民國 80 年 7 月以後成立之本國新銀行以及外國銀行等四組子樣本分別討論，並將結果列於表 24 與圖 42。金融控股公司認為有效執行內部資本適足性評估程序因素依重要性排列前三名分別為各類風險控管制度之適足性、未來財務預測計畫以及董事會或高階管理階層之監督。本國老銀行則認為有效執行內部資本適足性評估程序因素分別為各類風險控管制度之適足性、未來財務預測計畫以及風險衡量技術之發展程度。本國新銀行與金融控股公司看法相同，都認為各類風險控管制度之適足性、未來財務預測計畫以及董事會或高階管理階層之監督乃有效執行內部資本適足性評估程序的關鍵性因素。至於對設立在台灣的外國銀行而言，與本國老銀行相同，各類風險控管制度之適足性、未來財務預測計畫以及董事會或高階管理階層之監督為有效執行內部資本適足性評估程序的關鍵性因素。根據上述結果，吾人可以得知，不管在哪一組子樣本內，各類風險控管制度之適足性以及未來財務預測計畫皆為有效執行內部資本適足性評估程序之前兩大關鍵因素。

表 24：請問貴機構認為有效執行內部資本適足性評估程序因素

(%) N=53

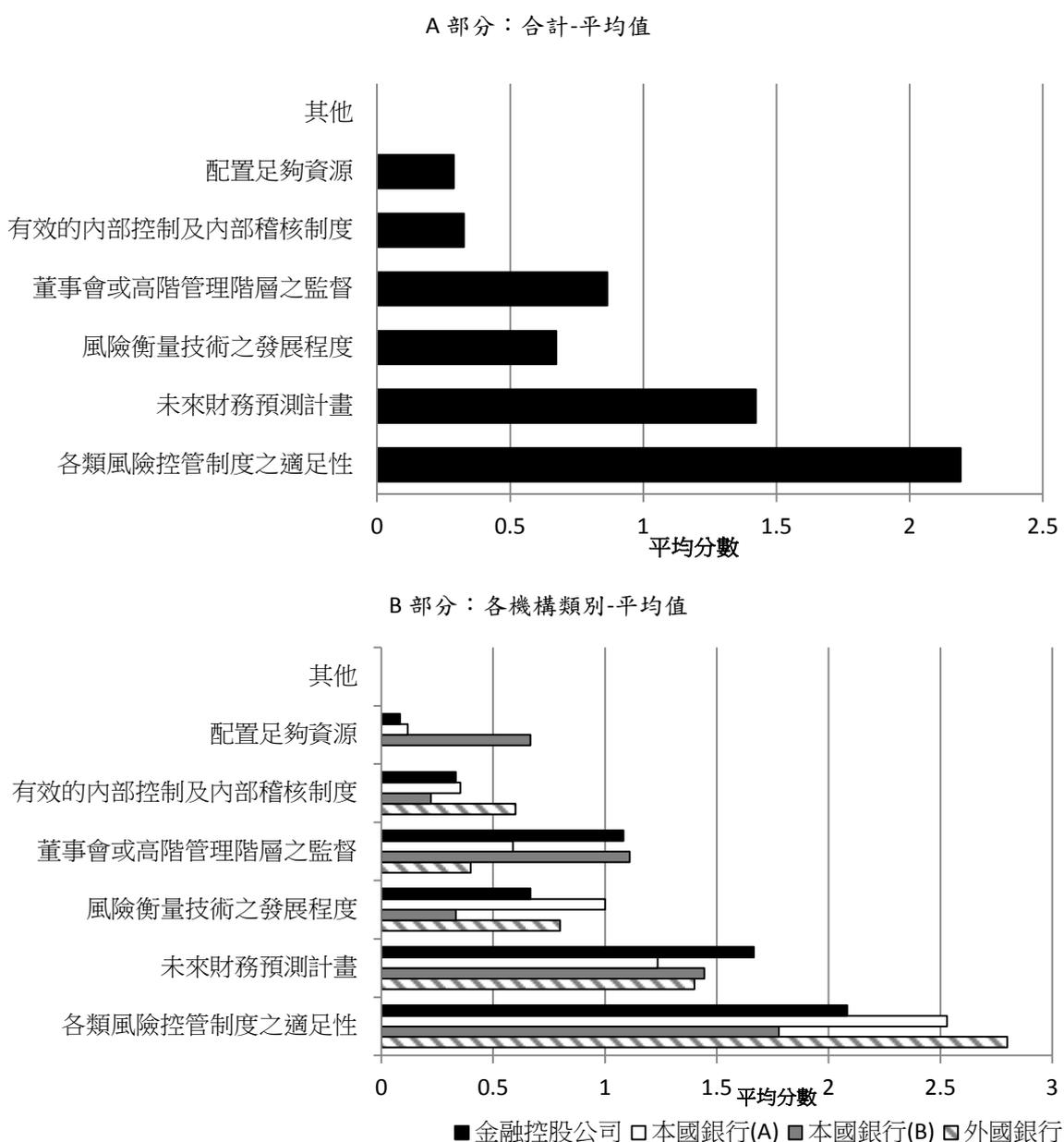
A 部分：合計(100%)							
	各類風險控管 制度之適足性	未來財務 預測計畫	風險衡量技術 之發展程度	董事會或高階管 理階層之監督	有效的內部控制 及內部稽核制度	配置足 夠資源	其他
平均分數	2.19	1.42	0.67	0.87	0.33	0.29	0.00
高度重要	54.72	18.87	3.77	15.09	3.77	0.00	0.00
中度重要	20.75	35.85	15.09	11.32	3.77	7.55	0.00
低度重要	9.43	11.32	24.53	16.98	13.21	13.21	0.00
不列入考慮	13.21	32.08	54.72	54.72	77.36	77.36	98.11
未填答	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89	1.89
B 部分：金融控股公司(22.64%)							
	各類風險控管 制度之適足性	未來財務 預測計畫	風險衡量技術 之發展程度	董事會或高階管 理階層之監督	有效的內部控制 及內部稽核制度	配置足 夠資源	其他
平均分數	2.08	1.67	0.67	1.08	0.33	0.08	0.00
高度重要	50.00	25.00	8.33	16.67	0.00	0.00	0.00
中度重要	25.00	41.67	8.33	16.67	8.33	0.00	0.00
低度重要	8.33	8.33	25.00	25.00	16.67	8.33	0.00
不列入考慮	16.67	25.00	58.33	41.67	75.00	91.67	100.00
未填答	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
C 部分：本國銀行(A)(32.08%)							
	各類風險控管 制度之適足性	未來財務 預測計畫	風險衡量技術 之發展程度	董事會或高階管 理階層之監督	有效的內部控制 及內部稽核制度	配置足 夠資源	其他
平均分數	2.53	1.24	1.00	0.59	0.35	0.12	0.00
高度重要	70.59	11.76	5.88	5.88	5.88	0.00	0.00
中度重要	17.65	35.29	35.29	5.88	0.00	0.00	0.00
低度重要	5.88	17.65	11.76	29.41	17.65	11.76	0.00
不列入考慮	5.88	35.29	47.06	58.82	76.47	88.24	100.00
未填答	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
D 部分：本國銀行(B)(33.96%)							
	各類風險控管 制度之適足性	未來財務 預測計畫	風險衡量技術 之發展程度	董事會或高階管 理階層之監督	有效的內部控制 及內部稽核制度	配置足 夠資源	其他
平均分數	1.78	1.44	0.33	1.11	0.22	0.67	0.00
高度重要	38.89	22.22	0.00	27.78	5.56	0.00	0.00
中度重要	22.22	33.33	5.56	11.11	0.00	22.22	0.00
低度重要	16.67	11.11	22.22	5.56	5.56	22.22	0.00
不列入考慮	22.22	33.33	72.22	55.56	88.89	55.56	100.00
未填答	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
E 部分：外國銀行(11.32%)							

	各類風險控管 制度之適足性	未來財務 預測計畫	風險衡量技術 之發展程度	董事會或高階管 理階層之監督	有效的內部控制 及內部稽核制度	配置足 夠資源	其他
平均分數	2.80	1.40	0.80	0.40	0.60	0.00	0.00
高度重要	66.67	16.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
中度重要	16.67	33.33	0.00	16.67	16.67	0.00	0.00
低度重要	0.00	0.00	66.67	0.00	16.67	0.00	0.00
不列入考慮	0.00	33.33	16.67	66.67	50.00	83.33	83.33
未填答	16.67	16.67	16.67	16.67	16.67	16.67	16.67

註 1: 本國銀行(A)為民國 80 年 7 月前設立之本國銀行；本國銀行(B)為民國 80 年 7 月後設立之本國銀行。

註 2: 1→3(高度重要)；2→2(中度重要)；3→1(低度重要)；未勾選→0(不列入考慮)；僅勾選無排序→2；全題未作答→\*(未填答)

圖 42：請問貴機構認為有效執行內部資本適足性評估程序因素



問題(5)，請問貴機構未來在因應 BASEL III 金融監管新規定進行風險管理時，亟需規劃的工作項目為何？

金融業者平均認為風險資本整合規劃、風險成本的精算及控管、業務項目及結構的調整，依序為未來因應 Basel III 亟需規劃的三大重要工作項目。根據表 25 與圖 43 的統計結果，整體受訪金融機構認為，風險資本整合規劃、風險成本的精算及控管、業務項目及結構的調整，為未來因應 Basel III 亟需規劃的重要工作項目，其平均分數依序為 1.94、1.06、0.96，且受訪者中將其不列入考慮的比率皆低於 50%。就機構類別來看，金控公司亦將風險資本整合規劃、風險成本的精算及控管、業務項目及結構的調整視為三大亟需規劃的重要工作項目，其平均分數依序為 1.92、1.42、1.08。本國銀行 B 也持相同看法，其平均分數依序為 2.06、1.17、1.17。然而本國銀行 A 與外國銀行則主要視風險資本整合規劃為亟需規劃的重要工作，平均分數分別為 1.94、1.5。

表 25：貴機構未來在因應 BASEL III 金融監管新規定進行風險管理時，亟需規劃的工作項目

	(%) N=53							
A 部分：合計(100%)								
	短期及長期部位的流動性	交易及財務槓桿比率限制	限制交易對手信用風險	風險資本整合規劃	風險成本的精算及控管	業務項目及結構的調整	經營領導階層的重視	其他
平均分數	0.55	0.49	0.22	1.94	1.06	0.96	0.27	0.08
高度重要	7.55	7.55	0.00	54.72	9.43	9.43	5.66	0.00
中度重要	9.43	9.43	7.55	9.43	28.30	24.53	1.89	1.89
低度重要	11.32	5.66	5.66	3.77	16.98	15.09	5.66	3.77
不列入考慮	67.92	73.58	83.02	28.30	41.51	47.17	83.02	90.57
未填答	3.77	3.77	3.77	3.77	3.77	3.77	3.77	3.77
B 部分：金融控股公司(22.64%)								
	短期及長期部位的流動性	交易及財務槓桿比率限制	限制交易對手信用風險	風險資本整合規劃	風險成本的精算及控管	業務項目及結構的調整	經營領導階層的重視	其他
平均分數	0.08	0.50	0.08	1.92	1.42	1.08	0.58	0.08
高度重要	0.00	16.67	0.00	50.00	8.33	8.33	16.67	0.00

中度重要	0.00	0.00	0.00	16.67	50.00	33.33	0.00	0.00
低度重要	8.33	0.00	8.33	8.33	16.67	16.67	8.33	8.33
不列入考慮	91.67	83.33	91.67	25.00	25.00	41.67	75.00	91.67
未填答	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

C 部分：本國銀行(A)(32.08%)

	短期及長期部位的流動性	交易及財務槓桿比率限制	限制交易對手信用風險	風險資本整合規劃	風險成本的精算及控管	業務項目及結構的調整	經營領導階層的重視	其他
平均分數	0.71	0.76	0.41	1.94	0.82	0.71	0.12	0.06
高度重要	17.65	11.76	0.00	64.71	5.88	0.00	0.00	0.00
中度重要	5.88	11.76	17.65	0.00	23.53	29.41	5.88	0.00
低度重要	5.88	17.65	5.88	0.00	17.65	11.76	0.00	5.88
不列入考慮	70.59	58.82	76.47	35.29	52.94	58.82	94.12	94.12
未填答	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

D 部分：本國銀行(B)(33.96%)

	短期及長期部位的流動性	交易及財務槓桿比率限制	限制交易對手信用風險	風險資本整合規劃	風險成本的精算及控管	業務項目及結構的調整	經營領導階層的重視	其他
平均分數	0.72	0.22	0.11	2.06	1.17	1.17	0.28	0.00
高度重要	5.56	0.00	0.00	55.56	16.67	16.67	5.56	0.00
中度重要	16.67	11.11	5.56	16.67	22.22	22.22	0.00	0.00
低度重要	22.22	0.00	0.00	5.56	22.22	22.22	11.11	0.00
不列入考慮	55.56	88.89	94.44	22.22	38.89	38.89	83.33	100.00
未填答	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

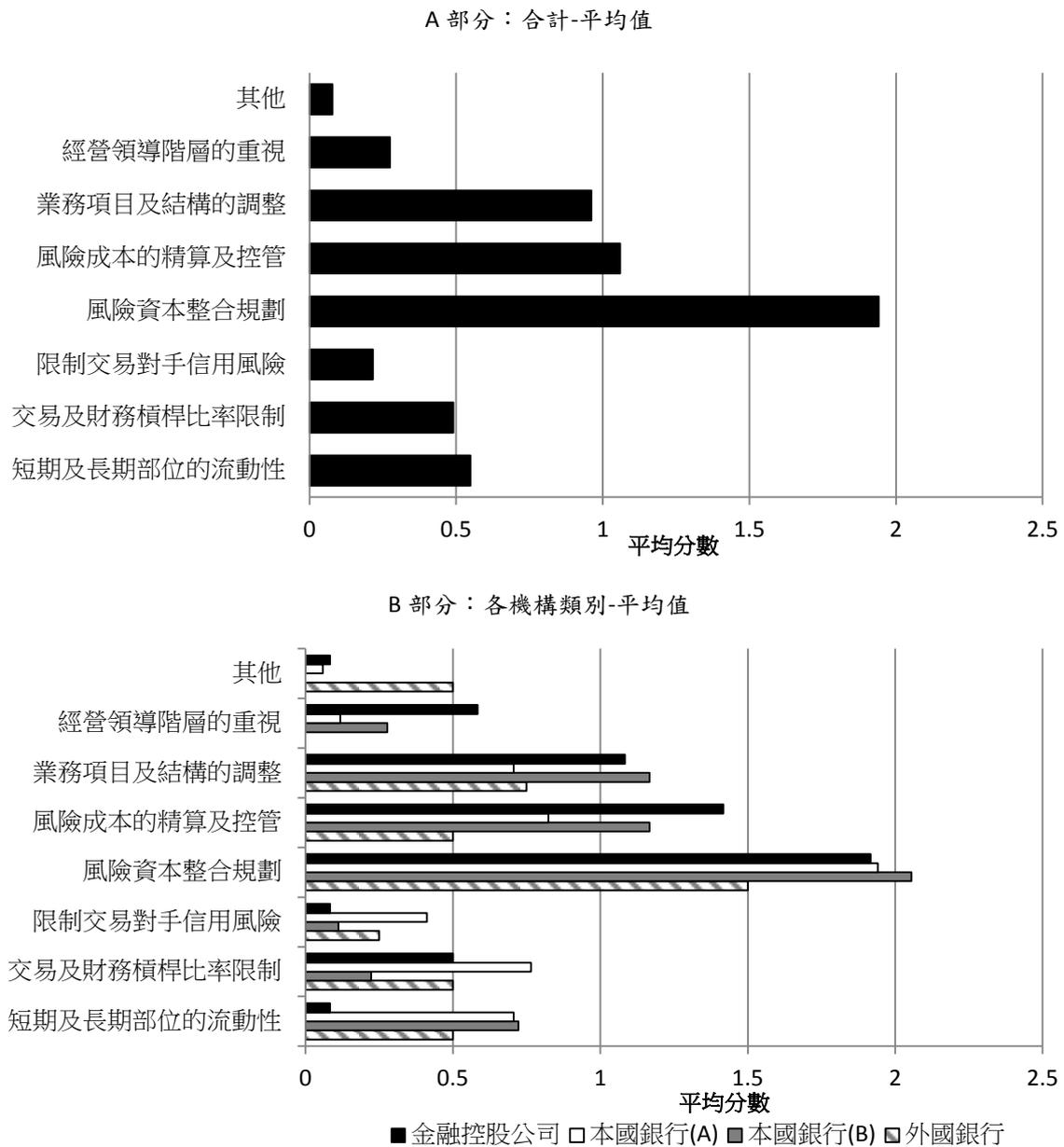
E 部分：外國銀行(11.32%)

	短期及長期部位的流動性	交易及財務槓桿比率限制	限制交易對手信用風險	風險資本整合規劃	風險成本的精算及控管	業務項目及結構的調整	經營領導階層的重視	其他
平均分數	0.50	0.50	0.25	1.50	0.50	0.75	0.00	0.50
高度重要	0.00	0.00	0.00	33.33	0.00	16.67	0.00	0.00
中度重要	16.67	16.67	0.00	0.00	16.67	0.00	0.00	16.67
低度重要	0.00	0.00	16.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
不列入考慮	50.00	50.00	50.00	33.33	50.00	50.00	66.67	50.00
未填答	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33	33.33

註 1:本國銀行(A)為民國 80 年 7 月前設立之本國銀行；本國銀行(B)為民國 80 年 7 月後設立之本國銀行。

註 2: 1→3(高度重要)；2→2(中度重要)；3→1(低度重要)；未勾選→0(不列入考慮)；僅勾選無排序→2；全題未作答→\*(未填答)

圖 43：貴機構未來在因應 BASEL III 金融監管新規定進行風險管理時，亟需  
規劃的工作項目



問題(6)，在此低利率、低利差環境下，您認為我國政府與銀行業者可採取何種措施來突破困境、降低衝擊：

以風險調整後之利率作為訂價依據來進行合理的價格競爭獲得最多金融業者的支持。我國銀行自 2000 年代初期遭遇低利率政策及存放款利差減少，

且自 2006 年 7 月起利差進一步跌破 2%，加上 2008 年金融海嘯後全球央行多採行低利率政策來因應，造成目前全球資金過剩，低利率、低利差的大環境。而台灣因銀行家數過多，同業間削價競爭激烈等因素，使得低利差的問題相較其他國家來得嚴重。

從表 26 與圖 44 的統計結果，大於等於 50% 受訪業者支持的措施依序有：措施 D (75.47%；合理的價格競爭，以風險調整後之利率作為訂價依據)、措施 B (71.7%；政策鼓勵來帶動銀行業整併，以降低過度競爭)、措施 A (58.49%；政策引導業者從事金融創新及金融商品研發，提升銀行獲利能力)、措施 C (56.6%；建立體質分級管理，積極鼓勵大型優質銀行擴大市場赴海外投資經營，小型銀行深耕國內利基市場)。

進一步就機構類別分析，受 50% 以上金控公司業者支持的措施依序為：措施 D (91.67%)、措施 C (83.33%)、措施 B (75%)、措施 A (75%)。受 50% 以上本國銀行 A 支持的措施則為：措施 B (88.24%)、措施 D (82.35%)、措施 A (70.59%)、措施 C (58.82%)。本國銀行 B (即成立時間較短的民營中、小型銀行)對解決低利差問題的政策措施偏好與前兩類業者略有不同；受其 50% 以上支持的措施依序為：措施 D (72.22%)、措施 B (61.11%)、措施 E (55.56%)、措施 F (50%)。顯示民營中、小型銀行更為樂意透過擴大經營範疇增加手續費收入、以及調整業務結構降低經營成本來解決所面臨的低利差問題；但或因其規模較小之故，民營中、小型銀行對從事金融創新及金融商品研發、支持政府建立體質分級管理之意願較低。而受 50% 以上外國銀行支持的措施則為：措施 A (50%)、措施 B (50%)、措施 C (50%)。

總括而言，大多數金融業者認為解決低利差問題的措施，應先要解決台灣 Overbanking 與同業間削價競爭的問題，之後再輔以中長期措施(如從事金融創新及金融商品研發、建立體質分級管理等)來提升銀行獲利能力。

表 26：在低利率、低利差環境下，我國政府與銀行業者可採取何種措施來因應

(N=53)

	所佔比例	措施 A	措施 B	措施 C	措施 D	措施 E	措施 F	措施 G	措施 H
合計	100.00	58.49	71.70	56.60	75.47	41.51	37.74	37.74	5.66
金融控股公司	22.64	75.00	75.00	83.33	91.67	33.33	41.67	41.67	8.33
本國銀行 (A)	32.08	70.59	88.24	58.82	82.35	41.18	29.41	35.29	0.00
本國銀行 (B)	33.96	38.89	61.11	38.89	72.22	55.56	50.00	38.89	11.11
外國銀行	11.32	50.00	50.00	50.00	33.33	16.67	16.67	33.33	0.00

註 1：措施 A：政府可藉由政策引導業者從事金融創新及金融商品研發，提升銀行獲利能力。

措施 B：政府可透過修法或政策鼓勵來帶動銀行業整併，以降低過度競爭。

措施 C：政府可建立體質分級管理，積極鼓勵大型優質銀行擴大市場赴海外投資經營，小型銀行深耕國內利基市場，經營不善者給予退場機制。

措施 D：業者間應有合理的價格競爭，例如以風險調整後之利率作為訂價依據。

措施 E：業者可擴大經營範疇，增加手續費收入。

措施 F：業者可調整業務結構，降低經營成本。

措施 G：業者可加強經營控制風險，減少損失發生。

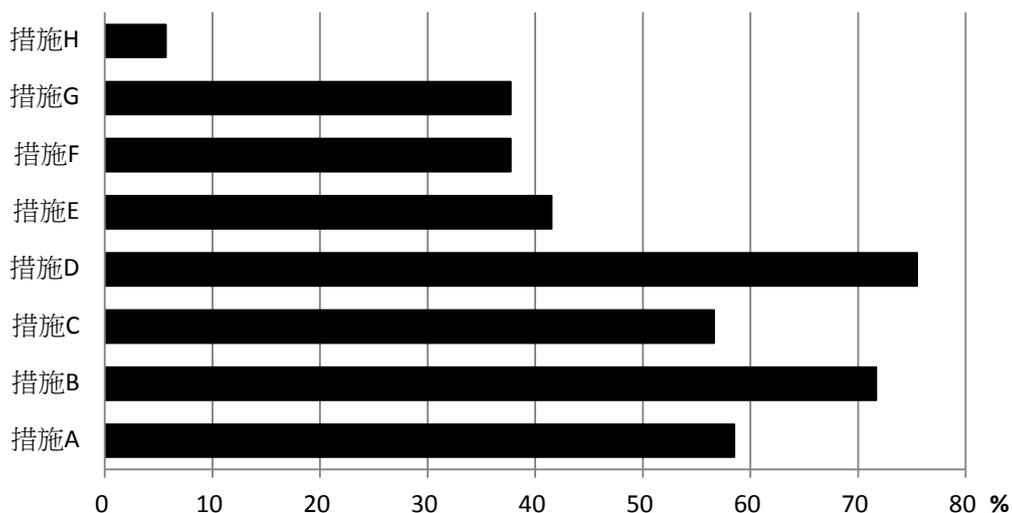
措施 H：其他：(請說明 )。

註 2：本國銀行(A)為民國 80 年 7 月前設立之本國銀行；本國銀行(B)為民國 80 年 7 月後設立之本國銀行。

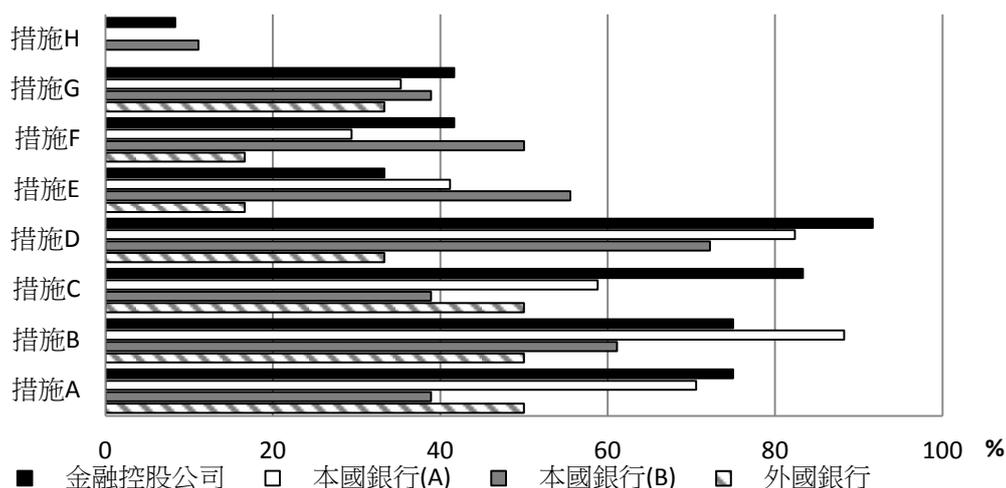
註 3：有勾選者 (1)、無勾選者(0)、未填答 (\*)

圖 44：在低利率、低利差環境下，我國政府與銀行業者可採取何種措施來因應

A 部分：合計-在低利率、低利差環境下，業者可採取何種措施來因應



B 部分：各機構類別--在低利率、低利差環境下，業者可採取何種措施來因應



註 1：措施 A：政府可藉由政策引導業者從事金融創新及金融商品研發，提升銀行獲利能力。

措施 B：政府可透過修法或政策鼓勵來帶動銀行業整併，以降低過度競爭。

措施 C：政府可建立體質分級管理，積極鼓勵大型優質銀行擴大市場赴海外投資經營，小型銀行深耕國內利基市場，經營不善者給予退場機制。

措施 D：業者間應有合理的價格競爭，例如以風險調整後之利率作為訂價依據。

措施 E：業者可擴大經營範疇，增加手續費收入。

措施 F：業者可調整業務結構，降低經營成本。

措施 G：業者可加強經營控制風險，減少損失發生。

措施 H：其他：(請說明 )。

註 2：本國銀行(A)為民國 80 年 7 月前設立之本國銀行；本國銀行(B)為民國 80 年 7 月後設立之本國銀行。

註 3：有勾選者 (1)、無勾選者(0)、未填答 (\*)

## 二、銀行風險管理策略<sup>28</sup>

### (一) 基本原則

- (1) 銀行風險管理之主要目標，在使銀行內部各單位對風險管理取得一致之共識。透過有效風險管理機制之建立，協助新金融商品之開發，確保銀行之健全發展；管理階層亦能依據適當之風險管理資訊進行決策，於風險與報酬間取得均衡，進而提昇股東價值。
- (2) 健全之風險管理必須具備明確的風險管理策略，並應建立完善的風險管理作業及追蹤程序。
- (3) 對於風險管理策略以及相關政策與施行細則之訂定、修改與定期複核機制，銀行應建立必要之作業流程，並予以書面化。

### (二) 風險管理文化

- (1) 董事會及高階管理階層應創造一個注重風險管理內涵且遵循內部風險管理機制的組織文化。
- (2) 風險管理文化必須能因應銀行營運需求變化調整。

### (三) 風險管理政策

- (1) 風險管理政策之內容必須具體可行，並應為銀行內各單位之風險管理最高遵循準則。
- (2) 銀行風險管理政策由董事會考量其企業文化、經營環境、風險管理能力及相關法規，並參酌高階管理階層之意見，予以訂定通過，並公告全體員工。俾使銀行內的全體員工充分瞭解及遵行。

---

<sup>28</sup> 引用自資誠企業管理顧問股份有限公司，“銀行風險管理實務範本總論大綱及案例彙編”，中華民國銀行公會，2004年9月。

(3) 風險管理政策建議涵蓋以下項目：

1. 風險的定義及風險管理目標
2. 風險管理功能的組織架構及範疇
3. 風險管理功能的權責歸屬
4. 風險胃納(risk appetite)
5. 風險衡量的方法
6. 風險對策
7. 風險管理資訊的溝通及報導機制。

(四) 風險胃納 (risk appetite)

(1) 銀行宜根據經營策略及財務目標，並考慮成長、風險與報酬等因素，訂定全行風險胃納。

(2) 於全行風險胃納制定後，宜將風險胃納分配到各個事業單位，以控制銀行就其所營業務可承擔之各項風險。

(五) 風險對策

銀行應根據損失事件所發生之機率及嚴重性進行分析，並評估各種風險對策之利弊得失，以協助銀行決定其所營業務之風險對策。風險對策可採行之方式包括：

(1) 風險迴避：採取迴避措施，以歸避可能引起風險之各種活動。

(2) 風險移轉/沖抵：採取移轉之方式，將部分或全部之風險轉由第三者分擔。

(3) 風險控制：採取適當管控措施，以降低風險發生之可能性及（或）其發生後之衝擊。

(4) 風險承擔：不採取任何措施來改變風險發生之可能性，並擬接受其可

能產生之衝擊。

### 三、相關法規之檢討<sup>29</sup>

- (一) 建請鼓勵金融機構建置以風險為導向之內部稽核制度，並給予稽核單位調整查核頻率之彈性：

為因應全球化金融環境及經營風險日益複雜之趨勢，金融機構應落實以風險為導向之內部稽核制度。對於金融檢查評等結果及內部稽核工作結果符合一定標準，且已建置內部稽核風險評估制度之銀行業，得向主管機關提出申請並經核准後，依該風險評估制度排定查核頻率，免適用「金融控股公司及銀行業內部控制及稽核制度實施辦法」第 15 條第 1 項有關銀行業內部稽核查核頻率之規定，俾使稽核人力有效運用至風險較高之單位或業務，進而提升稽核品質及效率。

- (二) 允許銀行提供固定收益商品予金融機構與大型企業

目前透過證券經紀商子(分)帳戶，或經由銀行信託業務平台投資外國固定收益商品之方式，既複雜又缺乏效率。因此包括我國中央銀行、勞退基金在內等金融機構投資人以及大型企業多透過境外金融機構於國際市場中投資所需之固定收益商品；但此一現狀卻與促進台灣金融業發展，包括將金融機構與人才留在台灣，為台灣引進國際先進金融專業知識以及增加稅收等重要目標背道而馳。保險業外國投資上限自 2008 年放寬以來，本地金融機構對固定收益商品之需求大幅增加，除造成供需不平衡外，原本應該留在台灣之業務與營業收入也因此流向海外。

建議(1)：台灣 OBU 資金不像香港一樣可與 DBU 資金完全互通有

---

<sup>29</sup> 引用自台灣金融服務業聯合總會，“101 年金融建言白皮書”；台北市歐洲商務協會，“2013 Position Papers 建議書”。

無，因而台灣 OBU 外幣之流動性無異將較為有限，此亦令國銀 OBU 外幣交易成本無法迅速下降。此外台灣現行將 OBU 與 DBU 在業務上分離、客戶層有所區隔的作法，將可能另台灣無法發揮其在發展人民幣離岸中心上之優勢；故建請金融監理機關考慮依國際金融業務條例第四條第一項第四款，允許銀行國際業務分行(OBU)提供固定收益金融商品與相關服務予金融機構、大型企業以及專業投資人，一方面滿足投資需求、提供投資人更周全之保護，降低風險，另一方面支持政府利用國際業務分行發展兩岸特色金融之政策。

建議(2)：允許銀行提供外幣計價之固定收益商品，包括政府公債、公司債、浮動利率債券、歐洲中期債券(但不包括權益現貨商品以及股權衍生商品)。

建議(3)：允許銀行提供居間服務，跨國銀行台灣分行國際業務分行將協助客戶與外國交易對手進行交易，僅認列佣金收入，不介入結算等其他過程。

(三) 持續完備我國銀行業「作業風險外部損失資料庫」，以提供本國銀行在進行業務決策或作業流程修正時最大的幫助

近 20 年來國際上發生了許多重大的作業風險損失案例，如英國霸菱銀行(Barings Bank)的倒閉、美國加州橘郡(Orange County)的破產、美國長期資本管理公司(Long Term Capital Management)產生巨大的損失及法國興業銀行(Societe Generale)所爆發的鉅額虧損等案件，係起因於銀行內部作業、人員及系統之不當或失誤，或因外部事件而造成銀行之損失。

因此，在 2007 年年初所開始實施的巴塞爾資本協定(Basel II)中，透過了三大支柱，分別規定了作業風險的資本計提方式、監理審查原

則及資訊揭露項目，盼藉此強化與提升銀行因應作業風險的能力。然而，作業風險之態樣眾多，且個別銀行所蒐集之相關資料亦極其有限，如何協助銀行未雨綢繆，並以主動積極之方式發現或預防作業風險，便成為各國金融主管機關與銀行業者所共同關心的課題。

我國在參考國際上金融業者的相關做法後，發現藉由「作業風險外部損失資料庫」之建立並透過損失資料分享機制，可有效解決前述課題。因此，聯徵中心在金管會銀行局、銀行公會與部分本國銀行業者之協助下，制訂了我國銀行業「作業風險外部損失資料庫報送格式」，並由金管會正式函請銀行公會轉知全體本國銀行，應於 2010 年 7 月 1 日起辦理作業風險損失資料之報送事宜。然迄今該資料庫發揮之功效並不顯著，應積極推廣並建立應用模型。

## 第六章 結論與建議

本章根據上述內容做出彙整，認為在資金過剩環境仍可能持續相當時日的情況下，如何引導資金以增加國內投資，或是協助外國業者來國內籌資，都能對資金運用效率與國內產出有所助益。除就國際與國內現況與業者反應作一總結外，本研究針對投資管道與風險控管，分別擬出七項與六項建議，並附帶說明可行的具體作為，前者包括：(1) 培植新興產業；(2) 開放投資管道與工具；(3) 以分級管理方式開放風險控管績優金融業者更多業務種類與投資標的；(4) 開放營運醫療照護的資格；(5) 聚焦重點扶持項目以有效引導資金在國內投資；(6) 引導資金進入特定的房地產案件；(7) 規劃兩岸信用合作使大陸中小企業台商成為我國金融業發展利基。後者則包括：(1) 根據各種指標進行長短期兼具的投資；(2) 落實建構風險管理系統紀律；(3) 密切注意對國內外綠能產業投資的風險；(4) 修正有關設立信用評等事業須有國際知名信評機構為發起人的管理規則；(5) 對於不動產放款依案件類型作差異性處理並回歸風險基礎監理；(6) 依據前述兩岸信用合作原則增修法規以建立交流機制。

### 前言

本研究主要在探討資金過剩下的投資管道與風險控管，自 2008 年金融海嘯發生後，各國政府為因應經濟危機，紛紛執行「擴張型貨幣政策」；各國鉅額資金供給對各金融商品報酬率的衝擊，應相當深遠，其中首當其衝者便是過多資金導致金融資產價格的推升。在此資金過剩大環境下，基本上應透過各種方式將過剩資金引導流向下述四面向：(1) 本國業者的國內投資；(2) 參與外國業者的國內投資；(3) 協助外國業者來國內籌資；(4) 本國政府與民間引導國內資金對外投資。前述均可能對本國產出與業者獲利有幫助，然而在增加投資管道外，亦須注意風險的適當管控，如此方能在這一微利時代勝出。以下分成國際現況與反應、國內現況與反應、投資管道、風險管理等項，對此議題進行彙整或給予建議。

### 一、國際現況與反應：

- (一) 自 2008 年金融海嘯後，歐元區企業部門在一定程度上以債券代替了銀行貸款；雖然情況在 2011 年有所反轉，但在低利率的大環境下，大公

司目前發行債券的成本還低於銀行貸款，致使最近債券發行規模再度大幅上升。

- (二) 金融風暴後美國零利率政策令短率大降，致使貨幣型基金及各種貨幣工具無利可圖，造成該類資產資金大舉出走。長天期公債利率在 Fed 量化寬鬆之下亦走低。銀行業者此前曾大量增持公債，不過目前已開始增持公司債及海外債券部位。
- (三) 壽險則無法靠公債投資負擔保單利率，所以大舉增持海外債及公司債部位。共同基金業者其公司債及海外債部位則是大增，而對股票增速減緩。綜上，美國金融業把資金向公司債及海外債券移動是整體趨勢。
- (四) 就共同基金投資流向來看，隨主要經濟體歐盟與美國經濟發生動盪，債券型基金相對於股票型基金具有較高之避險性，呈現高度成長態勢；新興市場與已開發國家相比，資金流動相對而言波動較小，市場風險可能較低，但仍須提防流動性不足。
- (五) 高盛資產管理公司(GSAM)發布的保險業投資長問卷調查(Insurance CIO Survey)中顯示長期的低收益環境是保險公司投資組合最大的投資風險，因而對收益較高的資產類別之興趣增加；受訪保險公司在未來 1 年內打算增加投資配置於高收益債券的比例是 36%，美國投資級公司債券 (35%)，房地產 (34%)，新興市場債券 (31%)，私募股權 (27%)... 等。
- (六) 最主要的投資組合減持預計為現金/短期票據 (39%) 和歐洲的金融信貸 (24%)；為減輕高風險的投資策略對整體收益的影響，保險公司表示將發展更加多樣化和更好的風險管理系統
- (七) 近年已開發國家之主權債務及金融體系問題，迫使全球主要央行採行低利率貨幣政策。而受歐債危機擴大及解決方案難以確定之影響，市場資金在風險資產及安全資產間流動，造成被視為安全資產之美國、德國公債的殖利率頻創新低。加上其波動性及預期通膨率上升，致使

保守型債券投資組合面臨負實質報酬率之投資環境。

- (八) 若美國能因頁岩氣的開發，而減少對外國能源的依賴，進而消弭貿易赤字，則美元中長期看升；而人民幣因大陸經濟的穩定成長及離岸業務的多樣化與多元化發展，可長期持有。

## 二、國內現況與反應：

- (一) 銀行業：目前國內銀行的資產配置策略放在增加海外資產比重，主因在國內投資管道不足。海外投資債券報酬率約 5%，扣掉避險成本，收益仍高於國內市場。
- (二) 證券投信業者：台灣低利率環境導致貨幣型基金幾無利可圖。操作策略主要將可用資金投資於海外市場所發行債券，尤其是新興市場債跟美國公司債。
- (三) 保險業而言：壽險公司在 2009 年後連續三年持續大額購進公司債及海外債，以負擔應付保單利率的成本支出。目前人身保險業資金運用配置在國外投資占比約 37%，但受制於保險法第 146 條，海外的資金運用上限 45% 之規定，成長空間有限。
1. 就海外不動產投資，壽險業爭取海外不動產投資採「差異化管理」，建議若 RBC 超過 250% 者，投資限額應可從淨值 10% 提高到可運用資金 5%，其餘則是可運用資金的 3%。
  2. 在投資中國不動產方面，目前法規限制僅限自用，沒有據點或業務量仍不夠者無法投資，壽險業者建議，希望開放可投資於中國商務投資用不動產。然因投資中國商用不動產頗具風險，建議主管機關採差異化管理，優先開放體質優及內部風控表現佳(根據風險管理評鑑)之業者從事該項投資。
- (四) 債券市場：資金過剩下，金融保險機構視公債為最佳避風港，於是在債券市場中大量購入公債，使債券籌碼集中於特定金融保險機構，造

成市場流通籌碼不足，影響市場交投意願，成交量大幅萎縮，交易金額成長率呈現大幅衰退，如何活絡債券市場，可從以下管道思考做改善。

1. 建立債券多元化商品：可經由多元化的公債商品設計，解決現存公債發行供給量不足問題。
2. 將直轄市政府債券納入信用評等模式：因應縣市政府陸續升格為直轄市數量增加，財務需求擴大，債券發行量也勢必提高，建議將直轄市政府發債亦可納入信用評等模式，如此可提升外資機構參與本國債券市場交易流通性。
3. 擴大外國法人機構來台發行以台幣計價之債券：提高公司債商品多樣性，增加市場資金投資債券管道。

(五) 票券業：建議參考吳登彰(2005)的報告中所指，對票券業開放外幣領域商品，允許票券公司多元持有外幣票券、債券及從事避險性匯率衍生性金融商品交易，尤其以未來可望新增人民幣相關商品業務，持續放寬對金融資產與不動產證券化商品之承銷、自營及公司債之簽證及承銷業務商機；允許兼營信託業務，募集貨幣型、債券型基金，或辦理私人銀行等相關業務，以增加票券業獲利來源。

### 三、針對投資管道：

(一) 培植新興產業：集中整合資源，培植具有前景之新興產業，增加企業投資信心與員工就業機會，自然將產生投資及消費面之資金需求，去化閒置資金，從源頭有效解決資金過剩問題，亦可提供金融業者更多初級市場服務機會並作為次級市場或相關衍生性商品市場之連結標的。

1. 由政府機關捐助專款，搭配中小企業信用保證基金提撥相對資金，合作辦理信用保證業務，針對幾項新興產業提供保證，擴大槓桿效應，同時可有效去化資金剩餘單位之閒置資金。

2. 政府給予新興產業業者租稅優惠，援引產業創新條例第三章有關創新活動之補助或輔導第十條精神，「為促進產業創新，公司得在投資於研究發展支出金額百分之十五限度內，抵減當年度應納營利事業所得稅額，並以不超過該公司當年度應納營利事業所得稅額百分之三十為限」，擴大抵減當年度營所稅上限。

(二) 開放投資管道與工具：如同第四章實例結果所示，就財務理論立場而言，增加新的可投資商品，將可增進市場的完全性，亦使效率前緣往外擴張，裨益投資人權益。尤其在這資金過剩追逐有限商品之微利時代，亦可說是為剩餘資金尋找更多去路，因此建議主管機關考慮放寬部分投資限制（諸如保險法第 146 條）。至於主管機關的主要功能應在於維持金融市場的健全運作，以及保障投資人的權益。

(三) 在高齡化社會下，為解決年長者的長期照護問題。金管會應不斷宣導可符合高齡化社會需求之年金保險、長期看護保險及醫療保險等保險商品；同時在金融業者達到標準的風險控管能力後，應採分級管理的方式，開放更多業務種類及投資標的予風控績優業者去承作。

(四) 醫療照護產業鬆綁法規，開放公司行號投資：我國內需型服務業中，醫療院所及照護機構均有快速增長的社會需求，產業機構也極富競爭態勢。然傳統理念強調醫療照護不應以營利為目的，因而限制公司行號投資營運醫療照護機構，以致衍生該等產業發展困境：(1)不能藉由發行股票債券從公開資本市場募集資金，造成資金取得管道有限且資金成本較高；(2)所有權人轉讓繼承困難，不利私人長期營運；(3)無法適用公司法中控股 (holding)、併購 (merge & acquisition)、及分支子公司 (spin-off) 等企業體常見之組織變革型態，影響企業體營運活力。目前國內游資充沛，缺乏投資標的，而此類醫療、長照等內需服務業，宜可研議開放公司行號法人投資營運，以誘導國內資金投入，使此類產業得以因資金挹注而蓬勃發展，進而大型化、連鎖化、垂直或水平整合化，並有機會向海外或其他華人市場投資擴張。

- (五) 應強調國內投資優先的重要性，尤其傳統製造業優勢的確保，是穩定就業與國際收支的主要力量。若要引導國內資金投入公共建設或專案，政府須提供金融業者一定的誘因與投資報酬，且聚焦於重點扶持項目。
- (六) 獨棟老舊建築開放等容積抗震更新方案倡議：我國都會地區大量三、五十年老舊建築，建材及工法均無法承受四級以上地震，未來數十年恐因發生強震而倒塌、甚至屋毀人亡，極不利於公共安全。目前欲更新此類建築，常受限於都市計畫法規容積率及建蔽率的限制而缺乏誘因更新；另都更條例法規又需大坪數整併土地，常因所有權人過多而不易成功。以台北市迪化街古蹟建築成功更新的案例，若能對老舊市區的老舊建築，修法開放原持有人以一坪換一坪、等同容積，且不受都市計畫建蔽容積率限制，得以更新為可耐受六、七級地震以上之建築，將有利於老舊建築更新，且可提升民眾居住品質及耐震安全。由於民眾儲蓄及國內游資豐沛，此民宅抗震更新方案，有助誘導資金投入房地產業，帶動相關內需產業之連鎖發展。
- (七) 中小企業在大陸的發展，應是台資銀行利基所在，而兩岸信貸信保合作應是這項利基的關鍵。<sup>30</sup>
1. 協助陸銀進行台商人民幣貸款證券化與主辦承銷業務：我國金融機構承銷該商品之綜效如下：
- (1) 將有效整合資產池台商兩岸信用資訊，包括台商與台資及陸資銀行授信往來紀錄，憑藉其信評技術優勢，提供證券化所需的風險成份量值及第三方獨立驗證報告供陸資銀行參考，進而提升對台商放款意願。
- (2) 增加人民幣市場投資商品標的，我國投資人有更多金融商品選擇，承銷銀行藉此可增加收益與提高投資人信心。

---

<sup>30</sup> 研究團隊感謝中華開發工業銀行-賴淑貞、敬永康提供以下關於兩岸信貸信保合作相關議題之具體建議。

- (3) 我國低廉資金成本，也可透過 pass-through 機制，使台商在此一授信結構中獲得授信成本的降低的直接效應；且有利陸銀資本適足提升。
  - (4) 個別中小企台商發債不易，證券化打包創造規模效應與風險分散效果。
  - (5) 在法規環境配套上，現行兩岸關係條例及證券化相關法規(「金融資產證券化條例」、「不動產證券化條例」…等)與國外商品應有所區隔；就大陸而言，對於我承銷業務資格開放，與外匯專案額度提供是否亦有類似情況需要進一步調整，需要兩岸監理單位進一步確認。
2. 建議赴陸設立專責服務台商之信用保證公司：信保機構(如中小信保)赴陸成立保證公司之效益如下：
- (1) 與陸資銀行合作，蒐集當地企業(陸資及台資)徵信資料以及交換授信往來資料並進行風險分攤，以降低台商與陸銀借款成本及保證機構在陸經營成本。
  - (2) 了解台商大陸子公司經營實況，也利於國內(含 OBU)授信與保證業務之推動。
  - (3) 直接參與陸銀(中銀、國開、…等)對台商政策放款與額度，提高其使用效率。
  - (4) 信保資產亦可做為資產池標的，多樣化證券化商品供金融機構承銷。
  - (5) 在法規環境配套上，修改「中小企業信用保證基金條例」等相關法規或要點，需要進一步確認；在大陸法規方面，信保公司係開放民營性質，依一般公司設立登記程序進行，惟所設立者若有外資限制時，應協調開放。

#### 四、針對風險管理：

如同第四章中提及，由於全球資金過剩，過多的資金追逐相對稀少之資產，使得許多資產價格節節上升，然而，資產價格的上升很可能是沒有基本面支撐的。因此，在全球資金過剩的此時，投資策略並非只是追求絕對資產價格之上升，而是更需同時兼顧報酬與風險之均衡，實有必要加強各類風險管理措施與建設。有鑑於此，提出以下幾點建議：

- (一) 長短期投資兼具：由於新世代消費者行為之改變，以及各種產品技術推陳出新速度加快，當前經濟之循環週期已經縮短，因此對於資產管理業者要掌握全球經濟與個別公司脈動之困難度增加。即便有效掌握景氣循環與經濟波動之走勢，由於金融機構管理資金規模龐大，欲在短期間內進行大規模資產配置轉換難度頗高，是以建議仍以長期投資為主。故應採用由上而下之方式，加強對全球各區域經濟發展與產業脈動之研究以提高掌握度。另一方面，為兼顧年度獲利目標之達成，亦須佈局部分資產進行短期操作，針對此一要求，則應加強對於相關經濟因素之追蹤，諸如景氣領先指標、消費者及企業信心指數、製造業 PMI、耐久財訂單及零售銷售狀況，以及資金面因素如外資流向，法人籌碼等。
- (二) 建構風險管理系統與紀律：由於經濟環境與金融市場變化多端，各金融機構均應建置嚴格之風控系統，並嚴格遵守風管規範，以確保投資之獲利或避免投資虧損之擴大。
  1. 應隨時注意國際與國內風險管理制度之發展情形，並據以檢討改善證券商所建置之風險管理制度，以提昇證券商風險管理執行成效。
  2. 為落實證券商風險管理制度之執行，除了硬體的規範與系統之外，證券商應依據公司個別狀況設計完整之人員訓練制度，以期達成證券商風險管理政策所設定之各項目標。
- (三) 注意綠能產業投資風險：目前各國競相投入的綠能產業，在美國等國

相繼發現新的傳統能源儲備後，未來前景反而是具泡沫化風險的。

(四) 修正信用評等事業管理規則：為增進信評產業的競爭性，以便提高信評報告的品質，避免發生金融海嘯期間信評公司對結構債評等失真情形再次發生，進而增加金融業風險控管的績效，建議修正信用評等事業管理規則第九條：「依第四條規定設立信用評等事業，發起人至少應有一為國際知名信用評等機構，且其所認股份，合計不得少於第一次發行股份之百分之二十，並應檢附申請書及下列文件，附具相關證明文件，向本會申請核准：…」。

1. 說明：信用評等機構的主要工作，是給予一家公司或是一項金融工具不同的信用評等級別，用以衡量其未來債務發生違約之可能性，而個別公司、金融工具的信用評等結果，亦是金融機構判斷是否參與授信、投資的主要準則之一。惟自 2001 年美國安隆(Enron)案、2002 年世界通訊(WorldCom)公司案爆發之後，各界批評信評機構發出信用評等時間點落後性的浪潮不斷。加上 2008 年金融海嘯，乃至近期的歐債危機，信評機構多在事件爆發後或是大型投資者已掌握充分資訊後才調降信評，使得信評的預警性遭受批評，致給人造成信用評等失真的印象。

2. 具體建議：由前述說明可知國際知名信用評等機構之評等技術並沒有明顯高明之處；為鼓勵私人投入評等模型與方法之研發，避免其研發成果為國際知名信用評等機構輕易取得，建議取消管理規則第九條中發起人至少應有一為國際知名信用評等機構之規定。

(五) 對不動產放款管理措施之檢討及建議：當前經濟環境與 2010 年推出選擇性信用管制之背景已有不同，相關措施宜逐步放寬或有退場機制。以國際清算銀行(Bank for International Settlements, BIS)目前研擬之抗景氣循環緩衝資本為例，其係要求各國政府應於景氣過熱階段要求銀行增提資本，藉以限制銀行擴張授信之能力，避免銀行過度曝險，並附帶達到緩和景氣過熱之目的，惟一旦景氣趨緩，國際清算銀行亦建

議各國政府應即解除銀行增提抗景氣循環緩衝資本之規定，以回復銀行信用供給能力，強化對經濟活動之支持。

1. 針對管制範圍內之正常放款案件，宜有差異性處理作法：現行對符合特定區域、購置高價住宅及土地抵押之貸款案件管制，宜區分案件類型，作差異性處理，例如商業用地抵押貸款經評估借款人現金流量，係具穩定還款來源，且已檢具具體興建計畫者，基於支持產業發展之原則，宜免除借款額度之管制，而回歸一般徵授信原則辦理。此外，對於自用住宅換屋貸款，因非屬投機炒作行為，其雖符合中央銀行特定區域管制範圍，似亦宜放寬相關管制。
2. 回歸風險基礎監理：截至 2012 年 5 月底止，本國銀行以不動產為擔保之放款總餘額為 11.05 兆元，占放款總餘額 22.13 兆元之 49.93%，如其授信風險未適度控管或有過度集中情形，一旦景氣反轉，本國銀行將產生極大損失，從而降低其承作貸款的能力與意願，並進一步造成信用緊縮危機，波及實體經濟活動。因此，為避免銀行發生風險未適度控管之情形，對於銀行授信風險之監理，仍須持續進行，惟監理方向應可回歸以風險為基礎，如授信是否過度集中、備抵呆帳是否已提列充足及有無持有足夠資本等，以確保銀行風險已被適當控管，且於發生預期外之損失時，亦不致影響實體經濟之正常運行。而金管會宣布自 2013 年起採行 BASEL III 規範對銀行業進行監理，正是呼應回歸以風險為基礎之監理方向。

(六) 建立兩岸信用機構合作與交流機制，具體建議如下：

1. 兩岸徵信中心以業務合作對等進行信用交換，目前消極防禦作法並不能杜絕當事人或企業將在台資料流往大陸。
2. 主動赴陸成立兩岸徵信與評等機構，即有權直接參與陸銀授信與陸企發債業務，除有利台商信用強化，也提供非隱私性信用資料交換管道。

3. 成立兩岸徵信與評等機構，亦能發揮加強對未來陸資企業來台籌資前之風險控管機制(不論以發債或理財商品)。
4. 目前大陸五大信評公司皆屬國營性質，皆未獲國際 NRSRO 認可，因此我信評業者成立兩岸徵信與評等機構仍存在發展利基，惟需獲大陸主管機關同意。
5. 在相關法規的檢討上：個資法、跨國傳遞、兩岸信用評等公司管理辦法、銀行同業徵信機構規約皆需要進一步研修、確認。

## 參考文獻

### 一、中文文獻

- 中央銀行 (2012)，金融市場，中央銀行季刊 34 (3)，107-108。
- 中央銀行 2012 年 8 月 20 日新聞稿，網址：<http://www.cbc.gov.tw>。
- 中國國人壽保險商業同業公會(2004)，國外投資作業手冊範本。
- 中華民國證券商業同業公會(2009)，證券商風險管理實務守則。
- 王曉伯 (2012) 伊爾艾朗：全球利率一致走低有害無益，工商時報 2012 年 7 月 26 日。
- 王儷容 (2009) 中長期資金運用制度存廢與轉型之研究，行政院經濟建設委員會，(98).014.401。
- 台北市歐洲商務協會，“2013 Position Papers 建議書”。
- 台灣金融服務業聯合總會，“101 年金融建言白皮書”。
- 台灣金融研訓院 (2012a) 全球持續低利率環境對國內外經濟的可能影響，中華民國 101 年經濟年鑒，13-19。
- 台灣金融研訓院 (2012b) 金融商品研發—可行性分析與本院推動規劃。
- 台灣金融研訓院 (2013) 2013 我國金融業營運趨勢展望問卷調查。
- 白塚重典 (2009) 日本央行的量化寬鬆，IMS Discussion Paper 2009-J-22。
- 伍錦霖，楊永芳與周思源 (2010) 德國資產管理機構與職業退休金之運作實務，<http://www.nat.gov.tw>。
- 匡奕柱，『我國債券市場發展瓶頸與解決之道』，證券櫃檯買賣中心。
- 朱美智 (2006)，「剖析全球長期利率走低的因素」，國際金融參考資料，第五十二輯，中央銀行。
- 行政院 (2012) 陳揆主持財經議題研商會議盼金融業蓬勃發展，<http://www.ey.gov.tw>，2012 年 8 月。
- 行政院金管會 (2012) 金管會通過「保險業辦理不動產投資有關即時利用並有收益之認定標準及處理原則」修正草案，金管會電子報，2012.11.19。

行政院金管會 (2012) 保險業風險管理實務守則，<http://www.fsc.gov.tw>。

行政院經建會(2009) 掌握全球綠色新政商機，  
<http://www.cepd.gov.tw/m1.aspx?sNo=0011644>。

行政院經建會 (2012) 保險業投資公共建設上限鬆綁，台灣新經濟簡訊 138 期，  
<http://www.cepd.gov.tw>。

何佩儒 (2012) 三大債券持續吸金壽險將加碼，經濟日報 2012 年 8 月 14 日。

吳登彰，『票券金融公司營運現況與未來展望』，金融監理與風險管理選輯，2005 年。

李冠群(2011) 新能源-綠色能源，  
<http://highscope.ch.ntu.edu.tw/wordpress/?p=31580>，2011.8.6。

李淑慧 (2012) 金管會打炒房盯上壽險，經濟日報 2012 年 6 月 27 日。

官佳璿與張禎真 (2012) GSAM、BlackRock 及 UBS 資產管理研討會心得報告書，<http://www.nat.gov.tw>。

邱金蘭 (2012) 保險投資公建 4 年增 2500 億，經濟日報，2012.10.15。

馬韜、王沛，「熔岩邊的盛宴，歐元危機背景下的商品貨幣」，全球匯率研究，莫尼塔全球宏觀研究雲平台，2012 年 8 月 3 日。

郭正亮(2012) 環保無限上綱的後果，  
<http://www.nownews.com/2012/11/12/320-2871938.htm>。

陳志偉 (2009) 臺灣證券業風險管理現況與未來發展趨勢，  
<http://www.cyut.edu.tw/~finance/docs/980305.pdf>。

陳怡慈 (2012) 國銀陸分行「躺著賺」時代終結，經濟日報，2012.10.15。

陳朝燈 (2012) 金融業奮起先突破三大挑戰，經濟日報 2012 年 8 月 13 日。

彭秀莉 (2012) 台灣老人經濟自立性的探討與衡量，國立中正大學國際經濟研究所碩士論文。

彭禎伶 (2012) 游資救經濟 8A 總裁提 8 招，工商時報 2012 年 08 月 23 日。

彭禎伶 (2012a) 169 件公建案如雞肋壽險沒興趣，中國時報，2012.10.8。

彭禎伶 (2012b) 救勞退金管會促壽險業助陣，中國時報，2012.10.18。

彭興韻，「歐洲央行的危機管理：非標準貨幣政策操作」，網易財經，2012

年4月17日。

楊文琪 (2012) 財經座談金融業者建議與官方回應，工商時報 2012年08月22日。

經濟日報 (2012) 兩岸產業合作應大步前行，經濟日報，2012.11.17。

葉國俊等 (2012) 資金過剩下之投資管道及其風險控管研究大綱，2012年3月。

葉惠青 (2009) 綠能產業及產業發展現況，綠能科技及產業發展研討會，國立成功大學，2009.10.30。

詹淑櫻、葉華容，「全球金融危機的衝擊與因應」，國際經濟情勢雙週報，第1665期，2008年10月。

資誠企業管理顧問股份有限公司，“銀行風險管理實務範本總論大綱及案例彙編”，中華民國銀行公會，2004年9月。

管國霖 (2012) 金融人才及商品的新亮點，經濟日報，2012年7月10日。

趙辰、王晶，「頁岩氣有望帶來美國能源獨立，利好中長期美元指數」，石油化工行業，東方證券，2012年11月12日。

潘子欽 (2012) 綠色經濟的內涵與綠能產業所扮演的角色，工業技術研究院綠能與環境研究所。

鄭貞茂 (2012) 全球貨幣寬鬆有利金融穩定，經濟日報 2012年7月6日。

鄭慧菁 (2012) 長照機構空床率達3成壽險資金投入有商機？現代保險健康理財電子日報，2012.11.13，<http://www.rmim.com.tw>。

穆震宇 (2012) 怕觸犯個資法學生保險一團亂，現代保險健康理財電子日報，2012.11.13，<http://www.rmim.com.tw>。

蕭翠玲，「歐元區貨幣政策操作方式之研究與借鏡」，國際金融參考資料，第五十輯，中央銀行，2005年。

謝順峰 (2012) 金融情勢週報 20121105 日韓篇，台灣金融研訓院。

魏好庭 (2012) 保險業投資不動產收益率門檻提高，現代保險健康理財電子日報，<http://www.rmim.com.tw>，2012.8.22。

## 二、英文文獻

Bank for International Settlements (2011) BIS Annual Report 2010/11,

<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2011e.htm>.

Bank for International Settlements, (2010), “Triennial Central Bank Survey— Report on global foreign exchange market activity in 2010,” December.

Chang, Ha-Joon (2012) *23 Things They Do Not Tell You About Capitalism*, ILA.

Dirk Schumacher (2012), European Economic Analyst, Issue No:12/05, Goldman Sachs.

EPFR Global Database.

Gambacorta, L. B. Hofmann and G. Peersman (2012) The effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound: A cross-country analysis, BIS Working Paper 384.

Grampp, William D. (2000) What did Smith mean by the invisible hand? *Journal of Political Economy* 108 (3), 441-465.

GSAM Insurance Asset Management, “Seeking Return in an Adverse Environment,” Insurance CIO Survey, Goldman Sachs, July 2012.

International Energy Agency, “World Energy Outlook 2012,” November 12, 2012.

Kessler, Andy (2011) Raise rates to boost the economy, *The Wall Street Journal*, 2011.3.21.

Markowitz, H.M. (1952). Portfolio Selection, *The Journal of Finance* 7 (1): 77–91.

Mckinnon, R. (2011) The return of stagflation, *The Wall Street Journal*, 2011.5.24.

Page, S, M. Taborsky and N. Pedersen, “Asset Allocation: Does Macro Matter? Part I”, Viewpoints, PIMCO, December 2011.

Page, S. N. Pedersen and H. Guo, “Asset Allocation: Does Macro Matter? Part II”, Viewpoints, PIMCO, May 2012.

Page, S.,”Post Crisis Solutions for Asset Allocation”, Global Investment Conference, Banff, Canada, April 2011.

Perold, A. (2012) Negative real interest rates: The conundrum for investment and spending policies, *Financial Analyst Journal* 68 (2), 6-12.

Perold, A. (2012) Negative real interest rates: The conundrum for investment and spending policies, *Financial Analyst Journal* 68 (2), 6-12.

Rushton, Sean (2011) Mundell: Deflation risk for the dollar, The Wall Street Journal, 2011.5.23.

Tang, Cheng-tao and Kuo-chun. Yeh (2012) Investment strategy of Taiwan's MNEs, Sharing Asian Experience: Promoting FDI Effectively, Singapore: Singapore Ministry of Foreign Affairs, Nanyang University of Technology and ADBI, 2012.10.8.

Worldwide Mutual Fund Assets and Flows --First Quarter 2012 , Investment Company Institute.

Worldwide Mutual Fund Assets and Flows, First Quarter 2012, Investment Company Institute.

## 附錄一\_座談會(一)會議記錄

一、會議時間：101 年 7 月 17 日（星期二）上午 10 時 00 分至 12 時 00 分

二、會議地點：研究所 11 樓

三、主持人：李副所長智仁

四、本院列席人員：李副所長智仁、吳宜聰、謝順峰、彭勝本、紀文傑

五、邀請貴賓：張雲鵬副總經理(華南銀行)、楊紫涵副總經理(保德信投信業務部)、儲蓉風控長(新光金控)、黃英杰襄理(國華人壽權益證券暨專案投資部)

六、會議記錄：紀文傑

專家意見重點摘錄：

張雲鵬副總經理：

1. 金融海嘯後，從幣值間的變化可以觀察出國際間資金流動方向，例如歐元相對美金貶值 16%，顯示國際資金漸漸地離開以歐元投資為主的國家去尋找避風港。
2. 全世界資金過剩的情況下，台灣不應該處在低利率環境，韓國與我國環境非常相似，且利率還有 3%左右，台灣造成低利率的主要原因是 Over banking，銀行過度競爭下的結果，另外就是近 20 年來產業外移尤其是到大陸，部份資金需求被當地銀行或外資銀行取代，致國內資金供過於求。
3. 國內銀行 37 家與外商銀行 28 家未來應考慮走向合併，而目前銀行的策略則放在增加海外資產比重，增加營收。
4. 最主要的問題還是在國內投資管道不足，新產品的創新及核准受限無法滿足投資人及法人機構如銀行、保險業等機構之需求。
5. 台灣與中國的利差有 3%左右的空間，導致一些高營收的科技業挾其龐大現金流及銀行關係資源在兩岸金融業從事借貸套取利差，扭曲資源分配。

儲蓉風控長：

1. 希望把議題的層次拉高，分成策略性與技術性兩個層面討論，先探討策略性問題「台灣的環境有必要維持低利率嗎？」，再來探討技術性問題「低利率下的投資管道及其風險控管。」
2. 台灣的低利率問題造成資源嚴重扭曲，使得過剩資金跑到房地產及股市，建議本研究可提出在台灣是否低利率可以刺激投資，刺激景氣成長的利弊分析，從政策面給予建議。
3. 另外就目前低利率環境下，投資管道可以分成四種方式來觀察：國別、幣別、產業別和商品別。
4. 國別：從國家跟區域來觀察，找尋最佳區域投資管道，哪些地方有成長空間？除了金磚四國之外，加上印尼、韓國、土耳其和墨西哥的成長八國及東協各國也是觀察的目標。
5. 幣別：歐元暫時是大家迴避的貨幣；美元雖然受到美國雙赤字牽連，但因其是國際貿易、金融交易的主要結算貨幣，長期來看還是可以穩定持有的貨幣；人民幣則是長期看好的貨幣，值得關注，因為中國大陸的策略非常清楚，未來想成為貿易結算的國際性貨幣，2012年以來日本跟韓國都宣布要持續增加人民幣的資產。
6. 產業別：以前台灣是科技產業的天下，現在進入微利時代後，傳統產業的食品業好像又復甦了，尤其是全球天氣異常下，大宗物資是未來值得關注的標的。
7. 商品別：短期內還是會減少持有股票，增加債券投資比例。資金大多流向高收益債、公司債及新興市場債。雖然結構債在2008年損失慘重，但只要了解其特性做好風險控制，投資結構債也不是壞事。
8. 風險控管最好的方法就是事前策略的執行正確，意指事前的風險控制；建議金融監管單位應該要有了解風險控管的人員，熟悉風控內涵及建立相關獎勵辦法，並適度開放賦予各家銀行風險控管的權責。

黃襄理英杰：

1. 提供一些壽險業數據給貴單位參考：截至 2012 年 4 月為止，壽險業總資產規模為 11 兆 9 千多萬，比去年增加了 5 千 236 億元。
2. 產險業資產規模為 2536 億，資料來源為保發中心；從前述數據來看，台灣保險業仍以壽險為主。
3. 人身保險業資金運用配置 2012 年 4 月(及 2011 年)如下：有價證券占比 41.31%(40.99%)，其中以公債及國庫券為主占整體資金運用比率 20.73%(21.32%)；不動產 4.65%(4.74%)；壽險貸款 4.91%(4.96%)；放款 4.83%(4.97%)；國外投資 37.10%(37.73%)。
4. 資金放款跟壽險貸款因為受到同業競爭，目前看來有萎縮的趨勢。
5. 大部分的資金還是移到國外投資，海外投資報酬率大約在 5%左右，扣掉避險成本還有小賺，但保險法第 146 條規定保險業者投資海外的資金運用上限為 45%。
6. 2012 年投資比重跟去年比較，公債跟國庫券投資增加 13%、不動產投資增加 4%、國外投資增加 23%、股票投資增加 25.86%。

楊紫涵副總經理：

1. 海外共同基金目前在台灣市場的發展管道並未健全；加之台股目前表現不佳，致大部分投資還是放在貨幣市場上。
2. 依照 FED 在 2008 年的資料，資產大多數都流向公債、公司債跟海外債，整體金融業的金融資產除公債外，其餘淨增長均放緩。
3. 私營退休金一直是以持有基金部位為主，金融風暴後大量持有公債部位。
4. 壽險公司則是在 2009 年後連續三年持續買進公司債及海外債，以負擔保單利率。

5. 共同基金也是公司債及海外債的主要買家，持有淨資產淨額約為 2,000 億。
6. 金融海嘯後低利率政策令短天期利率大降，導致貨幣型基金無利可圖，使得該類資產資金大舉出走。
7. 整體而言，主要的投資標的均屬於海外債券，尤其是新興市場債跟美國公司債。

謝順峰研究員：

問題 1：為什麼會造成低利率環境？Overbanking 可能是原因之一，抑或是整個產業都沒有信心導致不敢投資。在產業跟金融互利共生下，我們應該如何思考政府及業者應該扮演好甚麼角色帶動國家發展？

儲蓉風控長：

中國大陸可以用政府的力量推動政策，產業政策正確自然可以帶動金融產業。台灣利率成本低廉，若產業無法走出國際，國內業者又無法加速淘汰或退場下，容易造成景氣不振。如果要創造榮景，建議政府應該要提出明確的產業政策。

吳宜聰研究員：

問題 2：就貨幣政策來看，此次金融風暴全球各主要央行皆採寬鬆貨幣來因應，且目前看來此一趨勢將延續至 2014 年底，然政府的寬鬆貨幣政策是否可以創造經濟成長？

儲蓉風控長：

建議要改變舊有的刺激經濟成長思維，以台灣的環境來說，低利率似乎不會刺激投資和促進成長，反而造成諸多弊端。低利率政策旨在刺激國內投資，但此效果卻未呈現出來，因此政府必須有相關的產業配套措施搭配金融工具的使用，才能有效促使經濟成長。

## 附錄二\_座談會(二)會議記錄

- 一、會議時間：101年11月07日（星期三）
- 二、出席貴賓： 呂玲珍(第一銀行財務處處長)  
敬永康(中華開發金控風險管理處協理)  
貴賓 A(某證券公司董事長；因表示不便具名，故以匿名方式處理)  
吳振邦(富蘭克林證券投顧協理)
- 三、主持人： 葉國俊(中正大學經濟系副教授)
- 四、參與人員：  
吳宜聰(台灣金融研訓院金融研究所副研究員)  
謝順峰(台灣金融研訓院金融研究所助理研究員)  
彭勝本(台灣金融研訓院金融研究所助理研究員)  
紀文傑(台灣金融研訓院金融研究所研究助理)
- 五、紀錄：宋宜蓁

### 專家意見重點摘錄：

前言：

James Tobin 把經濟比喻輪子，實體面的經濟輪子轉得比較慢，因為實體面需要長期資金來挹注，然而金融面的資金轉換是很快速的。金融業可以分成銀行、證券、保險、投信投顧，這四個小輪子轉動的速度也各自不一樣，Tobin 認為因為實體面跟金融面對資金運用報酬所要求的期限是不一樣的，所以覺得若金融面轉動太快，對實體面經濟發展會帶來負面影響。因此應對金融面進行踩煞車的動作，讓其轉動的速度不致過快。換言之金融面太有效率對國家不一定是一件好事。反觀台灣的情況，政府對金融面所設的管制似乎多了一點。

目前本研究案已完成期中報告，其內容是針對世界主要國家及經濟體的貨幣政策，國內外業界目前對資金過剩環境的反應，以及共同基金的資金流向等等…。金融總會審查委員期望我們能就投資管道和風險控管這些方面，繼續就區域別、商品別、幣別、產業別這四個部份做深入的討論。亦即在目前資金過剩、利率過低的情況下，我們想要瞭解金融業者對於投資管道的選擇及其衍生的風險控管有何具體想法？

比如說本國銀行在中國大陸設立的分行，為了符合能夠取得經營人民幣業務的條件，多把匯入的資本金轉存到大陸其他銀行同業，這種作法似乎有些扭曲。

金融海嘯後，也有發生很多事情，例如在國際上，美國的零利率政策似乎會一直持續下去；主權債務的問題，歐元區的狀況未必像媒體報導得那樣沸沸揚揚；共同資金的流向，目前債券型基金、股票型基金有較高的避險，新興市場的債券、高收益債也是現在大家比較看好的商品；資料顯示，壽險公司未來將增加投資一定比例在高收益債上。

國內的話，透過對銀行、投信、保險業者的訪談得知，目前銀行業也有投資管道不足的狀況，並認為海外投資的報酬率會比國內高；而投信業主要是將資金佈局在新興市場債及美國公司債；保險業方面，壽險近年大舉增加投資海外公司債，但其海外投資的比例仍受法令限制，故業者希望能夠放寬資金運用之限制。本次座談會希望能夠以前述的四個方向(區域別、商品別、幣別、產業別)，就投資管道、風險控管等議題，向諸位金融業先進請教，惠請各位發表寶貴意見。

面訪人員提問：

問題 1：請各位先進就會議提綱給予指教？

呂處長：

以銀行的角度而言，由於銀行業是一個高度敏感性的行業，在資金運用上會比較謹慎保守一些，除考量區域別、商品別、幣別、產業別之收益率、市場風險及信用風險外，需兼顧流動性風險。舉例來說，因為台灣資金比較便宜，2009 年起，台商回台借款的金額明顯且持續成長，加上各銀行不斷擴增海外分行業務，且要支應海外分行的資金需求，產生三個月 TAIFX(台灣貨幣市場拆款利率)與 LIBOR 利差大幅上升之現象，最高曾經高達 160 點，使銀行資金成本大幅墊高，因此流動性的控管非常重要。

產品別部份：以流動性較佳、產品相對簡單的標的為主，過去在金融海嘯之前比較流行的產品(如 CDO)或較複雜型商品，不在現階段考慮範圍內。

區域別部份：對於目前熱門的新興市場與金磚四國，印度雖屬於金磚四國，但其波動度較大，因此投資態度會比較保守；土耳其雖然負債比較高，這十年來改變不少，包括觀光、紡織、代工、汽車業都有不錯的表現，是可以考慮投資的區域，但因流動性相對較差，所以僅適宜小量投資；另外巴西以寬鬆貨幣政策因應全球市場趨緩、南非基本面及通膨控制狀況還不錯並有降息空間、近期俄羅斯大選造成的不確定性已逐步降低...等，均為現階段列入投資評估的區域。

幣別部份：國內新台幣投資管道非常有限，外幣投資較多元化、選擇較多，目前銀行業美元存款比率約七~八成，所以外幣投資仍以美元為大宗。而最熱門的人民幣部分，中國境內外利率水準不同且利差大，包括金融機構、企業及個人有管道的會運用機會套利，日前大陸官方已經注意到這個現象；著眼

於 DBU 開放人民幣業務後衍生的商機，目前台灣銀行業積極吸收人民幣存款，未來人民幣若有增值空間，存款會增加，投資的需求也會提升，但境外人民幣除了放款及貨幣市場工具外，目前只能投資點心債，運用管道非常有限。

吳協理：

現在的總體環境，利率較低，資金浮濫，這個方向沒有爭議。市場的印象中，美國或歐洲在市場上印了很多鈔票，將會發生通膨、貨幣戰爭之類的，實際的資料顯示，在金融海嘯之後，從央行印出貨幣到貨幣供給之間的流通速度，大幅下降，過去四年，美國 M1 增加了 200%，M2 只有增加 28%，所以貨幣總供給增加其實沒有媒體宣傳的印象中那樣多了好幾倍，但那個被宣傳的印象深植人心是可能會影響短期投資情緒，業界稍有研究的人都知道這些情況，中間就會出現資訊的落差，資訊釐清的過程就會出現投資機會。

從區域別的方向來說，像美國從金融海嘯之後，在就業面部份改善不是很大，但是在產業面方面復甦得較快，企業獲利不錯。另外受到中國發展模式的調整，墨西哥就很明顯受惠於新遷入的製造業，東南亞也有些國家受益，像緬甸、柬埔寨就成為這兩年的投資熱點，這些都是從基本面來看會有比較大成長的。相反的就風險較高的部份，像是中國在做結構性調整，有些產業在外移，有些在大量消失，潛在的金融問題就會浮現。基礎建設投資不容易持續先前的爆發，或是中國原物料的需求減緩下，對於光靠資源輸出的國家例如澳洲可能相對來講會有壓力，這個仍有爭論，主要要看中國轉型的速度，會影響對煤鐵的需求，長期的方向而言，對鐵礦的輸出國澳洲可能是比較大的壓力。

幣別的部份，在過去這幾年，美國和歐洲都有自己的問題，看起來就是美元漲也漲不到哪裡去，歐元跌也跌不到哪裡去，這個區間來回波動的格局可能會持續。對台幣來說，央行穩定市場，波動只會在一小區間，而波動方向則幾乎總是和亞洲其他國家同樣的方向，例如匯率波動大的像韓元，放在與台幣一起看，其漲跌方向大致相同，只是幅度不同。人民幣的話，也許還有小幅的上漲空間，但是幅度已經不大，這應該是市場已有的共識。

若是產業別的部份，全面性來看，有幾個新興產業可以提出來提供參考，例如由於頁岩氣的大量開採，美國將能源自給自足甚至輸出，會帶動相關產業蓬勃發展。未來不用再依賴中東，美國對中東的著墨就會比較少了，但其他國家要留心威脅。美國的製造業復興、墨西哥工業受惠，可能也是不錯的標的。商品別的話，煤鐵可能正走入一段長時間的供過於求，可以給大家做參考。在之前提到的貨幣供給其實沒有大家想像得多，所以應該不會推升大幅的通貨膨脹，部份商品甚至還會有跌價的空間。

貴賓 A(董事長)：

近年來資金過剩現象最主要出現在銀行業，因而有銀行業者在資金去化壓力

下，產生激烈的貸款利率價格競爭，存貸利差長期維持在 2% 之下，與銀行業的經營必須要求穩健保守相衝突。就證券業而言，其角色可以幫助將過剩資金引導至有發展及資金需求的項目，但目前國內業者可以著力的地方不多，主要還是因法規面的限制。接下來會從幾個面向舉例說明。

#### 一、吸引國外企業來台灣進行籌資：

例如說 11/1(四)俄羅斯最大鋁業(RUSAL)董事長去拜會台灣證券交易所，此行主要目的在初步探詢於台灣上市的可能性，因為其知道台灣的資金是充裕且便宜的。RUSAL 這家公司 2010 年已在香港上市，其目的是看重中國市場，認為中國市場需求發展很快，是未來必須參與的市場。

#### 二、引導國內資金到國外進行購併或投資：

鋁是金屬期貨裡面重要的一環，但是不只限於鋁，國際間很看重這個市場；這也是香港交易及結算所(Hong Kong Exchanges and Clearing)併購倫敦金屬交易所(London Metal Exchange, LME)的原因。例如希臘，希臘是觀光和太陽能產業的重要國家；且因地理位置之故，其碼頭開始被中國的中投公司買下來。

例如中華開發前年設立一個私募股權基金(Private Equity Fund, PE fund)，積極尋覓投資標的。若我國政府能核准 PE fund 投資對岸的一些好機會標的，應該可以吸引到法人、專業投資者的加入，尤其是坐擁現金的壽險公司；然目前法令規定，壽險公司所持有的 PE fund，其投資標的必須限定是在 OECD 國家；因此如果壽險業想要透過 PE fund 去投資一些對岸的基礎建設，則需要修法才可行。

#### 三、引導國內資金投入公共建設

就資金結構來看，壽險業的資金適合引導投入國內都市更新及開發和公共建設上，如此亦可創造國內就業機會；雖然此舉可能會引發土地炒作的疑慮，但可從法規上著手，要求壽險業者若投入都市開發須長期持有，來阻止土地炒作的發生。

從壽險業的資金運用資料來看，壽險業投入公共建設的資金占其全部資金的比率，目前已低到只占 1% 左右；由此可見這些資金大部分都沒有投入到與經濟發展有關的建設上。而在國內長期照護體系仍未完善之際，可以導引這些資金投入發展長期照護產業；加上國內有些企業集團同時擁有保險、醫院以及建設公司，適合鼓勵其投入長期照護產業。

#### 四、透過金融市場將資金導入利基產業

比如台灣高鐵現在轉虧為盈，交通部毛部長表示將來可以考慮以 IPO (Initial Public Offerings) 方式引入更多民間資金投入高鐵。另外可以把具現金流的公共設施以證券化的方式引入民間資金，例如將高速公路的 ETC 證券化(但仍有法令上的問題需要再研究)。

生物科技業是台灣具利基的產業，金融業者可對有潛力的標的給予其籌資協助。例如凱基證券最近在輔導安成藥業上興櫃；安成藥業主要生產學名藥(專利已到期可以開放給大家生產的藥品)，但這家公司很特別，是在藥品專利還沒有到期前就投入資源去開發，以便即早搶佔市場。

若金融業者只專注於尋找具有高收益的金融商品來投資，例如高收益債券如果大家一窩蜂去投資，這樣相對來說是比較危險的。

面訪人員補充：本計畫的結案報告中會提出對主管機關的建議，將包含以上述四個面向為出發考量點所做之探討。從先前諸位先進的發言中，我們可以發現海外投資機會雖較多，但台灣也存在不少機會；然而關鍵點是，例如行政院提出的六大新興產業計畫，是否有足夠配套措施可以吸引或幫助業者來落實執行？

敬協理：

第一點是針對藥品開發的部份，從風險管理的角度去思考，生產學名藥、複製藥、生物藥、或化學藥的公司在本質上是有一些差別地；關於其差異可參閱 Clayton Christensen(哈佛企管大師)的一本在講述醫療和製藥產業之著作。舉例而言，現在全球幾大藥廠都是非常大的公司(往往與醫療體系整合並搭配行銷)，但有一共同的現象是大藥廠投入巨額的研發費用，而通過的專利藥數量卻大幅地減少；另一現象是大藥廠對其研發的專利藥，在其專利權失效後，通常就不再生產該藥品，因此開始有業者踏進學名藥、複製藥這塊領域上。

在生物複製藥上，台灣的發展明顯比日本、韓國和中國落後，核心競爭能力不足。目前新藥品在獲美國 FDA 核准上市前需經過好幾個階段的測試實驗，其中第三階段(人體實驗)所需時間甚長；若能發展出在實驗過程中有效的判斷藥或試劑，將能縮短人體實驗時程；台灣或可從判斷藥上切入。

因為過去產業政策之故，國內的金融業人才對電子業的發展情況較能掌握；然因生技產業的技術門檻高，國內金融人才瞭解其發展狀況的人不多；因此需要政府或第三方機構給予專業意見，協助金融機構判斷是否給予個別生技業者提供籌、融資服務。但整體而言，個人仍看好生技製藥，以及醫療長照產業的發展前景。

第二點是關於開發可支援人口老化問題的金融商品，長期而言是一可思考的方向。民眾對目前由政府建構的退休金制度之可持續性存有疑慮，正好提供業者發展退休金相關金融商品的契機，提供個人規劃自己退休生活財源之自主性，進而提昇退休金制度的效率。例如前幾年國內曾有學者倡導發展住宅增值參與證券(Home Appreciation Participation Note, HAPN)，HAPN 是一種零息債券，所有權轉換日即為到期日，收益由期初及期末的房價指數差額

而得，若房價貶值，則由 HAPN 投資人負擔，住宅所有人保留固定比率（1%）的房屋每年增加價值。房屋所有人可藉由出售未來的增值投資權，降低其購屋負擔的壓力，並將未來房價下跌風險轉移至投資者。然 HAPN 亦是證券化商品的一種，在金融海嘯後大眾對證券化商品仍存排斥心理下，其在國內仍無法發展起來。

第三就投資的地區別來看（從銀行角度），大家對中國的看法是比較悲觀的，其問題在於中國大陸近幾年來的授信市場產生非常大的變化。個人目前較看好東南亞地區，原因除了其成長潛力外，主要是該地區較無信用管制的情形發生，且其金融監理已逐步跟上國際標準；建議在區位選擇上，以該地區內的國家是否有良好的信用管理機制作為選擇的考量因素。例如泰國央行有很高的獨立性，積極推動 Basel 規範，目前符合 Basel II、III 監理規範的程度相當高。因此看好銀行業前往泰國或越南發展，惟需注意越南政府的效率不彰。

補充對中國大陸信用市場的觀察，其授信市場，已從較早的內需型授信，過渡到前幾年盛行的內保外貸（由境內的銀行開出保函或備用信用證為境內企業的境外公司提供融資擔保，以協助該公司於境外取得貸款）。此處所指的境外以香港為主，然 2011 年底香港金管局開始要求銀行停止參與此種內保外貸交易，故此類交易轉移至台灣執行。然受限於大陸政府對內保外貸所給予的額度，2012 年下半年後在台灣執行的內保外貸案件快速萎縮。

中國大陸 2012 年有保經濟維持適度增長的壓力，在宏觀調控上由 2011 年的趨緊轉成適度寬鬆，造成其國內資金有過剩現象，銀行間競爭相當激烈，在此氛圍下，銀行的信貸大都只貸給國有企業、具良好信用的大型企業或能取得國務院發改委審批的企業，間接形成一種對中小企業的信用管制。加上國內銀行業存在 Overbanking 問題，近年來紛紛朝海外及中國大陸設立分支機構；在中國大陸銀行間競爭已朝向白熱化發展的階段，國銀此時投入大陸信用市場的競爭並不合適。因此建議台灣銀行業者應朝兩岸信用合作機制的建立去發展，方能有較佳的成功機會。詳言之，在資金過剩、低利率低利差的環境下，兩岸皆存在一種對中小企業的隱性信用管制，若能透過兩岸信用合作機制的建立，消弭彼此間對客戶信用資訊的不對稱，把信貸市場的餅做大，開發優質中小企業信貸客戶，例如兩岸的銀行可在台商方面進行信用合作，雙方將能互蒙其利。

最後一點是就產業面來看，個人看好中國大陸娛樂產業發展及兩岸娛樂產業合作，可擇優佈局。目前國內積極鼓勵發展文創產業，然文創的範圍很大，需從中加以篩選。當下個人認為未來在中國大陸刺激收入和消費增長的大環境下，民眾對休閒娛樂的需求將快速成長；雖然中國大陸在專利和智慧權的保護上仍不足，整體而言我們認為中國大陸娛樂產業仍有很好的發展機會。

呂處長：

補充中國的部份，外商同業普遍認為一般公司較不適合投資，本行內部則認為，內地財報不透明，無法完全信任，若要投資當地的公司，需實地拜訪、審慎評估。

問題 2：雖然中國大陸一般企業的財報資訊並不可靠，但外資銀行進入大陸後在貸放上總是會要碰到前述問題，長期來看該如何解決，請諸位先進表示看法？

呂處長：

還是要做，但不純粹看報表，要去看當地的審核情況，例如工廠的部份。

而印尼這部份，這邊有一些數據，它目前公共債務佔 GDP 的 25%，民間消費佔 GDP 的五成以上，而且人口眾多，本行最近可能會考慮前往佈局。

貴賓 A(董事長)：

認同敬協理的看法，泰國在亞洲金融風暴後，其在金融監理上做得相當好。而台商去泰國發展比去大陸還早，並已形成產業聚落。例如有一在泰國從事 PVC 生產的台商，在當地發展得很成功，本公司曾協助其回台上櫃。個人相當看好金融業去泰國發掘商機。

台商去越南發展亦有相當長的時間，已有一批台商在當地發展得很成功。然越南在資本管制上相當嚴格，外國人到當地投資仍有限制。但畢竟越南是國庫去設點最多的地方(國泰世華銀行是當地最大的外商銀行)，且亦有國內壽險、產險公司到越南設立分支機構，所以相較泰國(或其他東南亞國家)，台灣金融服務業去越南發展相對是多的。可以去了解在當地的政經風險下，國內金融業去越南還有哪些機會。

就中國大陸的中小企業包括台商來看，大陸對於如何去輔導台商以及中小企業在執行上仍顯不足有很大的改善空間；這是一個機會，看有什麼管道可以去幫助他們(如敬協理提出的兩岸信用合作)，中國是有需要台灣金融業者協助之處。另外就敬協理提出的生技業問題，經濟部轄下有一個生物科技發展中心，也許可以從其取得有關生技方面的資訊或報告。

問題 3：想請教兩個小問題，敬協理有提到泰國的金融監理非常得好，希望可以舉個例子(與台灣比較)，有哪些實際作為(與台商的互動上)? 董事長講到大陸的中小企業是一片空白，但透過報紙，會提到國台辦和國開行，都有簽約說要提供 500 億協助做融資，既然他們願意這樣做，還會有什麼問題，而且台灣還會有什麼機會？

敬協理：

他們在 Basel 上的要求，包括資本準備議題上面，是要求全部金融單位全部

到位。這是看金融體系是否健全的機制。第二點是說，大陸台商的部份，台商的資格認定是很大的問題，而且台商是否能借到錢，其資金成本是相對高的。所以是成本的考量，而且最近資金寬鬆，但個人覺得中國基礎利率高的部份，會持續下去。認為不是競爭而是合作。如何讓兩岸合作啟動是很大的關鍵。而且中國的信保體制好像不是那麼健全。

貴賓 A(董事長)：

泰國的部份，我的同事告訴我，我的感覺它是完全競爭，而且台灣很多的經驗(權證交易等)是可以在那裡複製的，有很多空間可以發揮。而中小企業部份就是剛剛提到的 500 億，額度有了，但如何做是要思考的。不過一些租賃和小額信貸，風險好像太高了，這也是需要注意的。

問題 4：請教董事長，就您所舉俄羅斯企業有意願來台灣籌資的例子，在低利率環境下，該如何吸引或讓國外的企業知道台灣在全球的環境下，是適合籌資的地方？

貴賓 A(董事長)：

覺得市場的法規要跟國際接軌，我們有些監管法規沒有真正的與國際接軌，若此情形沒有改善，國外的企業是不會想來的。另一方面是，一般國內投資人較無投資是有風險的觀念，常認為國外公司來這裡上市籌資，就要能讓他們賺到錢；現在的氛圍似乎是投資人賺到錢是應該的，但投資人遭受損失是不能夠發生的。因此投資人具備正常的風險觀念、以及法規與國際接軌，這是二個吸引國外企業來台上市籌資的重要因素。

問題 5：以香港的生活經驗，台灣是否能夠朝那個方向走，那需要什麼努力有哪些需要加強的？

貴賓 A(董事長)：

他們跟精品是有很多的關聯，所以有些東西是我們無法想到的，但要有比較 open 的心態。覺得要把指標性的產業拉進來，要在限有的領域落實。

問題 6：市場好像蠻期待的，但大環境的關係，它的價格好像低於 IPO 的價格了，但想再吸引國際大廠好像很有受挫？

貴賓 A(董事長)：

認為證所稅對於市場的影響是很小的，覺得到目前為止是還 OK 的，不至傷害到信心了。

問題 7：請教一下吳協理，對於高收益和新興市場債有興趣，投資人的錢拼命

的往高收益債投資，以風險控管的角度，政府似乎都沒有在控管，如何看這個市場對於未來的發展？

吳協理：

這是屬於投資選擇，政府應該不太需要扮演管制的角色，但從專業投資人的角度來看，如果認為市場太熱，就會有人開始減碼。

問題 8：所以現階段，金管會完全沒有干涉嗎？

吳協理：

政府會要求業者避免引起投資人誤解的文字宣傳，例如講高收益基金，可能會讓不熟悉產品的投資人光聯想到報酬率很高，但不知道裡面到底投資了什麼風險能否承擔，因此政府有規定要在文宣上特別針對這個用了很普遍的名詞提出風險聲明，包括主要投資標的及可能風險。高收益基金投資的內容多數是信用等級不高於 BBB 的垃圾債券，但這些專業細節一般投資人不一定理解，就很難衡量自己的風險與報酬取捨。政府在這類可能引起誤解的名詞上有特別規範，避免被誤用。

問題 9：其實台灣的資本市場，像香港有個方向(國際法)，而且在資金成本又這麼低的情況下，是不是可能讓台灣的證交所變成某一方面的特色，去吸引別人過來，像台灣這邊的投資人，對於高科技比較瞭解，所以 P/E ratio 就會比較高，想請問一下各位前輩有沒有什麼看法？把台灣的國際資本市場搭配某個特色的產業去做發展規劃，再來說，要成為國際籌資中心，是不是資本移動管制要做什麼取捨？

呂處長：

台灣 2006 年起發行過幾檔國際板債券，包括一些國際的 FI、BNP 等銀行來台灣募集美金和澳幣，因為對投資人來說，這些幣別的殖利率是比較高的，但投資人擔心賺到利率賠匯率，因此資金大部份是短期的，在 2008 年金融風暴後，發債成本攀高，加上投資人較不喜歡長期產品及投資人對歐美地區金融機構信用風險還是有疑慮，所以除了 BNP 國際板債券到期後有續發行外，而其他到期則未再發。至於發行人民幣債券，因為發行人屬於 DBU，有稅賦成本問題，因投資人擔心法規改變，目前還無解，所以台灣在資本市場上仍有一些問題仍待克服。

問題 10：在投資大陸上，去年其實已經有開放 OBU 可以去投資一些點心債，然 OBU 是可以直接投資大陸境內的債券嗎？

呂處長：

目前兆豐銀已取得核准，一銀是以 OBU 的名義申請投資債券額度，尚待對方

主管機關核准中。

問題 11：是否有列一些條件，例如資產管理的條件限制，據我所知好像資產管理有超過 50 億美金的好像不多？

呂處長：

QFII 議題這幾天各媒體有大幅報導，第一金集團下第一金投信在前幾年資產規模尚未達申請標準，現在有在做一些規劃，初步了解，除了申請承做額度外，至少要保留 2,000 萬美元否則額度將被取消，對一銀而言，一方面對交易標的不是那麼熟悉，另一方面限制較多，因此沒有積極申請的動機，但投信的部份應該已經有相關規劃。

問題 12：有些不動產證券化標的可以做一些投資的考量？

敬協理：

要透過銀行合作，要把可以證券化的金額，做適當規劃，這對社會的消費幫助很大。

問題 13：在投資標的方面，一些像 REITS 在未來是否有可以投資的契機？

敬協理：

REITS 主要是租金收入，然後因為台灣資金浮濫，而殖利率沒有吸引力，因為有融資成本的問題，然後發行還有承銷費用，所以並沒有推薦。像歐洲都在推 cover band，是類似證券化，比如說銀行的放款有擔保品，如果出事則把擔保品賣掉賠給投資人，收益這個和 cash band 一樣，而風控會如何去 market to market，價格是多少，如果碰到市場不好時，不好賣掉。

呂處長：

國內新台幣資金運用管道相當有限。

問題 14：台灣都說資金太多(利率低，投資成本低)，但又投資不足，從政府的角度要如何去改善？發現在公共建設上面的比例一直逐漸降低。

敬協理：

不要對政府有太多的期待，全球的金融機構，都是周邊先行，再來才是金融機構本身，例如外資開放信評的目的是要做為國際銀行進入台灣的領頭羊，但台灣的銀行去大陸，周邊並沒有先行，而在大陸並無法取得這些資訊，現在周邊的信用體系，要到大陸設點，可以協助我們取得徵信資訊，這牽涉到個資法。這也可以對台商帶來良好的助益。

問題 15：哥倫比亞大學有個所長是大陸的經濟學家，提到人民幣國際化，認為中國去做金融改革順序是不對的，照理說應該銀行體系健全，再來匯率利率的自由化，再過來是資本管制的放寬，再來才是人民幣國際化，所以好像扭曲化了，然而銀行的金融體系的健全，是目前提到最低的，因為大家都在提人民幣國際化？

敬協理：

因為照香港過去發展經驗，用流動架構去刺激金融發展，其實香港並沒有信用機制也沒有信評機構，是利用寬鬆的金融政策，認為關鍵是信用體系的建設，信用合作是創造資金趨向，問題是說台商子公司在大陸的借款金額是非常高，如果台灣的銀行可以分割到的話，是相當有幫助的。

問題 16：一個是金融體系是跟國家連在一起的，所以大陸五大行庫占大部份，在這個政策下，經營風險是提高的，所以當地的銀行才不大願意去貸放給中小企業，是否在短期間會被改善？

吳協理：

覺得在短期間內不容易，就算大陸的中小企業面臨很大的經營壓力，甚至可能有政治和社會的不穩定風險，但銀行的經營方向不會因為怕你倒，所以就主動改變授信政策。結構調整過程會有陣痛期，而過去幾年大量釋出的銀行信貸有相當大比重成為潛在壞帳，銀行本身壓力就很大，所以現在也不太會考慮刻意放寬標準去支持中小企業，除非上面有新的政策。

問題 17：其實大陸本身有些考量，雖然兩岸可以做一些合作，但大陸那邊的情況可能會對這種合作造成阻力，我們雖然覺得合作是很需要的，但並不是大陸那邊也是這麼想，所以信評或信用合作可行的想法，也會有所阻力？

敬協理：

在現在的形態之下，覺得還是要一步一步的談下去，而覺得台灣有機會，因為大陸在金融改革之下還是有信用評等建置的需求。

問題 18：如果雙方真的能夠合作，對台商去大陸發展也會有助益，但好像是台灣比較需要去發展，而大陸則是需要誘因的，而各國這種信用合作是常有的嗎？

敬協理：

其實各國的信用合作是靠民間機構，剛才提到誘因的時候，是因為搭配台灣的信用體系，認為對於中小企業帶來雙贏的效果。

問題 19：先開放人民幣國際化和資本帳，那金融體系是沒有改革的，因為只放給大企業，等於是扭曲的，那資本流入，不是像流入扭曲的環境？

敬協理：

像剛剛提到大企業融資是很容易的，甚至還會減碼，所以何必去海外融資，而且銀行現在也面臨寬鬆，但仍不敢借給小的而會借給大的企業。因為他們大銀行對大企業，國企跟國營銀行的掛鉤是不會改變的，所以在這種架構下，我們在信評上面就有機會。信用體系在合作之下，透過目標台商，是放眼大陸企業。

問題 20：有提到說量化寬鬆，強力貨幣和國際貨幣是脫鉤的，就目前看到的狀況，台灣反而是比較糟的，傳統的經濟學理論，美國如果寬鬆的話，我們就寬鬆，若美國的效果沒有那麼強，我們亦應該沒有那麼強，那我們央行主管機關，是否自主性比較強？可以有哪些自主性的行為？

敬協理：

雖然和美國不是完全連動，但美國降利率的話，全世界會程度不一的跟行，那央行如果太考慮利率政策，我想國內和國外都是要考慮的。

問題 21：敬協理有提到貴公司有看好娛樂產業，有發現到，整個娛樂產業台灣好像不是那麼重視，但在各國好像比較重要？這個背後最大的投資者是食品產業公司，遊戲產業也不是韓國或美國公司，也是中國公司投資的？而台灣有沒有什麼契機？

敬協理：

台灣的契機已經要結束了，因為台灣產業不重視，所以投靠去大陸了。大陸對台灣娛樂產業的崇拜是更勝於食品業的，而大陸是用吸納的方式將台灣的製作吸納過去。

## 附錄三\_專家訪談(一)會議記錄

一、會議時間：101 年 10 月 3 日（星期三）

二、面訪人員：葉國俊(國立中正大學經濟系副教授)

吳宜聰(台灣金融研訓院金融研究所副研究員)

謝順峰(台灣金融研訓院金融研究所助理研究員)

彭勝本(台灣金融研訓院金融研究所助理研究員)

紀文傑(台灣金融研訓院金融研究所研究助理)

三、紀錄：宋宜蓁

四、訪問專家：儲蓉風控長(新光金控)

### 專家意見重點摘錄：

儲蓉風控長：

1. 建議將美國 QE3 政策寫進研究報告中。原因是 QE3 的出現使得市場上利率更為低靡，國際資金流出後對股市似乎沒有幫助，例如台灣股市交易量仍不足。2015 年以前全世界都將會處於低利率環境中，因此台灣政府需要思考低利率政策是否要跟進？如果企業投資沒有增加，就算利率再低，企業依然沒有獲利，也就不需要考慮所謂的低利率政策，所以第一部份建議談論我國的低利率政策是否可行？（並不是使用低利率政策就可以刺激台灣經濟景氣）。第二部份再來探討假設實行低利率政策並且維持二、三年的情況下，企業該如何配合？
2. 假設要維持低利率環境，在國別上會建議關注新興市場的債務與 GDP 比值，因為債務永遠影響一國的發展。台灣應該將資金挹注到海外，留在台灣反而有炒作房價疑慮。資產配置在金磚四國上需注意 CDS(信用風險)與 GDP 間的關係，或是債務與 GDP 的比較，以上都是觀察國際資金動向的重要數據。
3. 國內資金過剩，政府一定要設法將資金引導到國際投資。台灣十年期公債殖利率目前只有 1.16%，引導出去可以減緩國內資金浮濫的問題，而資金出走將會面對國家主權風險與匯率風險的問題，皆需注意。而墨西哥、印尼、南韓和土耳其的三十年國家公債殖利率皆比台灣高出許多，一般來說成長中國家，匯率通常都比較穩定，而原物料大國的 GDP 表現也不會太壞。提供三個數據觀察方向：GDP、CDS 或債務佔 GDP 比值與 CDS 佔 GDP 比值的經濟數據。

4. 東協目前是市場關注的區域之一，全世界的資金已經移往新興市場，即亞洲市場，並以東協為主，目前的經濟成長也比已開發國家高出許多。就幣別來說，人民幣目前是強勢貨幣，金管會對人民幣的投資管道開放，可以放在研究報告中探討。除了人民幣，必要時也需要探討人民幣的匯率風險。
5. 原物料仍是未來的投資主流。全球氣候異常頻率增加，一定要配置資金在原物料大國或是幣別穩定的國家中。產業別方面，因為看不到台灣明確的政策方向，產業政策太多沒有聚焦，建議官方要有一個聚焦的產業，台灣在觀光產業與精緻農業具有潛在市場，但還是需要政府與業者共同努力才能達成。

面訪人員提問：

問題 1：

台灣未來的產業前景在哪？

儲蓉風控長：

因為政府政策沒有聚焦，台灣沒有撼動人心的產業。商品別方面，了解股債的資產配置變動，也應了解什麼是高收益債與新興市場債。最近壽險業在公債投資比例上較低，因為收益率實在太低，因此需要考慮公司債，甚至結構債等，如國外的 MBS 或 CDO 等。CDO 雖然過去發生過違約事件，但也不需因噎廢食，重點應放在壽險業的固定收益未來如何評估與投資？目前台灣法規限制保險業投資海外比重上限，壽險業要如何去執行？都是值得探討的地方。境外人民幣的回流機制與境外人民幣債擬准在台灣上櫃都是重要的人民幣政策方向。要有人民幣的存量，才能去發行一些憑證。

問題 2：

我們都知道國際貨幣跟強勢貨幣意義上的不同，國際貨幣在升值或貶值上沒有太大的關係，但是人民幣卻不是國際貨幣，所以當升值的時候大家搶著要，但是貶值時投資人就會跑掉。

儲蓉風控長：

短期來看（2012 年上半年），中國政府減緩升值導致市場投資人出脫人民幣，但長期下人民幣仍是強勢貨幣，未來可能作為結算貨幣與準備貨幣。我們目前也觀察到日本與韓國的中央銀行都在買人民幣，而台灣的外匯存底也把人民幣納入，然而中國的貿易結算做多之後，人民幣將會成為準備貨幣。對美金而言，QE3 政策後一直不被市場看好，所以要做幣別上的風險分散，若是持有大量美金，對壽險業也有相當程度的風險。

問題 3：台灣的金融監督管理單位，好像把金融產業看成一種潛在的威脅，依目前這種情況，央行跟金管會不做放寬動作，請問風控長有何看法？

儲蓉風控長：

個人認為一方面要開放，前提是金融單位體質要健全。一方面風險管理要做好，好學生讓他出去，這樣施行分級管理才有意義。

問題 4：對於金融機構就它的品質來設管制，有很多面向，然而每一家公司對於風險管理能力和政策也很重要，是不是能夠有一個指標或是方式來衡量？

儲蓉風控長：

不可能有單一指標可以評估整體銀行的風險，一直以來證券商都有在做風險管理評鑑，評鑑的標準應該由銀行局去建立，中國銀監會有在做分級管理制度。風險管理並不是只有市場風險、信用風險，還包括作業風險與高層對風險的認知，應建立一套完整的衡量方式。將來一定要做分級管理，給予體質健全的銀行更多的經營空間。而市場也要建立自然退場機制，當業者經營越來越困難時，自然就退出市場，淘汰不健全的銀行。金融市場目前最大的問題是只進不出，退場困難是很糟糕的一件事情。

最簡單的建議還是希望政府讓金控體系走出去，主管機關單位要懂得拿捏一放一收，放業務，收管理內涵。金融業只做台灣市場太小，只會把不動產搞得越來越泡沫化，但在放的時候也要有收的能力，要有自我負責任的能力。

問題 5：

主管機關在做政策審查時，好像是太依賴學者的建議，這部份的看法如何？

儲蓉風控長：

學者分很多種，不能一竿子打翻一船人。政府在做政策規劃時，不能只有學者，必須要有業者參與，才知道不可行，是否具有可操作性。

問題 6：

感覺未來的兩岸關係，台灣會變得比較開放，而執政單位有必要去做煞車的動作嗎？

儲蓉風控長：

個人認為美國絕對不樂見台灣跟中國大陸關係越來越好，美國執政黨和反對黨都會讓我們有煞車的動作。

問題 7：

央行針對房地產市場引導放款利率上升，但是相對存款利率無法動它，這對保險業應該是利多？還是因為存放差變大了？

儲蓉風控長：

放款對保險影響不大，對銀行影響比較大，因為保險業對放款受到很多的限制，保險最大的問題是利差損。兩岸開放了之後，金融業資金互相流動，台灣的機會不多，台灣到底有什麼讓投資人感興趣？政府好像比較想引導到公共建設，但是利率太低，金融業沒有興趣。政府應該從長期觀點來看，例如十年期公債利率雖然是 1.1% 左右，但將來利率應該會上升，所以不妨將投入公共建設的資金報酬率設定在 2 到 3%，即是平均的概念，對政府及金融業都會獲益。

問題 8：

台灣央行的政策利率自 2001 年科技泡沫破滅後，大部分時間維持在 3% 以下，而美國的政策利率在同一時期曾達到 5% 以上；直觀而言，台灣在此時期一直想利用低利率政策來刺激經濟成長？

儲蓉風控長：

認為政府要有遠見。世界上所有的經濟體都要有實質面支撐，貨幣政策是沒有實質面支撐的。台灣降息是因為想去吸引資金，低利率只是吸引資金的原因之一，而且是最簡單的方式。全世界有個現象，當別國都用貨幣政策時，就好像必須也要用貨幣政策，全世界的貨幣競爭，是最大的問題。

問題 9：

針對風險控管方面，最近金管會準備要讓 BASEL III 上路，針對這部份有沒有什麼想法？

儲蓉風控長：

BASEL I 只有資本，BASEL II 是從資本的觀念再進入第二與第三個支柱，政府要有一些風險機制控管，市場不只是外部評等，會計師也要有責任，而且把 BASEL I 的風險資產內容再做了些調整，不但可以用標準法，也可以自己去衡量每個銀行的風險，即內部模型法，或是再加了一個作業風險。BASEL III 再回到第一支柱，但它的第一支柱更精細了，對於質的部份，有些東西不該進入普通股，同時對 Tier1 更加要求，已經不是只看資本適足率，即 BASEL III 在注重其資本，對資本這件事再增加內涵，同時對壓力的變局要能夠吸收。所以 BASEL III 總體要求整個系統風險的防預機制。

問題 10：

以證券業風管召集人的看法來看，台灣政府面對這種資金過剩的環境，風險管理方面有哪些可以做改進？

儲蓉風控長：

證券、保險、銀行都不一樣，性質不同，對於風險管理的技術看法也不同，但是總括來說就是要施行分級管理，必須要讓有能力的企業走出去，要一放業務，一收風險管理能力，而主管機關對於風險管理的監管要有實質的做法；對於風險管理評鑑，證券業有做，然而銀行、保險業是否要做？這些都要說明清楚。而業者要做什麼業務，一定需先具備那個業務的風險管理能力才可。

## 附錄四\_專家訪談(二)會議記錄

一、會議時間：101年10月22日(星期一)

二、面訪人員：葉國俊(國立中正大學經濟系副教授)

吳宜聰(台灣金融研訓院金融研究所副研究員)

彭勝本(台灣金融研訓院金融研究所助理研究員)

紀文傑(台灣金融研訓院金融研究所研究助理)

三、紀錄：宋宜蓁

四、訪問專家：專家A(某證券債券部副總經理)

專家B(某證券債券部專業經理)

因業者表示不便具名，故會議記錄以匿名方式處理。

專家意見重點摘錄：

面訪人員提問：

問題1：這些提到的問題(資金氾濫及利率過低)，有部份必是央行的貨幣政策所造成的，然而最大的原因，應從外匯存底的角度去思考，台灣這個島國小民的地方，為何外匯存底的量會如此龐大?(世界第三或第四)，這並不是一件好事，外匯準備是否有去做分散，黃金配置為何那麼少，這麼大的外匯儲備是對的嗎?那外匯儲備保持到一個上限的話，是不是應該要去賣外匯，那台幣應是要升值的，那為何不讓台幣升值?

專家A(副總經理)：

從彭懷南上任之後(1998年2月25日)，台幣升值了11點多%，計算後發現台幣少升值了二成，就過去的思維來說，這樣是有利於出口導向，但是2012年，我們的出口是衰退的，也就是說用這種方式去刺激經濟，似乎沒有達到刺激經濟的結果。

而央行的資產外匯儲備，然而將其釋放應有對應的台幣，那部份應是cost，因為必須付利息，因為想把這個利率壓低，故台幣的利率永遠比美金的利率低，就可以賺錢，台幣對美金升值一塊錢，央行外匯儲備要繳很多錢，故央行是不想讓利率上升，不想讓匯率升值，這就是問題的根本，問題這些會產生很多無形的成本，例如低利率(幾乎是世界第一低利率的國家了)，而壽險要做資產配置，其保單是長期的，所以要投資長期的，那為何壽險會有利差?因為長天期的cost很高(3% or 4%的保單預定利率)，但是固定收益投資只有1%多，所以產生利差，最後問題會留給後人，即造成最後由人民買單的結果。

像現在勞保、農保之類的，都是這些低利率造就出來的，其收益率不夠應付支出，但壽險業必須生存，而投資不動產的收益最好(租金報酬率大約2%)，

所以間接造就了台北的高房價，使民眾的可支配所得下降，對於刺激經濟必然是負面效果，以至於相對於過去實質消費必然是下降的。

低利率也產生實質負利率的問題，錢愈來愈薄，利息收入比不上通貨膨脹的速度，實質購買力一直不斷下降，負利率也造成錢一再的往房地產市場移動，再一次造成高房價，而且來說主計處公佈的CPI數字被長期扭曲，在債券資本市場也是如此，央行說要降息、低利率，是要創造一些資金的需求，進而產生資本支出，但事實上並沒有如此，看不到這樣子的情況，因為沒有需要，只是在傷害存款人的可支配所得而已。

問題 2：在副總經理的觀察下，或許這些是跟政府的傳統心態有關係，政府的政策偏向產業而不偏向金融，如此的政策思維就副總經理的資訊管道來說，是否有看到哪些改變嗎？

專家 A(副總經理)：

看不出來！其實現在整個債券市場動能已失，在台幣資金如此氾濫的情況下，即使已經把該有的市場的情況扭曲了，像 2012 年銀行的獲利還不錯，因為開始有其他的授信標的了，資金太多大家搶著要去授信，與 global 相比，這已經扭曲了信用曲線，所以 credit derivatives 的市場才一直無法發展，而大家也不相信台灣的利率還會再上升，所以利率的衍生性商品也被打擊而不活絡，像 IRO、CDS、SWAP、IRS 在沒有實質避險需求下，都形成活力盡失的市場，債券市場亦如此。

面訪人員補充：銀行的風險相對報酬不成比例，整個金融業深受低利率政策之害。

問題 3：如果政府的政策長期來說是如此的話，請問貴公司有何因應之道(國內國外的策略)？

專家 A(副總經理)：

開始把往外幣的比重在慢慢的增加(往其他外國的貨幣)，而台幣的比例愈來愈小，相信壽險也往外幣保單發展，增加海外的投資上限，這全部都是低利率造成的，銀行開始授信，開始發展 OBU，而接下來的人民幣開放，必然會帶來很大的影響，有一天台幣可能會被邊緣化。

問題 4：當然有些風險沒錯，但好像比其他國家差，像新加坡貧富差距變大了，

但金融業能夠發展得起來，但台灣的貧富差距亦如此，但是金融業卻好像難以發展，感覺上就是有差異。

專家 A(副總經理)：

像是新加坡或是香港，其實新幣和港幣是國際貨幣；而與中國的發展，台幣被取代的機會是非常高的。

面訪人員補充：央行相信匯率的穩定性，央行是比較偏經濟學，而不是偏財務這方面，去看一些像亞洲貨幣單位，可以發現主導這些的大多都是各國的財政部長，一般的匯率政策大多都是財政部在主導，像人民幣高估低估此類議題都是財政部在發言的，台灣是比較特殊的狀況，由央行主導，從另外的角度來看，台灣的制度設計也很有問題。

問題 5：之前看過一些資料，EPFR，現在的趨勢，資金都流向債券，貴公司的債券投資國外的債券是不是比重也在增加，而投資的重點在哪裡？

專家 A(副總經理)：

不一定，因為只是券商，所以資金不是很多，投資的部份就是這樣，也就是交易是邊走邊看。所以不是 real money。

專家 B(專業經理)

問題 1：基本上券商有代客操作？

專家 B(專業經理)：

券商幾乎都是自己的錢，沒有代客操作，代客操作算投顧的一環。

問題 2：所以債券投資不會有顧客委託嗎？

專家 B(專業經理)：

顧客委託，比如說委託買券，然後我們去幫他找，再收手續費，這方面是有的，但沒有代客操作這一環。

問題 3：基本上，最近顧客要來的話，要投資在國外債券的話，是不是有泡沫？

專家 B(專業經理)：

2012 年大多投資在新興市場這一塊，舉個例子來說，以韓國的進出口的銀行，年初發的五年券在 4%，現在只剩下 1.7%，所以說這泡沫的確在增大中沒錯。目前看來，在金融風暴之後，整個公司的獲利從 09 年開始就一路往上衝，即使就業不好，製造業不景氣，全球的出口放緩，可是企業獲利並沒有在衰退，那台灣是不是少數的例外，可能是產業結構的制定有問題，其他的國家像美國，企業獲利都在成長，所以說整個企業的倒閉率在持續下降，當然這個就會讓像投資等級的公司之債券價格就會持續的上漲，利率就會持續的下跌，所以說目前看來經濟復甦的非常緩慢，假如說再碰到一個風暴，會不會這些企業的倒閉率再上升，目前看到是全球的央行把它撐住，像從去年第三季開始的歐債風暴，希臘出現問題，大家都只拋售希臘債券，好像很相信中央銀行會把世界救起來，建立在這種背景下蠻危險的，但企業的獲利和營運卻還可以，所以說這樣一個狀態，或許還可以撐，但不知道可以到什麼時候，不過風險的確在增加。

問題 4：感覺起來以券商角度，基本上投資債券是以套利為主？

專家 B(專業經理)：

就是以中短線為主，甚至還會放空，假如說像美債的話，比如說投信，就一直是賣，可能部位從 80%降到 70%左右，那就很低了，像壽險的話就一直是資產配置。然券商的投資心態是不同的，是不會看得太長的。這個部份有點在加大金融市場的風險，所以美國才會加強金融監理的制度，降低銀行自營部位的操作。

問題 5：然而以貴公司來說，以剛剛來說泡沫使風險會加大，您是如何去評估？

專家 B(專業經理)：

比如說像看到企業在獲利在成長，營運的現金流是不是正的，有時候可能是表面的財務報表好看，可是資產負債表已經在惡化了，或者從總經這邊來看，總體面、市場面、氣氛等等，比如說黃金也是一種指標，CRB、歐元、外匯，這些都是判斷市場轉折的指標，要大量吸收這些資訊。

問題 6：所以交易員要對市場非常敏感，基本上有些風吹草動的話，是不是就要做些反應？

專家 B(專業經理)：

一定比銀行投信授險還要短得多，只是每個券商之間也有所差異。

問題 7：除了一些基本配置之外，大概有多少比例會放在高收益或新興市場的債券？

專家 B(專業經理)：

現在政府規定投資海外的債券只能限制在 triple B，這是一個基本的限制，不過上星期的新聞似乎說是要放寬到 double B，不過我們交易員的每個的風險偏號程度不同，大致上是以投資級等級的佔 2/3 左右，而且基本上不投海外的 Treasury-Bill，因為利率太低了，相對有些新興市場的利率反而比較高，但新興國家的 T-bill 會有匯率風險，所以基本上只投美金計價的，避免匯率風險。

問題 8：像澳幣這種過去熱門的商品，貴公司也沒有投資嗎？

專家 B(專業經理)：

有投資其美元的公司債，但沒有投資其 local currency 的債券。

問題 9：所以像台積電在美國發行的債券呢？

專家 B(專業經理)：

不一定要在美國，比如說台積電在海外發行的美元計價債券也有投資。

問題 10：如何看東協這個市場，看這幾年的成長，台灣有沒有往那邊去投資的趨勢？

專家 B(專業經理)：

感覺從台灣的出口來看，這幾年東協的訂單相對比歐美成長更多，所以就成長性的角度來說，這幾個市場還是比傳統市場來得好，就交易員的感覺來說，但就新興市場這些國家雖然成長性很高，可是在回饋到企業獲利這一段，也許不如預期，就像美國來說，美國成長性很低，但企業獲利有在成長，企業估的價值面還是比較好，東協在代工和原物料為主，整個經濟在成長的時候，像中國，印度和俄羅斯，巴西，股市並沒有比較好，有時候企業的營運面跟總體面是搭配不太起來，這些國家並沒有太深入的研究，所以不敢講太多。

問題 11：有匯率風險的幾乎都沒有去投資，是否是因為不想去研究匯率相關的東西嗎？

專家 B(專業經理)：

匯率風險是個問題，而且美元的流動性比較好。

問題 12：美元是國際貨幣，其變現程度比較高，但也不是完全沒有匯率風險。

專家 B(專業經理)：

基本上來說，我們買美金券，但並沒有用美金，而是用 re-purchase 的方式去籌錢，比如說拿某項證券去銀行做抵押，而目前水準來說，以投資等級公司債來說，利率大約為 0.8%，而證券的收益為 2.5%，即有 1.8% 的利差，而其他可能是使用 FX swap，並認為美金的 derivatives 成本比較低，就之前副總經理提到的部份，人民幣存款有一天必會大幅取代台幣存款，但要等其匯差變窄，所以美金相對其他避險下，成本是最低的，再過來是歐元券，成本是次之的。

問題 13：基本上是不是同副總所說的，央行維持匯率穩定，也有利於對美元的操作？

專家 B(專業經理)：

剛剛有提到，本行大多操作 re-purchase 以及 FX swap，所以以自有資金去操作的比率相當低，所以台幣兌美元的風險影響並不大。

是跟國外行銀借錢，即美金券給銀行，而銀行給本行美金，所以已扣掉匯率風險

而少部份的錢是使用 FX swap，FX swap 是假設美金相對台幣利率愈低的話，即成本就愈低。

像今天提到很多政府的決策，可能全球都面臨到這種的困境，就是財政政策

用到極致，只好改變使用貨幣政策去操作。以美國來說，2003 年的時候，照泰勒公式來說，葛林斯潘似乎是相對降息降太多；而這次柏南克推出 QE3，以泰勒公式來說，似乎比較合理，相較下 2003 年葛林斯潘似乎是過份寬鬆，而造成 2004、2005 年的房地產的泡沫。目前亞洲好像在走以前美國的路，利率過低造成房地產的價格過高；由 04、05 年的美國，再看到去年的西班牙，或許亞洲房地產的泡沫可能會比較早破裂。

問題 14：做個歸納，是不是以貴公司來說幣別以美元、歐元為主？

專家 B(專業經理)：

是的，就 2012 年很多外商公司的研究報告來說，會提到，不要跟 Fed 對抗，在這樣的背景之下，會吸引大家去投機，歐美的 QE3 的確是把金融資產給撐住，而這個印鈔的後遺症什麼時候爆發就不知道了。

問題 15：基本上去投資是以哪些國家為投資標地？

專家 B(專業經理)：

大部份以新興市場為主，有少部份是東歐和巴西，比較零星，大部份還是集中在亞洲的新興市場，韓國和大陸的標地比較多。

問題 16：未來放寬之後會不會考慮？

專家 B(專業經理)：

這要看各交易員的風險偏好，以及市場氛圍來決定。以 2012 年來說，大家都認為似乎西班牙和義大利會沒事，大家都這麼想的話，在操作上也就會適度進場，邊走邊看。

問題 17：所以基本上是以東亞的新興市場為債券為主？

專家 B(專業經理)：

是的，因為是同時區，而且發行量也比較大，等級也符合水準。

問題 17：匯率的波動風險愈大，也會培養出國家與市場的風險意識，所以相對來說，南韓的市場發展比較好，是不是跟這 10 年來的環境培養很有關係？

專家 B(專業經理)：

因為匯率一升，就會有很多企業出來抗議，連一些社會許多人敬重的的企業主都會出來批評，似乎被低匯率寵壞了。

低利率低匯率對國家的競爭力似乎無法有幫助。

問題 18：就債券部門的角度來說，覺得目前政府的政策還有哪些急需要去改進的部份？

專家 B(專業經理)：

低利率是金融業最大的風險，台灣不應該用降息去刺激經濟。而間接可能帶來人才出走，對台灣資本市場發展是相當不利的。

問題 19：投資在亞洲中國和韓國的比重佔比較高，而產業則是偏重在哪？

專家 B(專業經理)：

像在國外公司債投資，要先判斷市場對整個高收益的風險擁抱程度，其次是去判斷某個幣別的 benchmark 的利率變化，再來才是個別公司的營運狀況等等…而公司的選擇以認識的公司為主，像是藍籌股的概念，即這個角度去篩選公司。

問題 20：對各個交易員的風險管控是如何執行，例如說在公司債的利率上？

專家 B(專業經理)：

大致上來說，一年給交易員的預算是二千萬，而停損大約是一千萬，即 1/2 左右。

問題 20：因為是看比較短期(一個月到一季)，因而動態避險是如何做？

專家 B(專業經理)：

是看各個交易員的操作，而公司是控制停損的部份。

最近市場的流動性在下降，所以用過去月停損的概念似乎不再適用。

問題 21：如何有個交易員表現不佳的話，會有什麼樣的訓練和懲罰？

專家 B(專業經理)：

業界會給二年的機會，還有看各個主管的作風。

問題 22：先對利率的風險做考量，再看這公司是哪個產業，即是不是從產業先做考量？

專家 B(專業經理)：

就我而言是如此。

問題 23：台灣利率那麼低，是不是台灣以後變成資金供應者，是不是有這種趨勢？

專家 B(專業經理)：

似乎有可能，而且之後也會加速這種情勢的感覺。

台灣的熱錢和稅制容易使房價升高(大家都去投資房地產)。

問題 24：券商投資海外債券比率有限制？

專家 B(專業經理)：

法規限制在淨值的 15%左右；海外曝險金額還沒有確實的資訊。雖然國內雙率政策沒有調整，不過對投資項目的放寬上，有感覺到這半年來一些業務主管單位，在業務面上有比較開放的作為，但要跟上新加坡、香港的開放程度，仍是遠遠不及的。

以 2012 年的預估來說，海外的債券獲利就佔了一半(以本公司為例)。

問題 25：貴公司在結構債方面是不是有在做交易？

專家 B(專業經理)：

這一年幾乎沒有在操作，目前在賣給投資人這方面的限制已經比較多了。

問題 26：是否認為長期的利率是否會上升？

專家 B(專業經理)：

目前以全球來看是看不到通膨的，舉美國來說，美國還少了 500 萬份工作左右，它的失業率是沒有均衡的，所以目前上來看是沒有全球面的通膨，就業市場很不好的狀態下，就 Phillips curve 下，就認為通膨是上不來的。

問題 27：金融業有人才流出的問題，是說薪資水準留不住，但勞工面說是沒有舞台可以發揮，貴公司僱用交易員的評斷的標準為何？有哪些相關訓練？

專家 B(專業經理)：

業界有二種，以券商來說，抽成的比率為接近一半左右，另外一半看部門的獲利，以銀行和授險來說，沒有算個人業績，而外商看個人業績。前三個月

是跟隨資深交易員。

問題 28：風險控管這方面，政府有需要做哪些方面幫助業者或是說現有已有哪些政策？

專家 B(專業經理)：

這其實是一體二刃的，如果控管嚴格，發展機會就會受限，而台灣來說是相對保守的，所以開放空間是比較大的。覺得台灣應該朝向開放來看。

問題 29：人民幣開放後，覺得市場是不是有競爭力？

專家 B(專業經理)：

人民幣的利率有二種，台灣的是跟著低利率跑，這樣的思維，覺得偏向管制。看大陸對台灣的開放程度而言。

## 附錄五\_專家訪談(三)會議記錄

一、會議時間：101年11月2日(星期五)

二、面訪人員：吳宜聰(台灣金融研訓院金融研究所副研究員)  
謝順峰(台灣金融研訓院金融研究所助理研究員)  
紀文傑(台灣金融研訓院金融研究所研究助理)

三、紀錄：宋宜蓁

四、訪問專家：訪問專家：莊順裕(國泰人壽風控長)  
訪問專家：李柏雄(國泰世華銀行財務總管理處經理)  
訪問專家：陳玟琪(國泰金控風險管理處經理)

專家意見重點摘錄：

前言：

從2008年之後到可預見未來二、三年全球央行會維持低利率、低利差和熱錢充斥的環境，對於金融業的業者在投資操作以及風險控管的作法，是這個研究的目的，希望能給予些指教。

面訪人員提問：

問題1:目前這種(低利率、低利差、熱錢充斥)的環境下，金融機構如何選擇投資管道，是否可從在幣別、區域別、商品別、產業別做考量?若可以的話，其選擇的評估點是什麼?而投資管道選擇後，是否有再進一步搭配內部風險控管措施，以便在低利率的環境下能夠增進獲利的穩定性?

莊風控長：

市場利率已經是如此惡劣，就只能接受，也在思考是否可找到更好的市場，使得獲利更好。但真的是相當的辛苦，其指出金融產業主要是看央行的政策(貨幣政策，匯率的政策等)，現在央行似乎是比較重視匯率，而貨幣似乎是採取比較消極的作法，而在分配大餅的時候，對保險業者似乎是比較不利。

問題2:比較想深入瞭解金融業者的實際作法?有先做一些初步的研究，也有去找一些國外共同資金的流向，做了歸納發現，近幾年資金進出的波動度十分大(從08年之後)，雖然有熱錢流到新興市場的趨勢，但視流量而言，還是在歐洲市場，第二點是因為國內利差十分低，故資金似乎都是匯到海外去，從投資海外來獲利，保險業似乎把資金匯到海外去賺取較大的利差，國內的利率環境若是一直不改善，是否壽險業只能去投資房地產。長期而言，似乎對國內的人民傷害很大?

莊風控長：

壽險業投資不動產一定要買及時可以應用的，可以產生租金收益的，試想一個問題，為何台灣的房地產價格這麼高？第一個可能原因是因為租金收入高故提高房地產價格，第二個則是因為折現率低的關係。但問題是看過去國內幾年租金收入並沒有增加，所以大部份的因素是因為折現率下降的關係，這是相當可怕的，需要特別注意，是否利率還會再下降，但最多也只能下降到零利率(算是不動產的多頭市場)。回過頭來說海外投資那塊，因為國內找不到適合的投資標的，所以會去尋找海外的投資機會，但因為金融海嘯的原因，故海外市場也愈來愈難獲利，但認為海外投資至少還有機會(在風險控管不錯之下)，其亦認為要建立台灣的 fix income product 市場，也不容易。

問題 3：可不可以請教一下以 global 角度，請問資金流向是比較看好哪裡(比方說東協、歐洲或中國)?

莊風控長：

壽險業有 45% 可以投資海外，以 global 角度來說，第一個思考的是資產配置的多樣性，而 fix income 佔比較多數，剛開始的時候對國際的市場不瞭解，第一個是認為安全最重要，所以都是只有考慮 AAA 級的資產(最典型的是二房的 MBS)，還有超國際組織的債券(像亞洲開發銀行(ADB))，接著在金融海嘯後思考 MBS 是否安全? 在金融海嘯後主要往公司債及新興市場發展，而之後是否可以繼續這樣的方式，就不那麼確定。

問題 4：感覺起來像莊風控長提到，國內 CPI 並沒有反應資產價格上漲的趨勢，本院的董事長也不斷給央行建言，要控制一下資產價格，不要說只注意 CPI(並不是說 CPI 沒漲就代表物價沒有漲)

莊風控長：

美國人不買房子是有所道理的，但台灣觀念還是要買房子的，所以資產價格的問題對我們的影響很大。

問題 5：個人感覺，其實現行的低利率環境，是一種虛的東西，即使維持很大的利差，且錢能夠被放出來，但因為是實質需求不振，故沒有實質需求來支撐，基本上想要把整體的物價撐起來也是不太可能的，但歐美國家並沒有通膨的問題，因為是需求在下降。

莊風控長：

試想 QE 政策的目的是在哪裡，其認為是想把匯率拉低，而造成較高的市場競爭

力。

問題 6：記得前幾年法國前總統剛上任的時候，似乎是比較支持透過財政的方式處理歐債危機(即用財政赤字的方式解決)，而最後法國前總統做妥協，致使歐債危機漫延至今。個人認為歐債危機是因為政府在一開始沒有妥善處理好信心危機。

莊風控長：

如果歐洲的狀態慢慢平息，看是否能夠帶回信心，不然就要看民間的力量，產品的創新，把氣勢拉回來。台灣的產業似乎有結構性的問題，1990 年面臨產業結構調整的問題，當台灣的內需產業(金融、不動產)下來之後，外銷的競爭就沒辦法成氣候，即使提出六年國建，但似乎也沒有什麼作為，到目前為止，似乎都沒有激勵人心的政策。

問題 7：認為台灣政策在法律或是風險控管是不是有什麼鬆綁、改進的空間，可以提供政府單位參考？

陳玟琪：

在長遠上面，金管會近年似乎有比較開放，不會像以前會要正面表列，現在在某些方面採取報備制，在銀行方面有比較開放的感覺。其認為環境是很重要的，在台灣金融產業不是只有商品，像是利率環境之類的，都是掌控在央行手上，而央行似乎對這方面有控管比較大。

莊風控長：認為政府會擔心，但可以做分級管理，從台灣金融產業與新加坡做比較，台灣還是過於保守。

問題 8：剛剛風控長有提到分級管理。之前有訪談業者也有提到這一塊，如何落實分級管理，有沒有個人的想法？

莊風控長：

認為有一個東西可以 follow，例如剛才說國外投資 45% 的限制，這裡面已經有分級管理的味道在裡面，但是很微弱，無法確知是不是每個業務都可以如此，希望政策要給機會。為什麼要統一的規定？其認為這樣會浪費效率，業者希望能夠透過自我管理，給較大的空間。

問題 9：去訪問了一些業者，是從區域別、幣別、商品別、產業別做考慮，歸結起來在區域別方面，以前是看金磚四國，認為雖然看好新興市場，但不只專注在金磚四國，似乎是可以再加強中國、韓國、成長八國的佈局，也認為

美國還是保有相當的影響力，然而幣別方面，認為還是繼續持有美元，也認為人民幣有成長的空間，故美元和人民幣是看好的，而商品別的方面，配置還是在高收益債為主，有些業者也說高收益債的獲利會往下掉，認為不那麼複雜的結構債還是有發展的空間，而產業別方面，是認為可以考量內需傳統產業是可以佈局的方向。

莊風控長：

大概是這些方向沒錯，然後看市場的變化做調整，也會去瞭解結構型商品的風險，做檢討。基本是跟著市場的變化做調整。

問題 10：就以壽險業來說，要投資在房地產上面，也要受主管機關的限制，而政府有提到壽險業可以投資公共建設？您有什麼看法？

莊風控長：

認為政府要展現決心，不能遇到困難又退回去，這是壽險業會有興趣且想參與的。

問題 11：針對公共建設，想要投資的門檻是什麼？ex:獲利報酬率要達到什麼水準，您才會想要投資？

莊風控長：

看現金流量的狀態做衡量，並希望業者可以進入董事會以便能更深入瞭解。其認為獲利報酬率合理即可以接受。

問題 12：對於歐元這個國際貨幣，是否有什麼看法？

莊風控長：

覺得不太可能解體，因為牽涉的面太廣了，個人覺得希臘可能會離開歐元區，但也要看之後的趨勢而言，而且解決方式好像趨向財政政策的使用。

問題 13：現在在財政政策這個主體的意思，認為必須建立一個紀律，那是有可能影響以後在政府支出及舉債的觀念，導向更保守而在私部門的投資或消費沒有提升的話，綁手綁腳的，如何運用現在的力量？

莊風控長：

現在的趨勢的確是如此，觀念都在改變，例如之後當財政政策現在行不通之後，之後可能會換個方法。樽節是現在的趨勢，但未來是否依舊是如此，則不一定。

問題 14: Fix income market 還是非常重要的，但還是有風險控管的考量，在雙方資訊不對稱之下，全世界的信評機構還是有一定的重要性？

莊風控長：

現在的發展已經不是完全相信信評，而是業者還需具備自己的看法，本公司後來有和美國的一家資產管理公司合作。

問題 15: 在這個信用風險的控管上面，在壽險業或銀行，在做投資時，是否有控管機制，其停損點在哪？

莊風控長：

的確有一個停損機制，而且必須要瞭解停損的目的是為了什麼，再去操作停損機制。

問題 16: Basel II 就開始推動內部評等法，不曉得貴公司是否有採用內部評等法？

莊風控長：

覺得內部評等法一定要有法令的優惠才有誘因，不然用標準法就可以了。在台灣的話，是必須申請核準才可以，歐盟是規定可以用內部評等法，且讓每個監管機關決定，而國內目前沒有任何一家業者通過，有業者提過案子，但是沒有任何一家通過，所以沒有任何業者使用。

問題 17: 現在的利差那麼少，銀行也會想藉由開發新的金融服務來發展，是否對這個有所建議？

李柏雄：

像證券業希望可以做境外證券業務 (Offshore Security Unit, OSU)，因為股市的成交量那麼少，所以券商想要多去增加不管是境內或是境外的業務來源；而且台灣已經是 Overbanking，所以應該是要鼓勵金融機構走出去，但仍要考慮其風控能力。

莊風控長：

券商想要扮演這個角色是可行的，但如何去避險呢？這是必須去考慮的方面，即券商該如何去解決這個問題；只有做好避險，發展 OSU 才比較可行。

問題 18: 那銀行對這方面有什麼做法或規劃(就國泰世華的立場而言)？

陳玟琪：

當然也希望可以對外擴張，未來會希望在亞洲找金融中心的據點，可以逐漸累積跨時區的操作能力。

## 附錄六\_專家訪談(四)會議記錄

一、會議時間：101年11月21日(星期三)

二、面訪人員：葉國俊(國立中正大學經濟系副教授)

吳宜聰(台灣金融研訓院金融研究所副研究員)

謝順峰(台灣金融研訓院金融研究所助理研究員)

彭勝本(台灣金融研訓院金融研究所助理研究員)

紀文傑(台灣金融研訓院金融研究所研究助理)

三、紀錄：宋宜蓁

四、訪問專家：專家C(某證券公司董事長)

因業者表示不便具名，故會議記錄以匿名方式處理。

專家意見重點摘錄：

前述：

專家C(董事長)：

OSU是現在最熱門的議題，可以看到報紙了解與OSU相關的稅賦問題解決了。用OSU的目的不是要去取代OBU，而是做過去OBU該做而沒有做到的事情，因為目前銀行只從事貸款業務，而OBU可以從事證券商的自營、承銷、經紀的業務，所以才會有OSU浮上檯面。除了使OBU更活絡，OBU加上兩岸的交割制度，如使證券商、投資銀行能夠在OSU上面做更多的金融商品創新，這樣台灣做為人民幣的離岸中心是有機會的，且外商也非常看好這一塊市場。

愈來愈多外國的企業，例如生物科技，而生物科技因為培養很多兩岸的華人，以製藥來看，這些人是非常厲害的，以公司來看，他們需要資金，認為台灣可以提供資金給他們的，因為市場在大陸，這同樣可以套用到日本、美國、歐洲，如果他們願意用台灣的資金作為資本募集的地方，用台灣的錢和人才，去看中國的市場，其實這種機會是需要鼓勵的，因為台灣的資金多，而且承銷、募資成本低，而且台灣商辦房租便宜，所以覺得台灣是很好的機會。

面訪人員提問：

問題1：關於外商銀行，依據金管會的統計，外商銀行的利差比本國銀行好，但事實是否如此？

專家C(董事長)：

經營不下去就會裁員、撤行。要給一個好的環境，才會吸引外來投資，金融業是資金過剩的一個重要媒介，讓金融業愈發達、愈健全，那資金過剩才有疏通的管道。在談資金的時候，例如講直接投資，不同行業、不同地區可以讓他們做些之外，金融服務業也是很重要的，一定要給他們發揮，商品創新、業務創新，要給他們條件可以發揮，OSU是一個很好的機會，兩岸人民幣

也是很好的機會。

問題 2：政府比較保守，我們會有一些感覺是希望保險業去從事公共建設，但又不准他們去買房地產，好像是要他們支持公共建設，但又不希望有圖利的感覺？

專家 C(董事長)：

台灣還是有不錯的公共建設，例如高鐵證券化、ETC 證券化，如何把一些公共建設證券化，是未來可以努力完成的事情；但也不能完全以能產生穩定的 fixed income 之資產做證券化為主，或許可以從事比較私募型態的業務 leverage 台灣的一些資源。例如文創、生技，能抓住兩岸發展的契機，避開政治議題，中國有機會讓台灣賺錢獲利。舉一個例子來看像最近三安併璨圓、京東方買美齊，是兩岸產業整合，這兩個案子是從三年前開放陸資投資台灣以來最具指標性的案件，且台灣的凱基證券皆有參與其中給予協助。京東方併美齊上市公司在大陸的工廠，買工廠要設法留住人才，必須設立人力公司(大陸在台灣設公司)。第二個是最近三安的案子，因為現在兩岸整合，所以這種案子會愈來愈多。經濟日報的社論也在探討兩岸的整合案例。

問題 3：為何來台選擇籌資上市？

專家 C(董事長)：

本國的上市櫃公司，不管是股票、債券，在台灣，不管是本國公司或是外國公司都沒有問題，在法令上都沒有問題，但沒有太多這種案子，發行人是台灣或外國，在海外籌資都沒有問題，但為何大家都沒有來，是要從產業來看，因為產業是最敏感的。

問題 4：前幾年有吸引到一些國際公司來直接上市，大陸來發 TDR，但最近好像有停滯，停滯的原因是什麼？

專家 C(董事長)：

因為市場太小，舉例 ABIT 來說，ABIT 是東京上市的 DRAM 業者，雖然 DRAM 是燒錢的行業，但工業局當時審核時提到是不是可以藉由發 TDR 來移轉一些關鍵技術，後來該公司答應就通過發行了，但那時候日圓在升值、且日本又發生地震、海嘯，再加上 DRAM 的行業沒落，於是 ABIT 申請破產。而投資人透過投資人保護中心也有拿到本錢。ABIT 發行了 TDR 之後，公司又募資了第二次，不過這邊要特別說明投資本來就會有風險，不能保證任何投資皆可獲利。

問題 5：請問你認為最需要修改的法規是什麼？

專家 C(董事長)：

兩岸的證券往來辦法及證券相關法規。

問題 6：例如人民幣的 RQFII，基本上國內的券商可以去分食這一塊餅嗎？

專家 C(董事長)：

香港是可以的，上市公司不管是在台灣發債或是未來在台灣發人民幣債，要有一個回流機制把人民幣匯回到中國去，這是 RQFII 能否做得好之最大關鍵。假設在台灣發行人民幣債券，募到人民幣要匯回大陸，即需要兩岸人民幣的交割機制，這中間就會產生很多人民幣的商品，例如避險商品與涉及到利率，愈來愈多商品，隨著發行市場之後，其交易市場也會活絡。

問題 7：就本身的瞭解，長照不是供需的問題，而是結構扭曲的問題？(而且護理人員也不夠，薪水不成比例)

專家 C(董事長)：台灣有些做得不錯，但是這些都太少人知道了，而且經濟成長弱，財富不平均，這些問題都會出現(有其需求，但是政府無法應付)。

問題 8：要有強大的產業，一定要先有蓬勃的初級市場發展，才能發展相關產業，針對現在的四大產業，好像用一種結果論英雄的方式來看，那樣的心態好像路已被堵死了？

專家 C(董事長)：

業界的心態就是要求生存，像證券業者在證所稅開徵的情況下，就需要往外發展，讓企業可以創造未來。未來一定是企業出去，人才出去，往外發展以求生存。

問題 9：現在大家都會想往外走，但法規上面政府還是對海外投資有設限比例？

專家 C(董事長)：

壽險業還是有，證券商不多，所以沒什麼大作用，主要是保險，海外投資的配置比重是很大的。理由很簡單，一方面因為國內資金過剩，而且投資工具有限。

問題 10：台灣基礎建設不好，很多東西還是可以做的，但目前的資料看來，對於壽險業在國內的投資，政府設限還是很多；亞當史密斯有說過：看不見的手，是說如果資金在國內投資，是有助於國家的安全，而且對商人有某種好處，所以是雙贏的，就這個觀點來看，為什麼對國內的投資限制也這麼多呢？

專家 C(董事長)：

國內的投資如果跟政府有關，那不確定性是非常高的，因為要符合招標、政府採購法。例如保險公司的專案應用和公共投資，這幾年一直下降。代表保險業資金在長期性的投資減少，對經濟貢獻是不好的。

問題 11：關於證券業的風險控管機制，對於證券、保險在業界自律的風險控管，您覺得足夠嗎？

專家 C(董事長)：

我認為目前政府對於證券業的風險控管機制是足夠的，以證券商來看，在香港、泰國做風險管理比在台灣具有挑戰性；然也因政府足夠的管控，所以相對的台灣能夠讓風控人員發展的機會有限。銀行人員在風險控管的發揮會比較大。每個行業具有不同的特性，所以風險控管應根據不同的特性做好質與量的管理。

## 附錄七\_期中報告會議紀錄

**時 間：**2012 年 9 月 10 日（星期一）上午 10 時 00 分

**地 點：**金融總會會議室

**審 查 委 員：**梁國源(金融總會全球金融委員會主任委員，元大寶華綜合經濟研究院董事長)，主席  
黃朝熙(清華大學科技管理學院院長)  
林修葳(台灣大學國際企業學系教授)

**參 與 貴 賓：**李銀櫃秘書長、李玉蘭副秘書長、湯祥瑞組長

**出 席 者：**葉國俊副教授、吳宜聰副研究員、彭勝本助理研究員、謝順峰助理 研  
究員、紀文傑研究助理

**會議記錄：** 紀文傑、宋宜蓁

委員	委員意見	修正與回應	修改後的章節與頁次
黃朝熙委員	期中報告的內容，以第三章「資金過剩環境的理論基礎與各國的政策走向」內文敘述占整篇報告偏多，而期中簡報是以第四章為報告主軸，期待團隊後續報告呈現上以四、五章內容為主，並參考專案研究需求書上的研究方向第三、四、五點關於法規與風險控管機制問題為出發點做深入探討與加強	已在期末報告第四、五章中加入針對法規與風險控管機制之討論	第 54 至 153 頁

委員	委員意見	修正與回應	修改後的章節與頁次
黃朝熙委員	<p>第三章的三個區域經驗探討內容上不太一致，例如：相比之下美國缺少信用市場的探討，也缺少探討股票及債券市場，歐元區只探討了基金市場回顧，沒有探討到資金過剩的現象，而日本缺少佐證資料。</p>	<p>已針對各區域重要現象探討，日本部份已就貼現率等資料做了增補</p>	<p>第 15 至 53 頁</p>
黃朝熙委員	<p>第四章第三節國內資金流向方面，從資料中了解基金的資金動向後，建議可以探討為什麼有這樣的資金流向，其背後的原因為何？增加報告內容的可讀性。</p>	<p>團隊已就圖形資料正確性向證券投信公會做查證，並作簡要說明。由於時間配合問題，將擇期再詢問相關人員以增補說明</p>	<p>第 69 至 73 頁</p>
梁國源主委	<p>研究架構建議以期中簡報第九頁「國內外業界的現況與反應：總論」中的投資管道分成四種方式來觀察：國家區域別、幣別、產業別、商品別為出發點深入探討投資管道及其風險控管，並約略比較其優劣勢提供讀者參考，在適切性部</p>	<p>已依委員建議依區域別、幣別、產業別、商品別四個面向架構討論</p>	<p>第 74 至 114 頁</p>

委員	委員意見	修正與回應	修改後的章節與頁次
	分，建議可以參考國外經驗並放入做探討。		
梁國源主委	產業別方面的綠能產業，建議先定義什麼是綠能，了解商品別的資金如何管理？其產業發展是否與天氣影響美國農作物有關？另外，在綠能能源轉換上目前遇到的困境、與銀行籌資困難點、業者因應之道等等問題，因經建會目前也把綠能發展放入台灣經濟發展重點方向，建議可以以此為出發點，了解業者與銀行間遇到的問題。	有關綠能產業的定義、發展以及目前的風險，已在本報告第103頁第四章第四節「產業別投資管道與風險控管」項目下詳述	第103頁第四章第四節
梁國源主委	文章裡的圖表因牽涉到版權問題建議重製，並把文字改成中文，文獻探討呈現方式建議依照字母排列或字數重新整理排列。	英文文獻部分已依字母順序排列，中文部分亦依筆畫排序整理。大部分圖表皆已重製，惟因期中報告後外文資料增加頗多，將於期末審查完成後，通盤檢討呈現格式，並全部予以中文化	第165至169頁
梁國源主委	期中報告第6頁，第二章第一節應該是探討低利率	已修正為低利率政策的影響	第13頁

委員	委員意見	修正與回應	修改後的章節與頁次
	政策的影響而不是效益。		
林修葳副主委	期中報告第 7 頁，通常點出一個課題時會吸引讀者注意，建議依照其重要性程度做文章內容編排，例如：引述停滯性通貨膨脹時，其重要程度不高，建議使用列舉式方式即可。	已將之與物價相關內容合併論述	第 13 至 14 頁
林修葳副主委	期中報告第 28 頁，文章最後一段「美國利率走低所形成的機制，可由以下管道來加以試探：」以下管道內容為何？後續內容再請團隊補上。	本段為贅語，團隊已於更新版本中刪除	
梁國源主委	期中報告第 31 頁，此段為探討歐元區經驗，表 3 卻提供美國聯準備數據，文章內容也從美國利率探討起，感覺上與歐元區經驗不太貼切，文章是否需再做調整。	由於資金過剩係因美國連續降息所致，故討論後仍放入美國利率做說明，但本團隊會再斟酌調整	
林修葳副主委	期中報告第 67 頁，第五項第三行「資金大量流出將使國內金融帳惡化」在用字遣詞	已刪除「資金大量流出將使國內金融帳惡化」等相關詞句	第 53 頁

委員	委員意見	修正與回應	修改後的章節與頁次
	<p>上需顧及政府機關與企業的觀點，並注意此章重點為資金過剩下對金融市場的影響，而不是以低利率為主題做文章出發點。</p>		
林修葳副主委	<p>期中報告第 88、89、90 頁，圖 21、22、23 的縱軸單位為何？另外圖 23 貨幣市場基金-跨國投資的走勢呈現向下趨勢，是指跨國投資資金流向國外日趨減少？與委員的認知相反，需待團隊確認。</p>	<p>單位為元，已附加說明。經詢問證券投信公會，該圖形為對國外貨幣市場的投資，受低利率環境影響，國內外貨幣市場投資均顯著減少</p>	
梁國源主委	<p>簡報檔第 11 頁的圖表，許多公司都有提供類似的表格，並且還有提供投資商品的數據，建議可以參考看看並重製表格以中文方式呈現。</p>	<p>由於新增外文資料頗多，將於期末審查完成後，通盤檢討呈現格式，並全部予以中文化</p>	

## 附錄八\_期末報告會議紀錄

**時 間：**2012 年 12 月 03 日（星期一）上午 10 時 00 分

**地 點：**金融總會會議室

**審 查 委 員：**梁國源(金融總會全球金融委員會主任委員，元大寶華綜合經濟研究院董事長)，主席  
黃朝熙(清華大學科技管理學院院長)  
林修葳(台灣大學國際企業學系教授)

**參 與 貴 賓：**李銀櫃秘書長、李玉蘭副秘書長、湯祥瑞組長、章舒婷專員

**出 席 者：**葉國俊副教授、吳宜聰副研究員、彭勝本助理研究員、謝順峰助理 研  
究員、紀文傑研究助理

**會議記錄：** 紀文傑、宋宜蓁

委員	委員意見	修正與回應	修改後的章節與頁次
黃朝熙委員	第一點：重點摘錄文章內容，並以小結方式呈述讓讀者快速擷取資訊。	本研究案已製作摘要，至於全文之前，並於第三、四、五及六章一開始即呈現該章摘要，應能協助讀者了解各章節要旨。	第 13、54、115、154 頁
	第二點：文章呈現需更嚴謹，舉例第 76 頁中間描述公債流出入現象是否有表格、圖形或參考文獻佐證。第 90 頁中間「參考聯準會在 2008 年的資料...」等，需呈現相關資料來源或出處會更清楚。	將盡可能寫明相關資料來源或出處。	

委員	委員意見	修正與回應	修改後的章節與頁次
	<p>第三點：第四章探討國內外業界現況與反應，建議增加學者的建議或是政府的現況與反應，補強報告客觀內容，不單只有業者的訊息。</p>	<p>將依委員意見，斟酌增補相關的學者見解。</p>	
<p>林修葳副主委</p>	<p>第一點：收集許多業者的資訊後，建議文章上可以大膽提出自己的假設、建議或判讀。舉例第 96 頁寫到「不動產證券化基金」最後一句「租金收益年化後的收益報酬率均僅比定存利率稍高，比商品的成長面臨侷限性」，談這部分需考慮到多面向，如果能深入詳述可以更充實文章內容。</p>	<p>於第 74 頁補充說明該基金可能發展方向。</p>	<p>第 74 頁</p>
	<p>第二點：第 98 頁建議不僅提供風險報酬公式讓讀者了解，希望可以針對四個面向的風險控管提出具體的作法與看法。</p>	<p>此處績效衡量方式之提供旨在提出並強調投資上風險與報酬並重之概念，並引出多元化分散風險之具體作法，再依此概念套用在四個面向上，已在第 76 頁以具體實證案例說明，並強化內文與此概念之連</p>	<p>第四章第三節(74 至 79 頁)</p>

委員	委員意見	修正與回應	修改後的章節與頁次
	<p>第三點：第 123 頁探討到幣別的流動性，幣別的風險重點應放在資本市場使用金融工具本身考量到幣別而不只是單純探討貨幣本身的流動性風險</p>	<p>結。</p> <p>已參酌委員意見適度改寫，惟目前跨國流通之金融工具多以美元計價，且金融工具定價幣別相關資料並不多見，因此將以探討較不具流動性的幣別為主。</p>	<p>第 97 頁</p>
	<p>第四點：探討到頁岩氣發展，建議可以約略估計未來開發後可以增加多少桶原油、佔美國貿易金額比重以及對綠能的威脅性等稍作描述。</p>	<p>已參酌委員意見，查找相關資料並予以適度改寫。</p>	<p>第 102 頁</p>
	<p>第五點：第 187 頁建議(1)：「OBU 提供固定收益金融商品與相關服務予金融機構、大型企業以及專業投資人...」，請再確認 OBU 其開放程度是否如內文所述以及了解當初立法精神。</p>	<p>已遵照委員意見，在瞭解 OBU 相關條例之立法精神後，酌於調整文字內容。</p>	<p>第 151、152 頁</p>
	<p>第六點：第 193 頁第四點強調國內投資優先的重要性，前面談到資金需求和製造業缺乏優勢原因等等，是不是與產業扶植有關？建議</p>	<p>由於本研究案初始強調自金融業者角度，探討投資管道與風險控管問題，並未涉及融資的另一端，也就是產業業者的需求與看法。因此僅</p>	

委員	委員意見	修正與回應	修改後的章節與頁次
	再加強內容。	能就目前政府制訂產業發展政策, 以及官方文件指出有待發展的公共建設項目。有關目前產業扶持作為及其融資需要的檢討, 會是另一個較大的議題, 建議可另以研究主題分析, 可獲致較為深入的結論。	
	第七點: 與業者訪談的會議紀錄需要潤飾, 例如國泰金莊風控長的訪談內容, 讀者直接閱讀時會不太瞭解其內容。	已遵照委員意見, 對專家訪談紀錄內容加以修改潤飾。	第 202 至 207 頁
梁國源主委	第一點: 期中審查會議紀錄與回應的格式, 建議可以參考金融總會的表格去製作。需放入審查委員名單。	已遵照委員意見辦理。	第 212 至 217 頁
	第二點: 報告內容的行距建議縮小, 讓文章頁數變少。另外在表、圖與文字描述有分離頁面的情況, 請一併調整。引用資料要改成中文; 圖或表要整理一致; 參考文獻要注意句點。以上是報告內容的編排細	已遵照委員意見辦理。	從總頁數 254 頁縮減至 231 頁

委員	委員意見	修正與回應	修改後的章節與頁次
	<p>節建議。</p> <p>第三點：根據期中審查會議紀錄第四點「約略比較其四個面向優劣勢、適切性以及參考國外經驗並放入探討。」國外經驗除了 EPFR 之外，建議在文章中針對四個面向有更具體的描述並帶到上述三點項目。</p>	<p>在第四章第一節國外業界的操作模式與變化中已援引並提到國外經驗，諸如第 56 頁低利率環境之投資策略、第 58 頁美國金融業者的金融資產配置變化已經涵蓋商品別，第 60 頁個別業者的投資資金流向更是以基金業者與保險業者為例，涵蓋區域別與商品別。第四章第三節與第四節中，亦已針對四個面向做討論，內容亦已涵蓋國外經驗。</p>	<p>第四章第一節、第四章第三節、第四章第四節。</p>
	<p>第四點：因本研究題目強調的是資金過剩下所衍生的問題，結論與意見建議提出具體的看法以及說明為何提出此建議，例如其中一點建議為應開放投資管道，與資金過剩下有何關聯，建議加強其連結關係。對業者建議長期投資兼具，是不是與資金過剩</p>	<p>已遵照委員意見，對結論部份重新改寫。</p>	<p>第 154 至 164 頁</p>

委員	委員意見	修正與回應	修改後的章節與頁次
	<p>有關？建議研究團隊先了解資金過剩下之前與之後的時空背景，研究報告裡面有提到但建議可以強化彼此關係。</p>		
	<p>第五點：此報告最有趣的地方在於對銀行業進行問卷調查，53 個樣本點幾乎包含金控跟銀行單位，圖表數據呈現上不知道是否用簡單平均法做計算？因為銀行規模大小不一，建議採取加權平均的做法會更有說服力。</p>	<p>圖表數據中呈現的平均值是採簡單平均法來計算，對委員建議採取加權平均的做法，將依相關資料是否可取得，進行加權平均的計算。</p>	<p>第 133 頁</p>
	<p>第六點：結論用語建議增加一些形容詞，例如原文建議持有美元的陳述屬於強烈的文字用詞，不知道是不是業者的看法？建議可以深入探討美國長線看好的原因，美元經濟狀況需要考慮到多面向問題，除了頁岩氣之外會讓經濟情況改善，但財政懸崖的狀況也建議一併考量。</p>	<p>將依委員意見，斟酌改寫此部份。</p>	<p>第 154 至 164 頁</p>

委員	委員意見	修正與回應	修改後的章節與頁次
	<p>第七點：結論建議主管機關與業者有 12 項，其中與風險控管有關的為 3 項，裡面包含對業者建議 2 項、對主管機關建議 1 項，其比重不太平均。因題目為資金過剩下要為資金找出路並探討其風險控管，建議可以平衡比重。另外對業者風險控管的建議其背後是否跟資金過剩有關連？建議看法可以寫的更具體一點</p>	<p>第六章結論與建議已重新改寫，現分成國際現況與反應、國內現況與反應、投資管道、風險管理等項，對此議題進行彙整或給予建議。</p>	<p>第 154 至 164 頁</p>
	<p>第八點：結論部分不管是給業者或政府建議時，建議都能提出具體的看法。並能連結是因為資金過剩下所產生，其投資管道可以為資金找到出路與提醒讀書需注意其風險來源</p>	<p>第六章結論與建議已重新改寫，現分成國際現況與反應、國內現況與反應、投資管道、風險管理等項，對此議題進行彙整或給予建議。</p>	<p>第 154 至 164 頁</p>