

第四章 研究結果

第一節、台灣金融市場現況

台灣過往是以貿易為經濟主軸，最近二十年逐步發展金融業與資本市場，我國金融業的產值佔 GDP 比率已超過 10%，若金融業能順利發展，對臺灣經濟發展將有極大正面效應。

政府雖然加速開放國內金融市場的業務經營，從證券商、投信業者、保險公司到新銀行的設立，惟國內市場太小，對大陸市場又諸多限制，而我國金融機構規模相對較小，缺乏國際競爭利基，加上主管機關以正面監理的機制，造成業務同質性過高，業者競相削價，使得金融行業為求生存而陷入惡性競爭的窘境，導致金融業的獲利率低，進而影響到整體的金融市場的穩健性。依 2007 年 11 月世界經濟論壇（WEF）公佈的最新競爭力評比，在 131 個評比國之中，台灣銀行健全度排名從前年的第 100 名又再度沉淪為第 114 名。

台灣於 2002 年正式加入 WTO 國際組織後，為了迎接國際強大的金融集團競爭挑戰，必需儘速解決國內的金融問題，加速整合金融機構，以適應經濟自由化、全球化的潮流，因此於 2001 年通過「金融控股公司法」，其立法目的是希望我國金融體制朝向「股權集中化、組織大型化、經營多角化、監理透明化」方向發展，以提升金融機構的競爭力及國際化。

「金融控股公司法」，是指金融業以控股公司型態跨業經營，得以經營銀行、保險、證券及相關金融事業。金融控股公司因為擁有多種金融事業，透過共同行銷、資訊交叉運用、產品組合，提供消費者一次購足(One Stop Shopping)的金融服務。「金融控股公司法」通過至今已有十四家金融控股公司成立，雖然重整了國內金融版圖，但受制在國內市場的侷限，以及各家提供的商品服務大同小異，並沒有創造出整合的綜效。

因為台灣的金融市場規模過小，而且國內開放衍生性商品的發展，遠遠落後歐美國家，單純與國際金融機構作比較雖然不見得公平，但仍具有參考意義，

因此本章將就國內銀行、保險、證券以及投信業者的經營成果，依各產業不同面向來進行分析，據以探討國內主管機關對衍生性商品的監理方向。

第二節 銀行業之經營現況

自 1990 年代以來，為了加速推動國內金融自由化與國際化，政府開放新銀行及外資銀行在台的業務擴展，國內金融機構家數急劇增加；加上資本市場與貨幣市場的快速發展，使得大型及信譽良好的公司，憑藉本身的信用直接由市場籌集長短期資金，導致直接金融的比重逐年升高，銀行業居間中介的間接金融比重降低。

另一方面，由於金融市場資金供過於求，銀行同業間業務競爭日益激烈，紛紛採取價格與非價格競爭的方法爭取業務，使得銀行存放款利率差距縮小，授信品質降低，銀行獲利能力下降。外資銀行在台灣的業務發展，同處於相同的惡性競爭的環境，我們來比較其與本國銀行的業務策略及績效。

➤ 本國銀行及外資銀行在台分行規模比較：

依行政院金管會截至 2007 年底的統計資料顯示(表 4-1)，國內銀行機構家數及就業員工如下：

表 4-1：本國銀行及外資銀行經營較表

	本國銀行	外資銀行在台分行
總機構(Head Office)	39	32
分機構(Branches)	3,313	83
稅前盈餘	NTD 387.5 億	NTD 237.2 億
營業單位平均稅前盈餘	NTD 11,696,348	NTD 285,783,133
員工人數	136,144 人	8,695 人
每位員工盈餘貢獻額	NTD 284,625.1	NTD 2,727,429.6

資料來源：行政院金管會銀行局 資料時間：2007/12/31

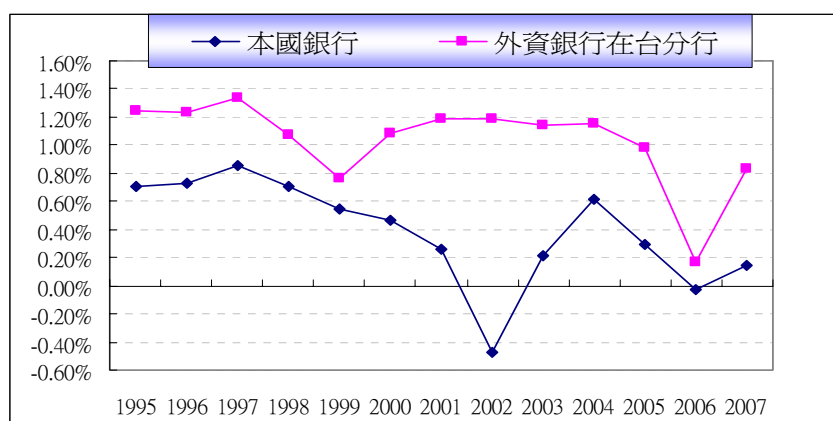
外商銀行的每位員工平均盈餘為新台幣 272.7 萬元、本國銀行則為新台幣 28.46 萬元；外商銀行的每營業單位平均稅前盈餘為新台幣 2 億 8,578 萬元，本國銀行則為新台幣 1,169.6 萬元。外商銀行規模遠小於本國銀行，但由上列數據可以看出，外商銀行由於採取正確的經營策略，所以擁有優異的單

位經營績效，以較少的分行數，創造更高的利潤。

➤ 資產報酬率及淨值報酬率比較：

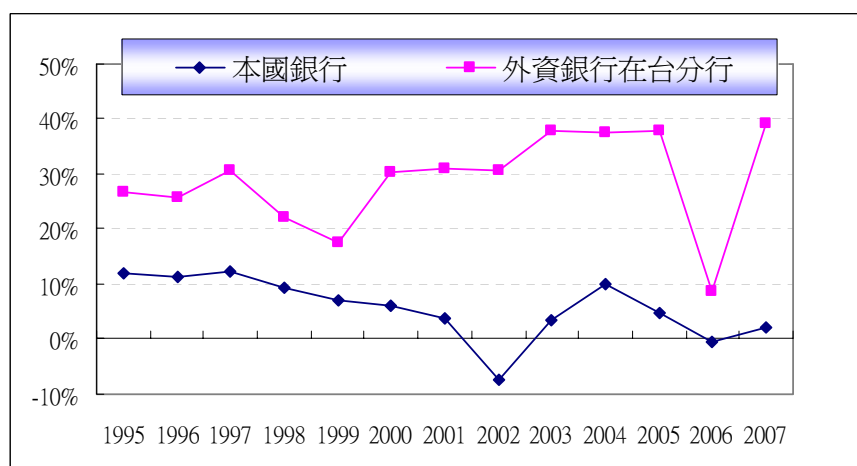
雖然外商銀行在台灣的分行數與市佔率都很低，但與本國銀行比較，卻往往有較佳的經營績效。以資產報酬率(圖 4-1)來看，雖然二者都是逐年下降，本國銀行平均不到 0.5%，而外資銀行在台分行的績效遠高本國銀行的經營績效，雖然說外國銀行有總部的資源可以分享，經營效益原本就有機會高於本國銀行，但以淨值報酬率來比較(圖 4-2)，外國銀行平均維持在 25%以上，而本國銀行大都在 10%以下，二者的差距相當大。

圖 4-1. 資產報酬率比較圖：



資料來源：行政院金管會銀行局 資料時間：1995 年~2007 年

圖 4-2. 淨值報酬率比較圖：



資料來源：行政院金管會銀行局 資料時間：1995 年~2007 年

➤ 經營策略比較：

以經營之業務內容來看，依金管會公佈的放款資料顯示，外資銀行在台分

行的業務經營並不積極，佔整體放款比率約 2~3%左右。而本國銀行則高達 90%以上(表 4-2)。

表 4-2：放款餘額比較表

單位：新台幣億元

年度	總計	本國銀行	佔放款比率	外資銀行 在台分行	佔放款比率
1995	110,140	85,369	77.51%	3,252	2.95%
1996	114,196	90,276	79.05%	3,495	3.06%
1997	127,492	105,953	83.11%	4,083	3.20%
1998	133,629	114,059	85.36%	3,899	2.92%
1999	138,816	121,483	87.51%	3,889	2.80%
2000	145,122	128,962	88.86%	3,993	2.75%
2001	140,981	127,151	90.19%	3,795	2.69%
2002	137,755	125,049	90.78%	3,681	2.67%
2003	143,775	131,311	91.33%	3,736	2.60%
2004	159,201	145,987	91.70%	4,304	2.70%
2005	171,984	157,767	91.73%	4,858	2.82%
2006	176,231	160,560	91.11%	5,400	3.06%
2007	180,190	164,015	91.02%	5,907	3.28%

資料來源：行政院金管會銀行局 資料時間：1995 年~2007 年

眾所周知，外資銀行在台分行除了著重財富管理及消費金融業務外，衍生性商品也是重點業務之一；以衍生性商品業務來比較(表 4-3)，依 2007 年 12 月 31 日金管會統計的資料來分析，衍生性商品前十五大銀行中，本國銀行僅佔三家，依序是中信銀，台新銀與台北富邦銀行，而合計本國銀行的總交易量只佔 31%，而外商在台分行則囊括將近七成，可見外商銀行在衍生性商品操作的積極性。

表 4-3：衍生性商品交易量

單位：百萬美元 US\$ Million

銀行	契約總計	比率	店頭市場契約	交易所契約
中國信託商業銀行	173,686	10.36%	173,140	546
美商花旗銀行	173,612	10.35%	173,572	40
德商德意志銀行	169,012	10.08%	113,986	55,026
法商法國巴黎銀行	134,944	8.05%	134,944	—
法國東方匯理銀行	97,897	5.84%	97,897	—

瑞士商瑞士銀行	84,453	5.04%	84,453	—
美商美國銀行	81,756	4.88%	81,756	—
荷商荷蘭銀行	80,155	4.78%	80,155	—
香港上海匯豐銀行	73,936	4.41%	73,936	—
美商摩根大通銀行	66,874	3.99%	66,874	—
比利時聯合銀行	61,419	3.66%	28,605	32,814
台新國際商業銀行	60,866	3.63%	60,849	17
台北富邦銀行	54,845	3.27%	54,545	299
荷蘭商安智銀行	50,788	3.03%	50,788	—
渣打國際商業銀行	47,200	2.81%	47,200	—
外國銀行小計	1,156,797	68.99%	1,068,768	88,029
本國銀行小計	520,037	31.01%	519,108	929

資料來源：行政院金管會銀局

資料時間：2007/12/31

第三節 保險業之經營現況

從 1960 年起，國內開放民營保險公司設立，陸續成立國泰、新光、南山、國華等八家壽險公司，並於 1987 年開放美商保險公司來台設立分公司，如安泰、紐約、大都會等，直到 1993、1994 年全面開放本土的新壽險公司成立，以及世界各國的保險公司來台設立分公司，外商在台的業務由 2000 年高峰時的 15 家，但因為國內經營環境的侷限，經過撤資及整併後，只剩下 8 家繼續在台營運。迄 2007 年底，台灣人壽保險公司共計 30 家，包含本國公司 22 家。

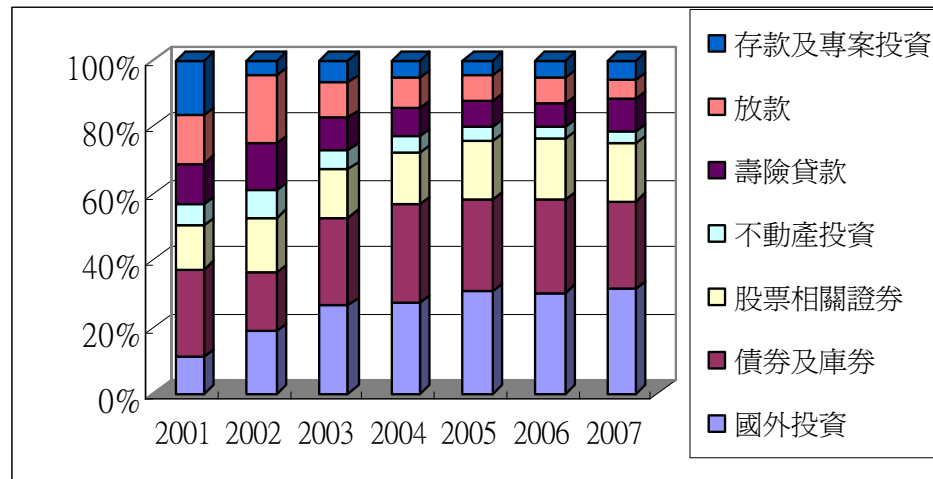
➤ 國內市場現況：

以壽險業整體市場經營績效來看，在 2002 年前，受到外部環境及法規影響，資金可投資標的侷限於國內市場，業者因資產配置受到限制，再加上當時國內低利率環境的影響，台灣的保險公司幾乎靠房地產投資和股票市場來挹注獲利，與國際級優質保險公司，憑藉在國際市場上進行財務管理來避險或獲利，有很大的差異。

依據財團法人保險事業發展中心統計的資料觀察(圖 4-3)，歷年來資金運用管

道以『有價證券』為大宗，其中主要為『債券及庫券』(佔率約 26%)，自從 2003 年管機關提高保險資金對外投資限額後，『國外投資』已成為壽險業資金運用的首要選擇，佔率約三成。

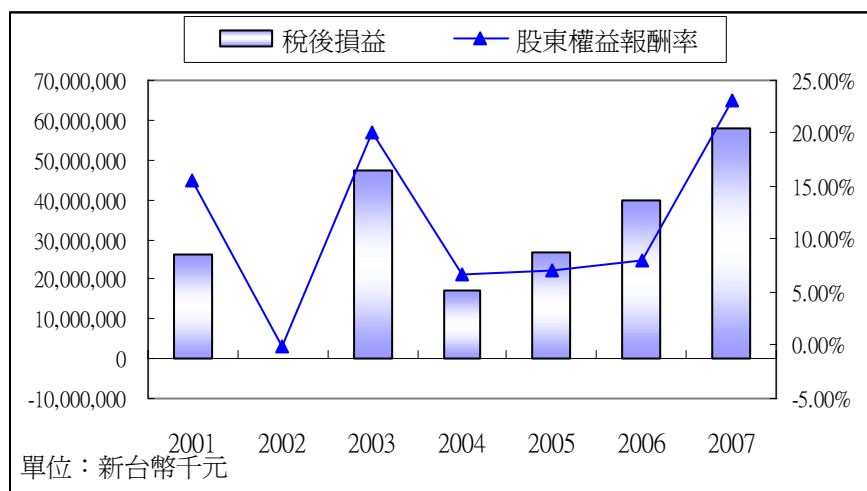
圖 4-3. 人身保險資金運用表



資料來源：財團法人保險事業發展中心 資料時間：2001~2007

由圖 4-4 比較人身保險的經營績效，在主管機關開放保險資金對外投資及衍生性商品投資後，壽險業者的稅後損益及股東權益報酬率，自 2003 年開始呈現穩健的成長，即使 2007 年受到次級房貸的衝擊而提列損失，整體的股東權益報酬率高達 23.14%。

圖 4-4. 人身保險歷年經營績效比較表(整體)

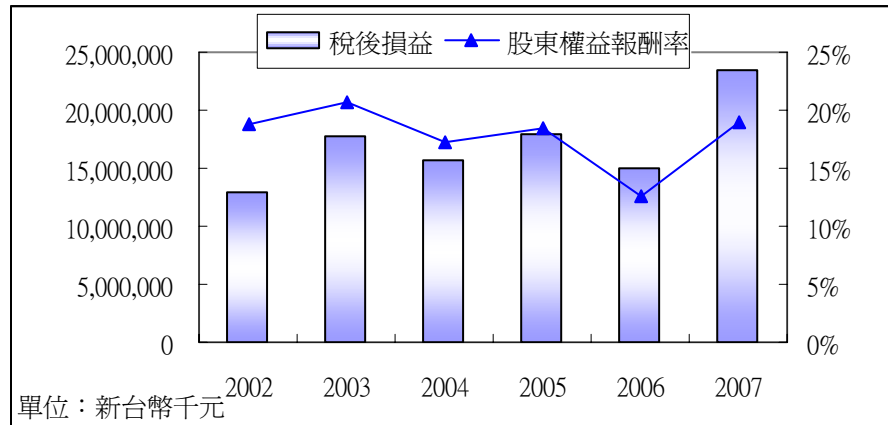


資料來源：財團法人保險事業發展中心 資料時間：2001~2007

一、國泰人壽保險

國泰人壽是國泰金控的旗艦企業，不但在台灣民營服務業排行第一，總資產超過新台幣 2.35 兆元(2007 年)，並多年入選世界 500 大企業行列，業務經營穩定，近五年來股東益報酬率大致維持在 15%以上。

圖 4-5. 國泰人壽歷年經營績效

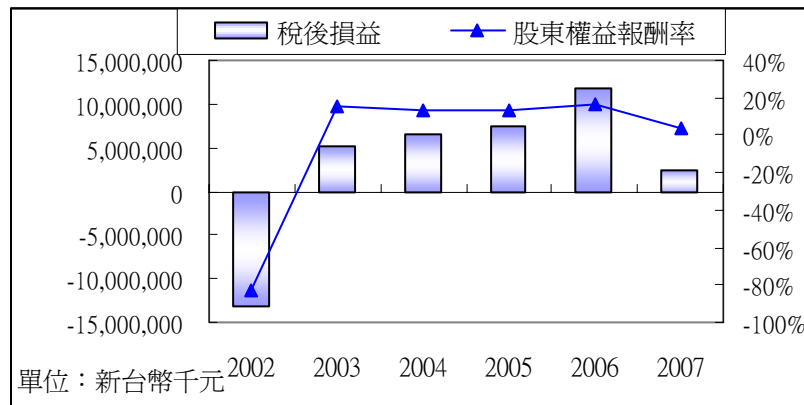


資料來源：公開資訊觀測站 資料時間：2001~2007

二、新光人壽

新光人壽為本國人身保險第二大公司，目前總資產達新台幣 1.23 兆元，2002 年為了提撥 196 億元的壽險責任準備金，造成該年度大幅虧損，所幸往後幾年的股東權益報酬率平均維持在 15%左右，去年則受到次級房貸的衝擊而提列損失，報酬率降為 4%左右。

圖 4-6. 新光人壽歷年經營績效

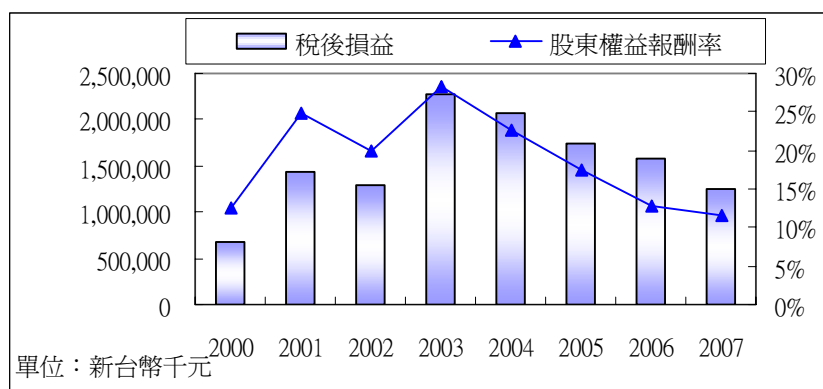


資料來源：公開資訊觀測站 資料時間：2001~2007

三、台灣人壽保險

創立於 194 年，為本土第一家壽險公司，也是第一家由政府轉投資的壽險公司，業務經營穩健，創下保險類股連續八年獲利第一名(1998~2006 年)的佳績，目前總資產為新台幣 2,366.5 億元兆兩千萬元。

圖 4-7. 台灣人壽歷年經營績效



資料來源：公開資訊觀測站 資料時間：2001~2007

➤ 歐美主要保險公司：

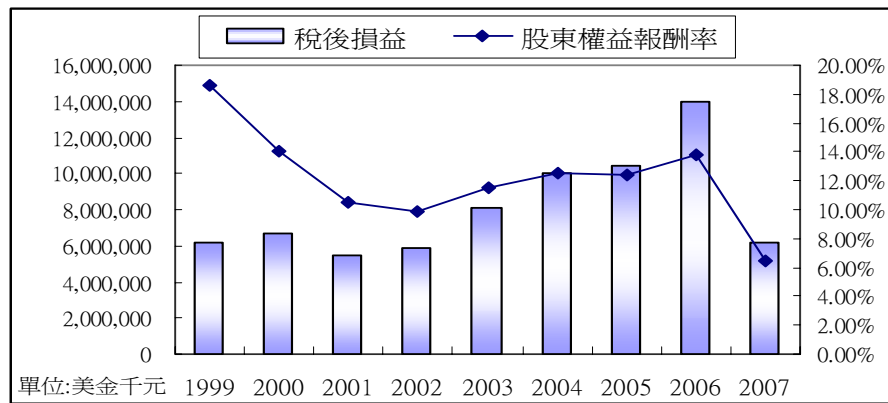
歐美主要國家的保險公司經營，除了已經建立全球的網絡外，業務經營也朝向多元化策略，茲以美國國際集團(AIG Group)、德國安聯(Allianz Group)及荷蘭國際集團(ING Group)的經營績效來討論。

一、AIG 美國國際集團：

美國國際集團(America International Group, AIG)是世界保險和金融服務的領導者，業務遍及全球一百三十多個國家及地區，為全球首屈一指的國際性保險服務機構。美國國際集團在全球各地的退休金管理服務、金融服務及資產管理業務也位居世界前列。

由圖 4-8 顯示，在 2006 年以前，AIG 的股東報權益酬率維持在 12% 以上，然而在 2007 年則受到次級房貸的波及--由於該公司投資在與次級房貸密切相關的信用違約交換合約(Credit Default Swap, CDS)，造成投資虧損高達 52.32 億美元，進而影響到 2007 年的稅後收益只有 62 億美元(約新台幣 1,860 億元)，股東權益報酬率下降到 6.47% 左右。

圖 4-8. AIG 歷年經營績效



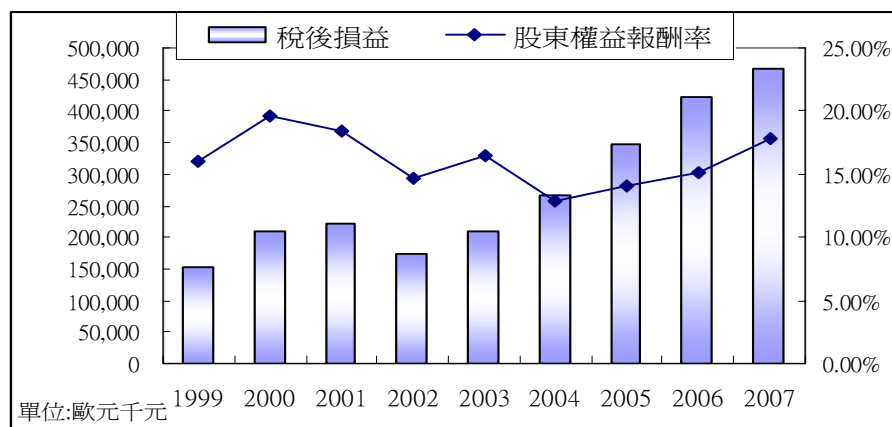
資料來源：路透社 Reuters 資料時間：1999~2007

二、德國安聯 Allianz Group

安聯集團於 1890 年創立於德國柏林，總部設立於慕尼黑，擁有超過 110 年豐富的保險經驗。其事業核心項目包括：保險(歐洲最大的保險集團)、資產管理(德盛安聯投信 - 世界五大資產管理)和銀行業務(Dresdner Bank 德利銀行)。安聯集團在全球超過 300 多家分公司，業務遍佈全球 70 個國家，為全球超過八千萬名的客戶提供最專業的金融服務及財富管理，滿足客戶多元化的需求。

由圖 4-9 觀察，Allianz Group 經營穩健，自 1999 年以來股東報權益酬率維持在 15% 以上，在去年的次級房貸風暴中，集團營運並未受到衝擊，2007 年仍繳出亮麗的成績單——高達 17.85% 的股東權益報酬率。

圖 4-9. Allianz Group 歷年經營績效



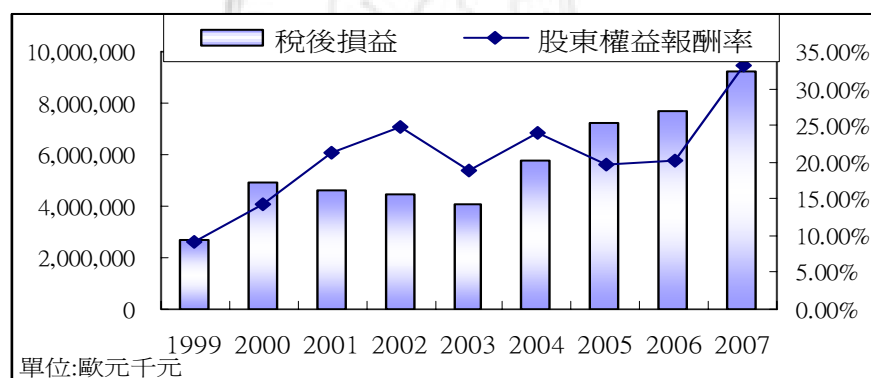
資料來源：路透社 Reuters 資料時間：1999~2007

三、荷蘭國際集團 ING Group

ING 集團起源於 1845 年在荷蘭海牙成立的荷蘭保險公司，是荷蘭第一家結合銀行、保險及資產管理三大金融體系，提供多元化金融商品服務的公司。根據 Fortune(財星)雜誌統計，ING 為世界第二大國際性金融集團，與花旗集團、德意志銀行同列世界頂級金融集團，旗下公司囊括保險業、銀行業、證券業及資產管理公司等多元化的整合性，金融理財服務，遍佈全球 65 個國家，已擁有超過 11 萬 4 千名員工，服務 4,900 萬名客戶。

由於集團經營已朝向多元化金融服務，不管是銀行、保險或資產管理，皆涉足衍生性商品，由圖 4-10 觀察，集團經營績效豐碩，股東權益報酬率由 2000 年代初期的 10% 以上，到中期的平均 20%，而去年則繳出了 33% 的新高紀錄，並未受到次級房貸風暴的衝擊。

圖 4-10. ING 歷年經營績效



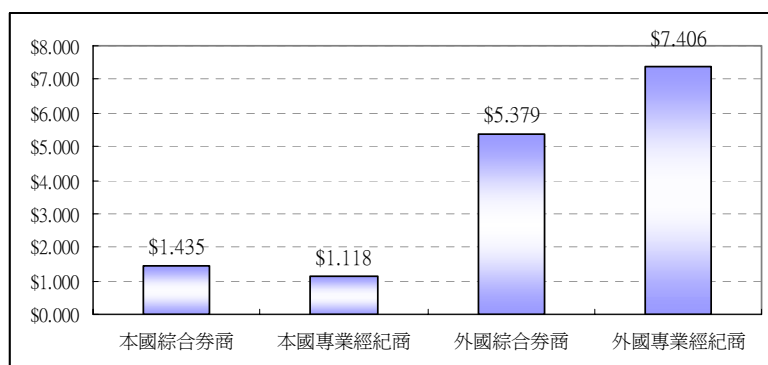
資料來源：路透社 Reuters 資料時間：1999~2007

第四節 證券商之經營現況

依中華民國證券商業同業公會統計資料，國內高達 150 多家的證券商，其中 90 多家為證券商，銀行兼營證券商為 40 多家，外資證券商則為 16 家；檢視台灣證券業的經營情況，在 2004 至 2006 年之間證券業經營得非常辛苦，整體證券商平均每股盈餘只有 0.70 元。雖然，在 2007 年股市大多頭行情時，證券商的平均 EPS 達到 1.619 元，其中本國證券商平均 EPS 1.424 元，而外資證券商平均

EPS 則高達 5.949 元；本國證券商中，綜合券商平 EPS1.435 元，表現優於專業經紀商的 EPS1.118 元，而外資證券商則是專業經紀商平均 EPS 7.406 元，表現優於綜合券商的 EPS 5.379 元。

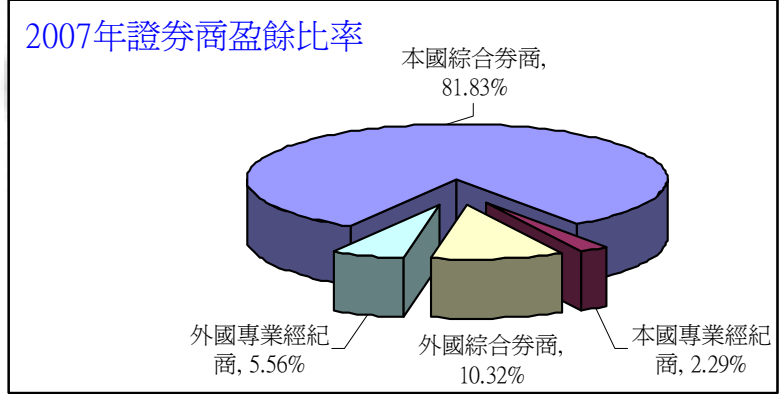
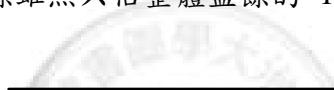
圖 4-11.證券商 2007 年每股盈餘比較



資料來源：證券公會

資料時間：2007 第 4 季

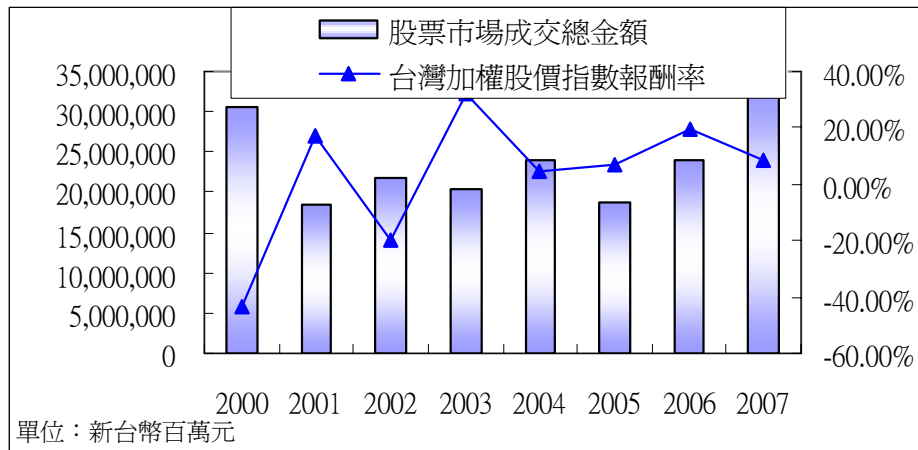
外資證券商的盈餘雖然只佔整體盈餘的 16%，但以個別證券商經營績效來比較，EPS 前十名均是外資券商；顯而易見的，外資券商在全球資源的運用、著重研究團隊以及完整的內部控管經營下，比起國內本土證券商，創造出更優異的成績。



➤ 國內主要綜合券商經營現況：

國內券商的營運績效，很大比重仰賴經紀收入及自營收入，所以很容易受到台灣股市行情及證券市場交易量影響(如圖 4-12)，比較主要綜合券商的營收比重(如圖 4-13)，除了大華證券外，元大及富邦的經紀及自營的營收比重高達 80%，再加上大部份業務侷限於國內市場，業務績效的經營穩定度偏低。

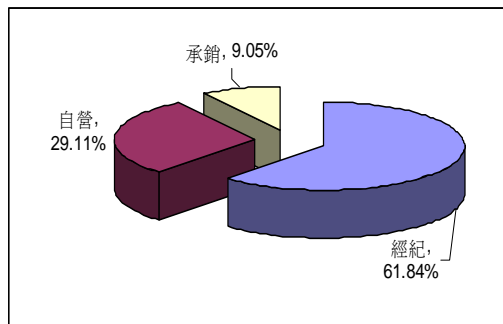
圖.4-12 台股加權指數報酬率及證券成交金額



資料來源：證券交易所-歷年股票市場概況 資料時間：2000/01/01~2007/12/31

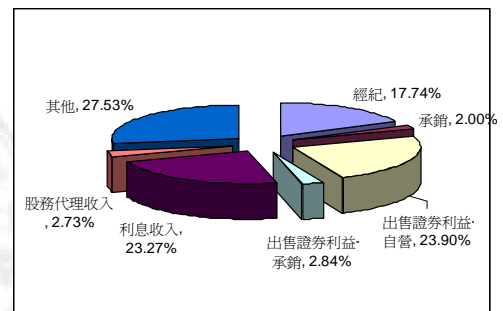
圖 4-13.主要證券商之收入來源：

元大證券：



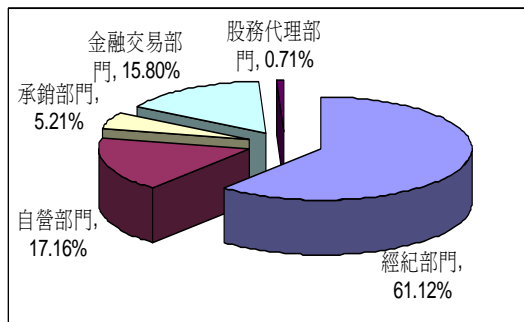
資料來源：元大證券 2006 年公開說明書

大華證券：



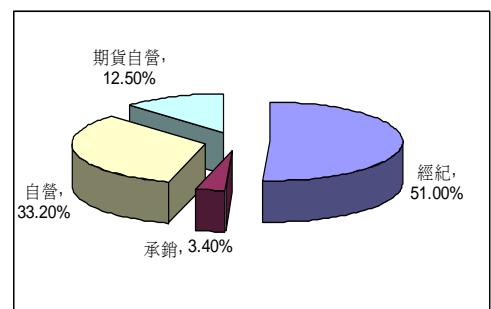
資料來源：中華開發金控 2006 年年報

富邦證券：



資料來源：富邦證券 2006 年公開說明書

寶來證券：

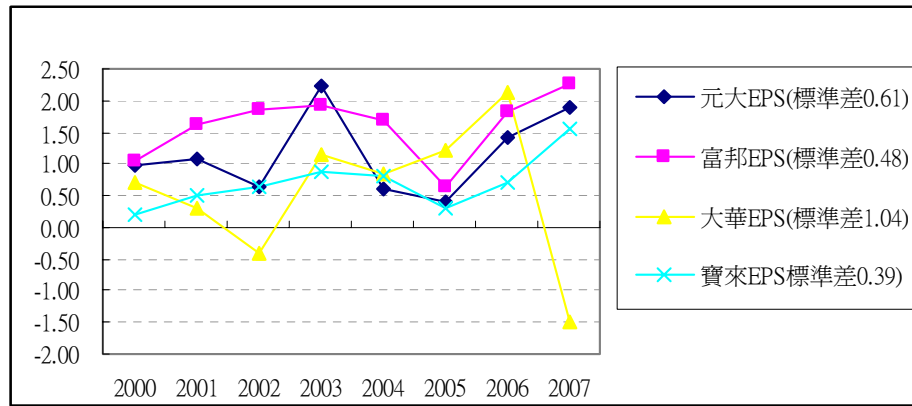


資料來源：寶來證券 2006 年公開說明

再來分析主要證券商歷年來的 EPS(圖 4-14)，元大證券為國內證券龍頭，經紀業務市佔率高達 12%(與復華證併後)，平均 EPS 維持在\$1.0 左右，而富邦證券的經營成果大致與元大相符；而大華證券一向積極從事承銷業務，再加上同屬開發金控集團，為最有潛力從事投資銀行業務的證券商，但是業務經

營極不穩定，ESP 起伏大，標準差高達 1.04 元；而從事衍生性商品最積極的寶來證券，營運績效的穩定度雖高於其它券商(標準差只有 0.39)，但 EPS 則偏低，大致維持在 0.5 元左右

圖. 4-14 主要綜合券商歷年營運績效：



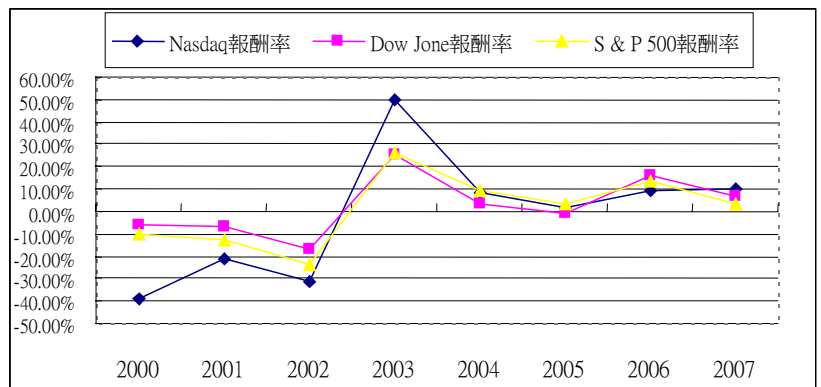
資料來源：公開資訊觀測站 資料時間：2000~2007

➤ 美國主要券商經營現況：

由於美國金融市場的監理制度採用負面表列，美國券商的發展以滿足「顧客需求」為導向，因此在國際化的環境中，對資訊、人力資源、研究與產品創新的投資遠遠超過其他國家的證券商。美國單一的大型證券商，例如高盛或美林，其市值皆遠遠超

過台灣十大證券商的總和，觀察香港金融市場，主要參與者全為歐美大型投資銀行。英國於 1980 年代金融改革後，證券商也大多為美國及其他投資銀行收購。

圖4-15. 美股主要指數歷年報酬率

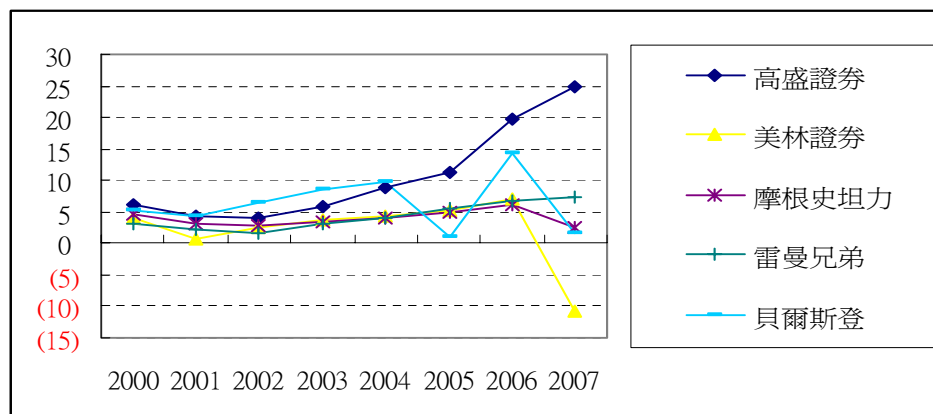


資料來源：路透社Reuters 資料時間：2000年~2007年

自 2000 年以來，即使美國股市歷經 3 年的空頭市場(如圖 4-15)，美國五大券商的平均每股盈餘大都維持在 USD 3 元左右，而自 2003 年開始美國股邁向

多頭市場後，五大券商的平均每股盈餘(圖 4-16)則維持在 USD 5 元以上。

圖 4-16. 美國五大券商歷年每股盈餘(單位：美元)



資料來源：路透社 Reuters 資料時間：2000 年~2007 年

2007 年是個轉捩點，美國次級房貸 (Sub-prime) 風暴自去年 8 月爆發，造成全球信用市場風聲鶴唳，資產證券化商品及信用連接相關商品市場急速冷凍，部份積極從事相關業務的發行商及金融機構因此而遭受重大虧損，在美國五大券商中，以美林證券及貝爾斯登影響最鉅，貝爾斯登甚至因為投資過多的部位在資產證券化商品，面臨流動性問題，在美國聯準會的安排下由 JP Morgan 以每股 USD 10 元購併。

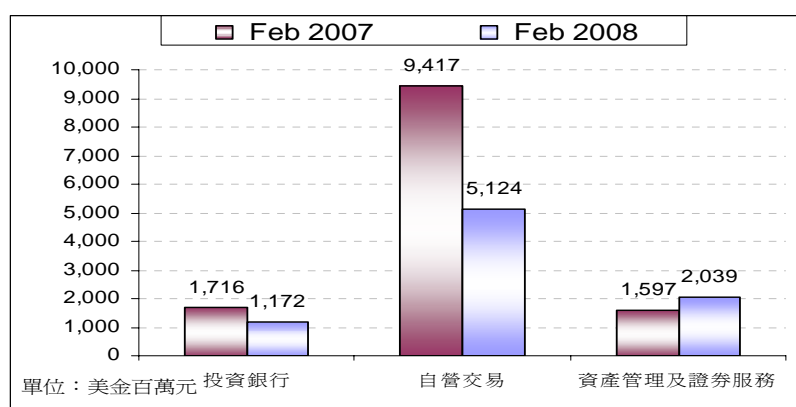
次級房貸的問題雖然包含衍生性商品的評價機制，但是問題的原兇在於美國房地產價格及房屋貸款流程，並不是在衍生性商品本身；由於美國房價上漲多年，讓借款人與放款人雙方忽略或降低對次級房貸風險特質的戒心。在房市熱絡時，次級房貸借款人碰到房貸支付問題時，只要取得轉貸的機會，以借新還舊的方式，解決財務困難，表面上仍維持健全的房貸還款紀錄，以致次級房貸的潛在風險在之前未被揭露出來。但是當房價開始下跌時，這樣的財務運作方式馬上面臨問題，再加上因應 Basel II 的實施，各金融機構將房屋貸款證券化，透過資產證券化商品 (ABS)、房貸抵押基礎證券 (MBS) 或債務擔保受益憑證 (CDO) 的包裝，轉賣到全球市場，美國次級房貸的違約問題就此引爆了全球金融市場風暴。

但也並不是所有的券商因次級房貸問題而虧損，高盛證券則因看空房貸證券

化商品反而獲利，2007 年獲利上看 110 億美元，大約是新台幣 3,561 億，創下每股盈餘 USD24.75 的新高。而美林及貝爾斯登則因為過於偏重該項業務，讓業務經營暴露在的風險之下。

由於 2007 年金融市場的重大變化，分析各主要券商的獲利來源，比較 2007 年第一季及 2008 第一季的變化，高盛證券的主要獲利來源(圖 4-17)雖然還是自營交易- 包括股票、固定收益證券/匯率/商品、資本投資，但獲利金額則大幅降低了一半左右，由 2007 年的 USD 9,417 百萬減少到 USD 5,124 百萬。

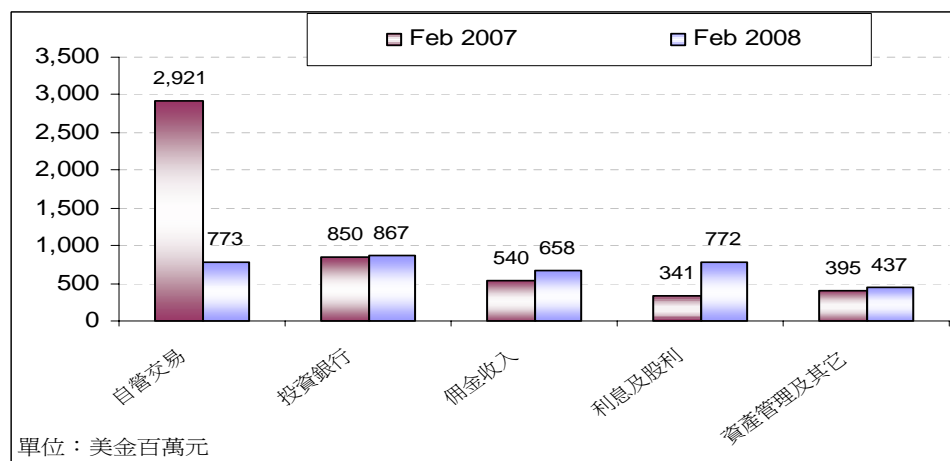
圖.4-17 高盛證券獲利項目 2007 Q1-2008 Q1



資料來源：The Goldman Sachs Group, INC at March 18,2008

雷曼兄弟證券與高盛證券類似(圖 4-18)，自營交易的獲利大幅萎縮了 3/4 以上(由 USD2,921 百萬降到 USD 773 百萬)，不過其它各項業務的獲利比率則大致相等，並微幅成長。

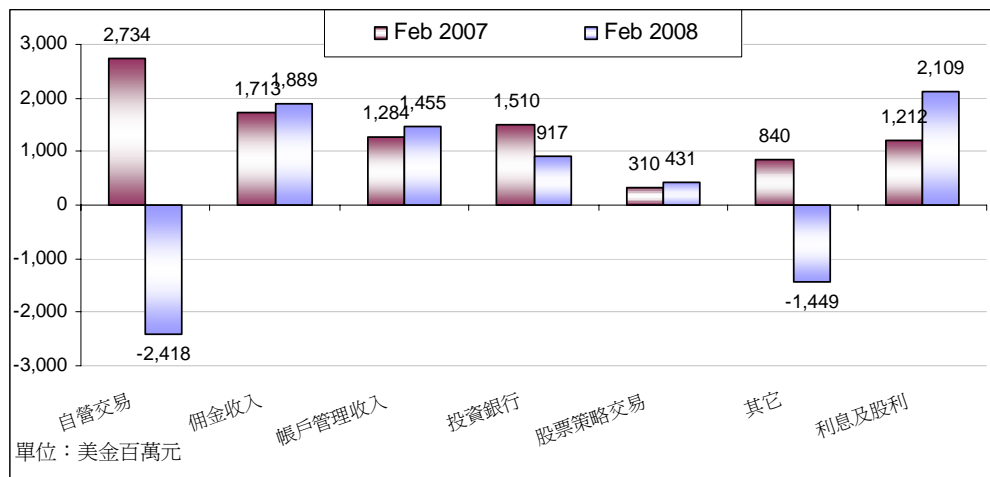
圖.4-18 雷曼兄弟證券獲利項目 2007 Q1-2008 Q1



資料來源：Lehman Brothers Holding Inc. at March 18,2008

再來看看這波遭受鉅幅損失的美林證券(圖 4-19)，自營交易由 2007 年獲利 USD2,734 百萬，轉變為虧損 USD2,418 百萬，而其它項目(包括證券投資/私募股權基金/其它雜項)由 2007 年獲利 USD840 百萬轉為虧損 USD 1,449 百萬。

圖.4-19 美林證券獲利項目 2007Q1-2008 Q1



資料來源：Merrill Lynch & Co., Inc at April 17 2008

第五節 資產管理公司之經營現況

台灣的投信業在經過二十多年的發展後，投信業者家數最高達到 45 家，發生了債券型基金問題後，經過合併及裁撤成為 39 家(截至 2007 年底)，管理的資產管理規模高達新台幣 4.787 兆(表 4-4)。而共同基金的類型，由過去股票型基金、債券型基金發展至今有 10 種不同類型的基金(表 4-5)，包括近年相當受歡迎的股債平衡式基金、組合型基金和指數股票型基金等，表面看起來投信業的發展已相當完整。

表 4-4.國內資產管理公司經營規模

類型	項目	金額/數量	資料日期
共同基金	淨資產總額	2,040,478 百萬元	(2008.03)
	基金數	518 支	
私募基金	淨資產總額	45,797 百萬元	(2008.03)
	基金數	159 支	
全權委託	有效契約總額	891,057 百萬元	(2008.03)

	契約數	1,002 件	
境外基金	淨資產總額	1,809,543 百萬元	(2008.02)
	基金數	856 支	
合計	資產總額	4,786,875 百萬元	

資料來源：投信投顧公會、臺灣集中保管結算所(境外基金資料)

表 4-5.國內共同基金類型

類型	種類	基金數量	基金規模(元)
股票型	投資國內	183	437,214,598,578
	跨國投資	100	421,395,607,123
債券股票平衡型	國內價值型股票	8	12,740,534,569
	國內一般股票型	39	40,510,774,031
	跨國投資型	18	29,890,720,767
	模組操作型	11	22,787,758,696
債券型	國內債券型	0	0
	國內債券類貨幣型	56	795,080,994,665
	國內債券固定收益型	2	2,813,412,176
	海外債券	10	13,598,475,208
貨幣市場基金	貨幣市場基金	2	11,136,902,819
組合型	國內組合型	3	746,389,414
	跨國投資組合型	64	148,863,678,569
保本型	保本型	1	239,954,499
資產證券化型	不動產證券化	13	48,605,118,505
	金融資產證券化	5	10,214,671,549
指數股票型	指數股票型	7	43,963,548,162
指數型	指數型	1	1,104,601,715
合計		523	2,040,907,741,045
傘型基金(子基金共 17 支)		7	26,872,514,845

資料來源：投信投顧公會 資料時間：2008/03

但是仔細分析國內的投信業經營內容，除了企業規模普遍偏小，沒有任何一家投信的市占率超過 10% 外，提供的基金商品大同小異，對新金融商品的開創能力偏低；以國內股票型基金來說，一般基金操作策略以打敗大盤為主要目標，重視選股能力勝於避險及持股調整，因此基金績效表現與股市的連動性高、跟隨著股市漲跌，比較無法規避台股劇烈波動的下檔風險，投資人必須自行選擇進出場時點。

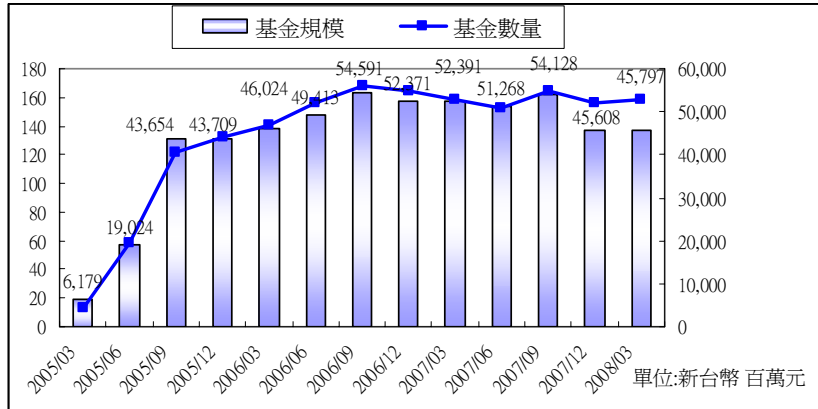
部份業者有心力求突破，紛紛於投資部成立新金融商品組，專責新商品或交易策略的研發，其中群益投信以及新光投信各自推出策略交易型基金，但操作績效好壞參半：

- 群益安家基金：是國內首檔榮獲行政院金管會給予 6 個月專利保護的策略模組基金，運用「市場中立」模組化管理策略，在低風險下追求穩定收益；操作特色是以財務工程，將選股過程模組化、量化，目的是希望控制基金波動幅度，讓報酬率盡量維持中立，不受股債市走勢影響，基金成立於 2004 年 11 月，募集成立時基金規模高達新台幣 100 億，然而該基金操作績效不如預期，基金淨值有一段長時間處於虧損，截至今年 3 月底，基金規模只剩下新台幣 10 億。
- 新光策略平衡基金：主要是鎖定跨市場之間相對應投資商品的利差，尤其是可轉換公司債和相對應的股票；與群益安家基金截然不同：新光策略基金成立時默默無聞，經過基金經理人的一段時間操作後，即使在台股表現不佳的情況下，基金績效每年穩定成長 7%~8%，除了吸引投資人加碼買進外，並帶動其他投信進入「策略模組」的領域，陸續成立了十檔類似的基金。截至今年三月底，總計 11 檔的策略模組基金規模約新台幣 227.88 億元。

以私募基金資產規模來分析(如圖 4-20)，自 2005 年 1 月開辦以來，投信所發行的私募基金業務，雖然於第一年(2005 年 9 月)即達新台幣 463.54 億，但此後規模成長停滯，大致維持在此水準；根據投信投顧公會統計，截至 2008 年 3

月底為止，在 39 家投信中已有 27 家投信發行私募基金，基金規模達新台幣 457.98 億元，基金數量共計 156 檔，平均每檔基金規模只有約新台幣 3 億元左右。

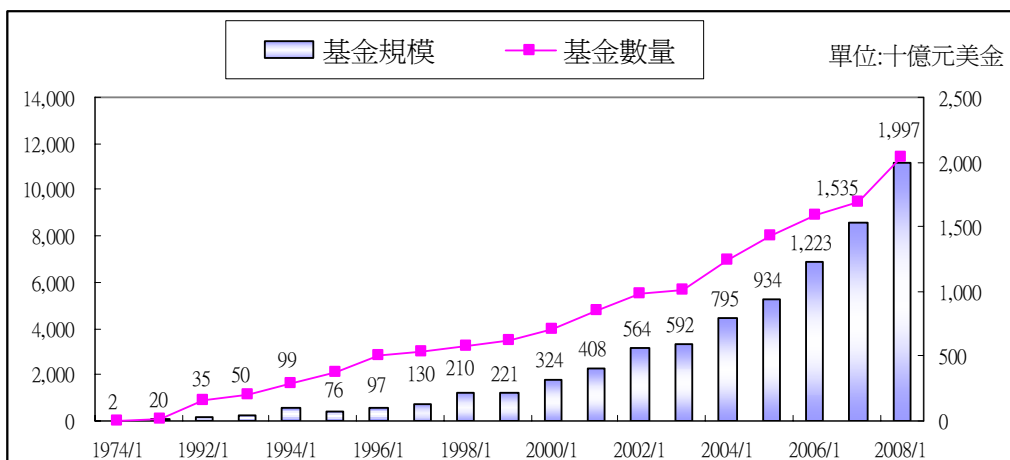
圖.4-20. 私募基金發行數量及規模



資料來源：投信投顧公會 資料時間：2005/03~2008/03

反觀全球的對沖基金(Hedging Funds)市場，根據 Hennessee Group LLC 公佈的調查結果，截至 2008 年初，全球對沖基金管理的資產規模已達 2.65 兆美元(圖 4-21)，由於近年來衍生性商品的蓬勃發展，對沖基金的資產規模自 2000 年以來維持著平均 30% 的年成長率，平均每檔對沖基金的資產規模約新台幣 52.55 億元，遠高出國內私募基金的資產規模。尤其去年對全球對沖基金是一個里程碑，2007 年受到次級房貸以及信用市場的衝擊，部份對沖基金面臨嚴重的流動性問題，不得不暫時接受客戶的贖回申請，甚至宣佈破產清算，但全年度的基金規模仍舊維持 30% 的成長，代表投資人仍然對對沖基金抱持著高度的肯定。

圖 4-21. 全球對沖基金歷年規模及數量



資料來源：Hennessee Group LLC 資料時間：1974/01~2008/01

2007 年次級房貸引起的全球金融市場波動，雖然說對沖基金的融資槓桿放大了市場的風險，但不可否認的，對沖基金對資本市場的仍有其積極的貢獻，包括：

1. 對沖基金活躍了市場交易，為市場（尤其是各種新金融產品市場）注入了重要的流動性。
2. 發揮證券市場價格的發現機制，在一定程度上降低了市場波動性。
3. 為投資者提供了分散投資、抵禦系統風險的投資選擇；確實能夠帶來較高的風險收益。

國內投信私募基金的發展停滯，除了因為私募基金必須納入最低稅賦課稅範圍外，基金操作策略的侷限也是主因之一。綜觀目前國內市場上私募基金的交易策略，大部分都是以投資可轉債套利策略（Convertible Arbitrage Strategy）以及股票多空策略（Equity Long / Short Strategy）最為常見。

而全球對沖基金常見的操作策略多元，常見的操作方法包括：融資槓桿、融券賣空、避險以及套利，Lipper 將其分為五大類：

- 方向性策略(Directional Strategies)：包括總體投資策略(Global-Macro) 和期貨管理 (Managed Futures)
- 相對價值策略(Relative Value Strategies)：包括市場中立策略(Equity Market-Neutral)、可轉換債券套利(Convertible Arbitrage)和固定收益證券套利(Fixed Income Arbitrage)
- 選股策略(Security-Selection Strategies)：如股票多/空策略(Long/Short Equity)，作空策略(Dedicated Short-Bias)
- 事件導向(Event-Driven Strategy): 如危機證券策略(Distressed Securities)、地雷股(債)
- 多重策略(Multi-Strategy)：同時採用多種操作的策略，如風險套利(Risk Arbitrage)，市場中立策略(Market-Neutral)，新興市場策略(Emerging

Markets)，和固定收益套利等(Fixed Income Arbitrage)。

依據 Greenwich Alternative Investment 編製的全球對沖基金指數* (Greenwich Global Hedge Fund Index)，比較對沖基金與金融市場的績效，可以發現對沖基金的複合年收益率(Compound Annual Return, CAR)，遠高於債券市場而接近股票市場的收益率，而標準差(Standard Deviation, STD)則遠低於股票市場，顯示對沖基金的操作績效確實能提供投資者更為穩定的收益(表 4-6)。

表 4-6.對沖基金與金融市場績效比較

	Total Return		3 Yr Annualizes		5 Yr Annualizes	
	YTD	1 Year	CAR	STD	CAR	STD
Global Hedge Fund Index	0.5%	4.7%	10.8%	5.1%	10.1%	4.6%
Lehman Brothers Aggregate Bond	1.2%	6.9%	4.3%	2.8%	3.8%	3.6%
S & P 500	-3.8%	-6.7%	7.6%	8.8%	9.8%	8.5%
MSCI World Equity Index	-4.0%	-5.6%	10.2%	9.4%	12.2%	9.2%
FTSE 100	-6.3%	-8.6%	6.9%	10.5%	8.4%	9.2%

資料來源：Greenwich Alternative Investment 資料時間：截至 2008/05/31

雖然說國內環境對策略交易的操作方法有諸多限制，包括股票融券的限制、債券放空券源不足、債券期貨或個股選擇權流動性問題等，然而最主要的關鍵在於主管機關的監理規範，限制了國內投信事業的發展；新金融業務的創新，除了人才的培訓及操作策略的研發外，還是必須配合主管機關開放的態度，才能提昇業者的商品創新及競爭能力。

附註*：Greenwich 全球對沖基金指數包含 18 種操作策略，自 1988 年開始編製。