

銀行研究叢刊第十七種
Morgan Guaranty Trust
Company of New York 出版
饒 忠 達 譯

貨幣市場的投資

風險與報酬

臺灣銀行經濟研究室編印

貨幣市場的投資

風險與報酬

Money-Market Investments

The Risk and the Return

Morgan Guaranty Trust 出 版
Company of New York

饒 忠 達 譯

銀行研究叢刊
第十七種 貨幣市場的投資

中華民國六十六年十一月出版

編著者 紐約摩根保證信託公司出版

翻譯者 饒 忠 達

編印者 臺灣銀行經濟研究室

臺北市重慶南路

發行者 臺灣銀行

臺北市重慶南路

經售者 中華書局

臺北市重慶南路

中央文物供應社

臺北市仁愛路

印刷者 臺灣銀行印刷所

臺北市青島東路

饒譯「貨幣市場的投資」序

「貨幣市場的投資」原為紐約之「摩根保證信託公司」所編，以供行員作業之參考。對於紐約貨幣市場之組成及交易對象引述甚詳。其中並列入公債，故與我國情形未盡相同。其所以然者實因美國早年聯邦準備銀行之公開市場操作，係以公債交易為主。偏重於票據交易，實為1950年代的主張，故公債亦成為交易對象，實有其歷史背景也。

在1913年聯邦準備制成立，本以英國制度為藍本，亦以「自償性交易行為」之票據，由會員銀行貼現，得向聯邦準備銀行辦理「重貼現」，而名之為「實質票據原理」，藉符聯邦準備制立法原意，達成隨工商需要之變動，提供有彈性之通貨數額為目的。但美國並無似倫敦之「承兌行」，以其商譽替貨物買主承兌，而提高票據之品質。於是乃以銀行承兌代替之。故在聯邦準備制五十週年（1963年）紀念文內即有一篇論「銀行承兌滙票」為聯邦準備制之特點。

無如滙票之使用，美國向無傳統，貨物交易多以「本票」授信。因此，「銀行承兌滙票」難以推廣。加之在第一次大戰後，美國工業趨於大量生產，每因由計劃以至於貨物之產出，經年累月。如墨守按「實質票據」原理而完全根據自償性交易行為以創造本票之原則，將難以適應，乃有整批發行「商業本票」之舉。但此種並不根據自償性行為而產生之本票，極易發生逾額發行之弊，故在貨幣市場內，難以視為品質最高之交易對象。在近年來因有「賓州中央鐵路公司」之商業本票不能兌現，至今仍懸而未決，故發生疑問更多。

我在本文特舉此點，實因針對我國現狀，商業本票既不能不發，而有鑒於美國賓州中央鐵路公司之案例，恐為國內所未知，以致

對於現行由金融機關保證之規定，紛議滋多，故不得不就此加以說明。查我國貨幣市場既屬草創，便利工商業之籌措資金固為主要的，但對於持票人（即本票購入者）之利益，亦不能忽視也。

書內對於美國各種債券之性質，亦敘述甚詳。其中尤以有關「不動產抵押銀行業務」所發債券，實足供我國參考。尤其如何將「不動產抵押銀行業務」與一般商業銀行業務之劃分，實足以發人深省。

本書譯者饒忠達君，原為中興票券公司業務部副經理，且為余在政大授課時優秀學生之一，年來往還切磋亦頻，不幸於將本書譯就後不久，即英年逝世。其夫人丘欣女士復以譯文就正於予，故我在挽聯中有「啓予在析義論文，篋中痛尚存遺稿」，蓋叙實也。重閱本書一過，曷勝黃蘗之痛。

民國六十六年八月二十六日張茲闓序於臺北

何 序

饒君忠達這篇「貨幣市場的投資」的「譯作」，不幸竟成為他的「遺作」。當我此時執筆為他寫序文時，他已逝世六個多月了。時間並沒有沖淡我對他的悲悼與懷念。六個月來，每擬提筆寫此序文，便覺悲自中來，難以終篇。非僅悲悼我情同弟兄的同事；尤其傷感失掉一位為建立我國貨幣市場而共同努力的年青鬪士。

饒君忠達曾在臺灣銀行服務多年，幹練有為，學養均佳，為本行的優秀幹部之一。劉大中教授生前主持前行政院賦稅改革委員會時，便曾借調饒君協助辦理賦稅改革工作。六十四年間，本行奉命籌備建立貨幣市場，饒君自始即參與策劃，貢獻良多。嗣至六十五年一月，本行再派其前往美國運通銀行研究貨幣市場；我在其後訪美時，並曾親自偕同他訪問各大銀行，使能對於貨幣市場之業務與操作更為深入。未幾，中興票券金融公司於同年五月二十日成立，饒君立即東裝返國，擔任業務部副經理，對開展初期的業務，卓著辛勞。同年十月，中興票券公司復派其前往菲律賓考察該國貨幣市場，恰巧我也赴馬尼拉參加國際貨幣基金年會，會後與饒君一同觀摩菲國貨幣市場的操作，日間忙於考察，晚間復相互討論，常在旅館中商談至深夜。此情此景猶在眼前，而饒君却不幸英年早逝，走筆至此，能不令我扼腕唏噓！

本書原為我們在訪問美國摩根信託公司時所帶回的一份資料，對美國貨幣市場的信用工具及工商界應如何利用貨幣市場，都有明晰扼要的介述，曾交饒君予以逐譯，以供我國甫告建立不久的貨幣市場作借鏡。饒君兩度考察返國後，工作極為繁忙，初料其無暇即予翻譯。但在饒君逝世後次日，在商談喪事後護送其夫人丘欣女士返寓所時，丘女士在車中以此稿交我，並告我此稿係饒君於逝世前不久，每日夜間加工所完成。饒君任事治學之勤，由此可見。更為

國家失此一英才而惋惜不已。爰將本書交由本行經濟研究室予以出版，列爲銀行研究叢刊第十七種，非僅爲供作研究貨幣市場人士之參考，亦爲對饒君之永恒紀念也。

民國六十六年十一月五日何顯重序於臺灣銀行

目 錄

第一章	緒 論	(1)
第二章	現金流量與票券投資	(5)
第三章	美國政府債券	(9)
第四章	銀行承兌滙票	(11)
第五章	銀行可轉讓定期存單	(13)
第六章	商業本票	(17)
第七章	聯邦機構發行之債券	(19)
第八章	買回協定	(25)
第九章	短期免稅債券	(27)
第十章	外國的短期票券	(33)
第十一章	票券投資計劃可換用之矩陣 (數學方法)	(39)
第十二章	跟着收益曲線走	(45)
第十三章	預測票券投資之適當配置	(49)
附 錄 一	各種短期信用工具之利息或貼現息計算方法	(51)
附 錄 二	各種短期信用工具之餘額	(51)
附 錄 三	紐約九大銀行之可轉讓定期存單餘額	(52)
附 錄 四	紐約摩根保證信託公司編制之國內貨幣市場概況	(53)
附 錄 五	紐約摩根保證信託公司編製之國際貨幣市場概況	(54)
附 錄 六	美國國庫券與其他短期信用工具收益率之差距	(55)
附 錄 七	美國貨幣市場信用工具概表	(56)
附 錄 八	外國貨幣市場信用工具概表	(58)

(1) 緒言	1
(2) 研究目的及意義	2
(3) 研究範圍及對象	3
(4) 研究方法	4
(5) 研究結果	5
(6) 結論	6
(7) 建議	7
(8) 參考文獻	8
(9) 附錄	9
(10) 圖表	10
(11) 附表	11
(12) 索引	12
(13) 摘要	13
(14) 英文摘要	14
(15) 謝辭	15
(16) 再版說明	16
(17) 出版說明	17
(18) 印刷說明	18
(19) 裝訂說明	19
(20) 其他說明	20
(21) 總說明	21
(22) 分說明	22
(23) 附註	23
(24) 補註	24
(25) 附錄	25

第一章 緒 論

一公司之資金數量，凡超過所需營運資金及為應付銀行借款，信用額度，或應付其他重要銀行融通時，即構成投資於短期資產（portfolio）之來源。這些資金最後雖均用於經常營運或資本支出，但其性質為暫時之剩餘資金，故可善加運用以賺取收益。吾人也可把這種資金視為一種可運用於低風險投資的公司營運準備（reserve）。握有這種資金之公司，得將其投資於貨幣市場，以獲取收益。他們投資之選擇要件包括信用工具之品質（quality）、流動性（liquidity）、安全性（safety）——免於價格之波動，以及最大可能之收益（income）水平。

一、投資之媒介

上述剩餘資金通常可運用於下述兩類信用媒介：

- （一）投資於貨幣市場中較短期之信用工具。該項信用工具之到期日即為或接近於需用資金之日期，而能在二十四小時內變現者。
- （二）投資於貨幣市場中較長期之信用工具，以作為一般性之準備目的。

本書所言之信用媒介，係經由下列幾類債務人所創造：

- （一）美國聯邦政府
- （二）美國聯邦政府機構
- （三）州與地方政府
- （四）商業銀行（指其發行之可轉讓定期存單與銀行承兌匯票）
- （五）金融公司與工商企業（指其發行之商業本票）
- （六）加拿大與倫敦貨幣市場中之借款者，包括各該國之政府與發行商業本票之公司

二、投資之抉擇

(一) 信用之品質

從信用之地位言，美國聯邦政府之債務無疑地應居首位。聯邦政府因具有強有力的課稅權力，足以保證其能按期還款，故不必對其發行之債券之品質懷有任何顧慮，至多只是貨幣市場中價格波動之風險而已。

各地方之聯邦公共房屋局(United States Public Housing Authority)發行之債券，其品質似僅次於聯邦政府之債券。1961年之房屋法案(Housing Act of 1961)曾明述：「執票人對此種債券的信用無須懷疑，因美國聯邦政府已承諾將其全部信心與信用來擔保此種債券，公共房屋局承諾之債務將獲全數兌償。」

上述信用工具之價值是直接或間接建立於美國聯邦政府信用之上。其他聯邦附屬機構發行之債券，其信用品質幾乎與上述信用工具相等。從實務觀點言，投資此類債券亦多視為無風險之資產。

其他各種貨幣市場中之交易工具，甚難按照相對之信用地位予以分類排列。比較可行的辦法就是考慮每個債務人之信用價值。Moody's 與 Standard and Poor 徵信機構曾將各種債券發行者之信用評定名次。州或地方機構發行之債券經該徵信機構評為 Aaa 或 Aa 級者，一般均視為與聯邦機構債券信用相等。

主要銀行發行之可轉讓定期存單(certificate of deposit, 簡稱 CD)，或承兌之銀行承兌匯票(bankers' acceptance)可列於以上幾類之次。這類信用工具所以有如此高之信用地位，實導源於金融機構之信用價值。但徵信機構並未對此類信用工具按發行者之信用加以區分等級。一般均將美國幾家最大銀行發行或承兌之票據列為這類工具中信用地位最佳者。

主要金融公司與工商企業發行之商業本票，亦具有甚高之信用地位，其彼此間之信用與風險差異甚微，因為發行者具有很高之財

務能力與獲利率。

外國之信用工具包括中央政府直接發行之債券至各私人公司之票券，其信用地位之高低亦可按上述國內之標準予以判斷。此處所言之外國信用工具主要係指英國和加拿大貨幣市場中之信用工具。

(二) 流動性

每類票券之流動性（或稱為市場性）均不同。一般言之，美國政府債券之可售性最高，其中尤以國庫券（treasury bill）在各類債券中流動性最強。次為聯邦機構發行之短期債券，在這類中則以聯邦中期信用銀行（federal intermediate credit bank 簡稱 FICB）聯邦住宅貸款銀行（federal home loan bank 簡稱 FHLB）及聯邦土地銀行（federal land bank 簡稱 FLB）發行之債券居首。

幾家大銀行發行之可轉讓定期存單已具有活潑之次級市場，故其流動性亦高。銀行承兌匯票之流動性大致與定期存單相同，但其每日交易量不如定期存單大，且市場中之供給時感不足，確是項問題。公共房屋局發行之債券及其他優良之免稅債券，其市場之銷售性也接近於定期存單。

品質較低之免稅債券，其流動性亦低，有時它的交易只是經洽商轉讓（negotiation），與一般之買賣不同。商業本票（commercial paper）純就其名詞之含義言，市場之銷售性不高，但因主要金融公司同意，執票人在未到期前為因應偶發之資金需要，得經通知後予以提前償兌票款，故其市場之銷售性亦不低。

投資於外國之短期票券，為防避兌換風險（hedging）而進行外匯期貨之買賣時，可能大幅減低其流動性。若不考慮此因素，外國之票券大致與相對之美國票券之流動性相等。

(三) 免於價格波動之安全性

一般言之，長期票券遭致價格波動之可能性較大。國庫券之價格波動最小，付息票之短期國庫債券與聯邦機構債券次之。銀行可轉讓定期存單又次之，公共房屋局發行之債券及高品質之免稅債券緊接於存單之後。銀行承兌滙票除遭致一般利率結構之波動外，尚受另項價格波動之影響，此即：承兌滙票市場中買價 (bid price) 與賣價 (asked price) 間收益率之差距 (spread，通常均為 $\frac{1}{8}\%$)，所導致之價格變動風險。商業本票若在到期前兌償時，將因利率調整致使價格波動。

紐約之摩根保證信託公司 (Morgan Guaranty Trust Company of New York) 是貨幣市場主要成員之一，為其客戶提供多種服務。摩根公司透過其政府債券部 (Government Bond Department)、市債券部 (Municipal Bond Department) 及外滙部 (Foreign Exchange Department) 協助客戶投資，以肆應其特殊的投資目的。以下各章將對貨幣市場中主要投資工具作一般性之說明。但對課稅問題並未深加討論。課稅問題確是一項重要因素，但該問題須依據每個投資機會與公司面臨之環境而個別處理。

第二章 現金流量與票券投資

第二次世界大戰後，許多工商企業將其剩餘資金投資於貨幣市場中之信用工具。最初，均集中於短期國庫債券。他們厘訂之政策是：至少將其剩餘資金之75%投資於政府債券。目前，有部份企業已將其投資對象移轉於其他交易工具，致使政府債券在其票券投資額（portfolio）中減至25%至30%之間，或更低之比率。工商企業審慎的分散投資對象與有效的票券投資管理，已獲得更大之盈利。但在獲得更大利潤之同時，亦帶來了更大之風險——主要指流動性低之票券，其變現力低，尤有甚者，為票券品質之信用風險。

負責短期票券投資之經理人，在追求較高之報酬率時，常使其公司承擔若干風險，這確是他所面對的一項重要課題。若說他正追求一個令人滿意之收益率，則表示他在不斷地使風險與報酬二者趨於平衡。他必須將各種票券之品質、流動性與安全性三者仔細研判，並加密切配合後，再作投資之抉擇。

工商企業最關心其日常經營活動。這一事實說明應避免採取任何危害營運資金之投資政策。公司在利用剩餘資金以獲取若干報酬，必須時將銀行存款與具有市場性之有價證券，連同公司已取得之銀行信用額度與其他短期融通等，視為主要應付其日常經營活動之資金來源。易言之，投資各種票券能否獲得額外之收益，尚屬次要問題，重要者乃在此一投資之品質、流動性與安全性應先達到適當之標準。

公司應如何適當地分配投資於各種不同之票券，主要須視其預定之資金用途而定。唯有決定資金用途後，方可在各種不同票券之報酬率與信用風險間取得一個平衡；換言之，為獲得較高報酬率，應該增加信用風險之程度，須以預定之資金用途為準。供投資票券之資金可能有各種不同之用途。譬如說，通常某一比率之資金係為

應付日常或季節性之營運需要，另一部份係為因應將來特定支出之用，諸如股息、稅捐或償債等。同樣另有部份資金係備供資本擴充，或僅留供將來不時之需。如果企業投資之票券總額可按照資金用途予以分類，則每類票券之品質、流動性與安全性之標準，無需一致。

企業如何按照資金預定之用途適當的分配投資於各種不同之票券，此一問題因許多未來不確定之因素而趨於複雜。其複雜性猶如企業在作現金預測與預算時所遭遇之問題。本書所採用之分類係將現金預測與票券投資之管理二者配合，凡影響現金預測正確性之因素，諸如銷貨、應收帳款或其他現金流量之變動次數與幅度等，與票券投資之資金用途分類亦息息相關。

如果票券投資之資金用途已經確定，則為改善收益而分配票券投資之彈性（flexibility to diversify）亦可隨之決定。一企業在選擇各種票券之投資上，若確具有此項彈性時，則應依據其品質、流動性與安全性以衡量各種投資工具之風險程度。依據一般投資準則，信用工具之品質甚為重要，通常在一定合理範圍內，與其保持過高信用品質，毋寧稍為犧牲流動性或承受若干價格波動，以獲取合理之投資報酬為已足。但超過一合理範圍以後，即不宜過於犧牲信用之品質，而應調整其流動性與安全性，以改進投資報酬。

如上所述，可供投資於各種票券之資金，按其用途別，可分三類，茲分別予以討論，並評論適於每類資金之投資方式，至於特殊的投資方式及細節，則在以後各章再加討論。

第一類：一般流動性

此類資金用途主要係供作經常的與臨時的業務需要。資金用途應保持高度的彈性，亦即應具有高度的流動性與極低的價格波動。每個公司依據其企業特性——對現金收入，現金需要與估計流量或需要之變化程度等因素——將決定此類資金之需求數量。最適合此

類用途之投資工具爲：美國政府、聯邦機構與公共房屋局發行之短期債券，貨幣市場中主要銀行之可轉讓定期存單及商業本票。

第二類：特定支付

此類資金被指定 (earmarked) 作某種特殊用途，例如支付股息、稅捐或其他費用。因此，利用這類資金所作之投資須於某一特定時日變現。投資者因能選購不同到期日之存單或本票，而於到期日兌現以供支用，故可轉讓定期存單與商業本票均適於此類資金用途。許多免稅債券之到期日均在各種稅捐之繳納日左右，故適於作繳稅用資金之投資對象。此類投資之流動性與免於價格波動之安全性均較第一類爲低。

第三類：長期準備

此類資金可有最大之伸縮性，以改善其收益。此類資金包括資本擴充計劃下的長期資金，或尚無確定目的之較長期資金。前者亦可歸屬於第二類。依據過去之資料觀察，票券投資中只有少數屬於未確定用途之資金。更明確言，未確定用途之資金在備供未預定之擴充計劃、添置生財器具，罷工、經濟衰退等因素所造成額外之資金需要。較長期（三至五年）的美國政府債券與免稅債券，最適於此類用途。若無特殊之信用風險，此類票券投資唯一隱含之風險即其變現之能力，因此類票券投資之流動性均較低之故。若估計錯誤，其代價即在出售時可能遭受重大之資本損失，或須另覓他途以獲取資金。

按諸一公司之流動性與現金流量情況，可能並無第三類資金。通常，在任何票券投資中，第一類與第二類之資金均易辨認。在第一類、第二類甚至三類投資之資金用途均能分辨時，伸縮性即存在，並有機會作審慎之選擇，而同時改善其盈利。

