

金融 脈動

掌握台灣金融關鍵

——《台灣銀行家》雜誌專欄輯選——



《台灣銀行家》雜誌為台灣專屬金融交流、溝通與學習平台之刊物

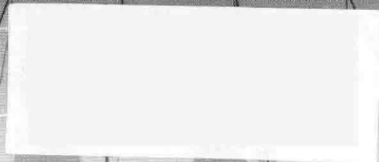
本書集結其「金融脈動」專欄中最前瞻的金融資訊與觀點，

讓您徹底掌握金融關鍵時刻！

金融 脈動

掌握台灣金融關鍵

——《台灣銀行家》雜誌專欄輯選



金融脈動－掌握台灣金融關鍵／

《台灣銀行家》特約撰述群

-- 初版 -- 臺北市

臺灣金融研訓院, 2012.06

面：公分 -- (金融推廣系列, 18)

ISBN 978-986-5943-05-9 (平裝)

1. 金融業 2. 金融管理 3. 臺灣

561.933

101009688

金融脈動－掌握台灣金融關鍵

編 者：《台灣銀行家》特約撰述群

發 行：財團法人台灣金融研訓院

地 址：100 台北市羅斯福路 3 段 62 號

電 話：(02)33653562、563

印 刷：三豐印刷有限公司

初 版：2012 年 6 月

• 版權所有 • 翻印必究 •

本書如有缺頁、破損、裝訂錯誤，請寄回更換。

ISBN 978-986-5943-05-9 (平裝)

—— 序 ——

《台灣銀行家》的堅持與努力

現今全球各地之銀行金融雜誌不知凡幾，其中知名度較高者，首推歷史悠久，由英國Financial Times 公司發行的《The Banker》。2006年間首度看到中國大陸自2001年即已開始出版的中國銀行家雜誌，在敬佩之餘，我即興起台灣也應有類似雜誌的念頭。在進一步衡量、比較台灣各機構的屬性、任務、資源與能力，當時即認定台灣金融研訓院應為發行此刊物的最適當機構。

2008年因緣際會我被指派擔任金融研訓院董事長，發行此刊物即成為我推動的主要事項之一。此構想經提到研訓指導委員會與董事會討論，順利得到一致的認同與支持，很高興《台灣銀行家》終於在2009年10月問世。一晃眼竟也兩年了。今天已發刊二週年之「台灣銀行家雜誌」，在雜誌界雖仍屬後進新秀，但靠著編輯委員會與編輯同仁的努力，以及金融各界的支持與鼓勵，已漸立穩腳跟，穩步朝成為華人地區最佳銀行家雜誌之目標前進。

本雜誌所涵蓋的金融行業領域以銀行業為主，兼涉及證券、保險與金控等，並以台灣金融界的實務導向需求為發行宗旨，並期許其發揮至少三項功能，為國內外金融相關產官學界提供服務：一、增進對台灣金融產業的瞭解，包括台灣的金融政策、金融業動態、問題與風雲人物，以及兩岸金融往來情形等；二、藉討論國內外重要金融議題、金融脈動與金融情勢，以及傳播金融新知，來提升、充實各界

的金融視野與專業智能；三、提供一個讓各界對金融政策以及金融現象、問題與展望等意見交流的平台。

基於上述目標，我們在內容上規劃了「名家觀點」、「金融脈動」、「政策論壇」、「新知講堂」、「金融人物」、「兩岸視窗」、「寰宇瞭望」與「法說金融」…等十餘個單元，為讀者報導及分析當前最受關注的重大金融議題。各專欄精彩佳著皆深受肯定與好評，其中「名家觀點」、「金融脈動」二專欄更因為文切合時事，且評析深入，知識價值高，一直是最受好評的兩個單元。許多讀者也紛紛表示期盼集結並單獨出版，以便收藏查閱。因此，我們輯選了兩年來兩專欄的精采文章，整理成「名家觀點」、「金融脈動－掌握台灣金融關鍵」及「金融脈動－解讀國際與兩岸金融」等三冊一套，以饗讀者。

這套書的出版，收藏了銀行家雜誌兩年來對金融的鏗鏘之聲。三冊之文章作者群共達30餘人，皆是一流之金融菁英；在此感謝這些學者專家不吝授權大作，分享予兩岸之社會大眾。這三冊的出版，只是一個開始；期待未來，各界金融先進給本雜誌更多批評指教，驅策我們不斷向前，使《台灣銀行家》雜誌持續成為台灣金融各界意見交流之最重要平台，及從業人員重要之最佳參考讀物。

許嘉棟

台灣金融研訓院 董事長
2012年5月

金融脈動

——掌握台灣金融關鍵



目 錄

一、金融市場

- | | |
|--|----|
| 1. 亦正亦邪黑天鵝 陳 冲 | 02 |
| 2. 股票期貨 期市新亮點 李存修 | 07 |
| 3. 公司債、CDO 信評大不同 沈中華 | 12 |
| 4. 房市景氣vs.房產泡沫 莊孟翰 | 16 |
| 5. 從回台上市 到來台上市 黃日燦 | 26 |
| 6. 股債有別？ 劉紹樑 | 33 |
| 7. 黃金十年的金融機遇與挑戰 黃齊元 | 40 |
| 8. Shaken But Not Stirred：談金融市場新常態 劉紹樑 | 49 |

二、金融監理

- | | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 被神化的資本適足率 沈中華 | 58 |
| 2. 箝住風險 實踐教訓 儲 蓉 | 63 |
| 3. 新金融商品要怎麼管？ 林建甫、吳孟道 | 68 |
| 4. 加碼BASEL III…從Swiss Finish談起 劉紹樑 | 79 |
| 5. 一加一不等於二 跨越個體到總體之鴻溝 楊雅惠 | 84 |

三、經營管理

1. 金融人才SMART策略 楊雅惠	92
2. 金融業要重視社會責任 高毅民	98
3. 兩岸金融交流 人才勝出秘訣 章嘉玉	106
4. 銀行之公司治理 謝錦堂	114
5. 金融人才新「視」界 林建甫、呂昂晏	122
6. 至死方休的美麗與哀愁 儲 蓉	131
7. 台灣併購的未來 黃齊元	135
8. 台灣金融人才的新時代來了 魏寶生	144
9. IFRS四大精神 馬國柱	148
10. 同保同費 男女有別？ 劉紹樑	153
11. 在金融創新中找商機 也求自保 楊雅惠	159
12. 薪酬委員會 提升公司治理契機 呂東英	164

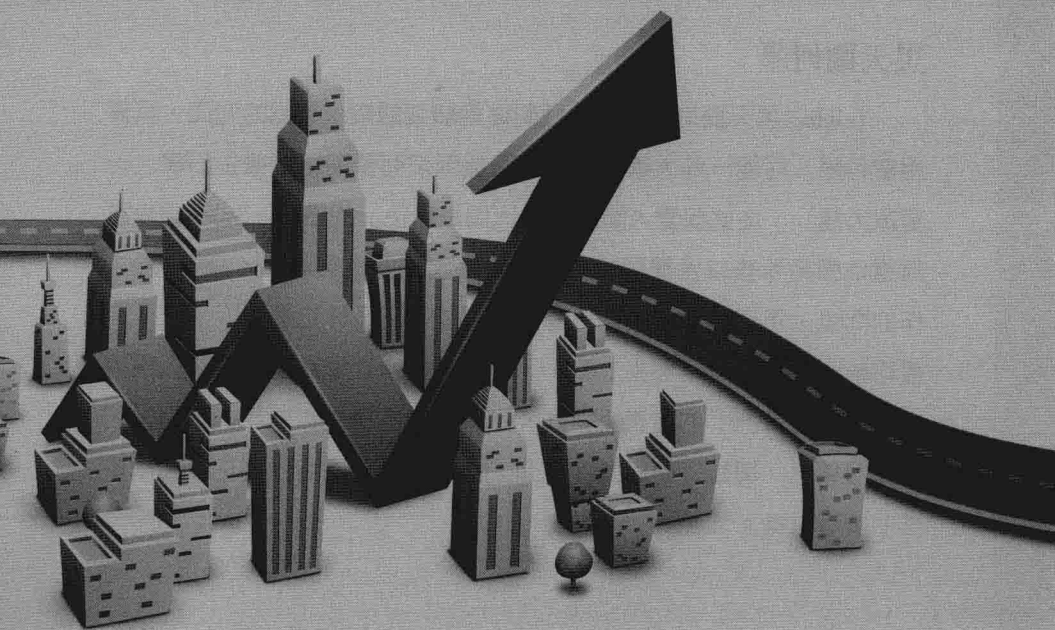
四、法制政策

1. 台灣投資人 應歡迎證所稅 周行一	170
2. 金融MOU 簽訂之後 林建甫	175
3. 台灣該管制熱錢嗎 鄭貞茂	183
4. 打房價 學學德國吧 林建甫、劉明德	189
5. 讓問題金融自我了斷 王文宇	197
6. 金控法十周年 回顧與展望 劉紹樑	205
7. 解決高房價四帖藥方 林建甫、傅雅琳	211
8. 金融消保法 給消費者雙重保護 林建甫、傅雅琳	221
9. 奢侈稅對2011年房市的影響 莊孟翰	232
10. 築夢靠鬆綁—談強化籌資平台 劉紹樑	244
11. 政府效率高 企業才走得遠 王健全	252

五、金融產業

1. 金融業…正在重蹈覆轍 杜英宗	258
2. ECFA金融業爭取更優惠待遇 蔡宏明	268
3. 金融業國際化三部曲 梁敬思	273
4. 從海角七號到文創一號 劉紹樑	280
5. 台灣應伸臂擁抱PE 黃齊元	285
6. 金融業基本建設與供需—從IFRS談起 沈大白	290
7. 保險業應具有的總體視野 楊雅惠	295
8. 基金會公益信託化 魏寶生	299
9. 融資兼投資 挺新興產業 沈大白	303

一、金融市場





亦正亦邪黑天鵝

文 / 陳冲 · 行政院長

舊世界裡的人在發現澳洲大陸前，認為所有天鵝都是白色的，直到在澳洲見到第一隻黑天鵝，才恍然大悟天鵝也有黑色的。這就是曾任華爾街交易員，也是機率理論方面的教授Nassim N. Taleb 所著「黑天鵝效應」(The Black Swan- the Impact of the Highly Improbable) 一書推論的發端。

黑天鵝何辜

Taleb以黑天鵝為引，說明我們從經驗或觀察學習到的知識，其實相當有限。可能一件大家認為極不可能或沒有預期可能發生的事（一隻黑天鵝），從此改變人類認為「天鵝是白色」的鐵律。Taleb更有意無意地嘲笑那些以各種理由解釋黑天鵝出現的事後諸葛。隨著T君大作的問世，黑天鵝從此成為「高度不可能出現事件之發生」（或「高度可能出現事件之不發生」），且有重大影響之事件的代名詞。更因為「黑天鵝效應」的發表，與此波金融海嘯的發生，僅相隔數月，因此引發學界、輿論等對所謂「稀有、衝擊性大、不可預期之黑天鵝事件」廣泛討論。

黑天鵝事件固然可能出現負面效應如2001年911事件，1987年10月19日全球股市崩盤等；但也可能是畫時代的變革，如工業革命的發生、網際網路的發明。對於習慣「預見」事件發生的經濟學者和財務分析師，「機率」不管大小，是可以被界定、描述與測量的。統計學處理的是known unknowns，但黑天鵝事件代表的是完全的unknown unknowns，就如同過去人們無法預期電腦的發明，遑論估計此發明發生的機率。

2002年2月美國前國防部長Donald Rumsfeld在一場記者會中詮釋波灣情勢時，為免實問實答，曾有一段有趣的「名言」：We know there are some things we do not know. But there are also unknown unknowns, the ones we do not know we don't know。此論點對照T君所稱「我們尚未學到我們不知道我等仍有所不知」，有前後呼應之妙。

其實隱藏在黑天鵝效應下的是個嚴肅的課題，金融業或一般企業使用的風險管理模型，常是假設事件或風險發生的機率是一般常態分配（鐘形曲線），因此，對於各種風險的計算或情境的模擬，「理所當然地」將發生機率極低的情形予以排除，偏偏此次金融海嘯是「高度不可能出現之事件」卻陸續發生。

金融黑天鵝

許多學者將金融事件中，其衝擊超出預期的意外，比喻為金融市場中的黑天鵝事件。例如史丹福大學的John Taylor和Federal Reserve Bank of San Francisco的John Williams對2007年8月貨幣市場短期利率急速攀升的情形，為文分析並稱之A Black Swan in the Money

Market。當時歐美地區指標利率無預警的大幅反彈，市場出現流動性緊縮的現象。銀行業者因擔心同業資產品質惡化，彼此間拆款、放款與投資幾近凍結。這是過去金融市場從未預料或放入其風險管理中可能發生的情境。

事後諸葛亮

2007年夏天開始的金融海嘯，許多專家事後評論，認為乃是一連串環節疏失的結果。其實，最困難之處應在於問題發生之前，即能預防或是避開。誠如孫子兵法所稱：善戰者，無赫赫之功。有遠見的將領，無須以彪炳之戰功，彰顯其善戰，反而應是在戰爭發生前，洞燭先機，消弭問題於無形。

但先見之明的例子畢竟不多，多數專家總是「事後諸葛」的分析金融海嘯的成因、影響及因應之道。試看各國事過境遷後推出之金融改革措施，雖不免後見之明，但尚能針對引發海嘯之原因，如金融機構、市場行為、商品乃至監理架構等缺失，提出改進之道。改革方案之成效仍待時間檢測，惟對恢復市場信心，確實提供不小助益。

事後諸葛或許為時已晚，但後見勝過不見，也唯有如此，才能完整了解事件發生之始末，從而提出避免再次發生之解決方案。

拿走雞尾酒

對所有金融市場的參與者而言，預測危機發生的時間點幾乎是不可能的事。而為了極小化解決危機的成本，風險導向的審慎監理（prudential regulations）是必要的預防措施。1950年代曾雄據美國

聯準會主席大位達19年的William McChesney Martin Jr.曾幽默表示，金融監理者的工作就是「當盛宴進行中，拿走雞尾酒缸」（To take away the punch bowl just as the party gets going），金融主管機關的角色其實有點掃興，可算是另種的「解high王」（party spoiler），其用意無非是在降低黑天鵝效應的發生與擴散。

在金融風暴席捲全球，美國各大銀行身陷危機時，有人想起2007年花旗執行長Prince當年毫不遮掩的說法，so long as the music is playing, you have to get up and dance。論者開始懷念五〇年代的主席，如果還在，一定會take away the punch bowl and turn down the music。

事實上，T君所強調的是如何讓自己常處於「有利的」位置，適應黑天鵝事件的存在，而不是企圖預測它的發生。過去一般人提到黑天鵝效應時，多強調其不可預期及衝擊性大等特性，卻忽略T君用心良苦的提醒：如何讓自己在「正向的」黑天鵝事件中獲利。

因此，金融機構應思考如何強化本身的韌性，如風險管理的強化。現行的風險管理模型，無法有效衡量異常市場情況下發生虧損的程度。但企業應有足夠的資本度過風暴，面對所謂的黑天鵝事件。與此同時，如何讓企業盡可能暴露在「有利型的」黑天鵝事件中，如此才能在機會出現時，即時把握機會。

好的黑天鵝

《台灣銀行家》雜誌作為金融產業的資訊提供者、資訊整合平台，以及金融情勢的評論者，我們期許其秉持公正、客觀、深度之報

導，並對全球趨勢提出獨特、令人省思之見解，提供國內金融從業人員學習之機會。更期待其廣博深邃的題材，成為發掘「有利型」黑天鵝之絕佳觸角，而減少負面衝擊之黑天鵝的出現。

（本文刊於《台灣銀行家》雜誌2009年10月號）

股票期貨 期市新亮點

文 / 李存修 · 台灣大學財務金融系教授

股票期貨採用現金結算，最後結算價為標的證券的算術平均價計算得出，交易人不須拿出整筆價款，資金壓力大減。隱含槓桿倍數比台指期低，但比融資融券高。

台灣期貨交易所的主力產品台指選擇權於2009年中出現成長趨緩的現象，但在期交稅大幅鬆綁，將SPAN制度擴大至交易人端及當日沖銷減收保證金的措施之下，使得台指期貨在2009年的成交量大幅成長，外資參與市占率也擴大到6%附近，再度奪得亞洲地區的風雲交易所。

多年來每年均推出新商品的期交所，也計劃在近期內再度推出股票期貨交易，使得股權相關的期貨與選擇權商品線更趨完整。股票期貨採小契約規格的设计，每口標的股票僅2,000股，若以每股50元計，契約價值僅10萬元，若原始保證金訂為13.5%，交易人僅須13,500元即可交易，進入的門檻相當低，瞄準散戶市場的策略相當明顯。

採用現金結算

股票期貨採用現金結算，最後結算價與股票選擇權相同，為最後交易日證券市場收盤前60分鐘內，標的證券的算術平均價計算得出（即當日12時30分到下午1時30分的現貨市場56筆之算術平均價格），交易人不須拿出整筆股票價款，資金的壓力大幅減輕。其所隱含的槓桿倍數會比台指期貨低，但比融資融券高，如果原始保證金比率訂為13.5%，其槓桿倍數可達7.4倍，而證券信用交易如可融資六成，槓桿倍數僅有2.5倍。

再從融券的角度來看，融券可能有額度上的限制以及配額分配的問題，須繳交融券保證金並付融券手續費，但透過股票期貨進行放空除部位限制外，並無額度的問題，原始保證金也比融券保證金低得多，操作上與做多並無差異，比起融券容易得多。

依據期交所標的股票篩選標準，初期將只有35檔股票會推出期貨交易，對證券信用交易雖有一定的影響，但預期初期衝擊並不致太大。證券信用交易除遇股東會、除權、除息會有強制回補外，對於部位的持有並無期間的限制，反觀股票期貨的市場重心可能集中於近月份，或著是次近月份，因此部位持有期間不會很長，較適合短打之用，欲持有較長期間者，必須以roll over為之，交易成本可能因此增加，但期交稅稅率如比照台指期貨，將只有十萬分之四，遠低於證交稅的千分之三，則是其有利之處。

開盤早收盤晚

開盤時間在上午8時45分，比證券市場早了15分鐘，因此若前一

交易日結束後國際市場發生重大事件，股票期貨將率先反應，為現貨市場提供價格發現的功能。收盤時間在下午1時45分，比證券市場晚了15分鐘，因此在每日股市收盤後，投資人可以有充足的時間（15分鐘）檢視自己的部位與曝險程度，再以股票期貨來做部位的調整，以達到風險控管的目的。

股票期貨除交易稅較證交稅低之外，尚有一些所得稅上的優勢。當標的股票配股或配息時，股票期貨契約之約定標的物會將股票股利及現金股利納入，買方若在除權除息交易日當天將所持部位賣出平倉，配股之市值（以賣出價計算）及配息之金額均將計入契約價值，好比領到了所配股息及現金一般，但不須負擔所得稅。

例如某股票於除權除息前一天之期貨價為50元，隔天除權息，標的股票配股1元，配息0.5元，交易人於除權息交易日賣出一口，價格46元，則在當日結算時，約定標的物共值 $46 \times (1 + 10\%) + 0.5 = 51.1$ 元，亦即相較於前一天每股獲利1.1元，每口2,000股，共獲利2,200元。若是持有現股，投資人之股利所得為 $200 \text{股} \times 10 \text{元} + 2,000 \text{股} \times 0.5 \text{元} = 3,000$ 元，在最高累進稅率40%下，所得稅負為1,200元，此項稅負對股票期貨交易人而言是不須負擔的。除權息交易日未賣出者，也會在當日收盤後之結算做類似的處理。

股票投資人於股票除權除息交易日後通常要經過上把個月時間才會真正領到股票及股息，但在股票期貨的每日結算上，除權除息交易日當天以每日結算價計算之期貨契約價值，已把股票股利的配股市值及現金股利加上去了，猶如買方在當天就領到應配股票及現金一般。