

台灣金融新面貌

院長 黃崇哲

《台灣銀行家》雜誌總編輯

蔡總統在日前「2020台灣資本市場論壇」中致詞指出，政府將打造台灣成為「亞洲企業資金調度中心」及「亞洲高階資產管理中心」，以吸引更多國際機構和資金來台，為資本市場注入新活力。這次的政策宣示，對30年來台灣多次對於亞太金融中心的政見追求，是不是有了更得以落實的契機？當國際金融情勢在疫情衝擊與產業鏈去中國化的發展趨勢中，我們又該如何形塑出更好的金融產業環境，迎接期待許久的發展可能？

由美中經貿衝突所引起的國際生產鏈重組趨勢，再加上香港變局加劇，使過去廣大台商停泊於香港與其他避稅天堂的資金快速回流。此外，防疫的成功以及半導體產業發展的傲人成績，使台灣得以吸引國際投資人的關注興趣，進一步加大金融產業的商機。更難得的是，如同金管會主委黃天牧所指出，我國「民主政治」所擁有的健全問責與透明機制，更保護了金融市場信任不被破壞，成為金融發展的重要優勢。

只是，在商機與優勢外，相較香港、新加坡等金融中心，台灣不論是金融業整併或金融創新應用，又或者是消費者的投資合理保護，仍存有許多發展瓶頸，特別是法規環境仍有極大的改進空間。因此，對照我國相對完整的間接金融發展，長期比重偏低的直接金融業務，也就是包括股、債市的後續發展，或許就可以作為觀察台灣未來金融政策良準度的貼切指標。尤其是面對未來可預期的低利差情勢，高附加價值率的直接金融業務，將可支撐起台灣金融業者的永續獲利需求。也同時藉由直接金融業的穩健成長，才得以提供來自海外的回流資金或外人資金，長期停駐在台灣資本市場的獲利誘因。而這也正是金管會之所以積極檢討籌資、交易機制，以及更多資本市場政策開放的主要目的。

尤其不容否認的，雖然大家琅琅上口：「投資一定有風險，○○投資有賺有賠」，但台灣社會對於風險與報酬的意識缺乏，卻可能是發展直接金融的極大挑戰，而這正是政府與業者在推動直接金融發展時，所應當攜手面對的最重要共同議題。畢竟，我們已經設有多種第三方投資保障機構與救濟管道，當業者與消費者有消費糾紛發生時，過多的民意代表或政府人員的個案介入，只是削減對於第三方公正性的信心，以及增加對於體制的不信任，如果無法藉由更清楚的制度設計或法令規章來消弭不當暗室協商的疑慮，那將阻礙金融新面貌的成形，也可能讓台灣錯失了此次金融提升的難得契機。

擁有健全活力的資本市場是經濟發展的基石，一旦台灣擁有世界頂級的亞洲企業資金調度中心，當台商因應去中國化產業鏈，而開始拓展印度、越南的生產基地時，藉由我們所提供的投資、融資、財富管理等等的金融機能，將為製造業的全球新布局，提供最強的輔助動力。如此，台灣的經濟發展，勢將伴隨著金融新面貌的展開，再有一波全新的成長階段，就讓我們拭目以待。

用投資 引領未來戰略

總論篇

- 14 掌握後疫情歷史機運，啟動投資未來
加速「六大策略產業」發展 · 呂宜諠、陳鴻達

新創板篇

- 18 國發會、金管會聯手發功助新創
「精進新創投資環境2.0」與
「新創板」強化募資動能 · 張嘉伶

銀行發展創投篇

- 20 財政部推「百億創投」
公股投融雙引擎火力全開 · 劉芯彤

建言篇

- 24 期貨公會理事長糜以雍：
發展直接金融須先建立社會共識
· 採訪：張嘉伶 整理：陳雅莉

投信篇

- 28 第一金投信董座尤昭文：看見多方共贏機會！
「另類投資基金」本土化，是時候了！ · 陳亞維

債市活化篇

- 32 沉睡的巨人
台灣債市的未來，為何而生？ · 陳亞維



特別企劃

50

ETF



20世紀最重要的金融創新

總論篇

52 20世紀最重要的金融創新
被動打敗主動 ETF走向「大尾」之路

· 傅清源

機會與挑戰篇

60 元大投信董座劉宗聖預測新趨勢
迎接智能化、優質化、趨勢化的ETF 2.0時代

· 劉書甯



國際篇

56 全球ETF規模將突破7兆美元
央行與退休基金成為最大買家

· 郭怡君

年輕世代理財篇

64 股市新鮮人看過來！
善用「普惠金融」的理財寶劍：ETF

· 張舒婷



03 <編輯手札>
台灣金融新面貌 · 黃崇哲

08 <觀天下>
五張圖看懂
「印鈔≠通貨膨脹」的魔術 · 編輯部

38 <焦點新聞>
肺炎疫情未明朗
啟動「經濟漢光演習」因應危機
· 整理自黃崇哲院長臺大演講

42 財政赤字貨幣化容忍度大增
現代貨幣理論意外成真 · 乾隆來

48 首階段振興紓困有成
14家銀行績優獲表揚 · 劉語寧

68 <特別報導>
美中關係緊張
金融業進軍中國恐被迫「選邊站」
· Matthew Fulco傅長壽

72 財政赤字不是終極因素
美國的韌性支撐全球儲備地位
· David Stinson孫維德

76 金管會主委黃天牧：賦予法遵老議題、新意義
落實企業社會責任、遵循永續金融 · 張舒婷

82 台英金融科技創新交流
激盪出創新應用與合作模式 · 方幸意

84 一探Fin & Tech Talks分享會
淘洗金融連結科技新可能 · 莊婉婷

86 電子支付重大突破！
建立跨機構平台金流互通 · 蘇偉華

94 全球大撒幣時代
景氣下滑，房價卻直直漲！ · 麻辣咩

90 邁向40，持續培養高質量國際金融人才
侯金英打造金融研訓院
奠定金融育才搖籃 · 張嘉伶



五張圖看懂 「印鈔≠通貨膨脹」的魔術

全球中央銀行違背傳統貨幣理論狂印鈔票，不怕引爆惡性通貨膨脹的原因，就在銀行放款需求不振。只要盯緊銀行放款增長率，印鈔盛宴就可以一直玩下去！

撰文：編輯部

8月號《台灣銀行家》雜誌刊登了中央銀行副總裁陳南光與參事李榮謙聯名的大作《中央銀行角色的演變、問題與挑戰——兼論貨幣政策與財政政策的搭配問題》，清

楚解析中央銀行任務的歷史演變，從政府的銀行（代理國庫收支）、銀行的銀行（銀行體系網絡與支付系統的核心）、市場流動性的最後提供者、最後貸款者（Lender of Last Resort），一直到1990年之後大溫和時期強調獨立性與物價穩定。



總論篇》

掌握後疫情歷史機運，啟動投資未來 加速「六大策略產業」發展

面對這場世紀疫情的衝擊，各國均以前所未有的貨幣政策或財政政策來挽救經濟，甚至許多國家已從開始的紓困轉至籌劃下一階段的振興方案。誰能掌握歷史的命運轉折，就能取得彎道超車的契機。台灣在這波疫情下，所受衝擊相對輕，更應把握轉型契機，讓金融成為推動產業轉型升級的燃料，加速推升台灣邁向新未來。

撰文：呂宜諠、陳鴻達

每次重大事件發生後，往往成為歷史的轉折點。事件帶來危機，但對於能掌握新的趨勢者，也伴隨著彎道超車的機會。雖然目前疫情的發展還不明朗，但許多國家的因應作為已經開始從疫情之初的紓困，開始轉為謀劃下一階段的振興方案。

例如歐盟與韓國等陸續在7月份通過1.8兆歐元與1,300億美元的多年期投資未來計畫，希望藉由環保新政（Green Deal）與數位化轉型，以達到創造就業與經濟成長的目標。蔡總統在連任就職演說中揭櫫的「六大核心戰略產業」，也是呼應此一新局勢。期待以政府的計畫為火種，帶動整個民間社會進行結構升級與轉型，邁向一個更具競爭力、更有韌性與更永續的社會。

修補現在，準備未來的關鍵時刻

面對疫情的衝擊，各國無不使出渾身解數來因應，不管是貨幣政策或財政政策都是

以前所未有的規模來推出。這些錢若沒做妥善的投資運用，為後代累積競爭力資本，將會成為後世沉重的負擔。因此歐盟推出「修補並準備未來」（Repair and Prepare for the Next Generation）計畫，除了應急的紓困以修補疫情對經濟與社會的損壞外，更有

歐盟投資未來預算





歐盟推出「修補並準備未來」計畫，除了應急的紓困以修補疫情對經濟與社會的損壞外，更具企圖心地提出振興方案。（圖／達志影像）

企圖心地提出今後的振興方案。

歐盟振興方案有計畫的投資在環保、數位化與韌性社會，具體項目包括：

- 一、大規模的投資再生能源、儲能技術、乾淨的氫能、電池、清潔交通、永續食品與智慧循環經濟。
- 二、投資數位化基礎建設與技能，建立安全可靠可供跨境服務的e-ID系統，以提升競爭力與科技主權。快速建置5G與6G，讓社會更緊密的連結與數位社會的建立。
- 三、投資在韌性社會的建立，對於未來的公衛事件或天災的挑戰有較佳的準備。

至於韓國的振興方案（Korean New Deal）主要將放在數位化轉型的基礎建設，包括人工智慧、大數據、資訊安全、無接觸服務、整合5G網路，交通號誌物聯網化、智慧城市。其他具體項目包括：

- 一、成立一個11億美元的「智慧韓國基金」（Smart Korea Fund）以推動數位化。

- 二、培訓10萬名人工智慧軟體人才。
- 三、推動7項旗艦計畫將人工智慧整合到提高製造業品質管控、能源效率等項目。
- 四、完成12,000座智慧工廠。
- 五、幫助1,300個偏鄉建置高速上網環境，為學校提供數位化基礎建設。

另一大主軸則是對全球暖化的回應，包括：再生能源推廣、完成23萬戶節能社會住宅、113萬輛電動車、20萬輛氫能車等。

台灣因為疫情防範得宜，除了疫情爆發之初民生消費急凍外，目前可說是全球少數生活作息正常的國家，因此不用像一些國家還要忙於搶救經濟。但我們絕不可因此而自滿，坐視其他國家藉此疫情的振興方案，大量投資未來，反而取得彎道超車的地位。

因此應積極在5+2產業創新的既有基礎上，加速投資「六大核心戰略產業」，包括強化資訊及數位相關產業、發展可結合5G時代、數位轉型及國家安全的資安產業、接軌全球的生物及醫療科技產業、整合的國防及戰略

產業、加速發展綠電及再生能源產業，並建構確保關鍵物資供應的民生及戰備產業。讀者可發現，不管是歐盟、韓國與我國，對未來關鍵產業的設定有很多相似之處，將來的較量將取決於落實的程度。因此這是一個進行典範轉移的機會（Paradigm shift），藉由這六大計畫打通台灣結構升級的環節。

金融為六大核心產業引擎添加燃料

在發展這些產業的過程中，政府相關預算只是點火的火種，主要還是需要民間企業的共同推動。誠如前商業周刊首席經濟學家 Michael Mandel 所說：「假如科技是新經濟的引擎，那麼金融就是燃料。」（If technology is the engine for the new economy, finance is the fuel.）這些燃料可能來自銀行貸款（間接金融），也可能是相關公司在資本市場或是發行公司債而來（直接金融）。不同資金來源扮演不同功能，也各自有其擅長之處。總之一個完

善的金融體系就必須合宜的提供這兩種金融服務，不能讓實體經濟缺少燃料動能。

這也是為什麼蔡總統在一場論壇中表示，台灣要發展成為「亞洲企業資金調度中心」以及「亞洲高階資產管理中心」。這兩個中心在某種程度上可說是一體兩面，因為在資金的調度過程中就需設計各種籌資管道與投資商品。而資產管理中心不但需要更為豐富的投資商品，同時也須協助籌資、募資。因此金管會推出的財富管理新方案，就是要透過法規鬆綁，開放更多金融商品與業務。並藉由擴大財富管理規模，厚植台灣資本市場。同時放寬國際企業分行 OBU 之開戶條件，鼓勵更多跨國企業來台投資，用資金為國內產業發展添加動能。

引導資金洪流為成長動能

過去國人因為種種原因，持有大量的外國金融商品。近來各國 QE 狂印鈔票下，新台幣面臨極大的升值壓力，也就是說這些外幣資產面臨極大的匯損風險。因此今後若能有多一點的投資，不管是純民間，或是促參投資，都可設計成各項金融商品，應該可減少對國外金融商品的依賴與風險。

目前國發基金雖然相當程度取代了早年中華開發與交通銀行的角色，但政府終究只能擔任營造環境與需要更多早期創投點火的角色，主要的動能燃料還是要來自民間的一般創投基金或企業創投基金、私募股權基金與中小企業開發公司等。每種基金在企業成長的不同階段，提供不同的協助與服務。在未來台灣新一波新創企業的崛起過程中，扮演重要推手。



台灣企盼藉由投資「六大核心戰略產業」計畫，盡速打通結構升級的環節，提升未來競爭力。（圖／達志影像）

建立更為靈活多元的籌資管道

長期以來普遍有一種看法，那就是商業銀行擅長風險控管賺取利差，但不擅長新創產業的扶持；另一理由是新創產業在擴充成長期風險最不確定，銀行是拿存款人的資金再借貸出去，所以需要在能掌控一定的風險下才會貸放。然健全的資本市場，活絡的籌資管道比較容易營造一個較友善的投資環境。這中間，新創公司不僅從創投公司獲得資金燃料，這些專業創投公司也會在財務管理、生產技術、行銷通路、引介策略夥伴、商機媒合、品牌建立等各方面資源鏈結，提供中小企業充裕且多元化的專業輔導與資源協助。台灣目前在政府大力推動創新創業風潮下，挹注新創公司種子輪階段的資金活水是有得到幫助。惟近年來上市櫃家數的成長有緩慢跡象，因此如何協助後續往上市櫃階段發展，則是現階段重點。

過去台灣的工業銀行，如交通銀行與中華開發銀行在協助新創產業上扮演重要角色，但因為受到2000年美國科技泡沫的衝擊，以及這兩家銀行的組織重整，使其專業投資機構在目前所屬金控旗下的地位大不如前。雖然目前16家金控集團旗下都成立創投子公司，但規模都不大，另部分金控旗下之創投子公司，比較傾向服務同集團而非集團外的產業，例如台新金控創投主要投資的是自家在中國的兩家融資租賃公司。且為加速資金運用效率，促使現金回轉，金控體系下的創投大多以擴充期與成熟期投資案為主，較少著墨在早期階段的新創公司。至於全體269家創投公司，總實收資本額僅有1,600億元。這與台灣的經濟規模相比，實屬偏低。

銀行與資本市場如何相輔相成

直接金融比較好？還是間接金融？這應該是個錯誤的問題，因為直接金融與間接金融各有其功能與優缺點，每個國家的金融產業中也一定都有這兩種服務，缺一不可。但兩者之間是否存在最適合的比例？世界銀行曾經有一份報告指出，一般來說普通法系的國家，如英、美等國比較擅長於直接金融（market-based financial systems）；相對的成文法系國家，如德、日等比較擅長間接金融（bank-based financial systems）。但隨著一個國家所得增加後，資本市場的活力、效率與重要性也會攀升。

近來媒體多次談及台灣是以間接金融為主，並且根據中央銀行的統計數字，台灣直接金融的比例只有17%。但筆者認為央行的這個數字只能用來自我比較，看台灣的趨勢變化，不宜貿然拿來跟國際相比。因為國際上目前也沒有一套公認的統計標準，有的研究以一國直接或間接金融的總量跟其GDP相比，有的則是將直接金融的總量與所有金融的總量相比。

台灣央行採取的是，將直接金融的總量與所有金融的總量相比，但對於如何衡量股票價值則與國外有不同的作法。國外是以市值計算，台灣是以面額計算，因此，若貿然拿去與國際相比說台灣直接金融比例偏低，那也失真。若台灣也以股市市值當直接金融的分子之一，是否造成虛胖？因此與其執著於直接金融的占比數值，不如好好思考一下我們還有哪一部分比較不足，該如何去補強。（本文作者為資鼎開發公司協理、台灣金融研訓院院委）

新創板篇》

國發會、金管會聯手發功助新創 「精進新創投資環境 2.0」 與「新創板」強化募資動能

為促進台灣新創產業發展，國發會發布「精進新創投資環境2.0草案」，未來將放寬限制並積極投資國內外新創產業；金管會則計畫設立「新創板」，讓台灣的新創及中小企業多一個籌資選擇，增加產業發展機會，完善國內投資環境。

採訪、撰文：張嘉伶

為了協助台灣新創產業發展並優化台灣新創的投資環境，國發會發布了「精進新創投資環境2.0草案」。其中修法讓國發基金能投資可轉換公司債、投資國外創投、設立新創板將是3大策略重點。

國發基金將能投資「可轉換公司債」

除了國發基金創業天使投資方案致力協助台灣新創的早期募資外，國發會也希望放寬限制，讓國發基金能夠投資新創的「可轉換公司債」。

此舉除了讓國發基金擁有更多「彈性」外，還有一個重點是減少「踩雷」的現象。如果國發基金能投資「可轉換公司債」，在新創達成投資的目標時，能將公司債換成股票；新創如果持續虧損，仍有義務償還債務與利息。

國發會副主委鄭貞茂表示，國發基金過去被限制投資新創股票，而「可轉換公司債」已經是國際新創普遍募資的來源管道，期望

在未來放寬國發基金的投資限制。

協助新創進入國際市場

國發會也期望能夠協助台灣新創進入國際市場，但是國發會的力量有限，希望能藉由國際創投的援助，將台灣新創推向國際。具體來說，國發基金將參與國際創投的募資，並將資源用於投資台灣新創。「過去很多人說國發基金不夠積極，現在我到處去半導體公會、綠電相關產業拜訪，就是要讓大家知道國發基金願意參與投資。」鄭貞茂說。

鄭貞茂透露，國發基金已經參與美國知名創投的募資，並談妥相關的資金必須用於投資台灣新創，近期就會公布合作的創投。此外，軟銀旗下知名的ARM（安謀）有意設立新的AIoT（人工智慧物聯網）基金，預計募資1億美元，其中3至



國發會副主委 鄭貞茂

《銀行發展創投篇》

財政部推「百億創投」 公股投融雙引擎火力全開

財政部推動「百億創投計畫」，六大公股集體啟動直接投資新基金，瞄準生物、資安、醫療、國防、綠能、民生戰略物資等六大策略產業，號召民間企業與專家共襄盛舉，台灣的直接投資熱潮將再度引爆！

採訪、撰文：劉芯彤

今年6月，財政部宣布「兆元振興」、「百億創投」兩大新計畫，在後疫情階段加速經濟復甦的腳步，融資與投資雙引擎同步啟動，讓公股金控、銀行不僅從融資面給予協助，還雙管齊下，從「投資」面來協助企業獲得復甦期所需要的擴張資金，財政部的新政策期望打造泛公股銀行第二成長引擎，業界高度期盼。

有別於過往公股金融體系裡，創投公司的角色、功能一直受到侷限，財政部希望透過百億創投計畫，讓公股金控與銀行所屬的創投公司，對原本銀行的融資戶或是即將起飛的新創事業，給予關鍵的啟動資金，並且發揮拋磚引玉的效果，向外結合民間資金，擴大投資動能來加速台灣新創事業的成長。

公股創投進場點火，引爆新創成長動能

對於百億創投擬達到的目標，財政部提出了12字箴言：「性質多元、投資精準、投

融並進」，來描繪所預期達到的成效。也就是希望公股旗下的創投公司或基金能轉型升級。特別是在美中貿易衝突和疫情後的經濟振興階段，國際產業鏈斷鏈面臨重整、國內企業積極轉型之際，各家公股創投基金可用手中的資金，在此時充份扮演「點火」的角色，助攻民間投資、振興景氣，企業透過創投能壯大、成長之後，就能創造更多就業機會，就業市場變好之後，整個經濟就會更活絡。

而在公股創投方面，不只是投資，財政部指出，在投資的管理面上亦可發揮公股的強項優勢。行庫主管指出，內控、法遵等均為公股在管理面的強項，由此把關投資項目的程序合理性及合法性，確保投資的成功率，為被投資公司及早建立長期穩健的管理機制。

目前財政部轄下公股金控、銀行裡，共有6家有公股創投，這6家公股創投在財政部的百億創投計畫裡，已訂立具體的投資目標；對於「百億」的規模，合庫金控旗下合庫創投包辦最多額度，將投資至少24

建言篇》

期貨公會理事長糜以雍： 發展直接金融須先建立社會共識

本刊專訪期貨公會理事長糜以雍，探討台灣強化直接金融的機會與挑戰。糜理事長認為，台灣社會要建立發展直接金融的共識，業者專業技能要提升，監管機關也要讓金融業有一點「容錯空間」，金融產業的整體價值才會全面提升。

採訪：張嘉伶 整理：陳雅莉

企業籌資管道包括直接金融和間接金融。直接金融，指的是企業直接在公開市場發行股票、債券來達到籌資目的；透過銀行等金融機構放款取得資金的方式，則稱為間接金融。一個健全的金融市場，必須是直接金融與間接金融均衡發展。然而，近年來，台灣間接和直接金融占比差距懸殊。期貨公會理事長糜以雍直言，這代表資本市場尚未充份

發揮應有的功能，對促進經濟發展而言不是好現象。

台灣直接金融比重逐步下滑

今年5月，央行公布2019年股市及債市等直接金融比重再降至17%，銀行放款等間接金融則上升至83%，凸顯資本市場籌資功能逐漸弱化，面臨萎縮危機。

據央行統計，1990年代時，我國直接金融所占比例僅10%，之後隨著資本市場發展，直接金融比重逐步上升，成長至2000年的21.7%。2003年是高點，直接金融比重達26.2%。但後來情況丕變，開始一路下滑，到去年底止，直接金融占比下降至17%。金管會主委黃天牧在立法院答詢時表示，國內直接金融比重縮減至只有1成多，在國際間算低。

不過，糜以雍認為，台灣直接金融市場並未如統計數據上看起來那麼糟糕，原因在於各國統計方式不同。有些國家並沒有股票面額的概念，大都是採用「市值」來統計；台灣則採



直接金融對於刺激經濟成長的力度較強，對實體經濟發展扮演關鍵角色。（圖／達志影像）



期貨公會理事長糜以雍表示，健全的金融市場應該是直接金融與間接金融平衡發展，但台灣兩者之間卻比例懸殊，主管機關應重視並改善現況。
(圖／台灣金融研訓院)

用「面額」，統計基礎不同。因此，解讀數據時應留意此差異。

其他國家積極扶植直接金融

觀察國際間如美國、英國及歐盟等，直接金融比重都在7、8成以上。傳統上較依賴間接金融的國家，例如德國、日本，目前直接金融比重也都超過5成。反觀台灣，自2013年以來，直接金融占比年年下降，與國際趨勢有明顯落差。

糜以雍表示，2008年金融海嘯後，世界各國政府都有意識地扶植直接金融市場，許多國家的直接金融比重都逐年成長。為何會有如此發展？這要回歸到金融業的存在價值來探討。

他舉例說，國內所有金控公司的市值加總起來，比不上一家台積電的市值。但為何金融業獨獨要受到高度監理？因為金融業是維持社會穩定運作、支持經濟成長的重要基礎建設，與水電供應及交通建設同等重要。

各國積極發展直接金融的原因，並不在於

政策上期待投資銀行發大財。其背後的思維在於：直接金融對於刺激經濟成長的力度較強，對實體經濟發展扮演關鍵角色。在先進國家有意識的引導股市、債市加速發展，替新創產業加薪點火的同時，台灣則因為過去並未有政策明確的扶持，造成直接金融比重持續走低，對產業發展與國際競爭力造成了一定衝擊。

「這並非只是金融產業本身的問題，我們希望透過充份的溝通，說服社會建立發展直接金融的共識。」糜以雍強調，就國家發展來說，必須要先想清楚金融業對經濟成長可發揮的功能為何，這樣才能訂出明確具體政策。

直接與間接金融發展失衡關鍵

台灣以銀行體系為主的間接金融，其存量占比年年高升，然而，國內銀行存放款利差長期偏低。據央行統計，今年第1季，國庫存放利差下滑至1.31個百分點，追平2009年第四季，為10年來最低。

*專訪糜以雍理事長的精彩影音請上線收看



糜以雍反問，當存放利差這麼低時，銀行怎麼可能有能力、有意願去冒風險？100個貸款客戶，只要有1人發生倒帳，銀行就面臨虧損風險，難以對股東交代。銀行受存款戶所託，不能隨意放款，中小型、新創企業財務展望較難預測，又不見得能提出實質的擔保品，不易從銀行借得到錢只是銀行審慎經營的必然結果。銀行沒有冒風險的空間，放款對象自然會傾向於國營事業、上市公司，以及能提供實質擔保品的企業。

當尚未獲利、亦提不出適當擔保品的新創事業欲向銀行借款時，銀行的放款意願通常不高。對整體社會而言，太依賴間接金融，可能難以創造一個鼓勵創新的經營環境。畢竟，間接金融的融資便利、成本低等優點，僅有「好公司」得以享受，新創企業卻不容易從銀行獲得資金。

此外，台灣早已邁入金融控股時代，不論是直接或間接金融機構，都涵蓋在金控公司旗下。在銀行業的資產規模、獲利能力都遙遙領先證券業的現況下，金控層級的管理者自然多半對銀行經營有更多的經驗。雖然面對高價格波動風險，但對可藉由高流動性來控制風險的直接金融特色不熟悉的話，在配置資源時有所顧慮也是勢所必然。

資本市場面臨萎縮危機

國內直接金融比重下降，與國際趨勢明顯相反，顯示企業透過股市、債市籌資的比例降低，資本市場面臨萎縮危機。相對的，銀行總放款金額仍不斷攀升，顯示有更多企業轉向銀行借款。此一失衡狀況令人憂心，凸顯台灣過度傾向間接金融，資本市場逐漸喪失基本功

能，新創企業也不容易從間接金融管道取得資金，等於扼殺產業的未來可能性。當產業鏈長期缺乏創新能量，台灣將面臨經濟發展的重大危機。

糜以雍表示，直接金融支撐實體經濟成長，具有兩大特點，一是可直接參與分配企業經營成果，期待較高的長期報酬率；二是透過專業經理人操作管理，可達到分散風險目的。

此外，直接金融是能幫助企業避開金融危機的籌資方式之一。若間接金融比重持續升高，當市場出現重大變動時，企業資金可能斷炊，會造成營運立即面臨困難，不利長期經營。

台灣過於偏重間接金融，直接金融占比相對太低，須仰賴政府政策來協助維持兩者間的健全比例。「根本問題還是要回歸到受高度監理的特許行業，任何重大變革的實現都必須考慮能否獲得社會大眾的認可。」糜以雍提醒，唯有先得到社會大眾認同，才可能進行結構上的調整，解決直接與間接金融發展失衡、資本市場失能等問題。

金融業需要有「容錯」空間

根據糜以雍觀察，國內投資人追求高報酬率，但卻懼怕風險。發生了主觀預期之外的損失時，常集結抗爭以形成政治壓力。在現今的社會氛圍之下，「財大氣粗」的金融機構在面對抗爭時，反倒常常是弱勢的一方。

「我的經驗是，話一定要講在前面！」不光是對投資人、交易人講，也不僅是要留下已充份揭露風險的證據，更重要的是，同時要面向社會大眾，讓任何人在感到興趣時，只要一上網，就能發現金融業已經就風險層面耳提面命過無數次了。



企業很難憑藉物流公司開具的倉單向銀行申請融資，但期貨商具有專業知識，知道如何在集中市場上規避及管理風險，可為客戶量身訂做，提供符合需求的風險調控商品。（圖／達志影像）

美國以機構投資人為主，會進行資產配置和分散風險，期待合理報酬。台灣以散戶為主，容易出現一次性壓寶的行為，期待突然發大財。其實，台股已發展成能讓投資人賺錢的資本市場。以證交所2003年起編製的加權股價報酬指數而言，在還原了上市公司配發的股息之後，到2019年底，台灣加權股價報酬指數的年複合報酬率高達9.8%。這就是長期投資台股的威力，只要把握好標的分散、進場時機分散的原則，台灣資本市場累積財富的效益相當顯著。

糜以雍在這一行這麼久，過去20多年來只定期定額投資指數型基金。因為他自覺沒有時間去掌握足夠資訊做出每次賺錢的判斷。法人資產規模大、人才多，有很多交易策略，自然人無法比照，最好就是分散風險，時間一久，資產就會隨經濟發展而自然成長。這樣的觀念與金管會推動的「基富通」不謀而合。

為客戶量身訂作 活絡期貨交易

期貨市場也是資本市場的一環，在經濟上的功能是價格發現與風險的移轉。期貨商能協

助企業進行風險管理，特別是中型以下企業對管理風險方面的服務需求較大。

糜以雍表示，期貨商具有專業知識，知道如何利用集中市場管理風險，在了解客戶的避險需求及風險忍受度後，可為客戶量身訂作，提供切合需求的風險管理商品。這種「槓桿交易商」業務目前已開放，可活絡期貨市場，為實體經濟創造價值。

倫敦金屬交易所（LME）是全球規模最大非鐵有色金屬交易平台，目前高雄港已成為亞洲地區少數獲LME認可的「遞交港」，更有6座倉庫獲准成為LME認證倉庫。若要實物交割，可到高雄港進行提貨，促使高雄港的非鐵有色金屬進出口量和倉儲量大幅成長。

然而，因貨品價值每天浮動，企業很難憑藉倉儲業者開具的倉單向銀行申請融資。這種管理價格波動風險的技能正是期貨業的專長，未來可與銀行業者合作，當企業憑倉單來質押借款時，如果能由期貨商來承擔貨品價格波動風險的話，銀行放款的意願想必會大幅增加。這一類對實體經濟能產生明顯助益的業務如果能多加推廣，希望也能對導正社會大眾對資本市場較為「投機」的刻板印象有所助益。 ●

投信篇》

第一金投信董座尤昭文：看見多方共贏機會！

「另類投資基金」本土化， 是時候了！

台灣對於另類投資有需求、有實際投資行動，第一金投信董事長尤昭文建議主管機關，應開放本國資產管理業發展各項另類投資基金，最好是以新台幣計價，發揮善良管理人精神，促成直接金融的發展。

採訪、撰文：陳亞維



2020年肯定是歷史上必定記載的一年，為了紓困疫情，各國印鈔機持續灌注資金進入市場，官方利率一降再降，存款戶面臨利息收益長期接近零，股市散戶擔憂股價、金價激烈震盪的高風險；對於資產部位龐大的法人投資機構、金融業者，甚至個人淨資產在1,000萬美元以上的超級富翁（UHNW），則需重新配置資產組合，為未來10、20年完全不同的環境條件做好準備。

投信業藍海市場 切入另類投資基金

第一金投信董事長尤昭文指出，國際金融市場有一塊資產類別在台灣鮮少浮上檯面，或許市場發展的進程有所不同，現在各界很多討論如何增加「直接金融」的管道與投資機會，國際資產管理界占有固定比率的「另類投資」（Alternative Investments）項目扮演直接金融的角色，歷年來流入另類投資領域的資金數十兆美元，分開來看其中

第一金投信董事長尤昭文認為，台灣資金充沛，但國內資產管理業者沒有將這批豐沛的資金用來協助經濟與產業發展，相當可惜。（圖／第一金投信）

的個別項目，有些在台灣很成熟，例如創投基金，有些至今沒有開放，像避險基金（對沖基金），有些需要導入AI大數據的基礎建設基金，「不管怎麼分類，加總起來在台灣占市場總資產不到百分之零點零一！」使得需要直接金融資金投入的經濟發展、產業升級，難以正軌前行，投資者也面臨缺乏專業選擇的困境。

尤昭文長期投身於香港、台灣金融市場，經過跨國金融機構的歷練，對於另類投資在台灣的發展，看到多方共贏的機會。尤昭文認為，台灣資金相當充沛，私人銀行高資產客群、機構法人投資者早就長期投資另類基金累計達新台幣1兆元，「卻高達95%委託國外機構操作！」國內資產管理業者不僅沒有將這批豐沛的資金用來協助經濟與產業發展，還讓國外資產管理公司賺走了台灣投資人的管理費。

擁有特許另類投資分析師（CAIA）證照，尤昭文十分用心於研究另類投資，他強調，台灣對於另類投資有需求、有實際投資行動，建議主管機關應開放本國資產管理業發展各項另類投資基金，最好是以新台幣計價，發揮善良管理人精神，促成直接金融的發展。

「40年前的台灣，有很多散戶在股市殺進殺出，投信業被賦予導正投資風氣的責任，並為缺乏金融知識的民眾進行投資組合管理，讓人們願意拿出一定比例的儲蓄，經由專業服務，同時獲得個人資本利得和社稷繁榮。」尤昭文建議，鑑古推今，越見成熟穩健的台灣資本市場，如今可藉由適度監理投信業發展另類投資，帶動台灣是直接金融，政府態度上可以更為積極開放。

另類投資特色策略 補強直接金融功能

中央銀行版本的「直接金融」統計，實際

數據和外界所認知有些差距，但直接金融占比、成長動能長期遜於間接金融，卻是相當一致。臺大教授黃志典在貨幣銀行學中定義「直接金融」，指資金需求者發行有價證券，自金融市場籌措資金，而且這些證券是由金融機構以外的經濟單位（如個人與一般企業）買進的融資方式。由於持有這些證券的利得與風險，是由最終的資金提供者「直接」承受，因此這種融資方式稱為「直接金融」。

尤昭文認為，「直接金融」的嚴格定義，在於企業的投融管道避開了中間機構，如銀行及其借款融資，而其廣義功能，是縮短企業與投資人的距離，方便企業或需要資金的建設，有更多的管道募集債權投資人或股權投資人，如發行債券給投資人。

直接金融避開了中間機構，在成熟已開發市場中由專業的資金提供者評估對等的風險與報酬，同樣能發揮資金之於實體經濟的意義與貢獻。政治大學風險管理與保險學系教授謝明華與中央大學財務金融學系教授黃瑞卿在研究報告中分析，額外資金部位不走傳統的間接金融，其實就被稱為「另類資產」，這部份的投資配置不易受到景氣循環或市場波動的影響，可以維持長期一致的投資策略與目標，整體報酬率通常相較傳統股債來得更高，國際法人機構、大型退休基金均用來補充傳統資產的不足。

另類資產可有效分散風險

以美國市場為例，另類投資具有非公開、非傳統（不從事普通股、債與現金投資）、流動性低等特性，特定目的募集的另類投資基金（Alternative Investment Fund, AIF），多採私募管道，針對一般投資人無法取得的技術、金融

*專訪董事長尤昭文的精彩影音請上線收看



工具，或市場／資本結構，最終目的仍是一致地對實體經濟有所貢獻。國際上，多數政府主權基金、有政府撥款的退休基金機構，長期持有並持續增加另類投資的部位，目的無非是希望增加投資獲利。

世界經濟論壇（World Economic Forum）最新的報告《2020年另類投資展望》（Alternative Investments 2020：The Future of Alternative Investment）指出，另類投資策略在未來經濟發展扮演的角色越來越重要，超高淨值財管客群（UHNW）的資產分配，在力求多元化下，另類資產占比約15%，包括基礎設施、私募股權和大宗商品，以達到風險分散的目的。

尤昭文指出，肺炎疫情加上美中貿易摩擦逆轉全球化趨勢，各國封鎖邊境導致全球供應鏈全面重整，疫情高峰期間股市、利率和實體經濟脫鉤，有良好技術的中小企業需要不受

金融機構限制的資金重新發展，是私募股權資金最好的發揮時機，企業界不僅可以得到專業協助，提升財務及營運的管理，業主也可以專心發展核心本業，避免在這波不景氣下被迫倒閉。

對於台灣市場，Alternative Investments直接翻譯為「另類投資」，很多人難以接受它的「另類」說法，包括主管機關因其「私有資本」難以公開管理而招限之，因此後來又有新的譯名「替代投資」或「非主流投資」，仍然無法適當詮釋此類投資的國際作法與趨勢，或許可趁著此次倡議直接金融再起的機會，給予全新的專業名詞。

新台幣另類投資基金應盡快上路

根據前述分析，可佐證另類投資是興旺

表1 另類投資基金之投資內容

避險基金 (Hedge Fund)	<p>主要有（1）計量交易策略（如統計套利、高頻交易）；（2）多空股票策略；（3）宏觀總經策略；（4）事件導向策略。</p> <p>工具：上市股票、債券、衍生性合約。</p>
實質資產策略 (Real Assets)	<p>主要：（1）基礎建設（Infrastructure）（2）不動產（Real Estate）。</p> <p>工具：未上市股權，架設SPV持有資產。</p>
私募股權策略 (Private Equity)	<p>主要：（1）創投（VC）；（2）企業金融（Corporate Finance）-成長（產業升級）與購併（涉及上下市）策略。</p> <p>工具：除上市購併案多屬未上市股權。</p>
私募債權策略 (Private Debt)	<p>主要：（1）夾層放貸（Mezzanine）；（2）主順位貸款（Senior Loan）</p>

資料來源：尤昭文

直接金融的合適工具之一，需討論的是如何落實並接軌於資本市場。臺大財金系教授李存修曾應證券暨期貨發展基金會邀請，研究發展我國另類投資基金的可行性，認為另類投資基金可包括不動產基金（Real Estate Investment Fund）、私募股權基金（PE Fund）、對沖基金（Hedge Fund）、另類投資組合型基金（AIF Fund of Funds）、實體資產之商品基金、基礎建設基金等。

全球另類投資圈翹楚顧問業Preqin，則分類為（1）私募股權、（2）私募債權（private debt）、（3）不動產、（4）基礎建設、（5）天然資源、（6）避險（對沖）基金。政治大學風險管理與保險學系教授謝明華認為，此項分類為台灣市場提供了一套實用的第一層分類方式，以投資策略為訴求，且符合相關法規對投資行為的規管。

台灣相關法規對於另類投資限於機構法人投資者或專業投資人，尤昭文認為，過往95%投資到海外另類投資基金的舊習，現在應由投信業發揮籌募資金及商品發行的功能，「以另類投資基金作為市場資金及實體經濟的橋樑，協助台幣資金尋找台灣的投資標的，發揮資本與經濟的正向循環！」

尤昭文分析，現在放手讓投信業籌募新台幣計價的另類投資基金，基金可以是創造個人財富的工具，設計得宜也將發揮強大的社會功能，例如目前所募資金可以幫助台灣企業在景氣反彈時更早復甦，同時善盡善良管理人責任，協助企業朝向更為完善治理，為環境友善的經營方向前進，一起為自己的資本與



印度籍的谷蘭舍認為，台灣城市正在改造更新，水電系統朝智慧數位化發展，這些都是基礎建設基金可發揮投資功能的標的。（圖／第一金投信）

表2 台灣壽險業 共承諾投資於私募基金



資料來源：保險公開資訊統計

經濟努力。他也建議，法規設計上也應有誘因，鼓勵保險業、高資產客群等逐年增加投資台灣機構發行的另類投資商品與服務。

尤昭文亦認為，推動新台幣另類投資基金的同時，將能幫助台灣市場吸引更多國際人才。原本在香港發展的博觀資本（Bowrington Capital Limited）董事總經理谷蘭舍（Rajkumar Thammineni）之前也曾在JPMorgan、歐力士ORIX、丸紅等投資公司服務逾27年資歷，就在他鼓勵下，現轉戰台灣，今年第1季登記台灣公司，規劃在台灣募集基礎建設基金，即屬於另類投資基金項下的實體資產類別。印度籍的谷蘭舍認為，台灣城市正在改造更新，水電系統朝智慧數位化發展，這些都是基礎建設基金可發揮投資功能的標的，基金經理人代持資產並監督營運商，在營運商專業的管理下，資產能產生穩定收益，投資人也能獲取收息的機會，他非常看好台灣發展新台幣另類投資基金的遠景。

《債市活化篇》 沉睡的巨人 台灣債市的未來，為何而生？

台灣的債市發行量和交易金額偏小，因此也難以發揮直接金融的功能，未來若能產生綠色、ESG、永續等創新產品，並在國家發展與財政穩健之前提下，善用財政空間，債券市場將可挹注更多經濟成長動能。

採訪、撰文：陳亞維

台灣債券市場並不缺乏歐美成熟債市組成的各項單元，應能在直接金融領域發揮應有功能。可是，加總台灣債市各類債券種類的發行餘額約新台幣13兆元，每個月交易額在5,000億元左右。按照主管機關官員的說法：「台灣債券市場保持穩健。」實際上，台灣債市的發行量和交易金額，端不上國際檯面。

不過，每月5千億元的債券交易量，相較於台灣的經濟與金融規模，都顯然偏低，中央政府發行的政府公債，半數籌碼長期鎖在「綠巨人」的保險箱裡，不同等級的債券如公司債和金融債，價格差距近乎僵化。

很難讓人把台灣債市比擬為歐美成熟市場的「活絡資本市場之重要角色」。尤其低利環境估計將再續走至少10年，無「利」可操作的債券，放眼未來，除非催生綠色、ESG、永續等創新產品，否則將是一攤死水。

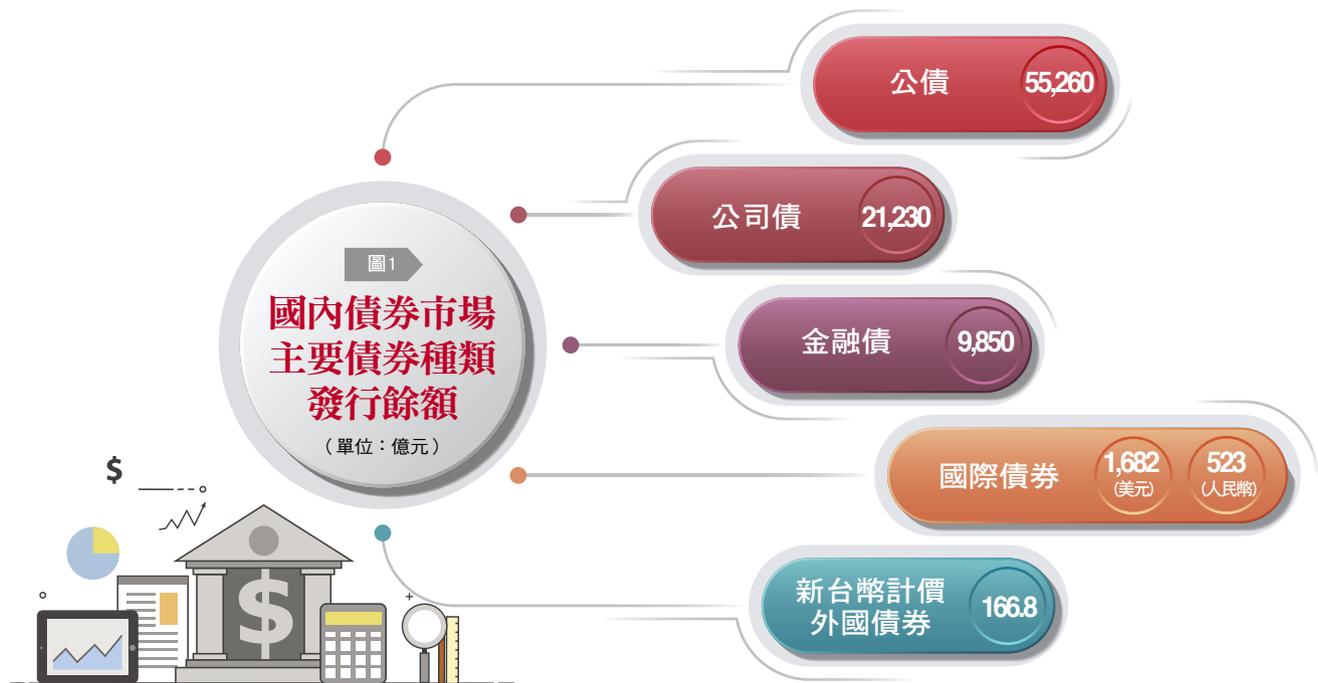
台灣債市的三個發展階段

前金管會委員、台大財金系兼任教授楊雅惠對於台灣債市歷史有所研究。楊雅惠指出，債券市場的健全發展，可以加深資本市場的深度，且可提供政府或企業長期穩定的資金來源，為經濟發展所需所用。

《債券市場理論與實務》專書作者王深伯更研究過西方債券發展歷史，約西元12世紀



債券或債券基金是國際機構法人投資者、私人銀行高資產財管客群必定持有的兩大資產，這類資產能創造穩定的投報率，達到資產配置多元化的目的。（圖／達志影像）



資料統計截至 2020 / 07 資料來源：證券櫃檯買賣中心

間，當時的國王需要軍費打仗，就向有錢的百姓借錢，國王打包票會還錢的「保證」，卻常因政權被推翻而無效，使得債券被視為「冷門的生意」。2019年宣布退休的「債券天王」葛羅斯 (Bill Gross)，年輕時也曾認為，債券是乏味無聊的東西。直到他數十年歷經市場的洗練，也在投資組合中融合創新與外國債券，才讓一切改觀。是言之，冷門無聊的債券金融商品，一樣可以造就天王級人物。

楊雅惠研究分析，債券市場的發行市場與交易市場，均須建立適切的發展機制，在國內，金管會及證券櫃買中心是債市發展機制的推手，發行端則有財政部等政府單位、機構法人等，推動債券市場從草創到成熟，大概可分為三個階段。第一階段為1949年至1990年，債券市場的供給非常有限，次級市場交易幾不存在。第二階段為1991年至1999年，政府在這段期間就發行面持續增加公債供給，金融機構相繼參與債券買賣，交易日趨活絡。第三階段為2000年以後，受惠於網路科技的發展，經櫃檯買賣中心建立電腦系統，提供交易商從報

價、成交到結算交割的電子化平台，均有助於提升交易資訊的揭露及交易效率。

證券櫃檯買賣中心統計，截至2020年7月，債券種類及其發行餘額為，政府公債5兆5,260億元，公司債2兆1,230億元，金融債9,850億元，以及國際債券，也就是在臺灣掛牌的外幣計價債券，主要有美元部位約1,682億美元、人民幣部位約523億元，加上少許澳幣和南非幣計價部位，以及新台幣計價外國債券有166.8億元左右〔圖1〕。金管會證期局副局長蔡麗玲表示，金管會歡迎各界提供健全債券市場發展的機制或商品的任何建議。

跟上國際潮流的綠色債券

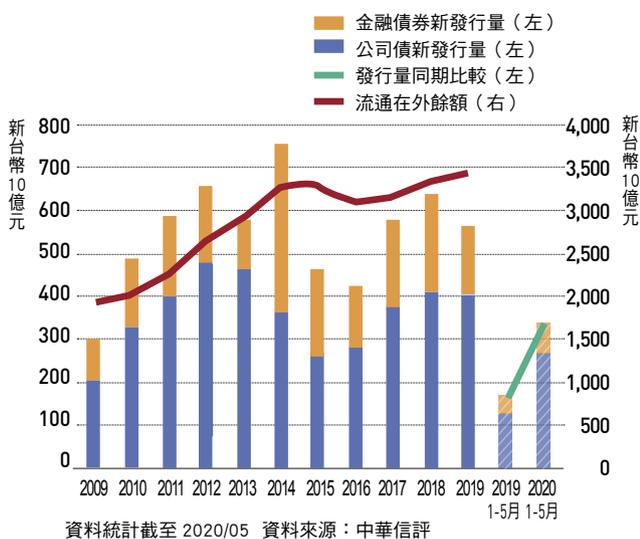
綠色債券是主管機構認定的創新債券品項，也跟得上國際潮流。櫃買中心統計，2019年全年綠色債券發行量新台幣490億元，今年以來已有6檔綠債掛牌，共112億元規模，估計到今年底會超過200億元發行規模，全年發行規模將超過300億元。此外，將借鏡綠

色債券的發展經驗，配合金管會推動《公司治理3.0》項下的2021年台灣永續板市場，目標在今年底建立可持續發展債券櫃檯買賣制度，並推動首檔可持續發展債券發行，預期此類債券的發行仍將會成為未來公司債發行的重點之一。

信用評等機構特別緊盯債市變動，標準普爾全球評級（S&P Global Ratings）台灣子公司中華信評7月間預告，全球持續延燒的肺炎疫情將是影響今年台灣債市量能最主要的外在因素，今年國內的債券發行量應會較去年明顯回升，主要是金融債和公司債兩項。

中華信評指出，金融債券方面，由於國內銀行的資本適足率多已達到健全水準，2018、2019年間的發行多是到期舊券換發新券，導致整體衰退幅度約25%，隨著疫情創造出全球利率新低點，金融債券發行重拾動能；截至2020年5月底止，金融債券的發行量已達到約新台幣690億元，較去年同期成長50%〔圖2〕。

圖2 台灣債券市場之公司債與金融債券發行量概況



公司債方面，中華信評副總經理王張財指出，企業為支應資本支出與營運資金調度所需，原本就會有基本的公司債發行需求，利率水準創新低，除了吸引想降低資金成本的企業前來發債，一些曾將債市列為籌資選項，卻對於取得公開信用評等裹足不前的企業，也可能首次投入公司債發行市場一試水溫。台股公開資訊觀測站平台，第2季期間就出現許多類似公開資訊，如影音家電銷售通路集雅社（2937）成立於1994年，今年8月中旬第一次發行國內有擔保轉換公司債，上限2.5億元。

台灣民眾普遍認識洋債，未評等債不適宜一般投資人

債券或債券基金是國際機構法人投資者、私人銀行高資產財管客群的資產池中，必定持有的兩大資產，經過基金經理人、財管顧問的管理，這類資產總是能創造穩定的投報率，同時達到資產配置多元化目的。

「債券天王」葛洛斯（Bill Gross）2019年宣布退休，他服務過的兩家債券基金公司PIMCO和駿利資產管理集團（Janus Capital），除了提供資產管理服務，更教育了台灣民眾認識到債券等固定收益金融商品的重要性，根據投信公會統計，截至2020年7月底，國內投資人持有的各式固定收益型基金，包括一般債券、高收益債、新興市場債券等，總金額達新台幣1兆7,630億元，同一時期國人持有的股票型基金，總金額約新台幣1兆1,180億元，顯示台灣民眾普遍認識且接受各種債券金融商品。

諷刺的是，當中華信評7月間發布台灣債市今年將有新一波發行潮訊息時，不明就裡的投資民眾以為可以跳進場，或是接手可轉換公



綠色債券是主管機構認定的創新債券品項。櫃買中心統計，今年已有6檔綠債掛牌，預估今年全年發行規模將超過300億元新台幣。（圖／達志影像）

司債等部位，實際上這些債券部位並不提供給一般投資人，加上自2013年以來台灣債券發行相關辦法陸續鬆綁，市場上充斥著未取得債券發行信用評等的部位，標普信用分析師團隊提醒，連屬於機構法人大戶的國內保險公司，都因此無法在其資本適足率中，充分反映投資此類無評等次順債券的真實風險，一般投資民眾不會得到法規上的保護，更應該避免接觸，以免平白受損。

央行總裁預告：政府發債空間大

一般企業擔任發行人的債券，加之沒有信評護身，一般投資人有理由卻步，無怪乎需擔負風險管控的金融業，如證券公司、票券公司及部分銀行都要涉獵公債市場交易，各家搶券、惜售、養券的三部曲行徑，隨著國內游資四溢而越加嚴重。央行總裁楊金龍去年起在公開演講中點名，國內債券市場發行餘額

不足，且發行餘額約新台幣5.5兆元的公債發行規模「太小」，鑑於我國的財政空間相當寬裕，財政政策應可扮演更積極的角色。

楊金龍根據財政部統計加以分析，政府債務餘額對GDP比率，2019年中央政府1年以上公共債務未償餘額相對前3年平均名目GDP為31.5%，離中央政府法定舉債上限的40.6%，還有9.1個百分點，約當新台幣1.4兆元的舉債空間；而2019年總計舉債占整體歲出總額4.5%，距離法定上限的15%，尚有10.5個百分點的空間。因此，在國家發展與財政穩健之前提下，善用財政空間將可挹注經濟成長動能；倘若能與結構性改革政策搭配，其成效將會更大。

政府公債亦能依發行單位的不同，進一步設計。台灣金融研訓院曾研議重啟乙種建設公債發行的可能，以其具備最低利息保證且鎖定公共建設，適合分割小券給予民眾參與債券投資的新機會，達到多贏的綜效。

肺炎疫情未明朗

啟動「經濟漢光演習」因應危機

值此武漢肺炎疫苗尚未問世，亦無特定有效藥物可供治療下，全球目前仍處於「疫情發展中」，而各國為降低經濟衝擊，紛紛祭出財政刺激方案，規模之大史無前例。台灣雖是防疫資優生，但仍應嚴加警戒，並趁此機會重新檢視國內產業發展政策，為台灣重啟新契機。

採訪：張嘉伶 整理：陳雅莉（本文整理自台灣金融研訓院黃崇哲院長臺大演講）

自去年 12 月中國武漢爆發 COVID-19 肺炎疫情以來，儘管台灣防疫得宜，但全球確診病例、死亡人數仍持續攀升，疫情毫無減緩的跡象。在武漢肺炎疫苗尚未問世，加上病毒感染後尚無特定有效藥物可供治療下，全球目前仍處於「疫情發展中」，究竟何時才會進入「疫後」階段，還是未知數。

值此之際，各國政府要面臨的是，在重啟經濟與防堵疫情間取得平衡的挑戰。以台灣為例，政府推出企業紓困方案與振興經濟措施，目前已有超過一千多萬人領取振興三倍券，顯示政府在提振消費上已達到一定程度的效果。不過，想要恢復常軌，仍是漫漫長路。政府仍需積極動員國內相關產業和經濟資源，才能戰勝武漢肺炎。

各國紓困 設法振興經濟

因應武漢肺炎疫情對經濟的衝擊，各國紛紛祭出財政刺激方案，規模之大史無前例。台灣在紓困 3.0 之前，前兩階段的紓困總規模已達新台幣 1.05 兆元，約占國內生產毛額（GDP）的 5.5%。

德國一向非常在乎「收支平衡」，但隨著武漢肺炎疫情肆虐，經濟前景惡化，為了支撐經濟，紓困金額預計至少將達 7,500 億歐元（約新台幣 24.88 兆元），占 GDP 比重約 31.8%。主要措施包括 1,000 億歐元企業放款、4,000 億歐元企業擔保、2,000 億歐元銀行舉債、1,000 億歐元企業股份收購等。

今年 3 月，美國國會批准直接撥付每人 1,200 美元，以緩解疫情帶來的經濟打擊。美國政府這樣做，除了抗疫外，主要是因應總統



武漢肺炎疫苗尚未問世，而病毒感染後也無特定有效藥物可供治療，全球未來發展變數難料。（圖／達志影像）



台灣金融研訓院院長黃崇哲於臺大參加「COVID-19新冠病毒政策對應研討會」，提供產業看法及建言。（圖／台灣金融研訓院）

大選即將到來。這種「直升機撒錢」(Helicopter Money)方式，能否達到紓困並可點燃經濟復甦的效果，尚待進一步觀察。不過，由此可見，由公部門編列特別預算或發放現金來支應，都只是振興經濟方案的一部分。

全球央行爭相撒錢救市

政府用以刺激經濟成長的政策工具有兩種，一是利用貨幣政策，另一則是財政政策。傳統貨幣政策是以中央銀行的利率政策、公開市場操作，來落實維持物價穩定、匯率穩定、金融穩定，進而影響企業投資意願及民眾購買意願。

因應這波疫情所帶來的衝擊，除了國會通過特別預算外，各國央行也開始加入救市行列。2008年金融海嘯發生時，各國央行資產負債表占GDP比重約1成左右，但隨著持續買入公債、抵押擔保證券和其他標的，資產負債表不斷擴張。為避免造成物價上升、通貨膨脹，各國央行在2019年中之前致力於縮減資

產負債表計畫。可是，沒想到去年底爆發武漢肺炎疫情，包含美、加、日等國央行的資產負債表又再度快速飆升。自去年第4季起，加國央行資產負債表占GDP比重增加近3倍，日本央行資產負債表占GDP比重也成長1成。

如此一來，大量現金流入各國政府的經濟部門中，甚至是股市和房市。這會造成什麼影響？根據推估，從2020年到2030年，全世界已開發國家的平均利率將維持在1%的水準，意味著低利率環境下，民眾存在銀行裡的錢只會變得越來越薄。

市場上到處充斥游資，不但影響到我國央行外匯存底幣別的比重，伴隨而來的隱憂還有可能發生潛在的通膨危機。以往認為，各國央行猛撒錢，猶如水槽中的水滿溢出來，將導致通貨膨脹。可是，在金融風暴發生後，日本央行也是拚命印鈔，結果物價反而持續下跌。

此次肺炎疫情爆發後，日本政府和央行再度下猛藥，印鈔規模與金額更勝於金融海嘯，是否會引發通膨，尚未有定論。不過，「現代貨幣

理論」主張，只要能找到良好的機制來排水，就不會出現通貨膨脹的問題，政府就可以持續擴大支出，達成充分就業，以及穩定經濟的效果。這樣的觀點已在世界先進國家中引起正反兩面的熱烈討論。

疫情中有產業輸家、也有贏家

這波疫情除了影響全球整體經濟情勢外，各國產業中，有些也因疫情受重創，有些則將受惠。例如，過去以中國為主要生產基地的供應鏈，在肺炎疫情蔓延下，遭受巨大衝擊。各國開始思考如何分散企業風險，避免損及供應鏈，包含美、日等國政府更協助企業將供應鏈移出中國。

其實，早在 2018 年美中貿易戰開打以來，美方提高加徵關稅稅率，已大幅影響中國大量生產的效益。若再加上各國政府近期重新評估香港自治情況和定位，中國身為「世界工廠」的地位恐遭動搖，過去以製造業為核心的發展動力將不若以往順利。

從進口數據來看，肺炎疫情爆發以來，美國進口數據呈現衰退，中國進口數據衰退幅度更大。但是中國對美國的依存度降低，不代表中國的重要性消失。相較之下，中國對歐盟的進出口比重卻是明顯增加，因為歐盟本身並無製造業，也無獨立的貨幣運用空間。

對台灣來說，這波疫情對某些產業造成負面影響，有些產業卻因而獲得新的機會。的確，各種產業面臨到政治或經濟風險衝擊時，難免會有贏家，也會有輸家。包含旅遊、運輸、汽車、營造、紡織業等，都是屬於需要紓困的產業。反之，醫療器材、半導體、5G 科技、清潔消毒、食品業等，可能無須紓困措施。一旦中國供應鏈「斷鏈」或消失時，台灣業者應把握機會，提高產業附加價值，才能有效擴大市場。

疫情促使全球企業市值大洗牌

除了創造新機會外，肺炎疫情也促使全球企業市值大洗牌，變動幅度為 2008 年金融危機以來最大，凸顯在崩潰經濟環境中，適應能力最強的公司受惠最多。

例如，在金融領域中，支付業者 PayPal 和美國銀行 (Bank of America) 都是提供金融產品和服務。PayPal 的市值排行從去年底排名第 76 名一路扶搖直上，到今年 6 月底竄升至第 32 名，逼近美國銀行，反觀美國銀行市值排行同期間直直落，從第 16 名掉落至 31 名。

此外，影音串流業者 Netflix 的市值也超越迪士尼、電信巨擘 AT&T，以及全美最大有線電視事業者康凱斯特公司 (Comcast)。顯見，這波疫情衝擊也提供了許多機會，讓企業可以力爭上游，甚至是改頭換面，重新往前大幅邁進。



提供金融產品和服務的支付業者 PayPal 受益於疫情影響，市值排名大幅攀升。(圖/達志影像)



台灣推出振興三倍券，已有一千多萬人提領，在提振消費上達到一定程度的效果。(圖/達志影像)

台灣應超前部署，開啟產業新機

台灣此次防疫成效傲人，在於之前已有抗SARS經驗、兩岸多次交手的風險意識、中央流行疫情指揮中心提供公開透明的疫情資訊、堅強的產業實力和妥善的資源分配，以及完善的全民健保制度。

但如果疫情長期發展下去，還有許多未知中的風險，譬如病毒是否會變異、中國經濟是否會持續疲弱不振等等。因應下一波疫情可能再起，歐盟 27 個會員國於今年 7 月下旬達成共識，推出「歐洲版馬歇爾計畫」，預計為歐盟經濟注入一筆高達 7,500 億歐元的「復甦基金」，協助受疫情重創的成員國振興經濟，並敲定歐盟成員國想要獲得紓困款項，必須遵守歐盟「法治」原則。

為避免肺炎疫情加速中國經濟衰退，中國政府也決定提前啟動新的經濟擴張計畫，稱之為「四萬億(兆)救市計畫」。之前，中國政府為因應 2008 年金融危機，也曾推出

「四萬億(兆)投資計畫」，雖然拉動經濟，但也造成經濟過熱、資本膨脹、金融畸形發展等問題。

面對潛在風險，台灣也不能掉以輕心。政府各單位、金融界和企業界必須預先做好預防下一波疫情的準備工作，特別是考慮啟動一場全方位的「經濟漢光演習」，預擬台灣因疫情擴散而發生產業斷鏈、資金外逃等危機的因應之道，並針對醫療能量進行壓力測試。

台灣的防疫成果，也大幅提升了口罩等防疫產業在國際上的良好形象和品質。建議政府推動「產業版馬歇爾計畫」，以防疫成功的形象來提升產業質感，並善用品牌認證來帶動國內市場消費。

此外，台灣的超額儲蓄向來偏高，加上通貨膨脹率長期維持在相對低而穩定的水準。因應疫情未來發展，期許政府在思考紓困和振興經濟策略上，應放大格局、超前部署，並充分利用超額儲蓄，活用國內民間閒置資金，開啟國內產業再投資的新契機。 ◉

財政赤字貨幣化容忍度大增 現代貨幣理論意外成真

2020年疫情影響、經濟衰退，促使美國聯準會跨越「財政赤字貨幣化」紅線，3月至6月資產負債表暴增3兆美元，3個月內印發的鈔票，比美國金融海嘯前累積232年印發的還多3倍，一改傳統經濟理論大量發鈔可能造成通貨膨脹的憂慮，讓現代貨幣理論成為主流，但未來影響如何，需繼續觀察！

撰文：乾隆來

2020年的經濟衰退，美國聯準會瞬間跨過「財政赤字貨幣化」的紅線，造成全世界所有經濟法則「瞬間位移」——企業沒有營收也不會倒閉、勞工失業卻獲得高過薪水的補貼、政府紓困企業的前提是不准裁員、退休族從仰賴銀行利息轉成仰賴股票收益，全球經濟地景猶如大地震後突然出現大山、原本河谷改道，人們在驚惶失措的同時，也被迫重新適應截然不同的規則。

美國金融政策以喜馬拉雅山等級位移

經濟法則瞬間位移的震央，自然是美國的無限制量化寬鬆與財政赤字貨幣化，美國聯準會開動無上限的印刷機，輸送給聯邦財政部開著直升機直接撒錢，聯準會的資產負債表從疫情爆發前的4.2兆美元瞬間暴增，高點在6月9日達到7.17兆美元，經濟學家普遍預估，聯準會資產負債表在今年年底前，將會膨脹到10兆美元。

美國立國至今244年，前面232年（2008年金融海嘯前夕）聯準會的資產負債表才累積到9,000億美元，後來為了拯救金融海嘯造成的經

濟衰退，聯準會開始量化寬鬆（QE），花了5年將資產負債表膨脹5倍，到4.5兆美元，後來在葉倫主席後期開始縮表，2019年8月底略減至3.7兆美元，卻隨即遭遇市場反擊，在沒有重大事故下，金融體系資金突然緊俏，紐約隔夜附買回拆借利率跳升到10%，迫使聯準會重新展開擴表操作。今年3月至6月聯準會資產負債表暴增3兆美元，3個月內印發的鈔票，比美國金融海嘯前累積232年印發的還多3倍，這是喜馬拉雅山等級的政策位移。

美國聯邦政府債務也同樣像喜馬拉雅山那樣瞬間聳立，在08年金融海嘯之前，美國國債突破10兆美元，到今年6月底卻已經衝至26.5兆美元，而且今年年底很可能就會逼近30兆美元，川普總統上任前夕，美國聯邦國債餘額累積到20兆美元，川普總統一任就增加10兆美元。

金融海嘯前美國歷任43位總統（未計歐巴馬），總共執政232年，累積才借了10兆美元，川普一人的負債，就打敗所有美國老祖宗的加總，不論川普是否連任，「負債總統」的歷史定位已經刻在石板上了。

首階段振興紓困有成 14 家銀行績優獲表揚

第一期辦理紓困貸款績優銀行名單出爐，共有14家銀行受獎，行政院長蘇貞昌表示，振興措施將接續維持經濟活水的任務，希望銀行能繼續全力支持，達成加速經濟轉動、振興產業的目標。

採訪、撰文：劉語寧

肺炎疫情衝擊國內經濟，政府第一時間祭出紓困措施，而銀行也提供紓困貸款，幫助廠商解決資金調度。為表揚績優銀行，金融監督管理委員會7月底公布第一期辦理紓困貸款績優銀行名單，行政院長蘇貞昌也出席會場，並感謝各家銀行盡全力協助。

金管會將給予銀行實質獎勵

金管會7月底於台灣金融研訓院辦理「獎

勵本國銀行加速辦理紓困振興貸款方案」評比優等銀行表揚典禮，截至6月30日止，第一階段受獎銀行包括：臺灣銀行、土地銀行、合作金庫銀行、兆豐銀行、第一銀行、華南銀行、彰化銀行、臺灣中小企業銀行、中國輸出入銀行、中國信託銀行、國泰世華銀行、玉山銀行、台北富邦銀行及高雄銀行，共14家業者。

蘇貞昌致詞時，肯定金管會等相關機關配合投入紓困行列，且秉持「寬一點、快一點及方便一點」三大原則，共同努力推動及辦理紓困振興貸款措施，協助國人及本土產業渡過疫情衝擊。

蘇貞昌指出，國內紓困已有相當成效，振興措施將繼續維持經濟活水的任務，期許銀行業者能繼續全力支持振興措施，共同協助政府刺激國內消費、帶動旅遊、活絡商圈等，達成加速經濟轉動，振興產業的目的。

金管會主委黃天牧表示，第一階段國銀辦理紓困貸款申請件數與授信金額上，都有高達8、9成核准率，很感謝也肯定銀行全力的推動。為獎勵銀行的協助，金管會就金額、件數及效率三方面分組進行評比，而台灣已進入振興階段，銀行振興經濟作為，如：協助振興三倍券發



金管會7月底公布第一期辦理紓困貸款績優銀行名單，行政院長蘇貞昌（中）特別出席並感謝各家銀行盡全力協助。（圖／台灣金融研訓院）

總論篇》

20 世紀最重要的金融創新 被動打敗主動 ETF 走向「大尾」之路

ETF 發明不過短短27年，近10年來，這個基金的小老弟卻呈輻壓式成長，大受投資人歡迎，台灣引進後也創下多項紀錄，但同時也應正視其疑慮與挑戰。

撰文：傅清源

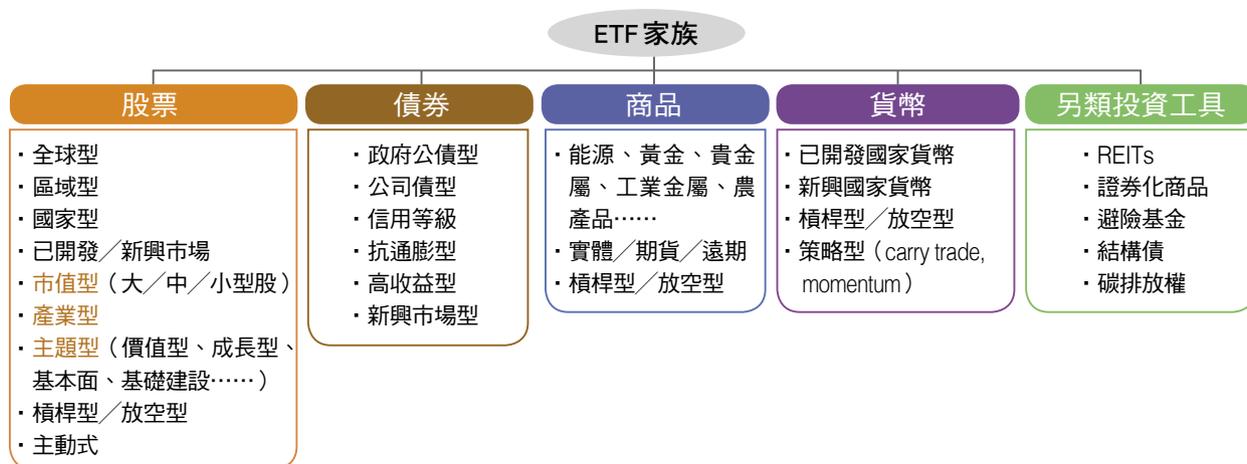
ETF全名為指數股票型基金（Exchanged Traded Funds）。作為一種方便的指數化投資和資產配置工具，由於採用被動式管理，有風險分散、投資組合透明、管理費用低、交易便利、資金效率高、進入門檻低等特點，同時兼具封閉式基金和開放式基金的特性，被譽為「20世紀最重要的金融創新產品」。

美ETF規模年底上看5.3兆美元

自1993年全球第一檔由道富資產管理所

發行，追蹤S&P 500的SPDR問世以來，由於大受投資人歡迎，除了各種股票指數的ETF發展迅速外，更開枝散葉，其他多種資產也紛紛推出各種相應的產品〔圖1〕。據2019年底美國銀行（Bank of America）的分析，ETF持有的全球資產已膨脹至創紀錄的6兆美元，不到4年即跳升逾倍。其中，美國仍是最大市場：美國ETF資產規模從10年前的7,700億美元，以逾20%的年增率迅速成長，目前市場整體規模已站上4.3兆美元。美銀預測，若按此速度發展，2020年底，美國ETF的資產管理規

圖1 ETF 成員百百種，橫跨多種資產類別，滿足多樣化投資需求



模可能上看5.3兆美元，到2030年將達到50兆美元〔圖2〕。

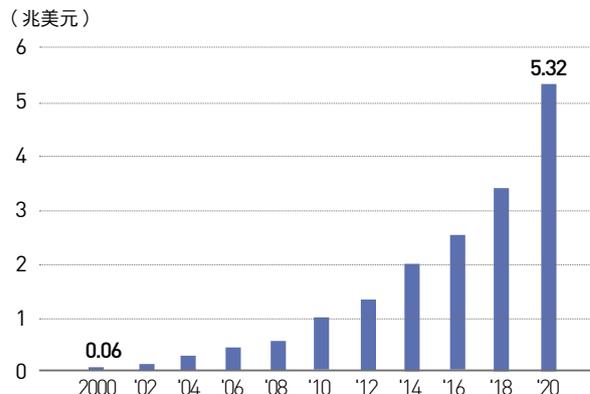
作為對照組，主動式管理的傳統共同基金，近10年來的規模成長不增反減，投資人的資金大量從主動式共同基金中流出，轉而流入到ETF與指數型基金（Index Fund）等被動式投資產品。以美國為例，從2010至2019年，ETF產品共流入約1.3兆美元，主動型基金則是流失約1.8兆美元〔圖3〕。

台灣ETF發展創多項第一，爆紅成為國民投資工具

創新常在災難後發生。如同全球第一檔ETF是因應1987年黑色星期一股災後而生，台灣第一檔ETF在諸多機構通力合作排除萬難下，也在2003年台灣正值SARS時誕生。台灣雖然是繼香港、日本、新加坡和南韓之後，亞洲第5個發行ETF的國家，但後發卻先至：自2017年以來，台灣ETF規模大幅成長538%，截至2020年6月，已達1.7兆元新台幣，ETF受益人數則從35.8萬人成長至137萬人，成長284%，對比股票活躍投資人約250萬，也就是每2個股票交易者中，就有1個投資ETF。此外，ETF發行公司家數也從6家，大幅增加至15家。其中ETF規模占共同基金比重高達41%，傲視全球（美國ETF市場規模占比約19%），此外債券ETF規模，自2017年底377億元成長至1.2兆元以上，躍居亞洲規模最大，僅次於美國市場〔圖4〕。

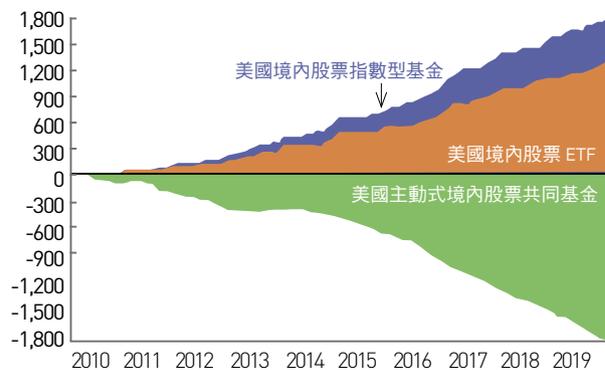
ETF為何在台灣紅得這麼快？至少有3個原因：一方面，台灣最喜主動投資，自行管理，以戰後嬰兒潮及X世代前段班為代表的人口團塊，已逐漸退休或老化。這些經歷「全民瘋股」熱，最活躍的投資人，由於生命週期的

圖2 美國ETF近20年資產淨值



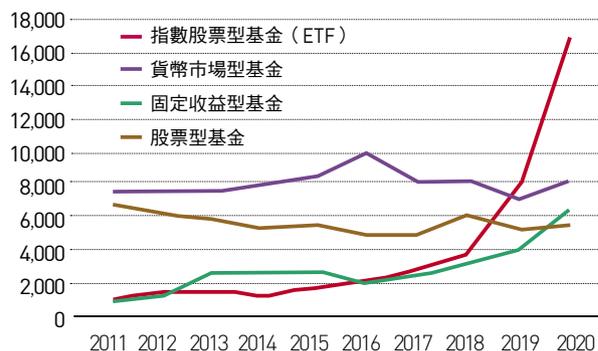
註：2020年為預估值。資料來源：美銀報告

圖3 流入指數型基金與傳統共同基金之累計資金流比較



資料來源：ICI 2020 Fact Book

圖4 ETF超越傳統基金，成台灣規模最大共同基金——台灣四大基金類型規模變化（億元）



資料來源：投信投顧公會 註：資料皆為1月

改變，投資觀念也出現轉變。伴隨著全球高齡化、少子化的趨勢，現在投資重點，已從追求高絕對報酬，轉向著重永續經營。再者，歷經2008年金融危機的衝擊後，許多金融消費者也漸漸體悟，即使將資金交給專業人員管理，但由於市場變幻莫測，永遠沒有人能正確預測並打敗大盤，因此與其交給人管理，不如採取被動投資，反而是比較穩健的方式。

對於年輕世代而言，由於資金有限，自己投資很難做到風險分散，同時許多金融商品有一定進入門檻，交易成本也高，ETF恰好有低進入門檻、風險分散與手續和管理費用低等特色，對年輕人而言相當具吸引力。此外，長期低利時代來臨，由於利差（margin）空間縮小，主動管理方式，為了僅僅增加1%的獲利，可能要冒的風險與投資壓力，較過去往往倍增。因此在成本效益上，ETF提供一個相當平衡的投資方式。

ETF商品多元化挑戰

不少人對ETF會有一些疑慮，例如：「ETF還沒有經過嚴格的測試」、「ETF將加劇市場混亂」、「當ETF投資者同時急於退出時，會有危機」等。其實根據國外的實證研究，並非如此。近期最好的壓力測試，是這次的武漢肺炎疫情。根據彭博（Bloomberg）的資料，在2020年2月下旬，標準普爾500指數在7個交易日中下跌近13%，刷新有史以來最大跌幅記錄的同時，股票指數ETF的交易量大增，甚至超過平常交易量的2倍。但觀察其交易內容，絕大多數是ETF次級市場的買賣，僅有3%涉及初級市場的股票贖回；債券ETF情況亦類似。因此ETF流動性與助長助跌

的疑慮，看起來還比其他金融工具低。

但並不是說ETF是一種完美的投資商品。事實上，ETF的挑戰在於，隨著發展日趨多元，衍生出許多例如槓桿、反向、主動式打敗大盤（smart beta）等較高風險的ETF；以及像共同基金一樣，誕生許多令人眼花撩亂的「主題式」ETF。這些ETF慢慢地背離了當時誕生的初衷，與共同基金、衍生性商品的界線變得模糊。若以電影分級來比喻各種ETF的風險屬性，追蹤台股的ETF算是普遍級，風險較單純；連結海外股票或債券的ETF屬於保護級，最好對國際情勢、跨市場交易及國際匯率風險有所認知再入手，期貨、槓桿反向ETF更不用說，是限制級，屬於短線進出的投資工具（例如先前原油正2ETF進行投機式投資衍生之爭議）。

「指數股票型基金（ETF）之父」約翰·柏格（John C. Bogle）創辦的先鋒（Vanguard）集團，以指數型投資為主，是全球資產規模最大的基金公司。柏格創辦的公司是全球最大ETF發行商之一，但他本人卻是有名的反對ETF論者（他在任時，Vanguard並無發行任何ETF）。他擔心，越來越多的投資者使用ETF，但卻有許多人將ETF當作是短期交易的工具，已經變成投機工具，他認為是對指數投資的一種誤用。

伯格的諍言提醒我們，台灣在積極發展ETF的同時，對於商品型態的把關，業者行銷話術的把關，以及投資人教育，必須多管齊下，方能減少金融消費爭議的發生，取得業者與投資人雙贏。讓台灣創紀錄的同時，建立良好的ETF文化，使它成為跨世代共榮的穩健投資工具。（本文作者為臺灣理財顧問認證協會秘書長）

國際篇》

全球ETF規模將突破7兆美元 央行與退休基金成為最大買家

ETF以追求指數報酬率為主，且交易手續費比股票低，加上被動追蹤指數有助於分擔投資風險，成為散戶、法人甚至各國央行熱愛的重要投資標的，但在規模日益遽增的情況下，ETF對股市影響力逐漸提高，一旦發生股市重挫，仍不能避免投資損失，需謹慎為宜。

撰文：郭怡君

指數股票型基金（ETF）近年來快速崛起，尤其在各國央行接力量化寬鬆推波助瀾下，加上分散風險、交易成本低等優勢加持，帶動ETF規模水漲船高，截至2019年底，全球ETF資產規模已經突破6兆美元，今年可望站上7兆美元整數關卡；而美國銀行更預估，在被動投資逐漸躍居市場主流的環境下，預估2030年ETF的資產規模可望上看50兆美元。

ETF是將指數證券化的基金，投資交易模式與股票一模一樣，但有別於一般股票與主動式共同基金，ETF操作主要以追求指數報酬率為主，而非以打敗大盤為目的，比起股票動輒2%至3%的手續費，ETF交易手續費比股票低，加上被動追蹤指數有助於分擔投資風險，在散戶、法人甚至各國央行紛紛搶進下，進而讓被動式基金吸引資金挹注，資產規模甚至超越主動式的共同基金，近年來在投資市場逐漸占有一席之地，推升規模日益壯大。

1993年問世，規模增速驚人

全球第一檔ETF——SPDR S&P 500 ETF 於1993年在美國上市，對於當時市場而言，ETF是全然陌生的金融商品，因此市場只有3檔ETF掛牌，資產規模也只有8億美元，隨著市場成熟，ETF的資產規模也日益茁壯，2001年資產規模突破千億美元。

根據倫敦研究機構ETFGI統計，2007年底時，全球ETF資產還不到1兆美元，但隨著股市波動越來越大、資金快速輪動，在越來越多的



ETF「一籃子交易」的模式若遇個股出現利空重挫，恐讓其他標的也跟著重挫，原本增加持股份散風險的動機，反而變成潛在的投資風險。
（圖／達志影像）

機會與挑戰篇》

元大投信董座劉宗聖預測新趨勢 迎接智能化、優質化、趨勢化的 ETF 2.0 時代

在台股屢屢突破歷史高點之際，台灣的ETF也因而有另一壯大的新契機，未來元大投信如何以龍頭投信之姿，甩開「價格競爭」，朝客製化投資解決方案前進，帶動台灣的ETF進入新紀元，令人期待。

採訪、撰文：劉書甯

台股突破歷史新高之際，元大台灣50 ETF不僅衝破百元大關，更再度引發市場對於ETF商品的關注；而值此之際，台灣的ETF商品正面臨重要的「轉型關鍵期」。ETF「始祖」，也是國內ETF商品最重要推手——元大投信團隊，在接受本刊專訪的過程中，詳實勾勒了ETF商品在台灣市場發展10多年來的脈絡，元大投信董事長劉宗聖就以「ETF的1.0邁入2.0」，來形容這個重要的突破與轉折。

運用；（8）從主被動的零和競爭，轉為主被動的合作；（9）在收益賺取上，從著重手續費轉為顧問費，亦即與操作績效相關的收費；（10）投資人在選擇商品時，從價格敏感轉為品質敏感；（11）從交易導向轉為資產配置導向；（12）從單一商品走向多元化的組合；（13）從殺價競爭的紅海走向藍海市場；（14）從證券為主走向保險、銀行、證券一起的大財管整合。

ETF 2.0 的重大產品升級

元大投信團隊亦引述他們對於美國資產管理發展的脈絡指出，美國的資產管理從1.0時代邁入2.0時代，商品發展趨勢在很多面向都有了重要的質變，包括：（1）產品導向轉為客戶導向；（2）標準化轉向客製化；（3）供給推動轉為需求推動；（4）靜態調整轉為動態變化；（5）從追求高度績效轉為追求穩健；（6）從著重於資本利得的實現轉而重視配息與分紅；（7）從人的操作轉而重視AI的



機器人理財為未來趨勢，並可給予更多ETF的組合建議，提供客戶個人化的投資方案。（圖／達志影像）



元大投信團隊分析，台灣投資人在ETF投資上，從短期交易型的行為，轉向中長期資產配置、退休投資規劃，從交易利得，轉為重視領取固定收益，並從零和的選擇，轉為兼容的整合式操作。（圖／達志影像）

劉宗聖表示，在後疫情時代，台灣的ETF發展很有可能走上美國資產管理的演進過程，將邁向智能化、優質化、趨勢化等三大方向，台灣ETF發展迄今，已經「從有到好」、「從好到大」、「從大到久」，未來持續創新，提供投資人多元解決方案，包含資產配置、投資組合等，從1.0的ETF製造（Production）走向2.0的ETF應用（Application），也將解決投資人在選擇ETF時的痛點。

元大投信研究團隊認為，目前台灣ETF發展仍未脫離ETF製造階段，不過很明顯的是，在近幾年ETF明顯獲得投資人認同後，成長突飛猛進，多家資產管理公司加入ETF發行，第一個10年ETF還不到50檔，但現在台灣ETF發行檔數已突破200檔，成長力道由此可見。

著眼「眾多ETF組合」

元大投信主掌ETF研發的部門主管分析，過去ETF的發行是為了解決投資人選股的痛點，多數產品都比較像是標準化，或是定型化，未來隨著ETF市場蓬勃發展，不論是規

模、檔數、受益人數都呈現跳躍式成長後，ETF的發展勢必會從定型化商品，走向更客製化的投資解決方案。

舉例來說，過去10年，在美國明顯崛起的機器人理財，以及具有資產配置概念的ETF產品，就是ETF1.0走向2.0所產生的轉變，未來台灣市場應該也會跟進國際發展趨勢，邁向ETF應用發展。

劉宗聖也對比更多ETF 2.0和1.0時代的不同之處指出，在1.0的時代，多半就是供給或產品導向，往往一種指數就發行一檔ETF。例如股、債、外匯、金融商品等不同類型的指數，就各自發展出不同的ETF，ETF在1.0的時代，主要也在於解決投資人「選股」的問題，但等這些產品、供給導向的ETF商品越來越多，接下來就開始「價格競爭」，從手續費開始殺價，然後殺成一片紅海。

然而這樣的結果，使得投資人面對ETF，從以前的選股問題，現在則變成要面臨「選ETF的問題」。此時，元大投信團隊也拋出一個新概念：「能否改變現有的思維及作法，用組合式的方法來投資一群ETF的組

合？」例如，用多次一檔或多次多檔、定期定額、動態再平衡的方式來購買，元大投信團隊認為，這就是2.0在產品上比起1.0最大的突破之處，要把市場上為數眾多的ETF，進一步以當初ETF把同一群類股包起來的精神，來做「眾多ETF的組合」，要提供給客戶的已不再是單一產品，而是解決方案、策略導向！

劉宗聖也對此借鏡新加坡經驗指出，星國採取這種作法導入機器人理財，結果ETF的交易提升了196%的交易量，因為在1.0走向2.0的這種轉變之下，投資人對於「品質」，開始比對「價格」（手續費高低）更為敏感，從過去的管理費、手續費導向，轉而希望收費方式以顧問費、績效費的概念計算。



韓國Mirae資產管理公司以教育新世代、瞄準「心占率」的攻勢，投入資源讓年輕世代了解投資市場與公司理念，之後有很大比例成為其客戶。（圖／達志影像）

中長期資產配置逐漸成為主流

對於台灣市場的觀察，劉宗聖分析，近兩年台灣ETF市場發展已經明顯發生質變與量變，特別是今年第一季疫情的影響，造成股市大跌，在ETF市場的成交量、規模、受益人數等出現明顯變化，可以看出台灣投資人在ETF投資上，從短期交易型的行為，轉向中長期資產配置、退休投資規劃，從交易利得，轉為重視領取固定收益，並從零和的選擇，轉為兼容的整合式操作。

對此元大也舉例，以往因為ETF是在集中市場交易，多被認為是交易型的產品，但是隨著台灣投資人的人口結構改變，投資人逐漸發現ETF適合當成資產配置、規劃長期退休之投資工具後，ETF已開始明顯從交易型產品走向配置型產品。

以今年3月股市大跌為例，當市場大跌時，具有配息的元大高股息ETF（0056）吸引投資人資金大量流入，因此不論是成交量、規模、受益人數皆創下歷史新高，正是因為0056具有配息、每年皆能完成填息的特色，吸引投資人將此ETF當成中長期投資標的。

提到市場上已為數眾多的ETF大整合，劉宗聖以「維他命」來形容，一個投資者一次投資多檔ETF，以現狀來看，就好比一次服用多顆維他命。「我們能否把這些ETF再組裝起來，形同一顆『超級多重維他命』，讓投資人不用一次分別吃多種，甚至10多顆維他命，才能補充到這些養份？」

這個概念在台灣才正要起步，但在美國卻已開始成熟，因為在美國，就有涵蓋2萬檔股票的7支ETF，已經開始有業者規劃，要將這7檔ETF再合而為一，變成1檔ETF，讓投



元大投信團隊認為，台灣的ETF發展很有可能走上美國資產管理的演進過程，邁向智能化、優質化、趨勢化的2.0時代。（圖／台灣金融研訓院）

資人直接投資之後，就可收同時投資7檔ETF之效。

教育新世代拚心占率

在國內的ETF市場正開始進行質變的同時，元大投信研究團隊也進而提及「教育下一代」的重要性，元大金旗下的元大證券有韓國證券子公司，元大投信對於韓國業界亦有一定的交流，而多年前拜訪韓國Mirae資產管理公司時，讓他們深切體認到「教育新世代」的重要性。

元大投信研究團隊回憶，這家公司有一客戶服務與投資人教育之獨特方案，邀請客戶們的小孩，到他們所投資的新興市場進行參訪行程，一方面讓年輕世代了解新興市場的發展，另一方面則能了解Mirae於投資管理的理念與哲學，對此元大形容：「這是在拚『心占率』，比起拚行銷活動與廣宣的市占率更重要！」

元大投信研究團隊指出，Mirae執行這個方案，短期而言，對公司的營運、業務發展，甚或從成本效益面來分析，皆無太大作用，但Mirae發現多年之後，上述曾因此接觸Mirae的新世代

投資者，其在投資理財上第一家投資的產品，就是Mirae發行，正因為這種瞄準「心占率」的攻勢，使Mirae在基金市場可與三星分庭抗禮。

元大也提及，在面對未來ETF市場的另一重要觀念：「不是只有退休理財而已，也要在此同時教育下一代。」以Mirae經驗觀之，從投資人教育開始的第一哩路，到投資人選擇Mirae的產品，為投資的最後一哩路，將能夠提高客戶的黏著度與品牌認同度。

在元大投信研究團隊看來，未來ETF市場要繼續壯大，除了產品本身的質變，對投資人的溝通與教育也非常重要，在從ETF「製造」導向邁入「應用」導向之際，教育投資人並同時給予好環境都是成功的關鍵。對此，劉宗聖再以「釣魚」為喻：「不但要教投資人釣魚，也得帶到對的地方。」教如何釣魚是一回事：「但必須要帶到水池旁才能釣魚，而不是帶到沙漠，沒魚可釣。」在台股屢屢突破歷史高點之際，台灣的ETF也因而有另一發展壯大的新契機，未來元大投信如何以龍頭投信之姿，帶動台灣的ETF進入新紀元，令人拭目以待。

《年輕世代理財篇》 股市新鮮人看過來！ 善用「普惠金融」的理財寶劍



對於剛開始理財的股市新鮮人來說，ETF是容易上手、又不會慘虧大賠的入門工具，學習使用ETF這支尚方寶劍，你就能打通「普惠金融」的任督二脈！

採訪、撰文：張舒婷

知名歌手韋禮安日前接受媒體訪問時指出，自己早在3年前就為了退休生涯鋪路，以ETF（指數股票型基金）來投入市場，甚至爆料今年3月全球爆發股災時，自己大舉逢低買進ETF，買到快把現金花光光。韋禮安的投資方式受到不少財經專家肯定，大讚他的方法與觀念適用於多數人，也讓ETF成為更多投資人之間的熱門話題。

ETF是根據固定的市場規則去操作，追蹤特定市場、指數或「一籃子標的」的表現，沒有專業經理人的主觀判斷在其中，所以又稱為「被動式基金」，同時達到分散投資的風險，不被單一標的之漲跌直接定生死的效果，也被視為「佛系投資」的懶人首選工具。

ETF受益人數大成長

近年來，國內ETF商品可以說是投資界的寵兒。2003年，國內第一檔ETF元大台灣五十（0050）掛牌上市，到2014年底只有23檔，也就是說，這12年內平均一年發行不到兩檔，不過後來趨勢慢慢轉變，2016年，國內一年之內新發行的ETF就有20多檔，2017年更是進入百家爭鳴的時代，整體檔數突破了100檔，如今已超過200檔。

根據統計，國內持有股票型ETF的受益人數在今年上半年達到112萬人，不但比去年（2019）年底的80萬人增加了逾30萬人，還創下歷史新高紀錄。



知名歌手韋禮安3年前開始以ETF來儲蓄退休基金，今年3月股災中更逢低大幅加碼。（圖／中央社）

美中關係緊張

金融業進軍中國恐被迫「選邊站」



中國逐漸開放國內金融市場，外資銀行多摩拳擦掌，企圖在龐大的市場中分一杯羹，但是隨著美中關係惡化，成為想進軍中國的銀行業者一大難題。美國未來可能在與中國經濟脫鉤過程中，推出更多制裁，銀行業必須更謹慎評估。

撰文：Matthew Fulco 傅長壽

中國 2001 年加入 WTO 時，承諾要在 2006 年前消除金融業對外資的大多數壁壘，事後看來這目標相當不切實際。北京把金融業視為戰略產業，不會允許外資像其他產業那樣伸手進來支配。

十多年之後，安侯建業 (KPMG) 的資料顯示，在美中貿易戰前夕的 2018 年，外商銀行在中國的市占率不到 2%，比 2007 年的 2.4% 還低。

PayPal、美國運通等獲准進入中國

如果貿易戰的初衷是直接撬開中國市場，那麼它在金融業已經取得了一些戰果。對美的緊張貿易關係已衝擊到中國經濟，並使經商環境充滿變數；為此，中國領導人加快了長期停滯的金融改革。中國總理李克強 2019 年 7 月表示，將比原定計畫提早一年，在 2020 年撤銷中國金融業的外資持股上限。李克強等人發現，資本滿滿的外國銀行依然想在中國 45 兆美元的市場中分一杯羹，如今亡羊補牢依然為時未晚。

最明顯的改革當屬金融支付，2019 年北京批准了美國電子錢包 PayPal，以及信用卡龍頭美國運通、萬事達卡進入中國，如今美國運通已經開始營業，VISA 則在申請當中。

雖然中國的支付市場目前還是本地人的天下，美商依然認為充滿機會。中國國有的銀聯實質上壟斷了信用卡市場，位於北京的



中國加快金融改革步伐，2019年批准美國電子錢包PayPal，以及信用卡龍頭美國運通、萬事達卡進入中國。（圖／達志影像）

財政赤字不是終極因素

美國的韌性支撐全球儲備地位



美元已經走弱，但是一時三刻，還沒有看到任何替代品。而美國的國際地位也應該還會持續一陣子，但其結構性弱點已在疫情中擴大，如基礎建設與政府採購項目，以及高等教育、醫療保險等成本病問題均急需解決，或許能繼續穩固其世界龍頭的競爭力。

撰文：David Stinson 孫維德

美國政府對武漢肺炎的處理不當、無窮無盡地期待量化寬鬆，以及與中國關係漸趨緊張，都讓人開始擔心美國的儲備貨幣地位能持續多久。

超級富豪投資人雷·達里歐 (Ray Dalio) 在網路上發表了一系列關於儲備貨幣版圖變化的文章，引起廣泛分享。他在文章中指出，平均來說，儲備貨幣地位的高峰，會比其他衡量財富與權力的指標晚 75 年出現。儲備貨幣地

位開始滑落時，該國的創新、競爭力、軍事實力等因素早已遠遠低於當初支撐該貨幣崛起時的水準。

此外同一份分析也指出，「中國在許多方面都已經成為美國的競爭對手，而且成長比美國快。如果繼續這樣下去，它將在爭奪儲備地位的大部分重要因素上勝過美國，或至少成為美國的勁敵。」

這些文章發表之際，美元指數從 4 月份以來已下跌 7%，金價飆至每盎司 2,000 美元以上。萬一發生通膨，債務將連帶增加，讓局勢更加惡化；但由於經濟應該會持續低迷很久，這不太可能發生。雖然美國的領先地位應該還會持續好一陣子，但其結構性弱點已在疫情中擴大，也許目前的地緣政治動盪有一部分就是這種權力真空造成的。

美國「基本面」百病叢生

惠譽 (Fitch) 在 7 月底把美債的評等調降至負向，雖然這是疫情導致，但也指出「早在武漢肺炎引發巨大經濟衝擊之前，就已經可



美元衰落論一直以來面對的核心問題，都是找不到可行的替代品。歐元雖在市場地位穩居第二，但現在也無法動搖美元的領頭位置。
(圖/達志影像)

金管會主委黃天牧：賦予法遵老議題、新意義 落實企業社會責任、 遵循永續金融

金管會、法務部和金融總會於8月21日舉辦「2020全國金融業企業誠信及法令遵循研討會」，邀請專家學者、機關代表與金融業高階經理人面對面溝通，期能透過產官學對相關法令制度與實務面之共同探討與交流，建立反貪腐夥伴關係。

採訪、撰文：張舒婷

隨著時代變遷，金融業的經營型態也持續轉變，力求產品與服務的推陳出新，但無論如何改變，金融業的基石是「信任」這一點始終不變。金融業的經營尤其重視「誠信」，如何建立良好的法令遵循制度與企業文化，一直都是業界的重要議題。

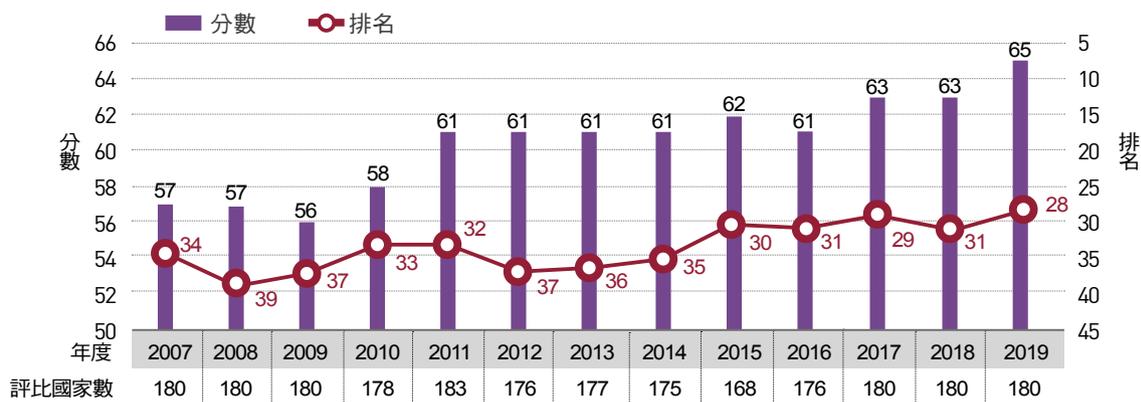
廉政建設獲國際肯定

所謂「草上之風，必偃」，業界的誠信度

和法遵表現，與主管機關的管理手段、執行的透徹度往往有密切關係。近年來，台灣推動的廉政建設獲得國際間的肯定。國際透明組織今年1月公布2019年清廉印象指數，台灣在全球180個國家中排名第28〔圖1〕，共拿下65分，比起2018年進步2分；在亞洲部分，台灣排名第4，位居新加坡、日本及香港之後〔圖2〕。

不過，對於法令遵循與誠信原則，產、官界都應當秉持「沒有最好，只有更好」的態度。

圖1 台灣於全球之「清廉印象指數」歷屆排名與分數



圖表來源：台灣透明組織

台英金融科技創新交流 激盪出創新應用與合作模式

金融科技不斷改變市場投資環境，台灣身為全球金融創新聯盟之一員，不僅積極打造金融新面貌，也期盼經由與國際頂尖科技新創公司交流，獲得最新金融科技發展資訊，促使台灣金融業深化競爭力、順利轉型升級。

撰文：方幸意

金融科技發展一日千里，於金融創新領先群倫的英國，自2016年於全球首推監理沙盒機制與積極打造最佳市場投資環境，奠定該國金融科技產業發展之重要根基，而去年該國金融行為監管局(FCA)甫成立全球金融創新聯盟(Global Financial Innovation Network, GFIN)，即以全球版沙盒概念，深化與各國金融科技創新與監理合作，台灣亦是該聯盟成員之一，可望促進台英金融科技創新交流。台灣金融研訓院芬恩特創新聚落於8月20日與英國在台辦事處合作舉辦的金融科技交流會，邀請到5家金融科技新創公司透過線上，就資料分析管理、雲端系統服務、貿易融資投資、資產市場風險分析及基金網絡等領域分享金融創新實務。

掌握資料系統生態變化， 打造新金融服務

首先是資訊管理領域位居翹楚的Solidatus，該公司亞太區總監John Berven介紹資料譜系(Data lineage)概念，即資料於組織內流通之軌跡與對應之花費時間。後設資訊(Metadata)的基本格式之一為格式化訊息，而銀行核心業務中

的每條數據都應具有針對5W的後設資料，包含誰(Who)、何時(When)、何地(Where)、為什麼(Why)，以及對應的責任歸屬。Berven舉例說明一家銀行將其內部利率資料自4位數轉換為7位數格式，此改變影響到其資料轉移至另一個舊系統，這類問題於系統開發過程中經常發生，對於大型金融機構而言，有效掌握資料生態系統變化，視覺化是重要策略，而資料譜系為連結資料視覺化之重要基礎。

因此，如何讓組織有效追蹤管理每一條資料之端到端流程，對於組織之資料保護與法遵要求至關重要，Solidatus提出資料譜系簡化之解決方案，以協助組織能夠快速且便利地收集資料，並可視化端到端之流程，除了使組織內資訊流更加透明外，也可同時提供資訊流內之有關洞察資訊。面對各國監理機構對資訊治理日益關注，特別是關於銀行資本與個人身份資訊(PII)等議題，Berven強調後設資料管理為組織資訊治理之關鍵，透過資訊來源和目的之掌握，進而促進銀行決策品質與商業智能之提升。

另一方面，以原生雲端系統提供服務的Thought Machine，亞太區董事總經理Nick Wilde介紹其提供的價值為幫助銀行跳脫傳統

一探Fin & Tech Talks分享會

淘洗金融連結科技新可能

金融科技浪潮下，金融機構面臨數位轉型需求，芬恩特創新聚落在金融科技需求下，以生態促進者的角色，微觀金融機構需求，進一步量身打造解決方案，並為接軌科技應用與創新製造絕佳的碰撞交流平台。

採訪、撰文：莊婉婷

隨著行動支付的進化、區塊鏈與AI人工智慧等科技的興起，加上市場需求與客戶期望的強烈變化，金融科技的浪潮正迎面席捲而來。各家金融機構正在積極進行數位轉型，期許能在這波金融科技浪潮中站上浪頭。然而知易行難，金融科技之於傳統金融亦敵亦友的關係，如何在現有法規與市場面尚未普及的桎梏下，維持競爭並進而突破現有的困境，擁抱科技並完成數位轉型，仍是各家金融機構刻不容緩的問題。

2019年年底的台北金融科技展參展機構超越240家、參觀人次約48,000人，可以想見台灣的金融科技發展已在如火如荼進行中，

除了藉由FinTech展期期間的交流，更需要延續金融業與其他產業間不斷地碰撞，才能有新的突破點與成果。從國際間的趨勢交流，到國內新創落地，金融服務業在不同面向的金融科技再進化，乃至從企業文化、風險管理、管理層面、客戶體驗等，由內而外的點、線、面串聯，讓金融科技不再陌生，逐漸走入大眾的視野，從職場到生活領域各層面尋找場景金融的實際應用。同時將金融科技亦作為金融業經營的助力，藉由AI科技的輔助簡化經營流程、生物辨識應用於新興支付與安全控管、以橫向及直向的方式開展金融科技的應用，在在都是將金融科技融合與創新後所展現的成果。

碰撞+交流為首要目標

台灣金融研訓院所成立的芬恩特創新聚落，是以提供一個良性的金融科技「碰撞、交流」平台為首要目標，以金融需求為出發，連結科技的創新應用，已辦理20多場的「Fin & Tech金融科技碰撞沙龍交流會」，從電信資料碰撞企業信用模型、醫療數據碰撞個人保險服務、區塊鏈建構個人數位履歷碰撞金融KYC、防疫的口罩之亂碰撞異業合作的跨平台商機以及遊戲與客



台灣金融研訓院成立芬恩特創新聚落，提供良性的金融科技「碰撞、交流」平台，期盼提升金融人才國際視野。（圖／台灣金融研訓院）

電子支付重大突破！ 建立跨機構平台金流互通

行政院會7月30日拍板通過金管會擬具「電子支付管理條例」修正草案，把電子支付、電子票證二元化管理統合為一，函請立院審議。透過擴大電子支付機構業務範圍，開放跨機構互通金流服務，為台灣電子支付營造良好環境。

撰文：蘇偉華

非現金支付是全球共同的目標，我國政府希望行動支付普及率在2025年可以達到9成，其中金管會更早在2015年即已訂定目標，期許2020年非現金支付比率要達到52%；其實所謂的非現金支付，範圍包含信用卡、行動支付、第三方支付、電子支付以及電子票證，台灣法定名稱為「電子化支付」，在日本則稱為「現金零支付」。

目前我國非現金支付占比雖然成長速度緩慢，但仍逐年以3%至5%的速度緩升中，終於在去年底突破40%，眼見就要達成非現金社

會的理想，希望非現金支付可以達到52%的目標，卻沒想到在今年第一季受到武漢肺炎疫情的嚴重影響後出現反轉，下降到38.9%；金管會表示，今年第一季非現金支付占比出現下滑，確實是因為年初疫情衝擊，導致實體商店消費減少，雖然一般國內民生消費支出沒有下降太多，但因各國防疫嚴峻，使民眾幾乎無法出國，連帶刷卡支付旅遊團費及國外消費刷卡量幾乎呈現停滯，更別說非現金支付成長在疫情期間有重大突破〔如圖1〕。

經濟活動復甦 電子支付表現亮眼

但到今年6月底止，隨著疫情得到控制，民眾消費及相關經濟活動也漸漸復甦，電子支付有不錯的表現；根據金管會統計5家專營電子支付機構及23家兼營電子支付機構，包括電子票證機構、銀行及中華郵政，使用者人數最多的是街口支付，有268萬多人，一卡通排名第二有244萬多人，其次是玉山銀行兼營的電支，使用者人數118萬人。總體使用者人數上升至903萬人，首次突破900萬人，比上月增加4.39%，比去年同期大增67.22%〔如圖2〕。



資料來源：綜合整理

邁向 40，持續培養高質量國際金融人才

侯金英打造金融研訓院 奠定金融育才搖籃

台灣金融研訓院前董事長侯金英努力帶領研訓院與國際接軌，在她堅持下，打造出台灣第一間具國際級水準的金融訓練與測驗中心。她的眼光長遠，認為培養質量俱佳的國際金融人才至為關鍵。

採訪、撰文：張嘉伶

台灣金融研訓院今年邁向 40 周年，位於捷運古亭站附近的研訓院大樓落成以來，肩負著幾十萬台灣金融人才的培訓重擔，而這背後的推手，就不能不提到當時的台灣金融研訓院董事長也是現任遠東銀行董事長侯金英，因為她的理念與堅持，為台灣打造出第一間具備國際級水準的金融訓練與測驗中心。

財經大腕都得尊稱她「老師」

現年已90歲的侯金英，曾在政大銀行系（現金融系）擔任系主任，教學時間長達30多年，作育英才無數，撐起台灣金融界半邊天。放眼台灣財經部會裡，中央銀行總裁楊金龍、金管會主委黃天牧、銀行公會理事長與臺灣銀行董事長呂桔誠、前行政院長林全等都得叫她一聲老師。

前總統李登輝擔任省主席時，曾邀請侯金英離開學校後去當公賣局局長，她堅持不肯去，沒想到之後，政府決定要將原來的「金融財務研究訓練中心」與「金融人員研究

訓練中心」合併後，正式成立「台灣金融研訓院」，侯金英才答應接下金融研訓院董事長之位，因為這是她心中懸著先生梁國樹未完成的遺願——要培訓台灣金融人才。對於台灣金融育才，她仍懷抱著相當大的理想。

親自畫設計圖、挑建材

1995年，侯金英任台灣金融研訓院董事長，合併基層金融研訓中心，金融研訓院



侯金英親自規劃金融研訓院大樓，期盼成為培訓台灣國際化金融人才的重要基地。（圖／台灣金融研訓院）

全球大撒幣時代 景氣下滑，房價卻直直漲！

台灣房市要回歸正常不容易，住房政策只有在選舉時才被拿出來關注，選後就又被放下。長期來看，空屋稅、囤房稅等房屋相關稅收勢在必行，唯有民眾持續監督政府，敦促制定並推行政策，才能早日實現居住正義。

撰文：麻辣咩

隨著疫情持續發酵，台股反而站上 30 年高點，不僅突破歷史高點 12,682.41 點，最高更觸及 13,031.7 點(2020 年 7 月 28 日)。美股則由科技股領漲，道瓊最高達 29,568.57 點(2 月 12 日)。可是，很多小老百姓卻抱怨，為什麼股市可以和景氣脫鉤？其實都是貨幣寬鬆惹的禍。如果有在關心投資市場，會發現 2018 年底，只是因為預期美國升息步伐加快，企業財測轉趨保守，就大幅下跌一波。

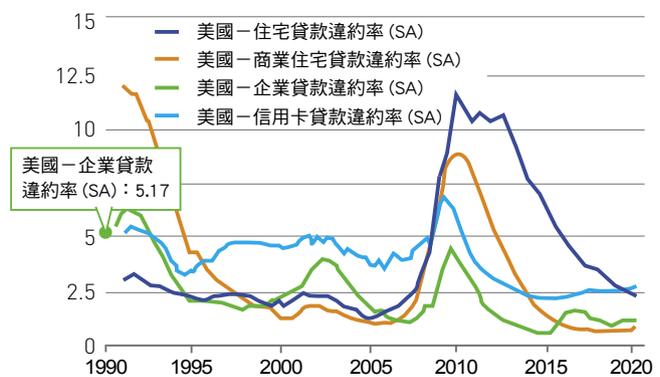
美國的利率政策一向是全球央行風向球，這次疫情肆虐，聯準會還沒開會就閃電降息 2 次，共 6 碼(1.5%)，又加碼無上限 QE，促使各國央行跟進，許多國家(南韓、巴西、印度、紐澳、俄羅斯等)的利率相繼來到歷史低點。熱錢在全球亂竄，還是要找投資標的。

一開始，大部分人對疫情及景氣看法非常悲觀，畢竟這樣的大流行病，是多數人有生以來都沒遇過的。詢問一些交易員或投資老手，也是保守看待。但瑞銀近期發布的研究顯示，超級富豪在 3 月投資大賺，甚至借錢來布局。反觀小散戶可能低點殺出，或是沒有資產增值，財富重分配卻是流向超級富豪。但這些超

級富豪最近已在下車，後市波動在所難免，也很有可能往房市移動。

景氣差大印鈔，中產階級成輸家

再來看房市。根據美國 2008 年統計，金融海嘯造成很多人失去工作，加上次級房貸，許多本來就買不起房的人買了房子，也在當時失去房子，2009 年後房價飆漲，更買不起。



來源 <https://www.macromicro.me/charts/168/us-delinquency-rate>

此圖表可看到住宅貸款違約率，在 2009 年達到最高，目前因為政府緊急紓困，暫時還沒有飆高，但隨著美國疫情肆虐和封鎖延長，有機會重升。