

專題二

直接金融與間接金融之衡量與政策涵義¹

一、直接金融與間接金融簡介

非金融部門（家庭及非營利團體、公民營企業、政府）在金融體系中的融資方式有二：

- （一）直接金融：以市場為基礎（market-based），係非金融部門在金融市場發行有價證券募集資金，亦即金融市場所促成的資金融通。
- （二）間接金融：以中介為基礎（intermediary-based），係非金融部門向金融機構融通，即透過金融中介所促成的資金融通。

各國的金融結構屬直接金融型體制或間接金融型體制²，端視其產業組成、法律制度、公司規模與經濟發展程度。此外，一經濟體的金融結構可能逐漸演變，如從最初偏重銀行傳統存放業務的間接金融，隨經濟金融發展，而加大以股、債為主的直接金融規模。

二、直接金融、間接金融的衡量

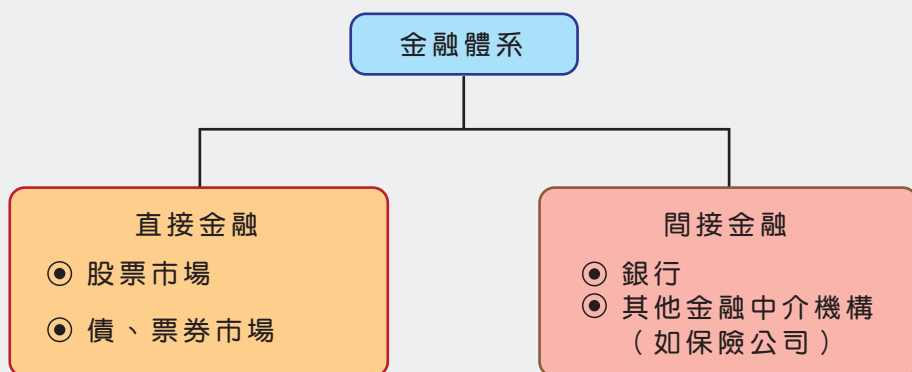
- （一）國際間的統計方法不一，主要國際組織亦未發布此官方資訊

直接金融、間接金融統計涉及之金融工具廣泛，金融機構龐雜，各國體制未盡相同，在統計的衡量方法上未盡一致，不易進行跨國比較，主要國際組織亦未發布此官方資訊。

各界對直接金融與間接金融的統計，常見差異項目包括：

1. 金融機構投資之歸屬：其一，以金融中介機構角度，強調金融機構扮演資金中介角色的重要性，著眼於資金係透過金融中介機構融通者，因此將金融機構放款及投資歸為間接金融。其二，以金融工具角度，強調資本市場募資的規模及功能，著眼於企業的籌資方式係直接在金融市場發行有價證券募集資金；此時，金融機

非金融部門在金融體系的籌資方式



¹ 主要取材自中央銀行（2020），「直接金融與間接金融的衡量、跨國比較及政策涵義」，央行理監事會後記者會參考資料，12月17日。

² 一經濟體若非金融部門透過金融市場籌資的比重較高，則屬直接金融型體制；反之，若透過金融市場籌資的比重較高，則屬間接金融型體制。

金融機構投資歸屬



構為眾多市場參與者之一，金融機構投資仍屬直接金融。

2. 金融機構範疇：依統計者需求，金融機構的涵蓋範圍不同，如本行金融統計之金融機構包含存款貨幣機構、信託投資公司及人壽保險公司，而本行資金流量統計之金融機構範疇，除金融統計之金融機構外，尚包含其他保險公司、退休基金及其他金融機構。
3. 股權範圍：若按企業股票上市櫃與否區分，如本行金融統計僅含上市櫃股票，資金流量統計則涵蓋上市櫃股票及非上市櫃權益。
4. 股票計價基礎：以「面值」為基礎者，係為避免價格扭曲；以「面值+現金增資溢價之合計（即取得成本）」為基礎者，係為反映實體經濟的資金實際供需；以「市值」為基礎者，則係強調資本市場的規模。
5. 資金融通部門：若按資金需求單位區分，本行金融統計為反映經濟部門總資金需求，而包含政府及企業、個人等民間部門；惟有機構強調

資本市場的籌資對象，而僅包括企業及政府，排除個人³；此外，有學者考量政府預算有別於民間部門，亦將政府部門排除⁴。

- (二) 就台灣而言，不同衡量方式所計算出的直接金融、間接金融比重，差異甚大。

三、直接金融、間接金融的政策涵義

- (一) 各國金融結構不同，貨幣政策傳遞機制有別，央行政策措施有所差異

1. 在美國「以市場為基礎」的金融體系下，企業籌資以直接金融為主，肺炎疫情期間，Fed 所採措施多與直接金融相關⁵，其實施資產購買計畫等直接介入市場的救市措施，能發揮較大成效。
2. 在歐元區、日本「以中介為基礎」的金融體系下，企業籌資以間接金融為主，疫情期間，ECB、BoJ 除採取資產購買計畫外，亦偏重銀行放款等與間接金融相關之措施⁶。

³ 許瑋瑤、高珮菁（2020），「力拚拉升直接金融占比 精進台灣資本市場籌資表現」，台灣銀行家第 131 期，11 月。

⁴ Allard, Julien and Rodolphe Blavy（2011），"Market Phoenixes and Banking Ducks Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems," IMF Working Paper, Sep.

⁵ 包括擴大資產購買計畫、商業本票融資機制、定期資產擔保證券貸款機制、初級市場公司融通機制、次級市場公司融通機制、市政債流動性機制等。

⁶ 如 ECB 放寬長期再融通操作條件、實施第三輪定向長期再融通操作及因應流行病緊急長期再融通操作；BoJ 則採企業金融支援特別操作、中小企業資金支援措施等。

直接金融、間接金融不同衡量方式之比較

資料來源	台 灣					
	本行金融統計 ¹		證交所 ²		本行資金流量統計 ³	
	金融機構之投資納入間接金融	金融機構之投資納入直接金融	金融機構之投資納入間接金融	金融機構之投資納入直接金融	金融機構之投資納入間接金融	金融機構之投資納入直接金融
直接金融 ¹	(不含金融機構投資) 1. 上市櫃股票採 面值加溢價 2. 短期票券 3. 公司債 4. 海外債 5. 政府債券 6. 資產證券化受益證券	(含金融機構投資) 1. 上市櫃股票採 面值加溢價 2. 短期票券 3. 公司債 4. 海外債 5. 政府債券 6. 資產證券化受益證券	(不含金融機構投資) 1. 上市櫃股票採 市值 2. 短期票券 3. 公司債 4. 海外債 5. 政府債券 6. 資產證券化受益證券	(含金融機構投資) 1. 上市櫃股票採 市值 2. 短期票券 3. 公司債 4. 海外債 5. 政府債券 6. 資產證券化受益證券	(不含金融機構投資) 1. 上市櫃股票採 市值 2. 短期票券 3. 公司債 4. 政府債券 5. 非上市櫃權益	(含金融機構投資) 1. 上市櫃股票採 市值 2. 短期票券 3. 公司債 4. 政府債券 5. 非上市櫃權益
間接金融 ²	1. 金融機構對 政府放款 2. 金融機構對 企業放款 3. 金融機構對 個人放款 4. 金融機構 投資	1. 金融機構對 政府放款 2. 金融機構對 企業放款 3. 金融機構對 個人放款	1. 金融機構對 政府放款 2. 金融機構對 企業放款 3. 金融機構 投資	1. 金融機構對 政府放款 2. 金融機構對 企業放款	1. 金融機構對 政府放款 2. 金融機構對 企業放款 3. 金融機構對 個人放款 4. 金融機構 投資	1. 金融機構對 政府放款 2. 金融機構對 企業放款 3. 金融機構對 個人放款
直接金融比重 (2019年)	17.39%	38.00%	55.51%	70.95%	45.92%	65.44%
間接金融比重 (2019年)	82.61%	62.00%	44.49%	29.05%	54.08%	34.56%

註：1. 短期票券包含商業本票及銀行承兌匯票；政府債券包括公債、國庫券及市庫券；海外債包括 GDR 及海外可轉換公司債。非上市櫃權益包括股本+資本公積+保留盈餘+其他權益。

2. 本行資金流量統計之金融機構，除本行金融統計所涵蓋的存款貨幣機構、信託投資公司、人壽保險公司外，尚包括其他保險公司、退休基金及其他金融機構（本行金融統計及證交所則將彼等歸類為企業）。

資料來源：1. 本行經濟研究處金融統計科之金融統計。

2. 許瑋瑤、高珮菁（2020），「力拚拉升直接金融占比 精進台灣資本市場籌資表現」，*台灣銀行家*第 131 期，11 月。其中，除上市櫃股票改採市值外，「短期票券、公司債、海外債、政府債券及資產證券化受益證券餘額」以及「金融機構對政府及企業放款餘額」均採本行公布數。

3. 本行經濟研究處資金流量統計科計算。

3. 台灣中小企業比重極高，受營業規模不大、信評取得不易等限制，不易從金融市場籌資，而偏重間接金融。因此，在疫情期間，本行除調降政策利率外，亦實施中小企業貸款專案融通方案，藉由直接提供融通資金予承作合格貸款之金融機構，透過銀行信用管道的傳遞，減緩中小企業所面臨之衝擊。

(二) 相關研究指出，一國直接金融、間接金融比重的高低，與經濟表現並無必然關係。金融

結構實無法解釋不同國家長期經濟表現的差異，在很大程度上，經濟成長係取決於金融與法律制度的效率性⁷。

(三) 直接金融型體制與間接金融型體制，各有其優勢。BIS 報告指出⁸，一國政策當局不應過度偏重直接金融或間接金融，因此，發展多元融資管道，有助於金融體系順暢運作，進而促進經濟發展與成長。

⁷ Chakraborty, Shankha and Tridip Ray (2006), "Bank-Based Versus Market-Based Financial Systems: A Growth-Theoretic Analysis," *Journal of Monetary Economics*, Volume 53, Issue 2, Mar.; Levine, Ross (2002), "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?" *NBER Working Paper* 9138, Sep.

⁸ Jiang, Guorong, Nancy Tang and Eve Law (2002), "The Costs and Benefits of Developing Debt Markets: Hong Kong's Experience," *BIS Paper*, pp.103-114, Jun.