

參、金融體系之評估

一、金融市場

109年金融業拆款餘額增加，但拆款金額減少；票券發行餘額創歷史新高，主要係商業本票發行增加較多，交易金額亦隨之擴增；債券發行餘額大幅擴增，尤以公司債發行量增幅最大，買賣斷週轉率一度上揚後再度回落；短期利率在本行降息後略走低，長期利率則先降後升。109年初我國股市因疫情一度重挫且波動加劇，其後隨國內經濟強勁復甦等多項有利因素，指數大幅彈升並屢創新高，惟110年5月中起因美國升息預期及國內外疫情升溫而再度動盪加劇；109年新臺幣對美元匯率震盪走升，惟波動幅度相對穩定。

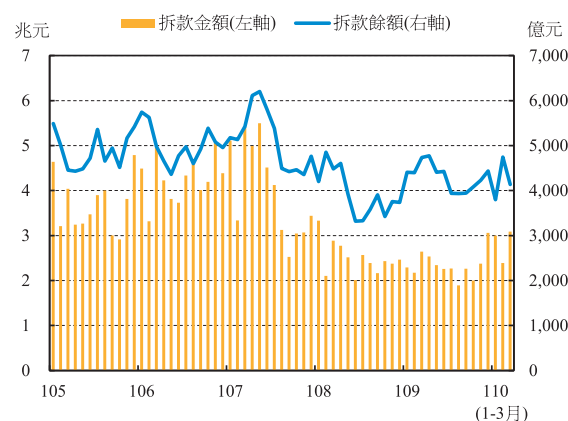
(一) 貨幣及債券市場

1. 金融業拆款餘額增加，惟拆款金額減少

109年國內整體資金充裕，惟各金融機構資金鬆緊不一，部分銀行因應企業貸款需求升溫，增加資金拆入，使金融業日平均拆款餘額較上年增加9.78%至4,309億元；儘管平均拆款餘額擴增，惟因隔夜拆款比重降低，金融機構減少到期續拆頻率⁷⁷，同期間拆款金額續減6.38%。

110年第1季拆款餘額及金額續居低點(圖3-1)。

圖 3-1 金融業拆款市場



註：拆款餘額係指當月之日平均數。
資料來源：本行業務局。

2. 票券發行餘額創歷史新高，次級市場交易金額亦隨之擴增

109年票券初級市場發行餘額大幅擴增3,941億元或16.75%，年底達2.75

⁷⁷ 109年隔夜拆款金額比重由上年之48.75%續降至40.40%。

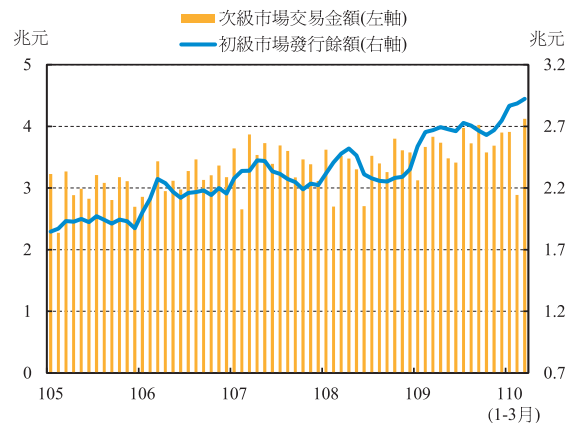
兆元，主要係商業本票利率創新低且發行成本低廉，吸引企業增加發行商業本票籌資，使其發行餘額較上年底大幅增加3,102億元所致，國庫券及銀行可轉讓定期存單亦分別擴增600億元及236億元。110年第1季，票券初級市場發行餘額因商業本票及國庫券發行續增而持續成長(圖3-2)。

109年票券交易規模隨發行餘額成長而擴增，整體次級市場交易金額較上年增加8.97%至44.14兆元，以商業本票占95.21%為主，比重略增。110年第1季票券交易金額與上年同期相較，亦續呈上升走勢(圖3-2)。

3. 債券發行餘額大幅擴增，買賣斷週轉率則上揚至近年高點後再度回落

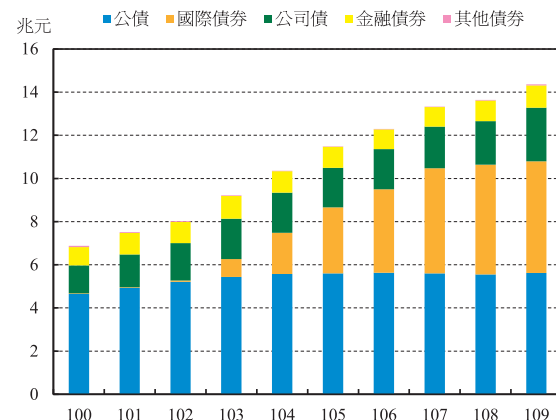
109年受惠於債券市場利率創歷史新低，吸引企業與金融機構增加發債籌措中長期資金，債券發行餘額成長5.32%，年底達14.36兆元，續創歷史新高。主要債券發行餘額均呈擴增，其中公司債發行量增幅最大，發行餘額較上年底大幅增加4,646億元或23%，其次為金融債券擴增912億元或9.60%，以及國際債券增加804億元或1.58%；公債則在政府持續定期適量發行政策下，發行餘額亦較上年底增加735億元或1.32%(圖3-3)。

圖 3-2 票券初級及次級市場



資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

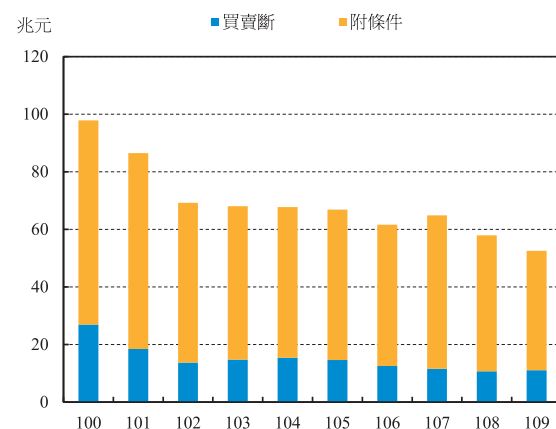
圖 3-3 各類債券發行餘額



註：其他債券包括受益證券及外國債券。

資料來源：金管會證期局。

圖 3-4 債券買賣斷及附條件交易量



資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

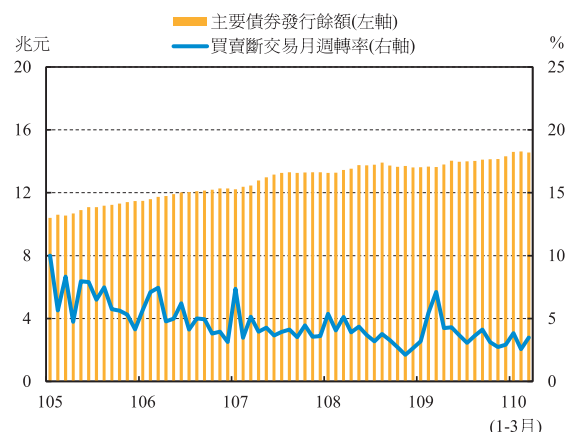
109年債券次級市場交易金額52.50兆元，較上年減少9.30%(圖3-4)，其中附條件交易量較上年縮減12.12%，主要係債券投資策略以持有至到期為主之壽險業持有公債比重上升，以及附條件交易天期拉長⁷⁸，使交易頻率降低所致；買賣斷交易量較上年略增3.16%，其中主要債券買賣斷月平均週轉率亦上升至3.96%，主要係國際債券年初爆發大量贖回潮，壽險業為去化資金積極增加投資公債及回補國際債券部位，帶動買賣斷月週轉率一度於3月間上揚至7.11%之近年高點，其後即再度回落，110年第1季則續處低檔(圖3-5)。

4. 短期利率略為走低，長期利率則先降後升

短期利率方面，109年3月本行調降政策利率及本行定期存單利率後，金融業隔夜拆款利率逐漸走低，5月4日降至近期低點0.072%後持穩於低檔，市場流動性充裕(圖3-6)。

長期利率方面，109年初因肺炎疫情引發債券市場恐慌性拋售，我國10年期指標公債殖利率(以下簡稱臺債殖利率)一度於3月19日彈升至0.67%之近期高點，惟在本行降息後再度回落，且因市場避險情緒升溫，以及金融機構資金去化壓力漸增，臺債殖利率震盪走低，11月26日降至0.24%之歷史新低，12月起隨美債殖利率大幅上揚，臺債殖利率反轉走升(圖3-6)。考量近期美國國會通過1.9兆美

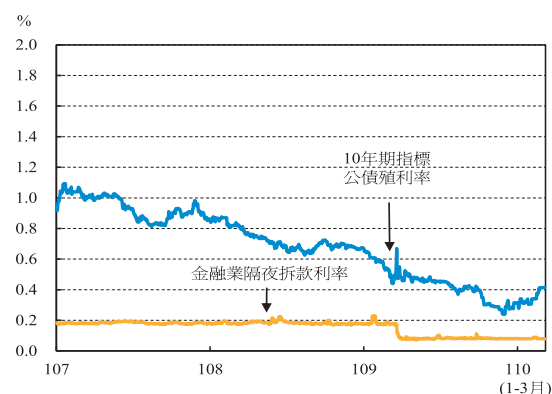
圖 3-5 主要債券發行餘額及買賣斷月週轉率



註：1. 主要債券包括公債、公司債、金融債券及國際債券。
2. 買賣斷交易月週轉率=當月買賣斷成交值/平均發行餘額，其中平均發行餘額=(當月底發行餘額+上月底發行餘額)/2

資料來源：金管會證期局。

圖 3-6 長短期利率走勢



資料來源：Bloomberg。

⁷⁸ 依證券櫃檯買賣中心處所營業金額統計月報表，109年12月新臺幣債券附買回隔夜交易比重由108年12月之15%下降至13%，31-60天比重則由10%上升至16%。

元紓困方案，市場對經濟前景轉趨樂觀下，通膨預期升溫，恐持續推升美債殖利率，並帶動臺債殖利率進一步走升，債券投資之利率風險恐上升，值得關注。

(二) 股票市場

1. 國內股價屢創歷史新高

109年初全球金融市場受疫情衝擊，市場恐慌情緒飆升，國際股市重挫，我國上市股價指數亦由年初12,000多點遽跌至3月19日收在全年最低8,681點。嗣後隨各國大幅實施貨幣寬鬆政策及財政紓困措施，加以國內經濟強勁復甦，上市指數大幅反彈，年底收在14,733點(圖3-7)，全年漲幅22.80%。在經濟面及資金面支撐下，109年我國上市股市漲幅領先美國、日本等國際主要股市，僅低於南韓(圖3-8)。同年底我國上市公司整體股票總市值相對GDP比率為227%。

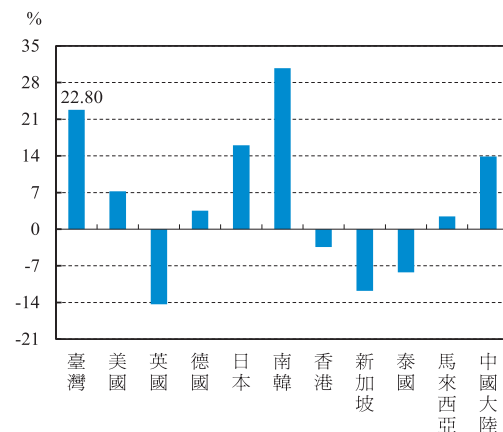
110年初美國通過經濟紓困計畫，以及我國經濟數據表現優於預期，激勵臺股指數逐步走高，4月27日升抵17,596點之歷史高點，1-4月漲幅達19.24%(圖3-7)，但5月中起隨美國升息預期及國內外疫情變化，上市股價指數重挫近2,000點，其後逐漸回穩。上櫃股價指數走勢與上市股價指數相近，109年底收在184點，全年漲幅23.26%，110年4月底收在215點(圖3-7)。

圖 3-7 發行情加權股價指數



資料來源：臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心。

圖 3-8 國際主要股市漲跌幅比較



註：1. 本圖為109年股價指數漲跌百分比。

2. 臺灣為上市股票指數，美國為紐約道瓊指數，英國為FTSE-100指數，德國為DAX指數，日本為Nikkei 225指數，南韓為KOSPI指數，香港為恒生指數，新加坡為海峽時報指數，泰國為SET指數，馬來西亞為吉隆坡綜合股價指數，中國大陸為上海證券綜合指數。

資料來源：臺灣證券交易所。

2. 股價波動幅度擴大，股市週轉率大幅提高

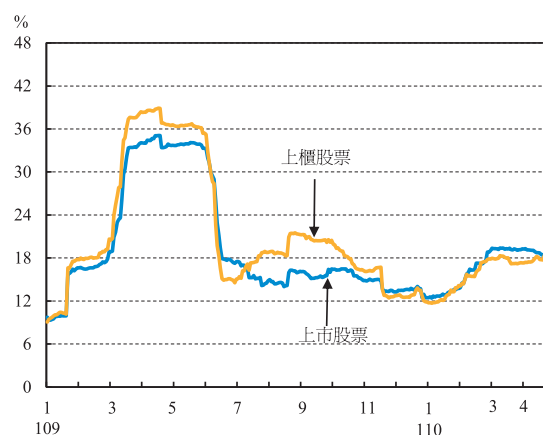
109年3月市場恐慌情緒蔓延，台股波動率大幅跳高，其後隨各國股市回穩，波動率明顯回降，12月底上市及上櫃股價指數波動率分別為12.55%及11.79%，高於上年底之9.71%及8.91%。110年初通膨預期升溫，美國長天期公債殖利率快速上揚，致全球股市大幅震盪，台股波動幅度亦擴大，4月底上市及上櫃股市波動率分別升至17.91%及17.97% (圖3-9)，且5月中隨市場震盪而上升至20%以上。

隨著股價攀高且交易量能放大，109年上市及上櫃股票全年成交值分別為45.7兆元及12.1兆元，創歷史新高，年週轉率亦分別大幅提高至123.34%及330.63%(圖3-10)，高於多數國際主要股市(圖3-11)，顯示我國股市交易熱絡，流動性佳。

我國股市表現雖有經濟基本面支撐，惟與國際股市連動性高，加上目前股價居高且近期波動幅度擴大，宜密切關注疫情變化及外資動向對股市之可能影響。

此外，近年國內投信所發行境

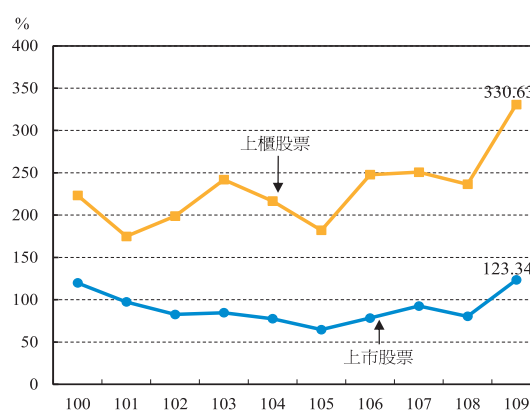
圖 3-9 股價指數波動率



註：波動率係計算60個營業日之日報酬率標準差，再轉換為1年標準差。

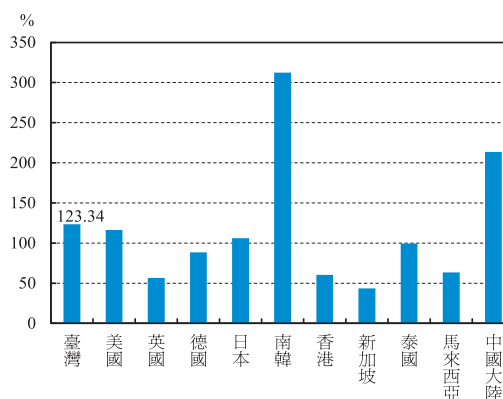
資料來源：臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心，本行金檢處估算。

圖 3-10 股票市場成交值年週轉率



資料來源：臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心。

圖 3-11 國際主要股市年週轉率比較



註：本圖係109年成交值年週轉率資料。

資料來源：臺灣證券交易所。

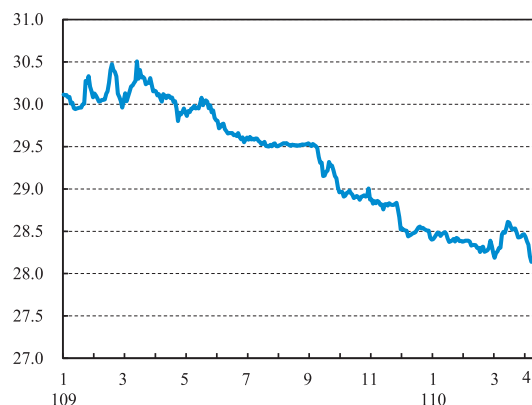
內基金規模持續增加，在疫情衝擊下，109年底境內基金規模仍高達4.5兆元，較去年底成長12.95%，其中以「指數股票型基金」(Exchange Traded Fund, ETF)成長最速，109年底達1.74兆元。ETF原為被動式投資商品，隨國內ETF發行類型多元化，商品複雜性及投資風險上升(如清算下市風險、價格波動風險及追蹤誤差風險等)，特別是其可能引發之系統風險，值得關注(專欄3)。

(三) 外匯市場

1. 新臺幣對美元大致呈升值走勢，外匯交易量略增

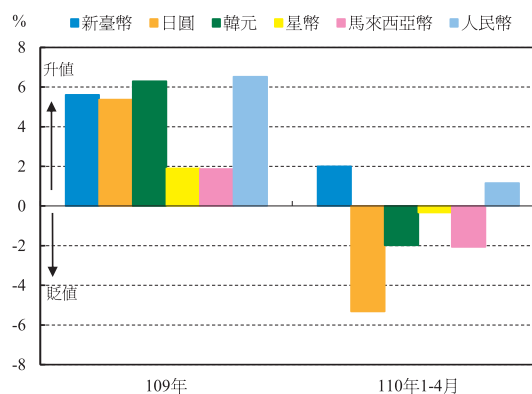
109年第1季受肺炎疫情、各國降息及外資匯出影響，新臺幣對美元匯率震盪走貶，其後因我國疫情控制得宜，出口及經濟表現亮麗，新臺幣對美元逐步走升，年底收在1美元兌新臺幣28.508元，全年升值5.61%。110年3月新臺幣對美元一度轉貶，惟4月間隨美元轉弱引發外資匯入及出口商拋匯，新臺幣對美元匯率走強，4月27日收在27.905，4月底則收在1美元兌新臺幣27.950元(圖3-12)，較109年底升值2.00%。與主要亞洲貨幣比較，109年新臺幣對美

圖 3-12 新臺幣對美元匯率走勢



資料來源：本行外匯局。

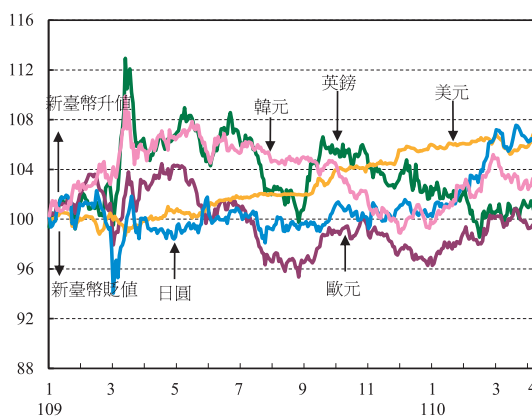
圖 3-13 亞洲主要貨幣對美元之升貶幅度



註：109年為109年底相較108年底之升貶幅度，110年1-4月為110年4月底相較109年底之升貶幅度。

資料來源：本行外匯局。

圖 3-14 新臺幣對國際主要貨幣之升貶趨勢



註：基期108年12月31日=100

資料來源：本行外匯局。

元匯率升幅高於日圓、星幣及馬來西亞幣，但仍低於韓元及人民幣，110年1-4月

相較其他貨幣亦尚屬穩定(圖3-13)。

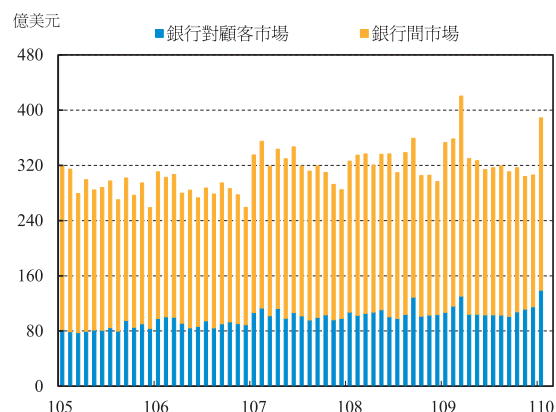
至於新臺幣對其他國際主要貨幣之升貶情形，109年新臺幣對英鎊及日圓分別升值1.61%及0.23%，對歐元及韓元則貶值3.73%及0.65%，110年1-4月新臺幣對日圓、韓元及歐元分別升值7.72%、4.06%及3.52%，對英鎊則貶值0.25%(圖3-14)。

109年臺北外匯市場交易規模略為擴大，日平均交易量為331億美元，較上年之325億美元增加1.85%，主要係銀行間交易量增加較多(圖3-15)。依交易對象區分，109年外匯交易量以銀行間市場占67.07%為主，銀行對顧客市場則占32.93%；依交易類別區分，以換匯交易占49.70%為最多，即期交易占41.21%次之。

2. 新臺幣對美元匯率波動幅度相對穩定

109年全球匯市受疫情影響而大幅震盪，惟新臺幣對美元匯率波動率介於0.49%-5.66%之間，全年平均波動率2.66%，波動幅度低於其他主要貨幣。110年1-4月新臺幣對美元匯率波動率介於1.17%-3.42%之間，新臺幣對美元匯率仍較日圓、歐元、星幣及韓元等貨幣相對穩定(圖3-16)。

圖 3-15 外匯交易量

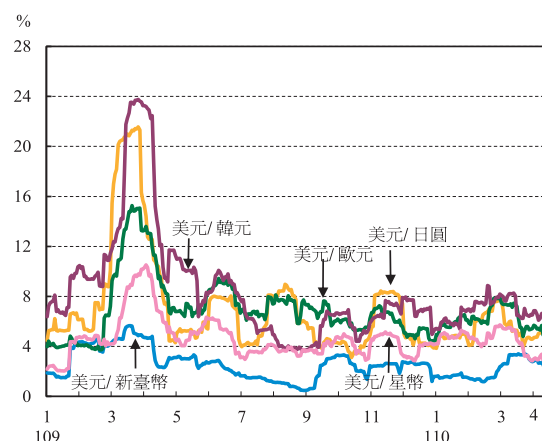


註：1. 本圖係指當月日平均外匯交易量。

2. 外匯交易量最新資料截至110年1月。

資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」。

圖 3-16 新臺幣及其他貨幣對美元匯率波動率



註：波動率係計算20個營業日之日變動率標準差，再轉換為1年標準差。

資料來源：本行外匯局，本行金檢處估算。

專欄3：國內ETF大幅成長對金融市場之影響

指數股票型基金(Exchange Traded Fund, ETF)具有成本低、分散風險、投資組合透明度高及採用被動式管理等特性，近十餘年廣受國內外投資人之青睞，全球ETF規模大幅成長，國內ETF規模、投資人數及交易量亦數倍擴增，惟ETF市場對投資人及整體金融體系仍潛在一些風險，值得關注。

一、ETF商品簡介及全球發展情形

(一) ETF之商品特色

ETF係在交易所買賣之基金，通常屬於被動式管理基金，主要特色包括：(1)操作策略為買進指數成分股複製指數，以追求指數報酬率為目標；(2)投資人持有ETF即間接投資一籃子股票，達到分散投資之目的；(3)相較於主動式基金，ETF無須研究分析且交易相對較不頻繁，故費用較低；(4)訂有實物申購/贖回機制，使ETF市價貼近淨值。

(二) 全球ETF規模快速成長，且商品種類日趨多元化

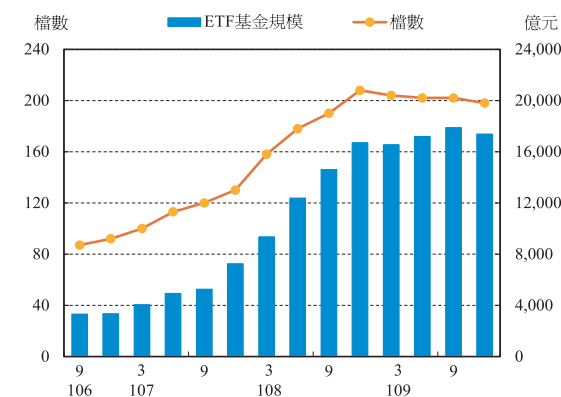
自全球首檔ETF「SPDR S&P 500 ETF」¹於1993年在美國證券交易所掛牌以來，ETF因交易便利及成本低廉，逐漸受投資人歡迎，近十餘年全球ETF規模快速成長，依據研究顧問公司ETFGI統計，2021年3月已達8.33兆美元，較2010年之1.31兆元成長5.35倍。早期ETF主要複製股價指數，其後隨著ETF市場快速成長，其商品種類日趨多元，追蹤標的指數擴及債券、商品、匯率及其他指數(如VIX)，槓桿型、反向型或Smart Beta等複雜型ETF亦陸續出現。

二、國內ETF市場發展情形

(一) 近年ETF規模且交易量均大幅攀升

我國首檔ETF係92年6月掛牌上市之「寶來台灣卓越50證券投資信託基金」，其後在金管會一連串法規鬆綁下，ETF市場逐漸開展，產業型、傘型架構、連結境外指數之ETF陸續推出，103年起槓桿型、反向型、期貨等多種ETF商品亦逐漸開放，加上ETF投資成本低廉及分散投資之優點日益受投資人青睞，基金規模因而大幅增加，109年底達1.74兆元，較100年底1,319億元大

圖A3-1 我國ETF基金規模及檔數



資料來源：投信投顧公會。

幅增加12倍，ETF基金數量亦由106年9月底之87檔驟增至109年底之198檔(圖A3-1)，投資ETF基金受益人數則由106年底之40萬人大增至109年底152萬人，增加3.8倍，成為國內普及性相當高之投資商品。

109年國內上市ETF成交金額2.84兆元，較100年之0.36兆元大幅增加7.9倍，占股市成交量之比重亦由100年之1.3%驟升至5.8%，且109年ETF年週轉率達163.36%，高於上市股票週轉率123.34%，顯見ETF市場交易相當熱絡。

(二) 投資海外標的之ETF蔚為主流

為追求較高投報率，跨國投資海外標的之ETF逐漸蔚為主流，109年底規模達1.38兆元，較100年底之160億元大幅增加85倍，且遠高於投資國內標之ETF規模3,574億元(圖A3-2)。

(三) 債券型ETF因壽險業大幅投資而快速竄升

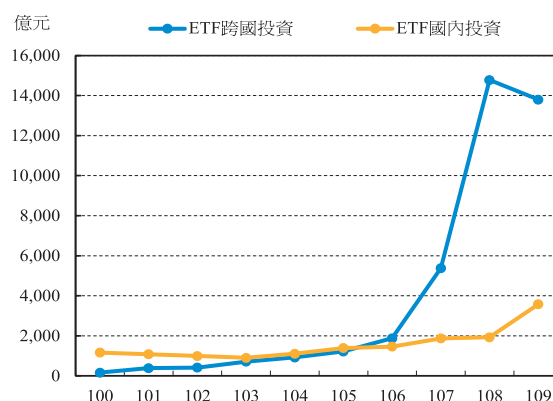
近年來債券型ETF規模快速擴增，108年底最高達1.34兆元，較106年底成長36倍，並大幅超越股票型ETF(圖A3-3)，主要因保險業依保險法規定投資於國內上市櫃之外幣計價股權或債券憑證投資金額不計入國外投資限額，因此壽險業將大額資金投資以新臺幣計價但投資國外之跨國債券型ETF²。自108年10月金管會陸續採取措施控管壽險公司投資跨國型ETF風險³後，109年債券型ETF規模已見縮減，股票型ETF則受股市持續創新高激勵而規模擴增。

三、ETF對投資人及金融體系之潛在風險

(一) 對投資人之潛在風險

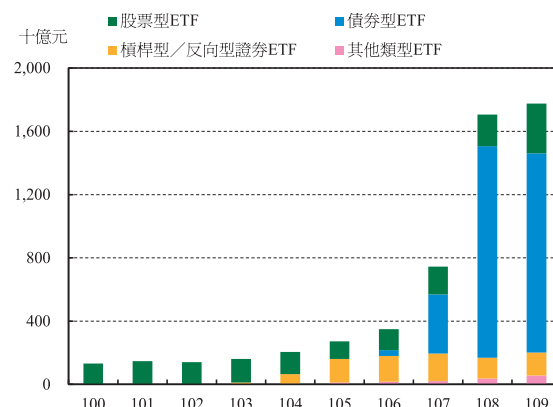
BIS (2020)⁴分析，ETF之市價較淨值更能反應市場資訊，當市場震盪劇烈時，折溢價幅度變化快速，投資人在次級市場買入市價偏離淨值之ETF將承受較高價格波動風險。另ETF雖以追蹤特定指數表現為目標，但可能因多項因素(例如部位調整之交易成本、部分特殊主題式ETF的成分證券較缺乏流動性等)而無法完全複製指數，存在追

圖A3-2 我國ETF投資跨國及國內標的



資料來源：投信投顧公會。

圖A3-3 我國ETF類型



資料來源：金管會證期局。

蹤誤差風險，且ETF商品種類日益複雜，投資人是否充分瞭解商品(尤其複雜型或特殊主題型ETF)背後之潛在風險，亦值得關注。

此外，投資人買賣股權類ETF，相當於買賣一籃子股票，當齊買齊賣一籃子股票之交易模式占整體股市比重偏高時，易導致ETF追蹤之大盤指數所涵蓋個股交易數量與交易價格等行為越來越相近，在市場ETF投資標的趨同下，將提高該等標的價格之連動性，恐降低原本持有多檔股票可達成之風險分散效果。另ETF若經主管機關核准下市，可能使溢價購入之投資人承受基金清算風險。

(二) 對金融體系之潛在風險

1. 股權類ETF的股市影響力大增，且放大資產價格連動性

股權類ETF週轉率高於一般普通股，且交易金額占股市總成交值比重高，尤其市場波動大時，其交易量更大幅攀升，對市場影響力大增。ESRB (2019)⁵指出，ETF導致資產價格之連動程度放大，可能發生許多投資人同時面臨損失之情況，進而引發破產潮及資產同步賣壓，帶來系統性風險問題，不利於金融市場穩定。

2. 短期性大量投資ETF可能引發傳染風險

ESRB (2019)亦指出，ETF之高度流動性且交易熱絡，讓投資人能持有大量且單向之短期ETF部位，一旦投資人反向大額拋售將導致ETF盤勢動盪⁶，並可能透過套利交易而蔓延至指數本身，導致指數震盪加劇及指數背後個股之相關性提高。此外，若某些類型ETF僅有少數機構擔任交易對手，當金融壓力驟增對手無法履行合約時，可能推升交易對手違約風險，致系統性風險升高。

四、結語

ETF原為被動式投資商品，隨國內ETF發行類型多元化，使商品複雜性及潛在風險上升。由於國內部分投資人將ETF視為短期交易工具，除須加強投資人教育外，亦須關注發行商品類型及資訊公開揭露程度，以降低金融消費爭議。此外，近年全球ETF市場規模擴大，監理機關宜持續監控ETF可能引發之系統風險，並及早採取因應措施，以維持金融穩定。

註：1. SPDR S&P 500 ETF係美國道富環球投資顧問(State Street Global Advisors, SSgA)發行，追蹤美國S&P 500股價指數報酬。

2. 107年底壽險公司投資債券型ETF金額僅0.37兆元，108年底成長至1.3兆元，增加2.5倍。

3. 金管會於108年10月規定壽險公司投資以新臺幣計價但投資國外之跨國債券型ETF應納入整體國外資產暴險部位計算匯率風險，風險係數為6.61%，同年12月要求保險業投資之債券型ETF，基金實際持有的債券信評不得低於BBB-。

4. BIS (2020), "The recent distress in corporate bond markets: cues from ETFs," *BIS Bulletin*, April.

5. ESRB (2019), "Can ETFs contribute to systemic risk?" *Reports of the Advisory Scientific Committee*, June.

6. 2015年8月24日美國ETF市場因交易程式問題遭大量暫停交易，疑似加劇美股下挫，美國證管會(SEC)因而啟動一連串調查，也促使更多監理機關關注ETF之發展。