

國內債券型基金風險之研析*

吳登彰、謝人俊、林平 撰**

壹、緒論

一、研究動機及目的

90年初以來國內資金寬鬆，市場利率走低(註1)，債券市場呈現多頭行情，加上租稅優惠(註2)、變現性高(註3)及報酬率優於定存(註4)等優勢，促使國內債券型基金規模迅速成長，由89年底之7,774億元，躍升至93年5月底之2兆4,098億元達到最高峰。

93年6月起因博達科技無法償還到期可轉債，及聯合投信與台育投信旗下基金遭大量贖回，陸續發生流動性危機，加上預期利率可能上揚，導致投資人對國內債券型基金產生疑慮，基金規模迅速下滑，至同年12月底降為1兆8,833億元，計減少5,265億元或21.8%(註5)。

上述事件雖已平息(註6)，惟國內債券型基金規模龐大(94年6月底占整體投信基金規模之74.4%)，其潛藏之風險不可輕忽，尤以近年來在利率低檔時期所投資之結構式

商品，雖依規已不得再行增加(註7)，惟94年6月底餘額仍有約3,600餘億元(占整體投資組合之21.7%)，於利率可能反轉上揚之情況下，其隱含之風險及控管情形，仍值得探討。

本文對國內債券型基金各項風險分析及評估，並提出五點建議供參考。

二、研究方法及架構

(一) 研究方法

本文屬於「描述性」、「探索性」及「比較性」之研究，主要研究方法包括個別資料(如投資內容)之探索、整體資料之彙整、比較及分析，以及對監理機關採用相關因應措施之評析。

(二) 研究架構

本研究全文共分六節分述如下：

壹、說明本文研究動機及目的、研究方法及架構。



* 本文定稿於94年8月。初稿承蒙陳處長上程、徐副處長仁光、林科長華亭、張科長英吉及馬副科長裕豐之審閱及提供修正意見，特致謝忱。本文觀點純屬作者個人意見，與服務單位無關，文中如有任何疏漏或謬誤，一律由作者自行負責。

** 作者為中央銀行金融業務檢查處副科長等。

貳、介紹整體國內債券型基金投資內容及分析其投資風險。

參、探討國內債券型基金投資結構式商品之內容及風險。

肆、主管機關對國內債券型基金各項風

險之因應措施。

伍、探討主管機關積極推動分割債券交易制度之內涵、作業程序及對債券型基金之影響。

陸、結論與建議。

貳、國內債券型基金投資內容及風險分析

一、國內債券型基金投資內容

國內債券型基金在 84 年開放後初期之投資組合大多以公債 RP 及銀行存款為主(註 8)，風險不高，惟在績效考量下陸續增加債券買賣斷之投資比例，其風險亦隨之擴大，如 94 年 6 月底債券買賣斷比例已達 52.2%。其整體投資內容如下：

(一)買斷債券 8,831 億元占 52.2%

1.公債、金融債占 20.22%。

2.無擔保公司債占 19.16%。

3.有擔保公司債占 8.86%。

4.外人在台募集發行占 3.73%。

5.其他占 0.17%

6.可轉換公司債占 0.06%。

其中買斷債券屬連結其他標的之結構式利率債券者約 3,000 餘億元占 17.8%。

(二)買入附條件票債券 5,129 億元占 30.32%。

(三)存款 2,658 億元占 15.71%，其中定期存款占 15.21%，活期存款占 0.5%。又定期存款屬結構式組合者 670 億元占 3.96%。

(四)買入短期票券 279 億元占 1.65%。

(五)其他資金運用 20 億元占 0.12%。

二、國內債券型基金風險分析

國內債券型基金投資組合涉及之風險主要有信用、利率、流動性及系統性風險；另將影響投資人持有意願之投資風險（標準差及 SHARPE 績效評估指標）併述如下：

(一)信用風險(註 9)

國內債券型基金投資組合中，政府公債、金融債券及有擔保公司債發生信用風險之機率低，較值得注意的是無擔保公司債及可轉換公司債。

1.無擔保公司債

94 年 6 月底投資無擔保公司債餘額 3,241 億元，較 93 年 5 月底之 4,338 億元減少 1,097 億元或 25.3%。主要為著名上市、櫃公司（如：台化、台塑、南亞、台積電、聯電、萬海、陽明海運等(註 10)）及公營事業（如：台電、中油）所發行，信用風險不高。

2.可轉換公司債

94 年 6 月底投資可轉換公司債餘額 10 億元，較 93 年 5 月底之 82 億元減少 72 億元或 87.8%，主要亦為上市、櫃公司（如：華航、

台灣大哥大、敬鵬工業、廣輝電子及中華汽車等)所發行，違約機率不高；其餘少部分雖為未上市或上櫃公司所發行，但占各基金投資組合比率不高且金額不大，風險有限。

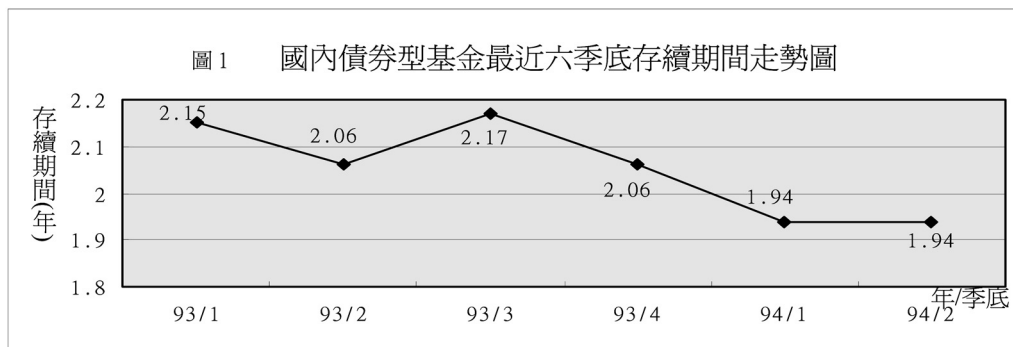
綜上所述，短期內國內債券型基金發生信用風險之機率不高。

(二) 利率風險(註 11)

由於固定利率或反浮動利率之債券價格與市場利率呈反向變動，市場利率下跌時，債券價格會上漲；反之，市場利率揚升，債券價格將下跌，影響投資收益及基金淨值。至於利率變動對整體國內債券型基金投資收

益之影響，端視存續期間長短及利率條件而定，存續期間愈長，受到利率波動之影響愈大；反之，愈小。至於利率條件，當利率上揚，較不利於浮動利率商品，利率下降時，則有利於反浮動利率商品。

1.依投信投顧公會資料(註 12)統計，最近六個季底整體國內債券型基金之投資存續期間，由 93 年第 1 季底之 2.15 年提高至 93 年第 3 季底之 2.17 年，94 年第 2 季底則降為 1.94 年(見圖 1)，在利率走揚趨勢下，與 93 年第 3 季底比較，受利率衝擊之影響相對較小。



2.94 年 6 月底之整體國內債券型基金規模 16,918 億元，當市場利率上升 1bp，以市價評估結果，基金之淨資產價值約減少 3.28 億元(= 16,918 億元 \times 1.94 \times 0.01%)或 0.019%，根據基金目前評估方式，該評估結果並不反映於資產價值上之減損。惟若僅就基金持有之反浮動存款及債券部分(占資產規模之 21.7%)作評估，當 LIBOR 利率上升 1bp，整體平均年報酬率約降低 0.0022 個百

分點(0.01% \times 0.217)，則會反映整體報酬率之下降，依據該數據，若以 94 年上半年平均年報酬率 1.36%推估，當 LIBOR 利率上升 31.8bp，其平均年報酬率將降為 1.29%，與目前一個月定存利率相同。

3.目前國內債券型基金為避險需要，可從事衍生自利率之期貨或選擇權交易，惟避險成本不低，致基金承作該項避險交易並不普遍。目前基金可透過分割債券(詳第五

節)、抵押債券證券化商品(CBO)等方式,將結構式商品反浮動利率部分賣出,應可適度降低利率風險。

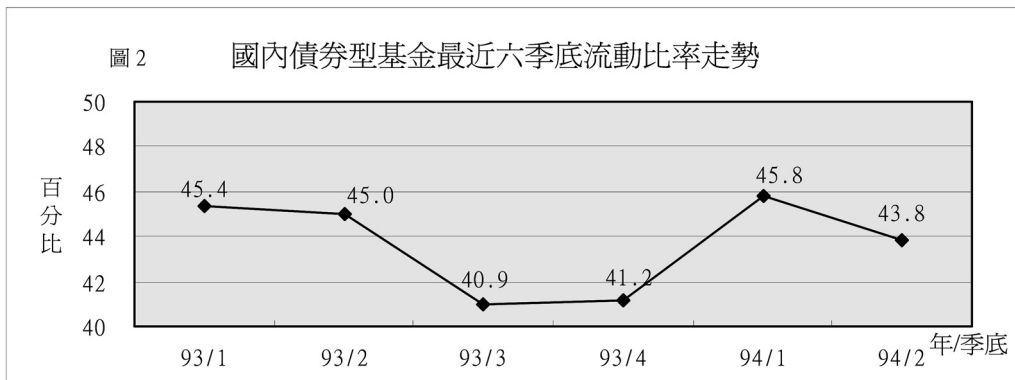
(三) 流動性風險

若個別基金流動比率(註 13)偏低,或投資標的為低流動性債券、結構式商品等(結構式商品內容之探討詳第三節),因市場交易量小、變現不易,當基金有巨額資金需求時,即可能引發流動性危機。

1.93 年 12 月底整體國內債券型基金平均

流動比率 41.2%,較 93 年 5 月底之 45.3%,減少 4.1 個百分點。主要因這段期間國內債券型基金規模減少 5,265 億元,約七成五由流動性較高資產之變現來支應所致。

2.依投信投顧公會資料統計,最近六季底國內債券型基金平均流動比率,由 93 年第 1 季底之 45.4%,持續降至 93 年第 3 季底之 40.9%,計減少 4.5 個百分點,顯示其支應流動需求之能力下降。惟 94 年第 1、2 季底已分別回升至 45.8%及 43.8%。(見圖 2)



3.部分個別基金流動比率遠低於整體平均水平,其發生流動性風險之機率相對較高。

4.例行性贖回及回流情形

(1) 國內債券型基金約有七成資金來自法人戶(註 14),經統計最近五年之六月底及年底國內債券型基金資產規模變化,均較各基準日之上月底減少(詳表 1),其次月底資產規模則多有回升(註 15)(詳表 2),顯示國內債券型基金之法人投資人,在各年六月底及年底多有例行性作帳贖回及次月回流之

情形。

(2) 最近五年例行性贖回幅度以 94 年 6 月底最大,贖回金額 2,038 億元,贖回比率 10.8%。94 年 6 月底整體國內債券型基金投資組合之流動比率達 43.8%,其中高流動性資產(包括公債 RS、票券及活存)即高達 24.4%,應付本(94)年底可能贖回之需求,應無問題,惟本年上市、櫃公司股利政策以現金股利居多,預估發放現金股利金額將高達 5,500 億元,且集中於下半年除息(註 16),

表 1 最近五年國內債券型基金例行性贖回情形

單位：億元、%

日期	本月底規模 (A)	上月底規模 (B)	本月底規模較上月底	
			增減金額 (A-B)	增減比率 (A-B) / B
94年6月	16,918	18,956	-2,038	-10.8
93年12月	18,833	19,240	-407	-2.1
93年6月	22,817	24,097	-1,280	-5.3
92年12月	21,076	22,293	-1,217	-5.5
92年6月	19,569	20,374	-805	-4.0
91年12月	18,470	18,993	-523	-2.8
91年6月	17,333	17,169	164	1.0
90年12月	14,247	14,516	-269	-1.9
90年6月	10,004	9,898	106	1.1
89年12月	7,774	8,095	-321	-4.0

資料來源：投信投顧公會

表 2 最近五年國內債券型基金例行性回流情形

單位：億元、%

日期	本月底規模 (A)	上月底規模 規模 (B)	本月底規模較上月底 增減金額 (A-B)	回流比率
				(A-B) / A
94年7月	17,133	16,918	215	1.27
94年1月	19,783	18,833	950	5.04
93年7月	20,978	22,817	-1,839	-8.06
93年1月	22,602	21,076	1,526	7.24
92年7月	20,611	19,569	1,042	5.32
92年1月	19,374	18,470	904	4.89
91年7月	18,581	17,333	1,248	7.20
91年1月	15,256	14,247	1,009	7.08
90年7月	11,435	10,005	1,430	14.29
90年1月	7,919	7,774	145	1.86
89年7月	8,379	7,765	614	7.91

資料來源：投信投顧公會

上市、櫃公司若以贖回部分債券型基金來支應，將造成基金資金調度壓力。

5.最近五年（90~93年及94年1至6月）整體國內債券型基金平均報酬率分別為4.59%、2.78%、1.99%、1.56%及1.36%，均分別高於同期一個月期定存稅後平均利率（2.67%、1.37%、0.83%、0.81%及0.97%）。若基金報酬率仍相對較高，大幅贖回之機率不大。

6.金管會雖協調金融機構必要時買進國內債券型基金持有之結構式債券，以支應其流動需求；惟因金融機構擬議之買斷價格為每百元面額約85元，處理成本不低，目前該方案僅屬備而不用。該會另推動分割債券及抵押債券證券化商品（CBO）等方式，可以提高結構式債券之流動性。

7.綜上所述，除短期內發生重大金融事件或利率大幅揚升，導致基金調整後平均報酬率低於短期市場利率外，投資人應不致於大量贖回，整體國內債券型基金流動性風險不高，至於流動比率偏低之個別基金宜逐步調高以支應流動需求。

（四）系統性風險(註17)

債券型基金若因部分投資標的之債務人無法履約或利率大幅彈升，經由每日評價，基金淨值大幅下滑，而引起投資人大量贖

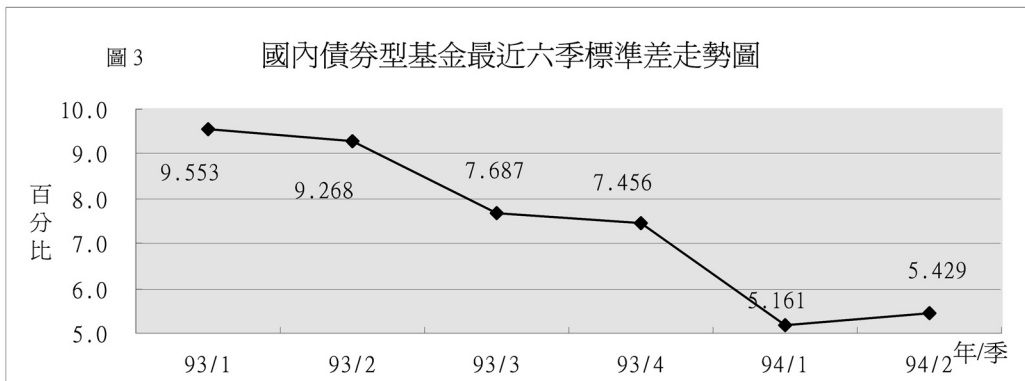
回，為因應贖回被迫賤價拋售持有之有價證券，除承受大額損失外，亦將助長債市之跌勢及影響投資人信心，進而產生骨牌效應，引發系統性危機。

93年年中陸續因博達科技無法償還到期可轉債，及聯合投信與台育投信旗下基金遭大量贖回，引發投資人信心危機，幸金管會及時洽其他投信接手，未進一步引發國內債券型基金連鎖性贖回危機。

上述事件發生後金管會已採取相關措施（詳肆、），以因應國內債券型基金面臨之各項風險，短期內，國內債券型基金發生系統性風險之機率不高。

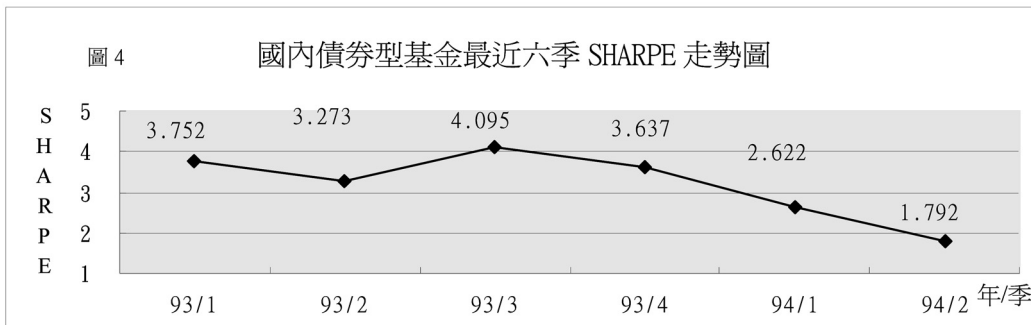
（五）投資風險

1.如以投資人角度觀之，風險係指實際報酬率不等於預期報酬率。當實際報酬率與預期報酬率離散程度大時，表示該項投資的風險很大；反之，離散程度小時，表示該項投資的風險很小。標準差為總風險的衡量方法之一，標準差愈大，表示風險愈大；反之，愈小。依投信投顧公會資料計算，國內債券型基金93年第1季至94年第1季各季標準差(註18)大體呈下降趨勢（見圖3），表示風險下降，94年第2季標準差提高，表示投資風險上升。



2. 衡量投資組合之績效，除考慮風險外，尚須考量報酬率。目前廣泛使用之衡量方法為 SHARPE 指標（報酬變異比率法，Reward-to-variability），公式為： $(\text{投資組合的平均報酬率}-\text{無風險報酬率})/\text{投資組合報酬率的標準差}$ 。比率愈高，表示績效愈好；反之，比

率愈低，績效愈差。依投信投顧公會資料計算，國內債券型基金 93 年第 1 季至第 4 季各季 SHARPE(註 19)，漲跌互見，大體均維持在 3 以上，顯示報酬仍大於所承擔之風險，惟 94 年第 1 季起 SHARPE 開始大幅滑落，顯示投資風險已提高。（見圖 4）



3. 投信公司為了拼績效、爭排名，常有透過公司債「拆券」（註 20）方式予以鎖住，及與證券同業或關連企業進行「作價」，以利其資產評估(註 21)，達到虛增淨值、拉高報酬率之情形，另基金所投資結構式利率商品之市場交易不活絡，其會計處理欠缺公正客觀之市價，致無法充分反映基金真實資產價值及報酬率，均可能影響標準差及 SHARPE

指標之正確性。根據投信投顧公會公布之標準差及 SHARPE 指標分析，短期內，投資人投資國內債券型基金之風險已逐漸提高，若加計上述影響指標正確性之因素，其投資風險又會升高。主管機關未來若修改基金資產價值計算標準，以反應其真實價值，或利率持續走高，引發債券價格大幅下滑，均可能影響債券型基金投資報酬率。

參、結構式商品內容之探討

最近數年結構式商品(註 22)大幅成長，主要因全球金融市場多處於低利率時代，銀行以增加收益為名，競相推出結構式商品招攬客戶存款或投資；國內債券型基金透過銀行及證券商投資結構式利率商品之類型包括：結構式利率存單(簡稱結構式存款)及結構式利率債券(簡稱結構式債券)二類。據金管會

委員李賢源教授表示：「結構型商品是兩面刃，…這一段時間發現，結構型商品投資人蒙受很大損失(註 23)」。本文專節探討結構式存款及債券之差異、基金投資結構式商品之內容，及其主要風險及管理問題如下(各類結構式利率商品交易簡介詳附錄)：

一、投資類型之差異

項 目	結構式存款	結構式債券
基本型態	定期存款	有價證券(如公司債或金融債券)
發行機構	國內銀行	國內企業或銀行
本金保障	視契約而定 ^註	視契約而定 ^註
收益保障	視契約而定 ^註	視契約而定 ^註
流動性	較佳，可辦理質借	次級市場流動性不佳
稅賦	存款利息所得課稅	交易稅率千分之一； 發行機構依所得稅法規定代為扣繳所得稅
最大風險	承作銀行倒閉	發行/保證機構倒閉

註：本金及收益可依契約享有一定程度保障。此外，交易契約若提早結清(Unwind)，投信基金必須承受以當時市價重評價投資標的導致價值減損之風險(註24)。

二、國內債券型基金投資結構式商品之內容

(一)結構式存款(註 25)

94年6月底投資結構式存款餘額670億元，占整體國內債券型基金資產規模之3.96%。其內容包括：

1.條件式存款(反浮動、區間計息、交換

利差) 428 億元。

2.信用連結式存款 (CLD) 214 億元(註 26)。

3.信用連結式投資 (CLI) 28 億元。

(二)結構式債券

多為反浮動債券(以 LIBOR 或國內貨幣

市場商業本票利率為標的)，94年6月底投資結構式債券合計約3,000餘億元占17.8%。

三、結構式商品主要風險及管理問題

(一)主要風險

結構式存款及債券投資依契約設計或條件不同，當市場利率上揚或連結標的公司發生信用違約事件時，投信基金可能損失利息、本金或依約定轉換成連結之標的資產價值減損，其主要風險包括利率(註27)、信用(註28)、流動性、最低收益及中途贖回(註29)等風險，該等風險將對基金之淨資產價值(註30)有潛在不利影響。

(二)管理問題

結構式商品投資管理問題在於其店頭市場特性，交易契約係由承作銀行與基金經理人議定，交易條件相對於一般商品複雜；影響該商品及其所連結之衍生性金融商品價格

或價值之因素亦較複雜，非經精密運算，風險不易衡量，投資人更難窺其實情。

結構式商品視其組合或連結標的資產之不同，其所隱含之風險亦有差異。目前國內債券型基金投資組合中，有以國外利率(如LIBOR)或國內金融債券或公司債為連動標的者(註31)。承作銀行應善盡風險告知義務，並依規(註32)提供基金經理人有關商品可能最大損失及列表量化分析在不同情境下之可能損益。

由於銀行對交易風險與影響市場行情之因素可能難以詳告基金經理人，基金經理人應於交易前充分瞭解結構式商品之性質與交易條件，及相關之財務、會計、稅制及法律等事宜，自行審慎衡量本身財務狀況及風險承受度。

肆、主管機關因應措施

93年年中陸續因博達科技無法償還到期可轉債，及聯合投信與台育投信旗下基金遭大量贖回，引發投資人信心危機，導致國內債券型基金規模大幅降低五千餘億元，上述事件發生後金管會已採取相關措施，以因應國內債券型基金面臨之各項風險如下：

一、為利基金支應買回價金缺口，准許投信公司得以基金資產為擔保，向銀行辦理融資。(93.8.9)

二、協調中華郵政公司買進債券型基金

持有之結構式利率債券，以解決基金可能發生之流動性問題。(93.9.19)

三、債券型基金不得投資可轉換公司債及結構式利率商品(包含結構式利率債券及結構式利率存單)等，不符規定者，不得再行新增。(93.9.21)

四、為避險需要可從事LIBOR衍生性商品交易。(93.11.24)

五、國內債券型基金持有結構式利率商品者，應提列一定比率之特別盈餘公積。

(93.11.24)

六、證券投信事業得向金管會專案申請核准購併其他證券投資信託事業，有效整合經營效益。(93.11.26)

七、開放證券商符合一定條件下，可以自有資金購買其轉投資投信公司經理之債券型基金，以解決國內債券型基金流動性問題。(93.12.3)

八、推動分割債券交易制度，協助國內債券型基金解決結構債券問題，藉由出售結構債進行分割，改善其資產結構及增強流動

性。(94.1.26)

九、核准抵押債券證券化商品(CBO)之發行，以增強結構式債券之流動性(94.7.19)

金管會推動之分割債券交易制度，由德意志銀行於94年2月拔得頭籌，完成台灣第一筆金融債及公司債之分割交易，交易金額為新台幣26億元，近期內又陸續完成數筆交易，分割債券作業流程及分割債券是否可解決結構式債券等問題，將在下一節作深入探討。

伍、分割債券對國內債券型基金之影響

分割債券係指將付息公司債或金融債券之本金及利息，分割為「本金債券」(PO, Principal Only)及「利息債券」(IO, Interest Only)，「本金債券」及「利息債券」可分開交易，「本金債券」持有人可於債券到期時收取本金，「利息債券」持有人則擁有票面利息所有權。若以五年期每年付息一次之債券為例，經分割後即有「本金債券」一券及到期日不同之「利息債券」五券。每一分割債券均可視為零息債券，其報價採貼現方式，在債券到期前並不支付利息，到期時再償還本金，購買分割債券之價格與到期本金之差價，即為持有期間之利息。

一、分割債券作業流程

付息實體債券持有人(例如債券型基金)透過發行人向臺灣證券集中保管公司申

請註銷實體債券並轉換為無實體債券後，將付息債券賣予證券自營商，由證券自營商向證券櫃檯買賣中心申請將付息債券分割為「本金債券」及「利息債券」，證券自營商可保有「利息債券」，另將「本金債券」賣回原付息債券持有人。

二、分割債券對債券型基金之影響

分割債券可否解決債券型基金持有反浮動債券之利率風險及流動性問題，或僅係將潛在虧損遞延，關鍵在於證券自營商對分割債券之報價是否符合市場水準：

(一)依市場價格報價

假設債券型基金持有五年期每年付息一次之反浮動債券面額100元，尚有四年到期，其帳列現值100元偏離市價，若以市價97元(含利息2元、本金95元)賣予證券自營商

作債券分割，須立即認列損失 3 元，基金將面臨淨值下降，資金流出之隱憂，顯非基金經理人所樂見，故一般會搭配賣出另筆可認列利益之債券作債券分割，以彌平應認列之損失。

俟債券分割完成，債券型基金再以市價 95 元買回「本金債券」，到期可收回本金 100 元，其差價 5 元即為持有至到期之利息收入，每年平均收益率為 1.25%。

(二)依雙方協議價格成交

承上例，若債券型基金以高於市價（97 元）之帳列現值 100 元（含利息 2 元、議價本金 98 元）賣予證券自營商作債券分割，在帳列現值與成交價格相同情況下，債券型基金不需認列損失，俟債券分割完成，再以議定價格 98 元買回「本金債券」，對基金而

言，若持有該債券至到期可獲得本金 100 元，惟每年之收益率剩 0.5%。

另因「本金債券」之市價僅 95 元，債券型基金以議定價格 98 元溢價買回，表示有 3 元之隱含損失。「本金債券」雖無利率風險，惟若因支應流動性需要，須在「本金債券」到期前，以市場利率貼現之價格（例如 95 元）賣出，基金仍須認列損失 3 元，進而影響其收益率。

(三)綜上分析，基金透過分割債券，將隱含利率風險之「利息債券」賣出，保留不含息之「本金債券」，可增加市場接受度，並提高其流動性外，惟分割債券價格若偏離市場行情，則在所謂「質量不減」情形下，僅係將潛在虧損予以遞延。

陸、結論與建議

一、結論

(一)短期內，國內債券型基金發生信用風險之機率不高；未來利率雖可能走揚，只要基金平均年報酬率，仍高於稅後定存利率，投資人尚無大幅贖回之虞。

(二)94 年 6 月底國內債券型基金規模已較最高峰（93 年 5 月底）大幅降低 7,180 億元或 29.8%，且其整體投資組合之流動比率達 43.8%，其中高流動性資產（包括公債 RS、票券及活存）即高達 24.4%，應付例行性流動性需求應無問題，惟如因投資人信心引發系統性危機，對可能引起之鎖住效果

（基金資產無法變現）仍值得密切注意。

(三)以投資人角度觀之（標準差及 SHA-RPE 指標），短期內，投資國內債券型基金報酬雖仍大於所承擔之風險，惟其差距縮小，表示風險已逐漸升高，若再加計影響指標正確性之因素，其投資風險將更為提高。主管機關未來若修改基金資產價值計算標準或我國財務會計準則第 34 號公報開始實施，反應其資產真實價值，以及利率持續走高，造成債券價格大幅下跌，均可能影響債券型基金投資報酬率，引發投資人大量贖回風潮(註 33)。

(四)結構式債券利率，大多以反浮動方式

計息，利率上揚較為不利，惟金管會為控制風險，已規定不得再行新增且開放基金可作避險交易，並協調金融機構必要時買進債券型基金持有之結構式債券，應付流動性需求。另金管會推動之分割債券交易制度，可適度增加結構式債券之流動性，惟分割債券若依未符合市場水準之雙方協議價格成交，在所謂「質量不減」情形下，僅係將潛在虧損予以遞延。

二、建議

(一)對於國內債券型基金投資結構式利率商品，有連結國外標的者，主管機關及中央銀行必要時可派員檢查其守法性。

(二)國內債券型基金所投資之結構式利率商品，其會計揭露與風險管理情形，以及分割債券價格之合理性等，主管機關宜密切注意並持續監管。另主管機關可要求銀行定期填報結構式商品之資料，確實掌握其相關資訊，以利監管。

(三)對於流動性低，無成交或成交金額少之債券，宜修訂「證券投資信託基金資產價值之計算標準」，改由公正客觀單位提供合理報價，以利資產評價，真實反映其資產價值，惟可訂定實施緩衝期間，避免對債券基金造成過大衝擊。

(四)依規(註 34)普通公司債發行時，如其發行條件不同而予以拆券者，單一券種發行最小金額由新台幣 2 億元調高為 5 億元，惟以國內債券型基金平均規模 184 億元觀之，投信基金仍極容易透過發行天期(如相差一天)、發行利率(如相差 1bp)等等微差異達到拆券作價之目的，主管機關對於公司債拆券之發行條件，有必要進一步嚴格規範。

(五)預估本(94)年上市、櫃公司發放現金股利金額將高達 5,500 億元，且集中於下半年除息，上市、櫃公司若要求贖回部分國內債券型基金來支應，將造成基金資金調度壓力，基金經理人應預先妥為規劃因應。

附錄 結構式利率商品交易簡介

一、結構式存款

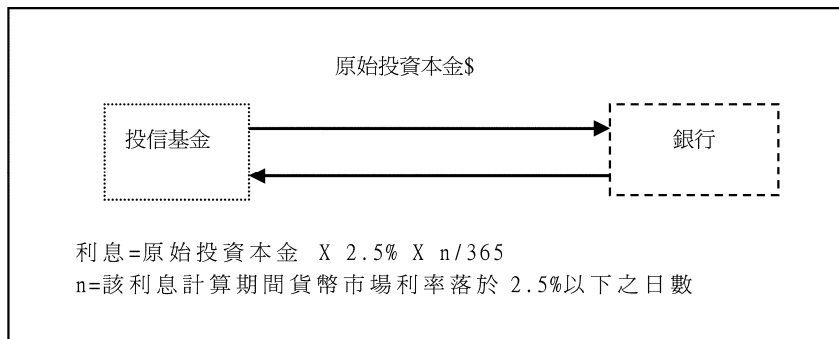
(一)區間計息(Range Accrual)型

1.商品架構:定期存款附加利率衍生性商品契約組合而成。

2.契約條件:銀行每季支付投信基金之利息係以商業本票次級市場利率落於約定利率水準以下或利率區間之日數，方納入計息天數，其約定利率較一般存款利率高。

3.風險承擔:投信基金在利率走勢持續看跌環境中，可獲得一定水準之利息收入。惟當市場利率走升等於或高於約定利率時，即無法獲得利息收入。銀行在此交易中並得約定擁有贖回權，選擇對其有利時點主動決定提前結束交易。

4.圖示如次:



(二)反浮動(Inverse Floater)型

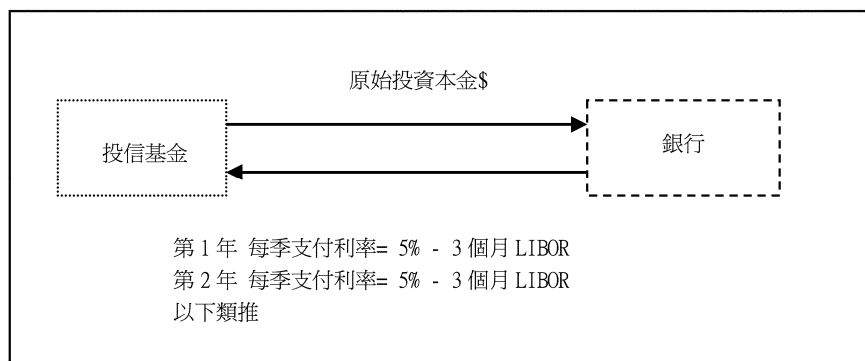
1. 商品架構: 定期存款利率連結國外銀行間拆款利率或國內商業本票次級市場利率之指標組合而成。

2. 契約條件: 銀行於每季利率重訂日, 依據浮動利率指標以約定計息方式計付投信基金利息。計息方式可以下列條件約定, 如以約定利率 (5%) 減 3 個月 LIBOR, 浮動利

率指標係約定利率之減項, 故銀行付息利率隨利率指標下跌而作反方向(向上)調整。

3. 風險承擔: 該契約可使債券型基金於利率指標走低時獲得較高利息收入; 反之, 利率指標走升時利息收入將減少, 甚至無利息收入。

4. 圖示如次:



(三)交換利差(CMS Spread)型

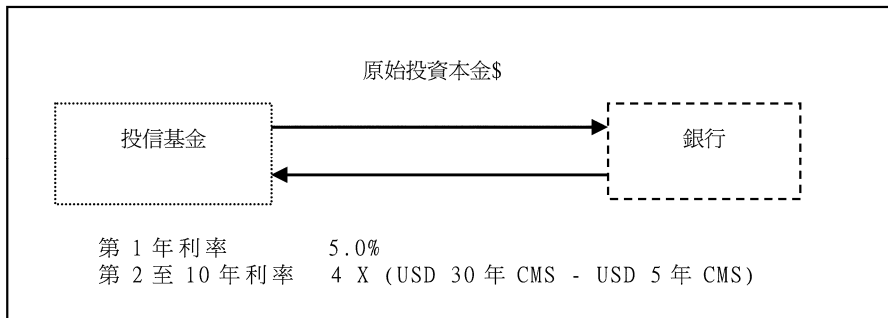
1. 商品架構: 定期存款連結國外利率交換報價指標組合而成。

2. 契約條件: 銀行與投信基金約定, 在一定期間後, 每季支付投信基金之利息係以不同天期利率交換(所謂 CMS; Constant Maturity Swap 固定期限利率交換)之差距作為計息基

準, 再乘上一個議定倍數而得(目前 30 年期與 5 年期利率交換報價之差距約為 129bps)。

3. 風險承擔: 此類型產品的收益率是依據不同期限殖利率曲線的斜率變化決定, 若殖利率曲線變得陡峭, 則配息率高; 反之, 殖利率曲線變得平坦, 則配息率低。

4. 圖示如次:



(四) 信用連結式存款 (Credit-Linked Deposit; CLD)或信用連結式投資 (Credit-Linked Investment; CLI)

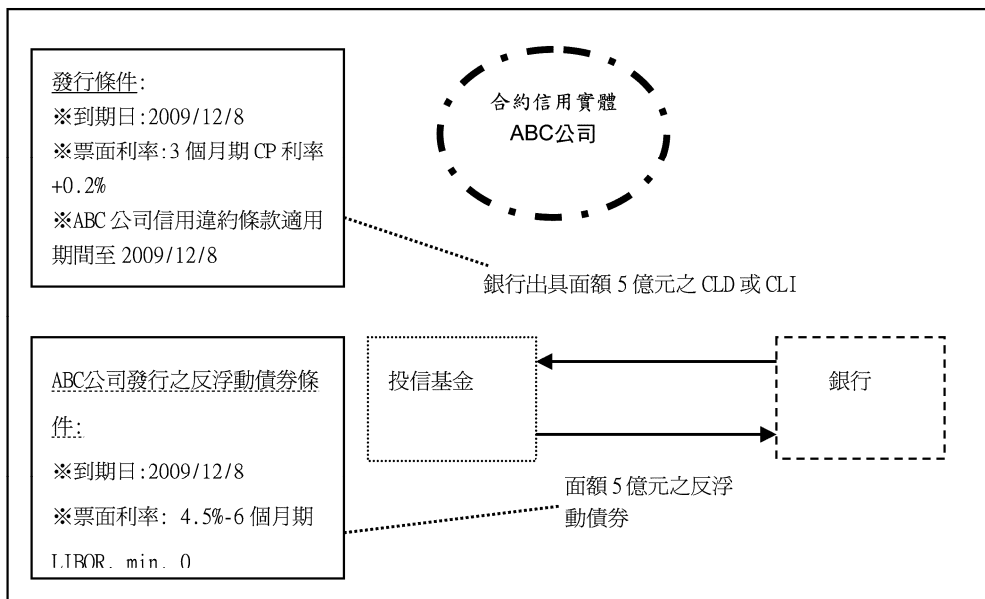
1.商品架構:定期存款附加信用衍生性商品契約組合而成。實務上,投信公司對定存連結金融債者,稱為CLD;連結公司債者,稱為CLI。

2.契約條件:投信公司擔心未來利率上揚,其投資之反浮動債券利息將相對減少,故將該債券售予銀行,同時由銀行出具相同

面額的CLD或CLI確認函,約定收取之利息為按浮動利率指標(如3個月CP利率)加碼。

3.風險承擔:投信公司在此交易中處於信用保護賣方,當反浮動債券發行公司發生信用違約事件時,銀行有權依面額將連結標的債券賣還投信基金,投信公司將承受該筆債券跌價損失及票面利率交換提前結清之風險。

4.圖示如次:



二、結構式債券

主要為反浮動債券：

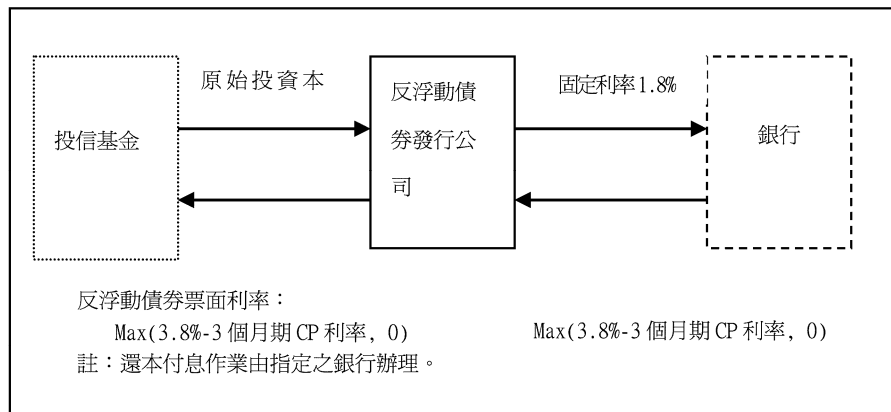
1. 商品架構:發行公司利用低利率環境發行反浮動債券，票面利率連結國內商業本票次級市場或 LIBOR 浮動利率指標。該公司並與其往來銀行訂定「付固定、收浮動利率」之利率交換契約，以鎖住發債成本。

2. 契約條件:投信基金投資之債券以浮動利率指標作為票面利率之減項，發行公司依

據約定計息方式計付投信基金利息。

3. 風險承擔:債券型基金承擔發行公司或銀行的信用風險及市場利率上揚的風險，但受利率上限(如：3.8%)之保護。該契約可使債券型基金於指標利率走低時獲得較高利息收入；反之，指標利率走升時利息收入將減少，甚至無利息收入。

4. 圖示如次:



附 註

(註 1) 89 年至 93 年金融業隔夜拆款加權平均利率分別為 4.73%、3.69%、2.05%、1.10% 及 1.06%，逐年降低。

(註 2) 國內債券型基金之投資收益滾入淨值不配息，故不需課稅。

(註 3) 投資人申請贖回次一營業日即可取得價金。

(註 4) 90 年至 93 年平均報酬率（一個月期定存平均利率）分別為 4.59%（3.56%）、2.78%（1.83%）、1.99%（1.11%）及 1.56%（1.08%）。（資料來源：投信投顧公會基金績效評比-台大教授版及中央銀行）

(註 5) 94 年 3 月底國內債券型基金規模略為回升至 1 兆 9,332 億元，94 年 6 月底又降為 1 兆 6,918 億元。

(註 6) 前述四檔基金經主管機關金管會動用投信管理辦法第 50 條第 3 款「經營顯然不善」緊急條款，接洽富邦投信等接手，暫時減緩投資人贖回壓力。

(註 7) 金管會於 93 年 9 月 21 日規定證券投資信託基金不得新增投資結構式利率商品。

(註 8) 86 年 12 月底公債 RP 及銀行存款等投資比重為 76.94%，債券買斷僅為 23.06%。

(註 9) 信用風險係指債券發行者沒有能力償付利息與本金之風險。

(註 10) 中華信評 93.6.24 將台化、台塑、南亞公司債調升至「twAA-」，93.2.25 台積電維持為「twAAA」、聯電、萬海、陽明海運獲「twA」評等。

- (註 11) 利率風險係指利率上升，投資人可能遭致損失之風險。
- (註 12) 基金績效評估-台大教授版本。
- (註 13) 流動比率=(高流動性+次流動性資產)/總資產
高流動性：公債 RS+票券+活存
次流動性：其他 RS+定存
低流動性：買斷債券+結構式存款
- (註 14) 資料來源：日盛投信。
- (註 15) 國內債券型基金資產規模，除 93 年 7 月底因聯合投信及台育投事件，致與 93 年 6 月底之規模比較並未增加外，其餘例行性作帳過後，基金資產規模多有回升情形。
- (註 16) 資料來源：94.5.30 工商時報。
- (註 17) 系統性風險係指(1)單一基金或投信在市場或交割系統中發生問題，經由金融市場的骨牌效應(domino effect)而使其它基金接二連三發生問題的狀況。(2)投資人產生信心危機，而使市場失去流動性的狀況。
- (註 18) 按投信投顧公會網站「基金績效評比」(台大教授版本)各檔基金之標準差及 SHARPE 指標，依其基金規模大小加權計算。
- (註 19) 同上。
- (註 20) 93.8.9「中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」第 42 條規定普通公司債發行時，如其發行條件不同而予以拆券者，單一券種發行最小金額由新台幣 2 億元調高為 5 億元。
- (註 21)「證券投資信託基金資產價值之計算標準」規定基金持有金融債及公司債之價值計算標準，上市者，以收盤價加上應收利息；上櫃者，以證券商營業處所議價之成交價加權平均值加上應收利息為準，惟成交筆數未達二筆且成交面額未達五千元者，以原帳列金額為準；未上市、上櫃者，以面額加上應收利息並按時攤銷折溢價。
- (註 22) 結構式商品，係指透過債券或存款，連結利率、匯率、信用、選擇權或股價指數等衍生性金融商品，其獲利主要隨著連結標之漲跌而定，一般可分為保本、部分保本或不保本等類型。
- (註 23) 註：94.3.24 經濟日報。
- (註 24) 資料來源：中國信託商業銀行(2004)，「結構式產品介紹」簡報，93 年 12 月 9 日。
- (註 25) 參考投信投顧公會公布存款明細之歸類標準。
- (註 26) 信用連結式存款及信用連結式投資之設計架構、風險管理及市價評估作業完全相同，均為存款結合信用衍生性商品。銀行為避免投資人因「存款」或「投資」用語混淆，通常以結構型商品稱之。實務上，投信公司對存款連結金融債券者，稱為 CLD，連結公司債券者，稱為 CLI。
- (註 27) 目前投信基金所持有之結構式利率商品多為以收固定利率付浮動利率為條件，其商品市場價格重評價之公平價值將受市場利率走勢影響。當利率上揚時，商品之價格或價值下降，並有可能低於原始投資金額；反之，當利率走低時，商品價格或價值上漲，並有可能獲得額外收益。
- (註 28) 債券型基金之投資須承擔發行機構信用風險；其大小視發行機構或保證機構信用評等而定；亦即以信用評等之高低，來評估發行或保證機構履行債券保本付息之能力。
- (註 29) 提前贖回必須以申請贖回當時之市場報價贖回，因此，當市場下跌幅度極大時，客戶選擇提前贖回將產生損失。
- (註 30) 證券投資信託基金資產價值之計算標準由金管會證期局授權投信投顧公會訂定。
- (註 31) 金管會除於 93 年 9 月 21 日規定證券投資信託基金不得新增投資結構式利率商品外，另於 93 年 11 月 24 日訂定「國內債券型基金從事衍生自倫敦銀行間拆款利率之證券相關商品避險交易應行注意事項」，以適度限制基金承受之利率風險。
- (註 32) 中央銀行外匯局 94.1.3 台央外柒字第 0940002564 號函規定。
- (註 33) 今週刊 94.2.21 刊載「反浮動債券成為債券基金未爆彈，…對於金管會而言，反浮動債券像是燙手山芋，既不能不管，又怕一管引發贖回潮，確實考驗當局的智慧」。
- (註 34) 「中華民國證券商業同業公會承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」第 42 條。

參考文獻

1. 李賢源、高儀慧、陳曉珮，「如何活絡我國債券市場」，證券市場發展，2002年1月。
2. 陳華元，「債券型基金風險分析與公司治理」，國立台灣大學財務金融研究所碩士論文，2001年6月。
3. 陳惠玲，「債券型基金信用風險評估」，貨幣觀測與信用評等，2005年3月。
4. 陳慧明，「我國債券型基金之發展與問題剖析」，中央銀行季刊第二十二卷第四期，2000年12月。
5. 張弘昌，「反浮動債券成為債券基金未爆彈」，今週刊，2005.2.21。
6. 簡世炤、殷國堂，「國內債券型基金相關問題探討」，大華債券期刊，1999年12月。
7. 中央銀行網址 <http://www.cbc.gov.tw/>
8. 金管會網址 <http://www.fscey.gov.tw/mp.asp>
9. 投信投顧公會網址 <http://www.sitca.org.tw/>
10. 證券櫃檯買賣中心網址 <http://www.otc.org.tw/>
11. 中國信託商業銀行(2004)，「結構式產品介紹」簡報，2004年12月。
12. 94.3.24 經濟日報。