

# 美國基金產業之發展、影響及其政策涵義—— 兼論對我國共同基金管理之啟示

陳 慧 明

## 摘 要

我國的共同基金產業自 1996 年來蓬勃發展，逐漸發展成為重要的金融中介，其投資組合的變動與資金進出，不但造成證券市場的價格變動，亦嚴重影響傳統銀行的存、放款業務。尤其我國債券型基金因具備若干貨幣市場基金性質，其過度擴張對共同基金市場的發展以及金融體系的穩定，均帶來相當程度的影響。對照於美國的情況，其共同基

金產業自 1924 年起發展迄今已臻成熟，其間在 1980 年後的 20 年內則呈急遽成長，並為金融體系帶來許多問題，例如：金融中介結構變化、商業銀行業務遭重大衝擊、貨幣總計數的成長率大幅下降等，與我國目前遭逢的問題極為類似。因此美國共同基金產業的發展經驗與相關法規，足供我國發展健全及有效率基金市場的借鏡。

## 一、前 言

美國的共同基金產業肇始於 1924 年，迨入 1980 年後蓬勃發展，無論在基金數量、基金種類及資產規模方面均迅速成長。共同基金以低成本及積極管理的利基，吸收散戶資金作整體運用，透過集資所達到的資本規模，在短期票券、債券與股票間從事有效率的投資組合，提供投資人分散風險以及個別投資難以獲致的高流動性。

共同基金的興起對金融市場的影響深遠，其投資組合的變動與資金進出，不但造成證券市場的價格變動，其近 10 年來已成為重要的理財工具，影響銀行的金融中介角

色，亦對傳統的貨幣政策傳遞機制產生影響。

我國的共同基金在 1995 年後迅速增長，惟僅有債券型與股票型二大類。美國的共同基金市場與股市、債市及貨市在規模或交易功能上相稱發展，與之相比，我國的基金市場尚未臻健全。但是，我國的金融體系因共同基金之興盛所面臨的問題，則與美國於 1980-94 年所發生的情況極為類似。因此，瞭解美國基金產業的發展及其影響，可作為我國因應金融服務變革所引發相關問題之參考。

\*\*\*\*\*

\* 本文承施處長燕、葉副處長榮造、施副處長遵驊與匿名審稿人的悉心審閱與斧正，特致謝忱；惟本文的觀點僅代表個人意見，與服務單位無關，如有疏漏或謬誤，概由作者負責。

## 二、1980-2000 年間美國共同基金產業之發展

美國退休金制度之建立促使共同基金市場於 1980 年代起蓬勃發展，退休基金並為共同基金市場的重要機構投資人，引導共同基金成為穩定與長期性的資本市場投資中介；共同基金產業的興盛，有效促進美國資本市場的健全發展。

### (一) 美國基金產業的現況

根據美國投資公司協會 (The Investment Company Institute, 以下簡稱 ICI) 的統計，截至 2001 年底，美國共同基金總計有 8,300 支，資產總值近 7 兆美元 (註 1)，為當年國民生產總額 (GDP) 的 69.2%，貨幣總計數 M2 的 1.3 倍，商業銀行所吸收存款的 1.7 倍 (註 2)。美國 1990 年代長期的經濟榮景促進了基金產業的興盛，穩定的經濟成長與企業獲利、低通膨、科技創新、驚人的股票報酬率以及低利率水準，均有利於包括共同基金在內之證券與其他金融工具投資。此外，確定提撥制退休金計劃的大量成長，個人退

休金帳戶的實施，以及對退休金資產投資報酬率的重視，都助長共同基金在退休金計劃中的地位。

美國的共同基金基本上可分為四大類：股票型、債券型、貨幣市場型、及綜合型 (hybrid funds) (投資組合包括股票、債券與其他證券)。貨幣市場基金為短期性的基金，所投資的證券平均到期日在一年以內，而股票型基金、債券型基金與綜合型基金則屬於長期性的基金。其中，於 2001 年底，股票型基金的資產規模佔基金市場之比重最大，為 49%；其次是貨幣市場基金，市場佔有率為 33%；債券型基金的比重為 13%；剩餘的 5% 為綜合型基金。以支數而言，亦以股票型基金 4,717 支最高，其次為債券型基金 2,091 支，貨幣型基金 1,015 支，綜合型 484 支。ICI 再根據基金之基本投資目的，將這四大基金細分為 33 類 (如表 1)。

表 1 美國共同基金之分類

	基金分類	投資目的
股票型基金	資本增值型 (capital appreciation funds): 1. 積極成長型 (aggressive growth funds) 2. 成長型 (growth funds) 3. 單一產業型 (sector funds)	尋求資本增值，股利分配並非主要投資目的。
	總收益型 (total return funds): 4. 成長收益型 (growth-and-income funds) 5. 收益型 (income-equity funds)	投資目的兼顧股利所得與資本增值。
	國際股票型 (world equity funds): 6. 新興市場型 (emerging market funds) 7. 全球型 (global equity funds): 包括美國股市 8. 國際型 (international equity funds): 不包括美國股市 9. 區域型 (regional equity funds)	以國外公司股票為主要投資標的。

應稅之債券型基金	<p>公司債基金 (corporate bond funds):</p> <p>10. 一般型: 2/3 投資於公司債, 無特別到期日限制。</p> <p>11. 中期型: 2/3 投資於到期日在 5-10 年的公司債。</p> <p>12. 短期型: 2/3 投資於到期日在 1-5 年的公司債。</p>	投資美國債信良好的公司債券
	<p>國際型債券基金 (world bond funds):</p> <p>13. 一般全球型 (global bond fund): 投資標的無特別期間限制, 一般到期日在 5 年以上, 可以有 25% 投資於美國公司債。</p> <p>14. 短期全球型: 所投資債券的到期日在 1-5 年, 可以有 25% 投資於美國公司債。</p> <p>15. 國際型或新興市場型: 至少 2/3 投資海外債券。</p>	投資外國公司債或政府債券, 以高收益為獲利目標。
	<p>政府債券基金 (government bond funds):</p> <p>16. 一般政府債券基金: 2/3 投資於美國政府債券, 無特別到期日限制。</p> <p>17. 中期政府債券基金: 2/3 投資於到期日在 5-10 年的美國政府債券。</p> <p>18. 短期政府債券基金: 2/3 投資於到期日在 1-5 年的美國政府債券。</p> <p>19. 抵押擔保型債券基金: 2/3 投資於附抵押擔保之美國政府債券。</p>	投資美國政府債券為主
	20. 高收益型 (high-yield funds): 2/3 投資於信用評等較差 (Moody's Baa 級與 S&P BBB 級以下) 之美國公司債	以高利息收益為投資目的
	21. 策略性收益基金	投資於各式美國固定收益證券之組合
免稅之債券型基金	<p>州政府債券型基金:</p> <p>22. 一般: 所投資之州政府債券之平均到期日為 5 年以上。</p> <p>23. 短期: 所投資之州政府債券之平均到期日為 1-5 年。</p>	主要投資單一特定州政府所發行之債券, 免除聯邦及州之所得稅。
	<p>國家政府債券型基金:</p> <p>24. 一般: 所投資之政府債券之平均到期日為 5 年以上。</p> <p>25. 短期: 所投資之政府債券之平均到期日為 1-5 年。</p>	主要投資各州政府所發行之債券, 此基金收益可免除聯邦所得稅。
應稅之貨幣市場基金	<p>26. 政府型貨幣市場基金: 主要投資於美國國庫券或經其他政府機構保證或發行之金融工具。</p> <p>27. 非政府型貨幣市場基金: 主要投資於各類貨幣市場工具, 包括銀行定存單、銀行承兌匯票及商業本票等。</p>	投資於短期暨信用評等高的貨幣市場工具, 平均到期日在 90 天以內。
免稅之貨幣市場基金	<p>28. 跨州貨幣市場基金: 投資各州政府機構所發行之短期證券。</p> <p>29. 州貨幣市場基金: 投資單一特定州政府機構所發行之短期證券。</p>	投資於短期性政府證券, 平均到期日在 90 天以內, 視投資組合免除聯邦稅、州稅或地方稅。
綜合型基金	<p>30. 資產配置型基金: 可投資於股票、債券及貨幣市場工具, 惟各類資產之權數維持不變。</p> <p>31. 平衡式基金: 各類資產維持一目標比率。</p> <p>32. 彈性組合式基金: 各類資產之權數最高可達 100%, 亦可視市場情況變更各類資產之投資比重, 以追求最大收益為原則。</p> <p>33. 收益混合型基金: 投資各類以配發股息為主的證券, 包括股票及債券, 不考慮資本增值的收益問題。</p>	可投資於股票、債券及衍生性金融商品之各式組合

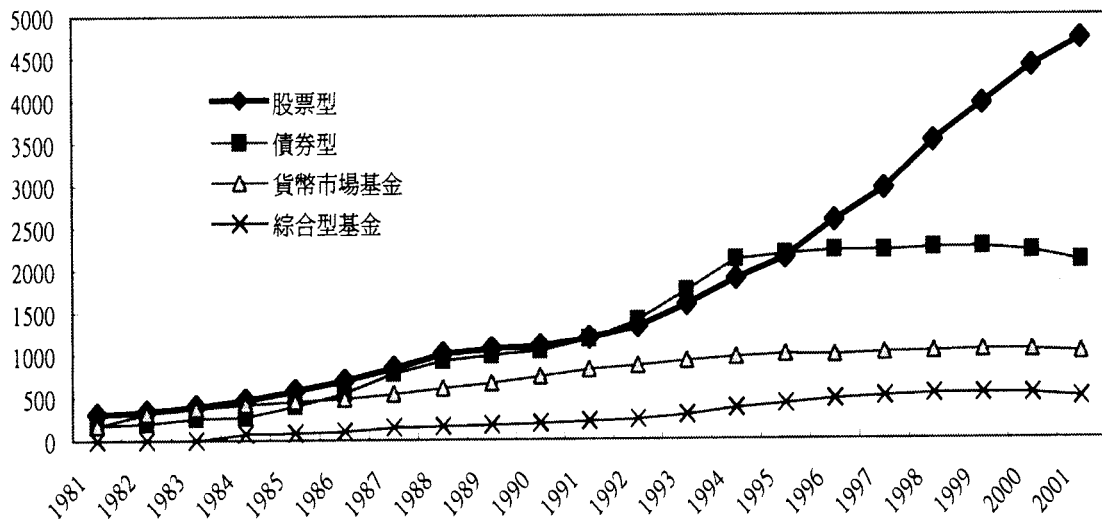
資料來源: ICI (2001, pp. 3-6)

## (二) 基金產業之發展

美國共同基金的資產規模自 1980 年初之 1,348 億美元，擴增至 1990 年底之 1 兆美元，再經 10 年成長，至 2001 年底總計 6 兆 9,749 億美元，平均年增率為 22%。基金數量於 1980 年初的 564 支增長至 2001 年底共計 8,307 支；其中股票型基金為 4,717 支，佔了該年新增基金數的過半，10 年內成長超過 3 倍，主要拜近 10 年來美國股市持續榮景所賜。不過，由於數量成長過速，2001 年底之股票型

基金的平均規模在 1 億美元左右，僅較 1990 年的 5 千萬美元增加 1 倍。債券型基金的數量居次，為 2,091 支，在 1984-94 年期間，支數成長也極為快速，其後陷入停滯。至於貨幣市場基金，至 2001 年底為 1,015 支，其於 80 年代至 90 年代前半期以等比級數的速率增長，大量吸引小額投資人及企業機構之短期資金。綜合型基金數量為 484 支，於 1993-1999 年間成長最速（圖 1）。

圖 1 美國各類共同基金之支數



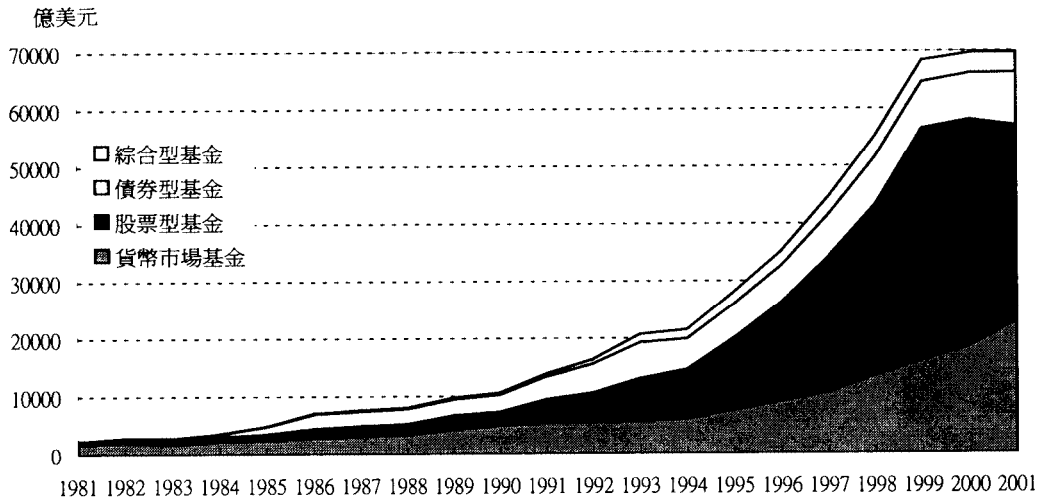
1990-2000 年間美國共同基金之資產規模的成長，約 50%是來自基金的投資增值，包括所投資證券的市價上漲所產生的資本利得，以及股息的累積，46%來自對舊基金的投資增加，剩餘的始為新基金的募集（註 3）。

雖然基金產業之資產規模近 10 年來擴增迅速，不過基金產業的集中度仍相當高。前

五大基金公司在 1990 年初所持有的資金資產佔全體基金資產總值的 37%，此一比率至 2000 年底僅略降為 34%。其成長可分成二個階段（圖 2）：第一個階段為 1980 年代，10 年內基金資產自 1,348 億美元提高至 1 兆 652 億美元，主要由貨幣市場基金主導；在 1990 至 2000 年的第二階段，股票型基金大幅擴增，成長了 16 倍。



圖 2 美國各類共同基金之規模 1981-2001



1990年代，股市的持續上漲與其他金融資產的高報酬率促使美國的家庭將資金自不動產與其他動產移轉至金融資產的投資上。在此投資趨勢的變動上，家計部門藉由共同基金投資證券比例逐漸提高。根據 ICI 的統計，這十年來，擁有基金的家庭數自 2,340 萬戶提高至 5,060 萬戶，成長達 1.16 倍，此數字顯示，至 2000 年底，近半數的美國家庭有投資共同基金。

### (三) 各類基金之發展與變動

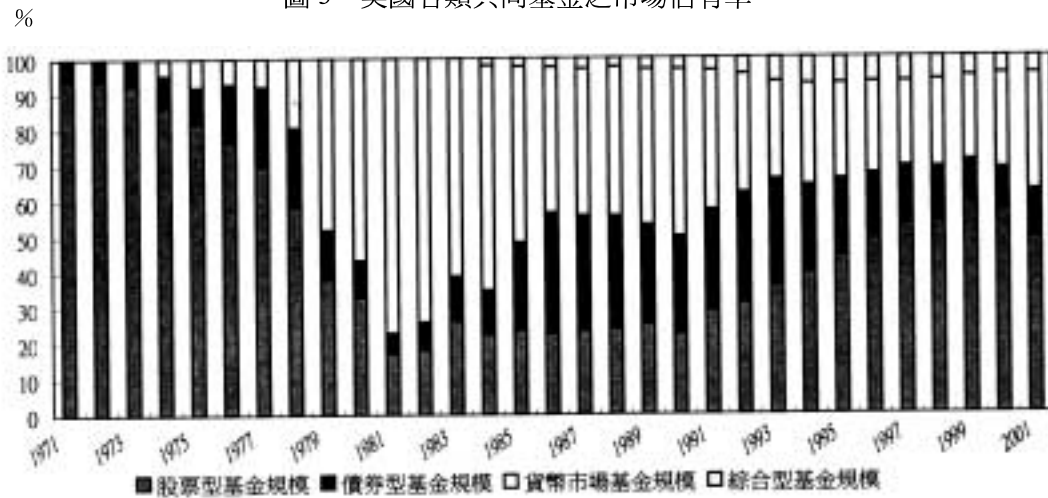
#### 1. 貨幣市場基金

貨幣市場基金的資產總值於 2000 年底為 1 兆 8,453 億美元，佔全體基金資產總值之 26%。貨幣市場基金崛起於 1974 年，其後 10 年於基金市場之佔有率節節上升，至 1981 年達到 77% 的高峰，一直到 1986 年都維持超過二分之一的佔有率（圖 3）。貨幣市場基金大

量興起，主要是因為在 1978-82 年間，受到若干經濟因素與聯準體系貨幣緊縮政策的影響，市場利率飆至歷史高峰，貨幣市場基金之收益率高出一般存款利率甚多，加上金融產業的創新發展，促使大量的銀行存款轉向貨幣市場基金，其規模自 1978 年的 100 億美元增加至 1982 年的超過 2,000 億美元。美國國會在 1982 年通過了存款機構法（Depository Institutions Act），准許銀行開辦貨幣市場帳戶— MMDA（Money Market Deposit Accounts），所給付的利率水準與貨幣市場基金相近，有效降低銀行存款大規模外移至貨幣市場基金，但並未造成資金明顯回流銀行。

1986 年後迄今，貨幣市場基金的規模仍持續增加，只是市場佔有率逐漸下降，主要是受到債券型基金興起，以及 1990 年後股市持續熱絡，股票型基金佔有率攀高的影響。

圖 3 美國各類共同基金之市場佔有率



1994 年後至 2000 年止，零售貨幣市場基金持續為資金淨流入，主要因該段期間貨幣市場基金的收益率平均較活期性存款高出 2.3 個百分點，因而吸引小額投資人之短期資金。至 2000 年底，家計部門的短期性資產中，貨幣市場基金比例自 1990 年的 11% 上升至 22%；而持有貨幣市場基金的家計部門比例自 10% 上升至 24% (註 4)。

非金融企業持有貨幣市場基金的金額在 1990-2000 年間則以平均 24% 的年增率成長，自 260 億美元上升為 2,190 億美元 (註 5)；同期間，貨幣市場基金佔企業短期資金的比重自 9% 提高為 29%。企業在短期資金的理財調度上，逐漸傾向購買貨幣市場基金，而非直接持有流動資產。

## 2. 股票型基金

股票型基金是美國基金產業之先驅，其規模在經歷 1970 年代長達 10 年的資本淨流出後，於 1990 年底之市場佔有率僅 23%，低

於債券型基金的 27%。嗣後股市邁入牛市，影響股票型基金開始大幅擴增，各類國際型股票基金紛紛成立，漸漸取代貨幣市場基金成為首要的基金種類，在 1990 年代，美國共同基金淨投資增加有 83% 係購買股票型基金。至 1995 年股票型基金規模突破 1 兆美元大關；其後拜美國股市持續上漲，資金流入與資本利得雙頭並進的結果，至 1999 年底規模超過 4 兆美元，達到歷史新高；邁入 2000 年後，因美股於該年第四季起進入衰退期，因此股票型基金的資產淨值於 2001 年減為 3 兆 4,182 億美元，市場佔有率為 49%。

隨著股票型基金與綜合式基金的資產規模不斷增長，共同基金所持有之美國股票餘額佔股票發行餘額的比重也隨之提高。根據美國聯邦準備體系編製的資金流量統計 (Flow of Funds Accounts)，美國公開發行公司的股票發行餘額由家計部門 (包括由銀行代管的個人信託) 直接持有的比例自 1970

年之超過 80% 逐步下降至 2000 年之 47%；同期間，保險公司與退休基金所持有的比例自 11% 上升為 31%；共同基金持有的比例則自 1980 年起快速提升，由低於 4% 上揚至 22%。

### 3. 債券型基金

債券型基金以市場佔有率來看，並非整體債券市場的主要投資者，但對特定債券，諸如政府債券及高收益債券而言，其角色相對較為重要。債券型基金是美國的家庭及個人投資債券市場的重要管道。

債券型基金資產在 1985-87 年間，以及 1991-98 年間出現二階段的增長，第一階段的成長主要為政府債券型基金之成立，第二階段則是源自大量新基金的設立。1984 年後，全球性債券基金、美國政府債券基金、及 Ginnie Mae Funds 紛紛成立，至 1996 年底，其支數分別迅速增加至 167、330 及 82，基金整體規模也急遽攀升。其市場佔有率在 1985-91 年間超過純股票型基金，約在 27% - 31%，1993 年後受到美股持續榮景的影響，股票型基金規模不斷擴張，債券型基金規模成長率轉呈穩定而緩慢。不過，美國股市於 2001 年因受經濟衰退影響而不振，債券型基金之規模自 2000 年底之 8,080 億美元增加為 9,251 億美元，市場佔有率為 13%。

債券型基金的持有人中，小額投資人佔了四分之三，而且絕大多數為退休金帳戶以外的投資。利率水準為影響債券型基金的資金淨流入的主要因素，當市場利率下跌致債券型基金的收益率相對較高時，資金淨流入

會增加 (Reid, 1997)。以 1980 年代中期與 1990 年代初期為例，當時通貨膨脹率低，利率下跌，債券價格上揚，債券型基金的資金淨流入大幅增加：1987 年底債券型基金較 1983 年底增加了 2,118 億美元，為 1983 年底規模的 6 倍。惟至 1990 年代後半期，受到股票市場持續上漲的影響，債券型基金的資金流入減緩，2000 年甚至為淨流出。

儘管在債券市場低迷時債券型基金會出現資金淨流出，但根據 ICI 統計分析，即使市場利率陡升，債券型基金的投資人亦鮮少同時大量贖回，因此，沒有證據顯示債券型基金的淨流出會導致債券市場的衰退。這種行為模式與股票型基金投資人很類似，他們在市場衰退時仍以長期持有因應，不會產生大量贖回的現象。

債券型基金在 1980 年以後成長迅速，成為政府債券及高收益公司債市場的重要資金來源。至 1996 年底，債券型基金持有 19.1% 的美國州政府債券及 24.3% 的高收益債券；但相對的，僅持有 3.1% 的聯邦政府債券與 4.0% 的公司債券 (註 6)。

### 4. 綜合型基金

綜合型基金可同時投資債券與股票，可視市場情勢調整投資組合，具有更高的投資效率與風險分散作用，於 1993 年後開始廣受投資人的青睞，平均年成長率高達 25% 以上，至 2001 年資產總值為 3,463 億美元，市場佔有率為 5%。

### 三、美國共同基金相關法規與管理

#### (一) 共同基金管理法規

美國共同基金的主管機關為證管會 (SEC)，主要管理法規為「1940 年之投資顧問法」(The Investment Advisors Act of 1940) 以及「1940 年之投資公司法」(The Investment Company Act of 1940)；其中最重要的是「1940 年之投資公司法」，主要規範包括：(1) 限制基金與關係人之間的交易，(2) 限制基金之借貸，(3) 建立基金資產保管 (custody) 之準則，(4) 要求基金重要政策需經股東大會同意，(5) 規定基金必須逐日結算。「1940 年之投資公司法」適用於開放式基金、封閉式基金、單位投資信託、及保險公司的各項年金契約。

一般而言，美國政府對於基金的投資管理不設嚴格之限制，給予基金經理人極大的操作彈性，舉凡所投資的金融工具、國家別、投資組合、期限別等，只要符合分散投資 (通常 5% 為集中投資之上限) 以及充分揭露之原則，均無特別之規定。所謂充分揭露，係由聯邦證券法規定，有關基金的重要投資事項與變革，必須充分揭露於公開說明書 (prospectus)。

1996 年通過立法的「國家證券市場改革

法案」(National Securities Markets Improvement Act of 1996) 則徹底改變原先各州對共同基金的管理權限，集中由證管會全權負責對共同基金的監督與管理；此外，該法取消了「1940 年之投資公司法」中有關基金投資基金的限制，因此，目前共同基金的投資組合中可以包括其他共同基金、避險基金 (hedge funds) 以及創投基金 (venture capital funds)。

#### (二) 貨幣市場基金之管理法規

鑒於貨幣市場共同基金對銀行儲蓄性存款的高度替代性以及普遍性，自 1980 年來已成為個人與企業的重要短期性理財工具，並逐漸成為交易性帳戶。惟貨幣市場基金缺乏銀行存款所特有的存款保險制度加以保障，一旦發生虧損，將損及投資人交易性帳戶的本金，可能引發金融體系的系統風險。因此，美國證管會在 1991 年修訂「投資公司法」，規定凡是基金名稱中以「貨幣」(money) 或其同義字為名者，均須遵守法規 2a-7 的規定，以確保貨幣市場基金的交易安全。

鑒於我國的貨幣市場基金尚在發展中，此一法規之立法精神可供我國制定相關規定時之參考，謹將法規 2a-7 摘述如「附錄」。

### 四、退休金市場之發展促進共同基金之興盛

美國共同基金在 1980 年至 2000 年間之急速成長，主要係由於美國民眾日益傾向以

共同基金作為退休金計劃的投資標的。在 1980 年代末期，嬰兒潮年屆四十，開始重視退休金資產的投資報酬；企業、組織之退休金制度自確定給付制（defined benefit plans）轉換成確定提撥制（defined contribution plans），以及「個人退休金帳戶」（individual retirement accounts, IRAs）制度於 1981 年開始實施，退休金市場不斷擴大，而退休金計劃投資共同基金的比例持續提高，有效導引退休金儲蓄轉往共同基金，因此加速共同基金的蓬勃發展。

美國的退休基金規模目前為全世界第一，截至 2000 年底高達 12.3 兆美元，為國民生產毛額的 140%。其中約 20% 投入共同基金市場，占美國共同基金資產規模的 35%。

共同基金成為 IRAs 個人退休金帳戶、401 (k) 與 403 (b) 計劃、及其他確定提撥制退休金計劃之重要理財工具，同時退休金亦形成共同基金的資金來源中一層鉅量而穩定的資金結構，其以長期性投資為目的，不易受短期市場波動而影響其資金進出，主要因為相關稅負之設計鼓勵退休基金的長期投資（如果提前提領退休基金帳戶款項，則需繳納較高的所得稅）。

以下簡介影響共同基金發展甚鉅的退休金制度，以及退休金市場與共同基金間的關係。

#### （一）職業退休金制度（註 7）

美國退休基金資產中採確定提撥制者，係由 1984 年之 33%，不斷提高至 1996 年之 48%（註 8）。美國於 1974 年制定「受雇者退休所得安全法」（Employee Retirement Income Security Act, ERISA），規定所有受雇者必須在十年內納入雇主所提供的退休金計畫，而且其所擁有的退休金權利可隨工作移轉；雇主可決定是否給予受雇者退休金，惟一旦承諾給予，則必須提存退休準備金，並交由合格的專業機構來經營。這些法規促使企業選擇提供確定提撥制退休金計畫，取代傳統的確定給付制；尤其在美國政府於 1981 年創立 401(k) 退休金計畫（註 9）後。該計畫採行確定提撥制，主要是藉助延後課稅的稅負優惠方式（註 10），鼓勵受雇者提存部分稅前收入，作為未來退休生活之準備。受雇者每月提撥稅前薪資之固定比例至本身名下的特定帳戶中（如 2%、5% 及 10%，提撥比例規定每家公司各有不同），雇主亦相對提撥一固定比例金額至該帳戶（一般而言，受雇者提撥 1 美元，雇主相對提撥約 0.25~1 美元），帳戶持有人暫時不須繳納此部分的所得稅，待 59.5 歲之後提領時再行繳納。該帳戶金額如在 59.5 歲前提領，除非是發生殘疾、死亡等特殊因素，否則須繳交 10% 的懲罰稅。由於受雇者退休時所得較低，且享受較多的稅率優惠，因此退休時負擔的稅負亦相對減輕。

舊有的確定給付制退休金計畫係雇主將

所提撥的退休基金交由專業金融機構代為管理，退休基金投資風險由雇主承擔；新制之下的 401 (k) 退休金計劃，則由受雇人決定其退休基金之運用，自行承擔投資風險。401 (k) 退休金計畫的受託者包括銀行、保險公司與基金經理公司，他們分別提供共同信託基金 (common trust fund)、年金 (annuity) 與共同基金，做為退休基金的投資選擇，彼此間互相競爭。雇主選擇受託者後，受雇者可依其對風險與報酬的接受度來選擇適合個人的投資組合，而所有的投資策略與投資標的的選擇均由受託公司決定。

### (二) 個人退休金制度

由於考量社會安全制度或職業退休金仍不足以保障個人的退休生活，遂有以稅法獎勵民眾自行提存退休準備金的方式。美國於 1978 年的退休金改革法案 (Pension Reform Act) 中准許設立個人退休帳戶 (Individual Retirement Accounts, IRAs)，IRAs 設計的原意是賦予未參加其他退休計畫的個人，每年可提存一定金額至一個儲蓄帳戶，並可享受延後課稅的稅負優惠，亦即提撥款可自所得總額中扣除而免稅，直至 59.5 歲之後提領時再繳納所得稅，59.5 歲之前提領則須繳交懲罰稅，因此是屬於前載 (front-loaded) 形式。IRAs 的存戶可選擇適合個人的受託者及投資組合。

1981 年和 1982 年美國進一步立法擴大了

IRAs 的適用範圍。迨至 1997 年並發展出另一新型態的 IRAs 稱為 IRAs Plus 供民眾選擇，它是屬於後載 (back-loaded) 形式，亦即提撥款不能免所得稅，惟持有超過 5 年且年齡已過 59.5 歲者，則自 IRAs Plus 所提領款項 (包括收益) 均為免稅。另外美國尚有如 Keogh 計畫，它是針對非公司組織企業的員工或自雇主或小型商業主，所給予稅負優惠的一種延後課稅的退休金帳戶。

### (三) 退休基金市場與共同基金

共同基金的資金來源中，退休金資產的比率自 1991 年的 24% 上升至 2000 年之 35%，主要來自二大來源：雇主提供的確定提撥制退休計畫，與個人退休金帳戶 (IRA)，而此二來源的金額約略相等 (表 3)。

IRA 市場的資產總額自 1990 年底之 6,360 億美元不斷增加，至 2000 年底增為 2.7 兆美元，其中，共同基金所佔比率亦持續升高，同期間自 22% 上升為 46% (註 11)。

企業雇主提供的確定提撥制退休金計畫方面，自 1990 年至 2000 年，401 (k) 計畫之資產總額自 3,850 億美元增加為 1 兆 7 千億美元 (ICI (2001), pp.55)。儘管其規模成長幅度不如 IRA 市場，但是對共同基金產業的蓬勃發展則有相當的助益，共同基金佔 401 (k) 退休金計畫資產的比重自 1990 年底的 9% 升高至 2000 年底之 45%。

表 3 共同基金資金來源中來自退休金計劃所佔之比率

1991-2000 單位：億美元

年度	確定提撥制帳戶 來源*	個人退休金帳戶 來源	退休金資產合計 (3) = (1) + (2)	共同基金資產總值 (4)	退休金資產佔共 同基金比率 (5) = (3) / (4)
1991	1,470	1,890	3,360	13,932	24%
1992	1,990	2,380	4,370	16,425	27%
1993	2,850	3,230	6,080	20,700	29%
1994	3,370	3,500	6,870	21,554	32%
1995	4,640	4,770	9,410	28,115	33%
1996	5,940	5,990	11,930	35,263	34%
1997	7,740	7,670	15,420	44,682	35%
1998	9,790	9,600	19,380	55,252	35%
1999	12,660	12,430	25,100	68,463	37%
2000	12,210	12,320	24,530	69,652	35%

註：\*包括私人企業的 401(k)、403(b)及其他計劃，政府機構的退休金計劃，及其他私人的確定給付制退休金計劃。

資料來源：ICI (2001), pp. 52

3. 退休金投資共同基金的分佈

股票型基金的比重 57%為高；貨幣市場基金  
退休金投資共同基金部分，在 2000 年底 佔 9%；綜合型與債券型基金分別佔 8%及 7%  
共計 2.45 兆美元，其中 76%係投資於美國或 (表 4)。  
國際的股票型基金，此比率較基金產業本身

表 4 2000 年退休金資產中持有各類型共同基金之結構比率

	股票型基金		債券型基金	綜合型基金	貨幣市場基金	合計 (億美元)
	美國	國際				
IRAs	63%	10%	8%	8%	11%	12,320
401(k)	70%	9%	5%	9%	7%	7,660
403(b)	82%	6%	3%	4%	5%	2,590
其他雇主提供之 退休金計劃	58%	9%	17%	6%	10%	1,960
合計	67%	9%	7%	8%	9%	24,530

資料來源：ICI (2001), pp. 58

## 五、基金產業對金融市場的影響

共同基金產業的急遽擴張導致新型態的資金流動，對金融市場的穩定與健全發展，扮演關鍵性角色。

### (一) 共同基金的流動性管理對市場的影響

#### 1. 流動性管理

開放式基金之所以廣受歡迎，係其標榜以當日資產淨值接受贖回申請，並於次日償付的高變現性，在美國，開放型基金必須每日以下午四點結算之每股淨值，完成所有當日要求贖回之交易。為因應投資人之贖回，基金必須維持一定的流動性，以應付證券出售與基金贖回之間的時間落差，一般而言有幾種方式：(一) 持有「與現金相當的資產」("cash-equivalent" assets)，例如：短期國庫券；(二) 動用與商業銀行簽訂的融資額度；(三) 基金家族內之基金相互融資，惟很少執行，因有防火牆的問題。

根據 ICI 的統計顯示，美國的股票型基金在 1984 至 1990 年間，約維持 10% 的流動比率，1990 年上升至 13%，之後呈現下滑。當股市的表現優異，例如在 1995-96 的牛市期間，投資人購買股票與股票型基金的意願強烈，導致股票型基金的流動比率於 1996 年底降至 5.5% 的低點。債券型基金的流動比率較股票型基金為低，在 1990 年代初期，債券的收益較股票的報酬率高，導致債券型基金的流動比率相對較低，至 1996 年底降至 4%

左右。

投資人穩定的投資行為，資金移出比例極低為共同基金流動比率下降的主因。影響共同基金流動比率持續下降的其他因素，尚包括：(1) 清算交割所需時間的縮短，(2) 銀行提供共同基金流動性信用額度提高，(3) 基金間的激烈競爭導致基金收益率的重要性提高。因此，基金經理人傾向於提高基金資產的平均規模，以更有效運用其資金投資於獲利率較高的工具。惟流動比率的降低也隱含流動性風險的上升。

#### 2. 流動性風險

近年來共同基金資產的規模日益龐大，其流動比率卻大幅下滑至不到 5% 的水準，一旦市場發生鉅幅波動，基金的流動性問題可能引發系統風險。例如當股價突然重挫，或是發生國際金融危機致匯價劇烈波動，基金投資人選擇自股票型或債券型移轉至貨幣型基金，則前二種基金立即面臨流動性不足的危機。如果股票型基金與債券型基金的流動比率足夠應付贖回壓力，則短期的影響，僅限於股票型或債券型基金與個別投資人及貨幣型基金之間現金資產的移轉，不致於擴散至證券市場；長期而言，股票型或債券型基金之經理人仍將出售證券以補足現金部位，雖對證券市場仍有影響，但應係緩慢而溫和。



反之，若基金的流動比率不足，為應付大量贖回被迫立即出售所持有之證券，則對股市或債市產生衝擊，證券價格因而下跌又將再度引發基金投資人擠兌的風潮，進而引發骨牌效應。如果基金運用銀行的信用額度來因應贖回壓力，一旦基金提領風潮持續，基金資產品質惡化，每股資產淨值下滑，提供融通的銀行也將受到波及。

由於基金家數成長過速，基金間競爭激烈，目前基金經理人多著重於如何提高其收益率，流動比率一再下降，因此在探討共同基金對金融市場的影響時，必須考慮共同基金的流動性風險是否擴大的問題。

## (二) 共同基金投資人的贖回行為對證券市場的影響

共同基金的興盛所引發的最大疑慮即是其對證券市場是否有助長助跌的影響；尤其當股市或債市下跌可能引起共同基金持有人的大舉贖回，為因應資金需求，基金經理人被迫在市場同時出售所持有之證券，進而助長證券市場的跌勢。

這個問題可以從下列兩方面加以探討：

- (1) 共同基金持有證券佔證券市場的比重，
- (2) 共同基金投資人的交易行為。

### 1. 共同基金投資佔證券市場的比重

儘管美國的共同基金於過去 20 年持有證券的金額鉅幅成長，惟至 2000 年底，美國公開發行股票流通在外餘額僅 22% 由共同基金所持有，其餘 78% 由其他投資人包括家計部

門、退休基金及保險公司持有 (ICI, 2001, P. 30)；公司債餘額由共同基金持有的比例不到 10%。根據 Edward (1996) 的研究指出，過去 20 年美國證券市場發生劇跌時，共同基金在二週內贖回的比例不超過 5%，顯示以歷史經驗來看，共同基金在市場發生變化時，其贖回行為對股市或債市的影響不大。

### 2. 基金投資人的交易行為

其次，我們會考慮共同基金持有人在市場下跌時的贖回動作是否有助跌的情況。根據 Rea and Marcis (1996) 針對股市循環中共同基金持有人之交易行為的研究指出，在 1944-95 的 50 年中，美國股票型基金的持有人於股市重挫或急跌時，並未出現大量贖回的情形。即使是 1987 年 10 月 29 日的股市大跌，也未引發股票型基金的大量資金外流：據估計只有 4.5% 的股票型基金於 10 月的最後一週遭贖回，之後的 6 週內僅 5% 的基金投資人選擇贖回其股票型基金。

這種穩定的投資行為可自共同基金的投資人特性加以分析。根據 ICI 的統計，於 2000 年底，美國共同基金的投資人結構中，80% 為小額投資人，銀行、信託業者等資產受託管理者的投資比例為 10%；剩餘的 10% 則為財務金融公司、企業、及其他機構投資人。由於基金投資人有 80% 屬於個人戶，因此這些小額投資人的交易行為將影響基金市場之穩定。典型的基金小額投資人為中年已婚，投資目的係為退休後的生活作準備，故大部

分的投資人以承受中等風險的態度尋求中等的報酬率，較不在意短期的市場波動。根據 ICI 的資料顯示，投資共同基金的家庭中有 60% 投資一支基金的期間超過六年，35% 超過十年；與其他股市的散戶投資人一樣，共同基金的投資人多不願認賠出場，在市場低迷時寧願抱股等待市值回升；基金仲介、投資顧問及諮詢專家鼓勵投資人長期持有對共同基金交易之穩定亦有助益。

### （三）新興市場股票基金的特性

美國國內的共同基金，對美國的資本市場而言，可以算是穩定的資金來源。但是以投資新興市場經濟體為目標的共同基金則常被質疑係屬不穩定的「熱錢」（hot money）。其意指新興市場基金的經理人或投資人，在所投資的新興國家經濟體或區域出現問題的第一時間，常選擇將資金移出，因而進一步打擊該國或該區域的資本市場。

1985 年後，開發中國家漸以發行債券或股票的方式取代銀行貸款作為企業擴張所需的資金來源，也因為新興國家經濟體的證券獲利潛力較大，其證券遂成為國際投資人的重要投資標的。相較於已開發的國家，開發中國家的股市波動程度較高，特別容易受到不穩定資金的影響。

根據 Rea (1996) 對美國新興市場股票基金於 1991-96 年的淨資金流動情況，以及前 13 大美國新興市場股票基金於 23 個國家的投資組合，所作的調查研究發現，如果所

投資的新興市場經濟體未出現政治或整體的金融危機，儘管該國股市持續疲弱，美國的新興市場股票基金亦不會進行大量贖回，甚至在某些股價急遽滑落的階段，仍持續為資金淨流入以逢低買進。美國大型新興市場股票基金的投資策略為買低賣高，因此在股市下跌時，平均賣出的量要低於買進的量。以 1994 年末的墨西哥匹索危機為例，共同基金的資金移動並未提高市場的波動程度。

但是當 1997 年亞洲與拉丁美洲發生金融危機，由於為期甚常且影響持續擴大，投資於此二區域的共同基金遭受投資人大量贖回，也迫使基金出售持股因應；至於全球型的新興市場股票型基金於當時則未受明顯影響，而且該類基金的經理人反而趁機補進亞洲某些股價已重挫的潛力股。不過，這些跨國股票型基金遭贖回的量相對於該區域股價下跌的幅度仍屬輕微。

整體而言，新興市場股票基金的投資策略與長期投資報酬率關聯性較大，與股市的短期波動相關性較小。

### （四）貨幣市場基金風險

企業與個人於 1980 年代將大量的銀行存款轉入貨幣市場基金，使之逐漸取代銀行存款，引起是否可能引發系統性風險的爭議。存款保險一向被公認為健全而穩定的金融體系的基本要件，隨著愈來愈高比例的市場交易性帳戶以貨幣市場基金的方式存在，由於貨幣市場基金未有保險或經政府擔保，一旦

基金的市值下跌低於面額，投資人的交易性帳戶本金即遭侵蝕，可能影響金融交易的清算交割，進而導致金融體系的震盪。

1990 年代初期，美國的確有少數貨幣市場基金因高槓桿的衍生性金融商品操作而蒙受虧損，因此加深了大眾對貨幣市場基金的疑慮，尤其當貨幣市場基金虧損引發投資人大量贖回時，是否將更進一步的影響貨幣市場的穩定。這個疑慮在 1989 及 1990 年因大型商業本票發行企業 Integrated Resources Inc. 及 Mortgage & Realty Trust 的倒閉案而顯現。當時這二家公司的商業本票無法兌償的金額高達 4 億 4 千萬美金，使得二家貨幣市場基金公司 the Value Line Cash 與 the Liquid Green Trust 遭受鉅額虧損。這二家倒閉的公司均未經 Moody's 的信用評等。雖然事後上述二支基金因經理人自掏腰包補足損失而使基金市價免於跌破面額，但這二次事件引起美國證

管會的高度重視，進而於 1991 年 2 月全面修訂「投資公司法」法規 2a-7，包括：嚴格規範貨幣市場基金的經營使每股面額不得低於 1 美元；投資單一企業發行的商業本票比例不得超過 5%；貨幣市場基金持有非最高信用等級證券的總額不得超過資產總額的 5%等；以保障貨幣市場基金的穩定性。不過，儘管有此安全性條款的規定，貨幣市場基金仍無法完全免除商業本票無法兌償所引發的風險。

由此可知，因為貨幣市場基金被投資人視同銀行存款，因此其投資組合必須兼顧安全性與高流動性的要求；所謂的安全性即指投資標的的信用評等必須為最高等級以保障兌償。對照於我國現行的債券型基金，其被投資人以貨幣市場基金的交易性質進行投資，卻不具備貨幣市場基金的安全性，我主管當局應正視債券型基金投資人所面臨的可能風險問題。

## 六、基金產業引發金融服務業之變革

美國共同基金的迅速擴張以及日趨重要的金融中介角色對美國的金融市場產生革命性的影響。共同基金的興盛衍生了一套不受法令規範的「平行的銀行體系」(parallel banking system)，對傳統存款貨幣機構的業務造成重大衝擊 (D'Arista and Schlesinger, 1993)。1980 年代起至 1990 年代中期，金融中介結構的改變，以及商業銀行角色的式微，促進金融服務業重新調整，也使金融監

理與貨幣政策的某些傳統學理假設面臨挑戰，進而促成金融法規的全面檢討修正。

### (一) 金融中介結構之變化

在 1978 至 1995 年，美國銀行存款急遽減少，銀行作為最重要的金融中介地位開始動搖。D'Arista and Schlesinger (1993) 指出，在這段期間，美國全體金融部門資產 (financial sector assets) (註 12) 由共同基金及退休基金所持有的比率自 20% 上升至

42%，銀行及信託業持有的部分則自 57% 下滑至 32%；商業銀行的資產所佔比率則自 40% 左右跌至 29% (Edwards, 1996, p.11)。同時期共同基金的規模成長了 42 倍。至 2000 年底，共同基金持有美國退休金 401 (k) 計劃與 IRA 帳戶資產的 45%，共同基金的資金來源中個人退休金帳戶則連續七年超過三分之一 (註 13)。退休金存款戶將儲蓄轉向投資共同基金的趨勢，反映了投資標的的變化與對高收益 (相對於銀行定存) 投資工具的強烈需求。

面對共同基金的激烈競爭，銀行逐漸喪失其競爭優勢，無論是短期性存款或是中長期定存，分別不敵貨幣市場基金或債券型與股票型基金。隨著資金來源受阻，銀行的授信也受到影響，1988 年後，美國銀行業的授信餘額逐漸下降。以整體商業信用來看，由商業銀行提供的比重在 1974 年為 35%，至 1994 年降為 22%，同期間，由儲貸機構提供的比重亦自 20% 降至 10% (註 14)。1990 年代，美國學者開始質疑共同基金已影響「貨幣政策傳遞機制」的有效性，認為傳統的貨幣政策 (以影響貨幣供給及需求，進而影響物價及實質 GNP 的水準) 因金融中介的結構變化而有損其效率。儘管此部份引起的學術爭議未有定論，卻影響 Fed 修正其貨幣政策機制。

## (二) 貨幣市場基金所衍生的平行銀行體系

D'Arista 及 Schlesinger 於 1993 年所提出

的「平行的銀行體系」(parallel banking system) 理論，認為共同基金的興起使得非銀行金融部門不斷擴張，成為與銀行平行存在的金融體系。

1980 年代美國貨幣市場基金蓬勃興起，與融資公司 (finance company) 搭配提供商業信用，使銀行的短期商業貸款的重要性下降。由於貨幣市場基金對商業本票的需求日增，融資公司得以較低的成本保證發行公司的商業本票，二者配合，分別負責吸收資金與提供短期信用，卻不須受到諸如存款準備金制度、資本適足比例、存款保險等銀行法規的限制，對銀行形成不公平的競爭。

D'Arista and Schlesinger (1993) 認為，傳統以金融機構類別為管制基礎應加以修正，改以功能性基礎的管制 (function-based regulation)，所有的金融中介機構，只要 (1) 直接吸收大眾資金用以投資，(2) 以非自有資金或保留盈餘進行貸放或購買有價證券，或 (3) 出售貸款或有價證券予金融機構或投資人者，皆須與銀行一般遵守相同的安全與穩健的標準 (bank-like safety and soundness standards) (註 15)。相對的，另一派論點以 Pierce (1994) 為首，認為非銀行金融部門的運作良好，每一種非銀行的金融中介機構所提供的金融服務皆為獨特且有效率，與銀行截然不同；傳統銀行的金融中介角色式微係因其服務缺乏競爭性，是銀行部分的法規需要修正以提高其競爭力而非其他金融

機構須遵守與銀行業相同的落後規範。

儘管此一爭議未導致金融法規的全面修正，但是共同基金的崛起的確引發全面檢討金融法規的呼聲。

### (三) 金融法規檢討修正

商業銀行在金融中介的重要性下降，獲利受到侵蝕，使得銀行是否可兼營證券業務以及如何重獲競爭力的問題亦受到重視。商業銀行的傳統存放款業務的萎縮並不必然表示銀行的獲利縮減，1990年後，美國銀行的獲利來源轉向資產負債表外交易，即所謂的非傳統業務。受到金融服務業變革的影響，美國金融法規架構亦進行大幅度的修正，以因應新的金融體系結構的變遷，並使銀行重新具備競爭力。

「聯邦存款保險公司改革法」(Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act, FDICIA) 在1991年通過，旨在重組存款

保險基金的資本結構，以及加強銀行監理以防範1980年代銀行業務萎縮的困境再度發生。惟該法突然增加對銀行的管理控制也形成許多爭議，許多學者專家擔心因而將進一步損害銀行業的競爭力。

在加強銀行競爭力方面，美國政府自1991年開始陸續解除銀行跨州設立分行的禁令；並且於1999年正式宣佈廢止原限制銀行跨業經營證券業務的法案 Glass-Steagall Act of 1933，實施「金融控股公司法」，准許銀行以控股公司的架構從事較廣泛的金融服務，包括證券業務及承銷共同基金在內。

美國銀行業則於1995年起進行大規模的合併，以節省人事與設備成本，亟思增加客源，並擴大服務範圍，提供基金與證券銷售。金融服務業的結構變化使得金融市場的分界日趨模糊，存款與投資之間的資金移動更趨迅速。

## 七、共同基金衍生的貨幣政策涵義

由於美國金融市場與法規架構的變革，銀行與信託的金融中介角色自1980年以來產生重大的變化，資金大量自銀行體系流出，轉向共同基金市場，這個趨勢對貨幣總計數的定義與貨幣政策的有效性也造成極大的影響。由於共同基金影響貨幣總計數定義日趨模糊與失去政策意義，美國聯邦準備理事會遂逐漸調整其貨幣政策目標，放棄原有的控制貨幣總計數目標區的政策，改以利率政策

及公開市場操作為主要的貨幣政策工具。

### (一) 貨幣總計數定義之修正爭議

美國的貨幣總計數(monetary aggregate) M1及M2成長率在過去20年間，因為共同基金的間接影響，曾出現二度的大幅下滑，導致貨幣總計數的定義是否應予修正的爭議。貨幣總計數如果與名目GDP維持一穩定的關係，而且銀行部門在金融市場的佔有率亦維持穩定，則貨幣總計數(例如M2)，

即可為有效的經濟指標 (Duca, 1994)。美國 Fed 在 1990 年代中期以前，始終以貨幣總計數為執行貨幣政策的重要目標，並且在 Humphrey-Hawkins Act (註 16) 的規定下，必須定期公開所訂定之貨幣成長目標區，因此，貨幣總計數成長率的驟降對 Fed 的貨幣政策產生極大的影響。

這二段著名的「失蹤貨幣」(missing money (註 17) 歷史分別為：1970 年代中期的 M1，以及 1990 年代初期的 M2，均可究因於銀行體系競爭力的下降。

首先，在 1970 年代中期起至 1980 年代初期，銀行授信受到企業紛紛轉向發行商業本票的影響而下降；銀行存款方面，因市場利率走高但當時存款利率有上限的限制 (註 18) 下，面臨貨幣市場基金的激烈競爭，銀行活期性存款大量流失，造成貨幣總計數 M1 年增率的下跌。

總之，1990-94 年間，銀行體系的存放款功能減弱則是源自於中長期資金的移動，由於高存款保險費率以及較高的以風險加權之資本適足標準導致銀行的授信成本提高，企業轉向以債券及股票為籌資工具；以及當時債券殖利率的升高，亦引發小額的定期存款流向股票型及債券形基金的風潮，M2 成長率產生急遽的下跌 (Mehra, 1997)。

這二次貨幣總計數年增率的下跌的共同結論為銀行體系不再是嚴密的貨幣創造體系，不過所引發的貨幣總計數的內涵正確與

否以及是否該加以修正，在實證研究下的結果並不相同。1980 年代初期，貨幣市場基金的大量興起，對銀行存款有極高的替代性，經研究後認為將其納入貨幣定義並無太大的爭議，故 Fed 在 1980 年初即修正 M2 的定義，在共同基金部分，將個人及家庭持有之貨幣市場基金扣除個人退休金帳戶及金融機構持有後的餘額納入，企業與機構持有之貨幣市場基金扣除金融機構與政府機構持有的餘額計入 M3，以提高貨幣總計數正確反映其與經濟成長間變化的穩定關係。

然而，1990 年代的 M2 年增率下跌，再度引發是否該增列一新貨幣總計數 M2+，將股票型基金與債券型基金納入的爭議時，學者專家再進行長期的實證研究後，並未達成一致的結論。儘管 M2 加計債券型基金由家計部門所持有的部分或是再加上股票型基金由家計部門所持有的部分，與 M2 相較，在若干統計模型上具有對 GDP 更強的解釋能力 (註 19)，但是，債券型基金或股票型基金具有資本損益的評價問題將影響 M2 的計算，其與通貨膨脹率之間的關係尚不明確，投資人轉向共同基金的行為是否為長期性，以及債券型或股票型基金對直接持有債券或股票的替代性似乎大於對 M2 的替代性等問題，Fed 最終係選擇淡化 M2 指標的重要性，同時僅將 M2+ 作為內部監控的指標，而未選擇修正 M2 的定義。

Duca (1994) 認為，隨著金融創新導致

金融變數與經濟間的關係發生變化，貨幣政策的制定與執行似宜採取折衷的方法，Fed應該因應金融創新而適時更新金融指標。

## (二) 貨幣政策之有效性

1987年後，Fed以貨幣總計數M2作為主要的貨幣政策中間目標，並定期公布其目標區。但在1992年至1995年，M1及M2的年增率不斷下滑，甚至低於Fed所公布目標區的下限，Fed理事主席葛林斯班即於1992年7月於國會作證時指出，廣義貨幣總計數M2的成長疲軟反映了存款貨幣機構存款流失的壓力。而此資金流動重分配將影響貨幣總計數作為經濟成長的指標功能（註20）。貨幣乘數亦不斷下降，此固然受到當時短期利率急遽下跌致家計部門傾向握有較大的現金餘額的影響外，Edwards（1996）更針對此問題進行迴歸分析後顯示，自1985年至1995年，貨幣基數（monetary base）與M2之間的關係產生了結構性的變動，此變動肇因於金融市場的機構組成變化。因此，當M2與貨幣基礎間欠缺穩定且可預測的關係時，Fed可能較難達成其既定的貨幣總計數（M2）成長目標。

Carlson and Samolyk（1992）指出，1980年代中期後銀行體系所扮演的金融中介角色的下滑，影響到Fed貨幣政策透過銀行體系傳遞之有效性，特別是自1988年起，非銀行體系所提供的信用總額（直接金融）佔GDP的比率持續上升，存款貨幣機構的信用

總額（間接金融）佔GDP的比率則逐年下降。不過，儘管Fed無法達到貨幣總計數的成長目標，實際上其利率政策對短期利率仍有相當的影響力。

## (三) 美國Fed貨幣政策目標機制之調整

美國Fed在經歷1980年代至1990年代中期因金融服務業的變革所導致的貨幣總計數成長率下跌後，在貨幣政策的方向上有了重大的變化：

(1) 1975年起，Fed設定並公布貨幣總計數M1、M2及M3之成長目標區；之後，根據1978年所制定的Humphrey-Hawkins Act，Fed主席須定期於提交國會的報告中，公布所訂之貨幣及信用總計數成長目標與執行計劃。1980年代初期，Fed傾向於維持M1之年增率於其公布之成長目標區內。經濟學家大多認為，Fed制定貨幣總計數成長目標並控制其成長速度，可有效抑制通膨。

(2) 1987年起，Fed放棄設定M1成長目標，同時轉而強調較具彈性的控制策略。在這段期間，經濟學家與Fed係密切注意每週四所公佈的M2及M3的成長情形。

(3) 葛林斯班接任Fed主席後，鑑於1990年代初期貨幣總計數之成長與經濟活動的關係常出現不規律的變化，故自1994年開始降低M2、M3成長目標區在貨幣政策中的重要性（註21）。

(4) Fed於2000年7月向國會提交的貨幣政策報告中指出，由於自1990年以來，

貨幣與信用的成長及其波動充滿了不確定性，其成長目標區多年來已無法再充作貨幣政策制定時的有效指標，故儘管 FOMC 相信貨幣與信用總計數的表現仍對判斷經濟金融狀況有其價值，但今後將只在貨幣政策報告中討論貨幣與信用的發展狀況，而不再公佈其成長目標區。如前所述，Fed 自 2000 年 7 月，已停止公佈貨幣成長目標區，而朝向更靈活的操作方式。雖如此，Fed 仍決定繼續向國會提交貨幣政策報告，說明 M2 及 M3 的變動情形。

總之，共同基金在 1990 年代第二度引發貨幣總計數下跌的現象，Fed 在研議是否該再度修正 M2 定義時，體認到金融商品創新已影響傳統貨幣定義；不過，修訂貨幣定義必須考量所納入項目的貨幣性及可控性，並非每項影響貨幣總計數成長率的因素均可納入修正貨幣定義的範圍中。此後，Fed 逐漸降低以貨幣總計數作為貨幣政策中期目標的地

位，轉向著重通貨膨脹目標，改以隔夜拆款利率為操作目標，即操作策略放棄控制「量」，改為控制「價」，以期貨幣政策效果能廣泛影響各類金融機構；並擴大公開市場操作的工具與規模，以金融市場為整體考量，不限於銀行體系。

距離共同基金引起銀行存款大量流失導致 Fed 修正貨幣政策方針，迄今已過了 10 年左右，美國的共同基金市場已臻成熟，成為重要的金融中介。受到金融創新與金融中介結構的變化影響，Fed 貨幣政策的方向與操作策略均因而修正。Fed 現今對共同基金並未特別監控，因為無論是股票型基金、債券型基金、與貨幣市場基金，對金融市場而言，其資金流動的變化已趨穩定，站在利率政策的角度而言，Fed 不再緊釘每一種金融工具在數量上的變化。因此，Fed 視共同基金市場為金融市場之一，關注的重點在於其資金進出是否影響現貨市場的價格穩定。

## 八、我國共同基金之發展與影響

我國的共同基金市場自 1990 年來迅速發展，近五年來其資產規模日益擴大，尤以債券型基金的崛起與蓬勃成長，對我國金融市場產生重大影響。在研究美國的基金產業發展過程中，發現我國的債券型基金實具有若干美國貨幣市場基金特質，其對銀行業所造成的衝擊，以及對貨幣政策的潛在影響，均

與美國基金產業的發展經驗有相似之處。因此，美國在面對共同基金對金融產業變革的處理態度，與美國聯邦準備體系對貨幣政策的調整，可作為我國的借鏡。

### （一）我國共同基金發展現況

1. 共同基金在金融市場的地位日趨重要  
我國的共同基金產業自 1997 年來，不論



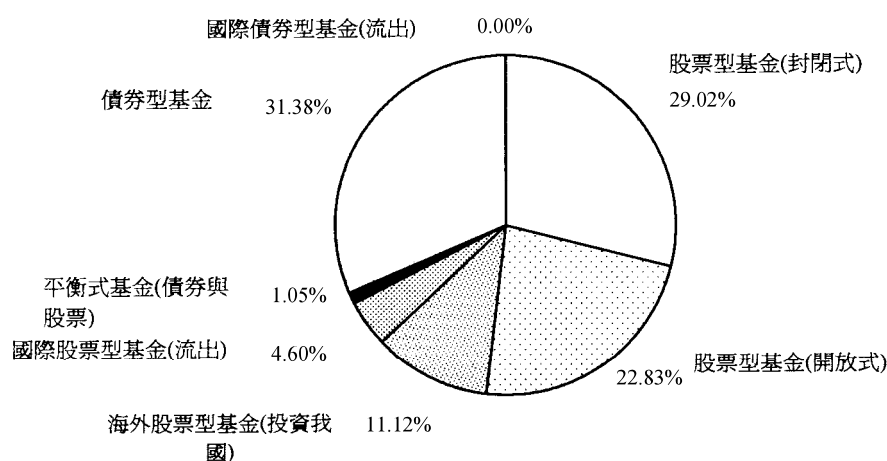
在基金種類、支數、及經管的資產規模等方面，均呈現急遽的成長。基金總數自 1996 年底的 119 支，增加至 2002 年 6 月的 346 支；同期間基金規模則自新台幣 4,500 億元成長至新台幣 2 兆 7 百多億元。

## 2. 債券型基金的市場佔有率超過 80%

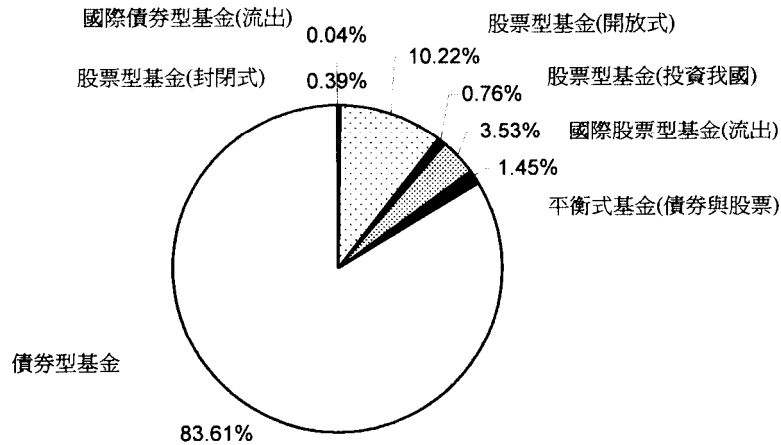
台灣的基金市場目前只有股票型基金、債券型基金與平衡式基金（股票與債券混合）三大類，並無名符其實的貨幣市場基金，惟債券型基金實際上係短期性週轉率極高的理財型基金，投資標的之百分之七十為貨幣市場工具，因此具有貨幣市場基金的功能。同時，債券型基金不論在資產規模、市場佔有率及成長速率上，均領先股票型基金。截至 2002 年 6 月，債券型基金雖僅 83

支，資產規模達新台幣 1 兆 7,333 億元，佔共同基金總資產之 83.6%，其市場佔有率自 1998 年 7 月起超過 50%；其他種類的基金，特別是股票型基金，明顯受到債券型基金成長的壓制而呈此消彼長的現象。台灣的股票型基金肇始於 1983 年，至 1997 年以前，一直主導共同基金產業之發展。隨著債券型基金的急速成長，股票型基金的市場佔有率自 1997 年 8 月的 63%，逐漸下降，至 2002 年 6 月只剩下 15%（圖 4）。從貨幣政策的角度來看，2002 年 6 月底債券型基金的規模約為存款貨幣機構活期性存款餘額的 36%，貨幣總計數 M1B 期底值的 33%，債券型基金的未來發展對整體金融產業的影響值得密切注意。

圖 4 1997 年 8 月我國共同基金市場結構



2002年6月我國共同基金市場



3. 債券型基金具貨幣市場共同基金性質。美國之債券型基金係投資中長期政府債券或公司債，固定配息，買進贖回需 7 至 10 個營業日。我國債券型基金明顯不同，投資標的中 70% 為一年期以內到期之貨幣市場工具，不分配孳息，贖回變現僅需 1 日，再根據債券型基金贖回的月週轉率為 44.2% 來看，資金平均每 2.3 個月進出一次，其交易行為與活儲相當。除不能簽發支票外，性質上較類似美國之貨幣市場共同基金（詳見表 5）。

表 5 我國債券型基金與美國基金之比較

	我國債券型基金	美國貨幣市場共同基金	美國債券型/固定收益基金
投資組合	75%投資債券 RP、銀行存款及現金等一年期以內到期之工具，25%投資公司債及金融債券。	投資短期票券、國庫券、一年期以下附買回交易、及銀行存款等貨幣市場工具。	以不同方式組合，投資政府公債及公司債等中長期(債券期限多為 20 年以上)債券，10%以下以現金方式持有。
變現性	贖回僅需 1 日	一定期間內可以簽發固定金額或次數之支票提領現或轉帳	贖回需先通知，作業時間 7~10 營業日
手續費	進出免手續費	以支票提領部份免手續費	每次贖回須扣手續費
配息	不分配孳息	定期配息，每年宣佈	定期配息，每年宣佈
利率水準	投資收益率反映貨幣市場利率水準	投資收益率反映貨幣市場利率水準	投資收益率反映資本市場利率水準
風險	未強制需經信用評等	風險低	風險經評等

參考資料 Investment Company Institute(1997), Baumol(1990).

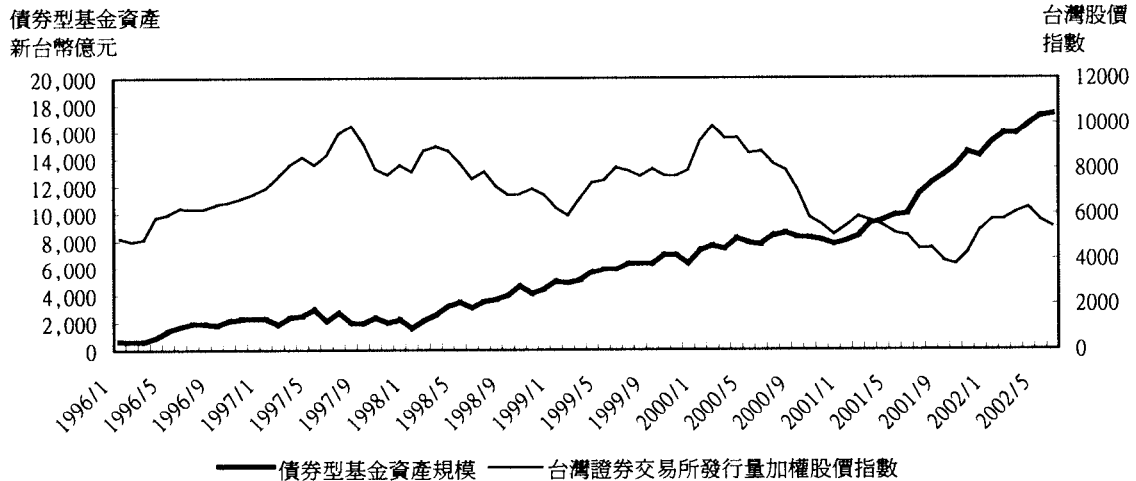
(二) 債券型基金的成長與發展

台灣的債券型基金在 1990 年代正式興起，當時的角色是作為股票市場的附屬，其

規模之起伏亦與股市的漲跌息息相關。債券型基金最初的設計是作為股市資金的暫泊站，具有開放式基金結構、高度的變現性、有免

稅的利基、以及較定存略高的平均收益率，前，股市愈熱，債券型基金的交易也愈熱絡因此，在 1997 年 6 月亞洲金融危機爆發以（圖 5）。

圖 5 我國債券型基金規模與股價指數



惟在亞洲金融危機影響台灣的股市表現之後，投資人將資金撤離股市，債券型基金以免稅、流動性高、及較高收益率等特性，轉而吸引大量的資金，其規模節節攀升，逐漸成為台灣重要的短期資金理財工具，不再僅是股市資金的暫泊站。

### (三) 債券型基金對金融市場及貨幣政策的影響

債券型基金規模不斷擴張，台灣的金融市場結構因而發生重大的變革。基本上債券型基金對金融市場的影響有下列幾項：

- (1) 成為資金中介，活絡債券次級市場；
- (2) 有利新發行公司債之流通，促進直接金融蓬勃發展；

- (3) 有礙貨幣市場發展；
  - (4) 降低傳統銀行的金融中介功能；
  - (5) 影響貨幣總計數的成長
  - (6) 債券型基金的評價問題與利率風險
- 茲分述如下：

#### 1. 活絡債券次級市場

由於債券型基金平均投資債市（含附買回交易）的比例約為 60%，隨著債券型基金規模的擴大，其投入債券市場交易的金額亦明顯成長。債券型基金投資我國債券買賣斷的餘額，自 1997 年 1 月底之新台幣 384 億元，提高至 2002 年 6 月之 6,544 億元，成長了 17 倍，約占該月底公司債與金融債券發行餘額之 55%；至於對債券附條件交易之投資亦見穩定成長，其高週轉率的投資傾向則衝

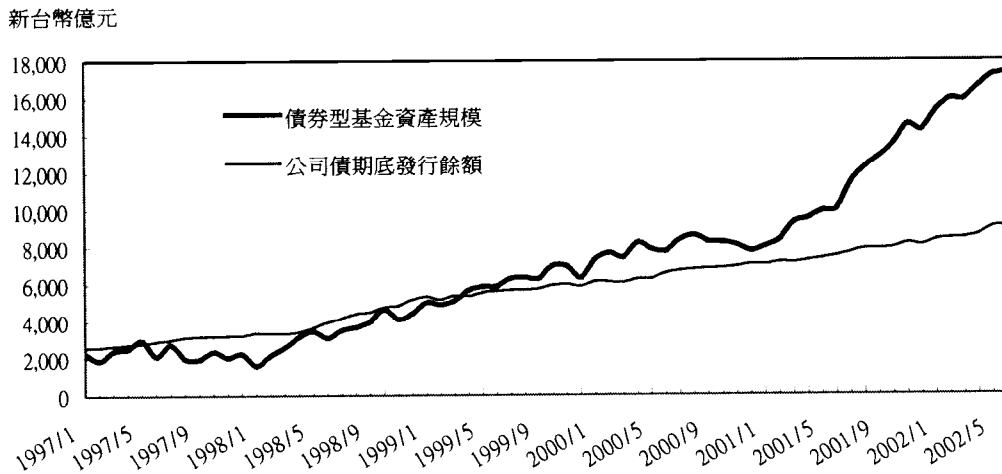
高了債券附買回市場的交易量。由於債券型基金的穩定投入，活絡了債券次級市場的交易，使債市更具效率。

### 2. 有利公司債發行、促進直接金融

債券型基金因競爭激烈，以投資公司債追求高收益率，因此，債券型基金之規模擴增也提高了對公司債的需求。2002年6月底，債券型基金投資公司債之餘額為新台幣4,622億元，相較於1997年初的新台幣1,980

億元大幅增加，佔公司債發行餘額的51%，顯示殖利率走低固然是企業爭相發行公司債的一重要因素，但債券型基金規模擴增導致對公司債之需求增加，亦有效刺激公司債之發行（圖6）。受到債券型基金對公司債需求持續增加的影響，台灣債信良好的企業傾向於以發行公司債籌資，此直接金融之發展不但衝擊傳統銀行的貸放業務，亦隱含授信品質的惡化。

表6 債券型基金規模與公司債流通在外餘額



### 3. 有礙貨幣市場發展

美國基金市場中的貨幣市場基金是貨幣市場的最主要投資者，對健全貨幣市場的發展有極大的貢獻。反觀我國因債券型基金的高度成長，妨礙了貨幣市場基金的發展，因為我國的債券型基金主要作為短期性的理財工具，具有貨幣市場基金的功能，故即使「共同信託基金管理辦法」已於2001年11月通過使貨幣市場基金之設立已有法源，信託業者對募集貨幣市場基金仍無太大意願，

即因考慮債券型基金的同質又兼具免稅的競爭問題。另一方面，雖然債券型基金具備貨幣市場基金的理財功能，其投資標的在扣除30%左右的公司債之後，剩餘部分包括37%左右的銀行定存及33%左右的附買回交易，未投資其他貨幣市場工具如商業本票等，未能如真正的貨幣市場基金般具有促進貨幣市場發展的功能。相較於公司債市場的蓬勃發展，短期票券（包括：國庫券、商業本票、銀行承兌匯票及可轉讓定存單等）發行餘

額，於 1999、2000 及 2001 年分別減少了 14.8%、11.2%及 17.6%。

#### 4.降低傳統銀行的金融中介功能

鑒於債券型基金具有若干貨幣市場基金特性，因此債券型基金的大幅成長對銀行存款流失有相當程度的影響。債券型基金的主要客戶為企業法人與股市大戶，儘管債券型基金所吸收的資金最後仍回流銀行體系，但對個別銀行，尤其是中小型銀行的存款來源大受影響。我國主要金融機構的定期性存款年增率在 1998 年尚高達 12.9%，於 1999 年及 2000 年則驟降至 3.4%與 3.1%；2001 年進一步下跌至 1.5%。

另一方面，債券型基金的興盛有助長直接金融的作用。自 1998 年以來，國內整體資金需求不強，加上商業本票及公司債發行利率漸次降低，企業利用直接金融等籌資愈益普遍，導致銀行放款年增率逐年下降。我國國內主要金融機構對民營企業的放款年增率自 1997 年的 11.8%下跌至 2000 年的 3.0%；2001 年轉呈衰退 4.0%。有能力以較低成本發行票債券者，多為債信良好之中大型企業，銀行流失這些客戶，不僅是放款業務量的縮減，也隱含其平均放款品質的惡化。銀行經營績效下降而陷入瓶頸，勢必走向合併、或尋求拓展投資銀行業務之路。

如前所述，傳統商業銀行的金融中介角色已受到挑戰，央行貨幣政策的傳遞亦受到影響。Edwards (1996) 指出，金融中介的結

構變化（即直接金融取代間接金融）將使貨幣政策的有效性降低，因為銀行體系原為中央銀行進行貨幣政策操作（如：公開市場操作與貼放窗口）的主要管道。因此，當銀行的金融中介角色式微，中央銀行的貨幣政策必須加以調整以確保有效性。

#### 5.影響貨幣總計數的成長

債券型基金逐漸替代銀行存款，導致存款貨幣機構的存款大量流失，這對央行貨幣政策產生二大影響：（1）貨幣總計數的成長明顯受影響，帶來「失蹤貨幣」的問題，與（2）金融中介的變化。

貨幣總計數 M2 目前仍為我國央行執行貨幣政策的中間目標，每年底央行均會公布次年的 M2 成長目標區。我國 M2 年增率自 1997 年 1 月的 10.29%逐步下降，至 2002 年 6 月為 3.75%，同期間，我國債券型基金對貨幣總計數 M2（期末）之比率，亦由 1.6%上升至 8.7%，債券型基金的快速成長會導致銀行存款流失，進而降低貨幣總計數 M2 的指標性（鄭秀芬, 2002）。針對此，我國中央銀行已於 2002 年 3 月起按月於金融情況分析新聞稿中公布 M2 加計企業及個人持有債券型基金之年增率供參考。

而在金融穩定方面，美國貨幣主管當局如 Fed、OCC 對貨幣市場基金監控甚嚴，係因貨幣市場基金之移動較銀行存款更難以預測，加重貨幣當局控制資金流量與流向的困難度，以及大量資金進出將使貨幣市場利率

波動幅度擴大，影響金融市場穩定。我國之債券型基金擴展迅速，資金大量進出債、貨市，對金融市場亦造成一定的衝擊。

#### 6. 債券型基金的評價問題與流動性風險

我國的債券型基金長久以來因為公司債分券發行與作價的問題，其淨值計算似無法反映實際收益率，潛在 mark to market 的計價

風險。分券後的公司債過度集中於有限的債券型基金，萬一發行公司發生財務困難，債券型基金將蒙受損失，由於缺乏存款保險及流動準備等安全機制，一旦發生投資人贖回風潮，將可能造成骨牌效應，影響金融體系產生動盪。

### 九、美國基金產業發展經驗之啟示-兼論我國共同基金之問題與對策

我國的共同基金為近十年來所發展出最重要的金融市場工具之一，與貨幣市場及證券市場的發展息息相關，甚至影響整體金融市場的交易結構。美國的基金市場已臻成熟，其發展經驗與相關政策，均可作為我國發展健全及有效率的基金市場的借鏡。

#### (一) 導正我國債券型基金成為長期性投資工具

我國共同基金市場的最大問題是欠缺均衡的發展。一個健全的共同基金市場，其基金結構與規模應與證券金融市場相稱，扮演各該市場穩健而長期的資金來源角色。以美國為例，股票型基金的規模最大，貨幣市場基金次之，債券型基金較小，即使市場佔有率有高低變動，也與當時的金融環境與市場變化密切相關。

我國因欠缺明符其實的貨幣市場基金，債券型基金作為貨幣市場基金的短期性用途，投資組合卻以公債 RP 與公司債為主，挾免稅特質鉅幅擴張，扭曲了市場資金的配

置。因此，儘管我國的共同基金規模至 2001 年底已突破新台幣 1 兆 7 千億元，卻未具備穩定貨市、股市、與債市的功能。

為健全我國之共同基金市場，實有必要導正債券型基金，促使其轉型為真正的中、長期性的債券型基金。可行之方法為明訂債券附買回交易為貨幣市場工具。由於債券型基金為了因應高流動性的資金需求，故其投資組合中，除了約 35% 的銀行存款外，到期日在 3 個月以下的債券附買回交易所佔比重平均超過 30%。為調整債券型基金改以真正的長期債券投資為目標，首先必須釐清附買回交易的屬性。美國的金融法規，明確規定無論何種證券，只要到期日在 1 年以下者，即屬貨幣市場工具。因此可比照將債券附買回交易 (RP) 到期日在 1 年期以下者明訂為貨幣市場工具；並修訂「證券投資信託基金管理要點」及「共同信託基金管理辦法」，規定非貨幣市場基金投資貨幣市場工具的比例不得超過一定的百分比，例如 10%，以促

使債券型基金朝長期投資的方向調整。

## （二）改善目前債券型基金實質免稅的不公平現象，以健全共同基金之發展

公債利息免徵所得稅、資本利得免稅、以及債券型基金不分配孳息，造成債券型基金的實質免稅特性，為債券型基金之所以鉅量成長的主要原因。稅制的公平是各項金融工具能否健全發展的前提，債券型基金獨享免稅的優勢，不惟造成其規模的不正常成長，亦扭曲債券市場與其他金融市場的發展。

從租稅公平、政府財政、及債券市場與共同基金市場的長期發展來看，政府實有必要儘快制定一套合理的債券市場課稅制度，例如已被討論多時的：（1）債券持有者之利息收入及附買回利息收入均採分離課稅或就源扣繳，（2）對基金未分配之收益課徵所得稅等，俾以導正債券型基金的不正常成長，以及債券市場參與者的失衡現象，也有利於建構債券殖利率曲線。

因復徵公債利息所得稅可能導致債券型基金的資金流失，是不可忽視的問題；但只要循序漸進且妥善規劃，在目前低利率的環境下，可減輕抗爭的壓力，也較不擔心資金流失，應該是處理這個問題的好時機。

## （三）儘速制定貨幣市場基金管理辦法

「共同信託基金管理辦法」於 90 年 11 月公布後，貨幣市場基金之設立已有法源基礎，待財政部洽中央銀行訂定「貨幣市場基

金管理辦法」後，貨幣市場基金即可開始募集，此對健全我國之共同基金市場有正面的意義。

美國的證期會與其他金融主管機關如 Fed，OCC 等，除了對貨幣市場基金訂有嚴格的規範之外，對其他種類的共同基金基本上抱持著開放管理的態度，只要明確揭露於各基金之公開說明書，以及秉持「善良管理人責任」，避免關係人交易及過度集中投資，則各基金可自由調整其投資組合。貨幣市場基金之所以必須受到嚴格的規範（詳前五之（二）貨幣市場基金之管理規則），係因其與銀行存款有相當高的替代性，具若干支付工具功能，卻不具存款保險等對投資人之安全保障，故站在保護投資人與維持國家支付系統安全的立場，須對貨幣市場基金的投資標的必須加以嚴格的規定，要求極高的信用評等或附擔保，充足的流動準備等。

我國除須儘速制定「貨幣市場基金管理辦法」，以平衡基金產業的發展，在制定相關規定時，宜參酌國外的相關法令精神，並考慮我國的金融發展情勢，審慎訂定。

## （四）整合基金業之管理法規

由於我國的基金產業發展之初，未有完整的法令系統加以規範，目前若擬調整基金產業的結構，勢必重新整合並修正對基金產業的管理規定。

美國對於投信投顧業與信託業均視為可募集共同基金的機構，只要其以投資公司的

組織申請設立共同基金，即需接受「投資公司法」的規定，此即所謂的「功能性管制」(functional regulation)的精神。反觀我國對於共同基金之設立與募集有兩套規定及不同的主管機關：

(1) 投信投顧業者僅能從事「證券投資信託基金」，證期會為主管機關，相關規定為「證券投資信託基金管理辦法」；

(2) 「信託業法」於89年通過後，原來的商業銀行信託部可改制為信託業，與其他的信託業者同受財政部金融局的管轄，從事範圍較廣的共同信託基金業務，包括貨幣市場基金與其他動產信託業務，相關規定為「共同信託基金管理辦法」。

如果主管機關沒有同步增加投信業可以投資項目或者對信託業募集基金作統一管理，那麼投信投顧和信託業兩者出現不公平

競爭。在此二套法令系統之下，衍生了相當多的問題，包括：

(1) 投信投顧業者與信託業者可從事的基金業務不同；

(2) 業者營運範圍、組織結構、專業人員任用等有不同規定；

(3) 風險管理與投資組合之限制不同；

(4) 就調整債券型基金的體質的影響而言，由於投信投顧業者不能從事貨幣市場基金業務，因此若修改法令導正其往長期性債券投資方向，其債券型基金將蒙受大量的資金流失，勢必引起反彈。

最合理的方式為，整合財政部對共同基金的管理規章，以功能性規範為法令制定的精神，讓所有可從事基金業務的證券、金融機構可募集的基金種類相同，並接受相同的規範與管理。

## 十、總 結

本文檢視了美國基金產業的發展，發現美國退休金制度之建立係促使共同基金市場於1980年代起蓬勃發展的主因，可歸因於退休基金為共同基金市場的重要機構投資人，有效引導共同基金成為穩定與長期性的資金中介；而美國共同基金產業的興盛，也著實促進了美國資本市場與貨幣市場的健全發展。

此外，美國共同基金有獨立的董事會與資金保管制度，收益強制分配及相關所得稅

制亦具公平性；妥善完整的法令規章亦為引領市場健全發展的首要條件。

然而，美國共同基金於1980-1990年間大量興起，對金融體系產生重大影響，例如：第一，共同基金成為重要的金融中介，吸收大量的銀行存款，對傳統的商業銀行業務造成衝擊；第二，共同基金的資金進出影響資本市場的價格變動；第三，促進直接金融的盛行，間接引發金融產業的變革；第四，美國金融法規因而檢討修正，允許銀行



以控股公司型式兼營證券業務以提昇競爭力等。

美國共同基金日漸取代銀行存款成爲重要的金融中介，對美國 Fed 貨幣政策目標機制的轉變亦有相當的影響。在 1980 年代 Fed 仍以貨幣總計數爲主要的貨幣政策目標，貨幣市場基金的蓬勃發展使得貨幣總計數年增率的下墜，Fed 經過嚴謹的實證研究後修正貨幣總計數的定義，將個人及家庭持有之貨幣市場基金扣除個人退休金帳戶及金融機構持有後的餘額納入 M2，企業與機構持有之貨幣市場基金扣除金融機構與政府機構持有的餘額計入 M3，以提高貨幣總計數正確反映其與經濟成長間變化的穩定關係。然而，1990 年代 M2 年增率再度下墜，引發是否該將債券型基金與股票型基金納入貨幣定義的爭議，學者專家經過長期的分析後並未達成一致的結論。惟 Fed 在評估貨幣政策的有效性後，發現隨著金融商品不斷創新，貨幣總計數作爲貨幣政策指標的重要性逐漸降低，因此逐

漸修正貨幣政策目標機制轉向以利率政策爲主。

我國的基金產業雖蓬勃發展，惟因債券型基金之定位與貨幣市場基金重疊，以及相關稅制法規系統尚未建制完整，以致衍生出有礙金融市場穩健發展的許多問題，對央行貨幣政策亦有影響。債券型基金規模迅速擴張，已達新台幣 1 兆 7 千億元，其資金進出影響金融市場的利率波動。此外，由於公司債分券作價的問題影響債券型基金的評價，潛藏的流動性風險亦有可能引發系統風險。

爲有效健全我國的共同基金市場，債券市場的稅制與公司債發行制度之改革刻不容緩，債券型基金之評價與流動性問題亦需有效解決，相關之管理法規則需妥善完整修訂。至於債券型基金目前以外加的方式來補充 M2 指標功能應屬適當，未來是否宜納入貨幣總計數予以監控，或者貨幣政策目標是否應予修正，則需經過詳實的實證分析後始得確定。

## 附 錄

### 美國投資公司法之法規 2a-7 (Rule 2a-7 of the Investment Company Act of 1940)

#### 概述：

凡共同基金的名稱中含有「貨幣」(money)、「現金」(cash) 或同義字者，皆須遵守並符合「投資公司法」之法規 2a-7。一般而言，開放式共同基金須以現時市價 (cur-

rent market value) 評價其所投資之證券；但是，法規 2a-7 允許貨幣市場基金以「成本攤提法」(amortized cost method) 或「美分進位法」(penny-rounding method) 作爲投資證券的評價方法。事實上，法規 2a-7 的要求

在於提供貨幣市場共同基金有關投資之品質、多樣化、及到期日等的安全保障。

「成本攤提法」：貨幣市場基金每股淨值之計算，係以基金所投資證券的取得成本調整折溢價攤提為評價基準。此法為投資管理業者最常用的方法。

「美分進位法」：貨幣市場基金每股淨值之計算（每股訂價為 1 美元），係以基金所投資證券的現時市價（或由董事會本誠信原則所決定之價格），進位至百分之一（即一美分）。

評價前提：

1. 董事會決議該方法對基金或股東而言為維持一穩定淨值之最有利計價方法，並可持續合理反映基金的每股市價。

2. 投資品質－貨幣市場基金之投資組合標的限定為以美元計價之證券，在取得時之信用風險極低且為「合格證券」。

3. 投資分散－根據貨幣市場基金的不同特性，例如：應稅、免稅、或單一州稅免稅等，貨幣市場基金必須符合特定的分散投資要求。

4. 投資到期日－貨幣市場基金為達成維持穩定的每股淨值的目標，必須維持投資組合適當之加權平均到期日（在 90 天以內）。

#### 投資組合之品質要求

貨幣市場基金所投資的每一證券，均需符合下列三項要件：

1. 以美元計價

2. 最低信用風險：由董事會根據信用品質的相關評估要素及大型信用評等機構對該證券的評等決定是否符合最低信用風險要件。所謂的信用品質評估要素則包括：證券發行者之現金流量情形、盈利狀況、資產負債表、應變能力、競爭力、成本結構、資本需求、償債能力、流動準備、緊急短期週轉能力等。

3. 合格證券（eligible securities）：貨幣市場基金只可投資「合格證券」。對於有經大型信評機構加以信用評等的證券而言，合格證券係指在投資當時之剩餘到期日在 397 天以下者，且信用評等為最高之二級。未經大型信評機構評等的證券一般而言無法充當合格證券。有資產作抵押擔保所發行的證券不算是合格證券，除非擔保資產全屬政府證券或經信用評等。

#### 投資分散原則

法規 2a-7 對貨幣市場基金的分散投資規定詳細，根據基金是否應課稅而有不同要求。一般的原則為：

2. 對單一發行者所發行證券的投資總額不得超過基金總資產的 5%；

3. 投資某一種最優良債信評等的證券（第一級證券）上限可達總資產之 25%，惟期間最長為 3 日，目的為避免過度投資單一證券。

4. 對次級證券（信用評等非最佳者）的總投資額不得超過基金資產的 5%；單一次級

- 證券的投資額不得超過基金資產的 1%或是 1 到期日不得超過 397 日；  
百萬美元。 2. 非使用「成本攤提法」計算淨值之貨幣市場基金所投資之政府證券剩餘到期日不得超過 762 日；
5. 投資附買回契約視同投資其標的證券。 3. 加權平均投資組合到期日必須維持在 90 日以內。
- 投資組合到期日**
1. 貨幣市場基金投資之任一證券其剩餘

## 附 註

- 1 Investment Company Institute (2002) .
- 2 根據美國 Federal Reserve Bulletin 資料計算。
- 3 Investment Company Institute (2001) .
- 4 Reid (2000) 。
- 5 資料來源：Fed "Flow of funds Accounts of the U.S", June 9, 2000.
- 6 Reid (1997) 根據 Fed 編製的美國資金流量表 (Flow of Funds Accounts of the U.S.) 的統計。
- 7 資料取材自：游淑雅 (2001) 。
- 8 見陳蘭會、何如克 (1999) 。
- 9 由於相關規定明訂於美國國稅條例 (Internal Revenue Code, IRC) 第 401 條 k 款中，因此簡稱 401(k) 計畫。
- 10 稅負優惠有一定上限，2000 年約為 9,500 美元，每年依通貨膨脹率調整。
- 11 2000 年底，IRA 總資產為 2.7 兆美元，除了購買共同基金佔 46% 為最高外，其次為透過券商投資證券佔 34%，銀行存款及壽險公司則各佔 9%。
- 12 整體金融機構包括商業銀行、儲貸機構、保險公司、退休基金、信託業、共同基金與融資公司等。
- 13 引自 ICI (2001, June 30) 的資料。
- 14 Edwards (1996) 。
- 15 根據 D'Artista 與 Schlesinger (1993) 的主張，與銀行相同的安全與穩定規章包括風險性資本適足比率，存款準備，公平貸放法規與社區轉投資法案 (Community Reinvestment Act) 的相關規定。
- 16 1978 年制定的「充分就業與均衡成長法案」(Full Employment and Balanced Growth Act of 1978, 又稱「Humphrey-Hawkins Act」) 的主要宗旨，係要求 Fed 應維持相當於長期經濟成長所須之貨幣與信用總計數之長期成長，俾有效達成充分就業、穩定物價及調節長期利率之目標。為達成此一宗旨，Fed 主席應於每半年提交國會的報告中，公布所訂之貨幣及信用總計數成長目標與計劃。惟該法案於 2000 年屆期。
- 17 美國在 1990 年代因共同基金的迅速成長導致貨幣總計數 M2 的下降，學者稱此現象為「失蹤貨幣」(missing money) (Duca, 1993) 。
- 18 Regulation Q 當時規定銀行存款利率之上下限。
- 19 Duca (1994) 。
- 20 Carlson and Samolyk (1992) 。
- 21 葛林斯班於 1994 年呈交美國國會的貨幣政策報告中明指，M2 及 M3 在貨幣政策決策過程中的重要性已經大為降低。

## 參考文獻

- 陳蘭會、何如克（1999），「國際退休金制度的演變及趨勢探討」，國際經濟情勢週報，第一三〇〇期，9月。
- 鄭秀芬（2002），"債券型基金對貨幣總計數 M2 之影響"，中央銀行經濟研究處，3月。
- 游淑雅、陳慧明、方慧娟、黃晶晶（2001），"退休金制度及其資產管理對總體經濟金融的影響 - 對我國相關制度規劃之芻議"，中央銀行經濟研究處，11月。
- Carlson, John B. and Samolyk, Katherine A. (1992), "The M2 Slowdown and Depository Intermediation: Implications for Monetary Policy", *Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland, September 15.
- D'Arista, Jane and Schlesinger, Tom (1993), "The Emerging Parallel Banking System", *The Financial Services Revolution*, 1997, Chapter 20, IRWIN Professional Publishing. Pp.485-504.
- Duca, John V. (1994), "Commentary on the Empirical Properties of a Monetary Aggregate That Adds Bond and Stock Funds to M2", *Review - Federal Reserve Bank of St. Louis*, Nov. 1994, Vol. 76, Iss. 6; Pp.67-70.
- \_\_\_\_\_ (1993), "Regulation, Bank Competitiveness, and Episodes of Missing Money", *Economic Review - Federal Reserve Bank of Dallas*, Second Quarter. Pp.1-17.
- Edward, Franklin R. (1996), "The Changing Structure of Financial Intermediation and the Effectiveness of Monetary Policy", *The New Finance - Regulation and Financial Stability*, the AEI Press, Pp.100-119.
- Fortune, Peter (1997), "Mutual Funds, Part I: Reshaping the American Financial System", *New England Economic Review*, July/August 1997, Pp.45~72.
- Investment Company Institute (2002), *Mutual Fund Fact Book*, 42st Edition.
- \_\_\_\_\_ (2001), *Mutual Fund Fact Book*, 41st Edition.
- \_\_\_\_\_ (2001, June 30), *Mutual Funds and the Retirement Market in 2000*, Fundamentals- Investment Company Institute Research In Brief, Vol. 10/ No. 2 June 2001[Online]. Available : <http://www.ici.org/pdf/fm-v10n2.pdf> (2001, June 30)
- Mehra, Yash P. (1997), "A Review of the Recent Behavior of M2 Demands", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Volume 83/3, Summer.
- Pierce, James L (1994), "Comments on "the Parallel Banking System"", Investment Company institute.
- Ramsour, David L. (1993), "Nonbank Inroads Loosen Fed's Grip", *ABA Banking Journal*, American Bankers Association, September.
- Rea, John and Marcis, Richard (1996), "Mutual Fund Shareholder Activity During U.S. Stock Market Cycles, 1944-95", *Perspective*, Volume 2, Number 2, Investment Company institute, March.
- Rea, John (1996), "U.S. Emerging Market Fund: Hot Money or Stable Source of Investment Capital?", *Perspective*, Volume 2, Number 6, Investment Company institute, December.
- Reid, Brian (2000), "The 1990s: A Decade of Expansion and Change in the U.S. Mutual Fund Industry", *Perspective*, Volume 6, Number 3, Investment Company institute, July.
- \_\_\_\_\_ (1997), "Growth and Development of Bond Mutual Funds", *Perspective*, Volume 3, Number 2, Investment Company institute, June.