

保險業的外幣投資的行為分析 (寶島債/國際債)

結案報告書

委託研究單位：財團法人台北外匯市場發展基金會

研究單位：國立政治大學風險管理與保險系

計畫主持人：謝明華 (國立政治大學風險管理與保險系副教授)

協同主持人：蔡政憲 (國立政治大學風險管理與保險系教授)

邱于芬 (東吳大學財務工程與精算數學系副教授)

李宜熹 (東吳大學財務工程與精算數學系助理教授)

研 究 員：郭昭廷 (國立政治大學企業管理研究所碩士生)

中 華 民 國 一 〇 七 年 十 二 月 五 日

摘要

根據 2017 年底的統計數據，我國壽險業可運用資金規模占全體保險業的 98.9%。此外，臺灣壽險業從事國外投資金額占全體保險業的占比為 99.6%。由此可知壽險業主導了我國保險業中外幣計價投資的份額與行為。對此，本研究主要以壽險業為研究對象，從供給及需求構面分析其之外幣投資行為，並進一步探討對應的風管實務與監理機制，最後，對壽險業投資國際板債券提出政策建言。

在 2000 之前，臺灣壽險業的主要投資標的以政府公債為主體。然而，國內市場利率卻自 2000 年代起持續下探，導致壽險業 90 年代發行之傳統保單存在嚴重的利差損問題。此外，在國內可投資工具不足且收益性不佳的情境下，致使壽險業有殷切的海外投資需求，期尋覓較高報酬與更多元的投資機會（需求面）。我國雖自 2005 年即創設國際板債券市場，於櫃買中心提供外幣計價債券的投資管道並不斷強化市場制度與機能（供給面），但其之需求面一直無法有效提升。對此，金管會於 2014 年實施之「金融進口替代」政策，以壽險公司為主要施行對象，修正保險法第 146 條之 4，放寬了保險業投資國內上市（櫃）買賣之外幣計價股權或債券憑證之金額可不計入國外投資限額的法令。值此，國際板債券的發行金額旋即超越政府債券的發行金額，且其流通餘額也迅速攀升。

依據櫃買中心的統計，保險業（壽險業）占國際板債券（含寶島債）近八成的認購額。就發行市場而言，國際債（除寶島債外）多為三十年期以上美元計價者，投資者幾乎為壽險業；而寶島債的發行期限多為五年以下之人民幣計價者，主要投資者為銀行業、壽險業次之、證券業再次。由此可知壽險業的投資行為，係將國際債（除寶島債外）作為長期性的核心投資，而寶島債當作短中期性的衛星投資。

隨著海外投資限額的日益放寬，我國壽險業的國外投資金額與比重逐年快速攀升。至 2017 年底，全體壽險業的國外投資金額已超過 14 兆新臺幣，如此

大數額與高比率的外幣計價資產規模，顯見我國壽險業面臨極大的匯率風險，同步彰顯外匯風險管理與監理體系的重要。實務而言，保險業的外匯風險管理在執行交易前通常會預先訂定可承受風險的上限、規劃最適避險比率、選擇適當的避險策略與工具、並審慎評估每一交易對手的信用狀況，給予合適之曝險限額，以避免風險過度集中。在交易執行後，會例行性監控風險值變化及交易對手的曝險狀態、重大波動時進行情境模擬及執行因應措施、定期進行壓力測試與敏感性分析等作為持續監控與管理外匯風險，並於最近一期的風管委員會及董事會進行彙報。

由於壽險業每年需耗費巨額心力與成本進行外匯的避險規劃與交易，在考量監理需求、保險業財務穩健性及避險策略等要素後，金管會業於 2012 年建立壽險業的外匯價格變動準備金機制，使壽險業得以較具彈性方式管理匯率風險及降低避險成本，進而強化清償能力及健全財務體質。依據壽險公會的對該制度的實施成效報告顯示，該制度實施之成效與其設立之目的相符。惟鑑於壽險業的國外投資比率大幅向上攀升，但外匯準備金卻沒有同步增加，對此，金管會業於 2018 年初修法調整外匯準備金的加速提存速率，期強化該機制吸收壽險業匯兌損失之能力。

基於如上，本團隊對於保險業投資國際板債券的行為，有以下七點中短期的政策面建議：1. 鼓勵發行者於多市場同步發行；2. 於國際板債券市場吸引/鼓勵（次級市場）的流動性供給者；3. 鼓勵商品多元化（次順位債、主權債等）的發行；4. 在 RBC 中應有更細緻的風險分類與計算方式以更精確地呈現國外投資的風險；5. 應該引進 Basel III 與 Solvency II 之 Pillar II 的觀念與作法於監理中；6. 不需太在意被贖回的風險；7. 對國外投資比例再多一層限額可以治標，但若以限定保單定價因子、調降佣金率、限制宣告利率的方式則較能治本，待壽險公司的資本比例高到某個水準後，再透過 RBC 與差異化管理導引壽險公司的國外投資。

目 錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景.....	1
第二節 研究目的.....	4
第三節 研究方法.....	4
第四節 研究限制.....	5
第二章 供給面.....	7
第一節 國際板債券的發展歷程.....	7
第二節 國際板債券的發行市場.....	9
第三章 需求面.....	21
第一節 保險業的國外投資動機.....	21
第二節 保險業參與國際板債券的情形.....	22
第三節 保險業的資金運用情形.....	26
第四章 風管面.....	35
第一節 保險業的國外資產配置行為.....	35
第二節 保險業的風險管理規範.....	42
第三節 保險業的匯率風險管理實務.....	44
第四節 外匯價格變動準備金.....	48
一、外匯準備金的提存方式與其上限.....	49
二、外匯準備金的沖減方式與其下限.....	49
三、外匯準備金的配套措施.....	49
四、外匯準備金的實施情況與成效.....	50
第五章 政策面.....	58
第一節 結論.....	58
第二節 建議.....	62
參考文獻.....	66
附錄 1：重要法規彙整.....	67
一、「保險法」第 146-4 條之沿革.....	67
二、「保險業辦理國外投資管理辦法」第 10 條之重要修法.....	69
附錄 2：保險業常用的匯率避險工具說明.....	70
一、匯率的直接避險的工具.....	70
二、匯率的間接標準避險工具.....	71
附錄 3：新臺幣計價海外債券 ETFs.....	73
一、發行面.....	73
二、需求面.....	75
三、風管面.....	77
四、政策面.....	79

附錄 4：期末報告審查意見及回覆.....	81
一、審查意見 A.....	81
二、審查意見 B.....	84

圖目錄

圖 1	臺灣壽險業國外投資統計.....	9
圖 2	臺灣債券發行金額.....	11
圖 3	臺灣債券流通餘額.....	11
圖 4	臺灣國際債券發行檔數：分幣別.....	12
圖 5	臺灣國際債券流通檔數：分幣別.....	13
圖 6	國際債券初級市場之產業別認購比例.....	23
圖 7	臺灣壽險業的資金運用比.....	27
圖 8	臺灣產險業的資金運用比.....	27
圖 9	臺灣壽險業的資產規模、平均負債成本、投資報酬率、十年期公債利率	28
圖 10	投資標的與其對應風險溢酬.....	39
圖 11	全體壽險業的資產配置比重.....	40
圖 12	臺灣保險業風險管理架構.....	43
附錄圖 1	六大壽險公司投資債券 ETF 概況	77

表目錄

表 1	臺灣國際債券市場的重要發展歷程.....	8
表 2	臺灣國際債券市場發行統計：分幣別.....	12
表 3	國際債券市場流通統計：分幣別.....	13
表 4	尚流通國際板債券之發行市場統計：專業投資人 vs. 一般投資人.....	15
表 5	尚流通國際板債券之發行市場統計（專業投資人）：分幣別.....	16
表 6	尚流通國際板債券之發行市場統計（專業投資人）：提前贖回權.....	17
表 7	尚流通國際板債券之發行市場統計（專業投資人）：提前贖回權.....	18
表 8	尚流通國際板債券之發行市場統計：發行年度 × 到期年限.....	19
表 9	尚流通國際板債券之發行市場統計：發行幣別 × 到期年限.....	19
表 10	尚流通國際板債券之發行市場統計：提前贖回權 × 到期年限.....	20
表 11	臺灣壽險業資金運用表.....	24
表 12	臺灣產險業資金運用表.....	25
表 13	臺灣壽險業的國外投資金額與比重：2016 年度.....	30
表 14	臺灣產險業的國外投資金額與比重：2016 年度.....	31
表 15	國際板債券市場的主要參與壽險公司（2017 年 6 月底）.....	32
表 16	國際板債券市場的主要參與壽險公司（2018 年 1 月底）.....	32
表 17	我國大型壽險公司 2007 年底國外資產配置比重.....	38
表 18	我國大型壽險公司 2007 年底國外固定收益證券配置比重.....	38
表 19	某大型壽險公司的國外資產別與貨幣別分布.....	41
表 20	臺灣保險業的歷年國外投資金額與比例.....	43
表 21	臺灣保險業的外匯避險交易前後所需注意事項.....	45
表 22	壽險公司的外匯準備金餘額.....	55
表 23	外匯價格變動準備金制度實施前後壽險公司曝險比率之變動.....	56
表 24	壽險公司的國外投資率與外匯準備率.....	57
附錄表 1	五大 ETF 發行投信資產規模變化.....	75

第一章 緒論

第一節 研究背景

我國債券市場創始於 1949 年，但直至 1991 年 12 月 3 日，亞洲開發銀行 (Asian Development Bank) 在臺灣、香港與新加坡等三地募資與流通的「小龍債券」(Dragon Bond)，才首度有以外幣 (美元) 計價的債券在台發行。由於當時我國並無外國發行人來台發行有價證券的正式法源，因此該次發行係以專案方式進行申請。至 2005 年 2 月起，金融監督管理委員 (簡稱金管會) 召開「研商規劃國際債券市場」規劃會議，進一步整合原規劃的「外幣計價債券計畫」與「海外轉換公司債回國掛牌」兩項方案，正式將外幣計價的債券市場定名為「國際債券市場」。並於同年 10 月 7 日發布「財團法人中國證券櫃檯買賣中心外幣計價國際債券管理規則」¹，自此正式確立了國際債券在台發行與買賣的法規架構與交易體系。惟 2006 年 6 月 7 日的修訂中，該規則的第三條明定國際債不得以人民幣計價發行；至 2012 年 11 月 9 日的再次修訂時，該規則不再排除人民幣發行者。臺灣首檔的國際債 (International Bond)，係 2006 年 11 月 1 日，由德意志銀行所發行的 3 年期美元計價債券；而臺灣首檔的寶島債 (Formosa Bond)²，係 2013 年 3 月 12 日，由中國信託銀行發行的 3 年期人民幣計價債券。

我國國際債券市場的發展自 2005 年正式啟航，惟國際債的發行量與交易規模並未有顯著成效。2014 年，金管會鑑於國內金融業國外投資金額甚鉅，而這些投資多透過香港與新加坡等地的國際金融機構為之，因此推行「金融進口替

¹ 參見 <https://goo.gl/WTs9JE>。

² 在中國大陸以人民幣計價所發行的債券稱為熊貓債 (Panda Bonds)，在香港以人民幣計價所發行的債券稱為點心債 (Dimsum Bonds)；在臺灣以人民幣計價所發行的債券，稱為寶島債 (Formosa Bonds)。關於寶島債的發行動機與參考架構，可參見鄭鳴、洪永淼 (2013)。

代」政策³，期將這些國外投資需求拉回在國內金融機構進行交易，此舉除可增加在台金融機構業務範疇、擴大國內金融市場發行與交易規模，更可促進國內金融人才培養的提升與就業機會的創造。因國內金融機構投資國外金融商品，最主要投資人為保險公司（逾 12 兆新臺幣⁴），而投資的主要商品為國際債券，爰政策先就保險公司為金融進口替代的主要施行對象，而國際債（含點心債等）為主要替代的金融商品。該政策首要階段的目標係供需的創造與媒合，更具體而言包括：透過法規的調整增進保險公司直接在國內進行投資的誘因（需求面），並增加在境內金融機構提供服務與商品之範疇（供給面）。其中，關鍵的觸媒係需求面的創造，而最主要的法規調整為 2014 年 6 月 4 日針對保險法 146 條之 4 的修正案，其放寬了保險業投資國內上市（櫃）買賣之外幣計價股權或債券憑證之金額可不計入國外投資限額。

臺灣「保險法第 146 條之 4」明定了我國保險業資金辦理國外投資額度的限制門檻，該條款歷經 1992、2003、2007、2011 與 2014 等年度的多次修法。在 1992、2003 與 2007 年的修法中，逐步將投資國外的資金比率上限由 5% 提升至 20%、35% 與 45%，此為保險業國外金融商品比例大幅增加的成因。而 2011 與 2014 年的兩次修法中，雖無調高國外投資比率，惟加入了不計入限額之排外標的項目⁵。其中，特別值得關注的是，2014 年的修法中增列了「保險業依本法規定投資於國內證券市場上市或上櫃買賣之外幣計價股權或債券憑證之投資金額」不計入國外投資限額之條款⁶，其對於我國的國際債市場之發行與交易，以及保險業的投資行為起了非常大的變化⁷。

³ 參見 <https://goo.gl/G83jKH>。

⁴ 保險事業發展中心（簡稱：保發中心）截至 2016 年 10 月的統計，其相較於 2015 年底的統計數據約 10 兆新臺幣，迅速增長約 2 兆新臺幣。根據金管會同期的統計，全體金融業美元曝險部位近 12 兆，其中保險業以美元計價投資部位約 11.5 兆新臺幣，銀行業約 9,000 億，證券業約為 1,619 億元。

⁵ 參見 <https://goo.gl/rDSA5Z>。

⁶ 參見 <https://goo.gl/H9cwzH>。

⁷ 惟鑑於我國壽險業投資於國際板債市的金額急遽升高，金管會業於 2018 年 8 月 23 日預告「保險業辦理國外投資管理辦法」部分條文修正草案，於該辦法第 10 條中明定保險業投資國際

就發行面而言，依據金管會的統計⁸，自上述放寬後至 2016 年 9 月底（約 2 年 3 個月）的統計，國際債（含寶島債）之發行檔數共計 395 檔，發行規模新臺幣 3 兆 1,681 億元，較修正前（2006 年 11 月 1 日至 2014 年 6 月 3 日，約 7 年半）發行金額新臺幣 1,373 億元，增加 23.07 倍，其中保險業投資金額達新臺幣 2 兆 4,603 億元，占整體發行金額 77.66%⁹。此外，依據櫃買中心的估算，保險業投資收益增加新臺幣 584 億元，相關證券商承銷及法律顧問業務收入增加約新臺幣 34.95 億元，政府稅收增加約新臺幣 105 億元。2017 年 6 月 14 日，金管會鑒於國際板債券具有發行人提前贖回條款者占相當比重，為利保險業資產負債配合之管理，增列保險業投資國際板可贖回債券訂有不可贖回期限者，自發行之日起至不可贖回期限屆滿日止，須至少滿 5 年之規定¹⁰。

另一方面，金管會鑒於保險業外幣投資部位比重不斷攀高，於 2012 年 3 月 1 日施行「人身保險業外匯價格變動準備金應注意事項」¹¹，並同步於「保險業風險管理實務守則」中增訂 5.1.7 外匯風險¹²。期透過外匯價格變動準備金機制，裨益壽險業以更具彈性方式管理匯率風險並降低避險成本，進而強化清償能力並健全財務體質。根據金管會 2017 年 1 月底的統計，壽險業外幣投資中約 74% 有避險，26% 未避險。由於當月新臺幣約計升值 2.84%，使得外匯價格準備金動用了約 136 億元，降至 305 億元水位。而自 2016 年初起新臺幣持續升值，更凸顯了我國壽險業的外匯風險管理機制之重要性。

版債券之總額加計應計入國外投資額度之合計數，不得超過保險業經核定國外投資額度之 145%。詳見 <https://goo.gl/RGDfLn>。此修正於 2018 年 11 月 21 日正式公布施行。

⁸ 詳見 <https://goo.gl/NCZn26>。

⁹ 依據保發中心 2015 年底的統計資料顯示，臺灣壽險業資金運用總額約新臺幣 18 兆 1,432 億元，國外投資金額約為 10 兆 4,163 億元，佔總體資金運用總額 57.41%。

¹⁰ 參見 <https://goo.gl/jFxUxN>。

¹¹ 參見 <https://goo.gl/e44vyt>。

¹² 參見 <https://goo.gl/2XANqM>。

第二節 研究目的

基於如上研究背景，可知保險業的外幣投資對於我國金融市場發展（特別是臺灣的國際板債券市場的發行與交易以及外匯市場的供給與需求）和金融監理政策與金融風險管理實務（特別是金融業的法律遵循、外匯曝險與管理等）均有重大的關聯。對此，本計畫以「保險業的外幣投資的行為分析（寶島債/國際債）」為題，期能達到如后四項研究目的：

- (1) 供給面：回顧我國國際債券市場的發展歷程，再針對我國「寶島債/國際債」的初級市場發行行為與次級市場的交易狀況進行分析。
- (2) 需求面：說明保險業（特別是壽險業）的行業特性、資金運用的演變及其成因，並進一步剖析保險業的外幣計價債券的投資行為，特別針對寶島債與國際債的持有動機與交易行為進行剖析。
- (3) 風管面：結合上述供給與需求面之分析，從市場風險、信用風險、流動性風險與資本管理等面向，研析我國保險業對國際債券投資部位之匯率風險控管實務操作方式與法令規範。
- (4) 政策面：綜合三個層面的分析結果，提出對我國保險業海外固定收益商品（國際債/寶島債）的金融市場發展政策與法規制定提出建言。

第三節 研究方法

本計畫將採質性的研究方法分析我國國際債券的供給、需求以及壽險業的風險管理。本計劃首先透過文獻回顧，彙整我國國際板債券市場的政策演進與法規沿革。其後，透過統計分析，瞭解該市場的發行與流通市場的變化，其主要分析的構面包含：發行人類別（本國/外國）、發行類型、計價幣別、發行條件、發

行金額、發行檔數、發行餘額等。並據此剖析我國保險業進行外幣投資（特別針對國際板的國際債與寶島債）的行為特徵與決定因素。其後，彙整我國保險業對於國際債券投資部位之匯率風險控管之實務操作方式。最後，綜合以上分析，提出對我國保險業海外固定收益商品投資的政策與法規建言。

第四節 研究限制

本計畫有以下三點研究限制，茲列示如后供讀者參詳：

(1) 法令收錄期間之限制

在本計畫之執行期間，相關法規有較大的變動，對此，本計畫盡可能將相關修正的法規納入結案報告中，法規的涵蓋期限截至 2018 年 11 月。

(2) 數據收集與分析的限制

供給面與需求面的數據，依據資料來源的不同與可取得性，大部分統計至 2017 年 7 月底或 2017 年 12 月底¹³，少部分統計至 2018 年 10 月。關於風管面的數據，由於無法自官方管道取得相關的細部資料，對此僅能就既有摘引既有文獻的統計數據進行評論分析¹⁴。

(3) 研究範疇界定之限制

本計畫的主題係保險業外幣投資行為之分析，主要研究標的為「國際板債券市場的國際債與寶島債」，惟在本計畫之執行期間，因相關法規有較大的變動¹⁵，因此，「新台幣計價的海外債券 ETF」(特別是美債) 市場成為另一個對應國際板債券市場消長的關聯議題。為求能將此新議題納入本計畫，但又不混淆讀者

¹³ 供給面的數據，由於櫃買中心官網 (<https://goo.gl/kwHL5H>) 所公開揭露的發行與流通資訊並未包含已下櫃者，因此研究團隊僅能就現有公告之資訊進行統計。

¹⁴ 詳見第四章第一節之說明。

¹⁵ 詳見第三章末之說明。

之閱讀，對此，研究團隊依據本計畫的為文架構（供給面、需求面、風管面與政策面），將「新台幣計價的海外債券 ETF」的內容置於附錄 3 中供讀者對照參詳。

第二章 供給面

本章先由國際板債券的供給面出發，研析我國國際債券市場的發展歷程，特別針對我國「寶島債/國際債」的初級市場發行行為與次級市場的交易狀況進行分析。

第一節 國際板債券的發展歷程

如第一章研究背景所述，我國債券市場創始於 1949 年，但直至 1991 年 12 月 3 日，亞洲開發銀行 (Asian Development Bank) 在臺灣、香港與新加坡等三地募資與流通的「小龍債券」(Dragon Bond)，才首度有以外幣 (美元) 計價的債券在台發行。由於當時我國並無外國發行人來台發行有價證券的正式法源，因此該次發行係以專案方式進行申請。至 2005 年 2 月起，金融監督管理委員 (以下簡稱金管會) 召開「研商規劃國際債券市場」規劃會議，進一步整合原規劃的「外幣計價債券計畫」與「海外轉換公司債回國掛牌」兩項方案，正式將外幣計價的債券市場定名為「國際債券市場」(以下簡稱「國際板債券」)。並於同年 10 月 7 日發布「財團法人中國證券櫃檯買賣中心外幣計價國際債券管理規則」¹⁶，自此正式確立了國際債券在台發行與買賣的法規架構與交易體系。惟 2006 年 6 月 7 日的修訂中，該規則的第三條明定國際債不得以人民幣計價發行；至 2012 年 11 月 9 日的再次修訂時，該規則不再排除人民幣發行者。

依據櫃買中心的定義¹⁷，外幣計價國際債券 (International Bond)，係指由國內、外發行人募集與發行或私募外幣計價債券，並於櫃買中心掛牌及交易的債券。以人民幣計價國際債券亦屬國際債券範疇，實務上另稱之為寶島債券 (Formosa Bond)。臺灣首檔的國際債，係 2006 年 11 月 1 日，由德意志銀行所發行的 3

¹⁶ 參見 <https://goo.gl/gbWehe>。

¹⁷ 參見 <https://goo.gl/323qci>。

年期美元計價債券；而臺灣首檔的寶島債，係 2013 年 3 月 12 日，由中國信託銀行發行的 3 年期人民幣計價債券。表 1 摘列國際板債券的重要歷史發展沿革。

表 1 臺灣國際債券市場的重要發展歷程

日期	事項
2005/10/7	建立外幣計價國際債券市場（國際板債券市場）
2006/11/1	德意志銀行發首檔美元國際債券
2012/11/9	開放人民幣得為我國國際債券計價幣別，並命名為寶島債券（寶島債）
2013/3/12	中國信託銀行發首檔寶島債
2013/8/27	建立國際債券分級管理制度（分為專業板與一般板）
2013/11/27	開放大陸註冊法人在臺發行僅售予專業投資機構之人民幣計價普通公司債
2014/6/4	放寬保險業投資國際債券不計入其國外投資限額後，國際債券發行市場開始蓬勃展，當年度發行量較前年成長 13 倍（新臺幣 531 億元 躍升至 7,196 億元）。
2014/6/26	擴大專業投資機構至專業投資人
2014/9/5	中國銀行臺北分行與中國建設銀行臺北分行為首批發行寶島債的大陸銀行
2014/12/4	開放外國中央政府發行國際債券
2014/12/29	放寬國際債券交易時間與交割期限彈性
2015/5/25	建立寶島債券殖利率曲線
2015/9/30	發布寶島債券指數
2015/11/16	金管會委託櫃買中心受理發行人申報普通公司債公開發行
2016/1/8	開放外國發行人得發行次順位國際債券
2016/3/31	建立流動量提供者制度
2016/12/28	放寬外國金融機構分支機構發行專業板國際債券
2018/4/3	開放外國中央及地方政府發行專業板國際債券
2018/4/23	卡達政府來台發行首檔主權債（該主權債亦同步於盧森堡發行）

資料來源：編修自 李伊濤 (2017)、金管會 (<https://goo.gl/ogb6NW>)、櫃檯買賣中心 (<https://goo.gl/isvP7J>)

第二節 國際板債券的發行市場

我國國際債券市場的發展自 2005 年正式啟航，惟國際債的發行量與交易規模並未有顯著成效。2014 年，金管會鑑於國內金融業的國外投資金額甚鉅（詳見圖 1），而這些投資多透過香港與新加坡等地的國際金融機構為之，因此推行「金融進口替代」政策¹⁸，期將這些國外投資需求拉回在國內金融機構進行交易，此舉除可增加在台金融機構業務範疇、擴大國內金融市場發行與交易規模，更可促進國內金融人才培養與就業機會的創造。因國內金融機構投資國外金融商品，最主要投資人為保險公司（主要為壽險公司），而投資的主要商品為國際債券，爰政策先就保險公司為金融進口替代的主要施行對象，而國際債（含點心債等）為主要替代的金融商品。

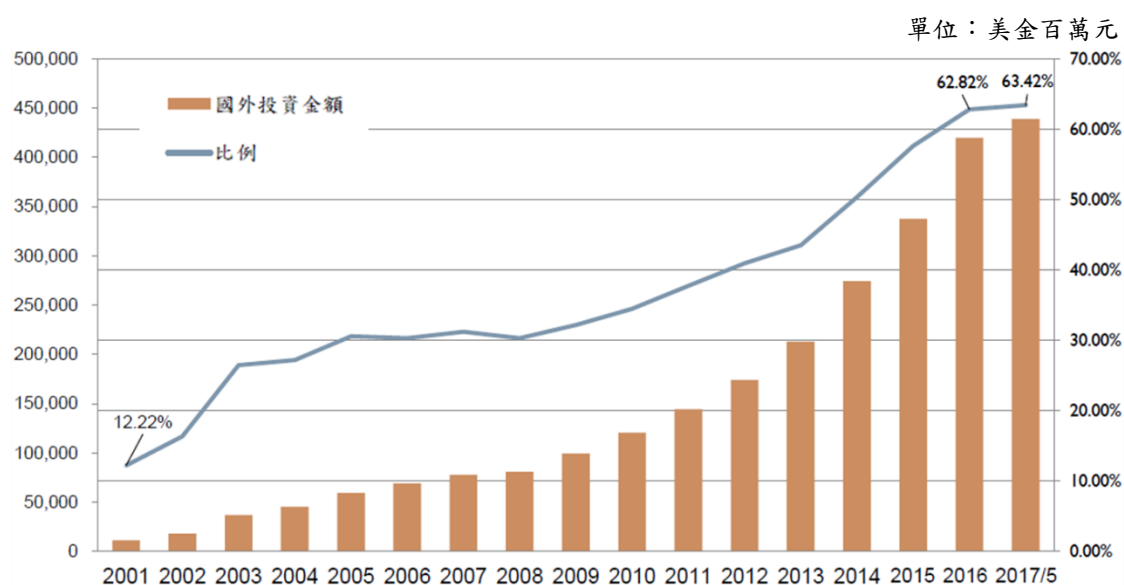


圖 1 臺灣壽險業國外投資統計

資料來源：李伊寧 (2017)

註：1. 新臺幣兌美元匯率 = 30

2. 比例 = 國外投資 / 資金運用總額

3. 2017 年 5 月資料尚未經會計師查核簽證

4. 2011 年起適用保險法第 146 條相關文修正，配合相關調整

¹⁸ 參見 <https://goo.gl/BwgUgY> 與 <https://goo.gl/zT2CXy>。

「金融進口替代」政策的首要階段目標係供需的創造與媒合，更具體而言包括：透過法規的調整增進保險公司直接在國內進行投資的誘因（需求面），並增加在境內金融機構提供服務與商品之範疇（供給面）。其中，關鍵的觸媒係需求面的創造，而最主要的法規調整為 2014 年 6 月 4 日針對保險法 146 條之 4 的修正案¹⁹，其放寬了保險業投資國內上市（櫃）買賣之外幣計價股權或債券憑證之金額可不計入國外投資限額。對照圖 1 與圖 2，可以看出自 2014 年起國際債券發行金額的大幅攀升，係因臺灣壽險業的國外投資（含國際債券）的投資行為所驅動²⁰。進一步審視圖 2 可以看出，2014 年因保險法 146 條之 4 的修正案，國際債券的發行金額即在當年度迅速超越政府公債，躍居市場發行量第一大，2015 年發行量突破 1 兆元等值的新臺幣，2016 年更是持續成長到約 1.6 兆元等值的新臺幣，後續仍有快速攀升之趨勢。圖 3 揭示截至 2017 年 7 月底止，國際債券的流通餘額約 3.7 兆新臺幣（約 1,214 億美元，共 452 檔；其中寶島債券計人民幣約 559,560 億元，計 87 檔），期間有 54 檔國際債券提前被贖回而下櫃。國際債券的流通餘額在 2015 年即躍居市場第二大發行餘額（流通餘額）的地位，2016 年已經超過政府公債近 50% 的發行餘額，之後仍有繼續攀升的趨勢。

¹⁹ 參見 <https://goo.gl/HBzi1V>。

²⁰ 第 3 章將進一步論述。

單位：新臺幣億元

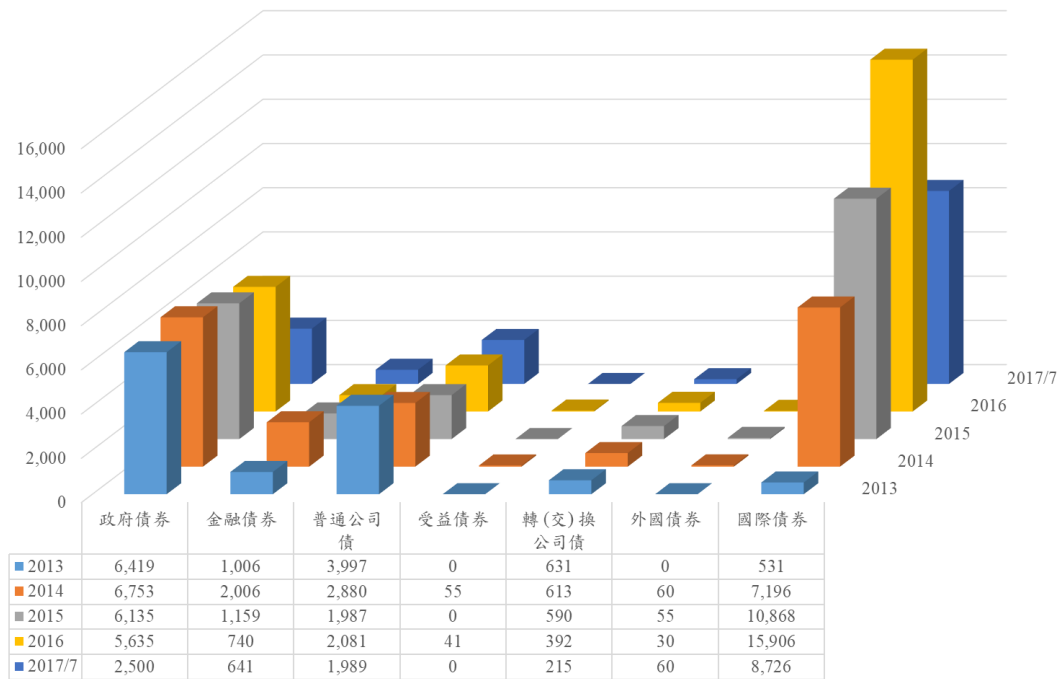


圖 2 臺灣債券發行金額

資料來源：編修自 李伊濤 (2017)
註：2017 年的數據統計至 7 月底

單位：新臺幣億元

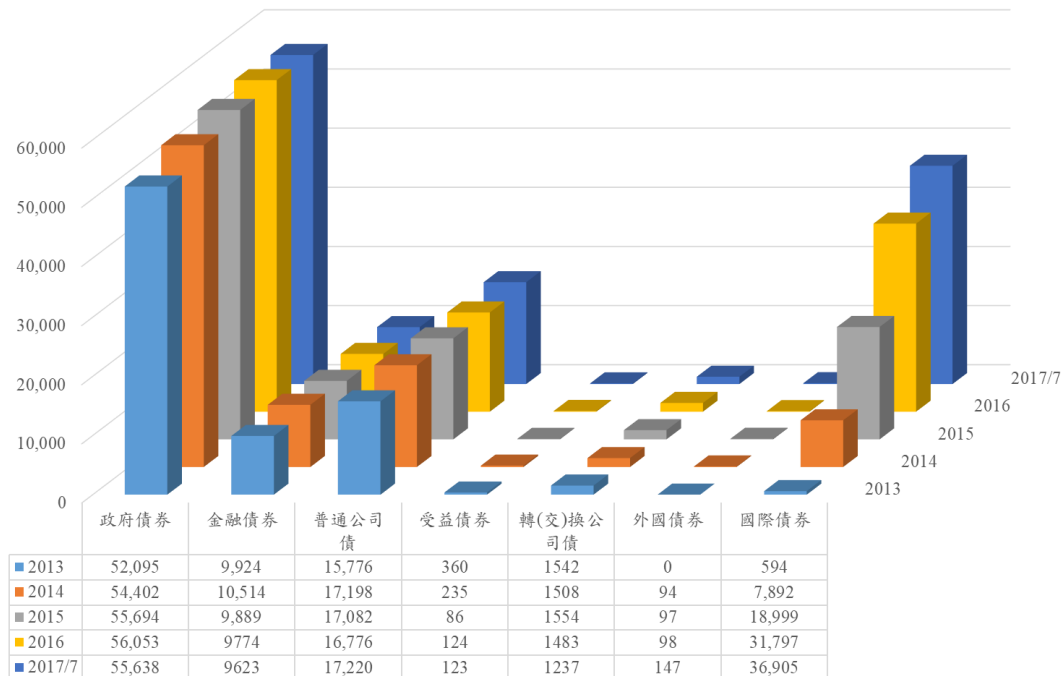


圖 3 臺灣債券流通餘額

資料來源：編修自 李伊濤 (2017)
註：2017 年的數據統計至 7 月底

就分幣別的發行市場而言，由圖 4 與表 2 中「美元原幣金額」與「合計（美元等值）金額」兩欄可以看出，除 2013 年之外，臺灣國際債市場主要的發行幣別以美元為主體。2013 年國際板市場主要發行的幣別為人民幣（寶島債），係因「財團法人中國證券櫃檯買賣中心外幣計價國際債券管理規則」於 2012 年 11 月 9 日修訂後允許國際板得以人民幣發行，以及相關政府政策推動所致。惟由圖 4 可以看出，寶島債的發行在 2016 年以後有大幅退潮的狀況。

表 2 臺灣國際債券市場發行統計：分幣別

單位：檔數/億元

國際債券 (發行量)	美元		人民幣		澳幣		南非幣		紐幣		日幣		合計 (美元等值)	
	檔數	原幣 金額	檔數	原幣 金額	檔數	原幣 金額	檔數	原幣 金額	檔數	原幣 金額	檔數	原幣 金額	檔數	美元 金額
2012 年(含以前)	4	11.10	-	-	3	7.98	-	-	-	-	-	-	7	18.23
2013 年	-	-	13	106.00	-	-	-	-	-	-	1	50.00	14	17.89
2014 年	57	200.78	31	208.00	1	1.70	1	6.00	-	-	-	-	90	236.68
2015 年	102	290.51	53	311.72	7	3.65	-	-	-	-	-	-	162	343.16
2016 年	159	479.16	12	82.19	2	1.76	1	4.50	1	0.57	-	-	175	493.73
2017 年 7 月	83	286.56	-	-	-	-	1	4.55	1	0.08	-	-	85	286.94
合計	405	1,268.11	109	707.91	13	15.09	3	15.05	2	0.65	1	50.00	533	1,396.64

資料來源：編修自 李伊濤 (2017)
註：2017 年的數據統計至 7 月底

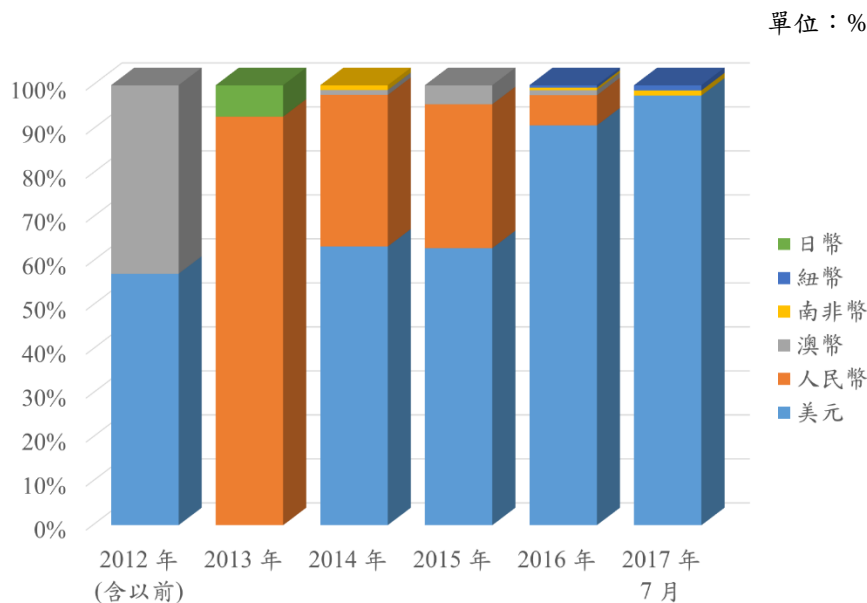


圖 4 臺灣國際債券發行檔數：分幣別

資料來源：編修自 李伊濤 (2017)
註：2017 年的數據統計至 7 月底

表 3 國際債券市場流通統計：分幣別

單位：億元

國際債券 (流通餘額)	美元		人民幣		澳幣		南非幣		紐幣		日幣		合計 (美元等值)	
	檔數	原幣 金額	檔數	原幣 金額	檔數	原幣 金額	檔數	原幣 金額	檔數	原幣 金額	檔數	原幣 金額	檔數	美元 金額
2012 年底	2	6.00	-	-	1	2.00	-	-	-	-	-	-	3	8.06
2013 年底	-	-	13	106.00	1	2	-	-	-	-	1	50.00	15	19.95
2014 年底	58	203.78	44	314.00	2	3.70	1	6.00	-	-	1	50	106	259.63
2015 年底	154	474.89	96	615.72	7	3.65	1	6	-	-	1	50	259	578.19
2016 年底	275	841.91	91	585.36	8	4.96	2	10.50	1	0.57	-	-	377	940.51
2017 年 7 月	352	1118.81	87	559.71	8	4.96	3	15.05	2	0.65	-	-	452	1213.62

資料來源：編修自 李伊濤 (2017)

註：2017 年的數據統計至 7 月底

另就分幣別的流通餘額而言，由圖 5 與表 3 中「美元原幣金額」與「合計 (美元等值) 金額」兩欄可以看出，與發行市場相近，市場上主要以美元計價的債券為主體，人民幣 (寶島債) 居次。綜言之，國際板債券市場於近五年有趨向單一幣別 (美元) 債券的趨勢，而其他幣別則有萎縮的狀態。此發展可能不利於商品多元化，並導致投資者的匯率風險過於集中之可能。

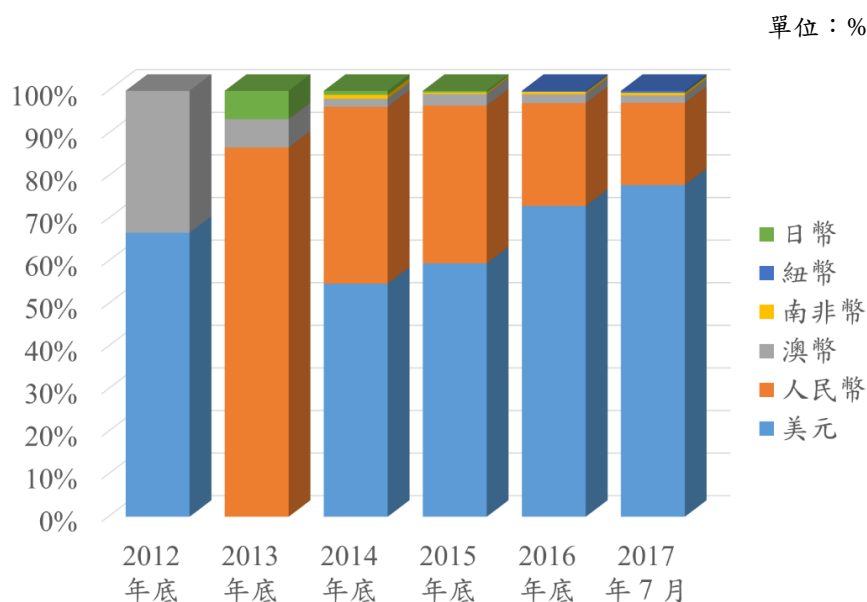


圖 5 臺灣國際債券流通檔數：分幣別

資料來源：編修自 李伊濤 (2017)

註：2017 年的數據統計至 7 月底

為擴大並健全國際板債券市場的發展，櫃買中心於 2013 年 8 月 27 日建立外幣計價國際債券分級管理制度²¹，其係以投資人屬性作為分類主軸，並據此建置差異性投資人之分級管理制度及配套措施。並於 2014 年 6 月 26 日擴大專業投資機構至專業投資人。具體而言，國際板債券市場的參與者，區分為專業投資人與非專業投資人兩類分級管理，而所稱專業投資人，係指櫃買中心外幣計價國際債券管理規則所定之專業投資人，另配合主管機關開放外國發行人於境外發行並由中華民國境內國際金融業務分行 (OBU) 或國際證券業務分公司 (OSU) 全數銷售之普通公司債得回國上櫃掛牌及全面取消國際債券強制債券信用評等之規定，櫃買中心針對不同銷售對象之發行人訂立差異化之掛牌上櫃條件要求。

當國內外發行人發行國際債券時，初級市場之銷售對象含有非專業投資人者，仍適用原先規定，惟配合主管機關政策，櫃買中心放寬債券申請上櫃掛牌時發行人提供債券信用評等之規定，而國內外發行人發行僅銷售予專業投資人之國際債券者，基於專業投資人具有較佳之價值評估與風險承擔能力，櫃買中心係對該類債券之掛牌上櫃規定採取較為寬鬆之規定，放寬諸多條件限制。綜言之，分級管理機制之效益包含如下：

1. 增加發行人之選擇彈性；
2. 發行僅銷售予專業投資人之債券者，發行人資格條件大幅放寬；
3. 發行僅銷售予專業投資人之債券者，申請流程大為簡化，有效提升發行人籌資效率；
4. 降低發行人發行國際債券之發行成本。

由表 4 可以看出，我國國際板債券初級市場的銷售對象主要以專業投資人為主 (佔 96.9%)，一般投資者甚少 (僅佔 3.1%)。而此成長係因 2014 年 6 月 4 日針對保險法 146 條之 4 的修正案，其放寬了保險業投資國內上市 (櫃) 買

²¹ 詳見 <https://goo.gl/52itvf>。

賣之外幣計價股權或債券憑證之金額可不計入國外投資限額之政策有關。據此，後續主要以「專業投資人」的類別做進一步分析。

表 4 尚流通國際板債券之發行市場統計：專業投資人 vs. 一般投資人

單位：檔數

發行年度	專業投資人	一般投資人	列合計
2013年	2		2
2014年	44	5	49
第一季	1		1
第二季	2	1	3
第三季	12		12
第四季	29	4	33
2015年	122	3	125
2016年	162	6	168
2017年	132	1	133
第一季	47		47
第二季	25	1	26
第三季	31		31
第四季	29		29
欄合計	462	15	477

資料來源：櫃買中心網站 <https://goo.gl/kwHL5H>

註：資料統計至 2017/12/31 尚流通者，統計數據未包含 2017/12/31 以前下櫃者。

由表 5 可以看出與表 3 存在類似的狀態²²，反應了專業投資人的偏好主要以美元計價債券為主（約占 82.7%）²³，而人民幣計價者（寶島債）居次（約占 15.4%），其它幣別（澳幣、南非幣與紐幣）計價者甚少（僅占 1.9%）。基於美元計價債券占整體市場流通額絕大的比例，商品不具多元性將可能導致風險性過度集中，引發對投資人不利的說法。據此，櫃買中心援引 2016 年外國發行人在盧森堡交易所發行及掛牌之債券發行量進行說明：美元計價者佔 53%，以歐元計價

²² 由於櫃買中心官網 (<https://goo.gl/kwHL5H>) 所公開揭露的發行與流通資訊並未包含已下櫃者，因此研究團隊僅能就現有公告之資訊進行統計。

²³ 依據櫃買中心於 2017 年時所公布的數據，美元計價債券占整體市場的比率近 9 成。

者佔 37%，若扣除當地以歐元發行的債券，美元債券約占整體外幣債券的 84%，與我國國際債券市場接近。此外，由於歐元利率偏低，2017 年 7 月 11 日歐元區的德國及法國 10 年期公債殖利率分別為 0.55% 及 0.921%，比國內公債利率更低，自然不受到我國投資人之青睞，因此我國國際板債市沒有歐元債券、且集中於較高利率的美元，尚屬合理²⁴。

在排除表 3 中一般投資人的部分，表 5 與表 3 仍存在差異的原因，係在於櫃買中心的官網僅揭露尚流通國際債券的資訊，若某檔債券因觸及到特定的發行條件或已到期而下櫃者，則無法回溯取得該檔國際債券的發行資料。對此，表 6 就發行條件是否具有贖回條款進一步分析；表 7 與表 8 則對發行的到期期限做進一步分析；表 9 對有無贖回條款與到期期限做交叉分析。

表 5 尚流通國際板債券之發行市場統計 (專業投資人)：分幣別
單位：檔數

發行年度	發行幣別					列合計
	美元	人民幣	澳幣	南非幣	紐幣	
2013年		2				2
2014年	24	19		1		44
2015年	80	38	4			122
2016年	152	9	1			162
2017年	126	3		2	1	132
欄合計	382	71	5	3	1	462

資料來源：櫃買中心網站 <https://goo.gl/kwHL5H>

註：資料統計至 2017/12/31 尚流通者，統計數據未包含 2017/12/31 以前下櫃者。

²⁴ 參見 <https://goo.gl/dqSvr4>。

表 6 尚流通國際板債券之發行市場統計 (專業投資人)：提前贖回權

單位：檔數

發行年度	提前贖回權		列合計
	有	無	
2013年		2	2
2014年	21	23	44
2015年	90	32	122
2016年	133	29	162
2017年	117	15	132
欄合計	361	101	462

資料來源：櫃買中心網站 <https://goo.gl/kwHL5H>

註：資料統計至 2017/12/31 尚流通者，統計數據未包含 2017/12/31 以前下櫃者。

由表 6 可以看出，從現行的流通統計可以看出，售予專業投資人的國際債券中，有 78.1% (= 361 / 462) 以上具有提前贖回條款²⁵。依據金管會的統計，2016 年國際板債券共計有 39 檔被提早贖回 (約佔當年度新發行檔數的 22.3%)，平均發行年期約 1 年 7 個月，贖回金額近 100 億美元 (約新臺幣 3,078 億元，約佔當年度新發行金額的 20.0%)²⁶。顯見發行機構會藉由贖回權收回舊債並重發新債，以降低發債成本，此舉將導致投資人面臨再投資風險。張士傑與吳倬璋 (2016) 的研究指出，依據 2014 至 2016 年的國際板債券發行資訊，其評估投資人的贖回風險溢酬約為 52.45 bps。

對此，金管會於 2017 年 6 月 14 日修訂「保險業辦理國外投資管理辦法」第 10 條第 3 項第 2 款²⁷，將保險業得投資之國際板債券發行條件，修正為「發行條件包含發行人於一定期限屆至後得贖回該債券者，自發行日起至該一定期限屆至日止之期間，不得低於 5 年；自次級市場取得者，自交割日起至該一定期限屆至日止之期間，不得低於 3 年」。由表 4 可以看出，此項法規的提出與修訂是 2017 年第一季新發行量遽增與全年新發行量下滑 (後三季萎縮) 的主因²⁸。

²⁵ 實際的比例更高，因為此僅列計尚流通的國際板債券。

²⁶ 詳見 <https://goo.gl/Z2sB2D>。此外，根據櫃買中心截至 2017 年 7 月底的統計，已有 54 檔國際債被發行者贖回而下櫃 (李伊寧，2017)。

²⁷ 詳見 <https://goo.gl/sRBhH9>。

²⁸ 參見 <https://goo.gl/yuVd1s>。

依據金管會於 2018 年 3 月 8 日所公布的新數據，2018 年前兩個月所新發行的國際板債券計 38 檔，發行金額約 107.77 億美元，發行金額雖較 2017 年同期衰退 7%，但檔數卻成長 15%。相較於 2017 年第四季平均每月發行量約 21 億美元，2018 年前兩個月國際板單月發行量成長 123~187%。2017 年初因為保險局規劃壽險業投資國際板的可贖回期，不得低於 6 年（最後於 2017 年 6 月 14 日定案為 5 年），此構想經曝光後引起國際板的發債潮。2017 年首季國際板發行量逾 195 億美元，基期被墊高，因此 2018 年首季即便發行量回溫，但國際板發行金額仍是小幅衰退 7% 左右。2017 年第二季後發行量下滑，全年發行 403.6 億美元，衰退 18%，首次出現國際板債市負成長的狀況²⁹。

櫃買中心指出，過往保險公司自行到海外市場購買債券，多為被動的價格與發行條件之接受者，大多數的情況均不具備議價能力。但有了發行人來台發行國際債券，發行條件之設計必須迎合投資人需求，國內保險公司等投資人享有更多的主動權與關鍵性發行條件的議價能力。表 7 以 2017 年 5 月底為分界，將發行日期分為兩期，比較「保險業辦理國外投資管理辦法」修訂前後的提早贖回條款之閉鎖期的發行檔數。由該表可以明顯看出自從該法修訂後，5 年期閉鎖期的債券大幅攀升（上升 42.7%），而未滿 5 年期閉鎖期的債券則明顯萎縮甚至消失（後期中，除 1 年到期期限者外，發行量幾乎為 0）。此發行狀態的轉變支持了櫃買中心對於臺灣保險公司並非被動的價格與發行條件的接受者之論述³⁰。

表 7 尚流通國際板債券之發行市場統計（專業投資人）：提前贖回權

單位：年

發行期間	發行後不可贖回的年數												複合型
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	10	12		
2017 年 5 月以前發行(前期)	0.3	21.1	15.2	13.5	5.9	30.4	1.7	2.6	0.7	2.6	0.0	5.9	
2017 年 6 月以後發行(後期)	0.0	7.1	0.8	0.0	0.0	73.0	7.9	4.0	1.6	1.6	0.8	3.2	
後期 - 前期	↓ -0.3	↓ -14.0	↓ -14.4	↓ -13.5	↓ -5.9	↑ 42.7	↓ 6.3	↓ 1.3	↓ 0.9	↓ -1.1	↓ 0.8	↓ -2.8	

資料來源：櫃買中心網站 <https://goo.gl/kwHL5H>

註：資料統計至 2017/12/31 尚流通者，統計數據未包含 2017/12/31 以前下櫃者。

²⁹ 詳見 <https://goo.gl/wcydtX>。

³⁰ 詳見 <https://goo.gl/7R3W8S>。

由表 8 可以看出，依到期年限的總發行量排名，前五名者分別為 30 多年期 (314 檔)、5 年期 (61 檔)、20 多年期 (30 檔)、3 年期 (18 檔) 與 7 年期 (10 檔)。若另加入發行年度的維度，可以發現 30 多年期一直市場主流的規格且有增長的趨勢，其它期限則有逐步縮減的現象。

表 8 尚流通國際板債券之發行市場統計：發行年度 × 到期年限

單位：檔數

發行年度	到期年限													列合計	
	2	3	4	5	7	8	10	12	15	20 多	30 多	40	無		
2013年	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
2014年	0	0	0	10	7	0	4	0	1	5	16	0	0	1	44
2015年	0	6	2	24	3	0	2	1	3	11	68	0	0	2	122
2016年	1	9	0	15	0	0	0	2	1	12	118	1	0	3	162
2017年	0	3	0	10	0	1	3	0	1	2	112	0	0	0	132
欄合計	1	18	2	61	10	1	9	3	6	30	314	1	0	6	462
排名	11	4	10	2	5	11	6	9	7	3	1	11	7		

資料來源：櫃買中心網站 <https://goo.gl/kwHL5H>

註：資料統計至 2017/12/31 尚流通者，統計數據未包含 2017/12/31 以前下櫃者。

表 9 從發行年限與發行幣別進行統計，可以發現市場上美元與人民幣（寶島債）的兩項主流商品中，美元債券傾向以 30 年期與 20 年期的長期型式發行，而人民幣債券（寶島債）則傾向以 5 年期與 3 年期的中短期型式發行。此與投資者的型態有關，後續會在第三章進行論述。

表 9 尚流通國際板債券之發行市場統計：發行幣別 × 到期年限

單位：檔數

發行年度	到期年限													列合計	
	2	3	4	5	7	8	10	12	15	20 多	30 多	40	無		
美元	1	2	0	21	0	0	3	2	5	29	312	1	0	6	382
人民幣	0	16	2	37	9	0	5	1	1	0	0	0	0	0	71
澳幣	0	0	0	2	0	0	0	0	0	1	2	0	0	0	5
南非幣	0	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	3
紐幣	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
欄合計	1	18	2	61	10	1	9	3	6	30	314	1	0	6	462
排名	11	4	10	2	5	11	6	9	7	3	1	11	7		

資料來源：櫃買中心網站 <https://goo.gl/kwHL5H>

註：資料統計至 2017/12/31 尚流通者，統計數據未包含 2017/12/31 以前下櫃者。

表 10 從提前贖回權與到期年限進行交叉統計，可以明顯看出長期（超過 10 年到期者）的國際債券大部分具有提前贖回權，而中期（低於 10 年到期者）的國際債券則多不具提前贖回權。表 6 的說明中曾提到售予專業投資人的國際債券中，有近 8 成具有提早贖回權，其會導致投資者可能面臨再投資的風險。對此，櫃買中心的提出了以下說明³¹：「依據 2016 年外國發行人在盧森堡交易所發行及掛牌之債券發行案，發行年期介於 1~5 年者占 54%，發行年期介於 6~10 年者占 33%，發行年期為 30 年以上者僅佔 4%。為滿足國內買方投資需求，國際債券發行年期普遍較長，但國際發行人基於實際資金運用需求，仍需保有債務調整彈性。可贖回條件係提供發行人選擇提前還本的權利，為發行人拉長發行年期與保留還款彈性的重要配套機制。此外，在票面利率上需給予投資人補貼，投資人亦能獲取更高收益。」據此，櫃買中心認為長期國際板債券即便設有提前贖回條款，然在投資人分級管理制度下，應不至於損害到投資人的權益。

表 10 尚流通國際板債券之發行市場統計：提前贖回權 × 到期年限

單位：檔數/%

提前贖回權	到期年限													列合計	
	2	3	4	5	7	8	10	12	15	20 多	30 多	40	無		
有	檔數	0	3	0	13	0	0	3	1	3	27	305	0	6	361
	欄百分比	0%	17%	0%	21%	0%	0%	33%	33%	50%	90%	97%	0%	100%	
無	檔數	1	15	2	48	10	1	6	2	3	3	9	1	0	101
	欄百分比	100%	83%	100%	79%	100%	100%	67%	67%	50%	10%	3%	100%	0%	
	欄合計	1	18	2	61	10	1	9	3	6	30	314	1	6	462

資料來源：櫃買中心網站 <https://goo.gl/kwHL5H>

註：資料統計至 2017/12/31 尚流通者，統計數據未包含 2017/12/31 以前下櫃者。

³¹ 參見 <https://goo.gl/5EuZC8>。

第三章 需求面

第二章從供給面說明了臺灣國際板債券的發行與流通狀況，本章則從需求面的角度說明保險業（特別是壽險業）的行業特性、資金運用的演變及成因，並進一步剖析保險業的外幣計價債券的投資行為，特別針對寶島債與國際債的持有動機與交易行為進行剖析。

第一節 保險業的國外投資動機

由前章的圖 1 可以看出，臺灣壽險業的海外投資持續增加，深究其因，主要是 1990 年代隨著國內壽險市場的開放，而新契約的預定利率通常會跟著市場利率以具競爭力。惟 2000 年起因市場利率急遽下降，造成壽險業早期發行的保單之利差損惡化（利差損或負利差³²）。為協助壽險業提高資產面的收益，我國「保險法第 146 條之 4」歷經 1992、2003 與 2007 等年度的多次修法，逐步將投資國外的資金比率上限由 5% 提升至 20%、35% 與 45%，此為保險業國外金融商品比例大幅增加的成因。而 2011 與 2014 年的兩次修法中，雖無調高國外投資比率，惟加入了不計入限額之排外標的項目³³。其中，特別值得關注的是，金管會於 2014 年因推行「金融進口替代」政策³⁴，該政策的第 1 階段的核心目標，係透過法規的調整，期得有效媒合國際板債券的供需兩端，特別是提供保險公司直接在國內進行交易的誘因，進而增加在境內金融機構提供服務與商品之範疇。因此，於 2014 年 6 月 4 日，修正了保險法 146 條之 4，放寬了保險業投資國內上市（櫃）買賣之外幣計價股權或債券憑證之金額可不計入國外投資

³² 所謂利差損，是指壽險業的保單資金成本高於投資報酬率。有保單利差損壓力的壽險公司，保單清償能力可能會發生問題，例如：無法照原定承諾賠償保戶滿期金或理賠金。（參見 <https://goo.gl/wci8by>）

³³ 參見 <https://goo.gl/rDSA5Z>。

³⁴ 參見 <https://goo.gl/BwgUgY> 與 <https://goo.gl/zT2CXy>。

限額。自此，2014 年第三季後，國際板債券的發行金額與檔數急速攀升（詳見表 4）。「金融進口替代」政策的推行，對於我國的國際債市場之發行與交易，以及保險業的投資行為起了非常大的變化。

第二節 保險業參與國際板債券的情形

由圖 6 可以看出，就全體國際債的認購對象（投資者）而言，前三名分別為保險業（79.5%）、銀行業（7.0%）與證券業（5.8%），顯見保險業（又以壽險業為主）是國際板債券的主要投資者。此外，圖 6 中若進一步將寶島債自國際債券分離檢視（分為：「寶島債」與「非寶島債」兩類），可以發現主要持有「寶島債」的金融機構為銀行業（36.6%），其次為保險業（30.6%），第三為證券業（18.5%），顯見「寶島債」的市場投資者較為廣泛，並未如「非寶島債」多數集中於保險業的情況。圖 6 的認購比例結果，也可由前章的表 7 與表 8 獲得解釋，由該兩表可以看出發現，30 年期的債券約佔 68.0% (= 314 / 462)³⁵，此認購比例反應保險業（主要是壽險業）需要投資長天期商品以平衡負債端之存續期間³⁶。

³⁵ 表 7 與表 8 的數據未包含已下櫃者，若依據櫃買中心的內部統計結果 (<https://goo.gl/5EuZC8>)，有超過 80% 的債券發行天期（到期年限）為 30 年者。

³⁶ 參見 <https://goo.gl/5EuZC8>。

單位：%

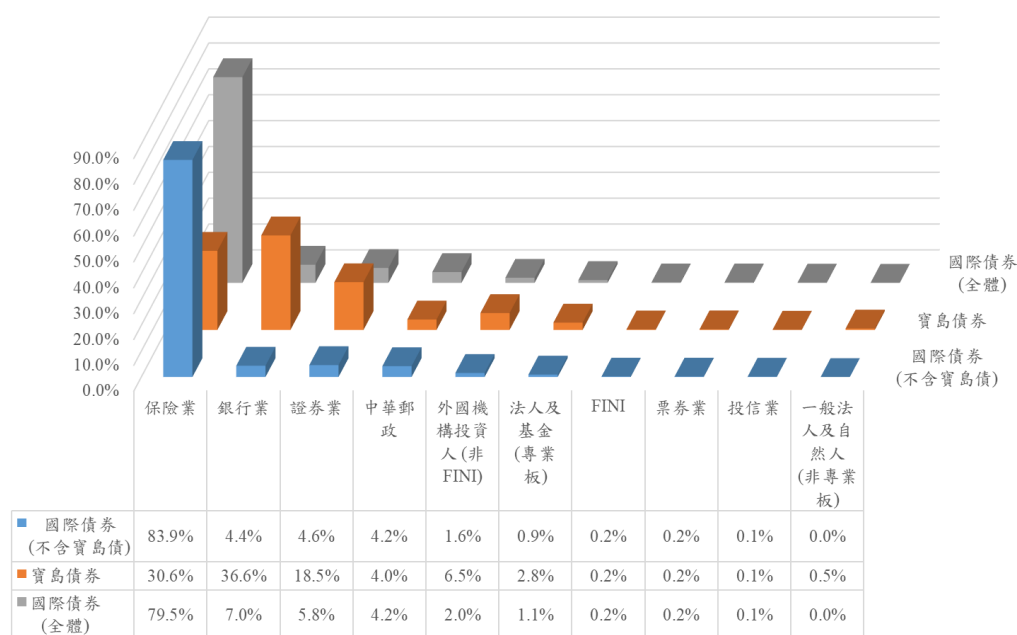


圖 6 國際債券初級市場之產業別認購比例

資料來源：李伊濤 (2017) <https://goo.gl/nMF1dD>

統計期間：2013/1~2017/7

表 11 與表 12 分別為我國壽險業與產險業的資金運用表，兩表均顯示兩個保險子產業的國外投資金額均有逐年攀升的趨勢，而壽險業國外投資的金額遠大於產險業。以 2016 年的數據為例³⁷，壽險業的國外投資金額高達約 126,891 億新臺幣（約 12.7 兆，占壽險業整體比重約 62.8%），而產險業的國外投資金額僅約 547.6 億新臺幣（占產險業整體比重約 22.7%）。該年度壽險業的投資國外投資金額約為產險業的 232 倍，壽險業國外投資的金額占整體保險業國外投資金額的比重為 99.6% 之強。

³⁷ 產險業於 2017 年數據有幾個明顯的錯誤，且難以還原，對此，本研究僅比較 2016 年的數據。

表 11 臺灣壽險業資金運用表

單位：新臺幣億元 /%

項目	2013	2014	2015	2016	2017
銀行存款金額	6,564	3,540	2,525	4,073	5,302
	4.5	2.2	1.4	2.0	2.4
有價證券金額	53,098	51,187	46,411	44,080	45,594
	36.2	31.3	26.4	22.0	20.6
公債及國庫券金額	24,576	23,034	21,864	17,893	16,821
	16.7	14.1	12.4	8.9	7.6
金融債券、存單、匯票與本票金額	7,691	7,113	6,644	6,209	5,508
	5.2	4.3	3.8	3.1	2.5
股票金額	10,899	12,325	10,789	12,307	15,129
	7.4	7.5	6.1	6.1	6.8
公司債金額	6,431	6,016	4,761	4,933	4,827
	4.4	3.7	2.7	2.5	2.2
基金及受益憑證金額	2,504	1,690	2,607	1,949	2,236
	1.7	1.0	1.5	1.0	1.0
證券化商品及其他金額	997	1,008	733	787	1,073
	0.7	0.6	0.4	0.4	0.5
不動產金額	8,656	10,856	11,174	11,962	12,183
	5.9	6.6	6.4	6.0	5.5
不動產投資用金額	7,479	9,669	9,910	10,517	10,804
	5.1	5.9	5.6	5.2	4.9
不動產自用金額	1,177	1,187	1,264	1,446	1,379
	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
壽險貸款金額	5,561	5,346	5,296	5,439	5,880
	3.8	3.3	3.0	2.7	2.7
放款金額	8,198	9,402	8,439	8,277	7,949
	5.6	5.7	4.8	4.1	3.6
國外投資金額	63,900	82,352	101,318	125,891	144,061
	43.5	50.3	57.6	62.8	65.0
專案運用及公共投資金額	176	231	488	539	588
	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
投資保險相關事業金額	54	41	29	109	113
	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
從事衍生性商品交易金額	95	98	98	94	99
	0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0
其他經核准之資金運用金額	571	745	234	107	-
	0.4	0.5	0.1	0.1	0.0
資金運用總額金額	146,873	163,601	175,816	200,384	221,770
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

資料來源：政府資料開放平臺 (<https://goo.gl/sKnUCx>)；財團法人保險事業發展中心官網 (<https://goo.gl/7jMVzN>)

註：1. 資金運用率 (%) 為資金運用總額與資金總額之比率。

2. 2017 年資料尚未經會計師查核簽證。

3. 本表自 2011 年起適用保險法第 146 條相關條文修正，部份項目配合調整。

4. 政府資料開放平臺 (<https://goo.gl/sKnUCx>) 所揭露的 2015 年度的數據有誤，本計畫依據財團法人保險事業發展中心官網 (<https://goo.gl/7jMVzN>) 的數據進行修正。

表 12 臺灣產險業資金運用表

單位：新臺幣億元 /%

項目	2013	2014	2015	2016	2017
銀行存款金額	471.1	458.2	510.3	532.3	495.4
	22.4	21.0	22.0	22.0	19.5
有價證券金額	939.6	946.9	946.4	1,000.9	1,115.4
	44.7	43.4	40.8	41.4	6.9
公債及國庫券金額	188.8	161.5	224.1	167.4	169.6
	9.0	7.4	9.7	6.9	9.8
金融債券、存單、匯票與本票金額	199.4	205.2	233.6	236.5	388.0
	9.5	9.4	10.1	9.8	14.1
股票金額	317.1	341.5	295.8	339.7	134.0
	15.1	15.6	12.8	14.1	4.7
公司債金額	99.7	112.5	96.6	114.1	108.4
	4.7	5.2	4.2	4.7	4.0
基金及受益憑證金額	94.7	83.4	110.8	95.8	44.0
	4.5	3.8	4.8	4.0	2.0
證券化商品及其他金額	39.8	42.8	47.2	47.4	296.5
	1.9	2.0	2.0	2.0	12.4
不動產金額	321.1	309.1	298.3	298.8	194.7
	15.3	14.2	12.9	12.4	4.4
不動產投資用金額	102.2	99.7	196.8	106.8	101.8
	4.9	4.6	8.5	4.4	7.9
不動產自用金額	218.9	209.4	101.5	192.1	4.8
	10.4	9.6	4.4	7.9	0.2
放款金額	5.0	5.1	5.0	5.0	106.6
	0.2	0.2	0.2	0.2	4.2
國外投資金額	326.7	434.1	527.4	547.6	595.1
	15.5	19.9	22.7	22.6	23.4
專案運用及公共投資金額	20.7	18.7	18.5	21.1	31.0
	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9
投資保險相關事業金額	17.7	12.5	16.1	12.1	-
	0.8	0.6	0.7	0.5	0.5
從事衍生性商品交易金額	-	0.0	-	1.6	-
	-	-	0.1	0.1	-
其他經核准之資金運用金額	0.2	0.2	0.2	0.2	-
	0.0	0.0	0.0	0.0	-
資金運用總額金額	2,102	2,183	2,319	2,418	2,540
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

資料來源：政府資料開放平臺 (<https://goo.gl/GQkqRD>)；財團法人保險事業發展中心官網 (<https://goo.gl/A2NzKo>)

- 註：1. 資金運用率 (%) 為資金運用總額與資金總額之比率。
 2. 2017 年資料尚未經會計師查核簽證。
 3. 本表自 2011 年起適用保險法第 146 條相關條文修正，部份項目配合調整。
 4. 政府資料開放平臺 (<https://goo.gl/GQkqRD>) 的 2015 年度數據有誤，對此，本計畫依據財團法人保險事業發展中心 (<https://goo.gl/A2NzKo>) 的數據進行修正；此外，2017 年的數據明顯有諸多錯誤，本研究僅列示但不分析 (標註紅色為原始數據有誤的部分，本研究依據其他數據進行修正，惟 2017 年的不動產與放款的金額與比例顯有異常且難以修正，讀者閱覽時請特別留意)。

圖 7 與圖 8 則能更清楚地呈現兩保險子產業的資金運用比率。由圖 7 可以看出，自 2014 年金管會因推行「金融進口替代」政策以降至 2016 年，壽險業的國外投資比重逐年有顯著的增加，其中主要增加的來源即投資於國際板債券的金額；而國內有價證券的投資比重則受到排擠，對照表 11 可以看出，各類型的有價證券均受到明顯的影響。另由圖 8 可以看出，產險業的各年度的資金運用分配並無明顯之變化。

第三節 保險業的資金運用情形

黃雅文等 (2011) 與 蔡政憲等 (2017) 的研究指出，我國壽險業高度仰賴國外投資的原因，係壽險業早期隨 1990 年代壽險業務開放與競爭，當時業界多發行高預定利率 (6% 甚或 8% 以上) 的傳統壽險保單，然而市場利率卻自 2000 年代起，由 10% 上下一路降至 1% 左右，導致早期發行的保單存在高額的利差損。即便當時賣較少同類保單或較後期加入的壽險公司，也因為新保單市場的競爭壓力，需要提高資產的投資報酬率而有國外投資的需求。比對圖 9 歷年的產業投資報酬率與產業加權平均負債成本，可以明顯發現利差損的狀況自 2000 年以降一直是沉重的包袱。此外還可由圖中的十年期公債利率走勢持續且大幅降低，清楚的瞭解壽險業積極拓展與尋求國外投資標的之主要動機。圖 9 與圖 7 的年份雖僅交疊 2013 年，惟圖 9 的線圖走勢可以解釋圖 7 與表 11 中，臺灣壽險業之國外投資比率持續增加的原因：當國內資本市場所提供的投資標的及其報酬率無法滿足壽險公司的負債面的需求及成本時，壽險公司便尋求更高報酬的國外投資機會。

單位：%

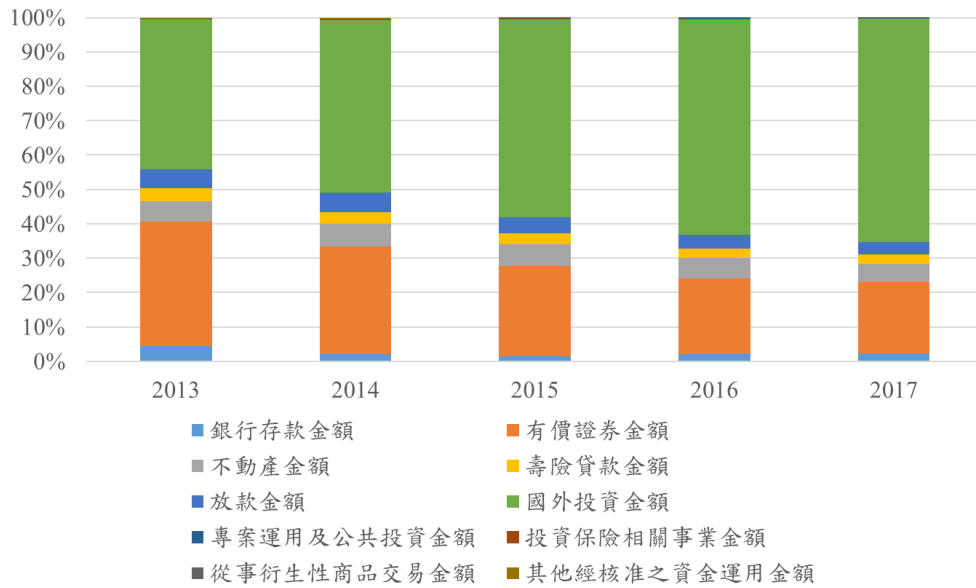


圖 7 臺灣壽險業的資金運用比

資料來源：財團法人保險事業發展中心 (<https://goo.gl/sKnUCx> 與 <https://goo.gl/7jMVzN>)

註：1. 資金運用率 (%) 為資金運用總額與資金總額之比率。

2. 2017 年資料尚未經會計師查核簽證。

3. 本表自 2011 年起適用保險法第 146 條相關條文修正，部份項目配合調整。

4. <https://goo.gl/XLRDjW> 於 2015 年度的數據有誤，本研究依據 <https://goo.gl/HfzPdG> 的數據進行修正。

單位：%

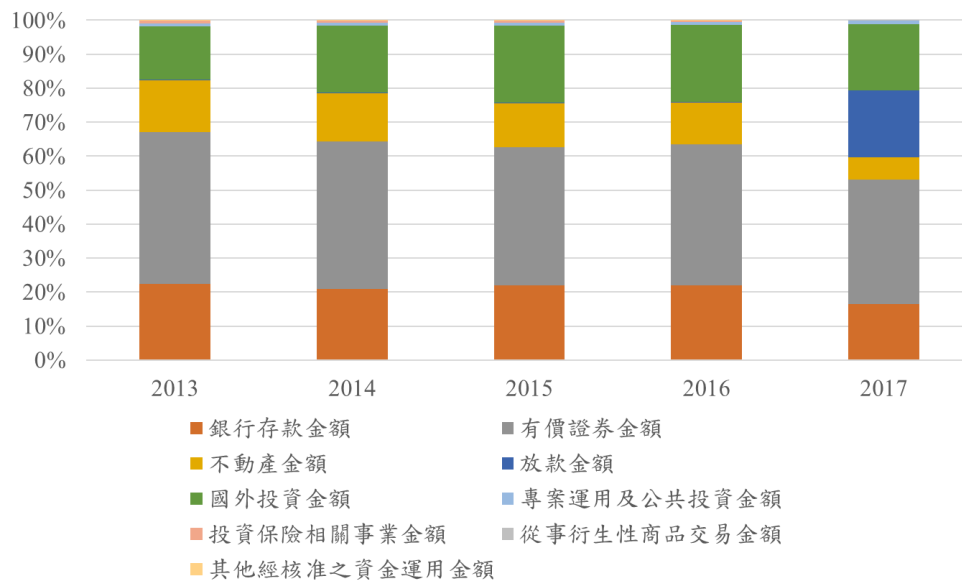


圖 8 臺灣產險業的資金運用比

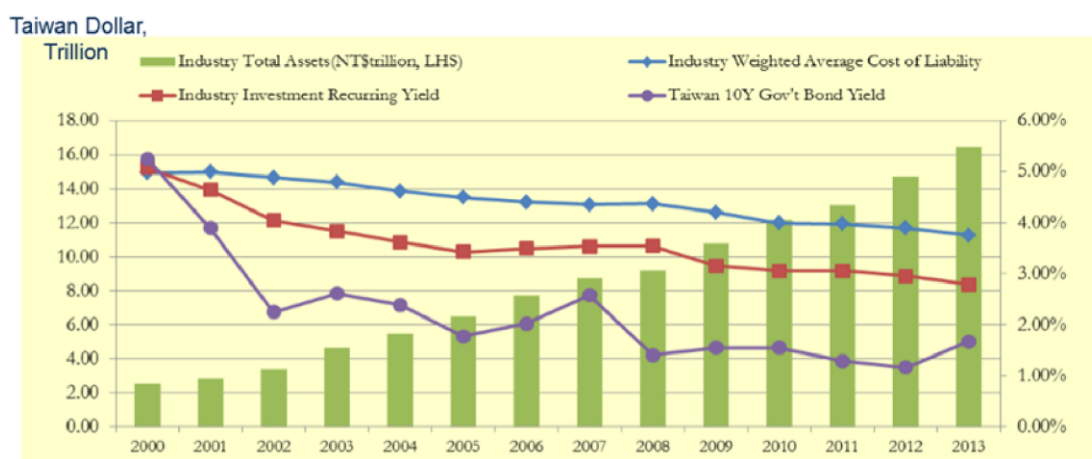
資料來源：財團法人保險事業發展中心 (<https://goo.gl/sKnUCx> 與 <https://goo.gl/7jMVzN>)

註：1. 資金運用率 (%) 為資金運用總額與資金總額之比率。

2. 2017 年資料尚未經會計師查核簽證。

3. 本表自 2011 年起適用保險法第 146 條相關條文修正，部份項目配合調整。

4. <https://goo.gl/XLRDjW> 於 2015 年度的數據有誤，本研究依據 <https://goo.gl/HfzPdG> 的數據進行修正。



Source: Central bank of Taiwan, Taiwan insurance Institute, Cathay Life Insurance Company

圖 9 臺灣壽險業的資產規模、平均負債成本、投資報酬率、十年期公債利率
資料來源：Wang (2014)

直至 2014 年 11 月 3 日，時任金管會副主委王儷玲於東亞保險會議 (EAIC) 中指出³⁸，壽險業在當時資產面的獲利能力雖已有提升，但仍存有 1% 左右的保單利差損風險。若將 1% 利差損乘上當年度全體壽險業 16.88 兆「保險負債」³⁹，整體市場利差損金額逾 1,688 億元。雖然低利率環境也同步使得臺灣壽險業的保單資金成本下降 120 bp，且投資報酬率同時提高 230 bp，但因壽險市場平均投資報酬率僅 2.8%，仍低於平均保單資金成本 3.8%，即臺灣壽險市場仍存有 1% 的利差損風險。壽險業為解決利差損問題，必須尋找報酬相對較高之商品，而國際板債券的供給有助於改善壽險業「負利差」之利差損問題，並藉此培養接軌國際的金融專業人才與能力⁴⁰。不過，其所衍生的個別機構之匯率風險，乃至於整體壽險產業的匯率總額暴險的議題，有賴於良好的風險管理體系及周全的監理規範加以控制⁴¹。

³⁸ 參見 <https://goo.gl/dqSvr4> 與 <https://goo.gl/wci8by>。

³⁹ 保險的負債主要是準備金，準備於未來理賠給保戶的資金。

⁴⁰ 「金融進口替代」的第 2 階段目標在於：強化培育人才鼓勵自行研發商品；鼓勵轉投資或併購國外金融機構，取得關鍵商品創新能力。詳見 <https://goo.gl/BwgUgY>。

⁴¹ 隨著壽險業投資外幣計價金融商品的比重不斷攀升，其伴隨而來的高額外匯暴險之議題，一直是我國產官學所重視的焦點。對此，金管會於 2012 年 2 月 7 日在綜合各方意見後訂定

表 13 與表 14 分就揭示 2016 年⁴²壽險業與產險業之公司別的國外投資金額與比重。由表 13 可以看出，我國壽險業投資國外金額超過 1,000 億新臺幣者有 11 家，超過 1 兆新臺幣者有 4 家。此外，若以法規國外投資部位的上限 45% 為界，有超過 6 成高於法規上限，而整體壽險業的平均國外投資部位比重為 62.8%。超過法規上界的金額絕大多數即為我國國際板債券的資金主力來源，而其購買國際板債券的主因乃利差損的歷史因素、負債面為長期合約需有對應長期且穩定的資產標的對應、保險法 146 條之 4 於 2014 年 6 月 4 日之放寬修訂國際板債券投資不計入海外投資上限等三大因素有關。相反的，表 14 則顯示產險業中個別公司的國外投資比重均無超過法規上限，此外，僅五家的比率超過 20%，顯見我國產險業的國外投資需求與比重並不高。這可能是因為產險業沒有利差損的包袱，沒那麼需要以風險去換報酬。

「人身保險業外匯價格變動準備金應注意事項」(詳見 <https://goo.gl/2LSkcU>)，並於同年 3 月 1 日實施「外匯價格變動準備金機制」，該機制係考量會計之允當表達、監理目的、財務健全性及避險策略等要素後研議建立。據此，壽險業可以用更具彈性方式管理匯率風險，從而降低避險成本。此外，為充實壽險業的資本，金管會除要求人身保險業應將已節省之避險成本轉列特別盈餘公積外，亦規定壽險業應就當年度稅後盈餘之 10% 提列特別盈餘公積 (詳見 <https://goo.gl/A3Kz2v>)。

⁴² 鑒於 2017 年的資料尚未經會計師查核簽證，我們以 2016 年的個別公司數據進行製表。

表 13 臺灣壽險業的國外投資金額與比重：2016 年度

單位：新臺幣億元

公司別	國外投資			資金運用總額		
	金額	排名	(%)	排名	金額	排名
國泰人壽	30,870	1	63.0%	7	49,039	1
南山人壽	24,316	2	71.2%	1	34,165	2
富邦人壽	18,948	3	60.4%	8	31,352	3
新光人壽	14,136	4	64.4%	5	21,958	4
中國人壽	8,584	5	69.7%	2	12,312	5
台灣人壽	7,898	6	65.6%	4	12,040	6
三商美邦人壽	5,647	7	64.2%	6	8,796	7
全球人壽	5,189	8	60.4%	9	8,589	8
中華郵政	3,067	9	46.1%	15	6,652	9
遠雄人壽	2,002	10	56.3%	10	3,557	10
臺銀人壽	1,855	11	54.3%	11	3,416	11
宏泰人壽	859	12	37.2%	18	2,306	12
元大人壽	822	13	52.9%	12	1,552	13
保誠人壽	534	14	42.5%	16	1,258	14
保德信國際人壽	280	15	23.1%	20	1,212	15
友邦人壽	236	16	68.4%	3	345	18
合作金庫人壽	196	17	39.8%	17	492	17
安聯人壽	189	18	32.7%	19	578	16
朝陽人壽	182	19	52.9%	13	344	19
法國巴黎人壽	40	20	22.8%	21	175	20
第一金人壽	37	21	50.3%	14	73	22
安達人壽	4	22	19.4%	22	21	23
康健人壽	-	23	0.0%	23	150	21
蘇黎世國際人壽	-	23	0.0%	23	0.5	24
合計	12,589,119		62.8%		20,038,393	

資料來源：財團法人保險事業發展中心 (<https://goo.gl/2bsF22>)

註：1. 資金運用率 (%) 為資金運用總額與資金總額之比率。

2. 本表並未區分國內與國外壽險公司。

表 14 臺灣產險業的國外投資金額與比重：2016 年度

單位：新臺幣億元

公司別	國外投資			資金運用總額		
	金額	排名	(%)	排名	金額	排名
富邦	234	1	36.0%	2	649	1
國泰世紀	105	2	38.6%	1	273	2
新光	65	3	30.4%	4	214	3
華南	38	4	31.3%	3	122	7
新安東京海上	32	5	19.1%	6	166	5
兆豐	22	6	20.7%	5	106	10
明台	17	7	9.6%	8	180	4
蘇黎世	9	8	10.2%	7	90	12
泰安	8	9	7.4%	9	113	8
旺旺友聯	6	10	6.1%	10	95	11
第一	5	11	4.7%	11	109	9
臺產	5	12	3.7%	12	137	6
安達	1	13	2.3%	13	28	15
南山	-	14	0.0%	14	79	13
台壽保	-	14	0.0%	14	29	14
美國國際	-	14	0.0%	14	21	16
科法斯	-	14	0.0%	14	4	17
亞洲	-	14	0.0%	14	1	19
法國巴黎	-	14	0.0%	14	2	18
合計	54,757		22.6%		241,784	

資料來源：財團法人保險事業發展中心 (<https://goo.gl/akGCAq>)

註：1. 資金運用率 (%) 為資金運用總額與資金總額之比率。

2. 本表並未區分國內與國外產險公司。

綜言之，壽險業是我國金融業中國外投資的主要需求者，亦為臺灣國際板債券市場的主要投資者。表 15 與表 16 進一步分析國際板債券市場的主要投資者及其投資比重，兩表分別的統計日期為 2017 年 6 月底與 2018 年 1 月底。對照兩表中國際板債券的金額與占比之欄位可以看出，雖業經金管會於 2017 年 6 月 14 日修訂「保險業辦理國外投資管理辦法」第 10 條第 3 項第 2 款，但主要投資壽險公司之持有部位的金額與占比並沒有太大改變。此外，保險局也公布，截至 2018 年 1 月底，壽險業投資國際板債券餘額為新臺幣 3.42 兆元。表 15 中，原本排名國際板投資第五大的國泰人壽，於表 16 內降到排名第六名，前六

大壽險公司投資部位都比 2017 年增加，六家公司共投資 2.66 兆元左右，約占整體壽險業投資國際板部位總金額的 78%，相當於整體壽險業可運用資金總額的 15.25%，。目前壽險業持有國際板部位的總金額約占國際板流通量的 83%。

表 15 國際板債券市場的主要參與壽險公司 (2017 年 6 月底)

公司名稱	可運用資金 (新臺幣億元)	國外投資 占比 A (%)	國際板債券 部位金額 (新臺幣億元)	國際債券 占比 B (%)	國外投資非屬 國際債的占比 [A - B] (%)
南山人壽	36,694	72.5	7,600	20.7	51.8
富邦人壽	32,939	62.2	4,895	14.9	47.3
新光人壽	23,210	65	4,056	17.5	47.5
中國人壽	12,977	66.7	3,200	24.7	42.0
國泰人壽	51,285	61.8	2,500	4.9	56.9

資料來源：工商時報 (2017/9/25) <https://goo.gl/ynmZrt>

註：國際板債券部位金額由各保險公司提供，其為粗略之金額。

表 16 國際板債券市場的主要參與壽險公司 (2018 年 1 月底)

公司名稱	可運用資金 (新臺幣億元)	國外投資 占比 A (%)	國際板債券 部位金額 (新臺幣億元)	國際債券 占比 B (%)	國外投資非屬 國際債的占比 [A - B] (%)
南山人壽	38,686	72.8	8,000	20.7	52.2
富邦人壽	34,253	62.8	5,000	14.6	48.2
新光人壽	24,195	65.2	4,200	17.4	47.9
中國人壽	13,719	67.2	3,400	24.8	42.4
台灣人壽	14,399	68.4	2,800	19.4	48.9
國泰人壽	53,876	64.9	2,600	4.8	60.0

資料來源：工商時報 (2018/3/9) <https://goo.gl/wcydtX>、保險業公開資訊觀測站

(<https://goo.gl/apXG1Q>)

註：國際板債券部位金額由各保險公司提供，其為粗略之金額；可運用資金的金額取自保險業公開資訊觀測站，但為 2017 年底的金額。

壽險業者表示，國際板債券現在的債券利率都約有 4.3% 以上，是目前極佳的投資工具，惟市場投資人及發行人均有過度集中的現象。鑒於國際板債券的主要參與者為壽險業（主要約 8~9 家），且以持有為主要目的，導致該市場的流動性不足，因此次級（流通）市場的建構與發展是未來的應該開展的方向。此外，

發行人也應更多元化，以避免債券因過度集中所導致的骨牌效應⁴³。對此，金管會與櫃買中心於 2018 年 4 月 3 日開放外國中央及地方政府來臺發行專業板國際債券⁴⁴，期擴大優質外國發行人參與以及增加專業投資人多元化投資管道與風險分散之需求⁴⁵。4 月 23 日卡達政府來臺發行首檔主權債，其發行總額為 60 億美元，為目前臺灣國際債券市場發行金額最大的案件，票面利率為固定利率 5.103%、30 年期，國家主權及債券信評為 AA-，並同時於櫃買中心與盧森堡交易所雙掛牌；未來如果要出脫，除在國內市場出售外，亦可在國際市場處分，多重掛牌的模式可以促進債券的流動性。

此外，鑑於我國壽險業持有國際板債券比率過高的問題，我國於 2018 年 5 月 23 日修正公布的「保險法」第 146 條之 4 第 3 項之規定⁴⁶，增訂「主管機關並得視保險業之財務狀況、風險管理及法令遵循之情形就前項第二款之投資金額予以限制。」此外，金管會再依據上法之修訂，於 2018 年 11 月 21 日公布「保險業辦理國外投資管理辦法」之修正案⁴⁷，在該辦法的第 10 條中明定保險業投資國際版債券之總額加計應計入國外投資額度之合計數，不得超過保險業經核定國外投資額度之 145%，最高即為保險業可運用資金的 65.25%。該辦法於 2018 年 8 月 14 日預告，預告期間為同年 8 月 24 日至 10 月 20 日。據新聞報導指出⁴⁸，壽險業投資國際板之餘額至 9 月底為新台幣 4 兆 1,402 億元，相較於 8 月底減少 145 億元，此應為金管會自允許國際板債券不計入國外投資限額後首見的衰退，顯見市場購買動能有轉向的跡象。另就國際板債券的發行量而言，截至 2018 年 1 月到 10 月底的總發行檔數計 128 檔，總發行金額計 334.06 億美元。檔數雖較去年同期增長 10.3%，但金額卻衰退 10.8%，全年發

⁴³ 參見 <https://goo.gl/ynmZrt>。

⁴⁴ 外國中央政府之國家主權評等等級須達 BBB 級或相當等級以上，外國地方政府之債券或發行人信用評等等級須達 BBB 級或相當等級以上，以適當管控市場整體風險。

⁴⁵ 詳見 <https://goo.gl/ogb6NW>。

⁴⁶ 參見 <https://goo.gl/paEbnF>。

⁴⁷ 詳見 <https://goo.gl/B7HzBj>。

⁴⁸ 詳見 <https://goo.gl/X37Spg>。

行金額可能連續兩年呈現衰退，足見發行面有衰退的態勢。此次國外投資限額的相關法案之修正，為原本無上界的國際板投資限制加上了約束，削減了國際板債市的成長動能，也隱約促成另外一個市場——新臺幣計價海外債券 ETFs——的興起。對於金融政策與法規的轉變以及市場間的替代效果，值得持續關注兩大因素對國際板債市所產生的後續效應⁴⁹。除此之外，對於國外投資未避險部位匯率風險 RBC (保險業資本適足率) 係數由現行 4.25% 提高至 6.61% 時，基於資本效率之考量，壽險業勢必將評估持有直接持有外幣計價債券或新臺幣台幣計價海外債券 ETF 之利弊⁵⁰。

⁴⁹ 詳見附錄 3 進一步說明。

⁵⁰ 參見 <https://goo.gl/CSJcqy>。

第四章 風管面

前兩章分別由供給面與需求面的角度，說明臺灣國際板債券的發行與流通狀況，以及臺灣保險業的資金運用演變及其投資行為。本章將從風管面出發，針對保險業外幣計價投資的法律規範及其所面臨的風險作一概述，之後再針對外匯風險的管理做進一步研析。前兩章的數據表明，對於國外投資與國際板債券，壽險業為主要的市場參與者。因此，後續若出現保險業之字眼而未特別指明為產險業，即意指壽險業。

第一節 保險業的國外資產配置行為

我國保險業資金之運用與定義主要明訂於保險法第 146 條，其之第 1 項第 5 款允許保險可從事國外投資，同法第 146 條之 4 更進一步敘明保險業得辦理國外投資的項目共計四項：1. 外匯存款；2. 國外有價證券；3. 設立或投資國外保險公司、保險代理人公司、保險經紀人公司或其他經主管機關核准之保險相關事業；4. 其他經主管機關核准之國外投資。此外，同條第 3 項授權主管機關就保險業國外投資之投資規範、投資額度、審核及其他應遵行事項的「保險業辦理國外投資管理辦法」⁵¹。該管理辦法之第 3 條第 1 項，除原母法所訂四項外，額外增列四項得投資國外的資金項目，其分別為外幣放款、衍生性金融商品、國外不動產，以及經行政院核定為配合政府經濟發展政策之經建計畫重大投資案。據此，我國法規有明定的保險業得投資國外項目總計共八種類型。

我國保險法規對於保險業投資國外的比重僅採總限額制，並未再進一步針對單一國家或區域等進行設限。該總限額明訂於保險法第 146 條之 4 的第 2 款中，現行法規之總限額定為 45%，而具體的分級管理標準揭示於保險業辦理國

⁵¹ 詳見 <https://goo.gl/ibw6bD>。

外投資管理辦法的第 15 條，分別有 10%、25%、30%、35% 與 40% 的門檻值，同條並授予主管機關得視保險業經營情形，就後兩等級給予 5% 以內的擴增彈性。

順應保險業商品的發展及主觀機關的金融發展政策，其總限額分別於 2011 年 11 月 30 日與 2014 年 6 月 4 日，共計加入四款排外項目，分別為：1. 保險業經主管機關核准銷售以外幣收付之非投資型人身保險商品，並經核准不計入國外投資之金額；2. 保險業依本法規定投資於國內證券市場上市或上櫃買賣之外幣計價股權或債券憑證之投資金額；3. 保險業經主管機關核准設立或投資國外保險相關事業，並經核准不計入國外投資之金額；4. 其他經主管機關核准之投資項目及金額。其中，與本案最為關鍵，也是迄今影響最大者為其中的第 2 款，其係國際板債券市場發行量大幅躍升（圖 2），以及壽險業國外投資比率大幅超越 45% 門檻（圖 1、表 11、表 13）的主要成因。

欲分析我國保險業的國外投資部位的風險，首先必須瞭解其資產配置的比重。蔡政憲等（2017）的研究指出，若欲對保險業的國外投資與外匯風險進行量化剖析，需透過壽險月報的月計表、資金運用分析表、外匯價格變動準備變動明細月報表、壽險業外幣保單月報表，以及 RBC 檢查報表中的資金運用收益表、衍生性商品餘額明細表、外匯價格變動準備金明細表等，才能得知各保險公司較為詳細的國外投資部位（及其變化）、收益、避險交易、與外匯價格變動準備金之變化等，並進一步分析壽險公司國外投資的風險以及避險的狀況與成效。然而於本研究與該研究案面臨相同的情形，即無法自官方管道取得相關資料，對此僅能就既有摘引既有文獻的統計數據進行評論分析。

梁正德等（2009）的研究報告指出，若欲分析我國壽險業國外投資的議題，僅 RBC 檢查報表⁵²有較明確的分類數據。對此，該研究挑選了 2007 年度的三

⁵² 壽險業的 RBC 檢查報表，請參閱 <https://goo.gl/R33ooQ>；產險業的 RBC 檢查報表，請參閱 <https://goo.gl/L91ZCX>。

家壽險公司，分析其六大主類的國外資產項目之配置比重，該六大類項目分別為固定收益、股票（不含固定收益特別股）、基金、ETF（股票及債券）、避險基金與不動產。

該報告的統計結果（參見表 17）顯示我國大型壽險公司的資產配置，主要以固定收益資產為主，約占我國大型壽險公司可運用資金的九成左右。該報告並進一步針對該類別細分六個子類別進行分析，其分別為公債及國庫券、公司債、金融債、不動產及金融資產受益證券、可轉讓定存單與其他固定收益投資。

雖然我國大型保險公司在大類別的資產配置上有一致性的傾向，但表 18 的統計結果顯示各公司在固定收益的子類別的投資選擇上有顯著的差異。除金融債券的比重均超過整體國外固定收益證券的 25% 以上外，其餘子類的投資相去甚遠，例如：就不動產及金融資產受益證券一類而言，C 公司約占三分之一，而 N 公司則僅占百分之一；就公司債而言，N 公司占五成以上，C 公司約一成半左右，S 公司則幾乎沒有配置；就其他固定收益投資類而言，C 公司占兩成多，而 S 公司與 N 公司則幾乎沒有配置。

綜上所述，梁正德等（2009）的研究報告顯示，就資產別而言，我國壽險業的資產配置傾向於固定收益類型的投資類別，惟各公司對於細項的配置標的甚為紛歧。這顯示除了匯率風險為我國保險業均面臨的風險外，其餘得視資產類別所對應的風險進行管理，圖 10 概要彙整了不同資產類型所對應的風險類型（Swiss Reinsurance Company, 2005），惟後續我們將只特別關注在各國外資產類別所衍生之匯率風險及其管理方式的討論。

表 17 我國大型壽險公司 2007 年底國外資產配置比重

國外資產項目	公司代號		
	S	C	N
1. 固定收益類資產	87.8%	88.3%	96.5%
1.1 有評等之固定收益類資產	87.8%	88.2%	96.5%
1.2 無評等之固定收益資產	0.0%	0.1%	0.0%
2. 股票 (不含固定收益特別股)	3.8%	2.9%	1.0%
3. 基金類資產	4.6%	8.1%	2.5%
3.1 股票型基金	1.3%	2.5%	1.0%
3.2 平衡型基金	0.6%	0.5%	0.0%
3.3 私募基金	0.0%	0.1%	1.5%
3.4 債券型基金	0.1%	5.0%	0.0%
3.5 貨幣型基金	2.7%	0.1%	0.0%
4. ETF (含股票及債券)	3.1%	0.0%	0.0%
5. 避險基金	0.7%	0.7%	0.0%
6. 不動產	0.0%	0.0%	0.0%
合計	100.0%	100.0%	100.0%

資料來源：梁正德等 (2009)

表 18 我國大型壽險公司 2007 年底國外固定收益證券配置比重

國外資產項目	公司代號		
	S	C	N
1. 公債及國庫券	7.8%	3.3%	17.3%
2. 公司債	0.0%	14.0%	53.5%
2.1 有評等公司債	0.0%	14.0%	53.5%
2.2 可轉換公司債及附認股權公司債	0.0%	0.0%	0.0%
3. 金融債券	31.6%	25.1%	28.0%
4. 不動產及金融資產受益證券	60.6%	36.0%	1.2%
4.1 有評等不動產 (REAT) 及金融資產受益證券	60.6%	36.0%	1.2%
4.2 無評等不動產 (REAT) 及金融資產受益證券	0.0%	0.0%	0.0%
4.2 不動產投資信託受益證券 (REIT)	0.0%	0.0%	0.0%
5. 可轉讓定期存單	0.0%	0.0%	0.0%
6. 其他固定收益投資	0.0%	21.5%	0.0%
6.1 有信用評等者	0.0%	21.4%	0.0%
6.2 無信用評等者	0.0%	0.1%	0.0%
合計	100.0%	100.0%	100.0%

資料來源：梁正德等 (2009)

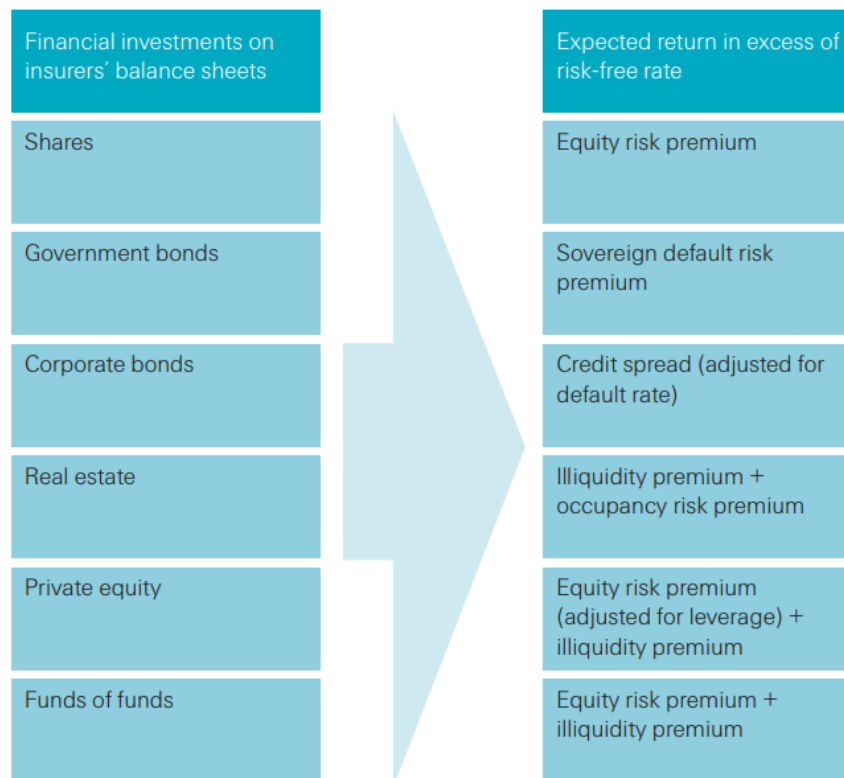


圖 10 投資標的與其對應風險溢酬

資料來源：Swiss Reinsurance Company (2005)

圖 11 為財團法人保險安定基金委託中華經濟研究院，針對國內重大壽險業者之「國外資產配置」所進行之問卷調查結果，其統計年度包含 2013 年與 2014 年兩個年度 (吳中書等，2015)。該研究所進行的分類相較於梁正德等 (2009) 的分類更細，主要加入的新分類維度包含：市場別 (已開發市場及新興市場) 與貨幣別 (美元及其他幣別)。研究結果應有反應出監理法規、RBC、以及經營環境 在 2009~2013 年之間的改變。

該圖顯示，我國壽險業國外資產配置的主要類別為公司債及金融債，兩個年度的調查數據均占整體可運用資金的七成以上。更進一步細看該類別，2014 年底全體壽險業者約占 73.29% (56.52% + 14.52%)，較 2013 年底的 71.04% (54.61% + 18.68%) 上升 2.25%。不過就市場別 (區域別) 而言，2014 年間壽險業者明顯的增加了新興市場的配置比重，其由 14.52% 攀升至 18.68%，增幅度

達 28.65%；相對而言，已開發國家公司債的配置比重則由 56.52% 下降至 54.61%。此外，就第二大投資類別為政府公債而言，兩個年度的調查約占整體可運用資金的一成上下。進一步細看，2014 年底占 8.48%，較 2013 年底的 11.31% 降低 2.83%。就市場別而言，壽險業者在已開發國家公債配置比重由 6.70% 下降至 4.01%，降幅約 2.69%；新興市場公債配置比重仍則由 4.61% 略幅下降至 4.47%。綜上所述，就資產別而言，2014 年間全體壽險業者有增加公司債及金融債券，並減少政府債券的傾向；此外，就市場別而言，有加碼新興市場並調降已開發國家的傾向⁵³。

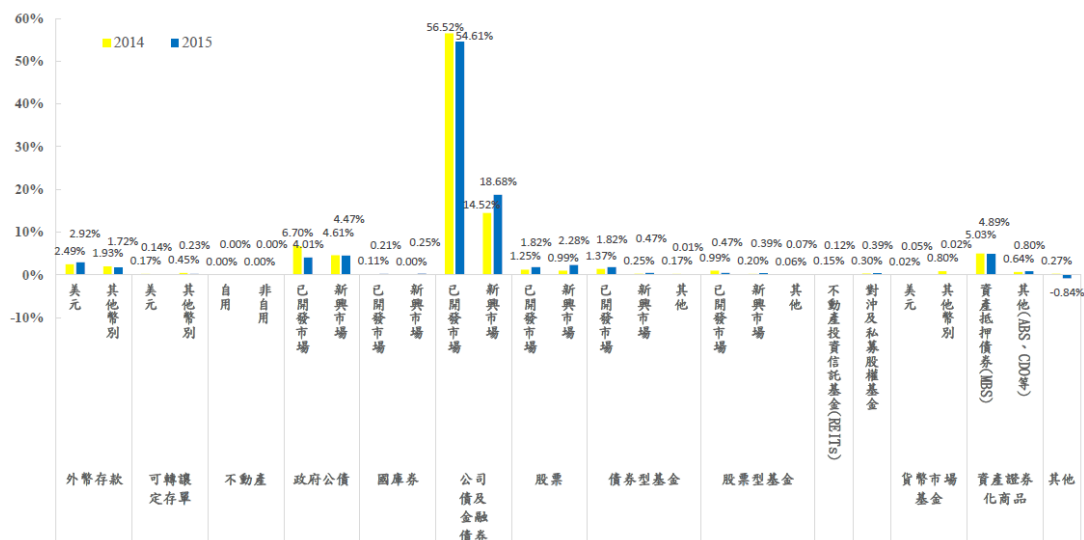


圖 11 全體壽險業的資產配置比重

註：標示為 2014 者，為 2013 年底的統計比率；表示為 2015 者，為 2014 年底的統計比率。
資料來源：吳中書等 (2015)、吳中書等 (2017)

梁正德等 (2009) 的報告對於我國壽險業國外投資的「資產別」之配置比例做了的歸結，而吳中書等 (2015) 的報告進一步的點出「市場別」(區域別) 之配置比例的議題，惟兩者的統計對於「貨幣別」之配置情況並沒有清楚區辨 (僅美元與非美元分類)。針對貨幣別的議題，蔡政憲等 (2017) 抽選了一家國內大型壽

⁵³ 對於東南亞新興市場的投資建議可參閱吳中書等 (2017) 的研究報告。

險公司，深度檢視該公司的資產負債表及相關表外項目，整理出資產別與貨幣別的交叉統計比率。

由表 19 可以看出，就資產別而言，該家公司的國外公司債及金融債券占比最高 (86.8%)，國外政府公債次之 (7.9%)，股票與基金最低 (5.2%)。此結果與梁正德等 (2009) 與吳中書等 (2015) 之統計結果相符，顯示保險業的投資係以保守穩健原則，大部分資金配置於風險相對較低的固定收益證券。此外，就貨幣別而言，我國保險公司之國外投資的幣別，主要以美元計價者為主 (約占九成)，人民幣次之 (約占 7%)，歐元再次 (占 3%)，英鎊與日圓等甚少 (合計占不到 1%)。貨幣別的結果亦可由國際板債券的統計 (之前的表 5 與表 9) 參照看出。由這些可概略瞭解我國保險業的主要的投資幣別需求與投資行為。

表 19 某大型壽險公司的國外資產別與貨幣別分布

資產別	貨幣別					列合計
	美元	人民幣	歐元	英鎊	日圓	
公司債及金融債券	80.7%	4.4%	1.5%	0.2%	0.1%	86.8%
政府公債	7.5%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	7.9%
股票與基金	1.4%	2.1%	1.4%	0.1%	0.2%	5.2%
欄合計	89.6%	6.8%	3.0%	0.4%	0.3%	100.0%

資料來源：蔡政憲等 (2017)

關於臺灣保險業的資產配置傾向，可以黃雅文等 (2011) 的研究作結。該研究指出，保險業的資金運用上須考量投資資產的安全性 (反之為風險性)、流動性、與收益性等，然三者存在著權衡抵換關係。安全性高者 (風險性低者) 的收益性通常低；流動性高者的收益性通常亦低。當三者存在抵觸時，保險公司需從自身的負債結構與特性出發，審酌公司目標與監理機關的合規要求進行資產配置。壽險業與產險業由於保險合約的特性與保費收入結構不同，因此在投資目標的選擇與資產配置的結果上有明顯的差別。壽險業的保單多屬長期合約，且其保費收入

及其理賠支出之現金流量具穩定性，因此壽險業可以接受具安全性及收益性較高，但流動性較低的資產配置策略及標的。反之，產險業的保單多為短期性質，且其保費收入及理賠支出之現金流量的不確定較高，因此產險業的資產配置首重流動性。依據黃雅文等 (2011) 的研究歸納，保險業資產的配置具有以下特點：(1) 資產配置偏重於收益性考量；(2) 利率持續下降，壽險業面臨顯著利差損；(3) 衍生性金融商品之交易多以避險為考量；(4) 資產配置並未因 2008 年全球金融海嘯而有顯著變化；(5) 資產配置策顯著受到法律規範的影響；(6) 產險業資產配置之主要考量為流動性。

第二節 保險業的風險管理規範

為持續提升我國保險業的風險管理能力，我國金管會自 2009 年 12 月 31 日訂定「保險業風險管理實務守則」⁵⁴，以作為保險業建立風險管理機制所需的實務參考準則，期能透過該守則協助業者落實風管體系並健全經營體質。圖 12 概括該守則之框架，其具體之內容包括：風險治理、風險管理組織架構與職責、風險辨識、風險衡量、風險回應、風險監控及資訊、溝通與文件化等環節。該守則涵蓋的風險構面與對應的管理機制兼具資產與負債兩個面向，共分為：市場風險、信用風險、流動性風險、作業風險、保險風險（包含商品設計與定價風險、核保風險、再保險風險、巨災風險、理賠風險與準備金相關風險等）、資產負債配合風險、與其他風險等七大類。此外，金管會亦在 2014 年 12 月 16 日訂定「保險業國外投資自律規範」，針對投資目的、投資策略、投資權限及權責單位、風險管理、作業程序、投資國外保險相關事業、績效評估、會計作業、罰則及附則等做了更明確的界定與規範。

⁵⁴ 參見 <https://goo.gl/SSD6sJ>。

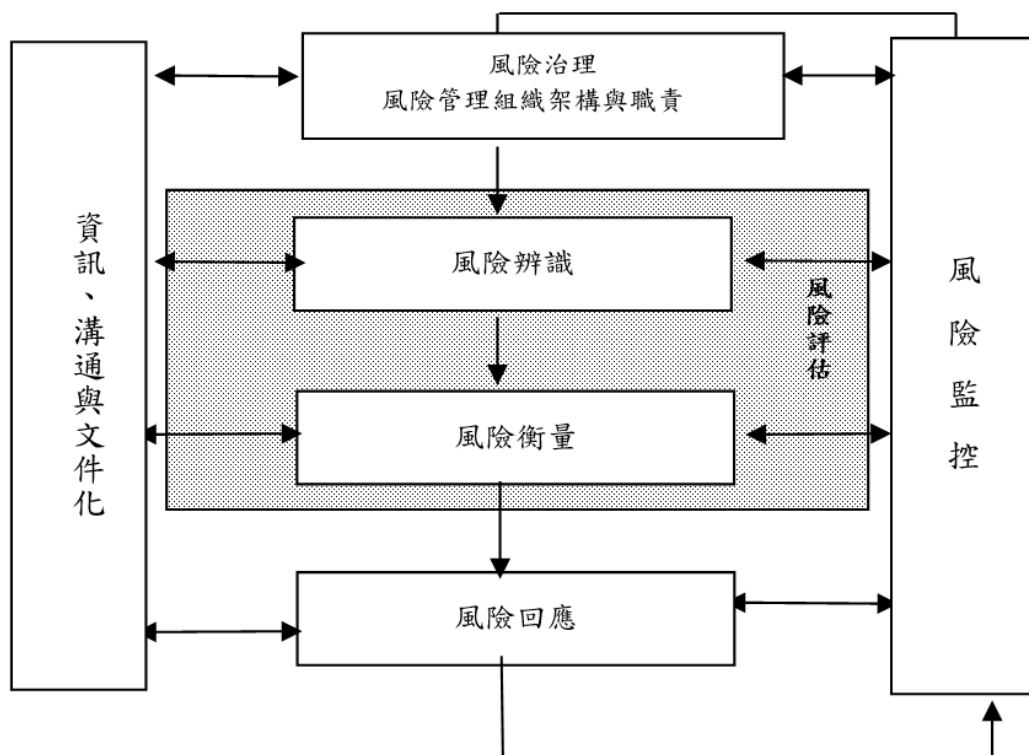


圖 12 臺灣保險業風險管理架構

資料來源：<https://goo.gl/SSD6sJ>

表 20 臺灣保險業的歷年國外投資金額與比例

	壽險業		產險業	
	金額 (新臺幣億元)	比率 (%)	金額 (新臺幣億元)	比率 (%)
2008	24,192	30.3	252	15.1
2009	29,802	32.2	252	13.8
2010	36,150	34.5	241	12.3
2011	43,276	37.7	241	12.9
2012	52,240	40.9	291	15.1
2013	63,900	43.5	327	15.5
2014	82,352	50.3	434	19.9
2015	101,318	57.6	527	22.7
2016	125,891	62.8	548	22.6
2017	144,061	65.0	595	23.4

資料來源：財團法人保險事業發展中心 (<https://goo.gl/sKnUCx> 與 <https://goo.gl/7jMVzN>)、
蔡政憲等 (2017)

由表 20 可以清楚的看出，我國保險業（特別是壽險業）的國外投資金額與比重逐年快速攀升。至 2017 年底，全體壽險業的國外投資金額已超過 14 兆新臺幣，占整體壽險業可運用資金的 65%，該比率已遠超過保險法第 146 條之 4 第 2 項所訂的 45% 門檻上限。如此大數額與高比率的外幣計價資產規模，顯見我國保險業面臨巨大的外匯風險。惟審視現行法規，僅「保險業風險管理實務守則」的 5.1.7 小節有明確的規範性指引，其條文規定保險業應對國外投資資產建構外匯風險管理及避險機制，其內容至少應包括下列六個項目：

1. 訂定外匯風險的上限及其核算標準；
2. 外匯曝險比率的控管機制、外匯曝險比率之計算基礎、外匯曝險之範圍及其相對應之避險工具及避險策略；
3. 訂定定期監控頻率及流程；
4. 重大波動時之模擬情境及因應措施；
5. 執行極端情境的壓力測試及敏感性分析
6. 外匯價格變動準備金低於一定比率時，應檢討避險策略及提出因應對策等，若 3 個月內 2 次達沖抵下限（前一年底累積餘額之 20%）時，並應提報最近一次董事會。（壽險業適用）

第三節 保險業的匯率風險管理實務

蔡政憲等（2017）精要的匯整了我國保險業實務性的匯率風險管理作法，該報告指出，保險業的外匯風險管理主要考量兩個構面，其一為交易階段，其二為風險類別。就交易階段而言，主要分為交易前與交易後；此外，就風險類別而言，主要考量的風險為市場風險及交易對手風險。

表 21 臺灣保險業的外匯避險交易前後所需注意事項

流程 風險別	交易前	交易後
市場風險	公司試算匯率升貶對損益所造成的可能影響及對資本適足率之衝擊，預先訂定可承受風險的上限、規劃最適避險比率及選擇適當的避險策略與工具。	<ul style="list-style-type: none"> ● 每日評價避險金融工具，並追蹤其損益，並透過風險值變化評估是否超過風險預算之上限 ● 當重大波動時，進行情境模擬並採取因應措施 ● 定期評估衍生性商品之避險有效性 ● 定期向風險管理委員會及董事會進行市場風險評估報告
交易對手 風險	預先審慎評估並定期調整每一家交易對手的信用狀況，並據此給予其合適之曝險限額。	<ul style="list-style-type: none"> ● 每日監控避險交易對手之曝險變化 ● 定期監控交易對手之信用評等變化，並依其信用品質變化調整額度。 ● 定期向風險管理委員會及董事會進行交易對手風險評估報告

資料來源：改編自蔡政憲等 (2017)

本研究整合蔡政憲等 (2017) 與「保險業風險管理實務守則」的 5.1.7 小節之內容，整理如表 21。由該表可知，就外匯風險而言，保險公司在交易前，公司會試算匯率升貶對公司損益的影響及對資本適足率之衝擊，預先訂定可承受風險的上限、規劃最適避險比率及選擇適當的避險策略與工具。避險策略主要分為直接與間接兩種方式，而避險工具則包含：換匯 (FX Swap)、遠期外匯 (DF)、無本

金遠期外匯 (NDF) 與換匯換利 (CCS) 等直接避險工具；交叉避險 (Cross Hedging) 與一籃子避險 (Basket Hedging) 則為輔助的避險方式。無論採用直接或間接避險方式，均須審慎評估每一家交易對手信用狀況，給予合適之曝險限額，以避免風險過度集中。在交易執行後，可透過例行性監控風險值變化及交易對手的曝險狀態、重大波動時進行情境模擬與執行因應措施、定期進行壓力測試與敏感性分析等作為持續監控外匯風險，最終於最近一期之風管委員會及董事會進行彙報。

更進一步地來檢視避險策略的話，應在交易前公司即評估匯率波動對於公司損益及資本適足率可能造成影響，隨之訂定出最適避險比率及選擇適當的避險策略。避險策略分為直接避險與間接避險兩大類別。直接避險為避險衍生性商品連結標的與被避險者相同者謂之，可採工具包括換匯、遠期外匯及換匯換利等境內避險工具。三者的共同點為其皆涉及本金交換，須受央行外匯局管制；而無本金遠期外匯為境外避險工具，若投資外幣資產是直接採換匯方式匯出，則未來只能以無本金遠期外匯來進行避險，此工具執行成本通常較高且波動程度也較大⁵⁵。間接避險為避險衍生性商品連結標的與被避險者不同者，通常是用一籃子貨幣代替新臺幣兌美元進行避險。依照保險法規，一籃子貨幣兌美元需與新臺幣兌美元相關係數達 70%，此外，亦要求公司設定停損金額，在備齊貨幣組合的選取方法、樣本期間、及計算頻率等程序後，再經過內部嚴謹之審核後始得承作。

就實務操作而言，由於央行限制保險業的海外投資所產生的孳息或資本利得，不得使用境內的外匯避險工具，以避免其金額過大而影響新臺幣對主要貨幣（主要為美元）的遠期市場交易，進而對即期市場產生影響。值此，國內壽險業最常用的避險工具通常為換匯、無本金遠期外匯與一籃子貨幣等三種方式進行避險。境內交易的換匯合約（主要交易對象為國內銀行）與境外交易的無本金遠期外

⁵⁵ 相關管制請參見「管理外匯條例」 (<https://goo.gl/CrauMs>) 及「外匯管制辦法」 (<https://goo.gl/GECcEW>)。

匯合約（主要交易地點在香港與新加坡）的避險效果較佳，前者的成本主要受兩國利差擴大而增加，後者的成本則易受匯率升貶預期而有較大之波動，導致避險成本不穩定。而一籃子貨幣的間接避險方式雖然成本相對便宜，但若實際的相關性與設算的相關性不同時，將導致避險效果不佳的結果。

除了考量匯率波動的市場風險外，承作外匯避險交易之前，公司亦須評估各交易對手的信用曝險限額。依規定須為最近一年長期債務信用評等等級經國內外信用評等機構評定達一定等級以上之國外金融機構，或最近一期自有資本與風險性資產之比率符合法定標準之本國金融機構，方能作為合規的交易對象。再透過定期監控交易對手信用評等變化，據此調整交易對手的限額。

交易後，大型保險公司通常會兼採量化與質化的指標與機制，以強化監控機制。可用於監控的量化指標包括：(1) 外匯價格變動準備金比率 = 月底外匯價格變動準備金 / 前一年底外匯價格變動準備金餘額；(2) 外匯曝險比率；(3) 整體外匯風險比率 = (平均外匯避險成本+外匯風險值) / (業主權益+外匯變動準備金餘額)；(4) 壓力測試與敏感性分析：每年定期進行壓力測試，針對外匯曝險的部位進行最差狀況的模擬，瞭解其對於公司損益表、淨值與資本適足率的影響，另外每月也應進行敏感性分析，針對未避險部位對於新臺幣升值 1% 的變動進行損益模擬；(5) 總匯兌損益；(6) 有效性測試 = YTD 被避險部位兌換損益 / YTD 避險交易損益（摒除避險成本攤銷影響），若介於避險有效區間（如：80% ~ 125%）內，可視避險為有效。另外，在質化的監控上，相關重要的權責單位（如：投資長、交易室部門主管、風控長及風管部）應針對公司所從事的避險交易目的、績效結果等，彙報給董事會，並定期向風險管理委員會報告。

第四節 外匯價格變動準備金

壽險業為解決 90 年代的利差損歷史包袱，再加上國內市場可作為其負債面對應的長期投資工具不足且獲利性不佳，因此有強烈的國外投資需求（圖 9），惟將大量資金投注於海外，相對也伴隨著巨大的匯率風險。據 2018 年 3 月 1 日的經濟日報報導指出⁵⁶，受到新臺幣與美元利差擴大，壽險業估算 2018 年的外匯避險成本可能從 2017 年平均的 1.2% 提升至 1.6%。依據 2017 年底的可運用資金 14.4 兆估算，2018 年全體壽險業的整體避險成本推估約為新臺幣 2,304 億元，亦即增加的 0.4 個百分點，將使全體壽險業增加增加 576 億元的避險金額。

由於壽險業每年需耗費巨額心力與成本進行避險規劃與交易，便積極要求政府開放以準備金方式處理避險問題，期透過此緩衝機制來降低外匯的避險成本。在考量監理需求、保險業財務穩健性及避險策略等要素後，金管會業於 2012 年 2 月 7 日令發布「人身保險業外匯價格變動準備金應注意事項」（以下簡稱應注意事項）⁵⁷，並於同年 3 月起正式建立壽險業的外匯價格變動準備金機制，使壽險業得以較具彈性方式管理匯率風險及降低避險成本，進而強化清償能力及健全財務體質。然於 2017 年初以來，新臺幣兌美元仍持續走升（當年度至十一月底計升值 2.269 元，升值幅度達 7.03%），致使壽險業產生大幅匯損，並有多家壽險公司外匯準備達沖抵下限並持續數月。據此，金管會於 2018 年 1 月 26 日修正該應注意事項的第 3 點，以強化外匯準備金機制的運作效能期厚實該機制吸收壽險業匯兌損失之能力。以下摘錄現行之應注意事項的要點⁵⁸。

⁵⁶ 參見 <https://goo.gl/22hb4B>。

⁵⁷ 詳見 <https://goo.gl/WdDJb8>。

⁵⁸ 詳見 <https://goo.gl/h4PsRw>。

一、外匯準備金的提存方式與其上限

壽險公司應就當月除以國外投資總額乘以曝險比率再乘以 5‰ 計算應提存金額；若當月有未避險外幣資產兌換利益時，應以該金額之 50% 提存外匯準備金。其中，曝險比率係指國外投資總額扣除傳統避險本金金額後除以國外投資總額之比率，所謂的傳統避險主要為外幣兌新臺幣之遠期外匯、換匯、換匯換利及無本金交割遠期外匯等避險交易；未避險外幣資產兌換利益及損失係指國外投資排除外匯避險後，因匯率變化所產生之兌換利益及損失。此外，由於外幣收付之非投資型人身保險商品資產的風險並不歸屬於保險公司，因此國外投資總額不包含該項之金額。外匯準備金的累積上限為當年度年底國外投資總額之 9.5% (此即為提存上限)。

二、外匯準備金的沖減方式與其下限

壽險公司若當月有未避險外幣資產兌換損失時，應以該金額之 50% 沖抵本準備金。此外，外匯準備金每月月底的餘額不得低於前一年底累積餘額與自 2012 年實施以來至迄今前一年各年之年底累積餘額平均值孰高之 20% (此即為沖抵下限)。本準備金餘額下降至沖抵下限且持續達 3 個月時，壽險公司應提高未避險外幣資產兌換利益之提存比率為 75%，並至少使外匯準備金累積餘額回復至沖抵下限之 3 倍為止。

三、外匯準備金的配套措施

- (1) 壽險業須於財務報表揭露外匯準備金之重要會計政策說明、避險策略與曝險情形、以及未適用本準備金機制對損益、負債、股東權益之影響，並計算未適用本準備金機制之每股盈餘。
- (2) 壽險業於公開資訊及重大訊息揭露每股盈餘時應一併揭露未適用外匯準備金機制之每股盈餘。

- (3) 壽險業仍須依保險業風險管理實務守則之規定建構外匯風險管理及避險機制，其中須包含匯率發生重大波動時之模擬情境及因應措施。
- (4) 壽險業之簽證會計師每年應將外匯準備金機制列為內部控制制度之查核範圍。
- (5) 壽險業之內部稽核單位每年應對外匯準備金機制實施情形辦理專案查核。
- (6) 壽險業所節省之避險成本不得納入董監事酬勞之計算。但報經主管機關核准者，不在此限。前項節省之避險成本，其金額計算方式由中華民國人壽保險商業同業公會報請主管機關核准。
- (7) 壽險業每年應就已節省之避險成本轉列特別盈餘公積，當年度盈餘不足轉列者，應於以後有盈餘年度補提之。前項所提之特別盈餘公積僅得迴轉用於盈餘轉增資或彌補虧損。另壽險業業之股利發放應以盈餘轉增資之方式為原則，並應持續檢討股利政策。
- (8) 為強化本準備金之效能，以厚實壽險業的資本，壽險業若當年度有稅後盈餘，應就該金額之 10% 提列特別盈餘公積。但報經主管機關核准者不在此限。

四、外匯準備金的實施情況與成效

外匯準備制度於 2012 年 3 月開始實施，當初設定實施三年後需評估其成效，對此，壽險公會業於 2015 年 2、3 月共計發布兩個函件⁵⁹指出該制度有以下三點成效：1. 提供壽險業者有自我保險的長期匯率避險替代方案，使壽險業資產長期投資策略與避險策略可相互配合；2. 解決市場上匯率避險工具供給量不足之問題，讓避險工具之市場價格大幅下降，使業者得以降低避險成本；3. 除確實達到降低匯兌波動對損益淨值之影響外，實行三年來所累積之準備金成長幅度

⁵⁹ 參考 2015 年 3 月 18 日壽險公會博字第 1040302409 號函及 2015 年 2 月 2 日壽會博字第 1040200964 號函內容。

也相當大，對於充實業者之自有資本與提升清償能力有相當貢獻，而所節省之避險成本亦均直接反應於淨值。以下進一步摘述壽險公會函件中提列外匯準備制度的實施成效及其說明：

1. 提供長期匯率避險的自保險方案

由於壽險業的負債之期限多屬長期性質，因此對應的資產亦多為長期性投資。然而，市面上標準避險合約超過半年以上者甚少且價格高。若壽險業欲對於長期投資部位之匯率波動進行避險，一般須以滾動 (rolling) 方式反覆購入短期避險工具以維持原設定的避險效果。在投資部位與對應避險工具之期間不相稱的情況下，常造成壽險公司面臨投資策略受限、避險效果不佳、或避險成本偏高等困境。對此，外匯準備金制度的實施，提供了壽險公司一個可自我長期避險的方案，無須再受限於為求穩定短期匯兌損益而購入多餘的避險工具，讓壽險業得以穩健地執行長期投資策略，並以更有效的方式控管自身長期之匯率風險。

2. 降低於市場上進行避險操作的價格波動度與總成本

受限於外匯管理條例 (央行) 的約束，壽險公司與國內銀行進行遠期外匯合約，須於資產匯出時便決定是否避險，不得事後追補避險作為。甚至因交易所產生的孳息欲進行遠匯避險時，亦須向央行逐案申請核准，對此投資策略的靈活度大大受限。因此業者為避險彈性考量，多轉到境外市場以 NDF 方式進行避險交易。雖然境外 NDF 市場相較於境內活絡，但價格仍易受匯率升貶預期效應與投資銀行操作的影響而使避險成本波動且價格可能偏高。在外匯準備制度實施後，提供了壽險業者自身長期避險管道，使得境外 NDF 的需求大幅降低，進而促使境外投資銀行調降 NDF 之報價，因此壽險業者相對於過往，可以較合理價位進行避險操作，節省了一定比例的避險成本。以歷史資料估算，外匯準備制度實施前後 NDF 之年化避險成本降幅達到 1.5% 以上，而波動度也降低近 4.7 成。

比起 2014 年度人身保險業外匯曝險比率與準備金制度實施前的曝險比率，計有 18 家公司曝險比率增加 (或持平)，其中，國外投資金額較大之壽險公司地未避險部位增加幅度平均達 15% 以上，顯現該機制有初步的成效。其所節省之避險成本除對公司經營有幫助外，亦讓市場上避險工具的價格回歸基本面；市場上各天期境外 NDF 於本制度實施前後之價格亦有明顯下降。此外，依「人身保險業外匯價格變動準備金應注意事項」第 8 點第 1 項前段規定「人身保險業每年應就已節省之避險成本轉列特別盈餘公積」，依據壽險公會的統計指出，我國保險業於 2012 年至 2014 年節省之避險成本的金額分別約為(4 億、9 億與 29 億，三年累積金額業達 41 億)，而於當年度轉列為特別盈餘公積的金額分別約為 2.5 億、4.4 億與 9.2 億，三年累積金額約為 16 億。這些相關節省之避險成本反應於淨值，有助於強化業者資本。

3. 充實壽險業者的自有資本，並強化其經營體質

觀察財報統計資料，外匯準備金制度實施以來，準備金累積成長迅速，至 2015 年初已增加超過 158 億元。如額外考慮外匯準備金的初始金額乃由特別準備金借提 (重大事故變動及危險變動準備金)，該借提額度需於三年內歸還，因此相當於 2015 年初的 358 億元餘額完全是由業者額外增提之準備金，顯見該制度對於健全壽險業者體質有極大幫助。依「人身保險業外匯價格變動準備金應注意事項」第 9 點規定「為強化本準備金之效能，以厚實人身保險業資本，人身保險業若當年度有稅後盈餘，應就該金額之 10% 提列特別盈餘公積」，2012 年至 2014 年壽險業依該點要求累積提列之特別盈餘公積分別約為 42 億、50 億與 107 億，三年累積數近 200 億，相關特別盈餘公積的提列對於壽險業充實自有資本與提升清償能力有相當貢獻。

表 22 列示國內各壽險公司近五年年底的外匯準備金金額。外匯準備金於 2012 年 3 月開始實施，初始準備金由壽險業的重大事故及危險變動準備金中借提 50%，金額約計為新臺幣 280 億元，該借提金額需於三年內歸還。參照該表

中首列的「新臺幣對美元年平均匯率」與表末的「合計金額」之折線走勢可看出，外匯準備制度自實施以來，累積金額於 2015 年底達到高峰，但因 2016 年初以來新臺幣對美元強勢升值⁶⁰，外匯準備金呈現大幅下降的態勢，導致近兩年度縮減的金額均達新臺幣 150 億元以上，顯見匯率變動是影響外匯準備金餘額變動的關鍵因素。由於近兩年度已過初始準備金的歸還年限，因此兩年度縮減的金額完全用於抵減外匯損失之用，顯見外匯準備制度的確對於緩衝壽險業的匯率風險具有功效。

表 23 為外匯準備制度實施前後（前期為 2009 年至 2011 年；後期為 2012 年至 2014 年），全體壽險公司曝險比率的變化。若以 2014 年底國外投資金額為權重，則表中全體壽險公司的曝險比率，平均而言增加了 9.56%，其中三家大型保險公司的增幅分別為：國泰人壽（6.09%）、富邦人壽（1.97%）與新光人壽（1.54%）。曝險比率提高代表避險成本降低，但也意謂外匯風險的上升。對照近期以來壽險公司國外投資大幅增加而外匯準備金卻減少、以致外匯準備金占國外投資比率顯著下降的狀況來看，若外匯準備金存量過低，無法提供壽險公司面臨外匯風險時足夠的損失緩衝，而若壽險公司的曝險比率又升高的情況下，則外匯準備制度的實施有可能反而提高壽險公司的外匯風險。對此，外匯準備制度的效益及外匯暴險比率提升間的抵換權衡關係，值得進一步的研究與注意。

由於外匯準備制度的主要目的在於降低壽險公司因國外投資所帶來的匯率風險，因此，應同步檢視壽險業之外匯準備金與國外投資的對應關係。對此，表 24 同步列示壽險公司的國外投資率（國外投資 / 可運用資金之比率）與外匯準備率（外匯準備金 / 國外投資之比率）。由該表中個別公司對應的折線圖可以明顯看出，兩者並非同步成長的關係，摒除 2015 年以前有歸還重大事故及危險變動準備金的因素，亦即僅看 2016 年與 2017 年的區塊，可以看出：雖然壽險業

⁶⁰ 雖然表 22 中顯示的 2016 年的新臺幣對美元之年平均匯率為最高點，但實質上自當年初起，新臺幣對美元即持續呈現強勢升值的走勢，詳見中央銀行統計的銀行間日收盤匯率或月平均匯率 (<https://goo.gl/4gsguc>)。

的國外投資比率大幅向上攀升（主要係因國際板債券投資比重大幅增加），但外匯準備金卻沒有同步增加（主要係因新臺幣對美元自 2016 年初以來呈現強勢升值），此顯示我國外匯準備金制度可考量加速提存之速率。這印證了金管會業於 2018 年 1 月 26 日修正該應注意事項的第 3 點，期強化該機制吸收壽險業匯兌損失之能力。此次修法之成效，亦值得在未來持續關注。

表 22 壽險公司的外匯準備金餘額

新臺幣兌美元匯率 (年平均)	2013	2014	2015	2016	2017	折線圖
	29.770	30.368	31.898	32.318	30.439	
單位：新臺幣仟元						
公司別	2013	2014	2015	2016	2017	折線圖
國泰人壽	10,482,181	16,846,406	16,026,449	9,871,478	11,589,138	
中國人壽	2,773,740	5,263,545	7,695,824	6,382,932	2,703,763	
新光人壽	3,983,780	8,017,158	6,873,100	3,106,016	2,551,225	
全球人壽	1,442,194	3,172,696	4,280,496	4,315,982	2,311,722	
富邦人壽	825,259	3,475,289	7,479,048	4,632,746	2,305,484	
南山人壽	3,772,093	8,821,438	7,557,352	7,298,783	1,549,295	
宏泰人壽	427,798	729,260	1,162,687	1,197,043	1,148,995	
台灣人壽	459,054	811,142	844,055	1,362,740	730,720	
中華郵政	105,835	870,217	1,451,301	1,107,493	554,031	
元大人壽	117,672	342,956	648,101	480,615	510,241	
遠雄人壽	58,391	544,069	883,757	478,940	381,564	
法國巴黎人壽	230,759	224,574	258,008	288,496	335,147	
三商美邦人壽	802,758	1,014,429	1,598,387	1,190,742	294,809	
臺銀人壽	439,970	1,376,324	869,492	425,059	279,465	
保誠人壽	170,894	580,130	1,140,897	904,645	269,948	
安聯人壽	164,419	169,805	157,518	214,505	244,054	
合作金庫人壽	111,515	115,688	171,211	145,987	149,520	
保德信國際人壽	266,929	377,054	422,314	366,568	73,314	
友邦人壽	125,916	110,247	162,868	157,614	42,881	
朝陽人壽	11,637	259,503	342,660	173,894	34,779	
安達人壽	1,758	16,773	10,224	18,578	13,866	
第一金人壽	4,440	23,028	23,597	20,038	5,824	
合計	26,778,992	53,161,731	60,059,346	44,140,894	28,079,785	
變動量		26,382,739	6,897,615	(15,918,452)	(16,061,109)	
變動率		49.6%	11.5%	-36.1%	-57.2%	

註：此表未納入國華人壽、國際康健人壽、國寶人壽、宏利人壽、幸福人壽、匯豐人壽、蘇黎

世國際人壽、中國信託人壽等八家，因此合計部分會與全體壽險業之統計結果有差異。

資料來源：蔡政憲等 (2017)、保險業公開資訊觀測站、中央銀行 (<https://goo.gl/jmaaYK>)

表 23 外匯價格變動準備金制度實施前後壽險公司曝險比率之變動

公司名稱	前後期的外匯 曝險比率變化 (1)	2014 年底 國外投資 (千元)	國外投資權重 (2)	加權比率變動 (3) = (1) * (2)
三商美邦人壽	1.74%	353,359,659	4.25%	0.07%
中國人壽	16.53%	535,108,863	6.43%	1.06%
中國信託人壽	-66.33%	178,744,371	2.15%	-1.43%
中華郵政	-12.09%	266,478,432	3.20%	-0.39%
元大人壽	-6.89%	40,309,170	0.48%	-0.03%
友邦人壽	1.50%	15,782,876	0.19%	0.00%
台灣人壽	5.68%	239,501,408	2.88%	0.16%
全球人壽	20.64%	324,117,509	3.90%	0.80%
合作金庫人壽	-12.75%	16,797,215	0.20%	-0.03%
安聯人壽	-22.55%	15,393,698	0.19%	-0.04%
宏泰人壽	14.88%	67,690,805	0.81%	0.12%
幸福人壽	3.72%	16,600,853	0.20%	0.01%
法國巴黎人壽	-27.77%	3,292,192	0.04%	-0.01%
保誠人壽	18.18%	41,047,248	0.49%	0.09%
保德信國際人壽	0.00%	15,415,312	0.19%	0.00%
南山人壽	-3.59%	1,467,721,686	17.64%	-0.63%
國泰人壽	24.37%	2,078,950,536	24.99%	6.09%
國寶人壽	-1.27%	21,483,037	0.26%	0.00%
第一金人壽	12.79%	2,373,966	0.03%	0.00%
富邦人壽	12.09%	1,352,869,674	16.26%	1.97%
朝陽人壽	0.19%	15,686,281	0.19%	0.00%
新光人壽	13.17%	973,670,050	11.70%	1.54%
臺銀人壽	11.77%	157,471,042	1.89%	0.22%
遠雄人壽	-2.26%	120,029,407	1.44%	-0.03%
合計		8,319,895,290	100.00%	9.56%

註：1. 此表係根據壽會博字第 1040302409 號之附件中的附表一以及 2014 年底壽險公司國外投資金額，所計算外匯準備制度實施前後之全體壽險公司曝險比率的變化（前期：2009 至 2011 年；後期：2012 至 2014 年）。

2. 此表未納入國華人壽、國際康健人壽、宏利人壽、匯豐人壽、蘇黎世國際人壽等五家，因此合計部分會與全體壽險業之統計結果有差異。

資料來源：蔡政憲等 (2017)

表 24 壽險公司的國外投資率與外匯準備率

公司別	項目	2013	2014	2015	2016	2017	折線圖
臺銀人壽	國外投資率	38.73	40.47	47.83	54.29	57.07	
	外匯準備率	0.29	0.87	0.52	0.23	0.14	
台灣人壽	國外投資率	43.08	51.06	55.77	65.60	68.39	
	外匯準備率	0.26	0.34	0.29	0.17	0.07	
保誠人壽	國外投資率	40.61	35.95	38.76	42.46	46.39	
	外匯準備率	0.44	1.41	2.44	1.70	0.43	
國泰人壽	國外投資率	46.98	51.00	59.76	62.95	64.86	
	外匯準備率	0.62	0.81	0.59	0.32	0.33	
中國人壽	國外投資率	42.45	53.34	57.79	69.72	67.19	
	外匯準備率	0.74	0.98	1.19	0.75	0.29	
南山人壽	國外投資率	45.91	55.24	63.38	71.17	72.83	
	外匯準備率	0.36	0.60	0.39	0.30	0.05	
新光人壽	國外投資率	44.85	53.21	60.69	64.38	65.21	
	外匯準備率	0.53	0.82	0.57	0.22	0.16	
富邦人壽	國外投資率	45.83	52.39	58.05	60.44	62.77	
	外匯準備率	0.08	0.26	0.45	0.24	0.11	
三商美邦人壽	國外投資率	41.88	48.11	51.22	64.20	67.48	
	外匯準備率	0.30	0.29	0.39	0.21	0.04	
朝陽人壽	國外投資率	27.64	45.35	58.80	52.90	50.71	
	外匯準備率	0.13	1.65	1.71	0.87	0.20	
遠雄人壽	國外投資率	33.22	40.32	47.54	56.29	58.60	
	外匯準備率	0.06	0.45	0.57	0.24	0.17	
宏泰人壽	國外投資率	29.72	33.23	34.46	37.23	46.35	
	外匯準備率	0.76	1.08	1.50	1.42	0.99	
安聯人壽	國外投資率	29.42	34.63	36.84	32.75	30.05	
	外匯準備率	1.45	1.10	0.85	1.13	1.14	
中華郵政	國外投資率	33.71	40.36	44.31	46.11	50.51	
	外匯準備率	0.04	0.33	0.47	0.36	0.16	
保德信國際人壽	國外投資率	12.32	15.71	19.70	23.15	22.81	
	外匯準備率	2.49	2.45	1.95	1.33	0.25	
全球人壽	國外投資率	40.91	45.53	55.34	60.42	59.90	
	外匯準備率	0.54	0.98	1.00	0.83	0.41	
元大人壽	國外投資率	31.61	40.11	47.55	52.92	58.59	
	外匯準備率	0.43	0.85	1.07	0.59	0.45	
第一金人壽	國外投資率	19.04	31.10	54.00	50.29	42.44	
	外匯準備率	0.16	0.97	0.67	0.55	0.10	
合作金庫人壽	國外投資率	27.58	30.52	38.08	39.75	41.36	
	外匯準備率	0.67	0.69	0.89	0.75	0.73	
友邦人壽	國外投資率	42.66	53.13	59.59	68.39	67.05	
	外匯準備率	1.22	0.70	0.86	0.67	0.17	
法國巴黎人壽	國外投資率	18.97	20.66	15.02	22.78	19.05	
	外匯準備率	7.72	6.82	10.95	7.34	8.54	
安達人壽	國外投資率	20.19	21.13	12.73	19.37	19.60	
	外匯準備率	0.85	7.23	4.59	4.64	2.35	
合計	國外投資率	43.37	50.22	57.34	62.82	64.96	
	外匯準備率	0.44	0.66	0.59	0.44	0.28	
新臺幣兌美元匯率(年平均)		29.770	30.368	31.898	32.318	30.439	

註：1. 此表未納入國華人壽、國際康健人壽、國寶人壽、宏利人壽、幸福人壽、匯豐人壽、蘇黎世國際人壽、中國信託人壽等八家，因此合計部分會與全體壽險業之統計結果有差異。

2. 國外投資率 = 國外投資 / 可運用資金之比率
 外匯準備率 = 外匯準備金 / 國外投資之比率

資料來源：改編自蔡政憲等 (2017)、保險業公開資訊觀測站

第五章 政策面

本章主要綜合前面三個層面的分析結果進行總結，並據此提出對我國保險業進行外幣投資（國際債/寶島債）的金融市場發展政策與監理法規制定之建言。

第一節 結論

臺灣保險業的資產配置傾向隨壽險與產險的負債特性而有所不同。壽險業的保單多屬長期合約，且其保費收入及其理賠支出之現金流量具穩定性，因此壽險業可以接受具安全性及收益性較高，但流動性較低的資產配置策略及標的。反之，產險業的保單多為短期性質，且其保費收入及理賠支出之現金流量的不確定較高，因此產險業的資產配置首重流動性。

根據 2017 年底的統計數據（歷年統計亦然），臺灣壽險業可運用資金規模占全體保險業的 98.9%；若進一步從國外投資金額的比率而言，臺灣壽險業的占比為 99.6%。由此可知臺灣壽險業主導了我國保險業中外幣計價投資的份額與行為（表 11 與表 12）。因此就外幣投資的市場角度而言，壽險業為核心的研究對象。

在 2000 之前，臺灣壽險業的主要投資標的以政府公債為主體。主要的原因係當時公債殖利率多有 10 % 以上；次要的原因是壽險業的負債面多屬長期合約，基於到期期限的配對原則，資產面宜以長期合約為之，始得較佳的資產負債管理效果。我國政府公債在當時提供了臺灣壽險業兼具高收益性與期限對應的良好投資管道。

然而，國內市場利率卻自 2000 年代起快速且持續下探，其收益性遠低於臺灣壽險業於 1990 年代發行的高預定利率（6% 甚或 8% 以上）傳統壽險保單，導致早期發行的保單存在嚴重的利差損（圖 9）。即便當時賣較少同類保單或較後

期加入的壽險公司，也因為新保單市場的競爭壓力，得想辦法提高資產的投資報酬率。

綜上所述，在高利差損與市場競爭壓力下，且在可投資工具不足且收益性不佳的情境下，致使臺灣壽險業有殷切的外幣投資需求，亦即壽險業期企望藉由國外資本市場，獲得相對於國內投資工具更穩健且更高報酬的投資機會。

在上述背景下，臺灣「保險法第 146 條之 4」(規範保險業從事國外投資的門檻) 歷經 1992、2003、2007、2011 與 2014 等年度的多次修法⁶¹。在 1992、2003 與 2007 年的修法中，逐步將投資國外的資金比率上限由 5% 提升至 20%、35% 與 45%。而 2011 與 2014 年的兩次修法中，雖無調高國外投資比率，惟加入了不計入限額之排外標的項目。

其中 2014 年的修法緣起，乃金管會鑑於國內壽險公司的國外投資金額甚鉅，且其投資工具主要為國際債券(含點心債)，而這些投資多透過香港與新加坡等地的國際金融機構為之。因此，以壽險公司為「金融進口替代」政策的主要施行對象，期將這些國外投資需求拉回在國內金融機構進行交易。此舉除可增加在台金融機構業務範疇、擴大國內金融市場發行與交易規模，更可促進國內金融人才培養的提升與就業機會的創造。

國際板債券市場自 2005 年 11 月 7 日於櫃買中心建立以來，在供給面雖歷經諸多努力，如：計價幣別與發行者的多元化、分級管理制度的推行等(表 1)，惟其需求面一直無法有效提升。因此金融進口替代政策之首要階段的目標，即期透過需求面的增進，期有效促進供需的媒合。其中最關鍵性的觸媒為法規的調整，即 2014 年 6 月 4 日針對保險法第 146 條之 4 的修正案，放寬了保險業投資國內上市(櫃)買賣之外幣計價股權或債券憑證之金額可不計入國外投資限額。

⁶¹ 詳見附錄 1。

我國國際板債券市場自 2014 年保險法第 146 條之 4 的修正案以來，國際板債券的發行金額當年度即躍升超越政府債券的發行金額（圖 2），且其流通餘額也迅速增加，當年度國際板債券的發行餘額即超越普通公司債及金融債券的流通餘額（圖 3）。進一步檢視該市場的組成，可以發現該市場以專業板為主體（表 4），而保險業（壽險業）又為其主要的參與者（圖 6）。據統計，全體壽險業持有國際板部位流通金額的比重約為 83% 之強。細究各壽險公司的參與國際板債券市場的持有金額，可運用資金規模排名前六大的壽險公司，除國泰人壽以外，其餘均有 15% 以上的比率投注於國際板債券市場（表 16）。

從國際板債券的發行統計可以瞭解保險業（壽險業）在國際板債券市場的投資行為，就「發行幣別」而言，美元計價者占絕大多數，人民幣次之，其餘幣別則甚為少見（表 5）。另進一步結合「發行期限」分析，美元計價者多為三十年期，人民幣計價者（寶島債）多為五年期（表 5），基於到期期限配對的特性與原理，國際債（除寶島債外）的投資者幾乎為壽險業，而寶島債的主要投資者為銀行業、壽險業次之、證券業再次，但前兩者的比重相差不大（圖 6）。由此可見國際債（除寶島債外）為壽險公司長期性的核心投資，而寶島債則為其短期性的衛星投資。

就「贖回條件」而言，市場上早期發行者多為具可贖回權的債券（表 6），再深究之，具可贖回權者多超過十年期以上的長天期債券，無贖回權者多為七年期以下的短天期債券（表 10）。金管會鑒於可贖回條款不利於壽險業之資產負債管理，增列保險業投資國際板可贖回債券之不可贖回期限：自投資該債券之日起至不可贖回期限期滿日止，須至少滿 5 年；自次及市場取得者，自交割起算至該一定期限屆日止之期間不得少於 3 年。自此，國際板債券市場發行者即便有贖回權，亦多順應壽險業之投資需求進行發行條件設計（表 7）。

我國壽險業的國外投資金額與比重逐年快速攀升（表 20）。至 2017 年底，全體壽險業的國外投資金額已超過 14 兆新臺幣，占整體壽險業可運用資金的

65%，該比率已遠超過保險法第 146 條之 4 第 2 項所訂的 45% 門檻上限。如此大數額與高比率的外幣計價資產規模，顯見我國壽險業面臨巨大的外匯風險。對此，壽險業的外匯風險管理與監理一直是產官學的重要議題。

保險業的外匯風險管理主要考量兩個構面（表 21），其一為交易階段，其二為風險類別。就交易階段而言，主要分為交易前與交易後；就風險類別而言，主要考量的風險為市場風險及交易對手風險。保險公司在交易前，公司會試算匯率升貶對公司損益的影響及對資本適足率之衝擊，預先訂定可承受風險的上限、規劃最適避險比率、及選擇適當的避險策略與工具。後者包含：換匯 (FX Swap)、遠期外匯 (DF)、無本金遠期外匯 (NDF) 與換匯換利 (CCS) 等直接避險工具；交叉避險 (Cross Hedging) 與一籃子避險 (Basket Hedging) 兩種間接避險方式。無論採用何種，均須審慎評估每一家交易對手信用狀況，給予合適之曝險限額，以避免風險過度集中。在交易執行後，會例行性監控風險值變化及交易對手的曝險狀態、重大波動時進行情境模擬及執行因應措施、定期進行壓力測試與敏感性分析等作為持續監控與管理外匯風險，並於最近一期的風管委員會及董事會進行彙報。

由於壽險業每年需耗費巨額心力與成本進行外匯的避險規劃與交易，在考量監理需求、保險業財務穩健性及避險策略等要素後，金管會業於 2012 年 2 月 7 日令發布「人身保險業 外匯價格變動準備金應注意事項」，並於同年 3 月起正式建立壽險業的外匯價格變動準備金機制，使壽險業得以較具彈性方式管理匯率風險及降低避險成本，進而強化清償能力及健全財務體質。依據壽險公會的對該制度的實施成效報告顯示，該制度實施之成效與其設立之目的相符。惟鑑於壽險業的國外投資比率大幅向上攀升，但外匯準備金卻沒有同步增加，對此，金管會業於 2018 年 1 月 26 日修正該應注意事項的第 3 點，調整外匯準備金的加速提存速率，期強化該機制吸收壽險業匯兌損失之能力。

第二節 建議

基於以上所彙整的法規、文獻與統計數據，本團隊有以下幾個中短期政策的建議。

1. 鼓勵發行者於多市場同步發行

卡達主權債於臺灣與盧森堡同步發行，此舉可以增加次級市場的銷售管道，進一步促進流動性的達成。這類的發行值得多予鼓勵。

2. 於國際板債券市場吸引/鼓勵（次級市場）的流動性供給者

櫃買中心於 2016 年底，已陸續推行流動量提供者制度、放寬外國金融機構發行專業板國際債券（表 1）。

3. 鼓勵商品多元化（次順位債、主權債等）的發行（表 1）

4. 在 RBC 中應有更細緻的風險分類與計算方式以更精確地呈現國外投資的風險

例如匯率避險效果的認定需要更精確；實質的避險期間也應在 RBC 中被考慮到。更具體地說，目前只要能舉例說明避險工具與被避險標的之間的相關係數可達到 0.7，就承認有避險效果。至於舉例所使用的樣本期間、頻率並沒有規範；相關係數的妥適性其實值得再檢討。此外，目前只要 12/31（以及 6/30 如果公司有上市的話）被承認為有避險，就當作整年都有避險。這些都可再更細緻地規範。畢竟當避險成本高的時候，公司就會考慮降低避險比率，並同時採用多一點的 basket hedge，而如何認定 basket hedge 的避險效果在現行的 RBC 中是採用二方法：全部承認或完全否定。這樣的作法有更精緻的空間。

又例如私募基金與對沖基金應該至少依類別給予不同的風險係數。這些另類投資內容其實很複雜，理想上應該採用 see-through 的原則來計算資本要求；即使執行困難，可能也應該根據標的資產或投資策略給予不同的風險係數。

沒有評等的投資（例如股票與基金），亦應再分更細的區域給予不同的係數（現在只分 DM 與 EM）。雖然這些的部位不高，但波動度其實不小。今年的市場就凸顯了這個疑慮（例如投資在中國與香港的股票市場）。

5. 應該引進 Pillar II 的觀念與作法於監理中

國外投資的種類繁多、變化又快，但用上述的 RBC（屬於標準法）是無法充分反應出各面向的風險，更無法反應出公司的投資與風險管理能力。因此亟需於現行的監理制度中建立類似 Basel III 或 Solvency II 中的第二支柱的相關規範。

6. 其實不需太在意被贖回的風險

金管會為利保險業資產負債配合之管理，於 2017 年 6 月 14 日增訂保險業可投資之國際板可贖回債券的限制。這的確立意良善。但在低利率的環境下，壽險業是否應致力拉長資產面的存續期間是有討論空間的。因為利率已經這麼低了，往上的機率高於往下的機率。在這樣的狀況下購買長期債券，因利率上升所帶來的損失將高於因利率下降所帶來的利得，而損失與利得之間的差異將隨著債券到期時間的增加而增加。簡而言之，在低利率的環境下，不建議嚴格執行資產負債配合之管理。

另一方面，賣出可提前贖回的選擇權給發行者可帶給壽險業較高的（短期）收益，對弭平持有期間的利差損有所助益。低利率的環境意味著債券能提供的報酬率就是那麼低，所以投資人要怎麼拿到高一點的報酬呢？其中一個方法是賣出選擇權給債券發行人，只要選擇權有價值，賣方在賣出的當時就有收益。因此壽險公司買可提前贖回的債券是有機會可以增加投資收益率的。即使被提前贖回了，所損失的機會成本（亦即：當初如果不買可贖回債券、而是買沒有提前贖回權的一般債券）也不高（因為利率低）。這應該就是壽險公司投入購買可贖回債券的主因。

7. 對國外投資比例是否需要再多一層限額，本團隊贊成，但這樣的規範比較屬於治標性質

2018 年 4 月底，金管會（顧立雄）做了政策性的宣示：排除外幣保單後，不希望保險業國外投資加計國際板債券投資之合計金額超過可運用資金的 65%。並將通盤檢討保險業國外投資的規定，訂出新辦法進行差異化管理，如：依據各公司已取得的國外投資限額、風控、法遵、及財務狀況，去訂定每家可投資國際板債券的金額；未來財務不佳的壽險公司，國際板投資額度將被限制。此外，對於海外投資比率較高、匯損金額較高的公司，也可能採取特殊控管機制，如：要求較高的避險比重、外匯準備金，甚至更嚴格的壓力測試條件。果不其然，2018 年 11 月 21 日起明文規定：保險業國外投資加計國際板債券，不得逾國外投資已核額度之 145%。

本研究團隊贊成上述的政策方向，但深切期盼還能順勢推出以下治本性的政策：

8. 限定保單定價因子、調降佣金率、限制宣告利率。透過這些規範增加壽險公司的獲利，進而增強壽險公司的財務健全度（配搭措施為限制發放現金股利）。等到壽險公司的資本比例高到某個水準後（例如 8%~10%），就可再透過 RBC 與上述的差異化管理導引壽險公司的國外投資。

壽險業投資到國外其實是使自己曝露於多種的風險中。第一、投資到海外的匯率風險其實很高。完全避險可以消除此風險，但也將消弭了絕大部分的利差；而不够高的避險比率，則讓壽險業曝露於顯著的匯率風險。2017 年至今的匯率波動即為鮮活的例子。第二、投資到海外的資訊不對稱問題比投資於國內嚴重。壽險公司對國外投資的掌握程度，從資本市場的總體狀況到投資標的的個體資訊，都不如對台灣本地市場的瞭解。這就是財務的文獻為何會觀察到有 Home Bias 的現象。第三、國外投資的人才比較難找；找得到的話成本也比較高⁶²。第四、投資到海外讓台灣社會的儲蓄沒能留下來建設台灣，或對台灣的經濟有所助益。

⁶² 除非有打算到某個特地國家設立子公司，或甚至想成為國際性的保險集團，才比較有必要成立對全球資本市場有相當瞭解的投資團隊。此外，根據第二、三點，可能就需要限定某個程度以上的國外投資是被動式投資。投資到海外的直接好處就是風險分散。但要享受系統性風險的被分散卻又不會增加太多的非系統性風險，需要某個程度以上地從事被動式的投資。這可透過 RBC 與差異化監理來引導。

但壽險業現在是被逼著投資到海外。壽險業投資到國外實在是逼不得已，不是被以前所賣的高預定利率保單所逼，就是被同業的高宣告利率所迫。每年面對資金成本與同業的商品競爭，壽險公司的投資部門與股東莫不承擔極大的壓力。壽險市場其實有極顯著的市場失靈現象 (Market Failure)。在準備金以及公司的財務報表能正確並立即地反應出定價 (Pricing) 所用的假設 (例如死亡率、罹病率、解約率等)、各類費用 (主要是佣金與其他管銷費用)、以及隨後的策略 (尤其是利變型商品的宣告利率)，壽險業有莫大的惡性競爭情形。這也是為何 1990 年代所有的壽險公司都「被迫」賣高預定利率的保單、壽險商品的管銷費用顯著高於其他金融商品、以及宣告利率常常高於對應資產報酬率的主要原因。

既然是市場失靈，就不可能仰賴市場機制也解決上述的問題，端看主管機關的作為。在限制現金股利發放的前提下，若能限定定價所用的假設、有效限制佣金與各類費用的上限、以及同時根據對應資產的報酬率與市場狀況來管制宣告利率，將可讓壽險公司有實質上的獲利 (而不僅是帳面上的)。累積一段時間後，壽險業的財務健全度將有顯著增強，自有資本對總資產的比例與 RBC 資本適足率也將能大幅提昇。屆時國外投資比例就會適度下降 (畢竟有前兩段所描述的風險與問題)，再透過差異化監理讓公司的投資與風險管理能力能配得上其國外投資金額，最後以 RBC2 更精確地要求應提列的資本，就可以壽險業的資金自然地留在台灣，也讓壽險公司享受全球性的風險分散並安全地用風險換取報酬。期盼之。

參考文獻

- Swiss Reinsurance Company (2005), Insurer's Cost of Capital and Economic Value Creation: Principles and Practical Implications, No. 3, *Sigma*.
<https://goo.gl/gtyR83>
- Wang, J. (2014), The Challenges and Opportunities for Life Insurance Industry in Taiwan, The 18th East Asian Actuarial Conference. <https://goo.gl/6fJ3cs>
- 吳中書、張士傑、儲蓉、陳馨慧、楊書菲、陳澤嘉、許茵爾、吳文萱 (2017), 我國保險業前進東南亞市場之機會與挑戰, 財團法人保險安定基金委託研究計畫。(計畫編號: TIGF-S-105-041) <https://goo.gl/yHL5kL>
- 吳中書、黃孝民、蘇桓陞、廖四郎、廖國隆、陳馨蕙 (2015), 繼續編製「我國壽險業資金運用績效指標」, 財團法人保險安定基金委託研究計畫。
- 李伊寧 (2017), 「債券發行與交易之實務作業管理—外幣計價國際債券(寶島債券)」, 證券櫃檯買賣中心。 <https://goo.gl/313jqR>
- 林家璋、李岳霖 (2016), 「我國國際債券市場十年發展歷程與展望」, 證券暨期貨月刊, 第三十四卷, 第三期, 頁 16-29。 <https://goo.gl/oBg48u>
- 高青懌 (2013), 「我國債券市場之發展契機及展望」, 證券暨期貨月刊, 第三十一卷, 第八期, 頁 5-12。 <https://goo.gl/DPxvcb>
- 張士傑、吳偉璋 (2016), 「臺灣壽險業投資外幣計價國際債券之風險評估」, 保險專刊, 第三十二卷, 第四期, 頁 333-365。
- 梁正德、謝明華、郭維裕、蔡政憲、李紹燁、黃芳文、陳振桐、許立興 (2009), 監理機關評估保險業國外投資風險之模型, 行政院金融監督管理委員會委託研究計畫。(計畫編號: PG9704-0251) <https://goo.gl/vDo4gr>
- 黃昭棠、黃議玄、李政儒 (2018), 「債券 ETF 與外匯 ETF 發展現況」, 證券暨期貨月刊, 第三十六卷, 第五期, 頁 17-28。 <https://goo.gl/zaQLpr>
- 黃雅文、張士傑、詹淑卿、楊尚穎 (2011), 保險業資產配置之決定及其影響, 財團法人保險安定基金委託研究計畫。 <https://goo.gl/fLEbwA>
- 蔡政憲、林建智、陳業寧、石百達、張森林、彭金隆 (2017), 強化保險業國外投資之匯率風險管理與監理制度之研究, 財團法人保險安定基金委託研究計畫。(計畫編號: TIGF-S-104-031) <https://goo.gl/1TNMCW>
- 鄭鳴、洪永森 (2013), 海外人民幣債券市場之研究, 中華民國證券商業同業公會委託研究計畫。 <https://goo.gl/mmHB9V>
- 謝佳珍 (2006), 「國際債券市場介紹—發行面」, 證券暨期貨月刊, 第二十四卷, 第十一期, 頁 5-16。 <https://goo.gl/iV9P7n>

附錄 1：重要法規彙整

一、「保險法」第 146-4 條之沿革⁶³

2014 年 06 月 04 日修正 (現行條文)

保險業資金辦理國外投資，以下列各款為限：

- 一、外匯存款。
- 二、國外有價證券。
- 三、設立或投資國外保險公司、保險代理人公司、保險經紀人公司或其他經主管機關核准之保險相關事業。
- 四、其他經主管機關核准之國外投資。

保險業資金依前項規定辦理國外投資總額，由主管機關視各保險業之經營情況核定之，最高不得超過各該保險業資金百分之四十五。但下列金額不計入其國外投資限額：

- 一、保險業經主管機關核准銷售以外幣收付之非投資型人身保險商品，並經核准不計入國外投資之金額。
- 二、保險業依本法規定投資於國內證券市場上市或上櫃買賣之外幣計價股權或債券憑證之投資金額。
- 三、保險業經主管機關核准設立或投資國外保險相關事業，並經核准不計入國外投資之金額。
- 四、其他經主管機關核准之投資項目及金額。

保險業資金辦理國外投資之投資規範、投資額度、審核及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。

2011 年 11 月 30 日修正

保險業資金辦理國外投資，以下列各款為限：

- 一、外匯存款。
- 二、國外有價證券。
- 三、設立或投資國外保險公司、保險代理人公司、保險經紀人公司或其他經主管機關核准之保險相關事業。
- 四、其他經主管機關核准之國外投資。

保險業資金依前項規定辦理國外投資總額，由主管機關視各保險業之經營情況核定之，最高不得超過各該保險業資金百分之四十五。但保險業經主管機關核准銷售以外幣收付之非投資型人身保險商品，並符合主管機關規定條件者，得向主管機關申請核給不計入前段國外投資總額之額度。

⁶³ 詳見 <https://goo.gl/8Bcs2E>。

保險業資金辦理國外投資之投資規範、投資額度、審核及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。

2007 年 07 月 18 日修正

保險業資金辦理國外投資，以下列各款為限：

- 一、外匯存款。
- 二、國外有價證券。
- 三、設立或投資國外保險公司、保險代理人公司、保險經紀人公司或其他經主管機關核准之保險相關事業。
- 四、其他經主管機關核准之國外投資。

保險業資金依前項規定辦理國外投資總額，由主管機關視各保險業之經營情況核定之，最高不得超過各該保險業資金百分之四十五。

保險業資金辦理國外投資之投資規範、投資額度、審核及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。

2003 年 01 月 22 日修正

保險業之資金得辦理國外投資；其範圍、內容及投資規範，由主管機關定之。

前項投資總額不得超過該保險業資金百分之五。但主管機關視其經營情況，得逐年予以適度調整。

前項調整不得超過該保險業資金百分之三十五。

1992 年 02 月 26 日修正

保險業之資金得辦理國外投資；其範圍及內容，由主管機關定之。

前項投資總額不得超過該保險業資金百分之五。但主管機關視其經營情況，得逐年予以適度調整。

前項調整不得超過該保險業資金百分之二十。

二、「保險業辦理國外投資管理辦法」第 10 條之重要修法⁶⁴

2018 年 11 月 21 日修正 (現行條文)

保險業投資於第五條第十一款之國際性組織發行之債券，其發行機構之信用評等等級，須經國外信用評等機構評定為 A- 級或相當等級以上，且其對每一國際性組織所發行債券之投資總額，不得超過該保險業資金百分之五。

保險業投資於第五條第十二款之國內證券市場上市或上櫃買賣之外幣計價股權或債權憑證，應符合下列投資條件及限額規定：

一、投資條件如下：

- (一) 應按所投資股權或債權憑證之種類，分別符合第一項、第六條第一項、第二項、第四項、第六項、第七項、第七條第二項、第十七條第二項規定之投資條件。
- (二) 發行條件包括發行人於一定期限屆至後得贖回該債券者，自發行日起至該一定期限屆至日止之期間，不得低於五年；自次級市場取得者，自交割日起至該一定期限屆至日止之期間，不得低於三年。但保險業於本辦法修正施行前，已有投資該債券者，不在此限。

二、投資限額如下：

- (一) 投資總額加計應計入國外投資額度之合計數，不得超過保險業經核定國外投資額度之百分之一百四十五。但保險業於本辦法修正施行時，上開合計數已超過該限額者，投資總額不得再新增投資部位。
- (二) 投資金額應按所投資股權或債權憑證之種類，分別計入第一項、第六條第一項、第二項、第四項、第六項、第七項、第七條第三項、第十七條第一項規定限額。

⁶⁴ 詳見 <https://goo.gl/p8LHAP>。

附錄 2：保險業常用的匯率避險工具說明⁶⁵

一、匯率的直接避險的工具

直接避險為避險衍生性商品連結標的與被避險者相同者之避險，以下將針對保險業者常用的匯率直接避險工具，換匯、換匯換利、遠期外匯、無本金遠期外匯，進行探討。

(1) 換匯 (FX Swap)

換匯交易是一種即期與遠期都進行交割但方向相反的外匯交易。期初簽約的一方以甲貨幣交換乙貨幣，並於期末依期初約定之匯率水準，將乙貨幣換回甲貨幣，實務上將兩個時點兌換匯率之價差稱為「換匯點」，並以此報價。在換匯交易中有兩種貨幣，分別為被報價幣 (Reference Currency, R.C.) 與報價幣，其中被報價幣是以其他貨幣來表示自身價格的貨幣，即 1 單位被報價幣 = E 單位報價幣，而換匯交易之本金則是以被報價幣的單位數為基準。若依交易的方向可分為：(a) 賣/買 (S/B)：表示於期初賣出被報價幣，於期末買入被報價幣；(b) 買/賣 (B/S)：表示於期初買入被報價幣，於期末賣出被報價幣。

(2) 換匯換利 (Cross Currency Swap, CCS)

換匯換利係指交易雙方於期初期末交換本金，並在期間交換利息，期初約定交換的本金為計息基準，雙方於契約期間內以不同利率指標計算定期交換利息收入與支出。利息之交換可區分為契約利率與指標利率間互換、或為兩個指標利率間互換。換匯換利合約於期初與期末交換相同金額的本金，即以期初的即期匯率為基準於期末將相同的本金再交換回來，並在期間交換期初簽定的利息，而期間利息交換的形式包含：(a) 收固定利率付浮動利率；(b) 收浮動利率付固定利率。

⁶⁵ 此部分主要摘錄自蔡政憲等 (2017) 的第三章部分內容。

此外，亦有 (c) 牽涉不同浮動利率指標間的交換 (Basis Swap) 等，完全視交易雙方對利率指標之選擇。而當交換利息的形式為收固定付固定時，我們稱之為貨幣交換合約 (Currency Swap)。

(3) 遠期外匯 (Delivery Forward, DF)

遠期外匯是指交易雙方是先約定交易幣別、金額、匯率、與交割時間，到期才進行實際交割的外匯交易。遠期外匯根據交割日是否固定，分為兩種類型：(a) 固定交割日；(b) 選擇交割日，前者是先具體規定交割時間，可避免一段時間內因匯率變動造成的風險。後者則可在成交日的第三天起至約定期間內任意一個營業日要求交易的另一方，依照約定的遠期匯率進行交割。

(4) 無本金遠期外匯 (Non-Delivery Forward, NDF)

無本金交割遠期外匯為遠期外匯的一種，雙方於到期日時不須交割本金，就到期日的市場匯率價格與合約議定價格的價差，以名日本金計算損益進行交割清算。

二、匯率的間接標準避險工具

間接避險即是衍生性金融商品標的物與被避險標的物不同之避險，其概念是透過兩者標的物的高相關性來進行避險，一般保險公司會進行間接避險的原因在於其避險成本相對直接避險來得低，以下將針對保險業者常用的匯率間接避險工具，交叉避險 (Cross Hedging) 與一籃子避險 (Basket Hedging)，進行探討。

(1) 交叉避險 (Cross Hedge)

由於保險公司的投資部位常常有許多不同國家的資產，而各資產以當地貨幣計價，但由於臺幣並不是國際通用貨幣，若此時要行使外匯上的直接避險，則避險成本過高，但若將所有外幣資產先對美元貨幣進行避險，最後再統合所有美金部位，在對其部位進行臺幣上的避險，效果上約當等於直接避險，而避險成本也能因此降低。假設保險公司持有韓元計價的國外投資資產，因而面臨了韓元兌換臺幣的匯率風險。若該公司從事賣 KRW/買 USD 的 NDF 與賣 USD/買 TWD 的 NDF 兩筆衍生性金融商品交易，則在交易的效果上應等同於賣 KRW/買 TWD 的 NDF，且因後者連結標的即為其所承擔的韓元兌換臺幣的匯率風險（被避險項目），若賣 KRW/買 USD 的 NDF 與賣 USD/買 TWD 的 NDF 兩筆衍生性金融商品交易的執行時點和到期期間都完全一致，則效果相當直接避險。

(2) 一籃子避險 (Basket Hedging)

透過線性規劃與財務工程的技術，在選定一籃子非美元貨幣投資組合下，求出特定貨幣權重以求與 USD/TWD 走勢達到最高度相關，用以對匯率進行避險，而此種方式主要優勢在於可能可以降低避險成本。但透過目前的研究資訊與討論內容認為由於各國貨幣之間的相關係數在時間軸上並不穩定，有時會因為政策或其他原因導致彼此相關係數變化較大。

附錄 3：新臺幣計價海外債券 ETFs

基於壽險業之利差損的環境背景，我國保險法歷經多次修法，上調國外投資限額或放寬國外投資列計項目之規範，使得壽險公司的海外投資比重逐年攀升。其中最大增幅來源係國際板債市。考量保險業投資國際板比重持續升高，自 2017 年起，各界對此可能衍生的問題甚多檢討的聲浪，值此，立法院與金管會為在重視其風險控管能力，因應未來社會經濟變遷及業務實際需要調整之可能，於 2018 年修正「保險法」第 146-4 條與「保險業辦理國外投資管理辦法」第 10 條，明文限制保險業投資於國際板債市的上限比率。2018 年初起，基於國際板債市投資限額的約束預期效應、外匯避險成本增加的壓力、以及追求資產配置更多樣化等因素下，驅使壽險公司將海外債券投資的布局，逐步由國際板債市轉向以新臺幣計價的海外債券 ETFs 市場。以下依據本計畫的為文架構，對國際板債市的替代性/互補市場——新台幣計價海外債券 ETFs 市場⁶⁶——作精要彙整，以作為本計畫議題的對照補充。

一、發行面⁶⁷

全球第一檔 ETF 係於 1993 年在美國上市的 SPDR S&P 500 ETF (代碼：SPY)，自此揭開了 ETFs 市場發展的序幕。ETFs 市場發展的初期，投資標的係以股票為主，惟在 2000 年以降，為滿足投資人多元資產配置的需求，市場開始出現不同資產類別的 ETFs (如：債券、商品、外匯、REITs 等)。

全球最早的債券 ETF，係由貝萊德 (BlackRock) 於 2001 年 11 月在加拿大所發行 iShares Canadian Short Term Bond Index ETF (代碼：XSB) 與 iShares Canadian Universe Bond Index ETF (代碼：XBB) 等兩檔。其後，美國亦於 2002

⁶⁶ 其中，新臺幣計價的美債 ETFs 為市場的主流商品。

⁶⁷ 本節主要摘述並改寫黃昭棠等 (2018) 的內容作成。

年 7 月發行四檔債券 ETF：iShares Barclays 1-3 Year Treasury Bond ETF (代碼：SHY)、iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF (代碼：IEF)、iShares 20+ Year Treasury Bond ETF (代碼：TLT) 與 iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF (代碼：LQD)。債券 ETFs 雖於 2000 年起加入 ETFs 市場之列，但其發行規模直至 2008 年金融海嘯後才觸發成長。其原因係金融海嘯後，債券投資者與監理法規對於交易對手風險與流動性風險更加重視，促使機構法人將債券部位轉換成在集中市場交易的債券 ETF，以尋求較好的流動性，並避免債券部位過度集中所產生的風險。

臺灣的債券 ETF 之開展相對甚晚，於 2017 年 1 月始有三檔以新臺幣計價的美債 ETF 之推出 (代碼分別為：00679B、00680L 與 00681R)，惟該市場旋即快速增長，並朝多元化的資產別與市場別逐步擴展。依據櫃買中心的統計 (截至 2018 年 10 月中)，國內共計有 36 檔債券 ETF，全部由投信公司發行且係均以新臺幣計價發行，總資產規模合計約 2,465 億元⁶⁸。附錄表 1 揭示以發行商別的發行統計資訊 (截至 2018 年 8 月 29 日)，前五大投信公司之發行規模與市占率分別為：元大投信 (503.5 億元;30.0%)、群益投信 (457.1 億元;27.2%)、富邦投信 (365.7 億元;21.8%)、國泰投信 (244.9 億元;14.6%)、復華投信 (106.5 億元;6.4%)⁶⁹。

⁶⁸ 參見 <https://goo.gl/mQpfkv>、<https://goo.gl/ZDcBaa>、<https://goo.gl/BYJ26e> 與 <https://goo.gl/eSmBuo>。

⁶⁹ 參見 <https://goo.gl/NFakgv>。

附錄表 1 五大 ETF 發行投信資產規模變化

五大ETF發行投信資產規模變化						
投信	8/29債券 ETF規模 (億元)	8/29債券 ETF市占 (%)	今年債券 ETF成長 (%)	8/29全體 ETF規模 (億元)	8/29全體 ETF市占 (%)	今年全體 ETF成長 (%)
元大	503.5	30.0	94.2	2,648.3	51.0	16.8
富邦	365.7	21.8	835.2	1,130.5	21.7	54.1
國泰	244.9	14.6	371.8	670.9	12.9	103.3
群益	457.1	27.2	4,815.0	500.8	9.6	619.5
復華	106.5	6.4	481.9	195.0	3.7	152.5
資料來源：CMoney					趙于萱 / 製表	

經濟日報提供

資料來源：聯合新聞網 <https://goo.gl/6U1ezV>

二、需求面

臺灣債券 ETF 市場的發展與成長型態，與其他市場的發展相比具有明顯的特殊性。美國當初發展債券 ETF 商品主要為滿足一般投資人的投資需求及財富管理公司的資產配置需求而生，因此該商品在美國市場發展初期（2002~2007 年）的成長率相對持穩。而臺灣債券 ETF 市場的最初購買對象即為大型壽險公司，市場在不到 1 年 9 個月的期間（2017 年 1 月~ 2018 年 9 月），發行規模旋即超過南韓債券 ETF 市場，成為亞洲第一，期間不論在發行檔次與發行規模均在短期內屢創新高，市場最主要的投資者為壽險公司⁷⁰。

黃昭棠等 (2018) 指出，快速觸發臺灣債券 ETF 市場的快速發展的主要關鍵因素有二，其一為壽險公司的旺盛的海外投資需求，其二為此商品符合免徵證券交易稅十年的優惠措施。就前者而言，同國際債市場發展的背景，金管會為實施「金融進口替代政策」，期有效吸引金融業的海外投資資金回流臺灣證券市場，配套於 2014 年 6 月 4 日修訂「保險法」146 條之 4，放寬了保險業投資國內上市（櫃）買賣之外幣計價股權或債券憑證之金額可不計入國外投資限額，當

⁷⁰ 參見 <https://goo.gl/ML7HEK>。

初新臺幣計價的美債 ETF 即是為壽險業的海外投資需求而生，其後亦因此迅速增長。後者則是為促進國內上市及上櫃債券指數股票型基金之發展，於 2016 年 12 月 30 日公布「證交法條例」第 2 條之 1 (免徵公司債及金融債券證交稅之年限) 的修正案中，增訂「國內上市及上櫃債券指數股票型基金之發展，自中華民國 106 年 1 月 1 日起至 115 年 12 月 31 日止暫停徵證券投資信託事業募集發行以債券為主要投資標的之上市及上櫃指數股票型基金受益憑證之證券交易稅。」，其中債券指數股票型基金之投資標的，包含國內外政府公債、普通公司債、金融債券、債券附條件交易、銀行存款及債券期貨交易之契約⁷¹。

此外，鑑於我國壽險業持有國際板債券比率過高的問題，我國於 2018 年 5 月 23 日修正公布的「保險法」第 146 條之 4 第 3 項之規定⁷²，增訂「主管機關並得視保險業之財務狀況、風險管理及法令遵循之情形就前項第二款之投資金額予以限制。」。此外，金管會再依據上法之修訂，於 2018 年 11 月 21 日公布「保險業辦理國外投資管理辦法」之修正案⁷³，在該辦法的第 10 條中明定保險業投資國際版債券之總額加計應計入國外投資額度之合計數，不得超過保險業經核定國外投資額度之 145%。此國外投資限額的修正為原本無上界的國際板投資限制加上了天花板之約束，削減了國際板債市的供需成長動能。也相對加速了新臺幣計價海外債券 ETFs 的興起。

綜合黃昭棠等 (2018)、張士傑⁷⁴與壽險業者⁷⁵等之論述，可以看出壽險公司持有新臺幣計價之債券 ETF 部位，相較於直接持有海外債券部位，具有以下優點：1. 沒有投資金額的限制 (沒有如國際板債市的上界約束；亦不受金管會規定的壽險業投資單一基金規模 10% 的限制)、操作性更方便 (買賣較簡易且允許放

⁷¹ 詳見 <https://goo.gl/KqkZfW>。

⁷² 自 2017 年起即有較大的檢討聲浪，自 2018 年初起即有修法限制的提案與審議。

⁷³ 預告日為 2018 年 8 月 14 日，預告期間為 2018 年 8 月 24 日至 2018 年 10 月 24 日。

⁷⁴ 參見 <https://goo.gl/CSJcqy>。

⁷⁵ 參見 <https://goo.gl/6U1ezV>。

空)、流動性較佳(可以在次級市場以市價進行買賣交易,亦可在初級與次級市場進行部位調整)、具風險分散效益(以追蹤債券指數方式發行,等於同時買入多檔成份債券,投資標的具多元性)、成本較低廉(管理費與保管費的合計相較於購買一籃子債券更加便宜)。

附錄圖 1 揭示經濟日報於 2018 年 10 月 21 日刊載的六大壽險公司投資債券 ETF 之估計金額,依金額由高至低投資排序依續為:南山人壽、富邦人壽、新光人壽、中國人壽、國泰人壽與台灣人壽。據該報導指出,國泰人壽的債券 ETF 部位曾一度持有近新臺幣 300 多億元,當初投資目的主要為賺取資本利得(短期操作),已逢高處份 HYG、JNK 等美國高收益債券 ETF,當下部位全為新臺幣計價的債券 ETF。



經濟日報提供

附錄圖 1 六大壽險公司投資債券 ETF 概況

資料來源:聯合新聞網 <https://goo.gl/6U1ezV>

三、風管面⁷⁶

雖然新臺幣計價的海外債券 ETF 具有諸多的優點,但綜觀我國保險業國外投資相關法規的修法歷程與市場發展的演變,不難發現新台幣計價海外債券 ETF 市場的發展,與國際板債券市場發展的過程有類似的軌跡,對此應進一步探

⁷⁶ 本段主要整理自張士傑在的兩則新聞報導,詳見 <https://goo.gl/CSJcqy> 與 <https://goo.gl/6U1ezV>。

討該商品的不確定因素及其伴隨的風險動因，據此再進一步探討對應的風險管理方式。

關於不確定因素，張士傑指出新版會計公報的實施，將牽動壽險公司之資產與損益的變動。新台幣計價海外債券 ETF 因資產性質視同為股票，依據 IFRS 9 號公報，無法分類至 FVTOCI (Fair Value through Other Comprehensive Income)，僅能認列至 FVTPL (Fair Value through Profit or Loss) 的金融資產類別，在臺灣過渡期所實施的覆蓋法 (Overlay Approach) 下，ETF 的處分與股息反映至當期損益 (P&L)，但是未實現損益進入其他綜合損益 (OCI)，此符合壽險公司追求穩定獲取收益的投資需求。惟未來實施 IFRS 17 號公報實施之後⁷⁷，覆蓋法將不再適用。壽險業者持有的 ETF 資產，如果沒有重新分類，將會同時影響公司淨值與當期損益。

在 IFRS 17 實施後，FVTPL 部位會顯著影響損益，除第四章所提的重要風險管理機制外，持有新台幣計價的海外 ETF 債券所涉及風險管理重點如后：

1. 應監控市場是否存在合理的交易量並留意買賣價差的變化，持續關注次級市場的流動性風險；
2. 於次級市場交易時，應適時掌握海外債券 ETF 之淨值與市價差異的變化；
3. 海外債券 ETF 的收益表現會受市場利率變化影響，應建立總體經濟的操作策略；
4. 因海外債券 ETF 以新台幣交易，匯率風險會直接反映至基金的淨值，對此，應強化自有資本。

⁷⁷ 目前預計於 2021 年實施。

四、政策面

櫃買中心統計國內目前有 36 檔新台幣計價債券型 ETF，規模 2,000 多億元。約佔壽險業可運用資金的 1%。雖然相較於去年四百多億元有大幅成長，但佔壽險業可運用資金的比例仍然很小。連結標的為美國政府公債、美國投資級公司債、中國政策債與金融債，具有商品多樣化的優勢。

台幣計價債券型 ETF 受壽險業偏愛的理由有一個論述是避險成本比較低。嚴格的說這不是一個正確的說法，要去除台幣計價債券型 ETF 的匯率風險，如果使用傳統的完全避險工具如遠期契約或交換合約，避險成本是一樣的。因為台幣避險需求的供需不平衡，導致傳統避險工具的價差很大，比方說假設 30 年的美元利率是 3%，台幣是 1.5%，合理的避險成本是 150 bp。但因為供給量遠低於需求量，避險成本可能來到 250 bp 或更高。一個風險管理技術成熟的壽險公司，通常會有 3% 到 5% 的外幣資產匯率風險是使用 Proxy Hedge，也就是所謂的雜幣避險策略。台幣計價債券型 ETF 價格的主要市場風險有三個部分：台幣兌美元的匯率、美元利率的變動以及台幣利率的變動。它的整體風險在整合式的風險管理架構下，應同時考慮這些風險因子的變動。在適當的搭配 Proxy Hedge 的避險策略下，才能達到避險成本下降以及整體風險下降的目的。過去壽險公司的匯率風險必須單獨避險，而其他市場的風險則再使用其他的工具和技術來控制，確實會浪費一些風險預算 (Risk Budget)。所以台幣計價債券型 ETF 有提升壽險公司風險控管能力的用途。不過台幣計價債券型 ETF 也有額外的一些成本，大約需要支付 0.3% 至 0.6% 的管理費與保管費。

壽險公司對台幣計價債券型 ETF 的持有比例不可能太高。主要原因有兩個：ETF 的 RBC 係數遠高於固定收益資產的係數，壽險公司不可能犧牲太多的風險資本在 ETF 上；在 IFRS 9 號公報上，因為債券型 ETF 並不滿足 SPPI (Solely Payments of Principal and Interest) 的標準，不能認列為以成本計價 (AC 類) 的會計科目，所以對財報的穩定度產生大幅的影響。

綜合來說，台幣計價債券型 ETF，在搭配合適的避險策略下可以降低壽險公司的避險成本，以及提升市場風險管理的能力。當然這部分只適用在風險管理能力、技術已成熟的壽險公司。再者，現行的監理報表、財務報表的制度已經能具有很強約束力。壽險公司能投資在此類資產的比例相當有限。如果要額外再給一個上限，或許可以考慮跟雜幣避險策略佔資產比例上限相同。

附錄 4：期末報告審查意見及回覆

一、審查意見 A

評論	答覆
<p>一、本報告援引部分法規修正日期有錯誤情形，謹提供下列重要法規修改日期供參：</p> <p>(一)「保險法」 103 年 6 月 4 日修正「保險法」第 146 條之 4，放寬保險業投資國際版債券可不計入國外投資限額。</p> <p>✓ 107 年 5 月 23 日修正發布「保險法」第 146 條之 4 第 3 項規定，授權主管機關得就保險業國際板債券投資金額予以限制。</p> <p>(二)「保險業辦理國外投資管理辦法」 106 年 6 月 14 日修正「保險業辦理國外投資管理辦法」第 10 條第 3 項，明定保險業投資國際版債券之可贖回期限之限制。(本報告於 P3、P16 及的 P30 皆誤植修正日期)</p> <p>✓ 107 年 8 月 23 日金管會預告「保險業辦理國外投資管理辦法」部分條文修正草案(預告日期 107.8.24~107.10.22)，明定保險業投資國際版債券之總額加計應計入國外投資額度之合計數，不得超過保險業經核定國外投資額度之 145%。(修正條文第 10 條)</p>	<p>經查，期末報告初稿並無誤植日期(放寬保險業投資國際版債券可不計入國外投資限額的日期)，報告係以 2014 年或 2014 年 6 月 4 日之方式標記。</p> <p>謝謝委員的指正。已將立法院財委會的審查會的日期與論述，更新為法令正式修正發布之日期與論述。</p> <p>謝謝委員的指正。已經修正原誤植的日期，更改為 2017 年 6 月 14 日。</p> <p>謝謝委員的指正。已將該辦法的最新修正案內容加入本文中。</p>

二、本報告敘及保險業的國外資產配置行為，多條引用其他研究者所撰寫之文獻，本報告似未有自己之研究分析，建議本研究可採行問卷或訪問業者方式，再進行深入分析。如：大型壽險業者（國泰人壽）為何國際版債券投資比重較低。

三、本報告所提保險業匯率風險管理，僅就風險管理守則之重要內容，予以介紹說明，建議可就壽險業者實際操作避險工具，以及避險成本對保險業損益影響予以分析。

四、因金管會修正係險業投資國際版債券之總額加計應計入國外投資額度之合計數，不得超過保險業經核定國外投資額度之 145 % 之規定，已於

謝謝委員的指正。就二與三點，本研究案最初的研究規劃確實也是希望可以採行問卷或訪問業者方式，再進行深入分析。本研究團隊曾經以政大風險與保險研究中心的名義邀請過國內各大壽險業者的投資長進行訪談，針對海外投資、差異化管理等議題進行訪談。各投資長多有反應監理法規在投資上的限制對他們資產配置的影響，但對於避險策略等議題的回應多屬於概念性的回覆（主要是他們認為這涉及公司的機密）無法將其量化成可呈現的結果。因而我們退而求其次，希望可以向保險發展事業中心取得個壽險公司比較詳細的資產細節自行分析，然而保險事業發展中心表示此類資料屬於公司機密，不方便提供給我們（即使研究團隊的蔡老師是該中心的董事）。所以最後我們只能盡其所能地從各個管道收集資訊，也就是委員提及的確實有引用一些其他的研究報告內容（大部分是延伸研究團隊之前的其他研究案成果），但是資料內容已經盡我們所能地更新到最新，希望委員體諒這個研究限制（第一章第四節）。另外，從表 15、表 16 可以看出各大壽險公司海外投資倚賴國際版債券的比例有顯著的差異。這個結果應取決於投資長的投資理念。比方全球人壽的投資長認為可被買回債券（Callable Bonds）的特性不適合壽險公司，因此也限縮了許多國際版債券的投資機會。

謝謝委員的指正。已在第三章第三節與第五章第二節中，配合最新法令內容進行修改論述。

107.10.22 預告結束，即將正式公告，建議本報告能予以配合修正相關內容。（P32、P62 建議事項 7. 贊成”國外投資比例再多一層限額”）

五、就本報告最後之建議事項，建議就下列項目予以加強說明：

- （一）其實不須太在意被贖回風險
- （二）對於壽險業匯率避險作法之建議
- （三）以 RBC2 要求提列資本之建議

謝謝委員的指正。已在第五章第二節中，最作加強論述。

二、審查意見 B

評論	答覆
<p>P.7, 表 1 顯示開放人民幣計價日期為 2012 年 11 月 3 日, 惟 P.6、P.11 似誤植為 2012 年 11 月 9 日。</p>	<p>謝謝委員的指正。原載日期 (2012 年 11 月 3 日) 係依據櫃買中心的歷年簡報摘述做成 (https://goo.gl/Nxo2LX、https://goo.gl/nMF1dD)，經查該引用原文件的日期確有誤植 (https://goo.gl/VEwTzF)，已將日期修正為 2012 年 11 月 9 日。</p>
<p>P.3, 第 1 段第 6 行, , 保險業投資收益增加新台幣 375.8 億元, 請問統計期間是否同為 2014 年 6 月 4 日放寬後至 2016 年 2 月底?</p>	<p>謝謝委員的指正。該段論述係引用金管會 2016.04.26 的新聞稿摘述作成 (https://goo.gl/rbdctV)，依據原文概意，兩者的統計期間應該相同 (統計期間：2014.06.04~2016.02.29)。此外，金管會於 2016.10.13 另有發布更新的新聞稿 (https://goo.gl/NCZn26)，對此，團隊依據較新的數據更新內文 (統計期間：2014.06.04~2016.09.30)。</p>
<p>P.3, 第 1 段第 7 行, 金管會增列保險業投資國際板債券不可贖回期限規定日期應為 2017 年 6 月 14 日, 非 2017 年 1 月 17 日。另, 第 9~10 行, . . . , 自投資該債券之日起至不可贖回期限期滿日止, 須至少滿 5 年之規定。」之文字敘述, 依「保險業辦理外匯業務管理辦法」第 10 條規定, 似宜改為「. . . , 自發行之日起至不可贖回期限屆滿日止, 須至少滿 5 年之規定。」。</p>	<p>謝謝委員的指正。原日期為預告日期 (2017 年 1 月 17 日), 已修正為正式規定日期 (2017 年 6 月 14 日)。</p> <p>謝謝委員的指正。已將原誤植的「自投資該債券之日起」, 修正為「自該債券發行之日起」。</p>
<p>P.7, 表 1 相關國際板重要發展歷程, 其中 2014/6/4 及 2014/9/5, 疏漏部分文字敘述。</p>	<p>謝謝委員的指正。已將疏漏字做增補。</p>

<p>P.17，第 1 段，引述金管會 2018 年 3 月 8 日公布之數據，其後文字敘述仍援引「今年」及「去年」的字眼；似可於前後文加「」（引號），或逕以「2018 年」或「2017 年」取而代之，以利讀者閱讀。</p>	<p>謝謝委員的指正。已將「今年」修改為「2018 年」；已將「去年」修改為「2017 年」。</p>
<p>P.17，第 2 段，表 7 提前贖回年期的變化（>5 年期債券發行量明顯上升），或可支持保險公司非發行條件接受者的論述，但是否宜增加其他統計數據，以增強保險公司亦非價格接受者之論點。</p>	<p>謝謝委員的指正。礙於櫃買中心的公開數據，並無更細部的數據可供佐證，對此本計畫不易增加其他統計數據以增強此段論述。惟在本文中，將櫃買中心所作的「正確認識國際債券市場」（https://goo.gl/7R3W8S）專欄標示於附註，裨益讀者進一步參詳。</p>
<p>P.23-24，表 11 及表 12，附註 4 引用資料若能考慮、以「文字」寫明出處，而非僅以網站替代，更佳。</p>	<p>謝謝委員的指正。已依據建議，同步揭示資料來源的名稱及其連結。</p>
<p>P.30，第 4 行，修訂保險業辦理國外投資管理辦法第 10 條第 3 項第 2 款，為增列不可贖回期限規定，其日期應為 2017 年 6 月 14 日，非 2017 年 5 月 23 日。</p>	<p>謝謝委員的指正。已將誤植的日期（2017 年 5 月 23 日）修正為正確的日期（2017 年 6 月 14 日）。</p>
<p>P.32，第 1、2 行似有漏字，如「次級市場之建構與發展是未來應該展的方向。．．．以避免荳檔債券出問題日守所導致的骨牌效應」；另第 2 段，關於保險法第 146-4 條修正條文之敘述，似可加註：該修正條文業於 2018.5.23 修正公布。</p>	<p>謝謝委員的指正。已對漏字作增補，修正文的日期亦已加註。</p>
<p>P.46，倒數第 3 行「可是避險有效」似為「可視避險有效」</p>	<p>謝謝委員的指正。已將「可是」修正為「可視」。</p>
<p>P.47，倒數第 4 行，2017 年度至 11 月底升值 2.269，似乎遺漏了單</p>	<p>謝謝委員的指正。已修正，增加單位：元。</p>

位（元）？

P.51，第 3. 點，第 1 行，「外匯保證金制度實施以來，...」，似為「外匯準備金制度實施以來，...」。

P.61，第 2. 點流動量提供者制度的建立時間，為 2016.3.31，此處文字敘述似宜改為「2016 年間」，不宜用「2016 年底」。

P.61，政策面 8 點建議之第 6. 點，標題為「其實不需要太在意被贖回的風險」；其論述似強調提前贖回債券帶給壽險業較高的短期收益，對弭平利差損有所助益。此點建議係希望主管機關不需在意被贖回風險？

P.62，第 1 行，增訂保險業投資國際板可贖回債券的限制，係於 2017 年 6 月 14 日，非 2017 年 5 月。

P.62，第 8. 點，似宜放在前二行之句首，即 8. 「本研究團隊贊成上述的政策方向，但深切期盼還能順勢推出以下治本性政策：」；另，最後 1 段，提及「壽險業投資到國外其實是使自己曝露於多種風險中」，其中第四點，指出「投資到海外讓台灣社會的儲蓄沒能留下來建設台灣，或對台灣的經濟有所助益」；將之視為壽險業的「風險」之一，例子是否恰當？

謝謝委員的指正。已將「保證金」修正為「準備金」。

謝謝委員的指正。已將「2016 年間」修正為「2016 年底」。

謝謝委員的指正。已在該點中最更進一步的論述。

謝謝委員的指正。已經將原新聞稿發布的日期修改為正式公布的 2017 年 6 月 14 日。

謝謝委員的指正。已在該點在第五章第二節中最更進一步的論述。