

國內資金流向之分析

葉金江

自從政府在 1980 年代後期推動金融自由化政策以來，在政府開放新銀行、綜合券商、保險及投信公司設立、積極發展貨幣與資本市場、以及推動擴大股市規模等政策的影響之下，國內的金融環境已經出現相當明顯的轉變。其中，最為明顯的影響就是，隨著國內股票市場、貨幣市場以及債券市場的蓬勃發展，企業透過股市、貨市、債市與海外籌集資金的管道日益普遍，長期以來國內企業仰賴金融機構融資的比重逐年下降，顯示銀行等金融仲介機構，扮演資金供給者與需求者之間「通有濟無」的重要性已經降低。因此，針對上述國內金融環境的改變，本文擬就資金需求面與供給面的角度，探討最近二年國內資金流向的變化。

資金需求面的變化－直接金融盛行，銀行放款成長緩慢

在探討國內資金流向變化之前，我們必須先瞭解政府與民間企業對整體資金需求的情形。對資金需求者而言，其主要的資金來源管道有二：第一、來自銀行或金融仲介機構的借款，也就是所謂的「間接金融」。第二、直接透過貨幣或債券等初級市場發行有價證券，向社會大眾募集長短期資金，即所謂的「直接金融」。由於過去國內的金融市場較不發達，企業籌資的管道有限，因此長期以來國內企業倚

賴金融機構融資的比重較高。但是近年來隨著國內股票、貨幣以及債券市場的快速發展與逐漸成熟，企業可以在這些市場以發行股票、商業本票、公司債或海外債券等方式，籌集到較為較為低廉且充分的資金，因而降低對銀行等金融仲介機構的依賴，致使間接金融的比重逐年下降。

首先，我們先觀察近年來直接金融與間接金融的消長情形。若從資金流量的觀點來看，根據【表一】的資料顯示，如果將銀行的放款總額視為間接金融，而將政府及企業在初級市場所發行的有價證券視為直接金融，則以資金需求者角度計算的間接金融比重，由民國 81 年的 84.3% 降至 85 年的 30.6%，而同一時期，證券發行餘額變動數，亦由 81 年的新台幣 2,942 億元，至 85 年為 9,115 億元，顯示企業在籌資管道多元化的情況下，紛紛採取發行各種有價證券的方式來募集資金。不過 86 年開始，受到國內景氣從谷底復甦、股市價漲量增的影響，資金需求明顯轉強，加上短期利率上升，增加貨幣與債券市場的資金成本，企業轉向銀行借款的比例增加，因此間接金融的比重亦回升到 86 年的 63.2%。上述結果反映出，近年來由於直接金融盛行，銀行放款的成長明顯減緩，就流量分析而言，放款餘額的變動數額由 81 年的 1 兆 5,812 億元，到了 85 年降至 4,024 億元，增幅顯著減少。另就存量分析而言，放款餘額的年增率亦由 81 年的 16% 降至 85 年的 3.72%，

86年因股市熱絡，對資金的需求增加而再度回升到12%。

其次，可以透過證券發行餘額（即直接金融）之各項組成內容的變化，觀察資金流向的變動。在股票市場方面，最近二年，受到政府放寬企業上市上櫃的標準，積極推動擴大股市規模政策的影響，上市上櫃公司家數大幅增加，加上86年上半年股市熱絡，致使上市上櫃公司現金增資變動數額由85年的1,291億元，至86年跳升為4,666億元，短短一年從市場中吸收了將近五千億元的資金。在貨幣市場方面，包括國庫券、商業本票及銀行承兌匯票在內的短期票券，受惠於85年的低利率水準，當年的發行餘額，高達4,663億元台幣，創下歷史高峰。但去年下半年，國內經濟受到金融風暴的衝擊，利率不斷上揚，致使86年的發行餘額降至1,467億元。

在資本市場方面，去年公司債與政府公債的發行餘額均較前年大為下降，而海外債則微幅增加。其中，公司債發行餘額由85年的新台幣1,582億元，降至86年的734億元，顯示在去年短期利率目標區約為6.5-7.0%的情況下，將使發行公司債的發行面額提升至8.0%以上，並不像前年低於5.0%的利率，能夠吸引企業發債。不過，由於國內企業財務以短支長的現象普遍，企業利用公司債籌集資金的目的，都希望能以較低的債券利率，取得長期且充足的資金，除了可以發揮財務槓桿的效果，更可藉由利息支出減稅。因此，只要發行公司債的成本，仍低於向銀行借款的利率成本，還是可能吸引企業發行公司債。

從上述分析可知，由於受到去年大幅股價上漲，本益比相對較高，企業利用股權籌資的成本相對降低。因此，在直接金融的各項籌集

資金工具中，股票市場成了去年吸金最多的籌資工具，上市上櫃公司現金增資占直接金融的比重由85年的14%上升到60%，顯示股市的繁榮，吸引了大量的資金投入。相對地，去年短期利率的上揚，提高了短期票券與公司債的發行成本，導致發行餘額明顯萎縮。其中短期票券、公司債發行餘額占直接金融的比重，分別由85年的51.1%及17.4%，降至去年的18.8%及9.4%，凡此均顯示企業在各種不同籌資工具之間的選擇，仍是以資金成本之高低為最主要的考量。

資金供給面的變化－各種理財工具興起，改變銀行存款結構

若就資金供給者的觀點來看，其資金的流向主要可分為二個部份，一是銀行存款，另一則是直接到金融市場購買有價證券。如果將初級市場所發行的證券餘額減去金融機構證券投資的差額，視為資金供給者所增加購買的有價證券。根據【表一】的資料顯示，此一數額在81年為新台幣1,048億元，至86年累積為9,466億元，短短五年之間，增加了逾九千億元，顯示這段期間民間部門大幅提高對於有價證券的投資。事實上，近年來由於各種理財工具及衍生性金融商品不斷推出，加上證券市場的蓬勃發展，投資股市的報酬率明顯高於存款利率，已經使得股票及共同基金取代銀行存款成為個人及企業理財的熱門工具。

就存量分析而言，如【表二】資料所示，存款餘額在85年1月是新台幣13兆1,864億元，年增率為10.1%，至86年1月是15兆4,213億元，年增率為8.14%，顯示最近二年，銀行存款的成長有明顯減緩的現象。相對而言，同一期間國內共同基金卻呈現大幅成長，淨資產

規模由 85 年初的新台幣 2,486 億元，增至 86 年底的 5,570 億元，到今年 3 月底為止，更是突破六千億元大關，達 6,233 億元。由於共同基金具有流動性高、分散風險以及節稅等優點，加上報酬率高於銀行存款利率，已經使得銀行存款的重要性相對降低。要注意的是，就成長性而言，目前共同基金淨資產規模僅有新台幣六千億元，而銀行存款餘額則高達 15.4 兆元，兩者相差 25.5 倍，兩相比較之下，未來共同基金的成長空間仍是值得期待的。

另就流量的觀點而言，在這二年中，銀行存款與共同基金淨資產規模之增額的變化，隨著國內股市的冷熱，呈現彼消我長的態勢。根據【表三】的資料顯示，受到 85 年下半年股市從谷底回升，至 86 年 8 月達最高點的影響，銀行存款餘額的增額亦呈現遞減的趨勢，而共同基金淨資產規模的增額則是呈現遞增的趨勢。不過，86 年下半年開始，在金融風暴的衝擊下，股市價跌量縮，使得共同基金淨資產的增額出現萎縮，而銀行存款的增額則是明顯擴增。

在存款結構的變化方面，活期性存款及定期性存款之間的消長，也是與股市的冷熱息息相關。當 85 年底股市逐漸熱絡之際，投資人在高報酬率的誘因下，紛紛將定存解約，將資金投入股市，使得資金明顯地由定期性存款流到活期性存款。相反地，在去年 8 月股市退燒之後，資金又逐漸流回定期性存款。因此，對資金需求者而言，我們可以透過存款結構的變化，觀察國內資金的流向。

值得注意的是，去年在金融危機爆發之後，在新台幣一直有貶值的壓力影響下，外幣與外匯存款快速增加。從存量的觀點看，外匯存款在去年 1 月只有新台幣 3,268 億元，亞洲金融危機發生之後，9 月的外匯存款更是一舉

突破四千億元，達 4,246 億元，10 月又突破五千億元，今年 1 月再度突破六千億元，呈現一路擴增的現象。造成去年以來外匯存款快速增價的原因，主要受到新台幣匯率貶值的影響，在對外貿易持續順差之下，進口商通常會提早買匯，出口商則是延後賣匯，以避免匯兌損失。也就是說，外銷廠商會將貨款收入暫時存入外匯存款賬戶，以備未來外匯的需求；而進口廠商也多會持有外匯，以因應未來進口的需求。

未來影響資金需求的因素

在未來影響國內資金需求的因素，包括公營企業民營化的官股釋出、重大公共工程的陸續動工興建等，預料將會對國內的資本市場造成很大的資金排擠效果。其中，公營企業民營化的官股釋出，從今年下半年開始將陸續登場，根據財政部的統計，包括中油、中鋼、台電、交銀、農銀等在內的官股釋出，預計釋股收入將達新台幣 1,300 億元，而為避免對資本市場造成太大的衝擊，相關單位將採取發行海外存託憑證的方式釋股。因此，可以預見未來在證券發行餘額，包括現金增資、公司債、海外債等可能大幅增加的情況下，直接金融的比重將會不斷提高。

參考文獻：

1. 鍾俊文：「基金熱與現增熱將改變金融生態－逆中介現象值得高度關注」，《貨幣觀測與信用評等》，第 7 期，1997 年 9 月。
2. 鍾俊文：「直接金融與間接金融之研究」，《貨幣觀測與信用評等》，第 8 期，1997 年 11 月。

【表一】近年直接金融與間接金融之消長比較（流量分析）

年月	主要金融機構授信餘額月變動數			證券發行銘金額月變動數（初級市場）			證券發行額減主要金融機構證券折合			直接金融及間接金融合計			直接金融比率(%) (7)=(1)/(5)	間接金融比率(%) (6)=(1)/(5)	主要金融機構存款總額變動數 (7)=(3)/(5)
	主要金融機構款項投資額	主要金融機構放款總額(1) (間接金融)	主要金融機構證券投資額(2)	合計(3) (直接金融)	上市上櫃現金金貸資	短期票券	公司債	政府公債	海外債	證券發行額減主要金融機構證券折合	(4)=(3)-(2)	(5)=(1)+(3)			
80年	11,262	10,455	807	3,022	312	954	126	1,588	42	2,215	1,3477	77,58	2.42	11,051	
81年	17,708	15,812	1,896	2,942	348	156	14	2,038	386	1,048	18,754	84,31	15.69	14,971	
82年	15,505	11,629	3,876	4,140	399	2,049	-61	1,709	44	265	15,769	73,75	26.25	13,787	
83年	14,446	14,654	-208	3,021	937	625	114	755	590	3,230	17,675	32,91	17.09	15,791	
84年	11,447	8,984	2,463	4,207	1,219	1,832	215	694	247	1,747	13,191	68,11	31.89	10,996	
85年	9,594	4,024	5,570	9,115	1,291	4,663	1,582	1,192	387	3,644	13,139	30,63	69.37	11,300	
86年	11,761	13,405	-1,644	7,822	4,666	1,467	734	476	479	9,466	21,227	63,15	36.85	11,604	
85年1月	530	-113	643	836	0	761	2	73	0	193	723	-15,63	115,63	555	
2月	532	982	-450	-420	52	-186	-5	-289	8	30	562	174,73	-74,73	-626	
3月	1,227	522	705	417	6	287	48	22	54	-288	939	35,59	44,41	502	
4月	1,023	149	874	1,190	36	875	96	183	0	316	1,339	11,13	88.87	1,269	
5月	1,082	-126	1,208	1,186	97	982	193	-135	49	-22	1,060	-11,89	111,89	1,414	
6月	1,573	1,058	515	567	60	287	311	-147	56	32	1,625	65,11	34,89	2,694	
7月	150	-677	827	1,421	231	848	300	-5	47	594	744	-90,99	190,99	827	
8月	539	514	25	511	266	-138	57	299	27	486	1,025	30,15	49,85	660	
9月	911	252	659	817	87	358	39	297	36	158	1,069	23,57	76,43	748	
10月	-280	-353	73	727	146	150	132	299	0	654	374	-94,39	194,39	836	
11月	1,068	664	404	1,001	226	443	103	141	88	597	1,665	39,88	60,12	672	
12月	1,239	1,153	86	862	85	-5	306	454	22	776	2,015	57,22	42,78	1,749	
86年1月	1,421	1,228	193	973	229	218	76	397	53	780	2,201	55,79	44,21	1,268	
2月	-143	355	-498	204	55	61	35	-1	54	702	559	63,51	36,49	953	
3月	668	186	482	702	17	678	62	-108	53	220	888	20,95	79,05	563	
4月	-245	719	-963	-87	80	-123	66	-166	56	876	632	13,77	-13,77	-344	
5月	749	501	248	783	186	410	68	71	48	535	1,284	39,02	60,98	777	
6月	1,266	3,193	-1,927	-74	600	-722	110	-116	54	1,853	3,119	102,37	2,37	1,668	
7月	914	582	332	1,103	1,128	-51	84	-68	10	771	1,685	34,54	65,46	836	
8月	142	1,825	-1,683	-802	514	-1,222	144	-249	11	881	1,023	178,40	-78,40	558	
9月	1,239	1,154	85	563	251	127	29	143	11	478	1,717	67,21	32,79	-89	
10月	1,213	-196	1,409	1,890	575	1,396	16	-120	23	481	1,694	-11,57	111,57	1,134	
11月	1,120	1,923	-803	177	273	-376	25	193	62	980	2,100	91,57	8,43	1,385	
12月	3,498	1,936	1,552	2,238	605	1,071	19	498	45	686	4,174	46,38	53,62	2,895	
87年1月	2,218	2,900	-682	-605	153	-904	148	-2	0	77	2,295	126,36	-26,36	895	
2月	179	-1,824	2,003	-	1,191	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

註1. 主要金融機構放款及投資短期票券、公司債、政府公債之資料來自「證交資料」，不包括新上市上櫃的數據。其中，85年之前的現增資料來自台灣經濟新報(TED)資料庫加總整理。

2. 上市上櫃現金增資的資料來自「證交資料」，不包括新上市上櫃的數據。

3. 短期票券發行餘額包括：國庫券、商業本票、銀行承兌匯票。

資料來源：台灣經濟新報整理。

【表二】最近二年國內全體金融機構存款結構與共同基金之存量分析

年 月	全體金融機構存款餘額					共同基金	
	存款 總額	活期性 存款	定期性 存款	外幣與 外匯存款	郵政儲金	淨資產 規模	基金 個數
	新台幣億元					新台幣億元	個
85年1月	131,864	25,853	73,651	2,275	20,231	2,486	94
2月	131,238	25,693	74,087	2,399	20,554	2,433	97
3月	131,740	25,767	74,008	2,357	20,848	2,487	97
4月	133,009	25,943	74,600	2,355	20,850	3,032	99
5月	134,423	25,571	75,855	2,563	20,907	3,468	102
6月	137,177	28,061	76,216	2,728	21,104	3,969	108
7月	137,944	27,235	77,236	2,771	21,773	4,272	111
8月	138,604	26,216	78,238	2,902	21,874	4,213	115
9月	139,352	26,592	78,633	2,949	21,958	4,169	117
10月	140,188	26,845	79,276	2,939	22,104	4,567	123
11月	140,860	27,333	79,122	3,237	22,222	4,802	125
12月	142,609	29,275	79,004	3,099	22,279	4,765	126
86年1月	143,877	30,043	78,414	3,268	22,707	5,088	129
2月	144,830	30,046	79,044	3,359	23,257	4,830	134
3月	145,393	30,447	79,126	3,340	23,143	5,493	135
4月	145,049	30,383	78,879	3,276	22,982	5,890	136
5月	145,826	30,233	79,252	3,432	22,928	6,084	136
6月	147,495	32,089	78,919	3,500	22,918	5,676	140
7月	148,331	32,219	78,805	3,672	23,244	6,994	141
8月	148,889	32,355	79,106	3,992	22,993	6,338	143
9月	148,799	31,065	80,016	4,246	22,963	5,659	146
10月	149,933	30,742	81,413	5,057	22,796	5,344	150
11月	151,318	31,224	81,495	5,530	22,622	5,265	150
12月	154,213	32,049	83,493	5,699	22,358	5,570	156
87年1月	155,125	31,142	84,028	6,109	22,916	4,990	158
2月	158,108	-	-	6,149	22,884	5,996	164
3月	-	-	-	-	-	6,233	166

資料來源：台灣經濟新報整理。

【表三】最近二年國內全體金融機構存款結構與共同基金之流量分析

年 月	全體金融機構存款餘額月變動數					共同基金變動數	
	存款 總額	活期性 存款	定期性 存款	外幣與 外匯存款	郵政儲金	淨資產 規模 月變動數	基金 個數 增減
	新台幣億元					新台幣億元	個
85年1月	555	-711	184	119	607	-32	4
2月	-626	-160	437	124	323	-53	3
3月	502	75	-79	-42	293	54	0
4月	1,269	175	592	-2	2	545	2
5月	1,414	-372	1,256	208	57	436	3
6月	2,754	2,490	361	165	197	501	6
7月	767	-826	1,020	44	669	303	3
8月	660	-1,020	1,002	130	101	-59	4
9月	748	376	395	48	84	-44	2
10月	836	253	643	-10	146	398	6
11月	672	488	-154	298	118	235	2
12月	1,749	1,942	-118	-138	57	-37	1
86年1月	1,268	768	-590	169	428	323	3
2月	953	3	630	91	550	-258	5
3月	564	401	81	-19	-114	663	1
4月	-344	-64	-247	-64	-161	397	1
5月	777	-150	373	156	-55	194	0
6月	1,668	1,857	-333	68	-9	-408	4
7月	836	130	-114	172	326	1318	1
8月	558	136	300	320	-250	-656	2
9月	-89	-1,290	910	254	-30	-679	3
10月	1,134	-323	1,397	810	-167	-315	4
11月	1,385	482	82	473	-174	-79	0
12月	2,895	825	1,998	170	-264	305	6
87年1月	913	-907	535	410	558	-580	2
2月	2,982	-	-	40	-31	1006	6
3月	-	-	-	-	-	237	2

資料來源：台灣經濟新報整理