

出國報告(出國類別:其他)

## 2013 中國大陸金融市場海外研習團

### 研習參訪報告

出國地區：中國大陸上海市、北京市

出國期間：102年9月22日至9月29日

服務機關：臺灣銀行股份有限公司

出國人員：林貴雯 信託部高級襄理  
吳雨蓮 信託部初級襄理

報告日期：102年12月3日

## 內 容 摘 要

在兩岸簽訂金融 MOU 以及 ECFA 後，兩岸金融交流活動更加頻繁，面對高度競爭的金融市場，國際金融專業的增進更顯其重要性。在政府的主導下，與中國大陸的服務貿易協定未來也將簽署，屆時臺灣保險業將可透過合資的方式進軍大陸市場，為更加了解中國大陸金融市場，本次參與由財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會、財團法人保險事業發展中心以及摩根證券投資信託股份有限公司所主辦之「2013 中國大陸金融市場海外研習團」，前往上海及北京研習及參訪，研習主題為「海峽兩岸保險投資論壇」，研習內容涵蓋兩岸保險市場法規及發展現況、兩岸壽險業資產運用及配置、臺灣 RBC 基礎資本額制度介紹、中國社保基金委託資產管理模式以及臺灣外匯變動準備金規範等相關議題，另參訪機構包括上海證券交易所、中國金融期貨交易所、中國證券監督管理委員會、中國保險監督管理委員會、全國社保基金理事會、全國中小企業股份轉讓系統有限公司、中國期貨業協會、中國平安保險、北京股權投資發展有限公司以及泰康人壽資產管理公司等，希望能以本次研習參訪之經驗，更加深化人員的金融專業知識以及豐富大陸市場人脈。

## 目 錄

壹、 研習及參訪目的.....	1
貳、 研習及參訪過程.....	2
一、 研習課程.....	2
(一) 引言暨保險資產投資機會和主題.....	2
(二) 中國大陸保險業投資法規現狀與發展.....	2
(三) 臺灣壽險業相關投資法規現狀與演繹.....	4
(四) RBC 風險基礎資本額制度.....	5
(五) 委託資產管理模式、操作以及需注意的問題.....	8
(六) 中國人壽的投資與資產配置.....	9
(七) 國泰人壽的海外投資發展和資產配置現狀.....	11
(八) 壽險海外投資的匯率避險課題-外匯準備金規範.....	13
二、 參訪行程.....	14
(一) 上海證券交易所.....	14
(二) 中國平安保險.....	15
(三) 中國金融期貨交易所.....	16
(四) 中國證券監督管理委員會.....	18
(五) 中國期貨業協會.....	19
(六) 全國社保基金理事會.....	21
(七) 北京股權投資發展管理有限公司.....	23
(八) 中國保險監督管理委員會.....	23
(九) 泰康人壽資產管理.....	25
(十) 全國中小企業股份轉讓系統有限責任公司.....	28
參、 研習及參訪心得建議.....	30

## 壹、研習及參訪目的

去年四月份，金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)宣布將建立國人理財平台，國人透過信託投資海外有價證券範圍，將擴大到大陸企業在海外掛牌的股票；投信基金、全權委託、境外結構型商品也將可與大陸有價證券連結。投信基金投資大陸有價證券上限，也可能將從淨資產的 30 % 提高到 100 %。今年亦將修正審查「國際金融業務修正條例」，將新增證券商也可辦理國際金融業務，即「離境證券業務」(Offshore Securities Unit, OSU)。

所謂券商的「離境證券業務」，是指券商可比照銀行的國際金融業務分行 (Offshore Banking Unit, OBU)，發展海外有價證券業務並享有租稅優惠，券商說，一旦開放，將有助券商爭取境外法人生意，尤其是如承銷香港的點心債。政府也預期在券商離境業務上路後，將有 3 大效益，首先可吸引海外資金回流臺灣，並擴大國際證券業務，有助我國區域資產管理中心的發展。其次，可和銀行產生產業關聯效果，同時擴大銀行和券商業務經營和規模。最後則可創造券商業務量、增加營收，據金管會估算，OSU 上路後，預計初期每年可創造營收 150 億元，隨業務範圍和規模擴大，營收可望成長，也可增加就業機會、培育人才。

今年 6 月金管會開放大陸銀行、保險的合格境內機構投資者 (QDII) 可來台投資證券市場及期貨。兩岸監管機構在今年 4 月第三次兩岸銀行業監管磋商會議上簽署的大陸銀行業合格境內機構投資者 (QDII) 代客境外理財備忘錄 (MOU)，自 6 月生效。大陸銀行業主管機關所核准的 QDII 可以來台從事證券投資及期貨交易。大陸銀行業 QDII 可來台投資的四大類商品，包括固定收益類產品、集合投資計畫或公募基金、上市櫃股票等有價證券、其他可投資性金融產品。

因此，在兩岸簽訂金融 MOU 及 ECFA 後，金融交流活動更加頻繁，面對高度競爭的金融市場，國際金融專業的增進更顯現其重要性。在政府的主導下，與中國大陸的服務貿易協定未來也將簽署，臺灣保險業將可透過合資的方式進軍大陸市場，為更加了解中國金融市場，本次參與由財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會(以下簡稱證基會)、財團法人保險事業發展中心(以下簡稱保發中心)以及摩根證券投資信託股份有限公司(以下簡稱摩根投信)主辦之「2013 中國大陸金融市場海外研習團」，前往上海及北京研習及參訪，希望能以本次研習參訪之經驗，更加深化人員的金融專業知識以及豐富大陸市場人脈。

## 貳、研習及參訪過程

### 一、研習課程

本次研習主題為「海峽兩岸保險投資論壇」，研習內容說明如下：

#### (一) 引言暨保險資產投資機會和主題

1. 發言人：Mr. Patrick Thomson, 摩根資產管理主權業務全球總監、機構業務亞太區總監
2. 演講內容：投資一定存有風險，基於分散單一市場風險，審慎挑選標的後，海外投資仍是明智考量。綜觀全球保險業對於投資之規劃，固定收益商品之收益率顯然已不敷需求，應將眼光放遠於非傳統且具類固定收益之資產，如高等級貸款、基礎建設股權投資、實質房產或對沖基金等，該類資產近年來投資績效均顯著提升。

#### (二) 中國大陸保險業投資法規現狀與發展

1. 發言人：中國保險監督管理委員會資金運用監管部韓副主任向榮
2. 演講內容：

##### (1)大陸保險業資金運用框架(投資規範)

保險業資金按照集中管理、統一配置、專業運作的基本要求，資金運用依投資管理及風險管理能力，可自行運用或委託投資管理人公司代為運用。2003-2004 年間，發生受託資金遭資產管理公司挪用弊端，爰規定以委託投資管理人方式投資時，需建立資金託管機制。對委託管理人的要求，必須在大陸境內依法設立，符合保監會規定之保險資產管理公司、證券公司、證券資產管理公司、證券投資基金管理公司等；保監會對於不同類型管理公司，訂定不同資格要求。保險業應選擇符合條件之商業銀行等專業機構，實施資金運用第三方託管及監督；託管機構主要職責包括資金保管、清算交割及資產價值估計、監督資產管理行為、有關當事人資訊揭露、依法保守商業秘密及其他法律約束事項。保險資金可投資的金融工具如下：

- A. 高流動性資產：如活期存款及貨幣市場基金。
- B. 固定收益類資產：如銀行存款、債券等。
- C. 權益類資產：如上市、未上市股票及股權基金。
- D. 另類投資：如基礎設施債權投資計畫、不動產投資計畫(含直接投資)。
- E. 金融產品：如證券投資基金、保險資產管理產品、銀行理財或信託產品、信貸資產支持證券及證券公司專項資產管理計畫等。

##### (2)大陸保險資金運用的法規演進

1995 年保險法發布前：管理薄弱，投資分散且亂，產生大量呆壞

帳。1995年-2009年保險法第二次修訂：嚴格監管，投資限於證券市場。2009年以來：投資範圍大幅放寬至實體投資，採放鬆管制、加強監理方式。規章及規範近90件，重要者為保險法、保險資金運用管理暫行辦法、保險資金境外資產管理暫行辦法、保險機構投資者交易對手風險管理指引等。2012年以來，更多的保險資金運用新政發布，大幅放寬投資運用範圍及形式，且加強風險管理機制。

### (3)大陸保險業資金配置現況

截至2013年6月底，大陸保險資金運用金額為7.28兆人民幣，其中固定收益項目逐年緩步調降，權益類資產則維持適中且穩健水準，各項投資如下：

- A. 債權投資3.24兆人民幣，占比44.42%，企業債券中，無擔保債券占本項目22.75%。
- B. 銀行存款2.34兆人民幣，占比32.14%，其中中國有銀行及上市銀行存款總額，占本項目85.9%。
- C. 權益類資產7,325億人民幣，占比10.06%，偏好大型藍籌股，其中投資於滬深300成分股佔本項目高達88%，基金投資中，投資前十大基金公司發行基金總金額達42.89%。
- D. 另類投資6,368億人民幣，占比8.74%。

截至2013年6月底，實現收益1,748.64億人民幣，收益率2.49%，各項投資收益及貢獻度如下：

- A. 債券投資實現收益744.03億人民幣，占比42.55%，收益率2.36%。
- B. 銀行存款實現收益508.45億人民幣，占比29.08%，收益率2.25%。
- C. 股票投資實現收益134.17億人民幣，占比7.67%，收益率2.99%。
- D. 基金投資實現收益101.23億人民幣，占比5.78%，收益率2.71%。
- E. 另類資產投資實現收益175.25億人民幣，占比10.02%，收益率3.38%；其中基礎設施債權計畫收益率為2.52%，投資性不動產收益率7.01%。

### (4)大陸保險業資金運用面對困境及因應措施

隨著保險業蓬勃發展及對資金運用收益率的要求日益提高，資產流動性下降隱憂逐漸引起關注，又，新增資金運用項目不具公開交易市場，缺乏公允價格，應避免外界產生利益輸送之誤解，再者，保險機構專業能力仍待提升，經營經驗的累積需要一段時間，最後，隨投資管道增加，商品透明度較低，風險愈加多重，加深監理難度，有賴更專業化、科學化的監管方式。就資金運用方面而言，固定收益項目占比仍高，另類項目偏低，資金使用效率待提升，俾符合資產負債管理要求。就保監會對監理市場及業者角度，維持推進市場化改革乃首要職志，另外，提高另類資產流動性，加強對公司內部監管，建立保險資產管理協會引導業者自律，完善資產託管機制，落實公司風險責

任人制度等皆是重點。

### (三) 臺灣壽險業相關投資法規現狀與演繹

1. 發言人：證券暨期貨市場發展基金會陳總經理惟龍、保險事業發展中心梁執行副總正德

2. 演講內容：

#### (1) 臺灣保險監理現況

保險乃以人為本，從心出發，關懷人群，安定社會，影響無遠弗屆，當保險公司內部管控及法令遵循已成為組織文化之一，監理則可漸進回歸公司治理及自律規範為主之監理模式。保險資金之運用：目前仍以切割式管理規範為主，將朝達成資產負債管理匹配及確保保險業清償能力為最終目標。保險資金運用之重要變革有四：國外投資比例上限提高至 45%、得投資大陸地區有價證券、鼓勵投資重大公共工程及長期照護產業、建立外匯價格變動準備金制度。外匯價格變動準備金制度：因應業者國外投資比例逐步提高，為避免投資損益隨匯率大幅波動，自 2010 年 3 月開始實施外匯價格變動準備金制度，協助業者以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，對於業者損益表產生平滑效應。

#### (2) 兩岸保險合作方式待檢討

隨兩岸往來愈密切，合作契機俯拾皆是，以保險業為例，國泰人壽與東方航空合資各持半數股份，新光人壽與海航航空合資亦各持半數，依大陸規定，保險公司清償能力指標不得低於 150%，惟，隨業務逐步拓展，合資公司面臨增資需求，但中資公司卻不願增資，想移轉股權亦無管道或接手。

#### (3) 臺灣保險業保費收入與結構分析

2013 上半年累計保險業保費收入為新台幣 12,822 億元，較去年同期負成長 3.3%，主因去年基期較高之故，其中壽險業保費收入 12,172 億元，占總保費收入 95%，產險業保費收入 650 億元，僅占總保費收入 5%，該結構與日本接近，但與其他先進國家有異，以 2012 年全年保費收入為例，臺灣及日本來自壽險保費收入占總收入八成(或以上)，大陸則為 58%，美國僅 45%。

#### (4) 保險業資金運用規範與現況

依據保險法第 16 條，保險業資金之運用，除存款外，可運用於有價證券、不動產、放款、辦理經主管機關核准之專案運用、公共及社會福利事業投資、國外投資、投資保險相關事業、從事衍生性商品交易、其他經主管機關核准之資金運用。前項所定資金，包括業主權益及各種準備金。至於個別投資運用細部的規範，整理如下：

A. 存放於每一金融機構之金額，不得超過保險業資金 10%。

- B. 投資金融債券、可轉讓定期存單、銀行承兌匯票、金融機構保證商業本票，總額不得超過保險業資金 35%。
- C. 經依法核准公開發行之公司股票及經依法核准公開發行之有擔保公司債，或經評等機構評定為相當等級以上之公司所發行之公司債，總額不得超過保險業資金 35%。
- D. 投資不動產即時利用並有收益，總額不得超過保險業資金 30%。
- E. 自用不動產，總額不得超過業主權益之總額。
- F. 銀行或主管機關認可之信用保證機構提供保證之放款、以動產或不動產為擔保之放款、以合於保險法第 146 條之 1 之有價證券為質之放款，總額不得超過保險業資金 35%。

辦理專案運用，以下列事項之投資或放款為限：

- A. 政府核定之新興重要策略性事業或創業投資事業。
- B. 政府核定之工業區或區域開發計畫。
- C. 無自用住宅者之購屋。
- D. 文化、教育之保存及建設。
- E. 其他配合政府政策之資金運用。

最後為國外投資，總額由主管機關視各保險業經營情況核定，最高不得超過保險業資金 45%。

#### (5) 近年資金運用發展方向及應注意事項

國內債市規模有限，及銀行利率偏低，國內壽險業逐年移轉一部分資金至國外債券、國內股權、不動產、放款等項目。其中國內股票投資金額雖上升，然評價風險亦因市場特性升高；不動產投資，以即時運用並有收益、提高資產報酬率為主要考量；國外投資金額約新台幣 5.6 兆，占壽險業資金運用 41%(最大部分)，接近 45% 上限，由於資產配置情形的轉變，業者面臨資產評價及更大的匯兌風險，業者應更重視資產負債配合情形，以及公司清償能力，基於公用(共)事業 RBC 係數較低，近年積極引導投入。保險業擁有龐大資金，投資運用時，應將對環境、社會及經濟的永續發展納為考量，由利潤最大化之投資模式轉為提供合理報酬之永續理念，使透過專業投資及財務能力，為社會、自然及環境創造永續經營貢獻。

#### (四) RBC 風險基礎資本額制度

1. 發言人：臺灣政治大學風險管理與保險學系蔡資深教授政憲
2. 演講內容：

##### (1) 風險資本額起源

風險基礎資本(Risk-Based Capital；RBC)係美國保險監理協會(National Association of Insurance Commissioners；NAIC)所發展出來，用於防範保險業失卻清償能力之規範。「保險業風險資本額」，即是保險

業經營風險所需之約當金額，由於保險業所經營之業務與金融機構不同，保戶購買保險商品係為預防未來之不確定性，保戶透過繳交保費將未來不確定性風險轉嫁給保險公司，故保險公司為經營風險之金融機構，其透過收取保費，銷售多數保單以適度分散由保戶轉嫁而來之風險，若該公司經營不善，將造成該公司保戶權益之損失，故適度控管保險公司財務狀況，財政部多年前即著手研議規劃監控保險公司財務狀況之機制，並於 2001 年立法院三讀通過保險法修正條文，其中第 143 條之 4 引進美國風險基礎資本額 (Risk-Based Capital) 制度，此修正條文正式宣告財政部將於 2003 年正式施行保險業風險資本額制度，以適度監控保險業之財務狀況，並強化其市場競爭力。

早期保險業資本額要求為新台幣 20 億元，為固定資本概念，因應金融市場波動日益增加，為使資本有適足且合宜之緩衝機制，爰依據公司規模、所處經濟環境及投資策略等因素，導入 RBC 制度合理規範。

## (2)我國保險業風險基礎資本之分類

保險業風險基礎資本制度其精神及規劃係參考美國 RBC 制度，並考量我國市場實際狀況適度調整之，公式為：自有資本÷資本適足要求(相當於總風險)，該比值應達一定要求(200%以上)，使自有資本足以吸收所有風險。謹歸納 RBC 風險分類重點如下：

### C0：資產風險—關係人風險

關係人風險係控管保險公司及其關係企業所有往來資產，因我國關係企業間交易問題嚴重，故另列一項風險，以彰顯監理機關對此項風險之重視。將關係人資產風險另區分出一類，主要考量我國企業常有關係人間交叉持股或相互投資之情形，關係人之清償能力或多有影響，繼之加以金融控股法通過，為適度控管關係人間之交易，故將保險業之關係人資產風險另行區分出一類，以彰顯主管機關對此項風險之重視。關係人之定義，係指獨立存在而且相互間具有下列關係其中之一者；其他未規定者，依其他法令及財務會計準則第 6 號公報對於關係人之規定。

a.保險業持有他公司有表決權之股份超過他公司已發行有表決權之股份總數 50%者，通常對他公司有控制能力，該保險業為母公司，他公司為子公司。

b.保險業持有他公司有表決權之股份達他公司已發行有表決權之股份總數 20%以上者，通常對他公司之經營、理財及股利政策上具有重大影響力。

### C1：資產風險—非關係人風險

a.財產保險業風險資本額制度之資產風險僅區分為關係人及非關係人，而美國則將非關係人資產風險再區分為固定收益投資 (R1：

Fixed Income) 及股票投資 (R2: Equity)。

b.資產集中度風險：我國作法係採 Herfindahl Index 評估資產投資集中程度，若投資愈集中，則風險係數愈高，其加重方式為原資產風險資本額總計 $\times$ 加重係數，該加重係數均大於等於 1；反之，美國則以前三大資產風險項目加重風險係數之作法。

#### C3：利率風險

由於人身保險業係以經營長期保單業務為主，故利率風險對國內壽險業之影響甚鉅，本制度因考量初期技術面之可行性，採利差損方式評估利率風險。至於財產保險業之資產負債配置風險，其衡量方式比照壽險業，僅針對長期險種作評估。近年來國內利率走低，壽險公司由過去高利率保單時代轉為低保單預定利率以減少公司損失。利率風險對國內壽險業之影響甚鉅，在考量本制度實證初期，著重評估利率風險之可行性方式及合理性，故以利差損方法估計利率風險之大小，以引導壽險業需做好利率風險管理。

#### C4：其他風險

此風險主要衡量因營運上各項因素所導致之直接或間接可能損失，我國因保險業安定基金制度甫建立，故以公司業務量及資產規模表彰曝露於營運風險的部位。

### (3)風險係數訂定原則

有實證資料者，依實證資料分析之結果決定；無實證資料者，則參考美國 RBC 之相關經驗，再考量我國實務情形，決定 RBC 係數及部位衡量之一致性。

### (4)RBC 的缺點:

RBC 所訂出的風險因子雖然包括保險公司大部分的經營風險，但各種保險公司可能會因業務形態、顧客屬性及經營策略等因素而有不同之經營風險；每一風險因子賦予固定的權數同樣無法反應不同保險公司面對該種風險的程度，而且 RBC 對於不同風險因子間相關係數的考量過於僵化。RBC 制度的風險組成大多取自於保險公司的會計報表上，無法將保險公司經營時所面臨完全涵蓋，即使為監理單位規定相同之風險種類資產，其風險性質亦有極大之差異。由於 RBC 係以帳面價值而非市場價值作為部位衡量依據，對於風險係數的估計存有實證資料不全或個別公司明顯差異問題，使 RBC 制度再受到保險業界廣為思考，爰再導入動態財務分析，輔助業者對於經營風險之能力。

### (5)動態財務分析(DFA)

為模擬保險公司在未來某個時點的盈餘分配，導入動態財務分析 (Dynamic Financial Analysis, DFA)，此乃系統化建構財務分析模型的方法，能預測各種可能情境下的財務結果，並能顯示內部及(或)外部條件改變對財務結果的影響程度。動態分析將未來的投資行為、業務狀

況及經濟環境等變化納入考量，且將變數間相互影響程度納為考量，使能在複雜的環境中，判斷投資策略優劣，或研擬如償付能力、違約機率及風險溢酬等重大決定。

建立 DFA 七大步驟如下：A.辨認和建立必要的風險因子、B.從風險因子建立模型變數、C.建立變數之間的連結、D.輸入起始部位及條件、E.產生情境及結果、F.情境結果分析及 G.重覆步驟 D-F。然而，DFA 無法模擬太多的危險因子，存有顯著的模型風險，尤其針對難以量化的風險，未來業者在衡量風險時，仍宜審酌，建議併採 RBC 及 DFA 二者更為可行。

#### (五) 委託資產管理模式、操作以及需注意的問題

1. 發言人：趙代中/全國社保基金理事會境外投資部全球股票處處長
2. 演講內容：

##### (1) 社保基金簡介

全國社會保障基金（簡稱社保基金）是指全國社會保障基金理事會負責管理的，由國有股減持劃入資金及股權資產、中央財政撥入資金、經國務院批准以其他方式籌集的資金及其投資收益形成的由中央政府集中的社會保障基金。社保基金不向個人投資者開放，而是國家把企業職工繳交的養老保險費中的一部分資金交給專業的機構管理，實現保值增值。2013 年社會保險基金預算首次列入預算報告，接受最高權力機關監督。2013 年全國社會保險基金預算按險種分別編制，包括基本養老保險基金、基本醫療保險基金、失業保險基金、工傷保險基金、生育保險基金等社會保險基金。

##### (2) 社保基金目前投資概況

統計至 2012 年底，社保基金會管理的基金資產總額 11,060.37 億人民幣(以下同)，其中：社保基金會直接投資資產 6,506.67 億元，占比 58.83%；委託投資資產 4,553.70 億元，占比 41.17%。基金負債餘額 306.80 億元，主要是投資運營中形成的短期負債。基金權益總額為 10753.57 億元，其中：全國社保基金權益 8,932.83 億元，個人帳戶基金權益 786.65 億元，廣東委託基金權益 1,034.09 億元。

投資績效部分，統計至 2012 年底，基金權益投資收益額 646.59 億元，其中，已實現收益額 398.66 億元（已實現收益率 4.33%），交易類資產公允價值變動額 247.93 億元。投資收益率 7.01%。統計基金自成立以來的累計投資收益額 3,492.45 億元，年均投資收益率為 8.29%。

##### (3) 委託資產管理模式

目前社保基金直接投資占 55%，間接投資占 45%，而境外投資比重，按成本計算，不得超過全國社保基金總資產的 20%。此外，境外

投資管理辦法並規定，社保基金會需委託境外投資管理人實施全國社保基金境外投資，而其中境外投資管理人應具備以下條件：1.財務穩健，資信良好，風險控制指標符合所在國家或地區法律規定和監管機構的要求；2.經營資產管理業務達 6 年以上，最近一個會計年度管理的資產不少於 50 億美元（或等值貨幣）；3.從業人員符合所在國家或者地區的有關從業資格要求；4.有健全的治理結構和完善的內控制度，經營行為規範；5.近 3 年未受到所在國家或者地區監管機構的重大處罰；6.在中國境外設立並登記註冊，所在國家或者地區法律和金融監管制度完善，監管機構與證監會簽訂監管合作諒解備忘錄，並保持著有效的監管合作關係。

#### (4) 境外投資操作及需注意事項

社保基金之境外投資限於下列投資標的，1.銀行存款；2.外國政府債券、國際金融組織債券、外國機構債券和外國公司債券；3.中國政府或者企業在境外發行的債券；4.銀行票據、大額可轉讓存單等貨幣市場產品；5.股票；6.基金；7.掉期、遠期等衍生金融工具；8.財政部會同勞動保障部批准的其他投資品種或工具。其中第一項所稱銀行是指境外中資銀行和國際公認評級機構最近 3 年對其長期信用評級在 A 級或者相當於 A 級以上的外國銀行。第二項所稱債券是指國際公認評級機構對其評級在 BBB 級或者相當於 BBB 級以上的債券。第四項所稱貨幣市場產品是指國際公認評級機構對其評級在 AAA 級或者相當於 AAA 級的貨幣市場產品。第五項所稱股票是指在境外證券交易所上市的股票。第六項所稱基金是指證券市場公開發行的基金，且基金投資範圍需符合法規關於其他投資品種或者工具的規定。第七項所稱掉期、遠期等衍生金融工具是指金融市場上流通的衍生金融工具。全國社保基金投資衍生金融工具僅限於風險管理需要，嚴禁用於投機或放大交易。此外，單一境外投資管理人管理的全國社保基金委託資產投資於一家機構發行的單一證券和基金不得超過該證券和基金份額的 10%，按成本計算，不得超過其管理的全國社保基金境外委託資產總值的 20%。社保基金會委託單一境外投資管理人管理的資產，亦不得超過全國社保基金境外投資委託資產總值的 50%。

### (六) 中國人壽的投資與資產配置

1. 發言人：劉家德/中國人壽股份公司副總裁
2. 演講內容：

#### (1) 經營環境

國際經濟逐步復甦，中國大陸改革將促進經濟和金融的轉型升級，宏觀經濟有望穩定增長，而經濟轉型進程持續深入推進，改革紅利將逐步釋放。目前多層次金融市場體系正在形成，金融工具進一步

豐富，金融市場深度和廣度已進一步拓展。現階段中國壽險業監管政策已走向市場化與國際化，財政部持續導入新會計準則之適用，央行推行利率自由化，保監會推動人身險費率改革以及償付能力二代監管體制，由於保險之負債業務具有長期性，應首要關注資產負債匹配，維持淨資產穩健增長，以推動資產保值增值。為改善壽險資產負債匹配狀況，同時穩定並提升長期收益，已逐步開放投資渠道，擴展保險投資配置選擇空間，如 2012 年開放無擔保債、金融衍生品以及信託等創新產品之投資。

## (2) 資產配置

在實際經營中，銀行等金融機構面臨短債長投的局面，而壽險資金卻常需要承擔長債短投的利率風險，以日本為例，自 1991 年至 1995 年，日本銀行先後 9 次下調利率，最終降至 0.5%，這使所有壽險公司出現利差損，導致 1997 年到 2000 年，日產生命、東邦生命、第百生命等 6 家壽險公司先後因利差損拖累而宣布破產。由此可見資產負債匹配之重要性。為降低資產負債錯配風險，應發揮資產配置在投資價值鏈的關鍵作用，如 Brinson, Hood 和 Beebower 所發表之經典論文「投資組合業績的決定因素」，認為長期投資者的投資業績 91.5% 是由資產配置決定。就資產配置來說，由於各投資項目之風險收益特徵分化明顯，故配置價值將因時而異，故投資決策應基於宏觀經濟走勢來作適當調整。以中國大陸保險業來看，基於收益原因，提升了定期存款比重，但仍以長期資產為主的債券占比仍然最高，統計至 2013 年第二季度中國大陸保險行業資產配置情況，46% 配置於債券、37.2% 配置於存款、權益類資產則占 7.5%，相較前一年度，存款配置增加 1.4%，權益類資產之配置則下降 1.5%。

## (3) 投資方向

隨著監管單位不斷開放保險公司投資渠道，近年來保險業投資收益日益穩健，資料顯示中國大陸保險業歷史上幾次收益率較高的時期，均與監管機構放寬投資渠道有一定關聯。在投資配置上，歷史數據顯示股債等風險性資產，在危機期間能夠一定程度上相互對沖尾部風險，以中國大陸保險業為例，其存款資產近五年體現了較好的安全區效應(Flight to Quality)，於股票市場低迷時，提供保險投資避風港，得以安然度過金融海嘯。此外利用風險均衡模型(Risk Parity)，善用風險對沖工具管理跨類資產，將能有效促進風險結構優化。

就權益類資產來看，儘管中國大陸股票市場表現疲軟，但上市公司營利和淨資產保持了十年的高速增長，股票指數出現結構分化行情，小型股和部分高增長產業表現優於大盤，故保險公司投資該類資產將立足於權益風險溢價和結構分化特性上，於戰略性股權投資選擇發展前景優、控制力強及資本運用效率高的公司，於價值投資則注重

高 ROE、高分紅和低 PB 的價值型股票，目前以交易為目的之股票投資主要關注於高增長和具國家戰略性之新興產業。

就固定收益資產來看，近期國債市場出現外部流動總量趨勢性下降、央行貨幣政策態度取向中性趨緊、債市監管機制更為嚴格以及銀行資金業務降槓桿之現象，顯示國債市場已逐步趨於透明，而市場走勢亦反應了新的預期。在信用債市部分，雖存在風險，但機會也較大，信用利差為可靠的收益來源，目前保險公司投資組合風險集中於權益市場風險，信用風險較低，故應進一步優化風險結構，有擔保債比重提高，能降低違約損失，一定程度上發揮 CDS 的作用。在不動產投資部分，過去十年中國大陸不動產投資出現大波段漲幅，背後的驅動因素目前並未消失，由於不動產投資租金和增值率較為均衡，符合保險資金穩定收益、匹配負債的要求，此外保險公司資金量大，較有能力開展房地產大項目投資，且較能獲得核心地區地產，故不動產投資仍具長期投資價值。

新型城鎮化建設是本屆政府積極倡導的新經濟增長動力，與銀行信貸資金相比，壽險資金在期限方面匹配度高，收益方面要求較低，營運模式也更加靈活，更契合城鎮化建設所需資金的特性，故推進城鎮化之政策亦釋放了基礎設施及類貸款類金融商品投資機會，如基礎設施債權計畫、基礎設施股權計畫、地方建設基金以及類貸款金融產品。美國等先進國家經濟復甦有利於保險業穩健開展全球配置以分散風險，目前已開發國家公債仍是相對穩定之收益，而不動產等另類投資收益則較為可觀，在國內收益不高的情況下，未來海外投資占比將逐步提升。保險公司的資產配置策略是基於監管要求、發展戰略、負債約束、風險約束和財務報表穩定性，加上對未來金融市場判斷，進行的中長期安排，同時隨時對上述因素進行評估，以適時反應新的市場形勢。

#### (七) 國泰人壽的海外投資發展和資產配置現狀

1. 發言人：鄧崇儀/國泰金融資深副總
2. 演講內容：

##### (1) 經營環境與資產配置變化

隨保險觀念的進步與社會保障需求增加，臺灣保險業總保費收入 2001 年至 2012 年增長了 12.13%，同期間保險業總資產亦增長了 15.54%(資料來源:保險發展中心)，快速增長的保費收入，導致保險業資金去化壓力增加。保險資金資產負債管理首重收益穩定以及較長存續期間，故主要投資於長期固定收益商品，如債券、不動產等資產，然臺灣固定收益市場年期偏短，且發行規模及餘額明顯不足，難以執行資產負債管理，另外，商用不動產部分，租金收益率雖較公債高，

惟對保險資金胃納量仍明顯不足，加上目前臺灣利率水準偏低，而保險契約具長期負債特性，且負債評價採發單時之利率計算，使壽險公司面臨利差損問題。於此環境限制下，保險資金投資方向部分轉往股票交易，以創造資本利得，另亦增加海外債券投資，配合外匯避險操作，來獲取較高之固定收益率。

於股票投資部份，因具波動度較大之特性，且 RBC 風險係數較高，故當股市大跌時，將侵蝕自有資本，導致 RBC 比率下降，故保險資金不宜過度提高股票資產投資；另於海外投資部份，由於海外固定收益市場資產池規模較大，投資區域具多元性，有助降低投資集中度風險，且其收益率大多優於臺灣固定收益市場。鑑此，臺灣壽險業資產配置已由早期之銀行存款、擔保放款、不動產，逐漸轉移至債券與海外投資，以執行資產負債管理，降低利差損之影響。

## (2)海外投資發展與現況

臺灣主管機關對壽險業之海外投資上限已逐步開放，然為管控風險，開放資格須具備強健之風管機制，此外海外投資管理辦法採行高度監管，針對可投資工具採正面表列，同時投資工具之信用評等、集中度等均加以嚴格限制。目前臺灣主要業者海外投資類型占比，統計至 2012 年底，金融債占 50%、公司債占 30%、公債占 10%、其他占 10%，與上年度相較，公司債部位逐漸增加，公債部位則減少，另就投資地區來看，固定收益資產投資地區仍以美國為主占 44%，其次分別為歐洲占 30%、亞洲占 15%及其他占 11%，貨幣部分，80%以上為美元計價(資料來源:國泰人壽、富邦人壽)。於海外衍生性商品部分，目前以從事避險目的之交易為主，主要為外匯避險，而近年來為增加避險策略彈性、降低避險成本、平穩損益波動，已建立外匯價格變動準備金制度，統計 2013 年整體壽險業外匯價格變動準備金已累積至 280 億新台幣，提供緩和海外投資損益波動空間。

## (3)海外投資策略與考量

壽險業海外可投資市場深受各國制度面影響，如國內法令對投資地區限制、被投資國資本管制政策、外匯市場深度及工具多樣性。美國、西歐、英國及澳洲因投資工具選擇較多且資金進出自由，為目前主要投資地區，而隨新興市場逐漸開放，投資選擇亦增加。然國外投資須同時考量投資風險，其主要風險為外匯、信用與國家風險。於外匯風險部分，避險策略之選擇須同時考量成本、風險以及外匯準備金水準，而信用及國家風險部分，除外部信用評等資訊及市場狀況外，公司內部亦須定期對發行人財務狀況，包括市場地位、獲利能力、償債能力及資本狀況，以及主權國家基本面，包括經濟、財政、國際收支及地緣政治等種種要素進行內部評估，最後配合集中度分析予以風險限額管理。

#### (4)未來之挑戰

未來主要面臨利率彈升風險以及會計制度改變之影響，為降低利率風險，應適度縮減利率敏感度較高資產之存續期間，增加股權類投資以及運用衍生性商品進行避險。另外，國內會計制度與國際接軌，引進 IFRS，不只有正面效應，亦會帶出負面衝擊。

首先在市價評價上，IFRS 是採市場價格為基礎，市場變化會造成損益與淨值大幅波動，造成保險公司獲利變動幅度加劇。其次在資產配置上，國內保險業面對多項法規限制，資產與負債的存續期間往往不能對稱，造成資產的存續期間往往低於負債，資產存續期長所以價格波動幅度大，會使保險公司無法落實資產配置策略。第三在利差問題上，過去發行保單預定利率較高，利差問題所造成損失有費用化的壓力，另外目前國內保險公司皆未依市場利率提列準備金，未來 IFRS 實施後，增提責任準備金的壓力會增加，壽險業很可能必須增資因應。

最後在不動產部分，投資性不動產在開帳日以市價入帳，擁有高額不動產的壽險業者，有機會在土地價格走揚下受惠，原本該政策是希望藉由土地增額，降低 IFRS 的衝擊，不過政策亦規定，增加部分必須同步認列準備金，加重保險公司提列準備金的壓力。

#### (八) 壽險海外投資的匯率避險課題-外匯準備金規範

1. 發言人：謝明華/臺灣政治大學保險學系教授
2. 演講內容：

##### (1)外匯變動準備金制度

人身保險業具備長期性之特性，近十年來因低利率環境及國內長期投資工具較少，故部分資金轉往國外投資。然而國際經濟金融情勢多變易造成業者損益隨匯率大幅波動，增加壽險業較多之避險成本。經綜合考量監理需求、會計允當表達、保險業財務穩健性及避險策略等要素後，爰通過建立外匯價格變動準備金機制及相關配套措施原則，使壽險業以較具彈性方式管理匯率風險及降低避險成本，進而強化其清償能力以健全其財務體質。

##### (2)人身保險業外匯價格變動準備金應注意事項

為依保險法第 145 條之一第二項以及保險業各種準備金提存辦法第 23 條之一第二項規定定之，自 101 年 2 月 7 日發布全條文，101 年 3 月 1 日生效。其規範重點為，1.明定外匯價格變動準備金（下稱本準備金）累積上限為年底國外投資總額乘以百分之九點五。（第二點）2.明定本準備金提存與沖減方式。（第三點）3.明定須揭露本準備金之重要會計政策說明及計算未適用本準備金機制之每股盈餘，以強化對投資人權益之保障。（第四點）4.明定人身保險業須建構完整之外匯風險管理及避險策略。（第五點）5.明定每年應由會計師查核本準備金機

制之實施情形。另內部稽核單位每年應對該機制實施情形辦理專案查核。(第六點) 6.明定人身保險業所節省之避險成本不得納入董監事酬勞之計算。(第七點) 7.明定人身保險業每年應就已節省之避險成本部分轉列特別盈餘公積，並在三年內至少一次作為盈餘轉增資或彌補虧損。(第八點) 8.明定人身保險業若當年度有稅後盈餘，應就該金額之百分之十提列特別盈餘公積，但報經主管機關核准者不在此限。(第九點)

## 二、參訪行程

### (一) 上海證券交易所

#### 1. 機構簡介

上海證券交易所成立於 1990 年 11 月 26 日，為中國證監會之直屬機構，其主要職能為提供證券交易場所和設施、制訂證券交易規則、接受及監管上市申請、監管上市交易等，截至 2012 年底，於上海證交所掛牌公司共有 954 家。

#### 2. 簡報內容摘要

上海證券交易所發展時間不長，籌建時有很多規格是參考臺灣以及香港之證券交易所，其發展主由中國大陸之整體經濟所帶動，反映中國大陸經濟活動需求，近幾年受國際經濟情勢影響，上海證交所地位也顯著發生改變，目前交易市值排名位居全球六、七名之間。上海證券交易所目前屬於新興及成長過程中的交易所，由於目前大陸金融市場仍屬於高度管制狀態，故就市場功能來說，上海證交所之現貨市場仍多有不足，目前作法是先建置基金市場產品，今年度也將建置黃金 ETF，並宣佈將加快個股期權以及衍生性金融商品之推出，同時倡導上市公司要分紅於股東，這是目前證交所之發展氛圍。

#### 3. 問題與答覆

問題一：近期中國大陸股市強勁反彈，國內經濟轉好，且產業結構進行調整，會增加經濟發展速度，而上海成立自貿區，係透過人民大會授權國務院，促使自貿區之法律將更開放，就整個發展趨勢而言，大陸將更加開放。而目前上海交易所是會員制交易所，臺灣是公司制交易所，故大陸開放證券業者投資，未來臺灣證券商會成為上海交易所的會員；反之，未來若大陸券商參股至臺投資，也會成為臺灣交易所的股東，可行性如何？

答覆一：上交所表示，全世界交易所多改為公司制，上交所亦有所考慮，但目前順勢而為即可。大陸更加開放，逐步允許境外公司到國內設立公司，但須遵守法律規則，並待時間成熟即可，不存在行或不行問題。

## (二) 中國平安保險

### 1. 機構簡介

中國平安保險(集團)股份有限公司於 1988 年誕生於深圳蛇口，是大陸第一家股份制保險企業，至今已發展成為金融保險、銀行、投資等金融業務為一體的整合、緊密、多元的綜合金融服務集團。中國平安保險為香港聯合交易所主板以及上海證券交易所兩地上市公司。中國平安保險通過旗下各專業子公司及事業部，以統一的品牌向超過 8,000 萬客戶提供保險、銀行、投資等全方位、個性化的金融產品和服務。

中國平安保險擁有近 54.9 萬名壽險銷售人員和約 20 萬名正式雇員。截至 2013 年 6 月 30 日，集團總資產達人民幣 3.17 萬億元，歸屬母公司股東權益為人民幣 1,727.56 億元。從保費收入來衡量，平安壽險為中國大陸第二大壽險公司，平安產險為中國第二大產險公司。中國平安保險在 2012 年《福布斯》“全球上市公司 2000 強”中名列第 83 位；美國《財富》雜誌“全球領先企業 500 強”名列第 181 位，並蟬聯中國大陸內地非國有企業第一；除此之外，在英國 WPP 集團旗下 Millward Brown 公佈的“全球品牌 100 強”中，名列第 84 位。

### 2. 簡報內容摘要

中國平安保險 2012 年度之營業收入(Net operation income)為人民幣 299,372 百萬元，淨利(net income)為 RMB 26,750 百萬元；2013 年截至 6 月底止之營業收入為 RMB 189,474 百萬元，淨利為 RMB 21,771 百萬元，其中人壽保險業務之收入占營業收入最大比例。中國平安保險具有行之有效的管理體制、管理制度和管理方法。這就是：以目標管理為中心，劃分為業務管理系列、行政管理系列和營銷系列，通過考核制度、評分制度和內部激勵機制促使各項工作均能有序高效運轉。簡單地概括為「一個中心，三個系列。三個保證」。在業務管理方面，竭力學習和借鑒國內外保險業先進的經驗和技術，大膽創新，獨具一格。

三大目標管理。公司的目標分為短期目標，中期目標和長期目標，同時又具體地體現經營目標、管理目標和發展目標。目標一經確定，即層層分解，落實責任，公司的一切工作都必須圍繞目標分階段、有序地進行。

系統控制與管理是以一套較為科學和完整的電腦程式，通過電腦聯網系統，將所有業務從承保、分保的規劃與核算、風險管理、防災防損和減少事故、查勘理賠、財務處理以及服務措施一環扣一環，按規範標準予以控制，並以此為手段使分支機構形成統一的經濟補償網，充分發揮平安系統集團化的優勢。

理賠，堅持“雙人查勘，交叉覆核，分級定損，終審歸案”的原則，確保公正合理。投資，堅持“雙人調查，審貸分離，三給審核，專人負責”的原則，保證資金投向的管理以及規模的適度控制。

在實施現行業務管理制度的同時，總公司還建立了與之相應的保險審定委員會、投資審查委員會、財務工作委員會、電腦工作委員會四大委員會。這四個機構組織的設立，是管理上的一種上下和左右的制約機制，將有效地發揮避免決策過程中可能造成的失誤的作用。

### 3. 問題與答覆

問題一：目前臺灣壽險及養老險相當普及，中國平安保險推動養老險的成效為何？

答覆一：目前大陸的養老金儲備嚴重不足，到 2012 年底，全部養老金有計劃有組織的儲備也只有 3.56 萬億，占 GDP 僅 7.5% 左右；第一支柱的社保有 3.2 萬億，占 90%；第二支柱年金只有 3500 億，占 10%；第三支柱在我國有組織的籌集儲備還沒有。人均水準也就是 2,600 元左右，折合美元不到 400 美金。中國平安保險推動養老險保單，尚有進步的空間，主要取決於民眾的想法及政府政策的推行上。

問題二：中國平安保險是否有海外投資計畫？

答覆二：海外投資尚有保險法之規範，公司內部曾有評估海外投資的計畫，惟因需考量之因素較多，目前多以國內投資為主。

## (三) 中國金融期貨交易所

### 1. 機構簡介

中國金融期貨交易所於 2006 年 9 月 8 日成立，地點在上海，是中國大陸第一家金融衍生性商品交易所，且為第一家採行公司制型態之交易所。其職能為金融衍生品上市交易、結算及交割；其宗旨是發展社會主義市場經濟、發揮金融期貨市場功能、確保金融衍生性商品交易的正常進行等。

### 2. 簡報內容摘要

中國大陸期貨交易之沿革，係由 1992 年 12 月底上海證券交易所推出之公債期貨開始，1995 年由於市場操縱，國務院決定暫停期貨交易；其後，中國金融期貨交易所於 2006 年建立，2010 年批准滬深 300 股指期貨上市，2013 年 9 月 6 日推出 5 年期國債期貨。2013 年，大陸之三項重大金融改革，包括利率市場化推進，多層次資本市場體系的建設以及存款保險的改革，而國債期貨直接與前兩項金融改革相關，金融期貨的功能有風險管理工具、金融創新的基礎工具及促進基礎市場功能深化，利率市場化、匯率市場化及人民幣國際化等重大金融改革皆需要金融期貨市場的配合。

### (1) 股指期貨運行與未來產品戰略

- A. 開戶平穩增長，投資者參與積極性較高，目前市場開戶數約 15 萬戶，其中機構投資者占約 2%，每天客戶參與比例穩定在 20% 以上。
- B. 市場交易投資活躍，流動性較好，滬深 300 指數期貨上市以來，流動性極好，2011 年下半年以後，參與者及交易量擴大。
- C. 市場持倉量穩步增長，成交持倉比逐步降低，2012 年以來，隨著市場的穩定成熟及放寬持倉限額，減低保證金比率，持倉量屢創新高，承銷持倉比率持續下降，由初期的 20 倍降至 8 倍，接近其他國際成熟市場，目前持倉日均量約為 11 萬口。
- D. 期現貨高度撮合，滬深 300 指數期貨與標的指數收盤價相關性保持在 99% 以上，期現貨價格相關性高，不易被炒作。
- E. 市場功能逐步發揮，股指期貨上市至 2012 年，滬深 300 指數累計跌幅達到 25.68%，機構投資者運用股指期貨有效對沖現貨市場風險，保值避險效果好，業績表現突出的機構，多運用股指期貨進行避險，提高股市內在穩定性，股市波動性顯著降低。
- F. 股指期貨沒有引導股市下跌，開盤期貨先行發現，盤中漲跌互有影響，期貨結算回歸現貨，長期趨勢由現貨市場決定。

### (2) 中金所未來展望

- A. 中金所急待豐富產品業務線
- B. 建立三條產品線，以完善權益類產品體系、分步推出利率類期貨與期權產品、適時推出匯率類期貨與期權產品。
- C. 大陸金融期貨市場發展面臨重大歷史機遇，大陸經濟持續穩健增長，因而迫切需要與之相匹配的金融風險管理市場。國際金融危機後，全球金融監理理念和金融治理機制的變化，為金融期貨市場發展提供嶄新契機。
- D. 中金所戰略目標-成為世界一流交易所。

### 3. 問題與答覆

問題一：大陸之國債期貨特性為何？

答覆一：中金所回答：沒有波動就沒有交易及避險需求，兩岸有相似之處，亦有不同的地方，大陸之國債期貨特性為：

- (1) 發債單位多元化：例如人民銀行、財政部、上市公司及中小企業皆可以發債。
- (2) 持有債券機構的多元化程度豐富
- (3) 政策層面建立國債期貨跨部委協調機制，包括一行三會一部(人民銀行、保監會、證監會、銀監會及財政部)，以確保國債期貨之運行及發債的協調改進。

問題二：商業銀行加入國債期貨市場，以活絡市場的可能性？

答覆二：臺灣代表團答覆，商業銀行持有債券是以持有至到期並收取債息為主，並非以交易創造資本利得為目的，在臺灣以商業銀行加入債券市場不具明顯活絡效果，此可解釋為何同是利率偏低，殖利率曲線平坦的債券市場，但臺灣債券期貨極不活絡，而美國利率期貨卻很發達，係因市場參與者不夠多元化所致；而大陸資本市場目前仍處於管制階段，法人在期貨市場參與比重偏低，主因資本市場還不夠發達，未來若市場開放，納入外資，股市及衍生性商品方有蓬勃發展可能性，待資本市場有效率開放後，證交所及期交所的功能、產品線等才會健全發達。

#### (四) 中國證券監督管理委員會

##### 1. 機構簡介

中國證券監督管理委員會（簡稱中國證監會或證監會，英文縮寫CSRC）是中國大陸國務院負責監督管理證券和期貨的直屬事業單位。

1981年，大陸政府開始採用發行國債的形式籌措資金，證券市場開始發展。1984年，股票在中國大陸出現。這一階段證券業主要由中國人民銀行負責監管。

1990年代初，深圳證券交易所和上海證券交易所成立，證券市場正式建立。1992年10月，國務院證券委員會和中國證監會成立。國務院證券委員會是對證券市場進行統一宏觀管理的主管機構。中國證監會是國務院證券委員會的執行機構，依法對證券市場進行監管。

1995年3月，國務院正式確定中國證監會為國務院直屬事業單位，但依然是國務院證券委員會的監管執行機構。此時證券經營機構仍由中國人民銀行監管。

1997年8月，上海、深圳證券交易所統一劃歸中國證監會監管。當年11月，大陸政府召開全國金融工作會議，決定對全國證券管理體制進行改革，原由中國人民銀行監管的證券經營機構劃歸中國證監會統一監管。

1998年4月，中國證監會與國務院證券委合併，中國證監會成為正部級事業單位，專司全國證券、期貨市場的監管職能。

##### 2. 簡報內容摘要

服務貿易業協訂兩岸已初步通過仍待臺灣立法院決議，簽署後方可實施。兩岸經濟發展臺灣很多值得借鏡，尤其是文化相通，更容易學習。

##### 3. 問題與答覆

問題一：有關深圳、福建、上海三地開放券商持股51%，另有六個以49%持股證照，有關臺灣地區名單，大陸方面是否有時間表

及評選標準？

答覆一：在 WTO 規則下應有簽署協訂後才能開放相關證照，以避免其他成員國有不同意見；同時證監會會有一套標準來審視臺灣地區券商名單，至於誰投資誰部分仍由市場機制決定，而一家券商仍只能選擇一區為限。

問題二：有關金融三業，證券業仍屬較小、較需要保護的行業，尤其臺灣市場交易量的下降，使得臺灣業者想積極前往大陸地區發展，在承銷業務方面能在何時通過在特區以外拓展？經紀業務部份大陸部份有否有相關措施能讓投資人於不同券商開戶，特別是於台資券商開戶？

答覆二：有關承銷業務部份不論是 51%或 49%均可承作，主要還是視臺灣券商優勢而言，例如融資融券業務。有關業務推展如有任何障礙，可以等到屆時一併提出討論。

問題三：上海中金所國債期貨已開始交易，期貨業於服貿協訂並無提到，是否有何看法，有關 51%部份是否有時間表？

答覆三：期貨已開放 49%，但大陸期貨業起步較慢，所以開放會較晚；將來仍會開放，但沒有時間表。

問題四：大陸證券市場的特色與未來發展方向為何？

答覆四：大陸資本市場落後於經濟市場發展，例如 IPO 市場暫停開放已導致上千家公司等待致過份依賴銀行融資；大陸證券市場主要由上而下推動，監理不止是監管，還要設計產品，甚至監控股價指數波動。未來發展方向希望更加法制化、市場化、國際化，讓市場更開放等，未來金融改革腳步會更大。但時間表仍未訂定。

問題五：有關上海金融自由貿易區與服貿協議是否有抵觸或併行？

答覆五：自貿區詳細內容仍未確定，但自貿區並不只針對臺灣，有關作法仍待確定。

## （五）中國期貨業協會

### 1. 機構簡介

中國期貨業協會（以下簡稱協會）成立於 2000 年 12 月 29 日，是根據（社會團體登記管理條例）和（期貨交易管理條例）成立的全國期貨自律性組織，是非營利性社會團體法人，接受業務主管單位中國證監會和社團登記管理機關國家民政部的業務指導和監督管理。協會註冊地為北京。會員大會是協會的最高權利機構。理事會是會員大會閉會期間協會的常設機構，對會員大會負責。理事會下設紀律、申訴、信息技術、研究發展、期貨分析師五個專業委員會。協會設會長一名，專職副會長若干名，兼職副會長若干名、秘書長一名，實行會長負責

制。協會常設會員部、培訓部、研究部、合規調查部、資格考試與證照部、信息技術部、投資者教育部、黨委辦公室、辦公室九個辦事機構。截至 2012 年底，協會共有會員 198 家其中期貨公司會員 160 家、期貨交易所特別會員 4 家、地方協會連繫會員 34 家。

## 2. 簡報內容摘要

以期貨市場來說，大陸目前有四家期貨交易所分別為上海期貨交易所、鄭州商品交易所、大連商品交易所及中國金融期貨交易所，已上市的計有 31 種商品期貨及 2 種金融期貨，如加計動力煤期貨與鐵礦石期貨則未來可達到 33 種商品期貨。

以期貨公司來說，大陸目前有 160 家期貨公司，1,380 家期貨營運部（經營網點），期貨從業人員 30,729 人（2012/12/31），另於證券公司之 IB 從業人員有 12,158 人，合計已達 4.2 萬人，仍在增長中。

以客戶方面來說，截至 2012/12/31 止目前已開戶客戶數為 140 萬戶，去年清理無效客戶（休眠客戶）後，有效客戶約為 72 萬戶，其中法人戶約 2 萬戶，自然人約 70 萬戶。保證金為 1,800 億元人民幣，至 2013 年目前已達 2100 億人民幣。成交額為 171 兆(單邊)，雙邊則為 342 兆元人民幣。2013 年 1-8 月為 185 兆，已超過去年，其中股指期貨 98 兆，約占 52.79%。

以期貨公司收入來說，2012 年 162 家期貨公司總收入 123 億，利潤 46 億，淨利為 35 億；主要收入為利息、交易所反佣及佣金，各約三分之一。交易所收入較期貨公司為多，約為 2:1，若交易所能減收佣金則期貨公司可提高收入。

以監理體系來說，證監會與臺灣差不多，另有期貨保證金監控中心(4 交易所為股東)主要工作為風險監控可以做到提前預警，亦有其他國家前來觀摩，自從中心設立後便沒有客戶違約情事發生。

總體而言，金融期貨時代來臨，股指期貨的上市算是代表一個新的里程碑，未來也將推出期貨選擇權，再加上利率市場化、人民幣國際化下，期貨市場發展仍有無限可能。商品期貨目前應為全球第二大商品期貨市場，以商品期貨市場而言需求仍未得到滿足且現在現貨企業約 26 萬家，進入市場者所佔交易範圍不大，機構投資者的引入仍有很大空間。

## 3. 問題與答覆

問題一：有關客戶保證金部份在臺灣來說是分離帳戶，但是外國期貨商在台進行複委託交易，此時客保金便不是分離帳戶機制，以新加坡曼式而言便產生相關無法假扣押的問題，請問大陸的保證金監控中心於此行為下能否有採取相關措施及解決之道？

答覆一：曼氏發生時大陸有五家期貨公司也有一定損失，目前沒有太

好的解決方法，保證金監控中心也只針對國內地區做監管方式。曼式因為資金已匯出國內，仍須要依當地國家法律而定。

問題二：以臺灣而言，期貨交易中自營商比重約為 2-3 成，有關大陸金融交易所股指期貨部份機構法人投資比重約為 2%，是否可以得知自營商比重為何？大陸即將推行股指選擇權，以現行期貨交易的限制，是否會因為開放選擇權而讓進入門檻 (50 萬人民幣) 降低，以增進交易量？

答覆二：目前以券商為主，基金已可開戶，未來仍有很大空間，私募基金可能以個人名義開戶，實際上數字可能大於 2%；股指選擇權開放的思維並不會希望參與的人特別多，不會像韓國一樣希望散戶進來，加上市場並未成熟，散戶也不成熟，市場並不希望客戶數很多，太多有可能市場變成災難，主要還是機構投資人與有錢人為主。希望還是讓適合做期貨的人引進即可。

## (六) 全國社保基金理事會

### 1. 機構簡介

全國社會保障基金理事會是負責管理全國社會保障基金機構(以下簡稱社保基金)，是經國務院批准成立的，2000 年 9 月成立至今 13 年。

社保基金是國家把企業職工的養老保險費中的一部分資金交給專業的機構管理，運作原則是在保障基金資產安全性、流動性的前提之下實現基金資產增值。社保基金資產獨立於理事會、社保基金投資管理人、社保基金託管人的資產，並由大陸財政部會同勞動與社會保障部擬訂社保基金管理運作的有關政策，對社保基金的投資運作和託管情況進行監督。

### 2. 簡報內容摘要

社保基金目前為境內人民幣股權私募基金投資主力，市場機構投資人因此特別關注社保基金的整個動向，可說是以社保基金為馬首是瞻。社保基金成立至今已 13 年頭，目前已有與臺灣中國人壽保險公司合作，共同在投資大陸建信人壽，並就下列幾點說明。

#### (1) 人民幣基金發展背景狀況

自 2000 年左右至今 13 年，推動人民幣基金發展主要有兩股推動力，一為當時推動創業板，二是國外企業希望透過國內有管理能力和投資能力的機構來分享中國長期持續健康發展的成果利益。

#### (2) 基金市場主流由美元基金轉為人民幣基金演變

人民幣基金成為主流主因 2007 年國務院批准社保基金可以投資國內股權私募基金，從而支持了人民幣基金市場發展。另外，國內股

權私募基金管理人過去 10 年投資主體以 IPO 為主流，因國內一級市場到二級市場後價差較大，經由 IPO 可以獲得較大投資回報率，時間亦不需太久可短進短出，期間僅需 2 至 3 年不等。其以成長性觀念來投資，國內企業成長相較歐美等地來的更好，可以獲得更高的營利機會，也有更多的投資標的來做選擇。

### (3) 股權私募發展

早期是以國外機構投資人為主體，現在則以國內投資機構為主體，包括了社保基金、保險基金、國有企業、私有企業以及富有家族。2007-2011 年期間，保險公司對股權私募基金的投資較為謹慎，主要是受到保險監管部門的限制，而由於保險新政的實施，未來保險公司對股權私募投資的力度、方式及範圍將有更大的改善。近一年股權私募基金有明顯降溫，2013 年新募集 70 檔基金，總金額為 62 億美元，自 2011 年來逐年減少，但在房地產基金與夾層基金部分則有明顯成長，其中夾層基金投報率可達 20%-30%。

### (4) 社保基金股權投資狀況

社保基金目前可投資規模為 1 萬 1 千億，按照 5、3、2 投資比例分配原則，分別投資在固定收益、二級市場、股權資產。依照 2008 年規定，社保基金有 1 成比例即 1,100 億資金可投資於股權私募基金，目前已實際出資金額為 160 億元，仍有很大成長空間。

### (5) 社保基金如何選擇委託管理人

- A. 考核資產配置度
- B. 考核投資策略
- C. 評估管理人及其團隊過去歷史業績，希望未來是否有較好回報
- D. 評估管理人的經營激勵機制
- E. 評估管理人團隊的專業性
- F. 團隊穩定性及磨合度

## 3. 問題與答覆

問題一：未來社保基金投資比例是否會繼續增加？

答覆一：目前股權基金可投資金額為 1,100 億，且每年會再增加 100~200 億，照現行以出資金額 160 億來看還有很大空間，只要有好的標地，就資產配置角度及投資角度還是會考慮提高比例。

問題二：如何評估估值？

答覆二：就投資項目如為已上市，即按其在二級市場公允價值打 9 至 8 折，如為未上市即按其是否有融資行為，如有即按融資價格給予公允估值，如未有融資便就成本給予估值。另亦會從股權基金按期提供之季報、半年報以及年報來檢視。

問題三：投資股權私募基金產業為何？

答覆三：在價值投資與長期投資理念下，社保基金會關注產業是否與國產政策相契合。

#### (七) 北京股權投資發展管理有限公司

##### 1. 機構簡介

北京股權投資發展管理有限公司是2011年4月摩根大通與國管中心的專屬合資公司，該合資公司管理著一支人民幣私募股權投資基金，向中國大陸境內投資人募集，同時管理著一支擁有 QFLP 額度的美元直接投資基金，向境外投資人募資。

##### 2. 簡報內容摘要

(1)北京國有資本經營管理中心(簡稱國管中心)成立於2008年12月，是經北京市人民政府批准設立的國有獨資大型投資控股公司，目前管理資產總額達1.34萬億元人民幣，營收達人民幣5,536億元，旗下擁有18家大型企業集團，產業板塊涵蓋鋼鐵、汽車、製造、電子、醫藥、食品、消費品、房地產、基礎設施及金融服務。

##### (2)發展背景與狀況

- A. 中國大陸一直是亞洲發展最快的經濟體，GDP 仍在7%之上。
- B. 消費增長一直是中國增長的強大引擎。
- C. 中國大陸居民消費向非必需品消費轉移。
- D. 中國大陸富裕消費者數量不斷增加，有意願為高質量產品支付溢價。
- E. 中國大陸私募股權投資為投資者提供了進入高增長行業的渠道。
- F. 中國大陸依然是亞洲最活躍的私募股權投資市場。

##### 3. 問題與答覆

問題一：未來既有的國有企業皆在私募股權進入改造並經 IPO 後退出，未來的目標為何？

答覆一：目前尚屬初期發展企業非常多還在慢慢進行中，故尚未思考這樣的狀況。

#### (八) 中國保險監督管理委員會

##### 1. 機構簡介

中國保險監督管理委員會（簡稱中國保監會）成立於1998年11月18日，是國務院直屬事業單位。根據國務院授權履行行政管理職能，依照法律、法規統一監督管理全國保險市場，維護保險業的合法、穩健運行。2003年，國務院決定，將中國保監會由國務院直屬副部級事業單位改為國務院直屬正部級事業單位，並相應增加職能部門、派出機構和人員編制。中國保險監督管理委員會內設16個職能機構和3個事業單位，並在全國各省、自治區、直轄市、計畫單列市設有36

個保監局，在蘇州、煙臺、汕頭、溫州、唐山市設有 5 個保監分局。

## 2. 簡報內容摘要

會議開始由保發中心梁正德副總，針對臺灣保險市場概況進行介紹，摘錄如下：截至臺灣 2013 年 6 月底總保費收入為新臺幣 12,822 億，相較去年同期約略衰退 3.3%，由於臺灣壽險保費收入約占整體保費收入 95%，因此整體壽險保費收入亦約衰退 3.6%，主要來自於新契約保費衰退 21%，另一因素為 2012 基期較高及商品結構之調整，在壽險可運用資金部分自 2008 年約 8 萬個億新臺幣的水準至增加到今年 6 月份約為 13.8 萬億，每年成長約 12.9%，保險業資產占臺灣整體金融資產約 28%，主要投資工具為公債，但因臺灣債券市場不大，自 2008 年從 24.4% 下滑至 2013 年 6 月為 17.6%，股票有增加，以選擇類似債券的投資，股價波動比較小可配發股息作為固定資產收益之穩健股票為主；不動產部分於法規要求以即時利用且有收益，年化收益率 2 年期定存加 1.5 碼，海外投資比率最高，因國內投資標的有限且資金大幅增加，開放提高海外投資比例(20%→45%)時同步要求保險公司風險管理及償付能力，因海外投資占比較高(約占 41%)，因此對於外匯避險的需求增加，約 80% 以投資固定收益資產為主。

政治大學風險管理與保險學系謝明華教授指出，因臺灣投資標的不多因此對於海外投資相當依賴，約為 5 萬 600 億的資金部位，長期而言保險公司避險成本增加，因此以提存準備金的方式來進行匯率風險避險，目前約有 280 億的資金進行外匯準備金的避險，而各保險公司採取避險策略不同，舉例國泰人壽約 70 億、南山人壽約 50 億、富邦人壽約 10 億，各保險公司可依其投資部位需求，進行準備金提存。

中國保險監督管理委員會黃洪主席指出臺灣於保險市場發展較早，因此許多保險監理經驗及市場狀況可作為大陸保險市場之借鏡，進行學習及事前風險的防範，舉例如下：

- (1) 早期臺灣保險業如國泰人壽以經營不動產作為投資主力，目前大陸也面臨到類似的情況，如大陸保險業資金進入不動產市場其經營規模應為多少才為適當，相信許多監理的經驗可供中國大陸學習。
- (2) 保險業發展初期，為提升保險公司產品競爭力(保證利率高)因此提供給客戶許多保障及投資理財之承諾，在這個情況下資金運用扮演重要角色，然為達到履行保險契約之承諾，進行高槓桿投資引發增加保險公司的投資風險。
- (3) 因利率下降造成利差損的問題，如日本不動產投資的泡沫化。
- (4) 道德風險的預防，保險業資金為集合社會大眾，經理人可能因利益輸送或其他因素進而產生道德風險。
- (5) 外匯準備金之提存，因目前中國大陸大部分仍為內需市場，投資以國內為主，因此尚無該部份需求，但長遠若進入國際化及風險分散，因

有該部份的需求，可作為借鏡。

國泰人壽鄧崇儀副總經理說明，國泰人壽於臺灣規模及投資部位較大，因此對於投資部門壓力也較高，過程也學習相當多的經驗，可提供大陸保險市場作為參考，未來更進一步可進行投資團隊的交流及共同合作。

### 3. 問題與答覆

問題一：大陸保險市場對於另類投資(包含不動產)，是否有具體相關規範及監理方式？

答覆一：中國保監會曾主任:大陸另類投資發展較快之因素乃因原先大陸保險市場未開放近期才開放，其六大陸金融機構有協議存款制度，銀行市場通路將資金回存至協議存款產生利差獲利，因此須檢討此制度。為解決上述問題因此進行開放另類投資，針對另類清單目前尚在研議是否須要總量的限制或比例限制及提存準備金。

問題二：針對臺灣保險市場投資經驗是否可作為大陸借鏡之處？

答覆二：國泰人壽鄧崇儀副總經理答覆，最主要來自於同業的競爭，雖然風險不會立即產生，但於績效上即會產生劣勢，主要經驗來自於 2008 年的例子，因同業競爭進而投資部份高風險之資產，因此同業競爭於監管機關須多加注意。其二為市占率風險，因市場占有率的競爭，而導致保險業資金運用去化的問題。

大陸保監會答覆，同業競爭的情況在大陸保險市場仍是存在的問題，目前銀行保險通路仍有競價，並且挾帶通路優勢要求保險業回存資金的情況產生，目前尚無解決此問題之方法。

問題三：大陸是否有讓壽險業長期資金投入基礎建設之計劃及發展？

答覆三：中國保監會答覆，目前針對該部分亦相當支持，包括保險業資金進入高鐵、石油、城市地鐵、高速公路等建設，目前該部份歸類於另類投資。

## (九) 泰康人壽資產管理

### 1. 機構簡介

泰康人壽保險股份有限公司為 1996 年 8 月 22 日經中國人民銀行總行批准成立的全國性、股份制人壽保險公司，以人壽保險為核心，擁有企業年金、資產管理、養老社區和健康保險等全產業鏈壽險服務的全國性大型保險公司。

截至 2012 年，泰康人壽總資產超 4,100 億元，淨資產近 210 億人

人民幣(以下同)，在全國設立了北京、上海、湖北、山東、廣東等 35 家分公司，各級機構超 4,200 家，構建起完整的服務網路為客戶提供及時和周到的服務，累計為 2,776 萬個人客戶和 25 萬機構客戶提供過服務，累計理賠客戶 927 萬人次，累計理賠金額 99 億元。泰康人壽旗下擁有泰康資產管理有限責任公司、泰康養老保險股份有限公司和泰康之家投資有限公司。

泰康資產是中國大陸資本市場大型機構投資者之一，受託資產管理總規模超過 4,600 億元，綜合投資收益率居於行業前列。2012 年，泰康人壽和泰康資產分別通過“保監會不動產投資能力和投資計畫產品創新能力備案”，成為《保險資金投資不動產暫行辦法》實施以來，行業內第一批取得不動產直接投資、不動產金融產品設立與發行雙重資格的保險集團化公司。

## 2. 會議內容摘要

泰康資產另類投資王總監世偉指出，目前大陸另類投資市場約 8 萬 5 千億左右，70%~80%投資於固定收益領域，包括存款、國債、企業債、不動產投資、基礎建設(高速公路、水廠、電廠)、股權基金、私募股權基金等..由早期存款、國債等投資工具至 06 年開始開放另類投資，至去年大幅開放另類資產投資比例調高至 50%(原僅可投資 6%)，並且開放信託計畫，解除行業之限制，過去 6 年投資約 2,000 億元但近期因政策開放近半年投資比例亦有 2,000 億元的水準，預計未來提升至 1~2 萬億，過去投資收益率約 4%~5%，目前保單成本約落在 4.5%(不含保險公司行政成本)，收益率已提高至 6%~7%，於不動產投資收益率約可達 7%~8%之收益，改善了保險公司經營的績效，泰康於投資領域在大陸領先業界，於基礎建設前三大投資案皆由泰康進行投入，並且針對風險控管亦相關嚴格，在風險控管的情況下，進行創新的投資。於產品設計亦與金融機構合作，過去保險資產管理公司採設計產品後，再將募集的資金提供給企業，目前開放後積極與國內信託公司、券商、租賃公司等進行合作，在風險控管的前提下，獲取更高的收益。

泰康人壽資產管理不動產投資中心李偉指出，中國不動產市場是比較特殊的市場，因不動產與國內的宏觀經濟有連動關係，不動產對於民間而言，除投資外亦是資金儲蓄工具，近 10 年保險業對於不動產投資是有所落後的，其原因是：

- (1)基於整體宏觀經濟對於不動產的考量，政府想讓較成熟市場機構進行不動產的投資，因此近兩年才較為開放。
- (2)不動產行業波動性的考量，其風險比較高，因為市場參與者大多為民營企業(非國家主導的企業)，雖近幾年房地產市場是穩健成長，但中間仍有遇到房地產修正的時候，仍有波動的風險。隨著政策的開放及

不動產的市場成熟，早期保險業投資不動產以自用為限，在 2010 年後監理機關針對保險業不動產投資有所放寬，泰康在 2011 年年初進行不動產投資部門的成立及研究，主要是要教育客戶保險業是可進行不動產的投資，以及保險業投資不動產與其他金融機構之差異，其優勢有三點：

- A. 保險業於不動產投資採較保守的態度，因此風險控管較為嚴格。
- B. 因保險業資金部位大，因此對於促進市場活絡有所助益，對於保險公司經營而言需要長期資金的運用，與投資不動產之特性相當匹配，因部分不動產產業慢慢轉型長期持有物業，採取以追求固定收益為主，與保險公司長期資金運用投資目標一致。
- C. 保險業資金融資成本較為合理，保險業資金相較保守，相較投資基金要求的報酬較高，因此風險亦較高，在過程中遇到許多客戶的支持。其合作方式可以股權、債權或股債權混合方式與客戶進行不動產投資之合作。

不動產投資之重點有三點，首先要注重合規性，所有投資須注意是否符合相關法令規範；第二為風險控管的機制；第三為收益性，相較其他投資項目，不動產的投資收益仍略高於其他基礎建設之投資，因此對於收益性有所助益。不動產投資目前仍處在初期發展市場，因此仍存在許多風險，在這部分需要許多研究及同業之交流，未來仍有許多需要學習的部分。

泰康人壽資產管理不動產投資中心毛娟指出，近期已完成一個「電力債權投資計畫廠」投資受益人為國泰人壽，在這塊領域泰康資產管理雖為大陸業界領先，但未來仍希望能與更多同業進行合作及交流。

### 3. 問題與答覆

問題一：基礎建設的工具為放款或債券或基金？其比例為何？基礎建設水廠、電廠證券化後的的現金流量之穩定？

答覆一：保險業的資產管理公司是以債權或股權投資的工具，進行基礎建設資金的投入及發行。資產管理公司除管理本身的資產外，尚可管理其他公司(證券、銀行)的資產，進行另類投資領域的投資，利用信託原理進行投資。資產證券化亦是廣義的概念，目前以基礎建設亦是資產證券化的運用，但真正資產證券化尚須執行資產隔離的措施，但目前保險及銀行尚無法達到資產隔離的方法，僅有少部分信託公司的資產或標的可進行資產隔離。資產證券化目前稅賦的條件尚未健全，且保證機制會影響產品的收益性，因此目前操作僅以資產管理公司進行證券化股債權的資產管理。

問題二：基礎建設投資是在開發階段或是營運階段，此兩階段收益

性何者較佳？不動產投資與前述的基礎建設何者收益性較佳？

答覆二：目前基礎建設投資項目主要為電廠、高速公路、鐵路，投資狀況包括已經建設中或規劃中的，舉例來說，如要進行融資予高速公路之建設公司，主要評估建設公司的營運狀況、綜合實力及其信用，而非基礎建設資產本身價值或經營狀況。另外，相較於不動產投資，基礎建設股權投資的收益預期仍相對較高。

問題三：交通及能源基礎建設的回報，及相關出場機制是否健全，透過債權或股權投資在稅賦上是否有所差異？

答覆三：交通建設如高速公路及鐵路，能源例如電廠，總收益率約7%~8%，但收益性仍視地理位置有所不同。退出機制除私募基金外，目前尚無退出機制，就算企業投入後要退出其流動性亦不好，因此退出機制較不健全。稅負上於信託機制下是無其他稅賦的，如非信託基金有可能產生相關稅賦。

問題四：針對目前國外不動產投資的狀況為何？

答覆四：目前主要仍以國內不動產投資為主，因對國外不動產市場較不熟悉，因此目前國外投資部分，仍以證券化的不動產投資為主，以降低投資風險。

#### (十) 全國中小企業股份轉讓系統有限責任公司

##### 1. 機構簡介

2013年1月16日，全國中小企業股份轉讓系統正式揭牌運營，全國中小企業股份轉讓系統是經國務院批准設立的全國性證券交易場所，全國中小企業股份轉讓系統有限責任公司為其運營管理機構。2012年9月20日，公司在國家工商總局註冊成立，註冊資本30億元。從2006年1月中關村科技園區非上市股份有限公司股份報價轉讓試點工作啟動，到2012年底全國股份轉讓系統掛牌公司已達200家，其中北京中關村175家，天津濱海7家，上海張江8家，武漢東湖10家。掛牌公司總股本為55.27億股，年度交易量為1,145.5萬股，成交金額為5.84億元。掛牌公司中，具有高新技術企業資格的占90%。43家掛牌公司完成52次定向增資，累計募集資金22.82億元，平均增資市盈率22倍。

##### 2. 簡報內容摘要

全國中小企業股份轉讓系統有限責任公司現況

###### (1) 中小企業掛牌平台

三板市場起源於2001年「股權代辦轉讓系統」，最早承接兩網公

司和退市公司，稱為「舊三板」。2006年，中關村科技園區非上市股份公司進入代辦轉讓系統進行股份報價轉讓，稱為「新三板」。全國中小企業股份轉讓系統有限責任公司具有門檻低、審核速度快、融資成本低的特點使得「新三板」成為眾多中小型創新創業企業進入資本市場快速發展更加便捷的通道。

### (2) 擴增中小企業融資管道

從企業准入條件來說，只要券商能證明這個企業規範經營，有持續經營能力，理論上，證監會和全國中小企業公司就不會拒絕其掛牌，進入門檻相較主板的審核制低得多。此外，企業可以通過新三板的定向發行功能高效便捷地進行股權和債券融資，還可以通過新三板併購重組等功能借助資本市場發展壯大，根據企業自身需求靈活進行融資安排。在新三板申請掛牌的企業可以同時進行定向增發融資，且企業可在《公開轉讓說明書》中寫明融資要求後再去尋找投資人，即使找不到投資人也不會影響掛牌，如此一來，企業可以縮短流程、節約時間，且制度掌握很靈活。

### 3. 問題與答覆

問題一：公司若於新三板掛牌時，其訊息揭露為何？

答覆一：公司均需批露年報及半年報，其揭露與上市公司的規範相同。

問題二：目前發行公司均以上交所或深交所為掛牌市場，未來新三板市場會受到排擠嗎？

答覆二：目前推薦券商在推薦發行公司多以上海及深圳交易所做為掛牌主，惟諸多公司要在上交所或深交所掛牌，法規限制較為嚴苛，故推動新三板可以讓更多發行公司多一個選擇，全國中小企業股份轉讓系統的掛牌條件，不受股東所有制性質的限制，不限於高新技術企業，應當符合下列條件：1. 依法設立且存續滿兩年。2. 業務明確，具有持續經營能力。3. 公司治理機制健全，合法規範經營。4. 股權明晰，股票發行和轉讓行為合法合規。5. 主辦券商推薦並持續督導。6. 全國股份轉讓系統公司要求的其他條件。

與我國主板、中小企業板、創業板的上市條件相較，全國股份轉讓系統掛牌條件不設財務指標要求，門檻較低，幾乎所有依法設立並有效存續的境內股份有限公司包括民營企業、國有企業和外資企業均可申請掛牌，對國有或外資持股比例、股東背景也無特殊要求，可使發行公司更容易掛牌，故企業亦可視自身條件選擇市場掛牌交易。

## 參、研習及參訪心得建議

經過 20 餘年的發展，大陸資本市場已是全球最大的新興金融市場，在全球金融體系之重要性日益提升。今年，為實踐中央對於資本市場改革定位，刻正盡全力加強市場監管、維護資訊公開及投資者合法權益等計畫，各層次監管單位及業者無不朝此方向前進；再者，兩岸保險業就經營重點、投資內容及面臨挑戰進行充分交流，臺灣業者並分享國外投資時因應匯率風險之作為，共同促進兩岸保險業的健全經營及維護市場穩定發展。以下謹報告本次研習參訪之心得建議：

### 一、因應金融市場發展，積極開發新商品、鼓勵法人入市以優化參與結構，朝市場自由化及多層次資本市場邁進。

創造資本流動，使資金供需暢通是交易所重要職責，大陸主版上海證券交易所規劃提供如黃金 ETF 等交易商品，且將加快推出個股期貨選擇權，使資本市場更具價格發現功能，進而得以平穩個股價格，減緩資本市場受資金流動性影響之波動，恐也傷及經濟長期發展。另外，倡導掛牌公司分紅予股東，則是現階段因應國際投資，全球各主要交易所勸導之新機制，能使股東真實具體分享到公司經營乃至於經濟成長的果實，有助壯大資本市場的長期發展。

在提供避險功能方面，中國金融期貨交易所繼推出滬深 300 指數期貨之後，近期再完成 5 年國債期貨成功上市，為發展具深度容量的人民幣債券市場先行提供避險管道，有利於建立市場化的定價基準，完善國債發行體制，為風險管理提供重要工具，未來仍將積極提供利率、權益類衍生品，為投資人提供套利保值管道，從而加惠人民幣國際化進程。再者，為優化參與結構，鼓勵持有國債比重最大的銀行或保險業參與市場，配合逐步朝自由開放之金融市場，穩步推動資本市場發展。

### 二、資本市場支援上海自由貿易試驗區的措施，及兩岸金融業應有的長遠佈局規劃。

中國證券監督管理委員會對上海自貿區的部署，將深化資本市場發展，擴大對外開放，加大區域內提供的金融支援功能及深度。具體而言，已有計畫的同意上海期貨交易所籌建上海國際能源交易中心，將推出國際原油期貨的平台，未來亦將引進境外參與者，以擴大中國期貨開放程度；另外，自貿區內將提供符合條件的單位或個人依規定雙向投資境內外期貨市場，區內金融機構和企業可進入上海的證券或期貨交易所進行投資，在區內就業且符合一定條件的個人，可在區內開立非居民個人境內投資專戶，及允許區內金融機構和企業投資境內證券期貨業務，以上規劃皆有為證券期貨業全面開放外資參與預為試驗，並對金融開放後監管預作準備。

又，區域內境外母公司可發行人民幣債券，試驗在區域內推行國際金融資產交易，有引導企業在境內外發行人民幣債券，為未來與境外資金雙向流動的目的。由於改革開放的腳步應循序漸進，若上海自貿區金融業務試驗成果良好，有機會複製相同型態數個自貿區加入實驗，則大陸各項金融業務開放將能穩健加速，有助於全球資本市場長遠發展。

至於我國已於今年開放之證券商辦理國際證券業務，目前證券商正積極爭取境外法人商機，如承銷點心債等，政府亦預期將能引回台商在海外資金，擴大國際證券業務，厚植我國成為區域資產管理中心實力。另外，持續推動兩岸證券期貨業者往來，雙方主管機關共同建立監理合作平台，協助兩岸資本市場資金雙向自由流通，配合業者良好之風險管理機制及內部控制制度，在法規有條件鬆綁下，提高證券期貨業營運綜效，避免邊陲化於大者恆大之國際資本市場洪流中。

三、建構多層次資本市場平台，推動中小企業股份轉讓系統，利於微型企業參與資本市場運作免受大型企業排擠，並有利私募基金計畫性退市，重新注資於下一代新興產業。

有別於掛牌企業屬高資本之上海及深圳等主板交易所，又稱新三板的中小企業股份轉讓系統，具有進入門檻低、審核快速及融資成本低的優點，自發展以來，已成為眾多微創企業進入資本市場的快速通道，為今年大陸資本市場推行重點項目。由於主板、中小板及創業板交易市場近幾年屢受 IPO 上市後籌碼瞬間供應過剩影響，且全球經濟處修復期，大陸同時面臨轉型發展學習期，資本市場欠缺資金挹注情形下，使籌碼流動性逐次降低，雖然政策當局考量市場容納量控制審批進度，惟此舉反而嚴重影響扶植產業發展之私募基金退場；再者，大陸經濟正處於由外轉內之轉型階段，既有資本密集產業之調整仍需配合全球經濟復甦速度，而新崛起之小資本微創內需產業則因營運週期淺短，在強調貸放對象營運週期穩定的銀行體系內融資不易，爰為支持產業發展及經濟轉型順利，故今年政策大力推行中小企業股份轉讓系統。

在臺灣，亦有推動創櫃板之計畫互相呼應，目前，除現有定位為適合已公開發行中小企業及新興產業掛牌之上櫃股票，及作為上市櫃股票預備市場之興櫃股票市場外，金管會已委請櫃買中心規劃「創意集資資訊揭露專區」，預計今年底完成創櫃板，以協助微創新型企業成長茁壯，厚植未來經濟發展，並利於國家產業長遠發展。

四、在主管機關高度監管下，提升運用收益是兩岸保險業者共同面臨的最大挑戰，除增加權益及另類投資外，赴海外投資應審視匯兌風險，臺灣保險業國外投資比例日益提高，因應匯率變動風險，經主管機關核准之外匯變動

準備金可提供收益保護。

保險以人為本，安定社會，當保險業者內部控制與法令遵循成為組織文化，監理則可回歸公司治理及自律規範為主之監理模式。保險資金之運用，基於經營風險事業應受高度監管，兩岸目前運用皆謹慎，固定收益項目匹配負債管理，仍為運用主要項目，惟對於提升整體運用收益幫助有限，為此，大陸社保基金及壽險業者分享投資不動產經驗，而臺灣壽險業者則提供海外投資經驗。

不動產投資而言，在政策引導下，配合大陸蓬勃發展之建設開發，近年皆有相對佳的回報，對於資金流入遠大於流出的階段，大陸保險業者實無需考量諸如此類長期投資退市難度問題，惟收益偏高之資產項目到期後，如何因應人口結構老齡化，保險滲透度及保費收入可能縮減的細部變化，以及經濟成長趨近中度成長的前題下，運用收益如何保持等宏觀未來，加以時間轉折迫近與否，在在考驗保險業者經營能力，則不動產因占 RBC 係數較低，亦可提供穩定回報及長期增值效益，不失為金融亂世當今保值項目；另，臺灣保發中心建議「由利潤最大化之投資模式轉變為提供合理報酬之永續經營」理念，足可供業界深思，才能使保險業透過專業投資及充分財務規畫能力，對社會創造永續貢獻。

驅動大陸過去 10 年不動產牛市的因素評估仍未消失，新型城鎮化建設是本屆習李政府倡導的經濟成長動能，與銀行信貸資金相比，壽險資金在運用存續期間的要求，更適於城鎮長期發展規畫下之基礎建設或類貸款資金之泛不動產投資，此類投資目前缺乏次級市場，未來視計畫到期後展延情形，或存續期間內藉由證券化債務商品提前退市活絡資金運用，對保險業或金融體系而言皆是挑戰。臺灣壽險業早期亦以經營不動產為投資主力，今年，配合行政院「振興景氣措施」，積極推動引導保險業資金投入公共建設，期望在現行法規限制下，建立適合保險業參與促參案的運作模式，使保險業資金運用管道多元並獲得長期穩定收益，而政府得以引進民間資金參與重大工程建設，期能創造雙方共贏策略，共享經濟發展果實，惟在保險業逐步增加國外投資獲取較佳收益的此時，國內長期偏低之固定收益報酬率能否吸引資金進入，仍不無疑慮，如何謀求最佳共識仍待仔細商議。

大陸因仍處經濟平穩成長期間，保險業資金運用主要仍仰賴國內固定收益項目，海外投資比重較小，與國內壽險業者仰賴國外投資提升收益的情形不同。又，依 RBC 係數配置，股票波動性過大，可能侵蝕自有資本，兩岸保險業皆不過度配置本項目，若有配置，亦以配息股票為核心持股且比重高，至於海外投資，因資產池大且標的多元風險分散，國內壽險業投資比重正逐年增加。至於海外投資匯兌風險，除多幣別投資形成匯率風險互抵的自然幣別配置外，部分匯兌風險則以從事避險為目的的衍生品及建立外匯價格變動準備金因應，依 6 月底資料，整體壽險業已累積準備金新

台幣 280 億元，提供緩和投資損益波動風險。

綜上，大陸資本市場朝國際級市場邁進乃必然趨勢，市場自由化呼聲日高，除了以即將施行的上海自貿區作為試驗境內外資金雙流區域外，境內各交易平台刻正積極建構完整產品線，目的事業主管機關亦加強培育金融監理能力，並適度鬆綁相關規範，俾能接軌國際。強大且自由的資本市場乃是產業發展興衰與否的堅強後盾，大陸目前各項金融管制仍多，處計畫性開放階段，與自由化境界尚有距離，且中央機關、地方政府對於落實國家主要政策具有各自發展空間，多重建置的交易平台很可能對資本產生排擠效應，衡平自由經濟與政策扶植兩造勢力乃值得深思課題。

本行受託辦理政府基金運用業務，與國內含壽險業在內的資金管理業者相仿，主管機關或是受益人對於提升收益率的要求無不間斷，在國內對於投資人民幣資產的法規及環境具備後，刻不容緩應了解大陸經濟乃至金融市場運作發展。本次研習除近距離觀察大陸官方、半官方或民間企業在金融體系扮演角色及業務推展重點外，更難得能與大陸社保基金對話請益，深刻了解其協助金融體系發展與龐大資金運用實務，又，數家市值排前或業界翹楚保險業者分享投資不動產經驗，並有臺灣壽險業者交流資金運用演進過程，收獲良多，對於穩健經營政府基金投資業務多所助益。