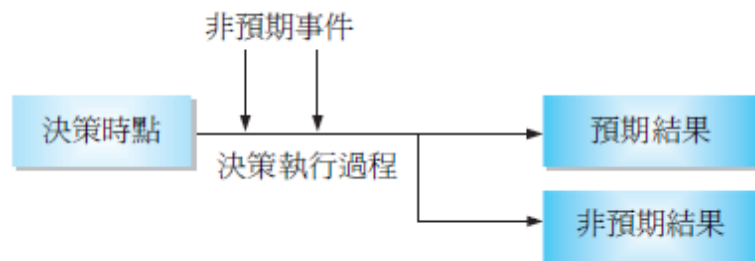


4.2.1 風險的意義與種類

人們做任何事之前，都會對未來的結果產生預期，進行投資理財也不例外，但未來所會發生的事情是無法完全掌握的，當實際的情況與預期不同時，其最後的結果往往也會不如預期。這種因非預期事件對結果產生的衝擊，即稱為風險(Risk)，如圖 4-3 所示。換言之，在投資期間裡，當實際報酬率與預期報酬率間產生差異的可能性愈高時，代表風險愈大；反之則愈小。

圖 4-3 風險對投資決策的影響



圖解：投資人進行決策之前，會依據所有可預期的資訊產生預期的結果。但若有非預期事件發生，則實際的結果將與先前預期的結果有所差異，而產生差異的可能性愈高，代表風險愈高。

讀者或許會問：導致實際報酬率與預期報酬率間產生差異的風險來自何處？風險來源的種類繁多，而且每種金融工具所須面對的風險也不盡相同，因此，在評估投資風險之前，應先瞭解各種風險的來源，才不致本末倒置。從事投資活動的風險來源主要包括市場風險、利率風險、匯率風險、通貨膨脹風險、信用風險、營運風險、流動性風險等。茲分述如下：

1. 市場風險

市場風險(Market Risk)來自於足以影響金融市場中所有資產或金融工具報酬的非預期事件，其衝擊是屬於全面性的，主要包括經濟成長、利率、匯率與物價的波動或政治因素的干擾等。當市場風險發生時，所有資產或金融工具均會受到影響，只是受影響的程度不同而已。此外有些市場風險因素的影響範圍是全球性的，有些則只會影響單一國家或區域的市場。例如，1929 年美國發生經濟大恐慌時所引發的經濟危機、1970 年代的石油危機、1998 年亞洲金融風暴、2001 年美國 911 恐怖事件、2008 年全球金融危機、2010~2011 年歐洲主權債務危機、

2020 年新冠肺炎疫情全球大流行、2022 年俄烏戰爭、2025 年川普關稅戰等，皆使全球金融市場受到波及。由於市場風險會對所有資產或金融工具造成全面性的影響，因此，不管投資人持有何種資產或如何多角化投資，都無法分散此種風險，故市場風險又稱為不可分散風險(Undiversifiable Risk)或系統風險(Systematic Risk)。有關系統風險的衡量方式，將留待 4.2.2 節探討。

投資頻道

黑天鵝、灰犀牛、綠天鵝

在實務上我們常聽到「黑天鵝」(Black Swan)、「灰犀牛」(Gray Rhino)、「綠天鵝」(Green Swan)等名詞，這些名詞其實都有市場風險的概念。「黑天鵝」常指發生機率低、易被忽略的風險事件，具有不可預測、衝擊大以及後見之明等特性；「灰犀牛」則是指顯而易見卻被視而不見的風險事件，事件一旦爆發將造成巨大的威脅；「綠天鵝」則是指氣候變遷風險。以新冠肺炎疫情為例，有人將疫情爆發視為一場典型的黑天鵝事件，但也有人認為新冠肺炎疫情是灰犀牛事件，因為早在 2019 年底在中國武漢就發現了新冠病毒的蹤跡，但那時並沒有引起市場的重視，直到 2020 年第一季疫情陸續蔓延到全球各地，中國實施封城措施，市場才開始驚覺到疫情的嚴重性，後來便釀成全球性股災。姑且不論是黑天鵝或灰犀牛，新冠肺炎疫情絕對是史無前例的市場風險事件。2025 年川普所發動的關稅戰也是灰犀牛升級為黑天鵝的重大利空事件，當時也造成全球性股災，詳細內容可見本章之投資新視野專欄。

投資新視野

川普關稅戰

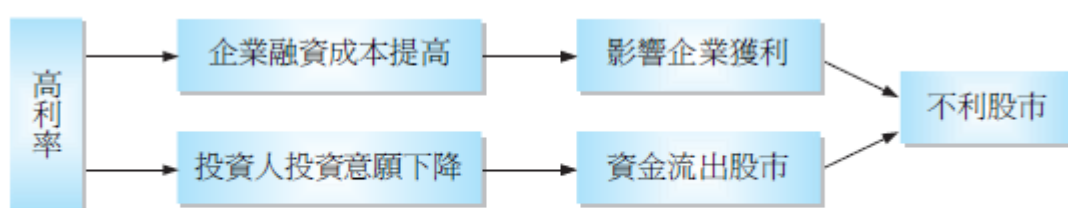
川普在第一任期曾在 2018 年針對中國大陸發動一波貿易戰及科技戰，2025 年重返白宮之後再度啟動關稅戰，揮舞著關稅大棒要使美國再次偉大，這次加徵關稅的對象除了中國大陸外，還包括加拿大、墨西哥等國，並對全球加徵 10%的基準關稅，對貿易逆差國實施「對等關稅」(Reciprocal Tariff)政策，影響層面更廣。由於川普提出的對等關稅稅率遠高於市場預期，恐讓全球經濟陷入停滯性通貨膨脹的惡夢，此一訊息公布後立即引發全球股市恐慌性殺盤，台股反映關稅戰首日即無量崩跌，狂瀉 2065 點，跌幅 9.7%，創台股史上最大跌點及跌幅紀錄，三天就跌掉了近 4000 點。除股市外，美國公債市場也出現拋售潮，公債殖利率大幅彈升，這也讓川普的態度稍微軟化，宣布暫停實施對等關稅 90 天，使各國獲得喘息機會，並與美國談判。在美國實施對等關稅時，中國大陸態度強硬，美、中雙方互加關稅，美國將中國大陸的關稅加徵到 145%的水準，中國也將美國的關稅加到 84%，使川普關稅戰再度回到中美對峙

的局面，這也讓市場擔憂未來全球經濟將朝兩極化發展，使世界面臨更多的不確定性。姑且不論川普關稅戰的終局發展如何，全球供應鏈重組在所難免。過去因中美貿易戰及新冠肺炎疫情而將中國大陸產業遷移至越南等東協國家的企業，在這次關稅戰中也難逃被加徵高關稅的命運，代表美國想透過關稅來圍堵中國大陸，同時也逼迫跨國企業到美國設廠製造，讓美國再次偉大。

2. 利率風險

利率風險(Interest Risk)係指利率的變動導致資產價格波動的風險。一般而言，利率變動對資產價值的影響是反向的。在其他條件不變下，利率上升會使資產的價值下跌；而利率下跌時，資產的價值會上漲。我們以圖 4-4 來說明利率對股市的影響。

圖 4-4 利率對股市的影響



圖解：高利率的環境不利股市發展；反之低利率的環境則有利股市發展。

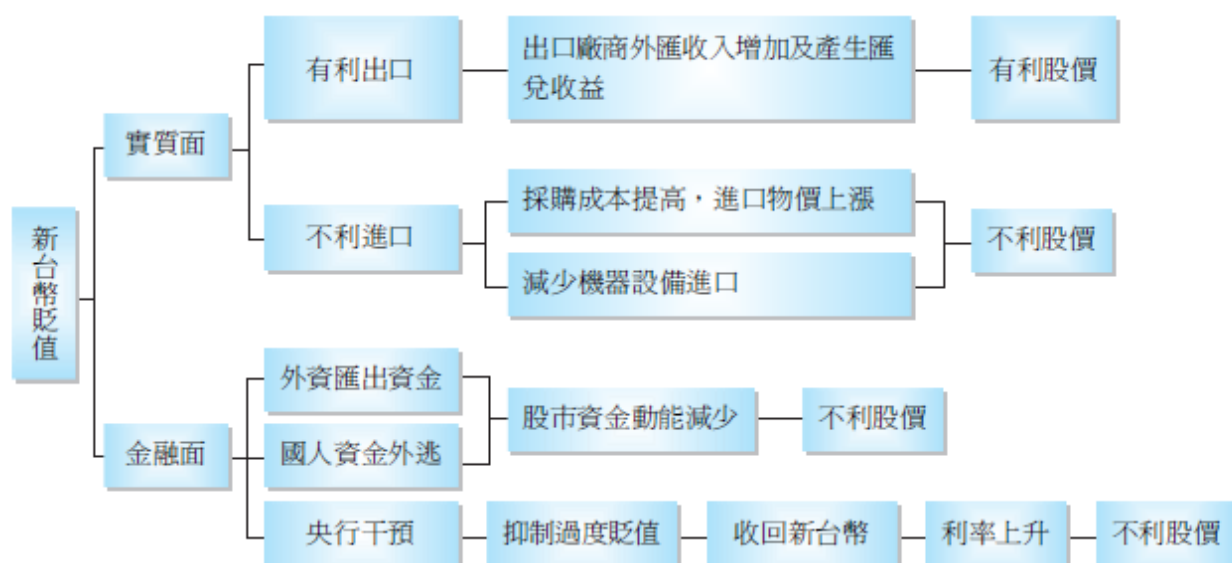
當然，利率波動的影響會隨著各種資產的特性而有所不同，例如，與利率關係密切的債券，受利率波動的影響則較為直接。由於大部分的債券票面利息是固定不變的，一旦市場利率相對上升，將提高持有債券的機會成本，導致債券本身價格的滑落，此時將會產生資本損失；反之，利率下跌將使債券價格上漲，而產生資本利得。有關利率與債券價格的關係，將留待本書第 10 章再行說明。如 2022~2023 年，美國聯準會為了對抗通膨暴力升息，市場利率快速彈升，使持有龐大債券部位的金融機構面臨極大的利率風險。

3. 匯率風險

匯率風險係指匯率波動使資產價格產生變化的風險。匯率的升貶對持有外幣或外幣資產的企業或投資人而言，均會造成影響。例如，投資人持有 1 萬美元的資產，當美元兌新台幣的匯率為 32(NTD/USD)時，該美元資產的價值約為新台幣 32 萬元；當美元兌新台幣的匯率貶值到 30(NTD/USD)時，即便該美元資產的價格不變，其價值也將下降到新台幣 30 萬元，其間新台幣 2 萬元（=32 萬元

—30 萬元) 的變動，即為匯兌損失。圖 4-5 為匯率對股市的影響。

圖 4-5 匯率對股市的影響



圖解：新台幣貶值時，就實質面而言，台灣出口廠商的產品競爭力將會增加，同時外匯收入也會產生龐大的匯兌收益。另一方面，新台幣貶值將提高進口廠商的採購成本，造成進口物價的上升，影響進口商品的競爭能力，而不利於進口廠商。就金融面而言，當新台幣貶值時，外資及國人資金將會匯出台灣，造成台灣股市的資金動能減少，使股市下跌。有時中央銀行為了穩定匯率，亦會在市場上大幅賣出美元，收回等值的新台幣，使股市動能受到影響。

4. 通貨膨脹與通貨緊縮的風險

通貨膨脹風險(Inflation Risk)也是足以影響所有資產報酬的風險。通貨膨脹(Inflation)係指物價持續上漲的經濟現象，物價上漲會對投資的實質報酬率產生不利的影響。例如，金融工具所提供的年報酬率僅有 3%，假設同一時間的物價也上漲 3%，則投資人的報酬將完全被物價上漲所抵銷，其實質報酬率將等於零。由於持有貨幣的目的主要在於消費，而未來物價上升後，同樣的金額未必能換取目前所能換得的數量，例如，過去 10 元便能買到一碗陽春麵，但現在必須花費約 40 元才能買得到，削弱了投資人的購買能力。因此，在進行投資活動時，尤需注意通貨膨脹對投資報酬的侵蝕效果，而這種因物價上漲而導致購買力下降的風險，又稱為購買力風險(Purchasing Power Risk)。

相對於通貨膨脹，物價持續下跌的現象則稱為通貨緊縮(Deflation)。兩者的物價漲跌方向雖然相反，但都會衝擊金融市場的秩序。通貨緊縮代表物價下跌，社會大眾的購買能力反而增加了，為什麼通貨緊縮還會造成全球金融市場的恐慌呢？雖然通貨緊縮可提升社會大眾的購買能力，但您試想，若大家都預期未來物

價持續下跌，大家會在現在消費嗎？答案當然不會，假設大家都有相同的預期心理，將造成消費停滯的現象。而消費停滯，廠商生產的產品沒人購買，只好降價求售，甚至減少生產，而造成廠商生產停滯的現象。如此惡性循環，整個經濟活動都停滯了下來，景氣當然無法從谷底復甦，而領先反映景氣的金融市場，當然也會受到嚴重的衝擊。因此，通貨緊縮與通貨膨脹一樣，都是金融資產的風險來源。如日本過去 30 年來即陷入通貨緊縮的惡性循環當中，直到最近幾年才慢慢走出陰霾。

5. 信用風險

當企業使用舉債的方式來籌措資金時，須定期支付這些負債的利息與償還本金。若企業在付息日或負債到期時，無法以現金支付利息或償還本金，即構成違約(Default)，嚴重時可能會使企業宣告破產或倒閉，這種風險稱之為信用風險(Credit Risk)，又稱為違約風險(Default Risk)或財務風險(Financial Risk)。例如 2015 年油價重挫，拖垮石油、天然氣或能源公司的營運，很多企業因不堪虧損而出現債務違約或倒閉的情況。近年來中國企業債券違約事件頻傳，許多房企及開發商中箭落馬，其中恆大地產、碧桂園的違約更引發市場關注。

除了民間企業有信用風險外，一個國家有時也會因為財政問題而出現信用風險，如委內瑞拉、俄羅斯、阿根廷、冰島等都曾發生主權債務違約的情況，而 2010~2011 年歐豬五國——希臘、葡萄牙、愛爾蘭、西班牙、義大利等國亦爆發嚴重的主權債務危機。2022 年 2 月 24 日俄烏戰爭開打，西方國家陸續對俄羅斯實施經濟及金融制裁，俄羅斯央行資金遭到凍結，恐無法償付債息，主權信用評等被國際信評機構一口氣調降六級，從 BBB 調降至 B，直接打入垃圾等級，俄羅斯許多公司債或金融債券也遭降評至垃圾等級(即非投資等級)，當時俄羅斯債券持有人即面臨極大的違約風險。

6. 營運風險

營運風險(Business Risk)指的是個別公司在經營過程中，由於產業景氣、公司管理能力、生產規模等企業個別因素的存在，使得企業的銷售額或成本顯得不穩定，引起稅前息前利潤(Earnings Before Interest and Tax, EBIT)變動的可能性。當公司生產量不足而無法產生規模經濟，或是上游原料成本上揚，均是使營運成本提高的原因，在缺乏競爭力、銷售量逐漸下降的狀況下，導致企業的利潤減少，連帶企業價值也受到影響，如果企業價值受到影響的程度大，可稱其有較高的營運風險。如 DRAM、面板、太陽能產業即有很高的營運風險。

7. 流動性風險

流動性(Liquidity)係指投資人是否可在最小的成本下，以公平的價格迅速買賣金融工具的程度。程度愈高，代表該金融工具的流動性愈佳；反之，若投資人不容易在市場上以公平的價格買賣該金融工具，則表示其流動性較差。故流動性風險(Liquidity Risk)即指投資人在買進金融工具後，屆時無法脫手的可能性。若流動性風險愈高，將會降低投資人投資該金融工具的意願。以台灣上市（櫃）股市為例，由於上市股票的體質較佳，資訊也較透明，其市場的參與程度遠較上櫃股票為高，因此投資上市股票的流動性風險較小。至於未上市（櫃）公司的股票，由於沒有一個公平客觀的市價基準，且交易量不大，因此不容易找到買主，在流動性不高的情況下，這些未上市（櫃）的股票就具有很大的流動性風險。又如在 2008 年 10 月，台灣金管會為了因應全球金融危機，短暫將台灣股市最大跌幅縮減為 3.5%（原為 7%），當時不但沒能讓股市回穩，反而造成投資人想賣股票而賣不掉的窘境，使股市出現流動性風險。2017 年政府將現股當沖的證券交易稅減半徵收(該優惠措施將延長至 2027 年底)，則有助提升台股的流動性，降低其流動性風險。2022 年的俄烏戰爭也讓俄羅斯金融市場面臨極大的流動性風險，不僅股市暫停交易 1 個月，俄羅斯央行也禁止外資出售俄羅斯有價證券。