

壹、前言

一、研究背景

國內對於金融市場之開放雖有共識，但自從亞洲金融風暴發生以來，對於開放腳步的快慢，則略有不同之看法。主要因為根據實證經驗，短期快速移動之外資，逐利而行的特性，對於金融穩定及經濟發展，可能帶來負面的影響。

近年來國際資金流動日趨頻繁，證券市場全球化趨勢日益顯著，某一市場之運作如果發生系統性危機，極可能威脅臨近市場之穩定，進而引發全球性金融體系之動盪。而我國為一個小型開放經濟體，一方面無法限制國際資金之大量進出，另一方面卻可能因為國際短期資金巨幅移動而對國內經濟造成重大衝擊。

我國加入世界貿易組織(WTO)在即，金融市場的開放已不容後退，目前我國金融法規在 WTO 雙邊諮商下，已大致符合 WTO 規範，所以加入初期尚不致對國內金融市場產生立即的重大影響。惟為履行加入 WTO 之承諾，現行我國對外國投資人投資國內股市之持股限制必須於公元二 0 0 一年初全面取消。取消後象徵資本市場完全開放，外資可能大量湧入，水能載舟亦能覆舟，今天外資大筆匯入台股，日後一旦撤出，結果如何不難想像。因此在取消之同時，為避免國際資金大幅流入、流出，及為因應國際資金全球化時代之來臨，政府一方面回應順勢推動各項金融自由化措施，同時欲強化金融監理機制，建立金融

預警系統 (Early Warning System) , 以掌握資金全球化之利基 , 避免資金快速移動帶來弊害 , 爰有此研究計劃之執行。

二、研究重點

在投資的世界裡，投資人無時無刻不在追求更多的投資機會和更高的報酬率，或是尋找價值被低估的金融商品及潛力股，外匯價差也是投資人覬覦的對象。理論上，金融自由化、國際化可以消除金融市場的不完全競爭，以達到完全競爭，降低資金成本，分散風險，將資金引導致最有效率的投資機會，提高資金配置效率等。因此，目前最有效率的經濟體制，仍要算以市場經濟為藍圖的資本主義，這樣的環境孕育了各種自由化的措施，帶來了資訊與通信革命，加速了全球化的趨勢，新一代的金融商品與投資技術紛紛出現，世界各國更加無法擺脫市場經濟的影響。

(一) 研究範圍

國際資金移動有數種類型，一種是國際間長短期借款(International Debt)，一種是直接投資他國產業(Foreign Direct Investment, FDI)，另外一種是買賣證券的間接投資(Portfolio Investment)。長短期借款，顯示一國儲蓄不足，嚴重缺乏資金，通常貧窮落後國家都累積大量長短期外債。而直接投資對資金引入國可以帶來技術，引進管理觀念，建立行銷通路，以及加速資本形成，促進經濟成長，屬有利

資金引入國長期性之跨國投資。另外買賣證券的間接投資，即所謂的財務型投資，絕大部分是在次級市場進行，雖然可以活絡市場交易，有利公開發行公司資金之募集，然而該種類型資金之移動係以全球為投資範圍，衡酌區域利益，靈活調度，進出單一區域或市場移動快速，容易對該國之經濟發展產生衝擊，因此本報告探討之範圍僅侷限我國資本市場對國際資金流動預警制度之研究。

(二) 研究方法

近年來，歐洲大陸金融機構進行的是多角化的金融服務業務，類似一種跨國銀行性質。渠等通常將商業銀行、投資銀行、證券經紀業務、保險、信託銀行、投信、投顧等金融相關業務，納入同一個集團之下。由於歐系投資公司集中在英、法、德、瑞、荷五國，而英國倫敦西堤區(The City, square mile)是歐陸地區之金融樞紐(Financial Heart)，因此本研究選擇英國為研習地點。

世界各國大型金融機構，包括國家銀行，在倫敦西堤區(The City)內皆設有據點。我國中央銀行代表處即設立於西堤區的摩格街(Moorgate Street)，主要任務為收集歐陸地區重要金融資訊及操作外匯交易。三商銀在倫敦西堤區亦設有分行，其中第一銀行倫敦分行已成立十六年。該區金融機構林立，由索恩爵士(Sir John Soan)設計於一九三九年完成的地上八層地下三

層，在世界金融史上曾扮演舉足輕重角色的英格蘭銀行(Bank of England)即座落於此，其地鐵站「Bank Station」，亦因此得名。

本次研習藉由拜會各金融相關機構，包括：

- (一) 大型國際銀行：例如匯豐銀行集團(HSBC Bank plc)、歐洲復興開發銀行(EBRD)、道亨銀行(DaoHeng Bank)等；
- (二) 資產管理公司，例如億順資產管理公司(INVESCO Asset Management Limited)、施羅德集團(Schroders PLC)等，世紀壽險公司(Century Life)；
- (三) 交易所：如倫敦股票交易所(London Stock Exchange)，倫敦國際金融期貨交易所(London International Financial Futures and Options Exchange, LIFFE)等；
- (四) 證券商：例如美林國際證券(Merrill Lynch International)，荷銀證券(ABN-AMRO)；國內券商倫敦分公司，如建弘證券(歐洲)有限公司(NSC Securities (Europe) Ltd.，和信國際證券(Chinatrust International Securities Co., Ltd.)；
- (五) 資訊提供廠商：路透社(REUTERS Limited)；
- (六) 結算公司：克雷斯特公司(CRESTCo Limited)
- (七) 半官方組織：倫敦第一發展局(London First Centre)；

(八) 金融主管監理機官：英國金融大改革 (Big Bang) 之後整合成立負責監管九大類金融機構之主管機關金融服務局(Financial Services Authority)；獲得許多寶貴資料 (註：拜會相關單位名片依序擇一影印附於參考資料之後供參)。

(九) 座落於 London Wall 的西堤商業圖書館(City Business Library)更是無上寶庫，該館收集了所有超國家組織 (Supranational)，例如 OECD、IMF、WB、EBRD... 等珍貴之研究報告。

研習期間，適逢匯豐銀行倫敦總行 (HSBC Bank plc) 舉行為期四週之國際銀行家研討會(International Bankers' Course)，基於本研究內容為國際資金移動，涉及跨國銀行業務，經洽得 HSBC 同意獲邀參加，獲益匪淺；該項研討會與來自全球十個國家 (包括奈及利亞、瑞士、中國大陸、迦納、伊朗、土耳其、甘比亞、塞拉利昂、卡塔爾、台灣) 之十六位金融從業人員，共聚一堂，互相交換意見與經驗。本研討會研討內容包括英國銀行制度與管理環境之沿革、金融商品之發展，信用管理及風險控管、國際聯貸、諮商技巧、資產組合與線上現金帳戶管理 (On-line Cash Account Management)、外匯、期貨、選擇權、交換等。主辦單位並安排帶領全體學員參訪該行之客戶服務中心 (Customer Service Centre, Call Centre)、匯豐集團管理訓練學院 (HSBC Group Manager Training College) 及所屬之躍進圖書館 (Leap Library)，拜會該行經紀廳 (HSBC Dealing Rooms) 和交易

中心(HSBC Trade Services)；並參訪倫敦金屬交易所 (London Metal Exchange)以及著名之英格蘭銀行博物館(Bank of England Museum)等 (註：HSBC 觀摩實習課程表暨學員名單附於參考資料之後供參)。

貳、 金融危機與國際資本流動

一、 金融自由化潮流

過去二十多年，金融自由化蔚為一股國際潮流，世界先進國家為創造一個公平、安全、有效率的金融環境，莫不大力推動金融改革或進行自由化措施。金融自由化包括對內的自由化及對外的自由化；(一)對內自由化包括解除管制，開放金融機構（包括證券、期貨、銀行、保險等）的設立、撤除營業地區及業務承作範圍限制，以提昇市場競爭和經營績效；(二)對外自由化則包括准許外國人進入參與國內金融市場，准許國人出去參與國外金融市場，以契合 WTO 之「國民待遇」及「市場開放」原則。

根據 OECD 之調查報告，過去工業先進國家之金融市場多存有管制性措施，以英、美、日為例；

(一) 英國在一九七九年十月二十四日廢除外匯管制以前，並不允許外國人發行以英磅計價之有價證券，

而在英鎊較穩定時期的一九七七年十一月至一九七九年十月間，曾允許英國人及外國人發行某些歐英鎊（Euro-Sterling）債券。廢除外匯管制前，外國人發行歐英鎊債券所得價款只能直接投資於英國，惟目前英國對外國人發行有價證券已無限制。

（二）美國於一九七一年八月禁止美元轉換外幣前，和一九七三年初制定一般浮動匯率之前，由於外匯管制，導致美元投機熱絡。另外美國於一九六三年七月開始對購買外國固定利息證券之本國人施行利息平衡稅（Interest Equalization Tax 簡稱 I.E.T）。一九六五年當資本流出增加導致經常帳餘額再度減少時，此 I.E.T 經再次加強修定執行。美國於一九七四年元月正式廢除 I.E.T。

（三）日本已快速且完全自由化本國人以日圓計價跨國發行有價證券或外國人以日圓計價在日本發行有價證券。於一九六九年尚無外國人在日本發行有價證券，但至一九七五年，外國人發行以日圓計價之債券已達二百億日圓，一九七八年時達八千多億日圓。日本對外國人開放資本市場係按階段進行，先是允許國際組織（Supranational），例如世界銀行（WB）亞洲開發銀行（ADB）發行有價證券，其次再允許外國政府或由外國政府保證之機構發行證券，直至一九七九年才允許外國公司在日本發行公司債。

二、自由金融與保守金融

自由金融與保守金融，就像蹺蹺板的兩端，那邊份量擺得過重，都會失去平衡。以過去十年經驗，先看東南亞各國，除了本身的過度投資，並准許外資輕易流入，雖造成數年的榮景，但在經濟露出疲憊現象後，外資又迅速流出，終於釀成一發不可收拾的金融風暴；反觀日本，日本是個先進國家，日本產品打遍天下，迫使日圓升值，資金流入，而其國內金融機構在政府保守的金融法規限制下，無法提供投資者多樣化的投資工具，民眾只有將錢存入銀行或保險公司，而這些吸收了大量資金的金融機構，只好投入日本國內的股票和房地產，而形成了著名的泡沫經濟。後者是因為金融體制過份保守，儲蓄太多而嚐到苦果，前者則是因為相對開放金融市場，卻又投資過度而難以收拾。所以金融市場開放速度應與其整體經濟發展，取得適度平衡。

基本上，台灣的經濟發展是奠定於自由貿易與資本自由流通的基礎上，所以金融自由化、國際化的政策應屬正確，惟如何監控資金流動及利用國外成熟的經濟制度引導建立適合自己的金融體制，並以之配合我國對加入世界貿易組織(WTO)之承諾，於公元兩千零一年初讓資金進出完全自由，係屬重要課題。

三、國際資金之本質 - 無國籍

隨著冷戰之終結，在市場機制這雙看不見的手底下，世界經濟產生關鍵性的變化。由於市場經濟體制的主角是資金，而資金的最高行動準則是效率。資金為了追求運用之效率，必須排除所有障礙，進行跨國性流動，那裡有利可圖，資金便會流向那裡，其移動的速度只會加快，不會減緩，因此，流竄於全球各市場的國際資金，它的國籍已經愈來愈不重要，因為現在已經是資金無國籍的時代了。

有關於一九九二年襲擊英鎊，一九九八年攻擊港幣，及造成美國長期資本管理公司（LTCM）瀕臨破產，而引發連鎖效應，波及全球金融體系安定的對沖基金（Hedge Fund），已成為全球市場矚目的焦點。沒有人知道對沖基金到底有多少支。惟根據美國聯邦政府於一九九九年四月二十九日正式向參眾兩院提出檢討 LTCM 事件之報告指出，目前美國約有 2,500 到 3,000 個對沖基金，全體總資本額大約是 2 仟億到 3 仟億美元之間，總資產約在 8 仟億到 1 兆美元之間。而這些基金所從事的投資活動所涉及的槓桿倍數常常高達五至十倍。

深究這些對沖基金的國籍，可以發現多半登記在海外免稅天堂，例如開曼群島、維京群島、海峽群島或百慕達等地區，在基金的實際運作上，是不可能將辦公室或員工配置在當地，因此國籍的選擇乃出於避稅的考量，抽離租稅層面與影響之後，國籍已不具任何意義。

一九九九年一月一日，由歐洲大陸十一個國家參與的歐洲單一貨幣歐元（Euro）終於誕生，歐元一開始就是無國籍的設

計，它僅是一種貨幣的稱謂，完全無關國籍，各國的中央銀行亦將部分機能移轉給設在比利時首都布魯塞爾的歐洲中央銀行 (European Central Bank, 簡稱 ECB)，因此，國境的意義在歐洲大陸亦已日漸式微。除此之外，電子交易(e-trade)的盛行也是加速無國籍化的重要因素。

資金無國籍，如果你不是市場人士，就很難看清楚到底誰是業內主力，誰又是市場資金的最終供給者，一切有如霧裡看花；有些人則是想盡辦法隱瞞身分，退居幕後不讓自己曝光。在資金無國籍時代裡，為恐來去自由的資金在市場興風作浪而傷及無辜投資人，世界各國紛紛仿倣美國證券交易法「受益所有權人 (Beneficiary Ownership)」概念，立法授權主管機關得隨時命令投資人提出真正資金所有權人之相關資料，俾於必要時得瞭解事情真相。

四、新興市場與全球熱錢

檢視新興市場 (Emerging Markets) 股市的資金動能，泰半都是匯集全球各角落的資金，而非源自本國的自有資金，因此新興市場國家的股市極易受到外資進、出、多、空之操控。

國際金融公司對新興國家之判定，是依循世界銀行(WB)的定義，只要「每人每年平均所得低於八千九百五十五美元」即為新興國家。但是台灣國民所得水準(USD10,500 Per Capita) 超過上述標準，仍被國際投資機構認定為新興市場。根據本(八十九)年四月份英國經濟學人「台灣證券市場已非羽量級」之

報導，該報導指出；台灣的證券投資市場和經濟制度，是全世界最複雜的系統之一，但由於台灣獨特的政治環境，使其仍被世界級投資人視為“新興”市場。

依據英國金融郵報編製之全球指數排名（based on FTSE All-World Index），台灣股市排名全球第十四，占全球指數比重的百分之一。若以亞太地區日本除外而言，台灣股市排名僅次於香港。若以成交量言而，一九九八年全球排名第三，一九九九排名第四，次於紐約、倫敦及東京。因此台灣證券市場在全球之份量已不容輕忽。

另外除國民所得高低考量外，資本交易的限制，市場基礎建設的完備性，外國人持股比例限制，資訊、法規透明度，以及股價指數期貨衍生商品交易量等條件，國際金融公司都有一定程度的認知和默契。

新興市場國家投資風險高，從政變的政治風險到匯率巨幅變動引發的資金急速匯出風險，加上新興市場的訊息均未完全透明化，更顯出潛在之風險。高風險高收益，在潛伏風險之下，伴隨而來的就是投資誘因。而投資誘因當中最重要的就是該地區爆發性的經濟成長潛力，趁早介入，獲利無窮。

依據過去資料顯示，百分之三的實質經濟成長率，已經是工業先進國家所及上限，加上股市效率佳，幾乎找不到市場判斷錯誤的股票。反之，新興國家的經濟成長率奇高，即使短期內經濟難求表現，長期來看仍是富潛在成長動力。

新興市場的股票，當然是民間企業以當地貨幣發行的有價證券，投資價位會隨著獲利與匯率的起伏而上下大幅振盪，換算成美元後，常常看到新興市場股票一年成長二、三倍，轉眼間又暴跌到只剩三分之一或四分之一的水準。例如一九九四年的中南美洲國家股市、一九九七年的東南亞金融風暴或包括俄羅斯在內的東歐股市。其中外資為求認賠拋售，急速撤出，更加重股市的災難。由此證明，高風險伴隨高報酬是市場不變的寫照。

五、金融風暴下各國處理模式之探討

在墨西哥金融危機與東南亞金融風暴中，國際資本流動一直被認為是造成危機之罪魁禍首；其實一九九四年墨西哥金融危機是源自於經濟基本面的惡化，當時政府有意放任匯率下貶，引發金融市場信心，造成銀行與貨幣擠兌，進而局面失控，蔓延至中南美國家。當時各受災國政府莫不紛紛採取各項緊急措施，以化解危機：

- (一) 墨西哥的政策重心為開放國際資本流入，重建金融市場信心，並採釘住美元的匯率政策以穩定國內物價，避免通貨膨脹。
- (二) 阿根廷除開放國際資本流入，重建金融市場信心外，並直接採用聯繫匯率，與美元掛鉤。
- (三) 智利則採彈性匯率，接受較高的物價波動。另外為抑制國際資本流入所導致的通貨膨脹，智利於一九九

一年規定：國際資本流入必須將其一定比例（最多為百分之三十），無息存入中央銀行，期降低國際資本流入之威脅。此項管制措施，原本希望改變流入之資本結構，增加長期資本，減少不穩定的短期資金，但根據統計，總資本流入反而因管制而減少。

另外自一九八〇年代以來，東南亞新興國家採行資本帳開放政策，國際資金大量流入這些國家，使這些國家的投資上升，帶動經濟成長。但伴隨外債大幅提高，外匯存底不足，金融開放失序，基礎建設、股市與房地產過度投資而形成泡沫，終於導至匯率不合理偏高，外資為規避風險及獲利了結，迅速撤離，終於在一九九七年六月引暴危機：

（一）泰國政府初期採取的措施是 1.禁止其國內銀行貸放泰銖給外國機構或自然人，冀藉此阻斷國際投資組合基金取得泰銖的管道；2.大幅提高利率，以增加投機客融借泰銖套匯的成本。但因外匯存底不足，國內企業外債嚴重，惟恐泰銖貶值引起還款成本而擠兌外幣，而使得整個經濟陷入重重金融危機中。最後只得宣布全面金融改革方案，該方案內容包括：發行三千億銖之政府公債以協助銀行增資、修改銀行法規以准許銀行間之併購、允許銀行設立處理不良債權的機構等，並接受國際貨幣基金 (IMF) 嚴格條件 (Conditionality) 的紓困援助，實施緊縮政策並進行經濟再造。

(二) 香港為自由港，經濟自由開放；香港自一九八五年採取聯繫匯率，港幣與美元以固定比率，由港府保證兌換且對外匯不管制。一九九八年的上半年，當香港房地產市場與股市開始退燒，經濟基本面惡化，國際投機客即介入，一面試探港元的支撐能力，一面放空股市，套取股價指數下跌的價差，同時也在匯市放空港幣期貨；到了七、八月間情況危及，港府為了對抗國際投機客，據報導，主要為「索羅斯 (George Soros) 的量子基金(Quantitative fund)」對市場的打壓，特由香港金融管理局及匯豐、渣打等發鈔銀行購入港元，以顯示港府維持聯繫匯率的決心。嗣後為穩定股市及期貨市場，港府更動用龐大外匯基金買入被拋售的績優股及恒生指數期貨合約。據稱港府在八月二十四日至二十八日之間動用了一千二百億港幣干預股市。這一戰港府守住了股匯市，股價回昇，港府也賺進數百億港幣，卻賠了自由經濟的名聲。

(三) 馬來西亞於一九九八年七月公布「國家復甦計畫 (National Economy Recovery Plan, NERP)」，成立資產管理公司(the Asset Management Company, AMC) 及特別目標機構(Special Purpose Vehicle, SPV)，希望藉由執行該計畫方案，解決銀行壞帳問題及重整金融市場。為了短期內有效保護馬國經濟免於受全

球性金融風暴衝擊，更於九月一日宣布實施外匯管制，並限制馬幣只能在境內交易及執行固定匯率政策（3.8 ringgit 對 1 美元），將馬國與全球性的金融亂象隔離，使得馬國利率能再度降低，且能緩和貨幣貶值所導致的金融危機。其中最重要的一條外匯管制是一年內不准外資將投資股市資金及收益匯出，國際間譏之為「鎖國政策」。當這些管制逐步實施生效後，馬幣也逐漸穩定下來。一九九九年，馬國將不准外資證券投資一年內撤回之規定放寬為課稅方式進行，基本原則是外資停留時間越久，課的稅越少（外資離境稅）。

（四）韓國龐大的基礎建設加上外交負擔使外債嚴重，大企業不斷擴大投資，負債比例過高，效率不彰 (low-quality and excessive investment)，造成授信銀行體系呆帳過高，受東南亞風暴波及後，韓元大幅貶值，情況危急，最後只得接受 IMF 五百七十億美元緊急紓困條件 (policy-conditional financial support)，採行 IMF 政策改革意見，進行寬鬆貨幣政策，以引導市場利率大幅滑落；韓國政府並提供七十五兆韓元的公共資金支持金融部間的重整，並放寬金融自由化幅度。韓國是第二十七位加入經濟合作發展組織的國家(OECD，現共有二十九位會員國)，卻是 OECD 第一位接受 IMF 援助之會員國，

IMF 介入南韓經濟庶務，也使得韓國政府喪失經濟自主權。

參、 國際資金流動與金融安定

一、 管制與自由之爭議

金融風暴打亂全球經濟常軌之後，政府究竟要扮演何種角色，強勢干預或嚴守市場自由之原則？最近在金融界和學術界引起廣泛討論。不少人認為，從東南亞各國的實例中看出，為維持經濟的穩定，政府進行干預成為必要，否則經濟秩序難以維繫。

國際金融組織(Supranational)中，國際貨幣基金(IMF)與世界銀行(WB)的立場迥異；而世界知名的經濟學者也分為兩個對立陣營，相互攻訐。然而，當鉅額的國際資金進出一國之時，該國貨幣供給額將立即隨之大幅增減，市場利率也會急速上升或下降，股市巨幅或漲或跌，匯率也大升或大貶，此時，若是貨幣政策因應不當，或是其金融市場的納容能力不足，或其金融體制經不起考驗，嚴重的金融問題會立即爆發。

從古典經濟學派亞當史密斯以來，西方各國的經濟學者幾乎都受到市場經濟理論的薰陶，視政府的管制與干預是一種罪惡。不過倫敦政經學院（London School of Economics and

Political Science) 的學者 Charles Goodhart 認為從廣義的資本流動管制而言，許多國家都曾以減稅或免稅手段激勵外人投資，更多的國家以利率或匯率的措施來影響資本的流動，因此，以這些方法正面的鼓勵外資長期留在一國之內，要比懲罰性的管制措施為佳，何況越多管制可能製造越多合法或非法套利的空間，長期而言，其效果十分有限。

而世界銀行(WB)首席經濟師(Economist)史蒂格利茲說：一個國家完全開放市場，讓資本完全自由進出，其實是蠻危險的；何況目前並沒有證據顯示，一個國家的經濟發展，和其資本帳自由化有其因果關係；資本帳自由化反而經常是引發金融危機與貧富不均等問題。

國際間亦有不少著名經濟專家學者主張，對國際短期資本移動加以若干規範，例如加強監視國際短期資本的流入與流出、建立國際長短期資本移動的預警制度、對對沖基金(hedge fund)融資或投資的金融機構應負公開揭露的義務等。歐美政府領導人亦已開始注意並關心，國際資本移動與各金融危機問題，至於是否會影響其實際政策措施的改變，則有待觀察。由此觀之，經濟理論和經濟現實，是不能畫上等號的，強化市場管制或解除市場管制應依個別利益而有適度之調整。

二、各國資本流動管制經驗

當資本大量流入流出之際，政府有關單位能運用的正常公開市場沖銷等政策可能有限，而需訴諸其他措施之搭配，其他

措施中又以資本管制最常在金融危機時被採用。資本管制基本上不外乎針對交易的對象、交易的類別、交易的數量、交易的成本加以限制；世界各國對資本流動曾採行的管制措施表列如下：

管制措施	實施國家	管制內容
釘住匯率制	香港，阿根廷，保加利亞，利陶宛，拉脫維亞。	本國貨幣以固定匯價與強勢貨幣掛鉤，通常為美元，匯率彈性喪失，其國內的貨幣政策將因此受到侷限。當國內經濟情勢與匯價不對稱時，易受套利性的攻擊。
外匯管制	台灣（部分），中國大陸，印度，馬來西亞，俄羅斯，南韓（部分）。	限制本國貨幣部分或完全不能自由兌換，限制資金進出國境。政府的貨幣政策較不易受到國際情勢影響，可以有較大的幣值防衛能力，但容易導致資源錯誤配置，外匯短缺及黑市交易，限制經濟發展。
短期資金流入限制	智利，捷克，馬來西亞。	對股市外資課稅；對流入短期外資要求無息轉存一定比例；要求進入之外資必須停留

		國內一年才能匯出。
資本流動課稅	智利, 美國, 瑞士, 德國, 日本, 馬來西亞	美國曾對外流資金課徵利息平衡稅(I.E.T); 瑞士則對流入資金課稅; 德、日曾對外人的外幣存款要求存款準備金; 智利對流入之短期外資要求30%無息轉存; 馬來西亞對外資有離境稅。
對流入金融市場的外資設置限制	香港, 台灣, 中國大陸。	股市投資持股比例限制; 投資股票種類限制(甚多國家); 股市, 期市放空限制。
限制國外借入資金	哥倫比亞, 台灣	銀行國外借入外幣資金必須以外幣形態貸出(哥倫比亞); 企業發行海外公司債除為生產目的外, 不得匯回國內。

三、金融管制與健全金融體制

由上可知對國際短期資金的流動, 各國自保手段各有不同。但各國在走過特定期間的金融問題後, 亦已恢復開放。在一九七〇年以前外匯管制制度盛行之下, 許多國家都曾因為政

府管制支配外匯的使用而扭曲資源配置，甚或出現貪污腐敗及黑市交易。另外在重重管制之下，也孕育各種合法、非法的金融創新套利活動，不少衍生性金融工具的出現，就是在挑戰這個人為設置的外匯管制藩籬。

東南亞金融風暴的發生與其說是短期資金流動的影響，勿寧說是這些國家的金融體制相對不足，這些遭受風暴波及的新興市場國家，一開始幾乎都出現同樣的病徵，無論匯市與股市，均出現匯率急速貶值與股價暴跌的嚴重現象，尤其本身體質較虛弱的國家，更是進而危及經濟與社會的安定，使得全國民眾均陷於恐慌之中，較之突然發生的天然災害更有過之而無不及。當時世界經濟強大的工業國家，雖然因而受到或多或少的牽連，也感受到或輕或重的痛苦，但大體上說來均屬安然無恙。

風暴開始狂飆之後，一些較早受災的國家，雖然曾渴望國際間的援助，但卻發現要求援助的代價卻是必須先作更多、更大的犧牲，必須依紓困條件(conditionality)徹底清理掉許多因風暴才突顯出問題的金融或生產事業，如此一來將使一個國家於遭受重大損害之後，還要繼續耗損更多的元氣，將會使不少人失去工作，生活失去憑藉，社會亦將隨之難以安定，政治也會動盪不安。印尼、俄國就是最令人心驚的例子。一些原本體質較好的國家如韓國，則在接受國際挹注後失去經濟自主權。

有鑑於東南亞風暴，國際間對資本流動的限制，雖然改採一種比較寬容的態度，但是金融環境的演變，已使得各國無法再回到一九七〇年以前的傳統外匯管制型態。因此，國際金融

組織目前傾向主張加強金融監理，並對各國的金融監理機構與各金融業者嘗試做世界性規範。總之，不管從正反的角度，資本管制應該是過度到資本帳完全開放的暫時性手段。因此長期來看，政府對市場的干預應有一定限制，畢竟國際金融市場的整合已經使國際資金走入無國籍的環境，個別國家的措施除了驅使資金外流之外，產生的效應該非常有限。

四、台灣金融開放循序漸進

我國畢竟不是國際貨幣基金(IMF)的成員，發生狀況時必須靠自己能力處理。不過，還好台灣的金融政策一直很成功。行政院於民國七十一年核定之「引進僑外資投資證券計畫」，即以循序漸進的方式逐步開放資本自由移動，依據該計畫，我國開放僑外資投資證券係採逐步放寬之三階段作法，第一階段自民國七十二年十二月至七十九年十二月，允許投信事業募集海外資金投資國內證券；第二階段自八十年至八十五年三月，開放外國專業投資機構直接投資國內有價證券；第三階段為八十五年三月起開放境外法人及自然人投資國內證券。

此外，在央行穩健政策之下，長久以來經常帳維持順差，擁有龐大外匯存底及優質產業基礎，例如電子，電機，通信業等，這是台灣的優勢，也是亞洲金融風暴期間，台灣表現相對較其他亞洲國家好很多的原因。

亞洲金融風暴發生後次年十月，美國財星（Fortune）雜誌專文報導，指出台灣資本管制靈活，成功的防堵金融危機，值

得馬來西亞借鏡。並評論台灣除了在危機出現端倪之前就採取管制措施外，例如央行及時關閉無本金交割遠期外匯(NDF)交易，其能躲過金融風暴最大的秘密武器就是在規範資金流動時，並未對自由市場的力量橫加干預。台灣採行這些看似複雜的措施正是台灣能夠隔絕金融災難的防火牆。若企圖要管制外匯，就會導致貪污腐化，而回到黑市交易。由於台灣採行的措施給予民間足夠的空間，因此外匯交易得以順利進行，外資可視當地市場的表現而選擇進或出，更重要的是，金融交易不會扭曲資源的分配。

五、IMF 推動資本流動管理架構

國際貨幣基金(IMF)的宗旨，係在維持金融安定的前提下，促進全球各經濟體的繁榮與進步。IMF 在歷經亞洲金融風暴後，體認到國際資本流動固然有促進全球性經濟及金融發展的貢獻，國際間短期資金的大量流動，卻會對某些經濟體造成嚴重的衝擊，同時傷害到資金債權人及債務人雙方的利益。為享受國際資金流動的利益，必須採取適當的政策控制其風險。在目前環環相扣的金融市場中，只要有相當數量的資金調整其投資組合，就會造成市場及價格的迅速變化，因而導致整個市場機制的崩潰。防止之道即在於主管機關能否依據主要金融及經濟指標的變化，做出審慎及恰當的因應政策。

IMF 已於一九九九年 G7 會議決議成立金融安定論壇(Financial Stability Forum, FSF)，其目的在透過國際合作推動金融系統監督與資訊交流，以促進全球金融體系的穩定。FSF 的

成員包括全球重要經濟體代表、國際金融組織、國際主管機關組織及中央銀行代表。每年集會兩次。有關 FSF 詳細資料請參考附錄一。

FSF 成立數個工作小組，包括：

(一) 資本流動工作小組 (Working Group on Capital Flows)

目標：研究降低國際資金債權及債務國，因資本流動及短期外債變化產生的風險。

策略：建立風險管理的架構，包括跨境投資資金的數量及負債統計，以及相關風險管理問題。

進度：已於二 0 0 0 年三月完成報告，正徵詢各方建議。

(二) 高槓桿投資機構工作小組 (Working Group on Highly-Leveraged Institutions)

目標：研究防止高槓桿操作投資機構對已開發及開發中國家金融市場穩定性的方法。

策略：探討高槓桿投資機構崩潰時對金融市場造成的風險，以及高槓桿投資機構在市場的交易對中小型經濟體的影響。

進度：已於二 0 0 0 年三月完成報告，正徵詢各方

建議。

(三) 境外金融中心工作小組 (Working Group on Offshore Financial Centres)

目標：研究境外金融中心對全球金融穩定的影響。

策略：調查境外金融中心的現況，重點在瞭解缺乏金融監督、跨境合作及資訊透明等機制時可能產生的問題。

進度：已於二〇〇〇年三月提出報告，正徵詢建議。

(四) 國際標準推動任務小組 (Task Force on Implementation of Standards)

目標：研究推動國際標準以加強金融系統穩定之策略。

策略：強調各經濟體的自主性，由合作提高資源共享。

進度：已於二〇〇〇年三月提出報告，包括十二個標準，正徵詢建議。

(五) 存款保險研究小組 (Study Group on Deposit Insurance)

目標：瞭解存款保險政策的現況並研究國際規範的基本要件。

策略：列舉出有效率的存款保險系統的重要功能，
並研究不同制度的差異性。

進度：已於二〇〇〇年三月完成報告，正徵詢建議。

肆、 資本流動數據的國際標準

一、 特別數據提供標準（Special Data Dissemination Standard, SDDS）

SDDS 緣於一九九四 / 九五年中南美洲國際性金融風暴發生後，IMF 體認到資訊缺乏的風險而建立的標準。SDDS 目的在提供一套數據標準供國際資本市場的參與者應用參考。基本上採用 SDDS 與否，隨各經濟體自主決定，但必須遵循其資訊標準。

SDDS 是在一九九六年三月公布，要求經濟體提供詳細、可靠、實用且即時的經濟及金融資料。SDDS 本身不能防止金融風暴，但是由一九九七年發生的亞洲金融風暴卻更突顯資訊不足的危險，因此 IMF 體認到原來的 SDDS 有必要加強有關國際準備及外債方面的數據。事實上，SDDS 也是目前全球性的金融組織，研究包括會計標準、破產標準、財政及金融資訊透明化制度中的一環。

至二〇〇〇年三月為止，已有四十七個國家採用 SDDS 標準提供統計數據。並預定於二〇〇一年底前公布修訂版本。

SDDS 所提供的資訊主要包括各國的國際收支平衡、國際準備、商品交易、國際投資部位及匯率等五大項，各項數據內容、數據更新週期及時間差如下表所示（請參考附錄二）：

數 據			週 期	資訊時差
項目	內容	建議選項		
國際收支平衡	商品和服務，淨所得流量，淨貿易帳移轉，選擇性資本（或資本及財務）帳項目（包括準備）	外國直接投資及投資組合投資	每季	一季
國際準備	官方準備總額（黃金，外匯，特別提款權及基金部位）以美元表示	和準備相關的負債	每季 （或每週）	一週
商品交易	出口和進口	重要商品分類	每月	八週 （或四至六週）
國際投資	*詳下節		每年	兩季

部位			(或每季)	(每季更佳)
匯率	現貨及三個月和六個月遠期市場匯價		每日	

IMF 配合部份國家的範本，準備 SDDS 每個資訊項目的參考表格，供各國參考，其中國際準備項的參考表格，請參考附錄三。

二、國際投資部位 (International Investment Position, IIP)

國際投資部位屬於 SDDS 標準中的一個資料項目，主要是一個國家全部外來投資資產及負債的平衡表。IMF 第五版收支手冊 (Balance of Payments Manual, BPM5) 列有 IIP 的統計規則。IIP 的資料列出一個國家在某天對境外的全部資產及負債。其中境外資產及負債是以市價計算。IIP 的主要項目如下 (請參考附錄四)：

A. 資產

1. 直接投資

1.1 權益資本及再投資盈餘

1.2 其他資本

2. 投資組合投資

2.1 權益證券

2.2 債務證券

3. 其他投資

3.1 信用交易

3.2 貸款

3.3 通貨及存款

3.4 其他資產

4. 準備資產

4.1 貨幣性黃金

4.2 特別提款權

4.3 基金的準備部位

4.4 外匯

4.5 其他債權

B. 負債

1. 直接投資

1.1 權益資本及再投資盈餘

1.2 其他資本

2. 投資組合投資

2.1 權益證券

2.2 債務證券

3. 其他投資

3.1 信用交易

3.2 貸款

3.3 通貨及存款

3.4 其他負債

IIP 的每一科目可以再分為四個部門：(一)金融部門；(二)政府部門；(三)銀行部門；(四)其他部門。其中每一項目又可以分為長期及短期資產 / 負債。長期及短期的區別通常以一年為界限。

目前全球約有五十個國家定期提供 IIP 資訊給 IMF，但是都有相當長的時間落差。

IIP 的資料科目實際上包括一個國家外債的數目，即是負債科目中非證券科目的 1.2，2.2，3.1，3.2，3.3，3.4 等項的總和。

三、高頻率通報系統 (High Frequency Reporting System)

SDDS 及 IIP 提供的統計數據，各有不同的頻率及時間差，

分別為一個月，一季或一年不等。但因國情不同，有些資料需要更高的頻率及更短的時間差。一個例子是有些國家需要監視本國金融機構的外債金額，另外例子是監視外匯市場的即時狀況。

IMF 即曾協助少數國家建立高頻率通報系統，提供本國金融機構的外債金額。不過其範圍只限於本國銀行（包括境外分行）和外國銀行之間的轉帳。通常報告的內容資訊包括每週提供展期放款利率、部位改變、平均到期日及價差。

有些國家也須要較高頻率的外債統計系統，但在資料匯集所需人力極大，不易建立。另外對於銀行部門依外債到期日的統計資料，也是常有的高頻率資料。

有時匯率的數據，包括交易量及各部位的數據，也是經常以即時的方式提供通報。上述數據都是即時瞭解金融市場的狀況及壓力，有利於對潛在危機的避免。

伍、 國際資金投資我國資本市場之管理與現況

一、 管理沿革概述

我國政府基於多年經濟建設發展的成果與經驗，深切體認證券市場是金融市場中相當重要的一環，證券市場是暢通資金

供需之中介管道，可以引導社會大眾有效運用資金，發揮資本市場的功能，更是活潑國家經濟、金融的重要工具。基本上，台灣的經濟發展是奠立於自由貿易與資本自由流通的基礎上，所以金融自由化、國際化的政策應屬正確。

依據行政院七十一年核定之「引進僑外資投資證券計畫」，我國引進僑外資投資證券係採逐步放寬之三階段作法，經政府配合客觀環境之變遷，已於八十五年三月一日全面開放，因此現行外國專業投資機構、境內外法人及自然人均可投資國內證券。

目前外資投資國內證券市場之法令依據為「華僑及外國人投資證券管理辦法」，以及依其規定公告之相關函令，該管理辦法計分七章，四十七條，主要規範僑外資投資國內之資格條件、投資標的、投資範圍及其限制，以及應申報事項等。

(一) 外資申請資格條件：

1、外國專業投資機構(Qualified Foreign Institutional Investors , QFII)

(1) 外國銀行(總資產排名全球前一千名並須有國際金融證券或信託業務經驗者)；

(2) 保險公司(經營三年以上，持有證券資產三億美元以上)；

- (3) 基金管理機構(成立滿三年，經理資產二億美元以上)；
- (4) 證券商(淨值一億美元以上，具有國際證券投資業務經驗者)；
- (5) 其他投資機構(包括外國政府投資機構，成立滿二年之退休基金及成立滿三年，基金資產二億美元以上之共同基金、單位信託及投資信託)。

2、境內外華僑及外國人

(1) 自然人

境內：華僑及外國人年滿二十歲，在中華民國境內領有外僑居留證明者。

境外：華僑及外國人設籍於中國大陸以外地區，年滿二十歲，持有身分證明者。

(2) 法人

境內：外國人經認許在中華民國境內設立分公司，取得我國登記證照者。

境外：外國人於中國大陸以外地區，依當地政府法令設立登記者。

(二) 外資投資股市限制

1、整體外資總額度無限制

目前整體外資投資已無總額限制；由七十九年十二月二十八日初期總額度美金 25 億之限制，八十二年八月十九日調高為 50 億，八十三年四月十九日再調高為 75 億，八十四年二月八日取消總額度限制。

2、個別外資額度限制(每一 QFII 投資額度於八十九年十一月二十一日調高為二十億美元，法人五千萬美元，自然人五百萬美元)。

每一 QFII 個別投資額度為二十億美元，並得在符合條件下申請追加額度，每年以一次為限。境外法人投資額度為五千萬美元，境外自然人為五百萬美元；境內法人及自然人則無限制。外資擬投資國內證券應依管理辦法第十條，檢具各項書件，向財政部證券暨期貨管理委員會提出申請，並另案向中央銀行申請同意；如個案申請金額未超過五千萬美元，且投資總額未超過規定限額者，可免取具中央銀行同意函。

(三) 整體及個別外資持股限制

任一外資持有任一上市、櫃公司股份上限及整體外資持有任一上市、櫃公司股份上限於八十八年三月三十日同時一律調高為 50%，八十九年十二月三十日取消該項外資投資持股比例限制，所以目前外國投資人投資國內股市，已無投資持股比例限制了。

二、國際資金投資我國股市現況

一個與國際接軌的資本市場，僑外資管理的最終目標不只是取消外資投資持股限制，應該是申請制度的全面開放，例如韓國對外資採登記制(register)，只要登記即可匯入投資，或者是如日本般，讓外資充分自由進出不受任何管制。

(一) QFII 部分

截至八十九年十二月上旬，核准之 QFII 有五二二家，約開立二千多個投資分戶，累積淨匯入約二百三十五億多美元(參閱附表一、附表二、附圖一)，匯入資金投入股市比重約為九成，所持有股票佔總市值比重約為 6.04%，(參閱附表三)。核准投資專戶以地區別來看，則以美國最多，占整體的 36%；以產業別，則以基金管理機構最多，占整體的 52%(參閱附表三、四或附圖二、三)。

(二) 一般境內、外法人及自然人部分

至於投資國內證券之境外法人約有一千六百多件，境外自然人有九十件，境內法人六十件，境外自然人一千八百多件。至十二月上旬境外法人及自然人匯入資金累積淨額約五十九億多美元，其匯入資金投入股市比重約八成多，所持有股票佔總市值比重約為 2.16%(參閱附表三、四、五及附圖四)

陸、建立預警制度之必要性

總體而言，我國金融市場已漸具國際水準，今後為因應全球化及自由化的趨勢，政府仍應加強各項金融自由化措施及努力推動亞太金融中心計畫。而在金融開放的過程中，必須了解撤除管制與重新規範是同等重要的。另一方面來說，雖然外資投資國內股市，佔總成交值比重不到百分之十，但隨著開放外資、國際化、自由化的結果，台灣股市和國際股市的互動性增強，而外資掌握國際資訊動態的能力，相對較國內投資人強，因而外資動向頗具指標作用，對股市及國內金融之穩定影響頗大，政府應及早建立預警制度以為因應。

一、資本管制觀念之調整

由於資本市場並非如古典經濟學派所述的完全競爭，東南亞國家的金融體制，包括日本在內，均非屬效率的金融體制。IMF 將所有國家視同先進國家，站在同一基礎上要求資本帳的自由化，是一項不正確的要求。印尼與 IMF 紆困談判過程呈現了 IMF 兩項嚴重缺點：

- (一) IMF 無法了解需要激進改革國家的政治及國情；
- (二) IMF 只注重經濟穩定，卻忽略了達成此一目標之社會成本。

IMF 這種不正確的決定，世界各國政商界人士普遍認為其最大問題在於其高層人員都是經濟專家，具有國際政治經驗的人不多，了解當地文化的更少，更重要的是其所作所為都受美國財政部控制。

本次東南亞危機之後，IMF 終於有所體會，在其危機處理報告中提出，這些危機國家所面臨的是第二代結構性的重整，其中必須包括經濟、金融、社會、政治等層面的配合，亦即不僅是要從金融管理與監理、金融法規、金融市場的建制、金融自律與市場約制等從事改革，而且還要從政治、社會層面做進一步結構性的調整。

因此，東南亞金融風暴之後，現行國際金融組織主要趨向加強金融體質，對各國的金融監理機構與金融業者做世界性的規範；在資本流動方面，則採取比較積極的態度。聯合國(UN)並在一九九九年四月八日公布成立一個世界性短期資本流動管制的機構，世界金融機構(World Financial Organization, WFO)草案，欲使之負責監督全球跨國性之短期資本流動，並提供全球國家的最後貸借工具。台灣不是 UN 會員，當然不會是此機構服務的對象。

一九九九年諾貝爾經濟學獎得主孟岱爾(Robert Mundell)於本(八十九)年三月底接受哈佛企管顧問公司、中華賓士與華信銀行的邀請來台演講時指出：開放外資、企業民營化、金融法規鬆綁等是不可避免的趨勢，但台灣開放腳步不宜過快，並希望新政府能夠承續目前穩健的財政與貨幣政策。他並表示

現在全球三大貨幣 - 美元、歐元與日元的匯率變動很大，這是很大的變數，南韓開放腳步過快，對金融市場造成極大衝擊，就是最好的教訓。因此，台灣一定要以謹慎的步驟來開放外資。

二、短期外資流動對策探討

台灣股票市場近年來出現資金行情，股價上漲與國際資金的流入有某種程度的關聯性。目前淨匯入的外資已近三百億美元，而在 MSCI 明年五月底調整台股權值為百分之百後，更多採守勢(Passive Style Manager, e.g. Index Tracking) 的基金經理人將隨之調整其投資組合，預計另有數百億美元的外資將伺機進入台股。

這種大量資金流入的現象，某種程度而言可以視為國際間對我國經濟前景有信心，從而加強我們的自信，但是除這種心理效果外，外資大量流入對台灣整體經濟有什麼利弊，以及如何興其利防其弊，是我們必須注意的問題。

就興利來講，外資投入股市並不像直接投資般帶來技術和市場，其最直接的效應是導致股價上漲。由於台灣並不欠缺外匯，國內儲蓄亦足供投資使用，金融業更面臨資金過剩之問題，因此現階段外資流入並不會因為資金增加而幫助我國進行較多實質投資。因此政府必須有某些機制把流入的外資轉成實質投資的增加，才可能得到外資流入的好處。舉例而言，若因外資流入而出售股票的人，將出售股票所得到的資金從事新的投資，或者因為外資流入使股價上升而減輕企業籌資成本而更願

意增加再投資。但若外資流入未引起我國投資的增加而只造成股價上漲，台灣社會的實質所得或生產能力並不會改變的。

再就防弊來講，外資大量進出難免造成經濟金融波動，一九九七年東南亞金融風暴殷鑑不遠。外資進出首當其衝的是外匯市場，其可能導致對一般經貿活動不利的升值或不斷貶值。因此在此種不是正常的情況下，政府理當可以適度干預外匯市場，以降低波動幅度。此外，不論政府干預沖銷到什麼程度，或採取自由浮動匯率制度，外資進出都會影響國內貨幣和其他金融資產的供需，因此金融面的波動無法完全避免，其波動的程度和性質則視公眾願不願意出售股票及如何運用出售所得而定，政府只能依實際情勢研判而採取對策，其間並無簡單而一定正確的政策原則。

至於外資對股票市場的衝擊，就實務而言，股價波動是常態，除非波動很大，是不會像匯率或資金供需那樣對生產和投資產生重大不利結果。其實股價波動是讓資金變成投資的機制之一，因此除了防止炒作及不正常的重大波動外，政府其實不必刻意安定股價。從促進投資的觀點來看，政府應該可以利用外資大量流入的時機，讓更多新投資計畫在股市吸收資金或者釋出官股，如此一來，可以有效減少股價一時上漲太多，及未來又大幅下降的效果。

如果全球金融體制健全，台灣是可以不用擔心，但是事實並非如此，因為目前全球金融體制並不完美，因此，如何在不完美的體制下保有最佳警覺性，即成為財經當局首要任務。

三、預警制度之意義

過去十幾年以來，全世界金融機構，包括投資銀行和資產管理公司不斷購併大型化。以英國而言，英國金融團自一九八六年興起一股集團化與系列化改革風潮，大型金融機構透過合併與購併(Merger & Acquisition, M&A)，雖然機構據點仍在英國，機構實質國籍已非英國，有人謔稱這是金融業的溫布頓效應(Wimbledon Effect)，比賽場地^{在英國}，上場比賽的全是外國籍球員，此趨勢顯示金融機構之國籍已不具意義。另一方面金融商品之快速創新及國際資金全球化之流動，已經使得金融體系之面貌全面改變了。

IMF 刻正規劃訂定世界各國的總體金融體制健全指標(MPI)，以台灣金融現況，若置於其標準之下來檢視，可能低於其標準很多。事實上台灣的國際處境困難，對許多國際性金融規範發展未能參與，能夠解決金融問題的方式與工具可能與國際要求標準有頗大落差。

建立預警制度，其意義在依據相關影響國際資金流動之因素，包括管理原則、指數追求經理(index tracker)、政治風險、產業風險、流動性風險、利率風險、匯率風險等變數，選定變數並建立一套與股票市場互動之預警函數(functions)、預警指標(early-warning indicator)、或關鍵值(criticals)，於運用預警模式後，如發現有未符規定或逾越警戒範圍之狀況，即顯示出警訊，提供監理機關及早採行金融監理或例外管理措施，以促進市場之穩定、公平與效率。

平常時期採取預警制度，依據早期預警指標密切監視國際資金進出對我資本市場可能之不正常干擾，及早採取適當干預，始可將國內資本市場壓力有效減至最低。

四、預警制度建立之時機

國際金融市場的整合已使資本無國界。資本管制是過渡到資本帳完全開放的暫時性手段，資本移動自由化雖非造成一國金融危機之主因，但金融風暴之所以快速蔓延，仍與全球追求金融自由化後資金流動失控有關。

一般而言，資本市場開放應為金融自由化的最後階段，只有在健全的經濟體質，自由的國際貿易，高效率的企業經營，以及健全的金融監督機制下，才可以考慮完全開放資本市場。亦即外匯交易自由化宜循序漸進，由經常帳先自由化，再擴及資本帳；在資本帳方面亦宜由長期資本先自由化，才能做短期資本自由化。以我國目前經濟實力而言，國際資金正常進出對國內經濟與金融造成的波動應可承受。但面臨國際資金大幅撤離的衝擊，國內金融主管單位應及早檢討現行法規，並嚴密監控國際短期資金的流向與流量，建立危機預警系統，強化金融監理機制，如此一來，國際資金將不致如洪水猛獸般可怕。

又本年底為履行 WTO 開放承諾，在全面開放資本市場之同時，統籌國內財經建設之主管機關應宜儘速建立早期金融預警系統，放入景氣循環，貨幣供給量與資金流動等高度關係性因素，以及早發現可能的危機，掌握全球化利得，避免資金快速

移動帶來弊害。

柒、建立有效預警制度

資金全球化無國籍之流動及金融市場之快速技術創新，業已改變金融體系之面貌。為防範外在環境變化對國內經濟的不利衝擊，在國內金融體系尚未完全成熟，而外資持股限制必須完全取消之現實環境下，對於干擾金融穩定的投資行為，勢必採取必要措施，主政當局除加強金融機構的管理與監督外，當可由觀察分析下列數項變動因素(various indicators)，以建立有效早期預警系統制度，提供監理單位及早採行因應措施：

一、申報制度之建立

東南亞金融風暴之骨牌效應，危及全球金融市場之穩定，受災國在國際救援部隊附條件之挹注下，並未達成預期效果。因此最近一、兩年來，各相關國際組織機構及各國對風暴之檢討與研究，已深深改變世人對危機發生原因之看法。有些學者指出，經濟基本面和結構性問題雖然說明了何以資金會由這些國家流出，卻無法解釋為何這些經濟基本面和結構性問題存在多年的國家，先前為何沒有資金外流的情形；另外有些結構性，基本面均存有嚴重問題之國家，並沒有發生資金外流情形，例如印度和中國大陸。中國大陸在東南亞金融風暴中，人民幣

(renminbi)仍舊屹立不搖，絲毫不受影響。由此觀之，東南亞金融風暴之關鍵可能在於受災國多係開放並鼓勵資本自由移動，其資金進出幅度及速度遠高於該國所能承受之能力，加以應付資金移動之政策工具不足，在國際資金大幅快速進出之衝擊下，終於出現無法掌控的局面。

東南亞國家在經歷半世紀以來最慘烈的金融風暴後，使得經濟成長大幅衰退，經此教訓及多方討論和檢討後，各國及國際組織對短期資本之移動已有不同於以往之評價。現行一般傾向較為務實，主張資本帳的自由化應審慎進行，不可超越國內金融體制所能承受的範圍，並應在完善的金融監理架構下審慎為之。有鑑於此，建立資金進出申報制度，充分掌握資金流動訊息，使其完全透明，是為掌控國際資金流動之最佳利器。

我國國情特殊，我國並非國際貨幣基金與世界銀行等超國家(Supranational)組織之成員，一旦面臨金融風暴，無法獲得奧援，加以兩岸關係不明朗，在國家安全上尚有潛在威脅，因此現行投資台灣市場之國際資金進出，中央銀行係採行申報制度，一旦發生國際資金大幅異常進出情況，央行得隨時密切監視，俾即時採行因應措施或公開操作，以穩定市場。例如東南亞風暴發生時，外資大幅匯出，迫使新台幣一路走貶，外匯市場不看好台幣，投機客趁機大量介入賣空套利，因此央行即時採行關閉無本金交割遠期外匯「NDF」交易，並進行貨幣政策沖銷，使台灣免於風暴嚴重衝擊。

二、監視指標之建立

資本帳完全開放後，在國際資金自由流動下，一國可能因經濟情勢逆轉，使其匯率偏離經濟基本面而引發國際短期資金套利的襲擊。以香港為例，當國際投機客察覺香港經濟基本面因回歸熱退燒而顯現疲軟現象與其匯率顯不相當時，國際對沖基金(hedge fund)一方面試探港元的支撐能力，一方面放空股市，套取股價指數下跌的價差(spread)，同時也在匯市放空港元期貨，在貨幣市場放空利率期貨，以建立其部位，隨後在股市高價拋現貨，而股價下跌後，期貨可獲利，換現金買美元，攻匯市，匯率貶，則現貨、期貨兩面獲利，資金外流，利率又上揚，一方面增加股市下跌之壓力，一方面又可在利率、期貨獲利，過程十分令人驚悚。

當然，我國目前外匯市場仍存在部份管制，加以利率穩定，衍生性金融商品工具有限，而匯市、股市的管理相對較週邊國家健全，對沖基金在這種環境下，根本無法使力，而相關建立監視指標之主要因素：

- (一) 密切觀察各項經濟指標與金融市場之關聯：在關聯出現異常徵兆時，就要及時採取適當措施。但在規範資金流動時，勿對自由市場之力量強加干預，以避免金融交易扭曲資源的分配。
- (二) 將國際投資組合依其性質分類：歡迎長期投資性質的資金，如退休基金(pension fund)、保險基金(insurance fund)；對不穩定之短期基金，如對沖基金則預訂配套措施（可斟酌採行各國資本流動管制經

驗之管制手段),一旦出現資金大量外流情形,央行得以該等配套措施穩定國內金融市場。

(三) 監控外資持有之資產部位：對外資持有不正常資產負債之各相關部位的累積成長應作深入的瞭解。對透過國內、外法人機構進入市場者,可依國際慣例要求法人機構揭露其客戶(受益所有權人)背景,報告其持有部位之變化。同時對相關期指合約(包括國內期市與摩根台指)持有部位有不尋常變化時,就要進一步分析其原因。

三、指數型投資之觀察

在投資理財的環境裡,投資的目的在追求最小風險和最大收益。但當全球投資機構越來越多,及電腦程式交易和各種科技運用之加入,使得經理資產之競爭日益激烈,「低價買入,高價賣出」之投資策略已不具任何實質意義。因此事先決定基本的投資方針與投資策略,以提升投資效率,獲取顧客的認同與信任,已成為投資世界裡最重要的信條。

投資風格(management styles)最常見的二分法為積極型(active)與被動型(passive)。所謂積極型投資,就是要運用人類預測、分析與判斷能力,全力追求股票的操作績效,以求打敗大盤指數。相對的,只追求與大盤漲幅相近的操作績效,就是被動型,或稱指數型(index-tracking)的投資,在市場呈現下滑走勢時,這類指數型基金的績效當然也會跟著下挫,但可以

取得客戶的諒解。

在實際操作運用上，積極型投資方法容易因為金額太大而不易操作，尤其在基金由多翻空消息曝光時，顧客馬上急著贖回，為了應付客戶贖回，基金經理人被迫賣出更多股票以為因應，於是產生惡性循環，將對基金產生嚴重打擊。

反之指數型投資也有許多好處，這類型投資只要透過電腦程式就可以完成，可省下龐大的薪資、辦公設備與通信等管銷費用，操作難度不會隨著資金規模太過鉅大而提高，資金可以全數投入，不會有閒置資金，而由於標榜與指數連動，操作不佳時，較不會受客戶的責難，另外其商品特性鮮明，解說容易，因此採取此種操作策略之基金逐漸成為趨勢，尤其是佔市場大宗的公共年金(pension fund)都是偏向於指數型(保守)的操作。

指數型操作，通常是依據國際知名之指數編製公司所編製指數權值作投資配置(assets allocation)，例如世界銀行旗下著名的國際財務公司(IFC)所編製的IFCI Index (Emerging Market Index Investable Weight Factor)、倫敦金融郵報所屬FTSE International所編製之FTSE Index 標準普爾(Standard and Poor's) 500 種指數或摩根士丹利資本國際公司(Morgan Stanley Capital International) 編製之MSCI Index 等。

以目前主導市場指數型基金，公司登記在日內瓦之MSCI (Geneva-based MSCI) 所編製的MSCI Index 為例，納入其指數的個股總市值，約占全球所有上市公司總市值的百分之七十。

由於指數型基金經理人之操作，其資金配置深受指數權值影響，渠等為符合其商品操作策略，往往被迫成為重要上市公司股票持有者(forced buyer of important listed companies)。因此觀察一國資本市場在國際著名指數編製所佔之比重往往成為該國對國際資金流動之重要指標。

另外指數編製所採取之計算基準或更改計算基準，都將嚴重影響某個市場之權值比重，連帶影響投資基金之配置，所以密切注意指數公司之預先宣告，可以預為估算因計算標準之變動影響權值而可能引發之國際資金流動。

以金融郵報(Financial Times) 二〇〇〇年八月二日有關歐市報導為例；該報導指出，由於過去數月歐洲股市表現不佳，主要是受德國(Deutsche Telekom)和法國電信公司(France Telecom)股價嚴重下滑影響，其中德國電信公司股價較之三月份跌了百分之五十，法國電信公司股價跌幅百分之四十，主要原因是該二公司主要股份為政府所持有，其流通在外之股票籌碼(free floats)低於其股本的百分之四十。因此為能反應真正納入指數的個股總市值，指數權值之計算方式(weighting methodology)應改採只計算流通在外之股票籌碼(free floats)

根據報導指出，FTSE International 已於去年決定朝 free floats 方向調整其指數之編製，並將於二〇〇一年第二季完成；道瓊(Dow Jones Stoxx)則於二〇〇〇年七月突然宣布，自二〇〇〇年九月起改採 free floats formula。MSCI 公司表示，free floats 計算觀念之出現，主要徵結在市場長久以來的交叉持股

(cross-holdings), 交叉持股尤以日本最為嚴重。國際基金經理人, 尤其是投資於新興市場之基金, 大都為 MSCI 指數追隨者, 但因新興市場透明度低, 平均 free floats 常低於百分之二十五 (成熟市場平均為百分之五十六), 使得 free floats 計算方法難以施展。另外若 MSCI 改變計算基準, 其影響層面太大, 因此 MSCI 宣布將於二 0 0 0 年九月開始諮詢客戶意見後, 於同年十二月三十一日宣布其決定。

四、貨幣偏好的改變

多數金融危機都是有跡可循, 且導火線往往是當地銀行、公司、民眾將資產改以其他強勢貨幣持有; 以東南亞風暴來看, 早在風暴爆發前, 變賣以本國貨幣計價資產投資模式便一再在亞洲上演。對沖基金、其他外國銀行和外國投資人只不過擔任被動回應的角色, 他們只是急於將資金抽離以求明哲保身的外國投資人, 也許有加速金融危機的惡化, 但並非金融危機的罪魁禍首。

在俄羅斯, 對沖基金和外國投資銀行在這波巨變中損失不貲, 間接證明他們也是盧布 (Ruppee) 驟貶和外債延遲給付下的受害者, 當地銀行和居民其實是難辭其咎的。阿根廷於一九七四年到一九八二年間增加的外債, 幾乎全用於民間資本外流的融資上; 類似情形亦在委內瑞拉發生, 墨西哥則大同小異但情況稍緩。

IMF 於一九九八年五月發布一份討論對沖基金對亞洲危機

影響的報告中指出,在泰銖大貶前,帶動大賣泰銖之群眾行為,其實是本國企業、銀行及國際商業投資銀行,由此可見貨幣偏好改變為風暴醞釀之重要原因。

IMF 一九九八年九月份發表的資本市場報告顯示,國際收支帳中的「錯漏項(errors and omissions)」也許能說明資本外流的動向。除中國大陸之外,亞洲國家在熱錢滾滾而入的一九九〇年到一九九五年間,此項數值幾乎一直居高不下;然而一九九六年情況開始改觀,錯漏項不再是正值,至一九九七年此項目甚至出現二十四億美元的負值。這些數字說明了一個現象:受金融風暴衝擊的亞洲國家國民,早在一九九四年就開始背棄當地貨幣,而時間上正是泰銖巨貶、金融風暴爆發的前三年。

五、文化基因的變化

另外一項影響國際資本流動屬心理層面最新發展,值得放入變數探討的就是文化遺傳基因(Meme),有人將文化基因譯為「瀾學」。Meme 在希臘文指的是模倣承續自基因(that which is imitated, after GENE);在生態學上則指來自非基因代代相傳的文化行為因子(an element of a culture or system of behaviour that may be considered to be passed from one individual to another by non-genetic means, esp. imitation);最近有人將此種 Meme 的研究擴張到社會問題。因為思想像病毒,觀念是一種傳染病,一傳十,十傳百,形成一種文化思潮。Meme 在社會心理之基本原則,以某事件來說,一件事還沒發生或正在發生,心理衝擊是第一波,它先於事件之到來;一件事已經過去,心理還不會

立刻平靜下來，它晚於事件之離去，因此心理風暴遠比實際事件更廣泛，更激烈和持久。

生物演化的兩個根本原則，一為種群數目的擴張，另一為遺傳基因不斷複製；文化的生物學原理也類似，一個是保持某種信念（種群）的人口數目不斷擴張，一個是文化信念基因的不斷複製；這兩種原則既是平行存在又是互為因果，種群人口越多，文化基因複製的可能性越大，文化基因複製的可能性越大，種群人口越多。經濟危機的文化基因肇始於一九三〇年代全球第一次危機，這是經濟危機文化基因的第一代種群，經過七〇年代的全球石油危機和九〇年代初的生態和環境危機，這些發生的危機發生地大多在歐美等工業化世界，種群大多分布在西方。

一九九七年發生的金融風暴在亞洲，因此危機的文化基因很快在這個地區播種，一方面因為這個地區的人口總數高於歐美，危機的文化基因容易在這裡找到種群寄主，另一方面因為歐美受過兩次大危機衝擊，寄主人口已近飽和。因此此次風暴，西方受感染的危機程度相對而言很低，因為危機寄主人口已趨飽合。因此，傳播此次危機意識最賣力的是西方某些代表人物和利益團體，其中包括國際超級炒家索羅斯(Soros)和他的量子(Quantitative Fund)基金，也包括國際貨幣基金(IMF)。他們對危機的渲染和不負責任，不僅是利益使然，更重要的原動力在於另一個更深層文化基因，這就是西方文明優越於東方，這種文化基因尤能在受過西式自由經濟思想影響的人群中找到寄

主。當危機意識快速受到渲染和傳播的同時，伴隨著惶恐和不安的就是國際資金的快速移動。

捌、結語

在全球化與自由化的浪潮下，伴隨經濟金融環境的快速變遷和網路科技的發展，資金的快速移動往往僅繫於網路上的一個按鍵，全世界已成為一個無疆界的國度。如何健全資本市場、活化國際資金的配置，將是重要課題，而課題之前的重要工作在於有效監視短期之國際資金流動。

我們都知道，經濟自由化講究秩序和效率，錯誤的自由化順序可能威脅一國金融穩定，並導致資源的錯誤配置和不利財富在國家間重分配。我們也了解，國際資金所以願意進駐台灣資本市場，所著眼的無非獲利、安全與維持適度的流動性，這是任何理性投資者共通的考量。台灣資本市場投資人的結構特殊，自然人佔了八成以上，由於個別投資戶掌握資訊能力不足，容易受片面消息的影響，將外資視為市場指標而盲目追高殺低，結果獲利相對有限。這種散戶的市場結構也較不易了解國際資金的效率配置的整體優點，反而對國際資金進出產生疑慮。其實提升金融自由化和國際化之時，廢除和避免資本流動的限制將會日益重要，而短期間大量不穩定資本之流通，通常可以作為偏差經濟政策最佳的指標。

亞洲金融風暴發生的次年底，當世界銀行與國際貨幣基金即將召開年會的前夕，各國領袖爭相提出各式各樣的全球金融改革意見，但這些意見的背後幾乎沒有任何施行細節，看起來都不可行，而且沒有任何足夠實力的金主可以作為實施這些意見的後盾，因為今日民間資金流動的規模實在太過龐大，連國際貨幣基金都已無力處理。因此就歸結出三個關鍵問題：資金流動應該管制嗎？是否應該有更多的公共資金來因應金融恐慌？私人企業如何在危機中扮演更重要的角色？

在第一個問題中，正反意見對立的情況最嚴重。雖然目前大部分人都同意新興經濟體在開放資金流動自由化時必須小心謹慎，但有人強調資本自由化的利益，有人憂心其風險，這種意識形態上的對立使得雙方無法妥協。公共資金問題同樣棘手。這項基金規模應該多大？其架構為何？即使在美國財政部，關於如何開創流動資金新來源的問題都有不同意見，尤其在避免金融恐慌之同時，怎樣不致造成道德風險，更是兩難問題。美國在一九九八年 APEC 年會時，對東協(ASEAN)各國與日本等所提出成立地區性亞洲貨幣基金(Asia Money Fund)構想方案時，美國以較寬鬆的融資條件易於引發「道德危險(Moral Hazard)」而反對，結果此一提案被打消。我們應該記得當時台灣是大力支持亞洲貨幣基金的提案，若此構想成立，台灣亦應會提供若干資金，為亞太金融社會略盡棉薄之力。至於私人企業是否應該加強在危機中的角色？這個構想不新鮮也不難行，卻花了各國好幾個月時間討論。

有關成立公共資金乙節，財政部鑑於我國資本市場投資人以

自然人為主，易受國內外重大事件，或國際資金大幅移動之影響而過度反應，且因國情特殊，又非國際貨幣基金或世界銀行會員國，當國家遭受鉅大金融衝擊威脅時，無法獲得國際機構之支援，必須及早建立『危機處理機制』，以降低其衝擊，因此行政院經過數月研議，特草擬「國家安定基金設置及管理條例」送立法院於八十八年底立法通過，成立了規模五千億元的「國家安定基金」，於是「國家安定基金」成為我國第一個自我防衛之公共資金。

為審慎運用國家安定基金，避免市場遭受不當干擾或引發道德風險(Moral Hazard)，該條例第八條明定動用基金之條件，包括因國內、外重大事件、國際資金大幅移動，顯著影響民眾信心，致資本市場及其他金融市場有失序或有損及國家安定之虞時，得經委員會決議，動用第四條第一項之可運用資金辦理下列事項：

- (一) 於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣有價證券。
- (二) 於期貨市場進行期貨交易。
- (三) 其他經主管機關核准之事項。

前項資金之動用，操作規劃之執行，得委託專業機構辦理之；其委託相關事宜，由委員會定之。

總結一個有效率的資本市場，通常需要存在一個有效率的監理體系。台灣資本市場過去經常受到一些不當干擾，造成市場的不成熟，使得投機炒作空間變大，內線交易猖獗，甚至成為國際

機構所詬病；例如瑞士洛桑管理學院(IMD)在其國家競爭力評比中，鑑於台灣資本市場不夠透明化、價格操縱和內線交易猖獗，台灣在該等項目之排名通常很差。這些問題雖然可以因為國際資金所帶來的競爭而稍作改善，但根本上還是需要有健全的金融監理體系。

除了政府建立之危機處理機制、主管機關制定之金融監理制度及早期預警系統，俾隨時掌握資訊，避免及防堵巨額短期投機資金在國內外以及各金融市場流竄肆虐外，同時也應充分揭露資訊，提供投資人相關訊息以及各種避險工具，使投資人得透過自由經濟市場自行安排避險機制；另一方面，外資多係國際著名之專業投資機構，運用其競爭優勢及靈活性，在境外進行其投資活動，隨著各國金融市場的開放，資金逐利而行之無國籍行動，跨國投資行為更加複雜，對短期資金之流動，尚有待運用適當之國際合作管道，加強國際間金融監理工作，以維護一國金融市場之穩定性與公平性。

參考資料：

1. “Hot money, accounting labels and the permanence of capital flows to developing countries: An empirical investigation”, JDE, Vol: 59 Iss: 2 Date: Aug. 1999 p: 337-364.

2. “Do capital controls and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? Evidence from the 1990s”, JMF, Vol: 18 Iss: 4 Date: Aug. 1999 p: 619-635.
3. “Cooling hot money”, IL, Vol: 32 Iss: 9 Date: Sep. 1998 p: 100.
4. “Causes, Effects and Regulatory Implications of financial and Economic Turbulence in Emerging Markets”, Interim Report, Emerging Markets Committee, IOSCO, 1998.
5. “Experience with Controls on International Portfolio Operations in Shares and Bonds”, OECD.
6. “Capital Flows to Emerging Markets economies”, Institute of International finance Inc., 1998.
7. “Securities Markets, Systemic Stability and Regulation”, London School of Economics and Political Science, LSE financial Markets Group, Vol. 26.
8. Financial Times daily report from 12, July till 9, October.
9. ABACUS, Fortune, Vol.138, No. 8 October 26,1998.
10. Economist, Oct. 1998.
11. “Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization”, Site Search Results, IMF, Aug. 2000.
12. “Why do Countries Use Capital Controls?”, Working Paper, Dec.

1998.

13. IMF, International Statistics, 各期.
14. IMF, World Economic Outlook, 各期.
15. OECD, Economic Outlook, 各期.
16. WB, Development Business, 各期.
17. Den Danske Bank, The International Economy, 各期.
18. 東南亞經貿報導, 1998年9月。
19. 行政院經濟建設委員會重要經濟課題報告 (on-line, cepd.spring.org.tw)。
20. 黃兆仁, “從政治經濟學學理解析東南亞金融風暴” - 個案研究 (on-line, www.kmtmpr.org.tw), 台灣經濟研究院。
21. 倪成彬, “避險基金的衝擊與 IMF 的改革” (on-line, www.banksinopac.com.tw)。
22. 謝素真, “美國聯邦政府檢討 LTCM 事件針對對沖基金及財務槓桿操作風險提出新政策”, 證券暨期貨管理雜誌, 八十八年六月。
23. 中央銀行季刊, 第二十一卷第三期。
24. 中央銀行季刊, 第二十一卷第四期。

25. 中國商銀月刊，第十七卷第十二期。

26. 華信金融季刊，第十期。