

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：研討會)

**參加第 10 屆「SEACEN 資本移動專家小組」  
研討會出國報告書**

服務機關：中央銀行

姓名及職稱：溫淑華 一等專員

黃慧雯 三等專員

出國地區：菲律賓 馬尼拉

出國期間：民國 102 年 10 月 6 日至 10 日

報告日期：民國 102 年 12 月

## 目 錄

一、 前言.....	1
二、 日本央行採行量化寬鬆貨幣政策.....	2
三、 近期 SEG 區域資本移動趨勢及發展.....	6
四、 南韓央行因應國際資金流入採行之管理措施.....	8
五、 香港金融管理局採行之資本管理措施.....	11
六、 加強區域合作，共同協調以管理資本流出之風險.....	14
七、 美國調整量化寬鬆措施對亞洲國家之影響.....	16
八、 結語與建議.....	19
參考文獻及研討會資料.....	21

# 參加第 10 屆「SEACEN 資本移動專家小組」研討會 出國報告書

## 一、前言

SEACEN 資本移動專家小組( SEACEN Expert Group, SEG, on Capital Flows ) 係由東南亞國家中央銀行研訓中心 ( SEACEN Centre ) 於 2000 年 5 月所成立，主要係因 2000 年 1 月於馬來西亞吉隆坡舉行的 SEACEN 部長級會議，各國官員對資本移動管理之要求，目的在確保 1997 年亞洲金融危機後區域金融市場之穩定。截至本次會議前，SEACEN 秘書處已舉辦 9 次 SEG 專家小組會議、4 次技術會議，以及 2 次研討會。

本次研討會主要係提供 SEG 會員國代表當前經濟趨勢與資本移動概況，以及有關資本移動監理之最新議題。主要目的包括：(1)發展一套區域性架構，以促進會員國間對資本移動議題之資訊分享，以及(2)制定具體可行的計畫，提供會員國個別執行或彼此合作，以增進對資本移動之管理。

與會成員除本行外，尚包括香港、南韓、中國、印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國、越南及柬埔寨等共 10 國代表參加。邀請東南亞國家中央銀行研訓中心、日本央行等專家，以及菲律賓中央銀行副總裁與馬來西亞中央銀行助理總裁擔任課程講師，會中亦安排部分國家代表簡報 2008 年全球金融危機以來各該國資本移動概況，以及執行總體審慎政策的相關措施與經驗分享。

本報告共分為八個部分，除前言外，第二部分介紹日本央行採行之貨幣政策措施；第三部分說明近期 SEG 區域資本移動的趨勢及發展；第四部分介紹韓國央行因應國際資金流入採行之管理措施；第五部分為香港金融管理局採行之管控措施；第六部分彙整亞洲各經濟體加強區域資本移動管理之近況；第七部分為美國調整量化寬鬆措施對亞洲國家之影響；最後為結語與建議。

## 二、日本央行採行量化寬鬆貨幣政策

日本央行採行大規模量化寬鬆措施，導致日圓快速貶值，並引發「渡邊太太」之利差交易再度興起，惟日本政府僅口頭干預匯率將有所節制，再再加速資金外流，對亞洲鄰國產生資金外溢效果，茲說明日本央行採行之寬鬆貨幣政策如下：

### (一) 2013 年 1 月一日日本政府與日本央行發表聯合聲明

為對抗長期通貨緊縮並達成物價穩定之可持續的經濟成長，日本政府與日本央行於 2013 年 1 月發表聯合聲明，宣布將加強雙方政策協調與合作，積極克服通貨緊縮，促進經濟持續成長。一方面，日本政府彈性管理總體經濟政策，研擬提振競爭力與經濟成長潛力之措施，交由日本經濟再生本部（the Headquarters for Japan's Economic Revitalization）積極推動，並建立一個可維持的財政結構，以確保政府財政管理之可信度。另一方面，日本央行認為與物價穩定一致的通貨膨脹率有助企業增強競爭力及日本潛在經濟成長，故設定 2% 的通膨目標，採行寬鬆貨幣政策，並訴求在最短的時間內達成目標。

## (二) 2013 年 4 月一推出「量質兼備」的寬鬆貨幣政策

黑田東彥 (Haruhiko Kuroda) 於 2013 年 3 月接任總裁一職，隨後日本央行於 4 月 4 日推出「量質兼備」的寬鬆貨幣政策 (Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE)，包括以下 4 個面向：

政策	採行措施
改採貨幣基數作為操作目標	■ 貨幣基數 (monetary base) 每年按 60 兆至 70 兆日圓速度增長。
擴大收購國債並延長持有國債之平均剩餘期限	■ 日本央行增加對日本國債 (JGBs) 之收購，使流通在外國債按每年 50 兆日圓速度增加。 ■ 放寬到期日限制，開放日本央行對各種期限國債之購買，使其持有國債之平均剩餘期限由原先小於 3 年延長至 7 年，與目前流通在外國債的平均剩餘期限一致。
擴大 ETF 及 J-REIT 購買規模	■ 為降低資產價格的風險貼水，日本央行擴大指數股票型基金 (ETF) 及日本房地產投資信託基金 (J-REIT) 購買金額，分別按每年 1 兆日圓及 300 億日圓的速度增加。
持續推動 QQE	■ 日本央行將持續推動「量質兼備」的量化寬鬆政策，務必達成 2% 的通膨目標 (表 1)。

表 1 日本央行對經濟成長率及通膨之預測  
(2013 年 7 月)

單位：%

	Real GDP	CPI (扣除新鮮蔬果)	剔除消費稅 上調效果
2013	+2.8	+0.6	
2013年4月預測	(+2.9)	(+0.7)	
2014	+1.3	+3.3	+1.3
2013年4月預測	(+1.4)	(+3.4)	(+1.4)
2015	+1.5	+2.6	<b>+1.9</b>
2013年4月預測	(+1.6)	(+2.6)	(+1.9)

註：上述數字為政策委員會委員預測值之中位數。  
資料來源：SEG研討會講義。

### (三) 日本央行資產負債表大幅膨脹

為達到以下目標：(1) 2 年內達 2%通膨目標；(2) 2 年內貨幣基數倍增；以及 (3) 2 年內國債持有金額及平均剩餘期限倍增，日本央行資產負債規模快速擴張，負債面的存款帳戶餘額由 2012 年底 47 兆日圓，大幅增加至 2014 年底 175 兆日圓，反映在資產面的日本國債持有增加，由 2012 年底 89 兆日圓，增加至 2014 年底 190 兆日圓<sup>1</sup> (表 2)。

<sup>1</sup> 日本央行一方面擴大日本國債持有，另一方面要求銀行將釋出之資金回存至各銀行在央行開設之活期帳戶，充當準備金，使日本央行資產負債規模同步膨脹。

表 2 日本央行資產負債表

單位：兆日圓

年底	2012	2013(f)	2014(f)
<b>貨幣基數</b>	<b>138</b>	200	<b>270</b>
<b>資產負債表</b>			
日本國債	<b>89</b>	140	<b>190</b>
商業本票	2.1	2.2	2.2
公司債	2.9	3.2	3.2
指數股票型基金	1.5	2.5	3.5
日本房地產投資信託基金	0.11	0.14	0.17
債務援助計畫	3.2	13	18
其他	59	59	73
<b>資產合計</b>	<b>158</b>	<b>220</b>	<b>290</b>
發行通貨	87	88	90
存款	<b>47</b>	107	<b>175</b>
其他	24	25	25
<b>負債及淨值合計</b>	<b>158</b>	<b>220</b>	<b>290</b>

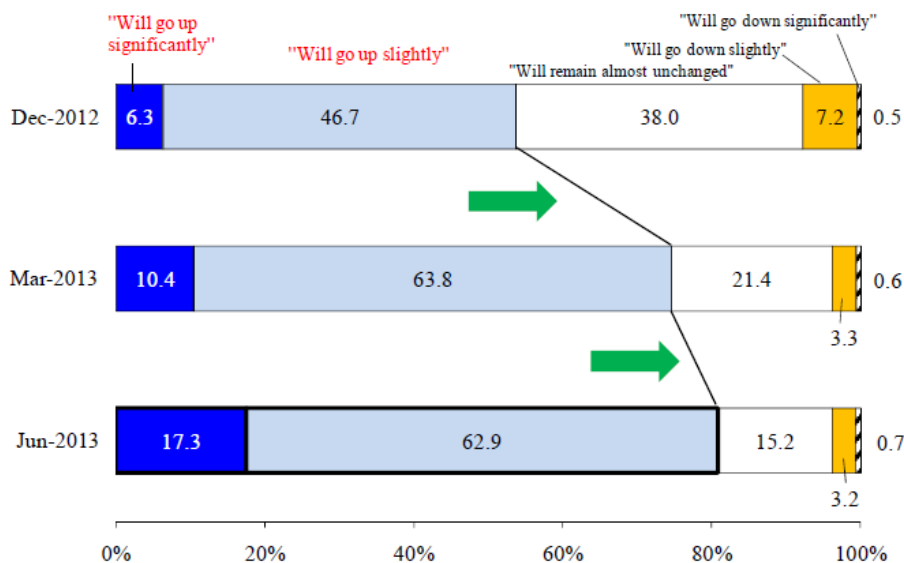
資料來源：SEG研討會講義。

#### (四) 日本央行展現決心，力改外界對通膨之預期

2013年5月31日日本央行副總裁中曾宏（Hiroshi Nakaso）對外發表演說，說明QQE係透過增進總合供需均衡，提高對中長期通膨之預期，促使進口價格上升等3個路徑，達成物價上漲的目標。2013年7月29日日本央行總裁黑田東彥亦對外聲明，QQE已對日本金融情勢、通膨預期及經濟活動與物價產生了正向作用。

根據最近3次日本央行「一般大眾觀點與行為之意見調查」，家庭部門預期未來一年物價水準將顯著上升的比率由2012年12月的6.3%，大幅增加至2013年6月的17.3%，而微幅上升的比率亦由46.7%增加至62.9%，合計預期物價上升的比率已超過8成（圖1）。

圖 1 家庭部門對未來一年物價水準之預期



註：對未來一年物價水準之預期（剔除消費稅上調的效果）。

### 三、近期 SEG 區域資本移動趨勢及發展

分析國際間資本移動，一般係觀察國際收支統計金融帳各主要項目之變化。以下就 2011 年第 1 季至 2013 年第 2 季 SEG 主要會員國資本移動情形<sup>2</sup>，說明如下：

#### （一）資金流出入變動大，預期未來淨流入將減少

2011 年第 1 季至 2013 年第 2 季 SEG 經濟體資金淨流出達 692 億美元，資金流出入變動大，且隨美國縮減 QE 規模，預期未來淨流入將減少。SEG 經濟體中，新加坡、台灣、南韓及日本為資金淨流出國，其餘國家則為資金淨流入國，其中以澳洲淨流入金額最大，高達 1,138 億美元，占全體淨流入國半數（圖 2）。

<sup>2</sup> SEG 目前共 19 個會員國，本節係參考菲律賓央行副總裁 Diwa C. Guiniquendo 簡報，分析澳洲、台灣、香港、印尼、日本、南韓、馬來西亞、蒙古、菲律賓、新加坡及泰國等 11 國資本移動情形，惟因講者引用台灣數據有誤，職按 BOPS 及各國央行資料重新分析各國資金移動情形，並更新資料至 2013 年第 2 季。



圖 2a 資金淨流入國

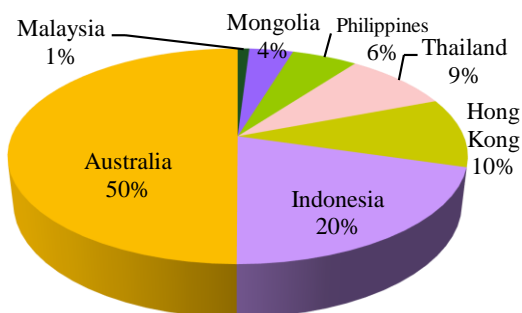
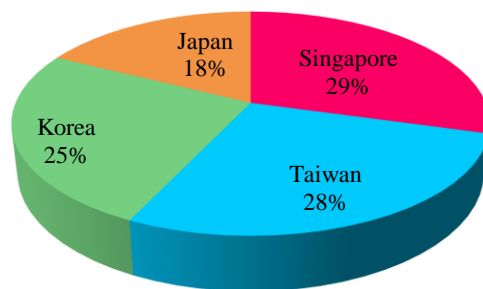


圖 2b 資金淨流出國



註：資料期間為 2011Q1 至 2013Q2（圖 3 至圖 5 亦同）。

## （二）直接投資及其他投資呈現淨流出，證券投資則呈現大幅淨流入

由於 SEG 經濟體對外直接投資大於外資直接投資，直接投資淨流出達 1,558 億美元。其中，日本淨流出 2,851 億美元最多，占全體淨流出國的 7 成。澳洲則吸引最多外資直接投資，占全體淨流入國近 5 成，其次為新加坡的 32% 及印尼的 13%（圖 3）。

圖 3a 直接投資淨流入國

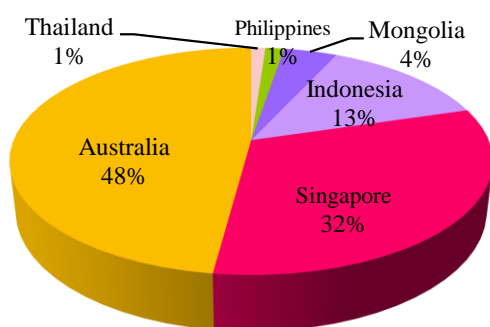
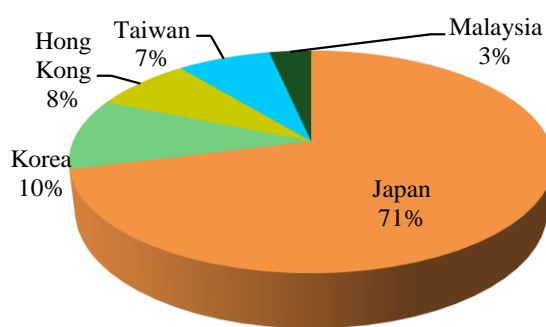


圖 3b 直接投資淨流出國



註：因尾差，致加總不等於 100。

SEG 經濟體證券投資淨流入 3,561 億美元，主要係投資人將資金移往新興市場以追求較高報酬。除新加坡、台灣及香港外，其餘國家皆呈淨流入，其中日本淨流入 3,776 億美元最多，超過全體淨流入國的 7 成（圖 4）。

圖 4a 證券投資淨流入國

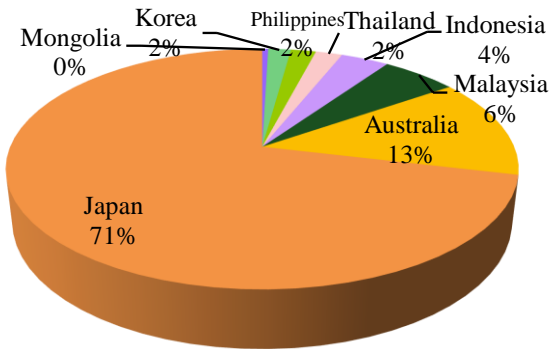
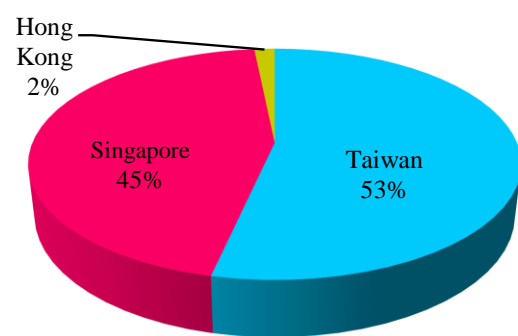


圖 4b 證券投資淨流出國



註：蒙古比重為 0.45%。

其他投資呈現淨流出 1,574 億美元，以日本淨流出最多，占全體淨流出的 4 成；香港、台灣及泰國則為淨流入（圖 5）。

圖 5a 其他投資淨流入國

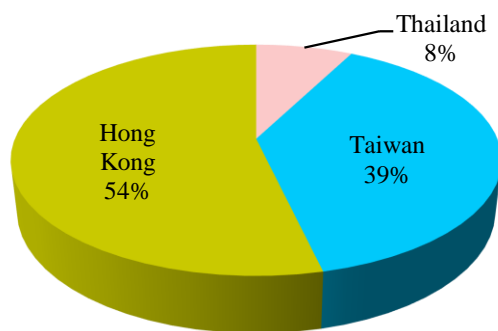
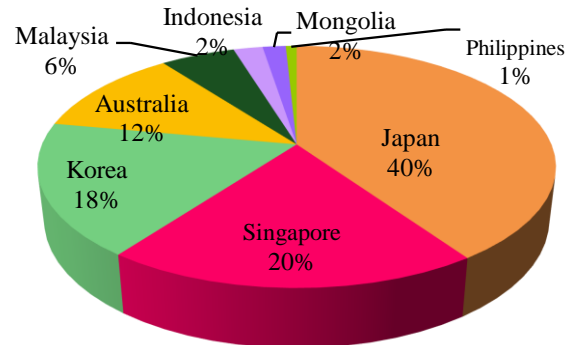


圖 5b 其他投資淨流出國



#### 四、南韓央行因應國際資金流入採行之管理措施

##### （一）全球金融危機後，國際資金大幅流入南韓證券市場

1997 年亞洲金融風暴後南韓大幅放寬外匯管制，因應外匯業務成長，銀行自國外引進外幣資金，特別是外商銀行自總行或聯行大量借入，以供應當地銀行所需。

2008 年全球金融危機發生前，南韓銀行自國外借入資金大幅增加，惟全球金融危機期間這些資金急劇流出，

情況甚至比亞洲金融風暴期間更為嚴重。

自 2009 年第 2 季起，因主要國家紛紛提出各種紓困方案，全球金融情況漸趨穩定，外資預期南韓經濟逐步復甦，資金再度流入，且轉變為證券投資成長最快。

由於 2011 年起外資證券投資流入資金的波動性逐步上升，甚至高於銀行自國外借入資金的波動性，加上南韓金融市場已大幅開放，當全球金融情勢不穩定時，南韓對國際資金流動性的反應將較其他新興市場經濟體更為敏感，增添對經濟的不確定性（圖 6）。

圖 6-1 證券投資波動性增大

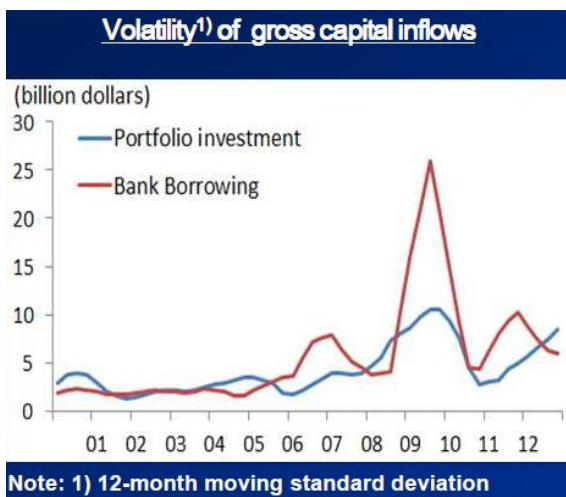
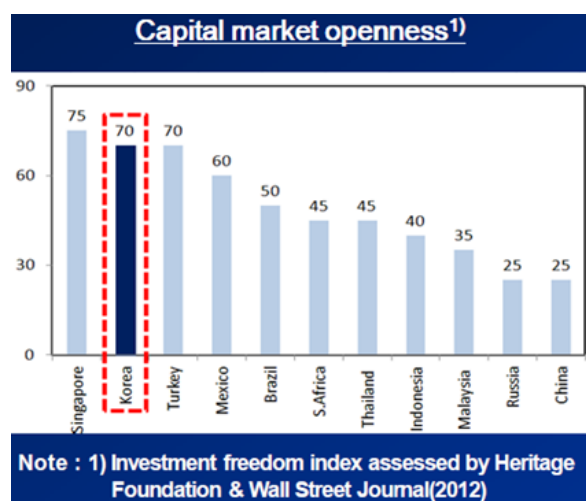


圖 6-2 各國金融市場開放度



## (二) 南韓對資本移動之管理

為因應國際資金大幅流出入對南韓資產市場、金融市場及貨幣政策傳遞效果產生的不良影響，南韓政府採行下列管理措施：

政策	採行措施
對銀行外匯行	<ul style="list-style-type: none"> <li>2010 年 10 月：為防止企業及銀行過度避險及承擔投機風險，規定本國銀行及外商銀行外匯衍生性</li> </ul>

政策	採行措施
衍生性商品部位設限	<p>商品部位分別不得超過資本的 50% 及 250%。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2011 年 7 月：分別降為 40% 及 200%。</li> <li>■ 2013 年 1 月：分別再降為 30% 及 150%。</li> </ul>
恢復實施非居民在南韓債券投資課稅規定	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 全球金融危機最嚴重時期，南韓政府取消對非居民債券投資所得及資本利得分別課徵 15.4% 及 20% 稅率之規定，2011 年 1 月起恢復實施，以降低非居民套利之誘因。</li> </ul>
課徵總體監理穩定稅（外幣負債稅）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 為減緩銀行自外大量借入資金，2011 年 8 月起對銀行非核心業務之外幣負債課稅，標準分別為：1 年以下 20bp、1 至 3 年 10bp、3 至 5 年 5bp、5 年以上 2bp，並將此稅收設立準備基金，俾供未來資金流動性不足時使用。</li> </ul>

### （三）南韓資本移動管理之成效

由於本國銀行在政府規定投資部位上限前，原承做外匯衍生性商品部位規模已減少，故新措施對本國銀行的影響不大；而外商銀行外匯衍生性商品部位規模在新措施實行前亦已減少，惟上述措施對降低外商銀行短期外債已見成效（圖 7-1 至 7-3）。

上述 3 項措施實施時間不長，資料有限，尚難作實證研究，以評估其有效性。但對南韓而言，制定資本移動管理措施，以追求金融穩定，有其必要性；此外，加強國際間雙邊合作，亦非常重要。

圖 7-1 本國銀行外匯衍生性商品部位

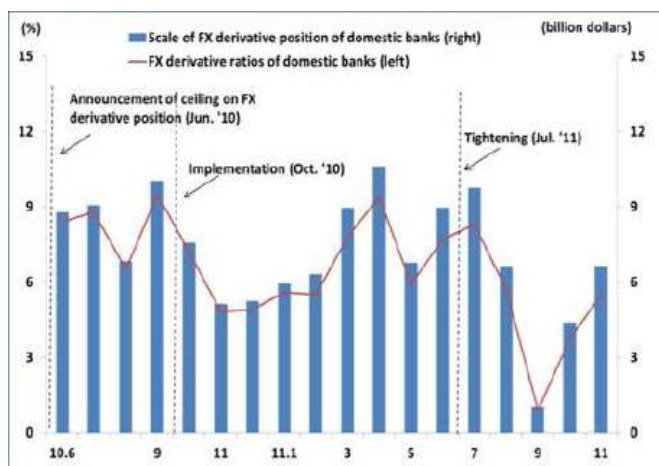


圖 7-2 外商銀行外匯衍生性商品部位

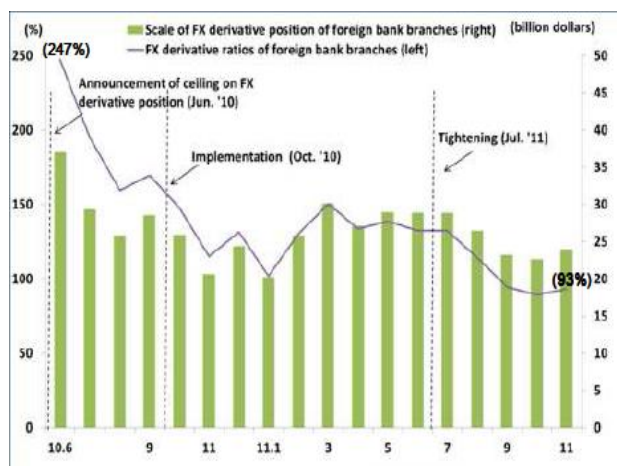
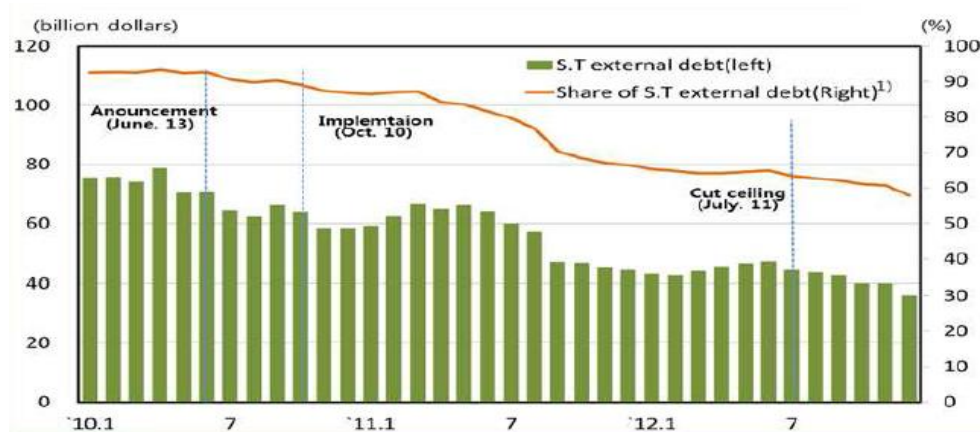


圖 7-3 外商銀行槓桿上限 (Leverage Caps) 與短期外債

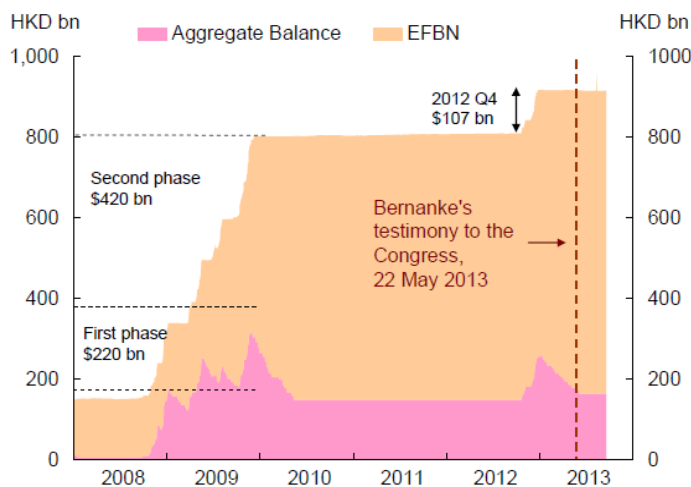


## 五、香港金融管理局採行之資本管理措施

### (一) 國際資金流入香港，致銀行信用擴張及房價上揚

自 2008 年起流入香港資金累計達 1,000 億美元，使銀行信用擴張，銀行全體放款年增率由 2012 年第 3 季的 7.5%，大幅成長至 2013 年第 2 季的 15%。此外，與 2009 年第 1 季相比，香港房價漲幅達 123%，遠高於亞洲其他國家，顯示國際資金流入致香港房地產過熱（圖 8）。

圖 8-1 2008 年以來累計資金淨流入金額



註：總結餘(Aggregate Balance)係銀行在央行開設的結算戶頭及準備帳戶的結餘總額；外匯基金票據及債券(Exchange Fund Bills/Notes, EFBN)係金管局發行的港元債務證券，可供作為交易、投資及對沖的工具。

圖 8-2 各國房價漲幅比較

	% change from 2009 Q1 <sup>1</sup>
Australia	20.6
China	16.0
<b>Hong Kong SAR</b>	<b>123.0</b>
Indonesia	24.0
Japan	-6.0
Malaysia	45.9
New Zealand	15.3
Singapore	32.3
South Korea	20.6
Thailand	44.7

1. The latest observation is 2013 Q2 for Australia, China, Hong Kong SAR and Singapore. 2013 Q1 for others.

## (二) 香港採行之總體審慎措施

自 2009 年 10 月起，香港金融管理局 (HKMA) 及香港政府 (HKSAR) 陸續採取下列措施以因應國際資金流入：

政策	採行措施
加強銀行抵押貸款風險控管方面	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 對於風險較高的不動產抵押貸款，降低貸款成數。</li> <li>■ 對於抵押貸款申請人償還能力之評估，採取更嚴格的債負比率及審核標準。</li> <li>■ 經主管機關核准使用內部評等法之銀行 (Internal Ratings-Based Approach, IRB banks)，其所有新承做住房抵押貸款一律適用 15% 之最低風險權數 (risk-weight floor, RWF)。</li> <li>■ 所有新承做住房抵押貸款期限縮短為 30 年。</li> <li>■ 要求銀行互相分享抵押貸款相關資訊。</li> </ul>

政策	採行措施
反景氣循環審慎措施方面	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 確保主要銀行持續維持信用及流動性風險管理標準。</li> <li>■ 要求主要零售銀行提高法定準備，由 2010 年底的 0.85% 提高至 2011 年底的 1.4%，以減緩資產品質惡化產生之不利衝擊。</li> <li>■ 要求信用大幅擴張之外國銀行提供足夠的長期資金，以支應其在香港的長期貸款。</li> </ul>
抑制需求方面	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 對居民持有之不動產課徵額外印花稅（Special Stamp Duty, SSD）。</li> <li>■ 對非香港永久居民課徵買家印花稅（Buyer's Stamp Duty, BSD）。</li> <li>■ 對居民及非居民持有之不動產實施雙倍印花稅（Double Stamp Duty, DSD）。</li> </ul>

### （三）香港總體審慎措施之執行成果

香港不動產市場成長已轉趨穩定，新承做住房抵押貸款平均貸款成數由 2009 年 9 月的 64% 降至 2013 年 8 月的 56%；自 2009 年 10 月香港金融管理局實施緊縮債負比率規定後，新承做住房抵押貸款平均債負比率再由 2010 年 8 月的 41% 降至 2013 年 8 月的 36%。使得銀行更具彈性以因應不動產市場下滑可能造成之潛在損失（圖 9）。



圖 9-1 房地產成交量與房價指數

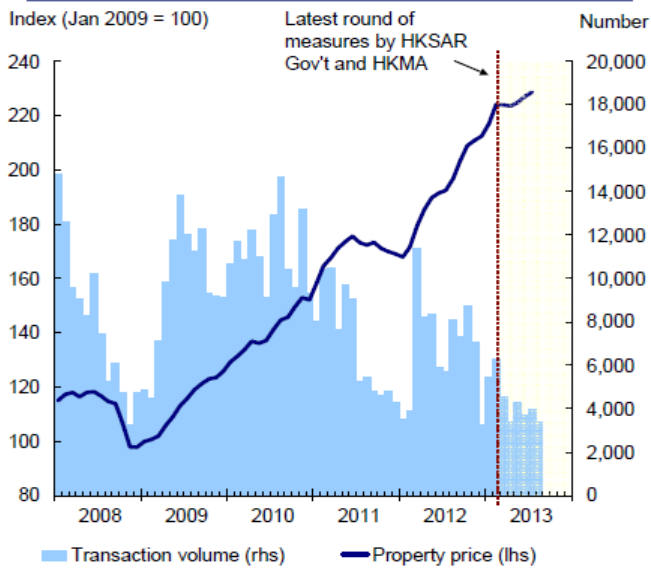
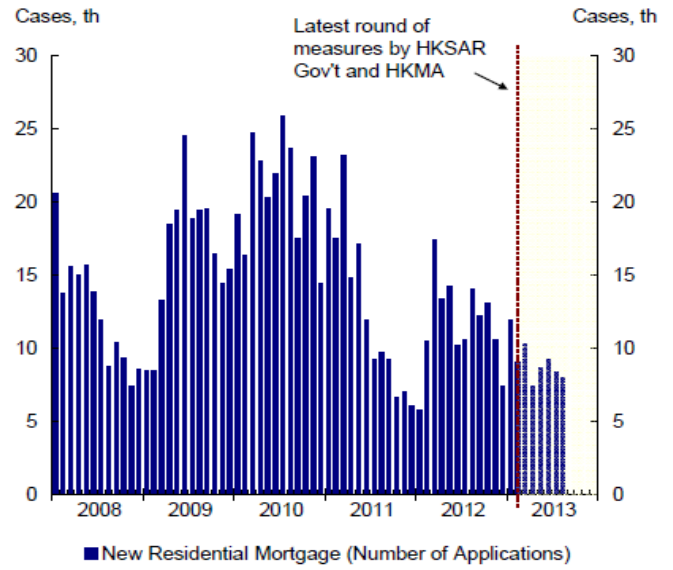


圖 9-2 新承做住房抵押貸款件數



## 六、加強區域合作，共同協調以管理資本流出之風險

目前亞洲各經濟體共同協調資本移動有 3 個方向<sup>3</sup>，旨在加強彼此間合作，以減緩資金大幅流出入帶來之衝擊。

方向	具體措施
危機預防與解決方案	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>加強區域監理</b>：如(1)1997 年亞洲金融危機後，分別於 2000 年 5 月成立「SEACEN 資本移動專家小組」，以及 2007 年 4 月設立「東亞及太平洋中央銀行行長會議組織 (EMEAP) 下屬之貨幣和金融穩定委員會 (MFSC)」；(2)2008 年全球金融風暴後，2011 年 5 月再成立「東協加三總體經濟研究辦公室 (AMRO)」。</li> </ul>

<sup>3</sup> 本節係參考香港金融管理局外事處高級經理 Ivy Yong 簡報內容，其曾多次參與資本移動管理之區域合作會議，彙整及歸納目前資本移動管理有 3 個方向。



方向	具體措施
	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>擴大監理合作</b>：如香港金融管理局透過與其他夥伴簽訂 MOU 或其他正式協議方式，分享與交換監理資訊，並定期開會討論。</li> <li>■ <b>建立區域金融安全網</b>：(1)2010 年 3 月東協加三簽訂「清邁倡議多邊協定 (CMIM)」提供短期美元以支應會員國國際收支及流動性問題；(2)2011 年 10 月泰國與日本央行簽訂第一個跨境擔保品協定 (CBCA)，承諾以外國擔保品作擔保提供對方流動性短缺所需資金；(3)簽訂「雙邊換匯協定 (BSA)」，相互融通外匯流動性。</li> </ul>
<p>深化區域金融市場，強化吸納資金能力</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>成立亞洲債券基金 (Asian Bond Fund, ABF)</b>：為擴大及深化亞洲區域與當地債券市場，投資美元計價債券 (ABF1) 與當地貨幣計價債券 (ABF2)，其中 ABF2 包括 8 個單一市場基金及泛亞債券指數基金 (Pan Asia Bond Index Fund, PAIF)。</li> <li>■ <b>亞洲債券市場倡議 (Asian Bond Market Initiative, ABMI)</b>：2010 年 11 月中日韓 3 國共同出資成立規模 7 億美元的區域內信用擔保投資機構 (CGIF)，以促進亞洲債券市場發展；其他工作小組如亞洲債券市場高峰會則強化東協加三債券市場論壇及區域性清算中介 (Regional Settlement Intermediary, RSI) 之可行性研究。</li> </ul>
<p>區域內貿易與</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>貿易方面</b>：例如，中國大陸使用人民幣作為對外</li> </ul>

方向	具體措施
投資採當地貨幣清算	<p>貿易結算貨幣之比重由 2010 年僅 2.0%，增加至 2013 年上半年的 13.2%。</p> <p>■ <b>投資方面：</b>例如，香港擴大人民幣金融商品範圍，包括存款、股票、遠匯、期貨、保險及各種上市及未上市投資基金。2012 年以人民幣作為貿易結算金額已達 2.6 兆人民幣；此外，香港的即時支付結算系統（RTGS）亦提供全球各地銀行進行人民幣支付。</p>

## 七、美國調整量化寬鬆措施對亞洲國家之影響

美、歐、英、日等主要央行先後採行貨幣寬鬆政策，國際資金大幅流入亞洲新興經濟體，導致亞洲通貨升值、股市上漲、通膨升高，而過多的流動性亦造成家庭部門擴大借貸及房地產價格走揚，使得銀行授信風險被嚴重低估，並加深經濟之脆弱性。

馬來西亞助理副總裁 Marzunisham Omar 指出，自 2013 年 5 月美國聯準會暗示將縮減每月購債規模，QE1 以來流入資金約有 20% 已反轉流出（圖 10），並造成亞洲通貨貶值、股價下跌，以及 10 年期公債殖利率與政策利率利差擴大（圖 11）。惟 2013 年 9 月美國聯邦公開市場委員會（FOMC）決議，卻又表示暫時不會進行 QE 減碼。對非傳統性寬鬆貨幣政策究竟何時退場、如何退場的不確定性，使市場震盪加劇，資金退潮對亞洲各經濟體之影響已然浮現。

圖 10-1 累計證券投資淨流入

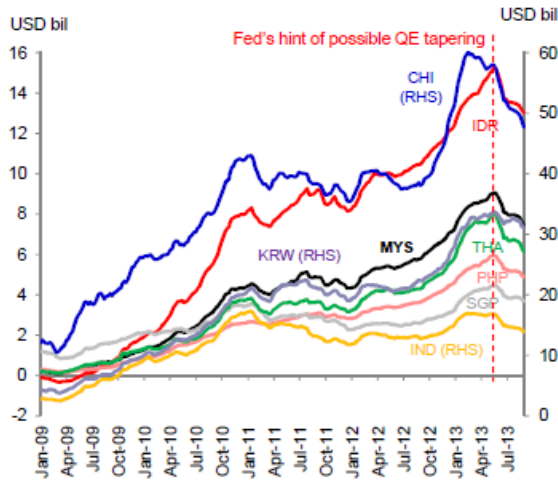


圖 10-2 2013/5/22 證券投資流出  
(占 QE1 以來淨流入比重)

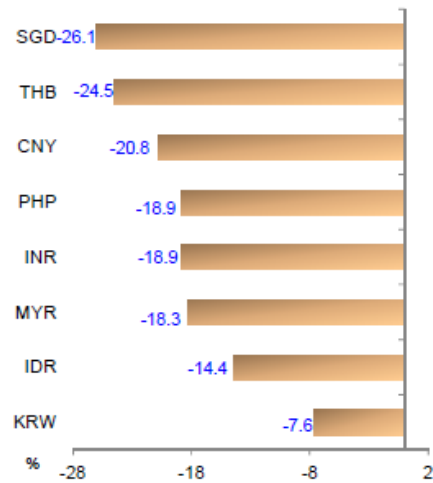
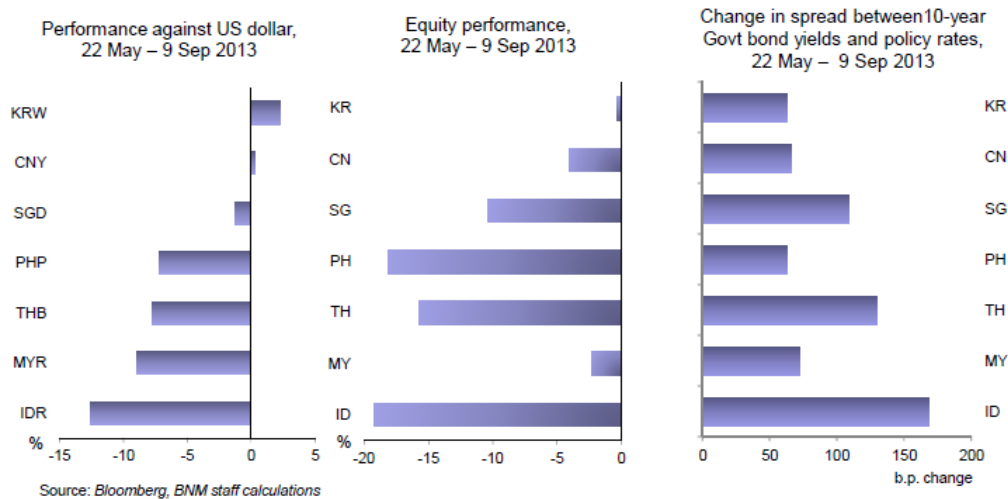


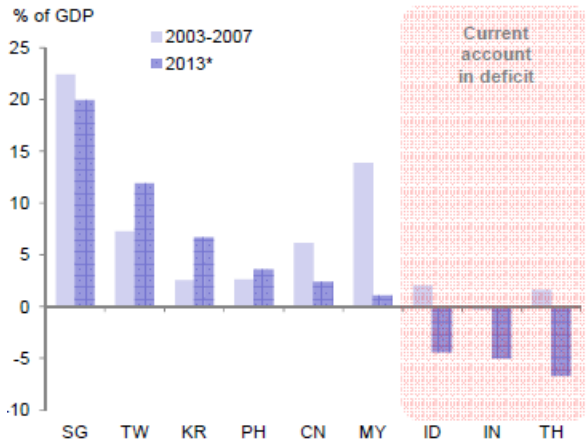
圖 11 2013/5/22~9/9 亞洲各國匯率、股市及利率表現



此外，儘管目前亞洲各經濟體的基本面與資本移動管理已較 1997 年亞洲金融危機前健全，惟當資金大幅反轉時，經常帳與財政雙赤字的國家將面臨較高風險。預估印度及泰國 2013 年經常帳將轉呈逆差，馬來西亞經常帳順差大幅縮小，由於其財政亦呈赤字，致其匯率、股價及利率調整遠較其他亞洲國家劇烈。上述國家央行為避免匯率過度調整對經濟造成衝擊，均採行干預措施，減緩貨幣貶值幅度，致 6 月以來外匯存底均呈現大幅減

少（圖 12）。

圖 12-1 亞洲各國經常帳占 GDP 比重



\* 依最新可得資料估計。

圖 12-2 亞洲各國財政餘額占 GDP 比重

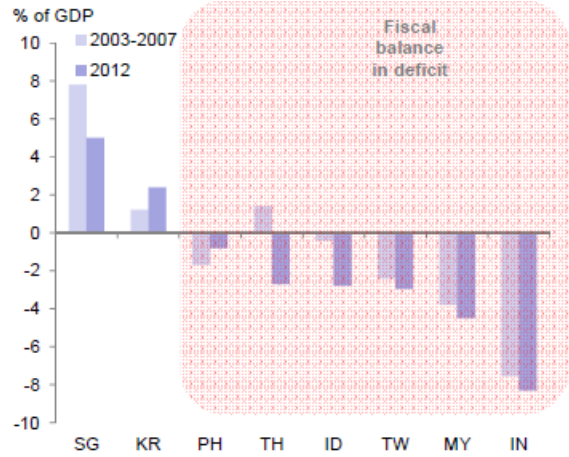
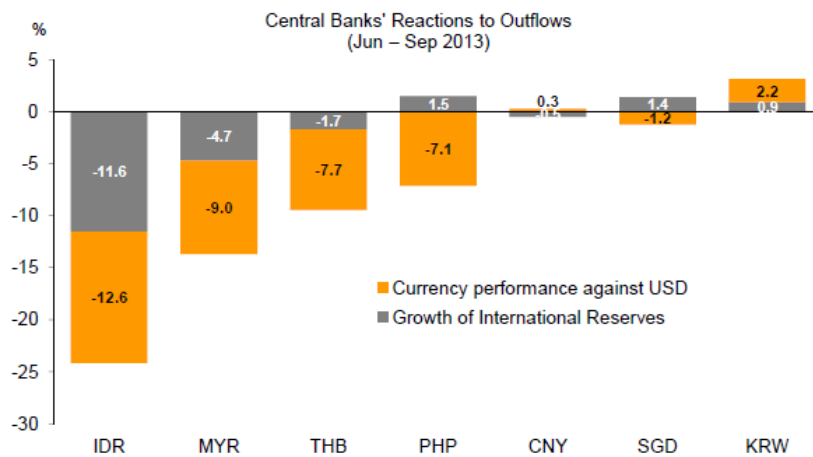


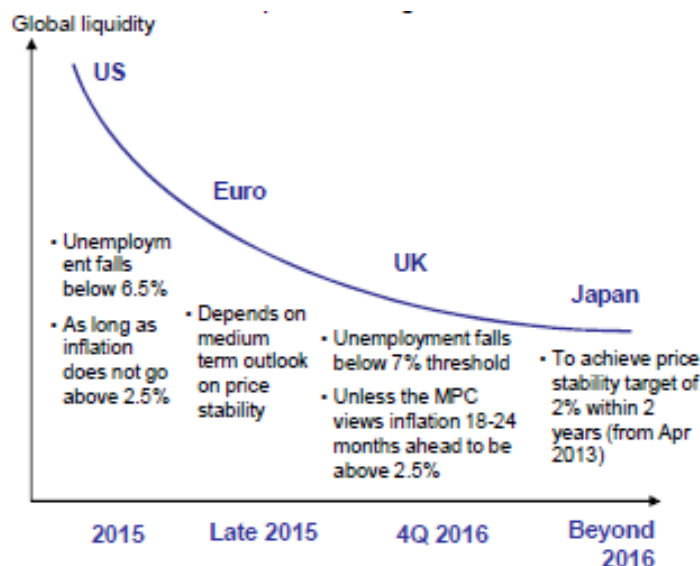
圖 12-3 亞洲各央行對資金流出之反應



若美國、歐元區、英國及日本能在達到原訂標準後依序退場（圖 13），則對亞洲新興經濟體的衝擊較小；但若國際資金突然反轉大幅流出，亞洲各國央行能否即時採行因應措施，以確保資金流出的調整是有秩序的，進而減緩對國內經濟之衝擊，將是亞洲各國央行的一大挑戰。為降低對國內經濟產生的不利影響，各國央行貨幣政策制訂者必須掌握國際資金進入國內市場之去向。國際資金有進就有出，為避免及減緩未來資金隨時可能

反轉流出之衝擊，央行須嚴密監控其資金動向並採行必要措施。

圖 13 預期退場時程



## 八、結語與建議

綜上所述，以下就國內經濟金融情勢，提出下列看法及建議：

### (一) 重新檢視政策工具之執行效果，及早擬定因應措施

我國國際收支綜合餘額大都呈現順差，外匯存底扣除外資持有國內股票及債券現值後，尚足以支應 7 個月進口，加上本行已建立大額結匯案件通報系統，並隨時密切監控大額資金進出，以及美國聯準會 QE 係逐步減碼，可減緩 QE 退場對國內金融市場之衝擊。

惟臺灣係一小型開放經濟體，外匯市場呈淺碟型，易受短期資金進出影響，故需特別留意 QE 退場導致外匯市場出現短期強烈的預期心理，必要時應立即採取適當的措施，防止外匯市場供需嚴重失衡，預期心理持續

蔓延，致市場機能無法發揮。因此，建議政府相關單位重新檢視過去曾經執行之政策工具與當時經濟及金融環境，並考量現況及 QE 退場可能之預期心理，預先模擬及準備因應措施。

## （二）改善財政赤字，提升國際資金大幅流出之因應能力

若 QE 退場造成外資資金突然反轉且大量流出，對於經常帳與財政雙赤字的國家，金融市場將面臨急劇震盪。我國經常帳長期順差，雖近 5 年來財政呈現赤字，但整體而言，金融市場面臨的風險仍相對較小。

惟如何調整國內稅制結構，重建財政盈餘，特別係近年來國內不動產價格持續上揚，卻無法有效提高政府財政收入，均係值得深入探討的問題。其中土地房屋課稅稅基無法充分反應市價，買賣豪宅成為富人避稅管道等議題更係當前急需解決的問題。若能尋求合理的稅制改革，充盈國家財政，提升實質經濟能力，政府將較有能力因應國際資金撤離國內市場之衝擊。

## （三）加強區域合作，共同協調以管理資本流出之風險

近年來我國與中國大陸、香港及東南亞國家經貿往來日益緊密，2013 年 1 至 11 月我國對中國大陸（含香港）出口比重達 39.5%，對東協六國出口比重為 18.9%，二者合計占出口總值近 6 成。此外，海外投資亦多以中國大陸及東南亞地區為主。故宜加強區域合作，積極參加區域內舉辦的研討會及高階會議，除共同協調資本移動管理措施，亦可經由「知己知彼，百戰百勝」，有助於我國與區域內其他國家之競合。

## 參考文獻及研討會資料

Dongkoo Chang (2013), “10<sup>th</sup> SEACEN-CeMCoA/BOJ SEACEN Expert Group (SEG) Meeting/Seminar on Capital Flows”.

Diwa C. Guiniquendo (2013), “Recent Trends and Developments of Capital Flows in the SEG Region”.

Atsushi Takeuchi (2013), “The Effects of External Liquidity on Credit Growth and Asset Markets in the Region”.

Jin Woo, Jeong (2013), “Managing Surge in Inflow — Korea’s Experience”.

Ivy Yong (2013), “Managing Capital Flows: Hong Kong’s Experience and Regional Collaboration”.

Marzunisham Omar (2013), “Potential Exit from Monetary Accommodation in Advanced Economies: Issues and Challenges for Emerging Economics”.

梁國源, “美日貨幣政策最新觀察”, 台灣銀行家雜誌, 2013年6月號 No. 42, p. 14-15.

廖民和, “黑田東彥力催2%通膨”, 台灣銀行家雜誌, 2013年6月號 No. 42, p. 41-42.

梁國源, “QE3 緩減 新興市場動盪未平”, 台灣銀行家雜誌, 2013年10月號 No. 46, p. 14-19.