

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

**南韓央行與IMF舉辦之2014年
「亞洲金融之未來：區域金融整合與總體經濟
表現之意涵」聯合會議之出國報告**

服務機關：中央銀行

姓名職稱：游淑雅、張天惠/襄理、副研究員

派赴國家：南韓，首爾

出國期間：103 年 11 月 1 日至 11 月 5 日

報告日期：104 年 2 月

目 錄

壹、前言.....	1
貳、金融整合、金融危機與經濟政策.....	2
一、金融整合定義.....	2
二、金融整合、金融危機與經濟成長之關連.....	3
參、亞洲金融整合之發展.....	9
一、亞洲金融整合之現況與風險.....	9
二、日本及中國大陸在亞洲金融整合中扮演主導角色.....	15
三、區域金融監理之重要性.....	20
四、亞洲在全球金融版圖中的角色.....	22
肆、心得與建議.....	23
參考資料.....	26

壹、前言

職奉 准於民國103年11月1日至11月5日參加南韓央行與國際貨幣基金（IMF）於南韓首爾舉辦為期3日之2014年「亞洲金融之未來：區域金融整合與總體經濟表現之意涵（Future of Asian Finance: Financial Integration and Implications for Macroeconomic Performance in the Region）」聯合會議。參加成員主要來自亞洲各國央行官員，其他如國際清算銀行（BIS）、IMF、瑞士央行等亦派員參加。課程內容涵蓋「國際金融整合、金融危機與經濟政策」之專題演講，亞洲金融整合之近期發展、影響因素及其重要性，金融整合對成長及穩定之意涵、亞洲金融整合之挑戰與政策選擇等議題。研討會期間，除聽取南韓央行、IMF、BIS、世界銀行、ADB等專家講授相關課程外，亦透過學員間之互動，瞭解各國經濟、金融現況及其面臨之問題，對開拓國際視野頗有助益。

本報告共分為四部分，除前言外，第貳部分說明金融整合之定義，以及金融整合、金融危機與經濟政策之關連；第參部分為亞洲金融整合之發展，包含亞洲金融整合之現況與風險、日本及中國大陸在亞洲金融整合中扮演的角色、區域金融監理之重要性與亞洲在全球金融版圖中的角色；最後為心得與建議。

貳、金融整合、金融危機與經濟政策

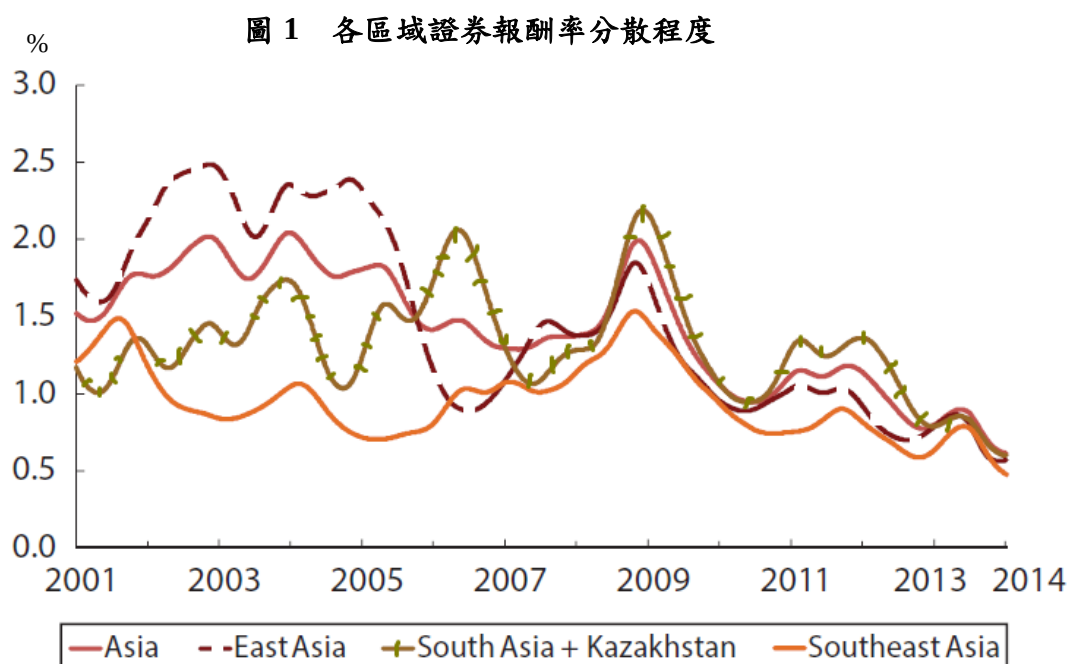
近年來，全球金融整合程度日益提高，國際資金移動與貿易快速發展，使得世界各國的經濟與金融情勢緊密相依，交互影響。這波源自 2007 年美國次貸危機（sub-prime crisis）所引發之全球金融危機，即突顯了因全球金融整合所致之國際風險傳遞、擴散與傳染（contagion），亦使得金融整合與金融危機之關係再次成為學界與各國央行所關注之議題。

一、金融整合定義

首先，什麼是「金融整合」？根據 Cavoli, Rajan and Siregar（2004）、歐洲聯盟執行委員會（Commission of the European Communities）所出版的 2007 年「歐洲金融整合報告」(European Financial Integration Report)與歐洲央行(ECB)的 2007、2008 年「歐洲金融整合」(Financial Integration in Europe) 報告等文獻指出，由於金融整合的內涵與層面相當廣泛，難以有一個明確之定義，而是以相對之概念來看，將完全的金融整合界定為「若金融市場所有可能之參與者，面對同樣的交易規則，以相同的特性與相同的條件，進行金融商品與服務的交易，不因參與者的所在地而有差異，則為金融整合」。

此外，De Brouwer（1999）從資產價格波動與資本移動之觀點，將金融整合定義為，當不同國家間金融整合程度提高，隱含著金融市場的資本移動增加，性質相似之金融資產會出現價格或報酬趨於一致的現象。以亞洲各區域金融整合為例，從圖1可知，全球金融危機前，亞洲各區域證券價格大多呈分歧走勢，區域金融整合程度不高；在全球金融危機爆發後，亞洲各區域證券價格走勢趨於一致而逐漸收斂。顯示全球金融危機雖對亞洲實體經濟與金融市場造成衝擊，導致股票價格、債券殖利率與匯率劇烈波動，但也加速深化亞洲區域的金融整

合。



資料來源：ADB (2014), Asian Economic Integration Monitor

說明：(1)證券報酬率分散程度之計算方式為每日股票市場報酬率之標準差，並以 HP-filter 去除趨勢。

(2)東亞包含中國大陸、香港、南韓、蒙古與台灣。

南亞包含孟加拉、印度、巴基斯坦與斯里蘭卡。

東南亞包含印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、泰國、越南。

二、金融整合、金融危機與經濟成長之關連

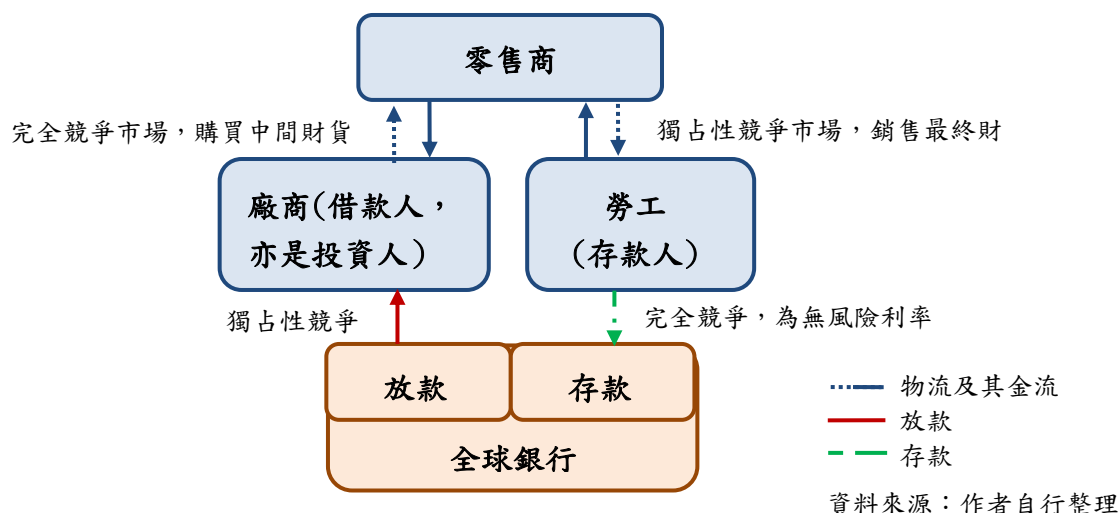
理論上，金融整合除了可提供各國風險分擔 (risk-sharing) 的好處，減少金融交易成本，亦可提高資源有效配置，從而促進金融市場發展並提升經濟成長 (如 Levine, 2001；Prasad et al., 2003；Garcia-Herrero and Wooldridge, 2007)；惟金融整合會帶來風險傳染之潛在成本，提高金融危機的發生機率，因此，金融整合對於提升經濟成長與金融穩定之間存在抵換 (trade-off) 關係。Bussière and Fratzscher (2008) 實證研究發現金融整合與經濟成長之關係會隨著時間改變。短期而言，金融帳開放，資本自由移動，金融整合會促使經濟高度成

長；惟中長期來看，金融整合對經濟成長助益顯著下降。此外，以開發中國家為例，由於缺乏成熟的金融市場與制度法規，面對高度區域間金融整合，大量資本流出入，反而容易引發金融危機，重創經濟成長（Boyd and Smith, 1992；Kraay, 1998）。

Devereux and Yu（2014）進一步以兩國（本國與外國）動態隨機一般均衡（DSGE）模型探討金融整合的利與弊。該模型設定為：

- 勞工：兩國設定皆相同，勞工均係存款人，同時消費商品、提供勞動力並持有債券。勞工在預算限制式下，極大化其終生效用函數。
- 廠商：兩國設定皆相同，廠商係借款人（亦是投資人），向銀行借款並投資於金融市場，此外，廠商雇用勞工、做消費決策與生產商品，在預算限制式與借貸限制式下，根據效用函數，追求利潤極大化。存款人之折現因子大於借款人之折現因子¹。
- 全球銀行（global bank）：提供存款與放款業務，並從營業利潤中累積自有資本，銀行對存款人提供無風險利率；對借款人則依據不同擔保品收取差別利率。

圖 2 廠商、勞工與銀行部門之往來關係



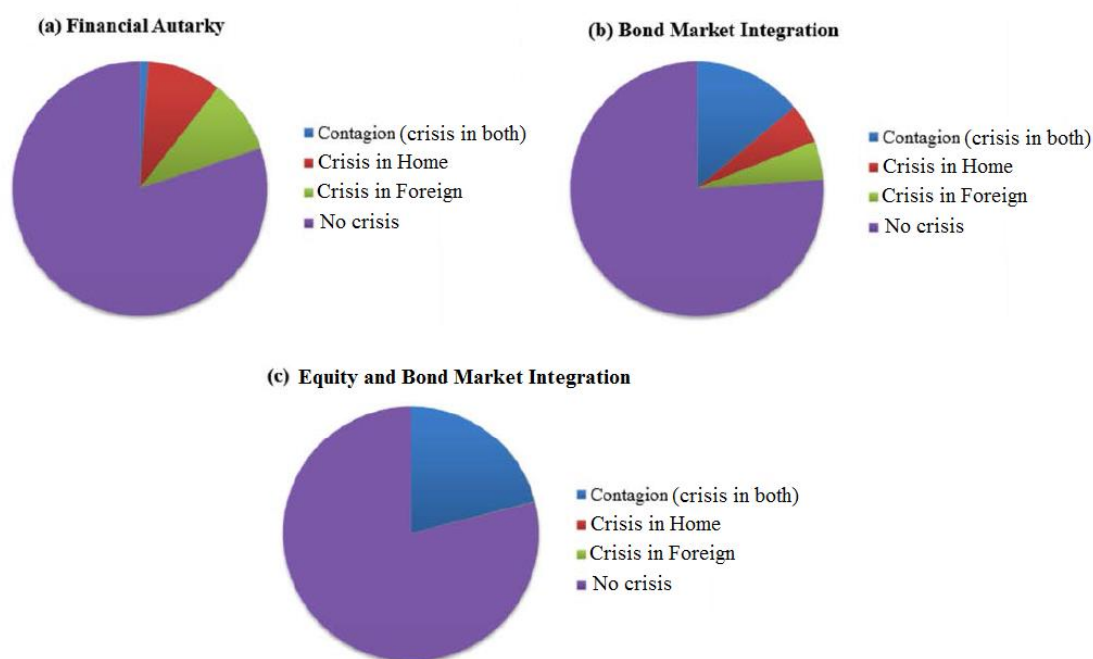
¹ 表示存款人較有耐心，較不會借錢來消費。反之，借款人之折現因子較小，表示愈易借錢消費。

其他商品市場與勞動市場之設定如傳統之 DSGE 模型，於此不再贅述。值得注意的是，為了更清楚表現金融整合對金融危機之影響，該文假設以下三種情境：

- 無金融整合：金融市場自給自足（financial autarky），兩國間金融市場無關連，為封閉經濟體
無資本流入（維持貿易平衡），投資的資金皆由國內融資取得。
- 部分金融市場整合：僅兩國債權市場整合
投資人可至國際債券市場借貸，但國內投資人即使資金係來自國際市場，其持有的股權仍 100% 為本國股權。
- 完全金融市場整合：兩國債權及股權市場整合
投資人可至國際債券市場借貸，且可同時擁有國內和國外的股權。

該文的模擬結果顯示（見圖 3(a)至(c)），一國若發生金融危機時，在第一種兩國無金融整合的情境下，金融危機大多只發生在本國，傳染至另一國的程度相當小；在第二種僅有部分金融市場整合的情境下，傳染程度便提升，導致兩國皆發生金融危機之機率上升；第三種情境下，由於完全金融市場整合，兩國雖將金融風險分散，發生金融危機之機率未增加，惟一旦其中一國發生金融危機，傳染至另一國之機率亦大幅上升。此結果顯示金融整合程度愈高，雖有利於金融風險之分散，但亦確實提高危機傳染的機率。

圖 3 3 種金融整合設定之模擬結果



資料來源：Devereux and Yu (2014)

為何金融整合程度上升，反而提高危機傳染的可能性？可能的原因，包括：

- 一國發生金融危機衝擊時，在原先國內信用已擴張下，廠商或家計單位向銀行借貸之短期借款恐無法償還，造成銀行資金緊縮，透過銀行的資產負債表傳遞效果影響至其他國家。
- 一國發生金融危機衝擊時，將造成資產價格下降，廠商與家計單位提供予銀行之擔保品價值因而下跌，造成銀行淨值下降與信貸收縮，加深金融摩擦之問題，致銀行陷入資產流動性不足之困境，並透過金融市場之連結，傳染至其他國家。

除此之外，金融整合程度上升，亦會造成全球金融危機發生的機率提高。這主要是因為金融整合使得各國的消費和產出波動皆降低（表 1），使民眾安於提高自己的財務槓桿操作（leverage），風險承受

（risk-taking）程度提高（表 2），導致一旦一國發生金融危機，透過危機之傳遞與傳染效果，引發全球金融危機。Lane and McQuade (2014) 亦提出相似議題，多數國家的淨債權（net debt flows）和國內信用成長有強烈的負相關（圖 4），這是因為金融整合程度提高，使得國內銀行的放款資金來源不再僅限於國內的存款，以致於一國發生金融危機時，緊縮之資產負債表效果，傳染引發全球金融危機。然而，值得一提的是，與無金融整合的經濟體相較，金融整合程度愈高的經濟體，其金融危機嚴重程度較小，其中平均消費、產出、資本投入與勞動力皆較高，且波動較低²（表 3）。

表 1 消費與產出波動度

	金融市場整合程度		
	無	部分	完全
消費	4.4	3.37	3.31
產出	4.2	4.1	4

資料來源：Devereux and Yu (2014) 之模擬結果
說明：波動度，即為標準差。

表 2 借款與財務槓桿平均值

	金融市場整合程度		
	無	部分	完全
借款	4.50	5.80	5.90
財務槓桿(倍數)	1.46	1.67	1.69

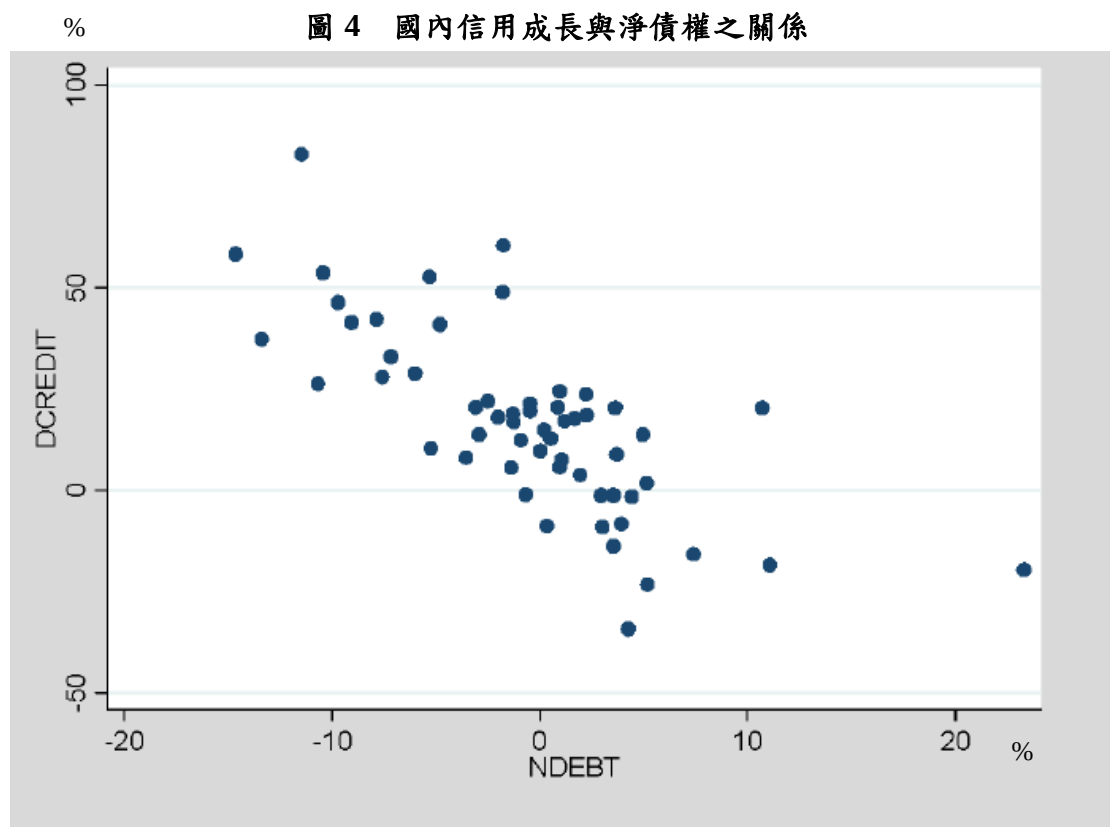
資料來源：Devereux and Yu (2014) 之模擬結果

表 3 金融危機時之總體經濟變數平均值與波動度

	金融市場整合程度		
	無	部分	完全
消費	0.83 (6.36)	0.86 (4.79)	0.88 (4.43)
產出	0.81 (6.86)	0.84 (5.78)	0.86 (5.76)
資本	0.67 (4.16)	0.70 (3.12)	0.72 (2.99)
勞動力	0.92 (4.61)	0.95 (3.96)	0.96 (3.93)

資料來源：Devereux and Yu (2014) 之模擬結果
說明：括號內為波動度。

² Devereux and Yu (2014) 透過模型模擬，得到此結論，惟在實證文獻上，有關「金融整合程度高是否可降低金融危機嚴重程度」是不易衡量的，詳見 Rose (2012)。



資料來源：Lane and McQuade (2014)

說明：(1)DCREDIT 為 2008 年相對 2003 年國內信用成長率。

NDEBT 為 2003 年至 2008 年 5 年平均淨債權（為 BOP 帳中包含直接投資淨額、股權證券投資淨額、債權證券投資淨額、其他投資與準備）占 GDP 比重。

(2)圖中國家包含 54 個先進與新興經濟體。

在政策意涵上，各國金融部門之資產負債表互相影響所帶來的外部性，可藉由資本管制來修正（Bianchi and Mendoza, 2011；Korinek, 2011），而資本管制係為最有效率的總體審慎工具。

在金融整合的議題上，目前較新的研究方向有金融整合對全球的金融網路發展與貨幣政策影響等不同議題。Cetorelli and Goldberg (2014) 認為跨國之大型銀行強化了各國的金融關連性，全球金融危機的嚴重性更因美國和歐洲銀行間的緊密關係而增加。另外，各國的金融循環（financial cycles）漸趨一致，使各國央行在訂定貨幣政策時，無法再如傳統的理论只關注國內情勢（如自 1990 年代開始風行

各國的通膨目標機制，認為貨幣政策僅需關注國內通膨即可)。主要國家所採行的非傳統貨幣政策，更可能強化金融外溢效果 (spillover effect)。各國央行不論採取何種匯率制度，貨幣政策皆深受金融整合的國際資本移動影響而喪失自主性(Rey, 2013)。國際間的政策協調，將是未來重要的議題。

參、亞洲金融整合之發展

由前章所述可知，金融整合之最大好處包括易於籌措資金，並藉由投資機會之分散將風險分擔，此外可減少金融交易成本，提高資源有效配置。區域金融整合由於競爭性提高，可加速金融發展，家計單位及投資者則可受益於金融服務，提升國內需求，因而有助降低區域內各經濟體之外部不平衡。

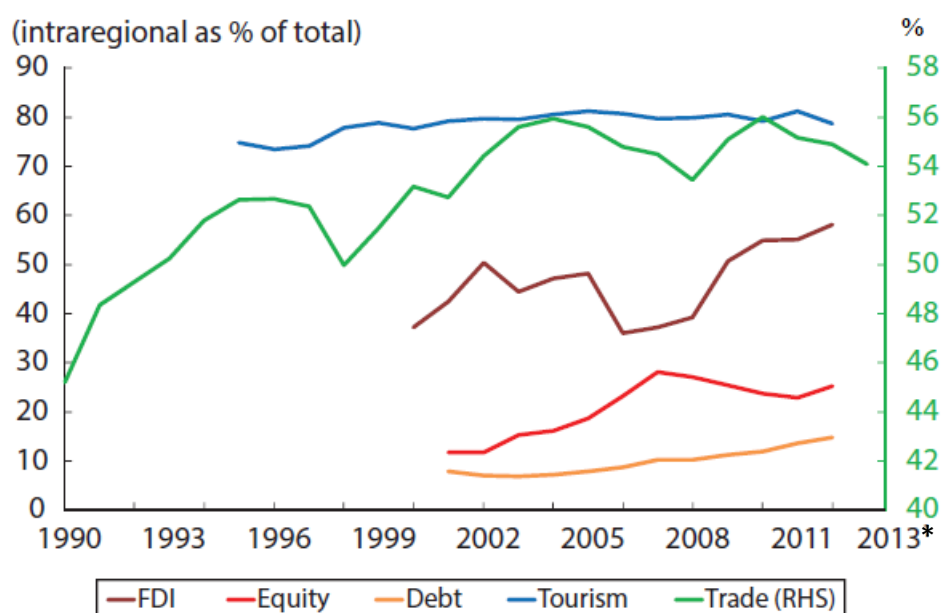
惟金融整合亦會帶來相當大之潛在風險。由於跨境之金融連結加深，會限制貨幣政策之有效性，因而加重負面衝擊之蔓延，提高金融危機的發生機率，因此，本章節透過金融整合之利與弊，觀察亞洲金融整合之發展。

一、亞洲金融整合之現況與風險

(一) 亞洲金融整合落後於貿易與直接投資之整合

亞洲已成為全球經濟成長與貿易之主要驅動力。Kawai (2014) 研究顯示亞洲區域內金融整合在過去數十年來日益緊密，其中資本市場中的股票市場較債券市場蓬勃發展，惟相較於旅行、貿易與外人直接投資 (FDI) 整合則明顯落後，例如，區域內之資本市場債券投資 (Debt) 僅占整體投資之 13%，而區域內貿易則已超過整體貿易之 5 成，旅行更是近 8 成 (圖 5)，主要是受到跨境貿易、金融服務投資，及國際資本移動等法規之限制。

圖 5 亞洲金融整合之進程：區內各項指標之比重（%）



資料來源：ADB (2014), Asian Economic Integration Monitor

說明：*2013 年貿易資料僅為 1 月至 8 月資料。

Kawai (2014) 認為多數亞洲新興國家的資本市場開放度仍低，除新加坡因為是金融中心外，各經濟體的銀行放款仍集中於本地居民（圖 6）。由於亞洲金融市場之發展落後於實體部門，且各國的發展程度及深度不同，開放程度迥異（圖 7），均妨礙金融整合，因而須高度依賴區域外金融市場，導致金融與外匯市場易受全球衝擊影響而不穩定。未來金融市場進一步整合勢在必行，惟須面對資本移動管理之挑戰。

圖 6 亞洲各經濟體對居民放款占總放款之比重 (%)

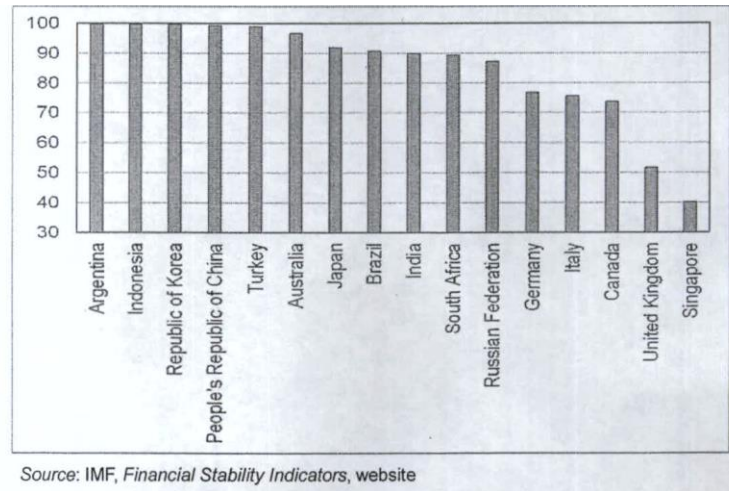
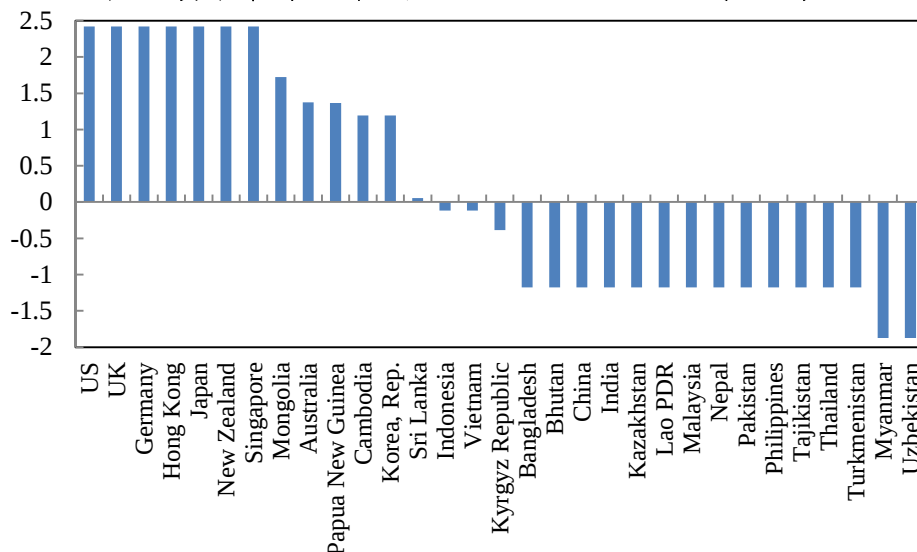


圖 7 資本市場之開放程度：Chinn-Ito 指數 (2012)



資料來源：http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

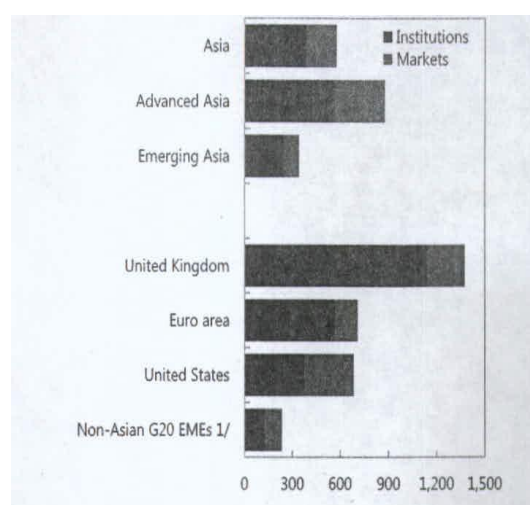
說明：Chinn-Ito 指數係以跨境金融交易的限制（主要以匯率、經常帳與資本帳交易及出口結匯等為代表變數），來衡量一國資本市場之開放程度，指數愈高表示開放程度愈高。

（二）亞洲金融體系發展現況及面臨之風險

Lim (2014) 指出亞洲金融部門之特色為規模較大（圖 8），且多元化（包含存款機構、保險公司、退休基金、影子銀行等）（圖 9），

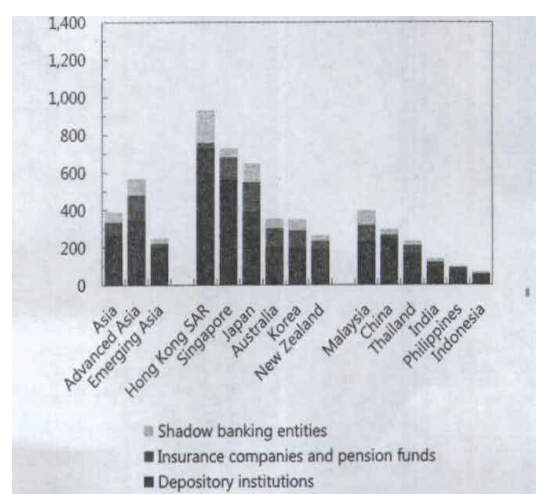
各國多以銀行主導型（bank-dominated）之金融體系為主；股票市場較債券市場蓬勃發展（圖 10），但存在較高的投機性活動（圖 11）；政府持續介入金融市場（圖 12）；影子銀行目前規模仍小，不若歐美等影子銀行盛行的國家嚴重（圖 13），但成長快速，尤其是中國大陸（圖 14）。

圖 8 金融部門之規模相對 GDP（%）



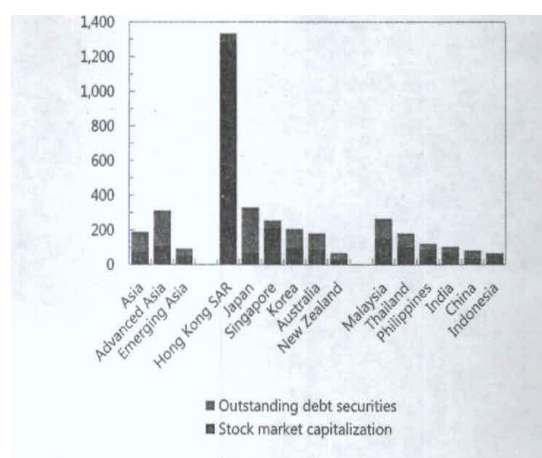
Source: Lim (2014)

圖 9 金融機構之資產相對 GDP（%）



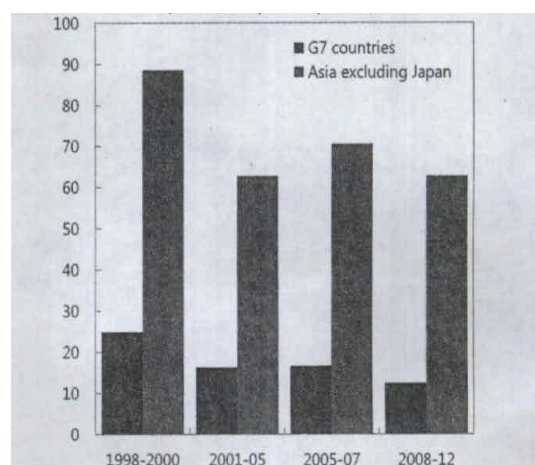
Source: Lim (2014)

圖 10 金融市場市值相對 GDP（%）



Source: Lim (2014)

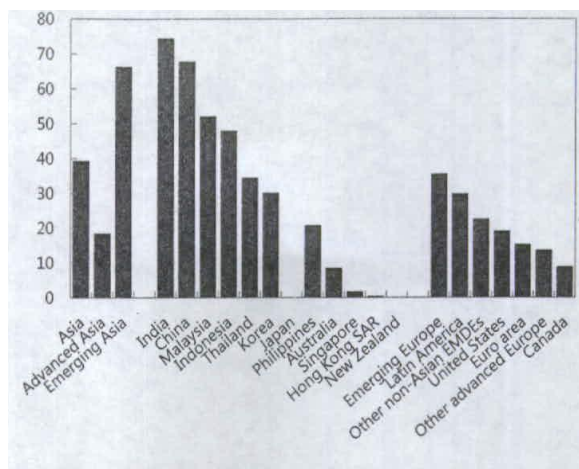
圖 11 股票市場交易之投機性
（ $1-R^2$ ，%）



Source: Lim (2014)

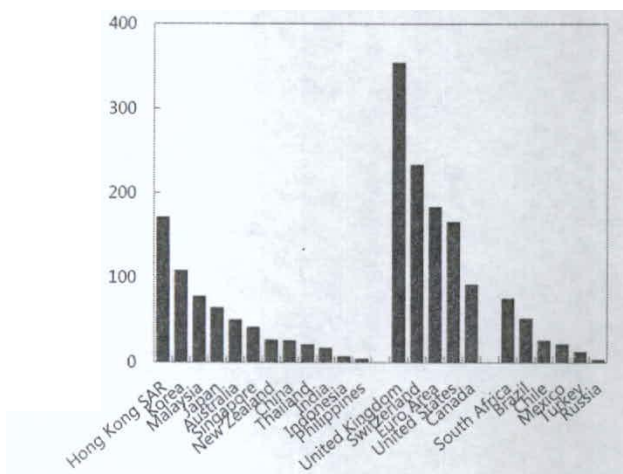
說明： R^2 為迴歸模型可解釋的變異量比，作者將 $1-R^2$ 不可解釋的部份視作投機性。

圖 12 政府持有金融機構資產之比重
(占整體信用機構資產之百分比)



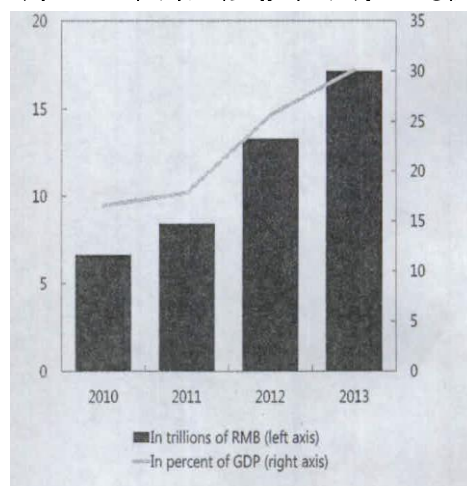
Source: Lim (2014)

圖 13 影子銀行之規模相對 GDP (%)



Source: Lim (2014)

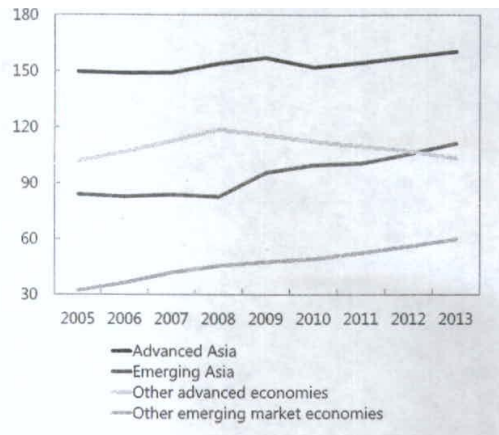
圖 14 中國大陸影子銀行之規模



Source: Lim (2014)

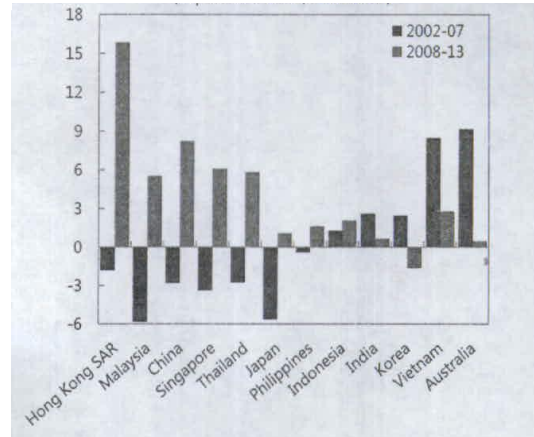
目前亞洲金融體系存在信用成長快速（圖 15、圖 16）、企業與家計部門之債務攀升（圖 17、圖 18），部分經濟體之逾期放款比重上升（圖 19），若干國家之經常帳惡化，外部脆弱性提高（圖 20），與經濟成長趨緩等問題，皆會影響區域金融整合之發展（Lim, 2014）。

圖 15 國內民間信用相對 GDP (%)



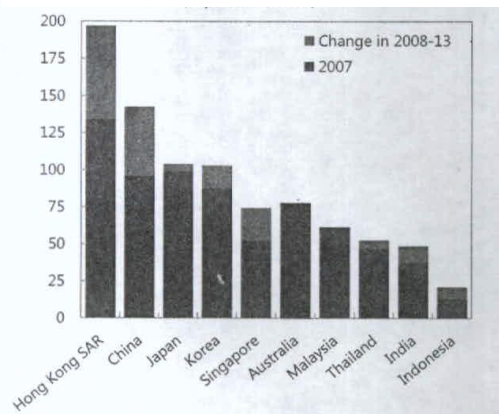
Source: Lim (2014)

圖 16 國內民間信用相對 GDP 之變化 (化為年率)



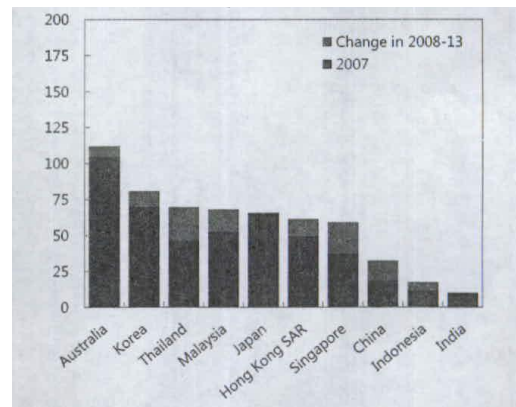
Source: Lim (2014)

圖 17 企業債務相對 GDP (%)



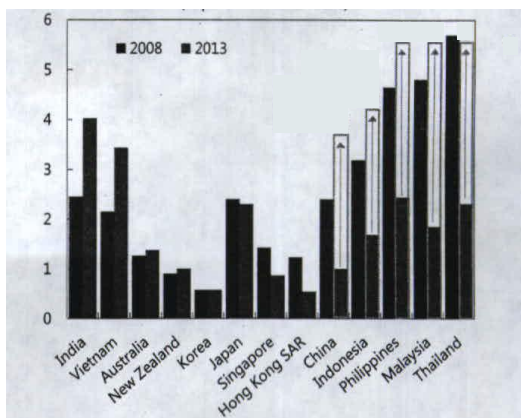
Source: Lim (2014)

圖 18 家計部門債務相對 GDP (%)



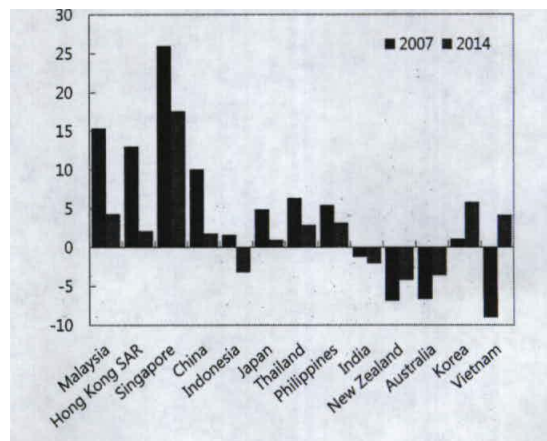
Source: Lim (2014)

圖 19 逾期放款占整體放款比重 (%)



Source: Lim (2014)

圖 20 經常帳餘額相對 GDP (%)



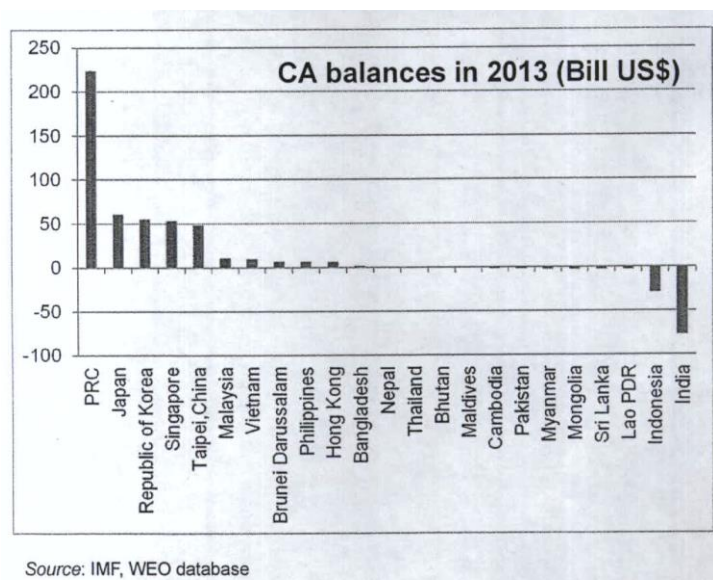
Source: Lim (2014)

二、日本及中國大陸在亞洲金融整合中扮演主導角色

（一）亞洲國家享有充足儲蓄，可作為長期投資之用

亞洲快速發展需要長期資金支持基礎建設及中小企業的投資；而中產階級崛起，則需要不同投資工具以因應財富管理與退休基金規劃等需求。亞洲整體而言，因呈現經常帳順差（以中國及日本居冠，見圖 21），而有充足之儲蓄，因此可將區域內的長期民間資金轉移至各國（Kawai, 2014）。

圖 21 亞洲各經濟體之經常帳餘額



1. 由日本主導之亞洲開發銀行，擔任區域金融整合的角色

於1966年成立的亞洲開發銀行（ADB）³係透過各會員國之捐款與融資協助，並在國際資本市場上發行債券籌集資金，對亞太地區減貧開發工作提供資金支持與技術協助，目前已有67個會員國，資本額為1,628億美元，日本與美國為前兩大出資國，投資金額分別占15.67%及15.56%。

³ 台灣為創始會員國。

ADB之放款資金主要來自一般資本（Ordinary Capital Resources, OCR）⁴及以亞洲發展基金（Asian Development Fund, ADF）⁵為主之特別基金（Special Fund）。2013年ADB核准之放款總額為210.2億美元，其中143.8億美元來自ADB及特別基金，另66.4億美元則來自其他共同融資機構⁶。根據ADB估計，2010年至2020年亞洲之基礎建設投資約需8.3兆美元（表4）。以目前ADB之資金能力恐不敷需求。

表 4 預估亞洲基礎建設投資所需之金額（2010 年至 2020 年）

單位：10 億美元

項目	國家層級之基礎設施			跨境之基礎設施	總計
	新設施	更新設施	小計		
能源（電力）	3,176.4	912.2	4,088.6	82.4	4,171.0
電信	325.4	730.3	1,055.7	--	1,055.7
交通	1,761.7	704.5	2,466.1	204.6	2,670.8
機場	6.5	4.7	11.3		
港口	50.3	25.4	75.7		
鐵路	2.7	35.9	38.6		
公路	1,702.2	638.4	2,340.5		
水資源和公共衛生	155.5	225.8	381.3	--	381.3
水資源	47.6	106.2	153.8		
公共衛生	107.9	119.6	227.5		
總計	5,418.9	2,572.8	7,991.7	287.0	8,278.7

資料來源：Kawai (2014)

2. 由中國大陸主導之亞洲基礎設施投資銀行，將與 ADB 抗衡，試圖取得亞洲金融整合霸主的角色

中國大陸另於 2013 年發起成立亞洲基礎設施投資銀行（Asian Infrastructure Investment Bank, AIIB），目的為對亞洲區域內開發中國

4 OCR 為 ADB 提供計畫資金之主要來源，由 ADB 以其優越的國際信用評等於國際市場取得所需資金。

5 ADF 則是由會員國捐助或提供低利貸款予 ADB。

6 詳見 Asian Development Bank website <http://www.adb.org/>。

家提供支持基礎建設的資金，且已於 2014 年 10 月 24 日與支持設立 AIIB 的亞洲國家正式簽署備忘錄（表 5），法定資本 1,000 億美元半數將由中國大陸提供，總部設於北京。

表 5 亞洲基礎設施投資銀行會員國

已簽署備忘錄的 21 個潛在會員國：
中國大陸、東協除印尼外的 9 國（汶萊、柬埔寨、寮國、馬來西亞、緬甸、菲律賓、新加坡、泰國、越南）、孟加拉、印度、尼泊爾、巴基斯坦、斯里蘭卡、蒙古、哈薩克、烏茲別克、科威特、阿曼與卡達
其餘潛在會員國：
澳洲、印尼、南韓

資料來源：作者整理自相關報導

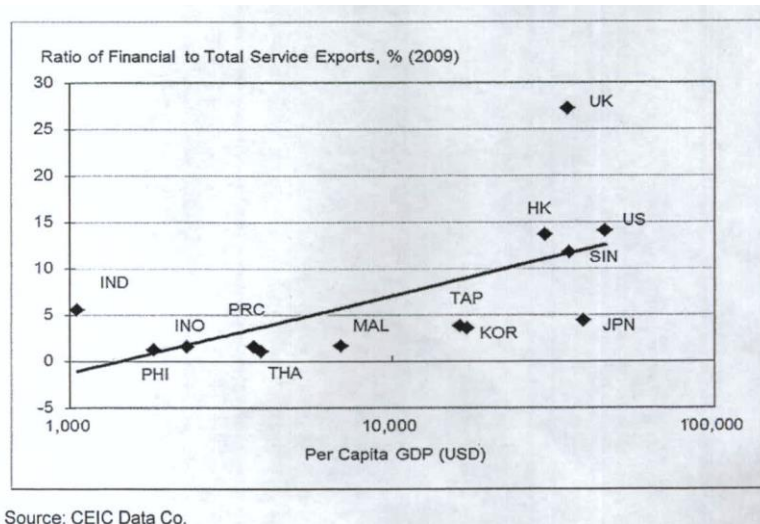
AIIB 之業務性質與範圍，與 ADB 有所重疊，國際輿論一般認為係中國大陸為擴大其在新興市場中的影響力，提高國際發言權，並與 ADB 抗衡而設立。ADB 及其最大投資國之日本與美國，對 AIIB 之設立均持質疑態度。因此，未來 AIIB 將著重在亞洲的連結與經濟合作，以與世界銀行與 ADB 的減貧任務有所區隔，且將重心放在良好的治理、符合高環境與社會標準，及捐助者的協調上。

（二）對國外企業開放本地金融服務市場

Kawai（2014）指出金融服務貿易開放程度將伴隨所得之增加而提高，亞洲以星、港最明顯（圖 22）。未來中國大陸及日本可扮演開放金融服務（銀行業、資產管理、保險及租賃等）交易與投資之領頭羊角色，這將有助提高市場效率及競爭。而中國大陸亦將因經濟結構轉型至偏向服務部門，及由消費驅動成長之模式，從開放金融服務上獲益，惟其國內需進行監理改革。區域內經濟體亦需增進彼此的認同、

市場基礎設施的一致性，及監理協調等。

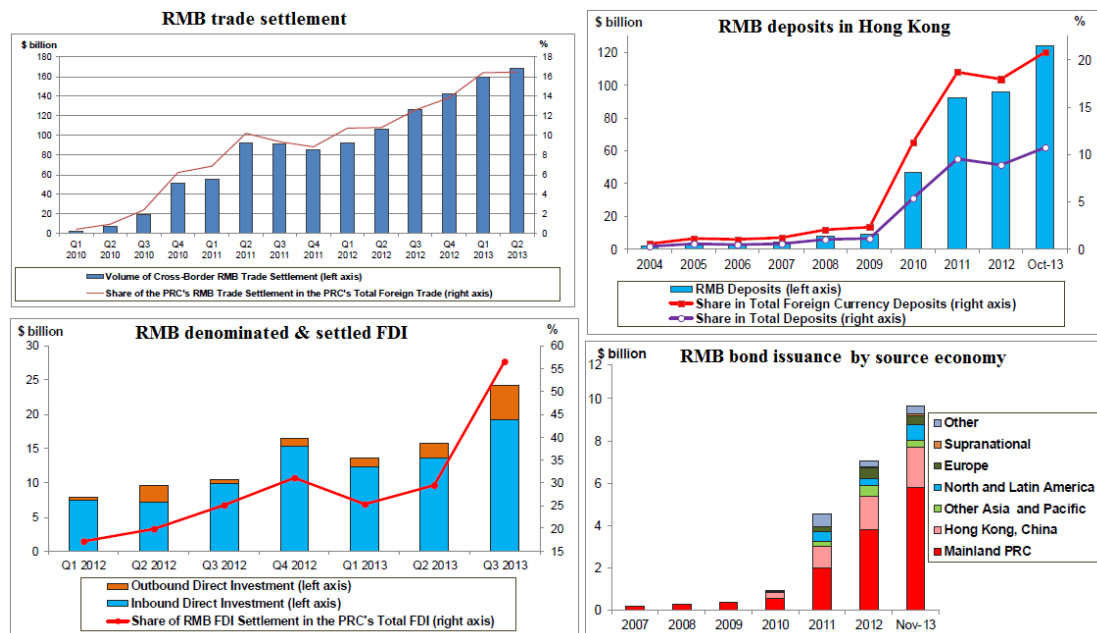
圖 22 金融服務貿易開放度與所得



(三) 通貨的國際化

Kawai (2014) 認為中國大陸及日本可以提供其通貨作為亞洲貿易及投資者從事交易的國際貨幣。人民幣的國際化已有顯著進展，例如作為貿易清算、外人直接投資計價及結算貨幣，香港等地之人民幣存款大增，人民幣計價之債券發行（圖 23）；及中國大陸與 23 個經濟體簽訂貨幣交換協議等。人民幣如欲進一步國際化，其資本帳須大幅且審慎自由化。而日本則須將東京打造成一個具競爭性的國際金融中心，使日圓成為真正的國際通貨（表 6）。

圖 23 人民幣國際化之進程



資料來源：Eichengreen and Kawai (2014)

表 6 通貨國際化—人民幣與其他主要貨幣

經濟體 [通貨]	外匯市場週 轉率 (%) 2013 年	為全球外匯 存底持有比 重 (%) 2013 年	作為全球支付 通貨比重 (%) 2014 年 2 月	GDP (10 億美元) [全球比重, %] 2013 年	人均 GDP (美元) 2013 年
美國 [美元]	87.0	61.2	38.9	16,800 [22.7]	53,101
歐元區 [歐元]	33.4	24.6	33.0	13,416 [17.2]	38,073
日本 [日圓]	23.0	3.9	2.5	4,901 [6.6]	38,491
英國 [英鎊]	11.8	4.0	9.4	2,536 [3.4]	39,567
澳洲 [澳幣]	8.6	1.6	1.8	1,505 [2.0]	64,863
瑞士 [瑞士法郎]	5.2	0.2	1.5	651 [0.9]	81,324
加拿大 [加拿大幣]	4.6	1.7	1.8	1,825 [2.5]	51,990
墨西哥 [墨西哥披索]	2.5	--	0.3	1,259 [1.7]	10,630
中國大陸 [人民幣]	2.2	--	1.4	9,181 [12.4]	6,747
紐西蘭 [紐西蘭幣]	2.0	--	0.4	181 [0.2]	40,481

資料來源：Kawai (2014)

三、區域金融監理之重要性

（一）增進區域金融穩定

亞洲各國在金融益趨整合情況下，應防範以下情況發生：國內信用過度成長導致過度投資與資產價格泡沫；貨幣與期限的雙重錯配；仰賴長期資本流入（如外人直接投資）融通其經常帳逆差。另應深化金融市場以增進因應衝擊之韌性，審慎開放金融市場與資本帳。在增進金融穩定方面可採行之措施如下：

- 總體經濟措施：沖銷式的外匯市場干預、匯率彈性、貨幣政策、財政政策；
- 總體審慎措施：以總體或系統性觀點為考量，主要在抑制不當之信用擴張與資產負債表風險（如流動性風險），以穩定及支持國內金融市場；
- 資本移動管理措施：以控制短期資本移動；
- 結構改革措施：發展及深化金融市場，並強化經濟之供給面。

（二）強化區域內之合作與監理架構

由於區域金融整合需將部分國內金融管制自由化，並放寬對金融服務與金融流量的跨國限制，透過貿易或金融管道（或兩者），風險將迅速擴散，帶來風險蔓延之潛在成本，提高金融危機發生機率。在金融整合的區域，沒有國家能夠隔離來自鄰國的動盪，因此監理架構需能跟上金融整合的步伐。金融整合若未伴隨良好的法令規範與監理制度，則易成為金融危機的導火線，所以必須強化國內監理能力，並設立區域層級的監理架構及機構，各國監理者則需密切合作以防範

危機發生。

亞洲區域內東協加三(ASEAN+3, 亦即 ASEAN 加上中國大陸、日本及南韓)各國, 已於 2000 年設立清邁倡議 (Chiang Mai Initiative, CMI) 雙邊金融支持機制, 並於 2010 年擴大成清邁倡議多邊化 (Chiang Mai Initiative Multilateralization, CMIM) 協定⁷。目前 CMIM 資金規模為 2,400 億美元, 惟在援助成員國的撥款上設有與 IMF 連結的限制, 各國若要動用超過其出資額 30% 的資金, 則需要 IMF 的同意。

ASEAN+3 再於 2011 年 4 月設立東協加三總體經濟研究辦公室 (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, AMRO), 做為獨立的區域監督機構, 總部位於新加坡, 負責監測與分析區域內各經濟體之經濟與金融健全度, 並支持 CMIM 的決策進行。

(三) 美國貨幣政策正常化對亞洲之可能影響

美國 Fed 於 2014 年 10 月結束資產購買計畫, 貨幣政策邁向正常化, 此舉可能成為許多亞洲新興經濟體外部金融脆弱性來源。惟 1997 年亞洲金融危機後亞洲多數經濟體總體經濟及金融情況改善, 危機應不致重演, 但若干脆弱之經濟體必需強化其基本面 (表 7), 增強抵禦未來美國升息衝擊之韌性。各界亦呼籲美國應與這些經濟體加強溝通, 建立雙邊貨幣交換, 以因應可能之金融動盪。

⁷ 包括 ASEAN+3 會員國及香港的多邊貨幣交換機制, 目的係建立一個區域外匯儲備池, 當成員遭遇國際收支和短期流動性困難時, 可依照程序、規定, 以其貨幣交換美元, 獲得金融支援。

表 7 亞洲新興經濟體脆弱性指標（1996/1997 年相對近期資料）

	財政餘絀 (相對 GDP, %)		經常帳 (相對 GDP, %)		外匯準備/進口 (月)		短期外債/ 外匯準備 (%)	
	1996 年	2013 年	1996 年	2013 年	1997 年 6 月	2013 年*	1997 年 第 2 季	2013 年 第 1 季
中國大陸	-0.7	-0.9	0.8	1.9	10.6	23.1	28.8	16.7
香港	2.1	0.8	-2.5	1.9	4.0	7.1	280.6	85.2
印度	-5.6	-7.2	-1.2	-1.7	0.6	6.9	--	53.6
印尼	1.2	-2.1	-3.2	-3.3	5.7	6.0	191.0	59.8
南韓	2.4	0.7	-3.9	6.1	2.6	8.0	232.0	48.2
馬來西亞	2.0	-4.6	-4.4	3.9	4.0	7.9	69.2	26.6
菲律賓	0.5	-0.1	-4.3	3.5	3.5	14.7	105.5	21.4
新加坡	8.5	5.7	14.4	18.3	7.4	8.7	245.4	81.8
台灣	-7.2	-3.1	3.8	11.7	9.3	18.4	26.6	12.9
泰國	2.7	-0.2	-8.1	-0.6	5.4	7.7	157.7	19.1
越南	NA	-5.6	-8.2	5.6	--	2.7	53.3	51.1

資料來源：Kawai (2014)

說明：*除越南為 5 月，中國大陸 9 月，南韓 12 月，菲律賓 10 月外，其餘皆為 11 月。

四、亞洲在全球金融版圖中的角色

（一）亞洲對全球金融穩定的貢獻

亞洲經濟體追求可持續性的成長，成為金融穩定的重要力量，且可提供儲蓄作為長期投資，加以人民幣國際化，均對全球金融穩定有所貢獻。但亞洲亦須解決潛在問題，以達到內、外之再平衡，控制金融不平衡（如影子銀行的過度信用成長、巨額資本流入）的累積，並審慎管理資本帳開放（尤其是中國大陸）。

（二）IMF 與亞洲區域整合的關係

IMF 應以整合的觀點與不同形態（例如雙邊、多邊開發銀行、區

域)的金融安全網結合，以創造綜效。如：歐洲發生主權債務危機時，IMF 與歐盟執委會(European Commission)、ECB 組成三頭馬車(troika)來救援身陷危機的國家，IMF 在亞洲亦可與清邁倡議多邊化(CMIM)、東協加三總體經濟研究辦公室(AMRO)及 ADB 合作，以因應大型金融危機，而小規模的危機亞洲本身即可解決。

(三) 創造亞洲金融穩定對話機制

亞洲應設立與金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)類似的區域金融穩定委員會，會員包括財政部長、央行、金融監理機構，及存款保險公司，以促進各國負責金融穩定當局間的合作與資訊交換，來監督區域金融穩定、各國金融市場情況(諸如影子銀行的發展)及資本移動，以規劃涵蓋總體審慎政策及資本移動管理等妥適的政策行動。

亞洲為因應政策外溢效果(如存款保險全額保障的跨境衝擊)，區域各國應一致行動。首先應確認區域具系統重要性之金融機構，探討各國監理單位如何加強對這些機構的跨境監理，並可先將金融穩定委員會亞洲區域協商小組(FSB Regional Consultative Group for Asia)轉化為亞洲金融穩定對話機制。

肆、心得與建議

本次參加研討會得以更加了解近期亞洲區域金融整合之發展、挑戰與政策意涵，各講師深闢之研究與經驗分享，加上與各國央行人員的意見交流，獲取更多新知，得以進一步了解各國金融發展的現況、金融整合的架構與其面臨之難題。經由本次研習，謹提出下列兩點建議：

一、我國主管機關宜持續關注銀行經營及整併之發展，以掌握區域金融整合之優勢

亞洲新興國家由於欠缺成熟之金融基礎結構與制度規範，且資本市場（特別是債券市場）落後，致企業資金來源過度依賴銀行體系，一旦發生金融業危機，易波及總體經濟，此即目前亞洲區域金融整合較其他區域落後的原因之一。

台灣金融業法規相對較開放，財務結構較健全，具發展自由經濟示範區之利基；惟目前銀行業規模過小、家數過多，影響資產利用效率及經營績效，主管機關未來宜持續關注相關問題。銀行經營攸關金融穩定，本行一向關注銀行整併之發展，且強化風險控管，以掌握區域金融整合之優勢，為經濟成長挹注動能。

二、我國宜在國際場合呼籲各國對金融整合或合作應具包容性，重視金融實力，非以政治因素作為考量

2014年10月美國結束資產購買計畫，貨幣政策走向正常化；惟歐元區經濟成長停滯，通縮壓力日增，日本與中國大陸經濟成長走緩，皆可望繼續寬鬆貨幣。各國貨幣政策分歧，將進一步牽動國際資本移動，影響亞洲各國匯率與利率之波動⁸，干擾金融穩定。

由於我國非IMF、清邁倡議多邊化或東協加三總體經濟研究辦公室之成員，缺乏國際金融安全網之保護，因此，未來應持續透過參與亞洲開發銀行年會等國際場合，公開呼籲區域金融整合

⁸ 南韓央行官員一度發言詢問 Dr. Kawai，近來日圓大幅貶值，負面的外溢效應透過匯率管道影響南韓等國的出口。惟 Dr. Kawai 回應，日圓貶值至今，日本出口量仍未增加，J 曲線效果可能尚需一段期間方能顯現，而日圓貶值反有利於中國大陸和南韓，因為這兩個國家皆從日本進口大量商品，南韓出口不振應係本身之問題。近日日圓進一步貶值，南韓亦加入貨幣競貶賽，此舉將更不利亞洲區域金融整合之發展。

或合作應具包容性，使台灣等具金融實力之國家都能參與，不宜因考量政治因素，而輕易排除。

參考資料

- Bianchi, Javier and E. G. Mendoza (2011), “Overborrowing, Financial Crises and ‘Macro-prudential’ Policy?” IMF Working Paper No. 11/24.
- Boyd, J. H. and B. D. Smith (1992), “Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development,” *Journal of Monetary Economics*, 30, pp. 409-32.
- Bussière, M. and M. Fratzscher (2008), “Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain?” *Review of International Economics*, 16, pp. 69-95.
- Cavoli, T., R. S. Rajan, and R. Siregar (2004), “A Survey of Financial Integration in East Asia: How Far? How Much Further to Go?” *Centre for International Economic Studies Discussion Paper* 0401, University of Adelaide.
- Cetorelli, L. and L. S. Goldberg (2014), “Measures of Complexity of Global Banks,” *Economic Policy Review*, 20 (2), pp. 1-39.
- Commission of the European Communities (2007) , “European Financial Integration Report,” Commission Staff Working Document, Commission of the European Communities.
- De Brouwer, G. (1999), “Financial Integration in East Asia,” Cambridge: Cambridge University Press.
- Devereux, M. B. and C. Yu (2014), “International Financial Integration and Crisis Contagion,” BOK-IMF Joint Conference, November 3.
- Eichengreen, B. and M. Kawai (2014), “Issues for Renminbi Internationalization: An Overview,” ADBI Working Paper Series No. 454.
- European Central Bank (2007), “Financial Integration in Europe,” European Central Bank.
- European Central Bank (2008), “Financial Integration in Europe,” European Central Bank.
- Garcia-Herrero, A. and P. Wooldridge (2007), “Global and Regional Financial Integration: Progress in Emerging Markets,” *BIS Quarterly Review*, September, pp. 57-70, Bank for International Settlements.
- Kawai, Masahiro (2014), “Regional Financial Integration in Asia,” BOK-IMF Joint Conference, November 3.
- Korinek, A. (2011), “Systemic Risk-Taking: Amplification Effects, Externalities, and

- Regulatory Responses," Working Paper Series 1345, European Central Bank.
- Kraay, A. (1998), "In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization," Washington DC: World Bank.
- Lane, P. R. and P. McQuade (2014), "Domestic Credit Growth and International Capital Flows," *The Scandinavian Journal of Economics*, 116 (1), pp. 218-252.
- Levine R. (2001), "International Financial Liberalization and Economic Growth," *Review of International Economics*, 9, pp. 688-702.
- Lim, Cheng Hoon (2014), "Asia's Financial Sector: The Landscape and Recent Macro-Financial Risks," BOK-IMF Joint Conference, November 3.
- Prasad, E. S., K. Rogoff, S. Wei and A. Kose (2003), "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence," IMF Occasional Paper, No.220.
- Rey, H. (2013), "Dilemma not Trilemma: the Global Cycle and Monetary Policy independence," CEPR Discussion Paper.
- Rose, Andrew K. (2012), "International Financial Integration and Crisis Intensity," ADBI Working Paper Series.