

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：研討會)

參加第 11 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

姓名職稱：毛德文 科長

派赴國家：馬來西亞 吉隆坡

出國期間：104 年 9 月 7 日至 11 日

報告日期：104 年 11 月

目次

壹、前言	1
貳、國際資本移動的影響及形成因素	4
一、國際資本移動所造成之影響	4
二、資本移動形成的因素	5
三、亞洲新興市場資本移動的近況	6
參、國際資本移動的因應對策	11
一、對資本移動採行之因應對策	11
二、IMF 近期對資本移動管理的觀點	18
肆、研討會的心得總結	21
參考資料	23

壹、 前言

職奉派於9月7日至9月11日參加由東南亞國家中央銀行研訓中心(SEACEN Centre)與日本央行(BOJ)在馬來西亞合辦之第11屆 SEACEN 資本移動專家小組會議，本次會議參加人員除本行外，尚包括澳洲、香港、印度、日本、印尼、南韓、馬來西亞、尼泊爾、菲律賓、斯里蘭卡及柬埔寨等共12國代表參加。並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擔任課程講師

本次會議主題為 The Search for Framework to Manage Capital Flows for the Emerging Economies，係探討亞洲新興經濟體為因應資本移動對國內貿易及投資影響所採行不同之政策，及該政策在各種情境下的有效性；另研討區內各國合作與採行適當組織架構，如何來達成有效之資本管理。會中亦安排部分國家代表介紹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。

自2008年全球金融危機爆發以來，全球各國央行不約而同採取貨幣寬鬆政策以為因應，且多國貨幣政策寬鬆程度達到历史新高，美國聯邦準備理事會(FED)，歐洲央行(ECB)，英國央行和日本央行(BOJ)別啟動降息計畫，減少其政策利率接近零的水準，同時各國政府陸續推出量化寬鬆(QE)等非常規貨幣政策，其規模也一再創新紀錄。其中，以FED先後推出三輪量化寬鬆政策最為重要，對於全球金融市場的影響力亦為最大。這種以印鈔方式拯救經濟的做法，引發全球各界嚴重質疑與爭議，包括引發通膨上升、引起貨幣戰爭破壞全球匯率市場穩定，以及造成全球金融市場動盪等。

在美國實施三輪量化寬鬆貨幣政策後，由於本身景氣出現好轉，經濟及就業市場也持續改善，因而FED決定開始擬訂量化寬鬆退場計畫，預防過度膨脹的

資金反而抵消掉得來不易的成長果實。當 2013 年 FED 開始放出 QE 減購的消息、試探市場的反應時，全球金融市場因預期心理變得波動，使得美國十年公債殖利率上升，而且使得黃金、部分大宗物資商品價格下挫，造成部分經濟體質較弱的新興市場(例如：有脆弱五國之稱的南非、印度、巴西、印尼和土耳其)經濟成長陷入隱憂或資金外流，而使這些國家的貨幣大幅貶值。

另一方面，日本於 2012 年安倍首相上台後，為挽救低迷的經濟情勢，推動所謂「安倍經濟學」，配合超寬鬆貨幣政策，藉以突破通縮僵局及拉抬經濟成長。2014 年底日本國會改選，安倍內閣持續執政後，不同於美國準備緊縮貨幣政策的作法，反而進一步執行寬鬆貨幣政策，推動所謂的「質化量化」貨幣寬鬆政策(QQE)，推出新的貨幣政策，並宣稱將以「無限可能」的方式推行寬鬆措施，強化以政策帶動景氣的決心。同樣著眼於挽救低迷的經濟情勢，歐洲央行於 2015 年初推出大規模的購債計畫，與美國於 2009 年 3 月推出首輪量化寬鬆的時間相距達 6 年。

在經歷金融危機多年後，由於各國經濟復甦情勢不一，主要國家的貨幣政策逐漸呈現不同調，除了美國係因經濟基本面好轉而準備進入升息階段外，其他主要國家如日本與歐盟卻又進一步擴大量化寬鬆以刺激經濟，此也讓已開發國家的貨幣政策完全呈現兩極，貨幣政策的分歧也造成投資者與國際金融市場動盪不安，國際資本的移動亦更加頻繁。已開發國家的決策影響著亞洲新興經濟體的金融市場，進而牽引著這些國家的央行步調，而由於各國經濟發展情勢的不同，也造就各國政策執行的方向與程度不一。

亞洲新興經濟體為因應資本移動之風險，依其總體經濟結構及政策架構，採取不同之措施。其關鍵在於，面對不斷變動之全球經濟金融環境，不能僅依靠單

一政策工具解決金融不穩定的問題，各類政策工具皆有其相對有效性及侷限性，應如何運用及調整，則須視資本流動對國內經濟與金融穩定所造成的影響而定。

本報告共分為 4 個部分，除前言外，第二部分介紹影響國際資本移動的影響、形成因素及亞洲新興市場資本移動的近況，第三部分說明各經濟體對國際資本移動採行的因應對策及 IMF 近期對資本移動管理的觀點，最後為研討會的心得總結。

貳、國際資本移動的影響及形成因素

在自由化的潮流下，國際金融市場大幅開放，亞洲新興經濟體對外資的限制也逐步打開，造成國際資金大量進出這些國家，以獲取最大的投資收益。自 2008 年全球金融危機（GFC）以來，亞洲新興經濟體歷經一系列外部的衝擊，其中包括雷曼兄弟公司倒閉，美國 QE 貨幣政策，歐元區危機，QE 縮減恐慌症（the Taper Tantrum），以及中國震撼（上海股票價格崩潰），這些衝擊創造了國際資本流動的急劇變化，從而對亞洲新興經濟體各國匯率及其財政狀況造成顯著影響，對這些國家的貨幣政策、財政政策、金融市場穩定以及外匯管理的執行形成重大的挑戰。

一、國際資本移動所造成之影響

資本移動會對資本供給國及接收國分別產生不同潛在影響。對資本供給國而言，資金流出可改善儲蓄者及投資者的投資報酬率及投資的多角化，以降低投資風險。就資本接收國而言，除可獲得額外的資本及降低資金成本、促進該國的消費水準外、並可達到發展金融市場與制度、獲取技術或管理技能移轉的目標，然若資本接收國的資本市場胃納量不足，過多的資本流入則易使資產價格膨脹，形成泡沫，反增加該國經濟與金融市場的不穩定性。

此外，資本流入對資本接收國總體影響會因流入形式之不同而有相反的情形，一般而言，長期資本流入（如直接投資）可以促進經濟發展，對國內經濟發展有益；但短期資本流入的效果卻正好相反，短期性的大量資本流入易使得一國經濟過熱，造成該國貨幣升值，不但影響出口，也會因景氣過熱而使得通貨膨脹惡化、資產價格上升使得股價與房地產價格上升，提高投機泡沫的風險。且一旦市場上發生的變化，投資者會因受到預期心理的影響，而迅速的將流動性極高的投機性資金流出，引發市場上大幅的波動，對經濟金融體系造成嚴重的影響。因此，

如何有效處理資本之流入以享其利，是亞洲新興經濟體重要的課題，不當的管理，則可能引起金融危機。綜上而言，資本移動的利益及風險如下：

(一)資本移動的利益：

1. 資本移動可降低資金成本，提高投資生產力，並促進金融部門發展、使其變得更具競爭力及更成熟。
2. 資本移動能達成更佳的多角化配置，進而促進更高經濟成長，並協助緩和國與國間經濟失衡的調整過程。
3. 國際資本移動易與國際市場接軌，國際資本的參與亦可提高市場風險分擔能力，有助於資本市場長期發展。

(二)資本移動的風險：

1. 資本移動反覆無常，且其規模如果超過一國的金融市場或經濟體胃納量時，易造成金融與經濟體系的失衡。
2. 資本移動可能導致信用或資產價格暴起暴落，威脅一國之經濟體穩定性及市場波動性等風險，尤其如果一國之金融體系不健全，更容易將風險放大。
3. 如匯入資金係以高槓桿的套利交易方式取得，則利率或匯率的變動可能觸發平倉操作，進而引發外部融資的停止和資本大量回流。在高度關聯的金融市場，突發性平倉操作將可能引發系統性的風險。
4. 資本移動的自由性使得一國易受來自全球經濟金融動盪的感染，其防禦之難度加深。

二、資本移動形成的因素

探討國際資本移動對亞洲新興經濟體的影響，首要應先瞭解造成國際資本移動的原因為何，以便各國政策執行者能採行更有效的應對策略。造成資本流入

的因素可分為內部（拉力）因素與外部（推力）因素。

(一)內部（拉力）因素：

1. 亞洲新興經濟體經濟成長優於已開發國家：由於許多亞洲新興經濟體國家致力於健全總體經濟基本面及結構性的改革，進行外債重整，債信亦獲得改善。
2. 亞洲新興經濟體近年來加強國內金融市場結構的改革：亞洲新興經濟體近年來發展債券市場，深化股票市場，及各種避險金融商品的發展，使得外國投資人投資風險及成本大幅降低。
3. 貿易及資本市場的自由化：亞洲新興經濟體紛紛移除跨國資本移動管制，使得國際資金移動更加自由。再者，不同自由貿易區(FTA)的形成，亦促成國與國之間的資金流動增加。

(二)外部（推力）因素

1. 追求高報酬之金融性資本移動增加：由於透過資本帳開放、科技進步及金融創新，使得跨國金融交易成本與風險降低；另外，機構投資人(主權財富基金、共同基金及退休基金)的重要性提升及機構投資人的放寬管制對國際資金流動亦產生結構性的影響。此外，由於較高的長期報酬的預期與較多的風險分散機會，機構投資人較願意投資於亞洲新興經濟體之資金流動增加。
2. 主要國家利率偏低：由於已開發國家為挽救低迷的經濟情勢，推動量化寬鬆貨幣政策而降低政策利率並維持低檔，這使得已開發國家之投資者為尋求較高的高報酬的交易，而增加對外投資。

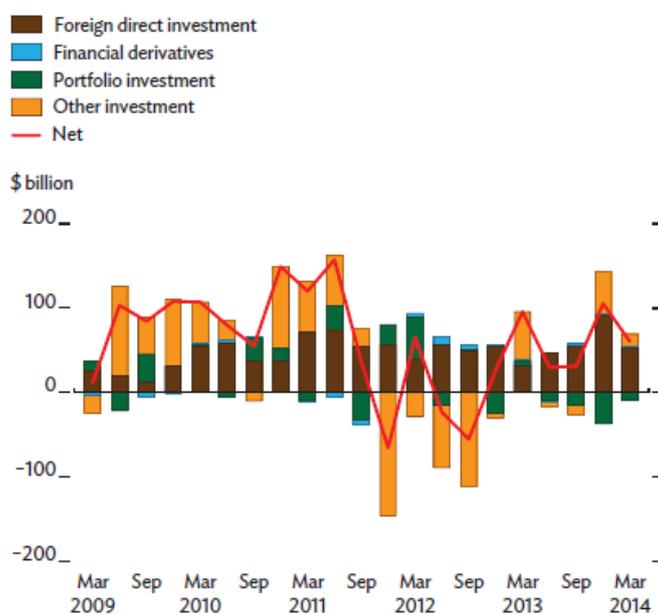
三、亞洲新興市場資本移動的近況

(一)資本移動的趨勢

亞洲新興經濟體在 1997-98 年金融危機發生後，致力於健全總體經濟基本面

及結構性改革，並進行外債重整，放寬外人證券投資的限制，加上經濟成長穩健，對外國投資人有強大的吸引力，資金大量流入亞洲新興國家，根據亞洲開發銀行 (ADB) 統計，2010 年流入十個主要亞洲新興國家(包括中國大陸、香港、印度、印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓、新加坡、泰國及我國等)的國際資本達 3,903 億美元，較 2009 年增加 843 億美元，至 2011 年第 2 季單季流入 1,571 億美元達到高峰，就在 2012 年間各方就不斷猜測 FED 是否停止使用量化寬鬆政策，因預期因素的影響，使得國際資本移動瞬間逆轉，在 2012 年第二季及第三季合計淨流出 794 億美元(圖 1)。

圖 1. 國際資本流入主要亞洲新興國家之組成



Note: 主要亞洲新興國家包括 the People's Republic of China; Hong Kong, China; India; Indonesia; the Republic of Korea; Malaysia; the Philippines; Singapore; Taiwan; and Thailand.

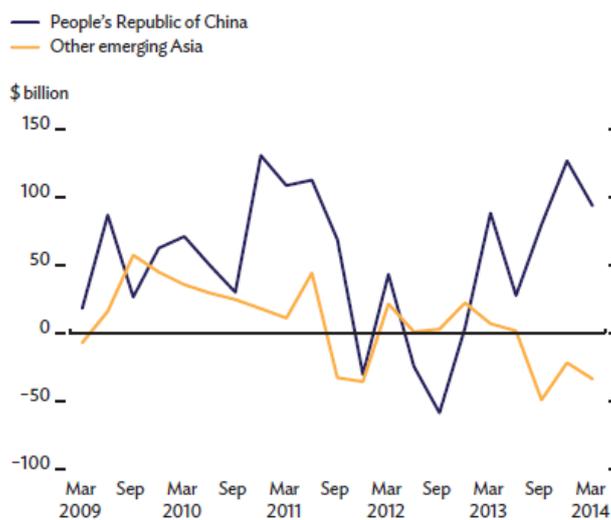
資料來源: ADB, Asia Development Outlook Update, September 2014.

雖然在 2013 年流入十個主要亞洲新興國家的資本已恢復為 2,608 億美元，但這是因為國際直接投資資金持續流入中國大陸，如扣除流入中國大陸的國際資本後，其餘九個亞洲新興國家在 2013 年是淨流出 624 億美元(圖 2)。

就當 2013 年 FED 開始放出 QE 減購的消息，因預期心理使得亞洲金融市場

因變得不穩定，這也造成亞洲 MSCI 股票指數及 EMBI 債券指數波動加劇，而當 2014 年 1 月起 FED 正式開始縮減 QE 規模，市場上反而因預期的心理消除而恢復上升趨勢(圖 3)。

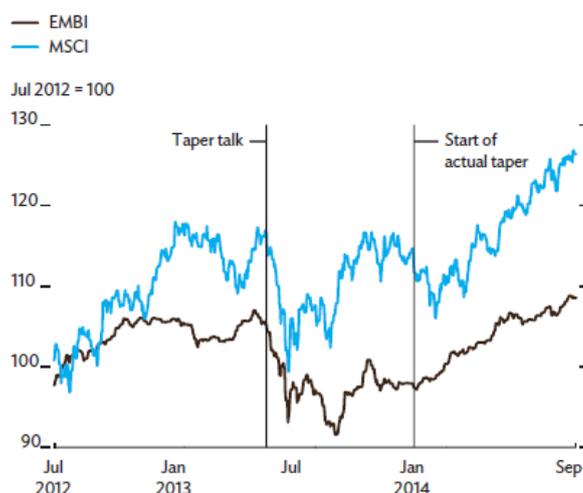
圖 2.國際資本流入中國大陸及其他主要亞洲新興國家之情形



Note: 其他主要亞洲新興國家包括 Hong Kong, China; India; Indonesia; the Republic of Korea; Malaysia; the Philippines; Singapore; Taiwan; and Thailand.

資料來源: ADB, Asia Development Outlook Update, September 2014.

圖 3. Bond and stock market movement, emerging Asia



EMBI = JP Morgan's emerging markets bond index, MSCI = Morgan Stanley

Notes: For EMBI, emerging Asia consists of the People's Republic of China India; Indonesia; Malaysia; Mongolia; Pakistan; the Philippines; Sri Lanka; and Viet Nam. For MSCI, emerging Asia consists of the PRC; India; Indonesia; Republic of Korea; Malaysia; the Philippines; Taiwan; and Thailand.

資料來源: ADB, Asia Development Outlook Update, September 2014.

(二)資本移動的型態

國際資本移動主要可分為直接投資、證券投資及其他投資。

1. 直接投資：

國際資本流入亞洲新興國家，其中以直接投資為最穩健的資金來源，根據 ADB 統計，2009 年流入十個主要亞洲新興國家的直接投資為 862 億美元，並持續增加至 2013 年已達 2,238 億美元(圖 1)。

2. 證券投資：

因亞洲新興國家證券市場逐漸自由化，國際資本以證券投資之方式流入該等國家也日益頻繁，惟其受到經濟面及消息面的影響，其移動反覆無常，波動度也大(圖 1)，係干擾資本接收國家證券市場及外匯市場不穩定的重要根源。

以我國而言，近 3 年來，國際資本以證券投資之方式進出匯市金額相對於銀行間外匯交易的比率已接近 40%，大部分是由前 20 名的外資參與，外資淨匯入時，新台幣多呈升值；外資淨匯出時，新台幣多呈貶值(圖 4)，以證券投資方式之國際資金移動儼然成為決定新台幣匯率的主要因素。

3. 其他投資：

其他投資包括貿易信用貸(借)款、現金與存款及



資料來源:2015 年 6 月 25 日央行理監事會後記者會參考資料

其他應收應付款項，惟仍是以銀行及非銀行部門的存款及借款為主。相較於直接投資及證券投資，其他投資也易受國外衝擊及外匯市場的影響，觀察 2009 年至 2013 年 ADB 統計國際資本流入十個主要亞洲新興國家的資料來看，在 2009 年及 2010 年，其他投資尚分別流入 2,078 億美元及 1,593 億美元，而在 2012 年間各方就不斷猜測 FED 是否停止使用量化寬鬆政策之當下，瞬間從 2011 年第 4 季起至 2012 年第 4 季止連續 5 季流出 3,643 億美元(圖 1)，這也顯示其他投資近年來也成為國際資金移動不穩定的主要根源。

參、國際資本移動的因應對策

亞洲新興經濟體在歷史上所面對的挑戰不是資本過多，而是資本過少。過去幾十年來，其政策的目標都是吸引外國資本，以充實國內儲蓄，為更多投資提供資本，其對國際資本的吸引因素通常是高收益率的預期(透過亞洲新興經濟體快速的經濟增長中實現)，以及資本的安全性(通過亞洲新興經濟體加強金融環境及商業環境治理實現)。

由於資本市場自由化的開放，使得國際資本可在短期內大量的在國際間流動，對一國的經濟造成威脅，由於亞洲新興經濟體大多屬小型且淺碟型的市場，大量的資本湧入時常易使經濟過熱，並促使實質匯率高估，銀行信用與貨幣供給額高漲，股票與不動產市場也隨之產生投機泡沫。一旦泡沫破滅，原先大規模的資本流入，立即轉變為大規模的資本流出，嚴重影響金融體系的運作。因此，各國政府或多或少都會利用各種因應對策，希望將資本自由移動所帶來的傷害減至最低。

一、對資本移動採行之因應對策

儘管資本流入可帶來好處，但突然的大幅激增的資本流入可能帶來政策挑戰。這種資本流入可能導致資產市場的波動、貨幣的大幅迅速升值、經濟過熱以及其他總體經濟和金融穩定風險。各國以不同的方式應對這些挑戰：

(一) 總體經濟政策措施

面對全球資本市場的流出、流入，而目前全球主要總體經濟政策的措施大致有四種，包含「增加匯率彈性」、「沖銷干預」、「貨幣政策」及「財政政策」。

1. 增加匯率彈性：

一般認為，增加匯率波動的彈性，讓匯率浮動而增加不確定性，有助於抑制短期投機性的資金流入，不過政府必須掌握合理的匯率彈性範圍，

然而由於新興經濟體大都為淺碟型的市場，且金融市場規模不大，市場吸納匯率波動的能力相對不足，如資本移動的規模升高，將可能因匯率過度波動，而危及金融穩定，影響物價，鼓勵投機及傷害出口競爭力，影響實體經濟。

2. 沖銷干預(Sterilization)：

當外匯市場波動過大，致使匯率過度波動偏離基本面，將會侵蝕外部競爭力，不利經濟及金融穩定時，進行外匯干預維持市場秩序應是合理的暫行性措施，其優點為 1. 將能有效消除龐大的資金移動引發的匯率壓力，2. 降低匯率的波動度，3. 有助於國內經濟的穩定。其缺點則為 1. 外匯干預可能導致民間信用擴張助長通膨或者資產和信用泡沫，2. 為避免採取此項措施增加太多流動性因而配合實施沖銷操作，增加操作成本，3. 外匯干預將增加外匯存底，將產生因來自支付債務工具之利息支出與持有外匯資產獲得之利息收入的淨利差成本，以及源自於以外幣計價的資產與以本國幣計價的負債之幣別錯配產生的匯率損失之風險。

3. 貨幣政策：

當資本大量流入，將造成資本接收國國內貨幣過度供給，致影響物價水準穩定及出現資產價格泡沫化的問題，該國貨幣政策無可避免須加以調整，透過貨幣政策的調整，將進而影響資產價格。除非成本太高，多數國家大多採行公開市場操作。而此公開市場操作之優點為 1. 在銀行體系不增加存款準備率要求下，限縮貨幣及信用擴張，2. 限制銀行體系做為金融媒介的角色。其缺點則為 1. 提高國內利率水準，2. 須負擔公開市場操作的成本，3. 若央行透過提高利率之緊縮貨幣政策抑制資產價格，其後果可能引入更多熱錢，政策效果恐適得其反。

除了採行公開市場操作外，亦可採行對銀行提高存款準備率，以降低貨幣乘數。其優點為在不增加成本的情況下，降低銀行擴張放款能力，其缺點則為 1. 對金融體系無形的課徵租稅，2. 因為較高的貸款利率，促使廠

商進行海外借款而刺激資金流入。

4. 財政政策

當資金流入造成總體經濟過熱，可以採行透過財政緊縮政策以抑制總體需求，尤其當一國金融整合程度愈大時，將更需要採行較保守的財政政策。採行此一緊縮財政政策的優點為 1.可以避免沖銷的成本，2.可取代浮動匯率而做為另一種穩定的機制，3.透過緩和而非貿易財部門通膨壓力，可能減少最後發生實質匯率升值。其缺點則為 1.可能需要立法機關地修法，2.在短期難以做政策調整，3.過度的財政緊縮政策反會抑制經濟成長。

(二) 總體審慎政策

總體審慎政策旨在維持整體金融體系的健全與穩定，並考量金融體系與實體經濟的相互影響關係，運用管制與監理等工具來舒緩金融體系順循環的特性，降低系統性的風險，達到促進整體金融體系安定的明確目標，而非以個別金融機構穩健經營為目標。

在面對國際資本移動時所需考量系統風險主要為：1.資本流入時避免金融機構信用過度膨脹，導致資產價格泡沫化的系統風險；2.資本外流時則要提防信用過度減縮，一旦個別金融機構發生流動性問題，恐擴大成整個金融體系短期流動性不足而導致週轉不靈，帶來嚴重的系統性風險。

由於系統性風險主要受到金融機構集體行為的影響，進而影響經濟的穩定性，再反過來影響金融機構的發展。有時當個別金融機構風險處於已受控制範圍之下，整體金融體系亦可能處於不穩定狀態，因此總體審慎政策利用總體審慎工具抑制系統風險，從而能減緩系統風險對實體經濟的不利衝擊。

雖然貨幣政策、財政政策及匯率政策等通常亦具有促進金融穩定的政策功能，但通常能明確直接促進整體金融穩定目標的工具，會歸類為總體審慎工

具。因此，與維持金融穩定領域有關之個體審慎政策、貨幣政策及財政政策亦均可包括在廣義的總體審慎工具範疇內，一般來說各國採行的總體審慎工具包括：

1. 限制金融機構的外匯信用膨脹：

為降低金融機構信用過度膨脹，採行限制金融機構的外匯曝險部位、限制金融機構外幣投資工具及限制金融機構外幣放款，以抑制未來可能引起系統性風險。

2. 提列反循環呆帳準備：

若預期未來的貸款回收情況可能轉壞，則事前提列較多的呆帳準備。

3. 反循環資本計提：

係指當景氣好時，要求金融機構增加資本計提，景氣轉差時，則允許金融機構減少（或動用）資本計提；此將有助於降低金融體系順循環的不穩定行為，適度解決金融機構不當槓桿操作的問題。

4. 提列流動準備：

基於整體風險考量，針對金融機構的特定或全部資產，調整應提的流動準備。

5. 系統性資本提列：

針對金融機構某一業務行為（如房地產放款）要求提列更多資本。

6. 訂定貸款成數上限：

基於整體風險的考量，限制各項貸款條件，例如在貸款成數方面，可訂定上限或伴隨景氣循環來調整成數上限，以解決房價過度上漲的問題。

7. 調整保證金比率：

用以解決股價過度上漲的問題。

8. 對現貨外匯交易課稅：

對現貨外匯交易徵收統一的交易稅，用以抑制國際金融市場過度投機。

(三) 資本移動管理措施(Capital Flow Management Measures)

資本移動管理措施經常被用來管理匯率的波動性，避免貨幣的錯配(currency mismatch)，限制經濟體的投機活動，為貨幣政策提供調整的空間。管理措施大致可分為兩類，以價格為基礎及以數量(或行政管制)為基礎。以價格為基礎的措施在於增加國外資本移動的成本，例如對資本流入或流出課稅或採用不計息的準備金提存（unremunerated reserve requirement，URR）制度等。以數量或行政管制為基礎的措施，包括對某種類型交易(如一定期限以下的有價證券交易或國際貿易之外的交易等)的禁止、訂定上限或須經核准，以及設定資本流入該國後最低應停留期間等，其相關的管理措施包括：

1. 流入：

- 限制幣別錯配
- 對金融機構的外幣淨負債設限制或課稅
- 對新的債務流入或外匯衍生性商品課稅
- 不計息的準備金提存
- 對全部或部分資本交易的審核
- 對國外貸款最終用途的限制
- 禁止或限制外國人可投資之範圍或行業
- 國外資本流入最低應停留期間的限制

2. 流出：

- 對資本流出課稅
- 國內廠商須報告其國外投資或外匯帳戶交易

- 國內廠商須經過核准才能進行國外投資或持有外匯帳戶
- 對外國人匯出投資本金或收益的規模限制
- 限制外國人在國內市場借款規模或用途

在經濟繁榮時期，有時採用資本移動管理措施是必要的，因為它可以幫助該國政府處理一些繁榮時期大量資本流入所帶來的問題，同時避免匯率的升值，以及不斷增加的經常帳戶赤字和閒置外匯存底積累帶來的風險。在危機期間，它也可能被用以避免或減少資本外逃所產生相反的總體經濟效應。

在通常情況下，這些管理規則可以發揮雙重作用：它們可以成為總體經濟政策的輔助工具，幫助減少與負債結構相關的風險(如負債結構中短期負債在全部負債中所占的比例過高容易在資本流動逆轉時遭受衝擊的風險)。作為總體經濟政策的互補工具，它們會為貨幣政策提供一些空間。在經濟繁榮時期，它們透過採取緊縮的貨幣政策來增加政策空間，同時降低匯率升值壓力。反過來，在危機期間，它們可以創造出一些實施擴張性貨幣政策的空間。作為一種管理政策，資本移動管理措施應該關注於資本移動的特性，尤其是資本移動的可逆性。資本移動的波動性取決於資本移動的性質，如直接投資的穩定性要超過證券投資和其他投資，在後者中，其他投資的波動性日益趨大。在執行資本移動管理措施須注意下列事項：

1. 資本移動管理措施無論對資本流入還是流出管理的有效性，在於執行者必須有行政能力對它們進行管理，這包括及時堵住漏洞和對規避法規的各種“創新”作出反應。其必須是隨時能根據外在條件變動而作出相應調整的措施，而不是面對衝擊時才臨時拼湊起來的制度。
2. 雖然資本移動管理措施會增加貨幣政策自主權，降低匯率壓力，並改變

資本流量的大小，但其影響可能是暫時的，主要原因是隨著時間的推移，會有更多規避法規的行為出現。從這一點來看，管理措施可充當“減速裝置”而非永久性的限制，這就意味著執行者必須隨時加強執行的力度以保持其有效性。

3. 對資本流入的資本移動管理措施會幫助改善債務狀況，並降低外部脆弱性。
4. 資本移動管理措施是與總體經濟政策互補的，而不是代替它們。

二、IMF 近期對資本移動管理的觀點

依 IMF 於 2010 年 2 月 19 日發布「資本移動：管制的角色」(Capital Flows: The Role of Controls)及 2012 年 11 月 14 日發布「IMF 對資本移動自由化與管理之觀點」(The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View)報告中，檢視並分析資本移動管理在歷次金融危機所發揮的作用，認為資本移動在特定情形下確實有助於經濟穩定，降低金融體系的脆弱性，惟在面臨迅速大量的資本流入，或破壞性的資本流出時，可將資本移動管理措施納入因應政策的一環。

(一) 新興經濟體應先行採行總體經濟政策

根據 IMF 的觀點，資本接收國在因應資本移動應當先採取總體經濟政策的調整，其具體的政策將視一國的經濟情況而定。資本接收國應先確認資本流入的型態及其對總體經濟及金融市場穩定可能的影響，如果資本是持久流入（受結構性因素驅動、長期內可能持續下去的資本流入）需要根本性的政策調整，包括實際匯率升值以及經常帳戶差額的縮減，並應就經濟情況先行採行相關總體經濟政策：

1. 貨幣升值：如果不存在貨幣高估的情況，可以允許貨幣升值。升值有助於外部調整，也有助於緩解過熱壓力。
2. 積累外匯存底：如果不存在外匯存底過多的情況，可以進一步積累存底。但如果外匯存底水準已經很高，考慮到持有外匯存底的利差成本及幣別配置按市值計價的損失，則不應進一步增加外匯存底。
3. 採行貨幣政策或財政政策：貨幣政策方面，如果不存在過熱壓力或資產價格膨脹，可以通過降低國內政策利率來實現；如果寬鬆貨幣政策的空間有限，可以通過緊縮財政政策來實行。

(二) 可否採行資本移動管理措施

在總體經濟政策調整空間效果有限的情況下(圖 4)如：

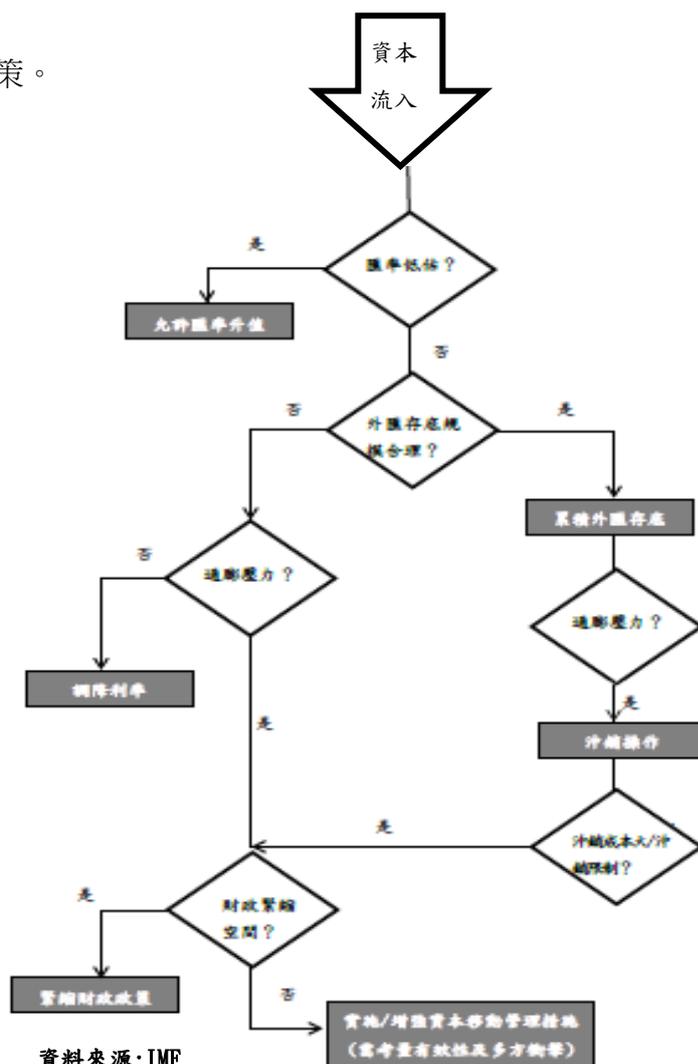
1. 貨幣已高估。
2. 外匯存底水準已經很高。
3. 因經濟過熱無法實行寬鬆貨幣政策。
4. 財政政策已經處在緊縮狀態。

則可以利用資本移動管理措施來協助總體經濟政策的調整以確保金融穩定。此外，如果資本流入增大了金融體系震盪的風險，或必要的總體經濟政策調整要花很長時間才能實施或見效，那麼可以在實施必要相關政策的同時採行資本移動管理措施。

IMF 認為，資本移動管理措施在上述情況下短暫是有效的，而且不應以這些措施取代必要的總體經濟

政策調整。此外，針對資本流入採取的資本移動管理措施應當是透明的、有針對性的、臨時性的，並且最好對待居民與非居民無差別性。然而，如果對待居民與非居民無差別性會導致措施無效，那麼應採取差別性程度最低的措施。事實上，在採用資本移動管理措施時，有效性是一個重要的考慮因素。

圖 4. 因應國際資金流入：採行相關總體經濟政策或資本移動管理的考量



在金融市場發達或規模龐大的國家，則實行資本流動管理措施效果有限，因為這些措施容易被規避。在其他情況下，這些措施的有效性也會逐漸下降，因為會有途徑規避可以這些措施。

因此新興國家如不得已，須採行資本移動管理措施時，亦須注意，**1.**應先充分考量其他替代方案，並評估利弊得失後，始可採行；**2.**資本管制應為一暫時性措施，不得因管制而疏於國內金融之改革；**3.**管制措施本身以具有市場導向特性為佳；**4.**管制的對象要廣泛，且要一視同仁；**5.**管制時要加強掌握各種外匯交易資訊，包含受管制及能規避管制之交易資訊，以查出管制的漏洞，避免影響管制效果；**6.**須經常檢討及修正管制辦法，以符合情勢需要。

肆、研討會的心得總結

- 一、長期而言，自由市場經濟有助於國際貿易與各國資本市場的發展，但對於新興市場或小型開放經濟體而言，因資本移動規模及波動性逐漸擴大，可能造成的負面影響日益深遠，由歷次爆發之金融危機，即可看出資本移動對各經濟體可能造成的破壞，不論資本是大量且迅速流入，抑或具破壞性的流出，都會帶來政策挑戰。由目前國際的經濟情勢顯示，國際短期資金的匯入與匯出的波動較正常時期高，對於匯市以及資產價格也產生一定的影響，我國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，故需特別留意已開發國家的決策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。因此國際上一些國家為因應資本移動對金融穩定影響所採行之政策，我們可以為借鏡，來降低對我們外匯市場以及經濟穩定的負面影響。
- 二、儘管各國在實施政策時著眼于本國目標，然而，隨著全球經濟金融自由化的發展，已開發國家貨幣政策的外溢效應明顯擴大，尤其自金融危機後，已開發國家長期間實施 QE 政策，創造大量流動性，且對此沒有任何監管措施，當前國際貨幣體系對此亦無有效約束。在大量資金快速流入新興國家，很容易造成新興市場貨幣的升值壓力和資產價格泡沫化，一旦快速流出，也容易造成經濟金融的動盪。從全球的角度來看，加強資本來源國的政策責任，是穩定全球金融市場的要件。因此，這些已開發國家應考慮本國政策對其他國家的溢出影響，也應努力採取總體上產生最小負面溢出效應的政策來實現所訂的政策目標。
- 三、為因應國際資本移動之風險，亞洲新興經濟體依其總體經濟結構及政策架構，普遍採取一定程度之對應措施，但各國實施的因應手段不盡相同，程度也不一，其可能相互產生影響，為減少各國政策的外溢效應，亞洲新興經濟體之間有必要建立資訊共享機制，加強溝通與交流保持政策的協調性與一致

性，此將有助於區域金融的穩定。

四、本次資本移動專家小組會議主要從總體經濟、經濟層面與政策措施分析提供與會者部分國家相關經驗分享。透過此一小組會議，有助於職員對資本移動情勢與各國為因應資本移動之政策管理有更進一步的了解。

參考資料：

- 1 中央銀行 (2015) “6 月 25 日央行理監事會後記者會參考資料” 104 年 6 月
- 2 李榮謙、黃麗倫 (2010) 「總體審慎政策之意涵、工具與策略」中央銀行國際金融參考資料第 59 輯 99 年 6 月
- 3 Asian Development Bank (ADB) (2014) “Embracing tighter global liquidity” Asia Development Outlook 2014 Update, September 2014.
- 4 Gan-Ochir Doojav, Borkhuu Gotovsuren, Tsenddorj Dorjpurev (2012) “Financial Contagion and Volatile Capital Flows” December 2012.
- 5 International Monetary Fund (IMF) (2013) “Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows” April 25, 2013.
- 6 International Monetary Fund (IMF) (2012) “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View” November 14, 2012.
- 7 International Monetary Fund (IMF) (2010) “Capital Flows: The Role of Controls” IMF Staff Position Note, SPN/10/04, February 19, 2010.
- 8 Masahiro Kawai (2015) “International Spillovers of Monetary Policy: US Federal Reserve's Quantitative Easing and Bank of Japan's Quantitative and Qualitative Easing” ADBI Working Paper Series, January 2015.
- 9 Masahiro Kawai and Shinji Takagi (2008) “A survey of the literature on managing capital inflows” March 2008.