

行政院及所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

參加 SEACEN 研究計畫「與波動性共存：資本 移動對 SEACEN 成員國央行貨幣政策之影響」

出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：曹體仁 副研究員

派赴國家：馬來西亞

報告日期：104.12.17

出國時間：104.9.16~104.9.20

摘 要

此次 SEACEN 研究計畫「與波動性共存：資本移動對 SEACEN 成員國央行貨幣政策之影響」(Living with Volatilities: Capital Flows and Their Implications for Central Bank Policies in SEG Economies) 主要探討國際間資本移動如何影響 SEACEN 成員國之貨幣與金融穩定性。特別是自 2008 年全球金融危機以來，驅動全球資本移動之力量多源於先進國家採行非傳統貨幣政策所衍生之外溢效果，因此成員國未來所面對之挑戰，勢必將較以往更為複雜。

藉由參與此項研究計畫，本報告回顧台灣國際收支帳概況，分析台灣資本移動特徵與外資對新台幣匯率與我國股市之影響，以及整理出台灣因應資本移動之相關政策。

目 次

壹、前言	1
貳、我國國際資本流動情形	4
一、我國國際收支帳概況.....	4
二、我國資本移動特徵.....	7
參、國際資本流動對我國影響與我國因應之道.....	11
一、外資對新台幣匯率與我國股市之影響	11
二、我國對資本移動之因應政策.....	13
肆、結語	16

壹、前言

職奉 派於本（2015）年 9 月 16 日至 20 日，赴馬來西亞吉隆坡參加 SEACEN 研究計畫「與波動性共存：資本移動對 SEACEN 成員國央行貨幣政策之影響」(Living with Volatilities: Capital Flows and Their Implications for Central Bank Policies in SEG Economies) 之撰寫工作會議。此研究計畫是由澳洲央行經濟學家 Chris Becker 主筆，並有 9 個 SEACEN 成員國央行派員參與分析及撰寫各自國家資本移動情形。

此項 SEACEN 研究計畫之動機是因為根據過去經驗可發現，資本移動可促使 SEACEN 成員國之國內投資增加、流動性充裕、乃至經濟成長。然而，當景氣返轉時，資本大量外流卻是明顯對各國貨幣與金融之穩定性產生衝擊；尤其是短期資本之傷害更大，而且此類資本比重在近年來又有攀升之趨勢。自 2008 年全球金融危機以來，驅動全球資本移動之力量主要來自先進國家執行非傳統貨幣政策（特別是量化寬鬆）所形成之外溢效果；此股力量可視為資本移動之「推力」。有別以往，上述非傳統貨幣政策向金融市場所注入之大量流動性，雖然緩和了當時經濟衰退之尾端風險，但也鼓勵資本移向新興市場國家，並且在性質上增加了更大的波動程序。除了先進國家非傳統貨幣政策所產生之資本移動「推力」外，新興市場國家之經濟在此次全球金融危機期間表現較以

往穩健，無形中也對資本移動產生「拉力」；故這兩股力量一來一往後之效果添增了分析此次全球資本移動之難度。

隨著美國經濟逐步復甦，Fed 於 2014 年 10 月結束 QE3，並且預計今年底將啟動升息週期。在美國貨幣政策開始正常化之際，全球資本流向已陸續出現逆轉之情形；不過，BOJ 與 ECB 相繼擴大及推出量化寬鬆，引發各界熱烈討論其是否足以抵消美元流動性減少，降低資本移動之逆效果。對於新興市場國家而言，除了調整該國既有相關資本移動措施以為因應外，亦應積極思考國際收支長期穩定平衡之道，尋求降低資本大幅移動之有效緩衝機制。當前資本移動型態在油價下跌與中國大陸經濟走弱之環境下變得更為複雜。SEACEN 各成員國將因該國為原油進口或出口國之不同，以及與中國大陸貿易往來關連程度之高低而受到程度不一之經濟衝擊，致使區域內各國經濟成長率出現差異。受此影響，預料國際投資人將有別於以往之作法，受到更多上述所稱「拉力」之牽動，進行資本分配，這將使得區域內各國的資本移動面貌有所差異。換言之，在美國逐漸進行貨幣政策正常化的同時，未來 SEACEN 各成員國所面對之資本外流情形，在規模與管道上將不盡相同。

藉由此項研究計畫之討論與分析，SEACEN 希望能達到下列目的：

(一) 透過實證研究找出涉及資本移動之相關管道與壓力點，進而探討

其可能之外溢效果、(二) 探討關於資本移動情形、資產價格合理性、市場信心變化等各類指標之實用性、(三) 對於資本移動所造成之經濟脆弱與可能引發之潛在風險提出預警，進而尋找可行之政策藥方、(四) 最後尋求可兼顧 SEACEN 成員國自身利益及彼此間摩擦最小化之資本移動政策。

以下章節將以在本研究計畫中所負責之國際資本流動在台灣狀況，提出相關說明，並分析國際資本流動對我國金融市場之影響，進而整理出我國為因應國際資本流動所制定之相關政策。最後依據上述內容，作出本次出國報告結論。

貳、我國國際資本流動情形

針對我國國際資本流動情形，本節依序分析下列兩相關部份：(一) 我國國際收支帳概況、及 (二) 我國資本移動特徵。

一、我國國際收支帳概況

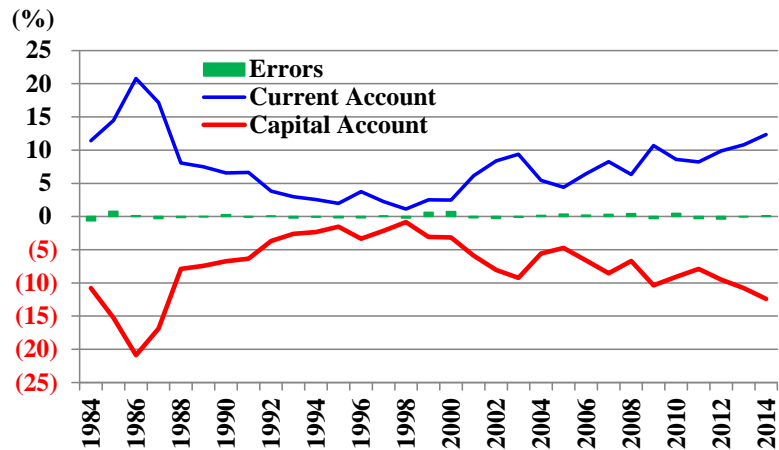
首先，依據 SEACEN 研究計畫分析方式與技術用語，本報告將國際收支帳恆等式定義如下：

$$CAB = KAB = FDI + PFE + PFD + BMM + RES + DER$$

CAB 為經常帳餘額 (current account balance)、KAB 為資本帳餘額 (capital account balance)、FDI 為外人直接投資 (foreign direct investment)、PFE 為股權證券投資 (portfolio equity investment)、PFD 為債權證券投資 (portfolio debt investment)、BMM 為其它投資 (bank and money market flows)、RES 為國際準備變動額 (official foreign exchange reserves)、以及 DER 為衍生性金融商品 (derivatives)。

我國長期享有經常帳盈餘，也因此伴隨著出現資本帳赤字 (見圖 1)。觀察兩者相對我國 GDP 比之變化，其比率從 1986 年最大值開始縮小，直至 1998 年才再逐漸擴大。

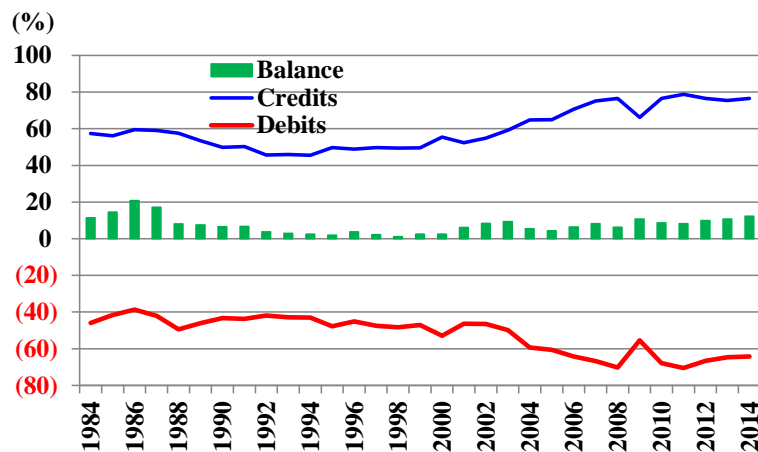
圖 1 我國經常帳與資本帳之變化（相對 GDP 比）



資料來源：中央銀行

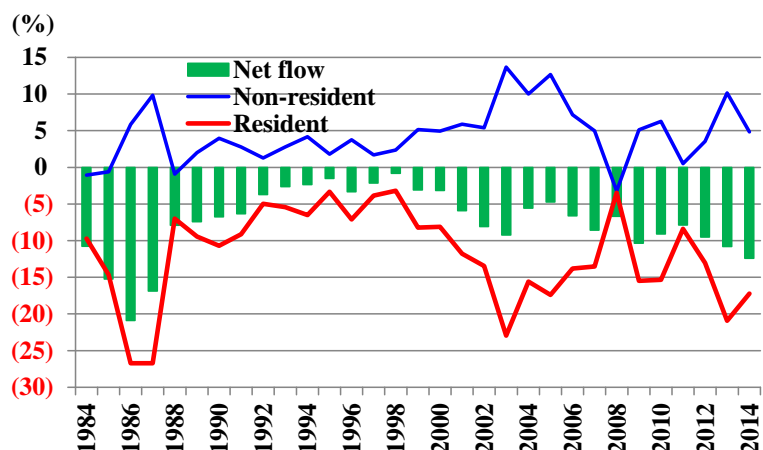
經常帳之資產面與負債面在 2000 年前相對 GDP 比約為 50%，之後有攀高的情形（見圖 2）。2014 年時，經常帳之資產面相對 GDP 比達到 77%，負債面則為 64%。與此同時，我國經常帳餘額也成長至歷史高點，約 650 億美元，其主要貢獻來源為強勁的製成品出口。

圖 2 我國經常帳流入出變化（相對 GDP 比）



資料來源：中央銀行

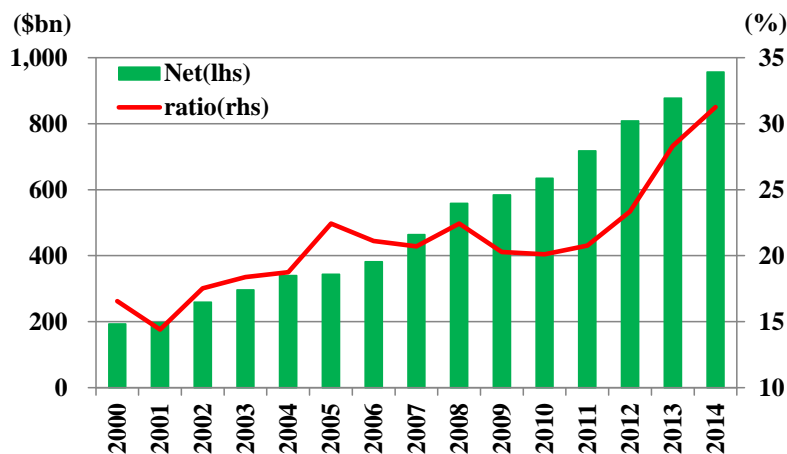
圖 3 我國資本帳流出入變化（相對 GDP 比）



資料來源：中央銀行

針對我國資本帳部份，居民與非居民資本之流出入情形大抵呈現對稱走勢（見圖 3）。在 2008 年金融危機時，居民與非居民之資本移動餘額相對 GDP 比曾跌至 0%，隨著時間的經過才逐步回升。2014 年我國資本帳餘額相對 GDP 比為 12%，是 1987 年以來之最大值。

圖 4 我國淨國際投資部位變化



資料來源：中央銀行

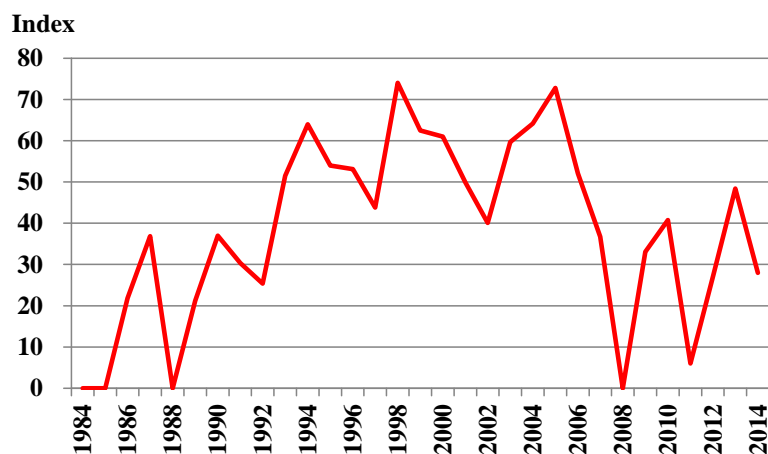
長期累積之資本帳淨流出促使我國成為全球主要淨債權國之一。我國的淨國際投資部位金額於 2014 年達到 9,567 億美元，約為當年 GDP 之 181%（見圖 4）。與全球第一大淨債權國日本相比，目前台灣的淨國際投資部位金額為該國的 31%。

二、我國資本移動特徵

即有文獻對於一經濟體之資本開放程度有數種衡量指標，然為了方便 SEACEN 研究計畫進行跨國比較，本報告採用下列公式計算我國資本帳及其各主要次項目之開放程度高低。

$$Flow\ Openness_{it} = \left[\frac{|resident\ flows_{it}| + |nonresident\ flows_{it}|}{|resident\ flows_{it}| + |nonresident\ flows_{it}| + |net\ flows_{it}|} - \frac{1}{2} \right] \times 200$$

圖 5 我國資本帳開放指數（1）



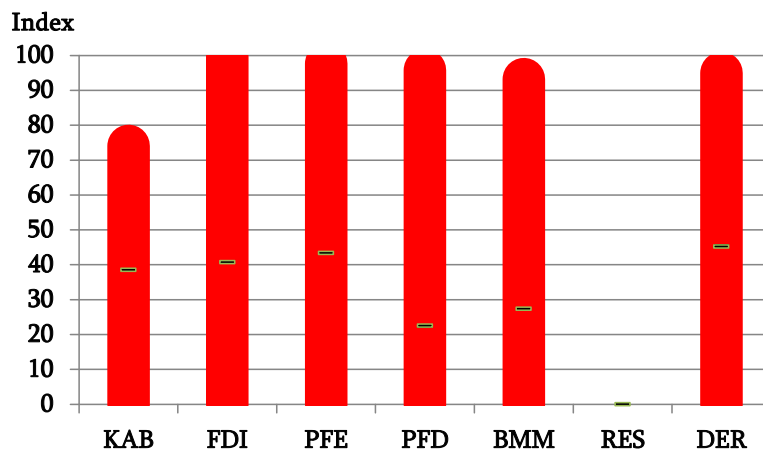
資料來源：中央銀行

計算結果顯示，我國資本帳開放指數大致呈現上升趨勢，反

映我國政策不斷鬆綁之效應（見圖 5）。但是亦可發現，當過去全球經濟發生大規模衰退時，我國資本帳開放指數會因外部衝擊而下降，反映非居民之資本流入減少、或居民之資本流出增加。最近一次我國資本帳開放指數大幅下跌是出現在 2014 年，指數跌至 28，低於長期平均值。此狀況源於當時新興市場國家受到原物料價格重挫與美元走強之影響，導致金融市場出現恐慌。

以相同的資本開放程度公式計算我國資本帳下主要次項目之開放程度可發現，指數值散佈在 0 至 90 之間，以致它們的平均值嚴重受到極端值所左右（見圖 6）。

圖 6 我國資本帳開放指數（2）

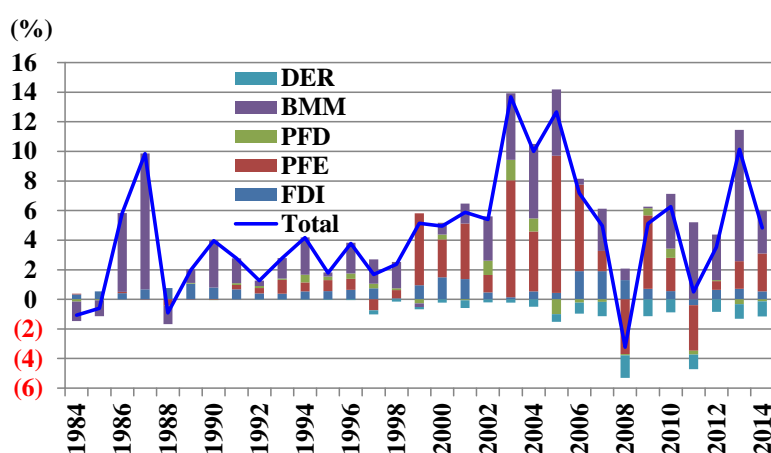


資料來源：中央銀行
綠點代表指數平均值。

進一步分析我國資本帳的負債面（非居民部份）與資產面（居民部份）的組成項目。在負債面方面，非居民之 PFE 與 BMM 在

樣本期間內為主要的構成項目（見圖 7）。相對我國 GDP 比，上述兩者在 2014 年分別為 2.6%與 2.9%。另資料顯示，非居民之 BMM 的波動程度相對其它項目大，此主要歸因於現金與存款及貸款等次項目有較大幅度變化。

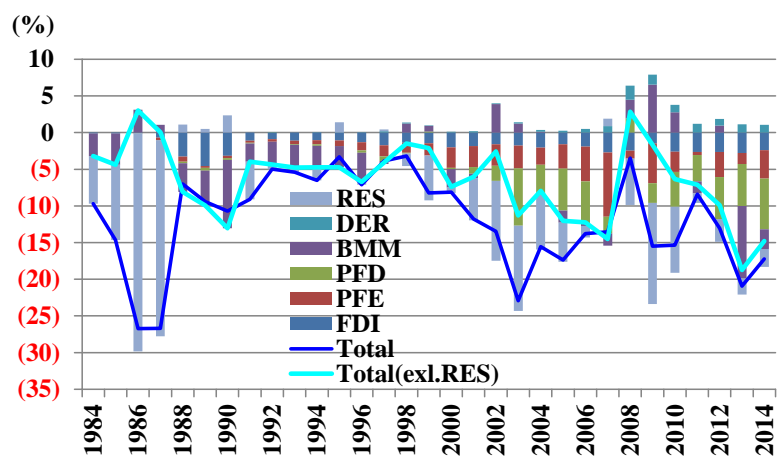
圖 7 我國資本帳負債面組成項目（相對 GDP 比）



資料來源：中央銀行

在我國資本帳的資產面部份，份額較大之項目有居民之 PFD、PFE 與 RES 等項目（見圖 8）。它們的金額相對我國 GDP 比，在 2014 年依序為 6.9%、3.9%與 2.5%。對於居民之 PFD 與 PFE 出現顯著成長的現象，此主要是反映國內保險業對外投資限額被逐步放寬後，其紛紛增加海外投資金額。此外，由於境內人民幣存款業務開放，以致居民之 BMM 在 2013 年突然大幅增加。

圖 8 我國資本帳資產面組成項目（相對 GDP 比）



資料來源：中央銀行

參、國際資本流動對我國影響與我國因應之道

經上節討論我國國際資本流動情形之後，本節接著分析外資對新台幣匯率與我國股市的影響，然後整理出目前我國對國際資本移動所制定之相關政策。

一、外資對新台幣匯率與我國股市之影響

隨著我國資本帳持續開放，國際資本移動管理對國內主管機關形成更高的監理挑戰。當法規鬆綁之際，外人證券投資金額大幅增加，明顯影響國內匯市新台幣成交價與量（見表 1）。在近期新台幣即期成交量中，約有 20% 屬於外人證券投資部份。此外，外幣存款亦占有相當大份額。相反地，國際貿易所衍生之新台幣即期成交比重則從 1991 年 52% 下降至 2013 年 5.3%。

表 1 新台幣即期交易比重

(%)

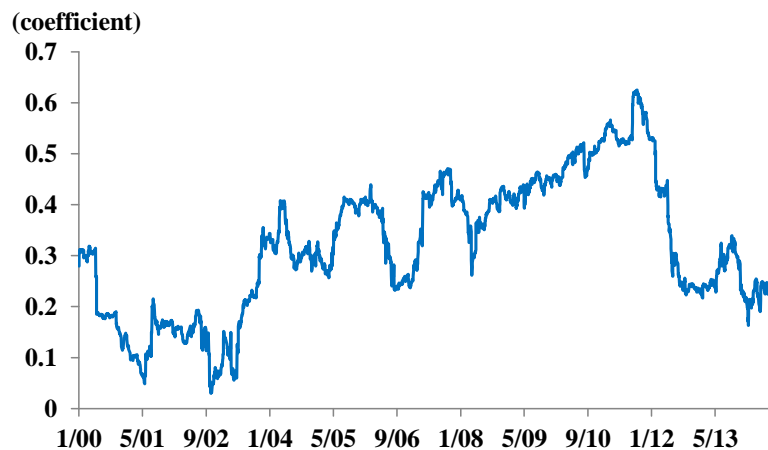
	Foreign Portfolio Investment	Foreign Currency Deposits	International Trade
1991	0.4	8.6	52.0
1995	2.6	15.3	41.9
2000	12.5	21.2	19.4
2005	18.1	21.2	8.5
2010	22.1	22.7	5.6
2013	18.7	24.4	5.3

資料來源：中央銀行

跨境資本移動對新台幣匯率與我國股市兩者之價格波動率一直扮演著重要角色。數據顯示，當境外資本流入國內時，台灣加權股價指數多呈現上漲格局，同時伴隨新台幣匯率升值；反之亦然。上述股市與匯率同步變動之現象在新興市場國家也時常被觀察到。

透過滾動式相關係數之計算可發現，外資流入與美元兌新台幣匯率之相關性曾在 2011 年 8 月達到最高，係數值為 0.63。之後，此相關係數逐步滑落至目前水準 0.2（見圖 9）。

圖 9 外資流入與美元兌新台幣匯率之相關係數變化

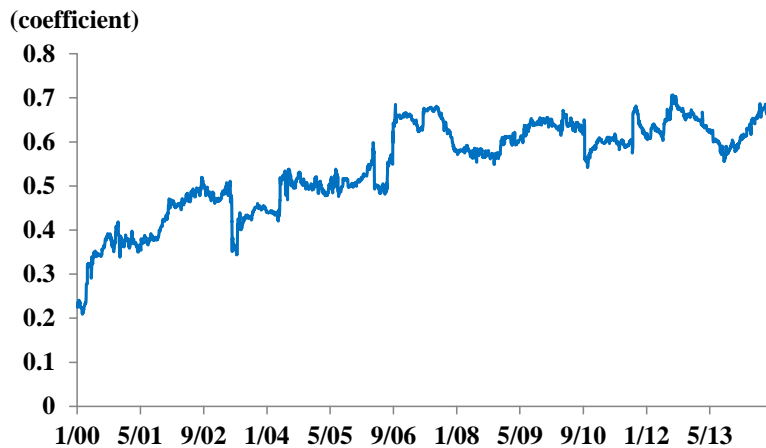


資料來源：中央銀行

對於外資流入與台灣加權指數之相關係數變化，該係數於 2012 年 6 月攀升至高點 0.71。雖然之後係數值有所下滑，但仍維持在較高水準，目前約 0.65（見圖 10）。由於外資流入與新台幣

幣匯率及台灣加權指數具有高度相關性，故市場投資人常以此作為短期操作策略之一（見圖 11）。

圖 10 外資流入與台灣加權指數之相關係數變化



資料來源：中央銀行

二、我國對資本移動之因應政策

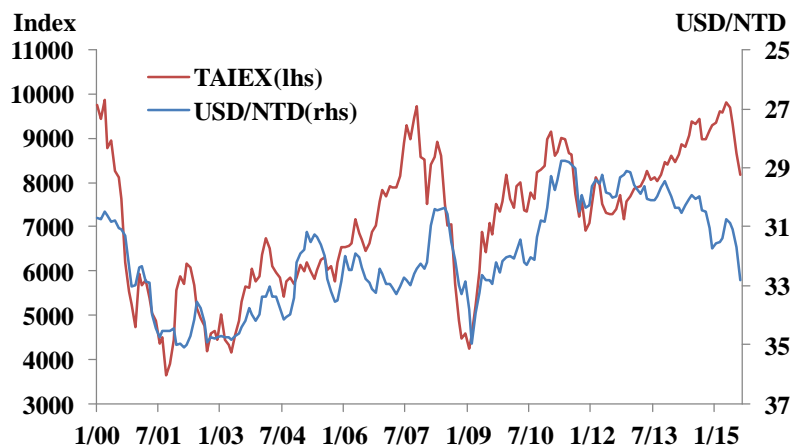
在國際資本移動對我國金融市場愈具重大影響力之際，本行已分別從長期政策方向與短期穩定工具兩方面著手，以緩和資本移動對我國金融與經濟之衝擊。

在長期政策方向上，本行維持新台幣匯率充份彈性以反映實體經濟情況。資料顯示，新台幣匯率一直以來是雙向波動，並未有特定升貶值現象。另外，我國貿易餘額大致趨向平衡、國人海外投資管道逐步放寬，皆是體現長期政策方向的結果。

我國對於外人直接投資與證券投資之相關資本移動多採開

放態度，惟對涉及新台幣匯率的短期投機性資本流出入則是嚴加監控。尤其在 2008 年金融危機後，主要國家央行實施大規模寬鬆貨幣政策，其外溢效果透過資本移動管道明顯衝擊新興市場國家之金融與經濟穩定性。

圖 11 台灣加權指數與美元兌新台幣匯率之走勢



資料來源：中央銀行、Bloomberg

目前本行已採行下列數項工具以維護金融市場秩序：(1) 檢查資金匯入流向與申報目的是否一致、(2) 調高金融機構收受境外華僑及外國人與大陸地區投資人新台幣活期存款準備率，只要外資活期存款餘額超過 2010 年 12 月 30 日餘額的增額部分，由原本按準備率 9.775% 計提準備金，大幅提高按 90% 計提準備金；未超過該日餘額部分，也從 9.775% 提高至按 25% 準備率計提準備金，而源自該存款的準備金乙戶金額全部不給付利息、(3) 外資投資公債金額恢復 1995 年原規定，併入不得超過其淨匯入資金

30%限額內管理、(4)外資從事借券交付之保證金以美元為之、(5)境外華僑及外國人從事國內期貨交易應以外幣為之，除例外情形，不得結售為新台幣、(6)新台幣無本金交割遠匯與匯率選擇權之合計部位限額，由原訂不得逾總部位 1/3，調降為 1/5。

透過實施長期政策方向與短期穩定工具，數據證明新台幣匯率相對其它國家貨幣的匯率表現平穩（見表 2）。穩定的新台幣匯率亦為國際信評機構所認同。此外，實證顯示，新台幣匯率具反通膨與反景氣循環的特性。

表 2 新台幣與其它貨幣之匯率波動性比較

(%)

	Volatilities of Exchange Rates Against USD				
	NTD	KRW	SGD	JPY	EUR
2008-2011	5.80	15.65	6.91	10.98	13.34
2012-2014	4.46	8.79	6.60	8.76	8.90
	Volatilities of Real Effective Exchange Rates				
2008-2011	4.77	9.06	3.18	9.39	5.87
2012-2014	2.60	5.03	2.59	8.60	4.27

資料來源：中央銀行、Bloomberg

Volatilities 在此指各幣別平均年化月度標準差

肆、結語

台灣長年享有經常帳餘額，相對應地，則是伴隨資本帳赤字，以平衡國際收支帳。去（2014）年台灣經常帳餘額達到歷史高點，約 650 億美元；此乃商品貿易出口顯著成長所致。台灣資本帳項下之居民與非居民的資本移動近乎呈現對稱走勢，惟居民之資本流出大於非居民之資本流入；此外，資本帳赤字對 GDP 比自 1998 年以來，有逐漸擴大之情形。經年累月的資本淨流出使得台灣成為國際間主要的債權國之一。據統計，去（2014）年台灣的國際淨投資部位約 9,567 億美元，是全球最大債權國日本所持有淨部位之 31%。

觀察以往資料，影響非居民資本移動之項目，主要為證券投資下之股權證券、以及其它投資下之銀行部門的現金與存款及借款。至於影響居民資本移動之項目，則主要為證券投資下之股權證券、債權證券與準備資產。

過去台灣資本移動並不會因 Fed 啟動升息週期，出現資本明顯淨流出情形。回顧 1994 年、1999 年與 2004 年近三次 Fed 升息期間之台灣資本移動狀況，結果顯示：(1) 股權證券在這三次升息週期多呈現淨流入；(2) 債權證券時而淨流入，時而淨流出；但在 2004 年該次升息週期所出現之持續淨流出，主要源於台灣金融機構之海外投資上限被鬆

綁；(3) 其它投資之淨資本流動則未有一致性方向。綜合上述，沒有強有力證據可推斷，當 Fed 啟動升息週期時，台灣資本移動將出現大幅淨流出情形，同時新台幣匯率也必隨之貶值。

隨著台灣對外國人逐步放寬投資境內有價證券規定，相關匯出入資金對台灣外匯市場交易量不斷攀升。數據顯示，該類資金占整體新台幣即期交易量約於 2005 年達到 20% 左右，往後亦維持在此一水準。透過美元兌新台幣匯率與外資淨匯入金額兩者之滾動式相關係數可發現，兩者相關性於 2011 年 8 月達到最高點，係數值約 0.63；之後則開始下滑，目前相關係數在 0.2 上下波動。至於台股加權指數與外資淨匯入金額兩者之滾動式相關係數在 2012 年 7 月攀至高點 0.71，之後仍保持在相對高水準值，約 0.65 左右。

由於美元兌新台幣匯率與台股加權指數兩者在大部份時間具有亦步亦趨之走勢，此間接印證外資投資台灣股權證券之特定操作模式，即大量匯入資金，買進台股，同時享受匯價與股價上漲收益。

為避免國際資本出現異常流出入情形，危及台灣經濟與金融穩定，本行分別對長期政策方向與短期政策工具採行下列原則，以為因應。在長期政策方向上，讓新台幣匯率調節具有充份彈性，以反映台灣本身實體經濟情況；在短期政策工具上，凡涉及外人對台之直接投資與證券投

資皆採開放態度，但防止資金藉此管道，炒作新台幣匯率。

歷史數據可證明，新台幣匯率相對其它國家貨幣之匯率表現平穩，此除了符合台灣中央銀行之經營目標，即維護對內及對外幣值之穩定外，亦受到國際信評公司之肯定。同時實證研究顯示，新台幣匯率走勢具有反通膨及反景氣循環之特性。