

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書
(出國類別：實習)

參加 SEACEN 「資本移動監控及管理」
課程出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：李明純/辦事員

派赴國家：泰國

出國期間：113 年 5 月 26 日至 6 月 1 日

報告日期：113 年 8 月

目 錄

壹、前言.....	2
貳、資本移動簡介.....	2
一、 BOP 與 IIP 統計為瞭解國際資本移動的基礎.....	2
二、 SEACEN 經濟體與台灣資本移動概況.....	9
三、 資本移動的驅動因素.....	14
參、辨識與應對資本移動極端情況.....	17
一、 辨識資本移動極端情況.....	18
二、 相關政策措施.....	24
三、 日本及泰國資本移動監管相關介紹.....	29
肆、心得與建議.....	32
一、 心得.....	32
二、 建議.....	32
參考資料.....	33

壹、前言

職奉准參加東南亞中央銀行研訓中心(SEACEN Centre)於本(2024)年5月27日至5月31日舉辦之「資本移動監控及管理」課程，本次參加成員共31人，除本行外，其他成員分別來自柬埔寨、印度、印尼、南韓、蒙古、緬甸、尼泊爾、巴布亞紐幾內亞、菲律賓、斐濟及泰國等12個國家。

國際化的經濟框架下，資本移動促進跨國投資、貿易及金融活動，帶動各國經濟成長的同時，挑戰與風險亦隨之而來，尤其台灣為小型開放經濟體，對資本移動的敏感度高，資本移動監控及管理的重要性不言而喻。因此，SEACEN「資本移動監控及管理」授課內容聚焦於國際資本移動對東南亞小型開放經濟體所帶來的挑戰，並探討各種資本移動管理措施，以及利用統計數據辨識、評估與預測風險及政策效果。

本報告分為四個部分，除此前言外，第貳節簡介資本移動的基礎，第參節說明資本移動之極端情況及因應之政策工具，第肆節則為心得與建議。

貳、資本移動簡介

本節首先介紹國際收支(Balance of Payments, BOP)及國際投資部位(International Investment Position, IIP)統計，後續闡述SEACEN經濟體及台灣資本移動概況，最後解析資本移動之驅動因素。

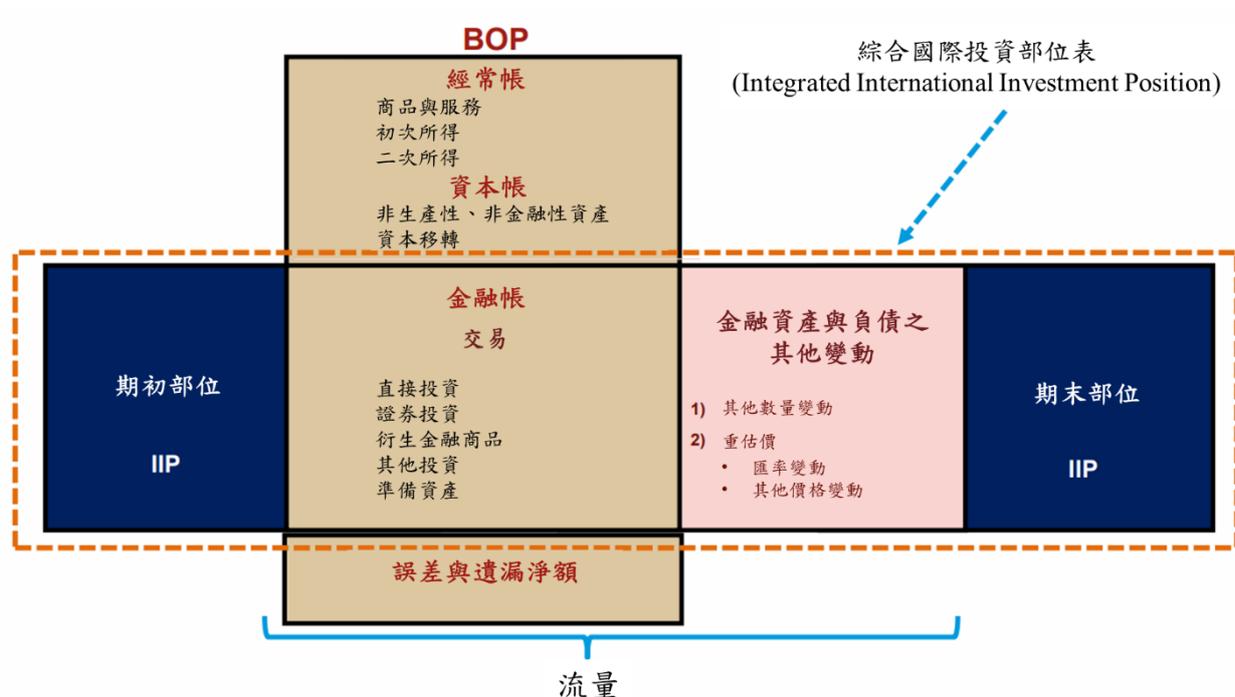
一、BOP 與 IIP 統計為瞭解國際資本移動的基礎

(一) BOP 反映一段期間對外交易的資本流動情況，IIP 則反映 BOP 交易的累積結果

BOP 記錄一段期間，一經濟體的居民與非居民之經濟交易活動統計；IIP 則為在特定時點，一經濟體的居民對非居民之資產與負債的存量統計，而兩者關係大致為期初 IIP、當期 BOP 與其他變動之總和等於期末 IIP(圖 1)。以

下先說明共同編製原則，後續段落再分別說明兩者細項。

圖 1 一經濟體之國際帳戶關係圖



資料來源：SEACEN 課程簡報

1. 經濟利益中心(economic territory)：係單一政府有效經濟控制範圍內的區域，包括陸地及領海、特殊區域(如：自由貿易區、離岸金融中心)、大使館及軍事基地等，惟不包括外國政府大使館或軍事基地。
2. 定義「居民」或「非居民」：以經濟利益中心所在地劃分，非以國籍、監理或稅收制度、法律標準及使用的貨幣區分。
 - (1) 居民：個人居住或有意居住於該經濟體 1 年或更長時間，企業於該經濟體從事大量生產並計劃於未定或長時間內繼續進行生產。
 - (2) 非居民：係指常住該經濟體以外地區的個人、企業、政府及金融機構等。
 - (3) 例外：留學生及赴外就醫病人，不受 1 年限制，仍屬居民。
 - (4) 特殊案例：邊境勞工為其主要居住地之居民；特殊目的實體(special purpose entities, SPEs)之居民地位為該實體的設立地，惟須分別列示。

3. 應計基礎：在經濟價值被創造、轉變、交換、移轉或消失時記錄，而非收付現金之時。
4. 一致性：國際帳戶要求交易及部位的雙方表達具一致性，以促進各經濟體間的可比性，亦得以使用交易對手數據作為驗證的來源。

(二) BOP 記錄對外交易的交易量

BOP 的組成主要分為 3 個部分：經常帳、資本帳、金融帳，另有誤差與遺漏淨額項目，採用複式簿記，每筆交易均有借方及貸方等額的紀錄，惟經常帳及資本帳以收入/支出，金融帳則以資產/負債之基礎作帳。

而各帳戶的符號說明如下：經常帳及資本帳的收入、支出，金融帳中金融資產或負債的增加，以正號表示；負號表示相關項目的減少。在經常帳及資本帳餘額，正號表示順差，負號表示逆差；在金融帳及準備資產餘額，正號表示淨資產的增加；負號表示淨資產的減少。

1. 經常帳

(1) 商品與服務

- 商品：係能確定所有權的實體物品，生產可與後續的銷售或轉售流程區分，於所有權移轉時記錄交易，細分類包括一般商品貿易、商仲貿易商品淨出口、非貨幣性黃金。
- 服務：通常無法確立所有權的項目，於居民與非居民間提供服務時記錄交易，細分類包括加工、維修、運輸、旅行、營建、保險、金融、智慧財產權使用費、電信電腦與資訊、其他事務服務、文化休閒及政府服務。

(2) 初次所得：係提供勞動、金融資產或負債、臨時提供非生產性資產的收入，另有貨物或生產相關的稅收或補貼，於獲得收入時記錄交易，亦包含設算的交易金額，細分類包括薪資、投資所得及其他所得。

(3) 二次所得：係於未有相對經濟價值回報的情況下提供商品、服務、金

融資產或其他非生產性資產，於居民與非居民間提供前述經濟活動或資產時記錄交易，細分類包括政府(非與產品或生產相關的稅收或補貼、規費收入等)及其他部門(贍家匯款、工作者匯款、保險理賠等)。

2. 資本帳

- (1) 非生產性、非金融性資產的取得與處分：非生產性、非金融性資產係自然資源(如：土地、採礦權等)及非研發成果資產(如：品牌、商標等)，於取得或處分時記錄交易。
- (2) 資本移轉：係資本資源的轉移，通常涉及固定資產的取得或處分，或債務豁免等情況，可能以現金或實物的形式發生，普遍為大型且不頻繁的交易，惟無法僅以規模或頻率來定義，於資本移轉時記錄，細分類包括政府及其他部門。

3. 金融帳

- (1) 直接投資：係一經濟體的投資者進行投資，使其對另一經濟體的企業擁有控制權(持有超過 50%股權)或重大影響力(持有 10%~50%股權)，包括股權和投資基金及債務工具，前者如盈餘再投資、盈餘再投資以外的股權。
- (2) 證券投資：係跨境交易股權和投資基金或債務證券，惟不包括直接投資或準備資產中的證券投資，並依據居民的機構部門(中央銀行、存款貨幣機構、政府、其他部門)、原始期限(短期：1 年或更短；長期：超過 1 年)分別列示。
- (3) 衍生金融商品：係用於交易特定的金融風險(如利率風險、外匯風險、股權及價格風險、信用風險等)，商品種類包括期貨、交換、遠期契約及選擇權等，依據居民的機構部門分別列示。
- (4) 其他投資：係不屬於前述 3 項的金融交易，包括其他股本及債務工具，後者如現金與存款、貸款、貿易信用及預付款、其他應收款、特別提款權負債等，亦依據居民的機構部門及原始期限分別列示。

- (5) 準備資產：係由貨幣當局所控制並可隨時動用的國外資產，包括貨幣用黃金、特別提款權、在基金的準備部位、其他準備資產，用途包括國際收支融資需求、干預外匯市場以影響匯率、其他相關目的(如為維持貨幣及經濟信心，作為對外借款的基礎)。

4. 誤差與遺漏淨額

理論上，國際帳戶應達到借貸收支平衡，惟實務上多呈現不一致的情況，可能的原因有：資料遺漏、重複計算、借貸雙方計值基礎不同或記錄時點不一致等，經常帳餘額與資本帳餘額的合計與金融帳餘額之差額即為誤差與遺漏淨額，計算方式如下：

理論上 經常帳餘額 + 資本帳餘額 = 金融帳餘額*

$$\begin{aligned} & \text{經常帳及資本帳[貸方總計 - 借方總計]} \\ & \qquad \qquad \qquad = \text{金融帳[資產淨額 - 負債淨額]} \end{aligned}$$

實務上 經常帳餘額 + 資本帳餘額 \neq 金融帳餘額

$$\begin{aligned} & \text{誤差與遺漏淨額} = \\ & \text{金融帳[資產淨額 - 負債淨額]} \\ & - \text{經常帳及資本帳[貸方總計 - 借方總計]} \end{aligned}$$

*此處金融帳含準備資產。

若誤差與遺漏淨額為負數，表示可能為經常帳與資本帳貸方高估、借方低估或遺漏，或是金融帳資產淨額低估或負債淨額高估；若為正數，則與前述方向相反。

(三) IIP 記錄對外交易的存量

IIP 為記錄特定時點一經濟體居民對非居民所持有之金融資產與負債的統計表，而對外資產與對外負債之差額為 IIP 淨額，若淨額為正值，表示此經濟體為淨債權國；淨額為負值，則為淨債務國。IIP 統計表之資產及負債分別列示(表 1)，項目依序為直接投資、證券投資、衍生金融商品、其他投資，

資產面包含準備資產項目，細表再進一步揭露部門別、金融工具別、原始期限別等資訊。

近年 IIP 資料對於總體金融脆弱性的早期預警分析(如貨幣錯配、部門風險、債務組成及期限結構)的重要性與日俱增，可依據分析結果選擇適當政策工具，以減少外部衝擊。

表 1 國際投資部位統計簡表項目

資產		負債	
直接投資		直接投資	
	股權和投資基金		股權和投資基金
	債務工具		債務工具
證券投資		證券投資	
	股權和投資基金		股權和投資基金
	債務證券		債務證券
衍生金融商品		衍生金融商品	
其他投資		其他投資	
	其他股本		其他股本
	債務工具		債務工具
準備資產		負債合計	
資產合計		淨資產	

(四) 其他變動

其他變動係居民與非居民間因交易以外的原因，造成金融帳部位的變動，包括重估價及其他數量變動。

1. 重估價

重估價係由於價格水準(包括匯率變動及其他價格變動)的改變，使得金融資產或負債的貨幣價值改變，亦可稱為持有損失或利益，當出售資產或清償負債時，持有利益或損失為已實現；若未出售資產或未清償負債時，則視為未實現。BOP 僅列計已實現利益或損失，至於未實現利益或損失則計入 IIP，但未計入 BOP。

2. 其他數量變動

除交易與重估價外，仍有其他原因造成金融資產或負債的變動，即歸類為其他數量變動，常見的其他變動如下：

- (1) 撤銷及勾銷(Cancellation and Write-offs)：前者係債務或合約因某種原因被撤銷；後者係債權人當資產被認定為無法收回或價值歸零時進行的會計處理。
- (2) 重分類(Reclassifications)：
 - 貸款重分類：貸款從不可交易變為可交易狀態¹。
 - 合約條款變更：貸款或其他金融工具的合約條款發生變更²。
 - 黃金的貨幣化(monetization)及非貨幣化(demonetization)：貨幣當局持有的黃金從非貨幣性資產變為貨幣性資產³，或相反。
 - 不可分配(unallocated)及可分配(allocated)黃金帳戶：黃金帳戶從不可分配狀態變為可分配狀態⁴，或相反。
- (3) 個人或公司改變其居民地位導致金融資產或負債的變動。
- (4) 保險準備金、退休金權益及標準化保證機制的負債準備(如：政府或專門機構向出口商提供出口信用保證等)，因模型假設改變導致數量變動。

(五) 資本移動與金融帳、經常帳之關係

資本移動依據移動方向區分為資本流入或流出，與金融帳資產與負債之關係如下：

1. 非居民資本移動：對應 BOP 金融帳的負債，若非居民資本流入大於流出，

¹ 傳統貸款金融工具可能因證券化變為可交易狀態，將從金融帳中的其他投資項目重分類為證券投資。

² 原合約條款若規定期限或利率將因違約或信用評等下降而變動，金融資產負債將於長短期重分類。

³ 黃金貨幣化係貨幣當局為黃金持有者，並將其列為準備資產，黃金貨幣化/非貨幣化不計入 BOP，但反映在 IIP。

⁴ 不可分配黃金帳戶僅擁有相對的債權，故分類為金融帳之現金與存款；若轉列為可分配黃金帳戶，則對實物黃金具所有權，故屬經常帳之商品。

係非居民淨買入本國資產，本國對外負債增加。

2. 居民資本移動：對應 BOP 金融帳的資產，若居民資本流出大於流入，係居民淨買入國外資產，本國對外資產增加。

經常帳係統計對外商品及服務貿易等，當國外收入大於支出為經常帳順差，一國淨債權必然增加，表示該國資金淨流出，對外淨債權又依持有部門反映於不同的項目：若由民間部門持有，表示金融帳的淨流出；若由央行持有，表示央行準備資產增加。其中關係如下：

經常帳餘額 = 對外淨債權的增減

若以經常帳順差為例：

經常帳順差 = 資金淨流出

= 對外淨債權增加

= 金融帳淨資產增加 + 準備資產的增加

二、SEACEN 經濟體與台灣資本移動概況

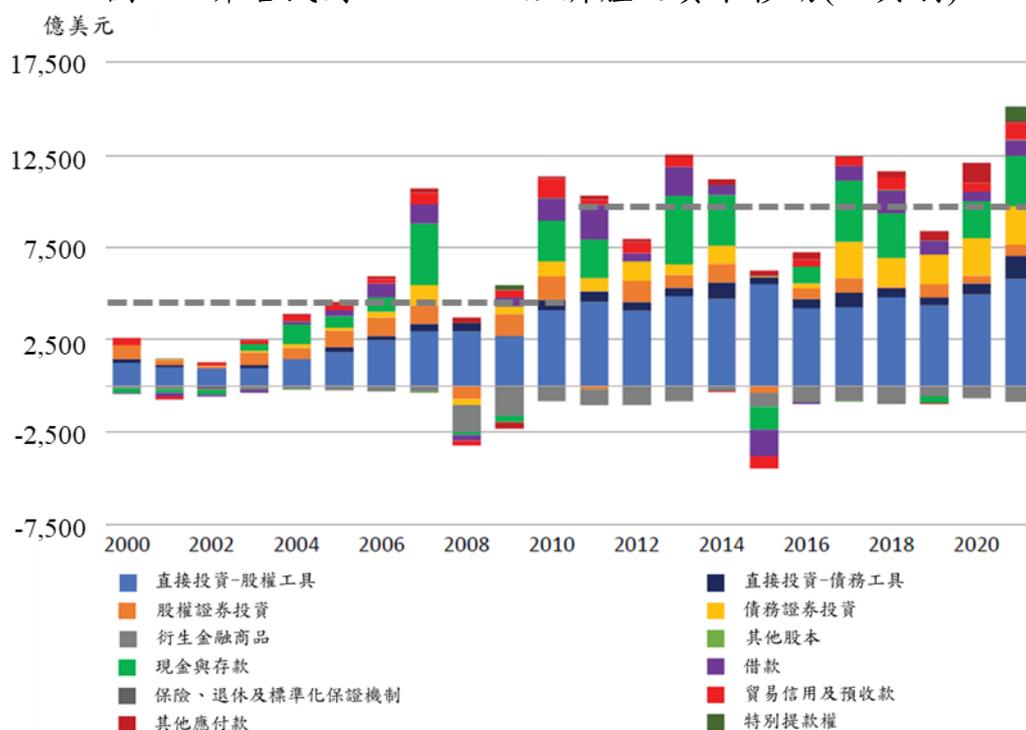
(一) SEACEN 經濟體對外淨債權多呈增加，資金淨流出

2000 年以來，SEACEN 經濟體居民資金淨流出金額略大於非居民資金淨流入金額，對外淨債權多呈增加，資金多為淨流出，惟 SEACEN 經濟體資本移動的組成及模式發生顯著變化：

1. 過去 20 年非居民平均每年淨流入 SEACEN 經濟體的資金成長超過 1 倍，從 2000 年至 2010 年約 4,000 億美元，增為 2011 年至 2021 年的超過 9,000 億美元(圖 2)。
2. 過去 20 年居民平均每年淨流出 SEACEN 經濟體的資金亦大幅擴增，從 2000 年至 2010 年約 4,000 億美元，倍增至 2011 年至 2021 年的近 1 兆美元(圖 3)。

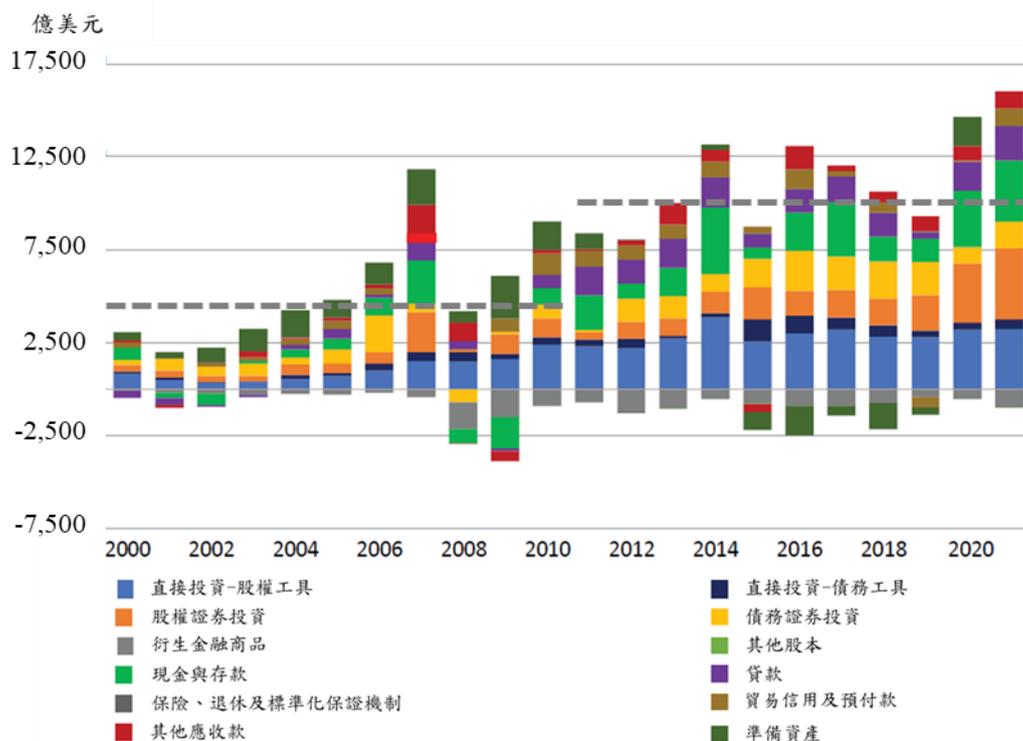
3. 過去 10 年非金融機構(Non-Financial Corporates, NFCs)尤為跨國企業，利用各種不同的工具大幅增加跨境金融投資，使得跨境資本移動的波動性、不確定性、複雜性及模糊性(volatility, uncertainty, complexity, ambiguity, VUCA)日益增加。
4. 2011 年至 2021 年非居民流入 SEACEN 經濟體債務證券投資的總量大幅上升，與同期亞太地區債務證券發行量從 2.3 兆美元增加至 7.2 兆美元吻合。

圖 2 非居民對 SEACEN 經濟體之資本移動(工具別)



資料來源：SEACEN 課程簡報

圖 3 SEACEN 經濟體居民對外之資本移動(工具別)



資料來源：SEACEN 課程簡報

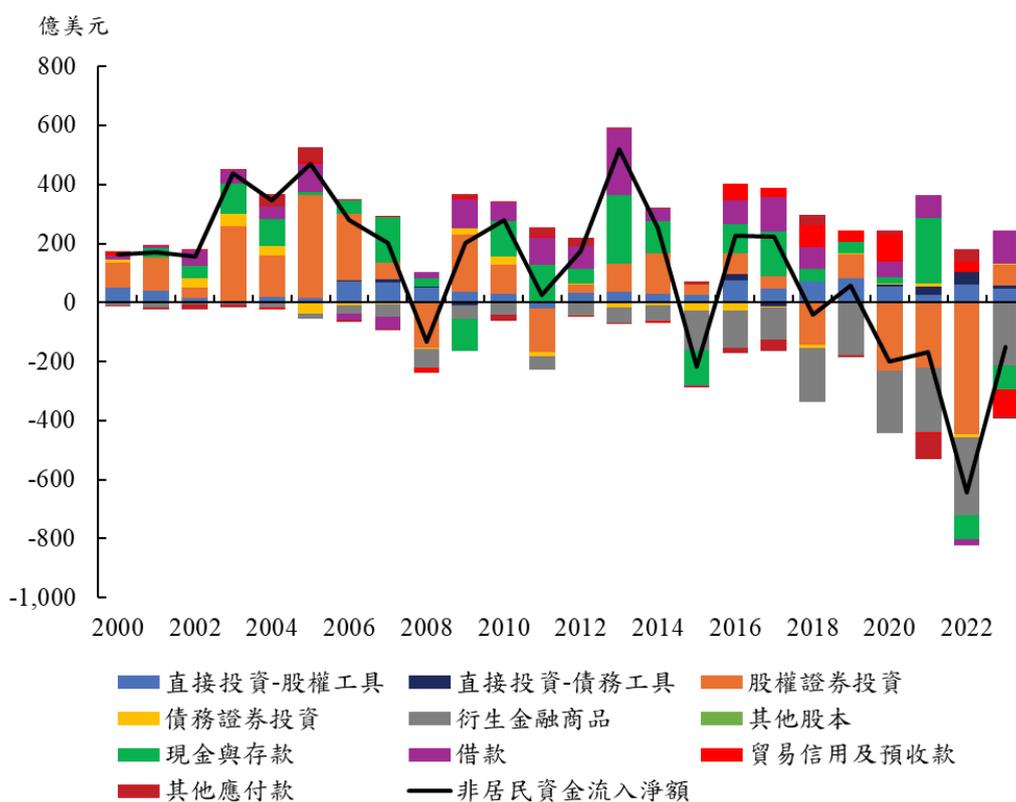
(二) 台灣 BOP 對外淨債權增加，資金淨流出

2000 年以來，台灣居民資金淨流出金額大於非居民資金淨流入的金額，對外淨債權增加，惟資本移動組成及模式亦發生顯著變化：

1. 非居民平均每年資金淨流入規模減少(圖 4)，近 4 年甚至轉為淨流出。整體而言，2000 年至 2011 年非居民平均每年淨流入台灣的金額約 216 億美元，2012 年至 2023 年則下滑至平均僅約 3 億美元。
2. 台灣居民平均每年資金淨流出規模增加，從 2000 年至 2011 年約 500 億美元，增加至 2012 年至 2023 年的 817 億美元(圖 5)。
3. 由於台灣經常帳長期順差，對外貿易及所得收入大於支出，對外淨債權必然增加，扣除準備資產的增減，金融帳淨資產多呈增加，僅於 2008 年全球金融海嘯期間短暫轉為淨流入，平均每年淨資產增加的規模由 63 億美元增至 646 億美元。

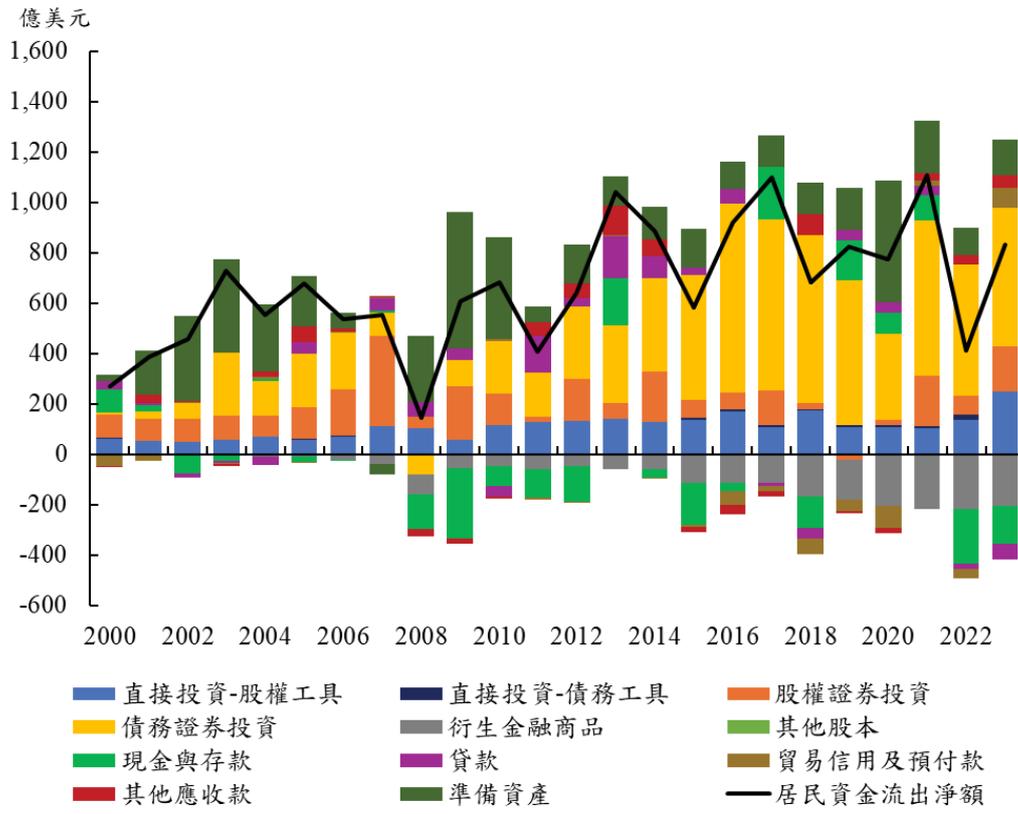
4. 非居民對台灣之投資，以股權證券為大宗，惟直接投資-債務工具與衍生金融商品的規模增加，顯示台灣亦有跨國企業資金調度規模及複雜度提高之情形。
5. 全球金融危機之後，台灣居民對外投資以債務證券為大宗，且逐年遞增；直接投資則以股權工具為主。
6. 全球金融危機後，非居民資本受到國際金融情勢變化的影響而快速移動，波動性大幅增加，尤為證券投資；直接投資則對全球推動因素敏感度相對較低，因此波動性較小。居民對外投資的穩定性則相對較高，受國際金融情勢變化的影響相對較小。

圖 4 非居民對台灣之資本移動



資料來源：中央銀行

圖 5 台灣居民對外之資本移動(含準備資產)



資料來源：中央銀行

三、資本移動的驅動因素

資本移動的驅動因素隨時間及資本移動的類型而異，以下說明驅動因素的分類，以及各因素與資本移動類型之關係。

(一) 非居民資本流入新興市場的驅動因素主要包括推動因素(push factor)及拉動因素(pull factor)

推拉二分法由 Calvo et al.(1993)及 Fernandez-Arias(1996)提出，其並非源自於經濟理論，而是藉由對實際數據的觀察，歸納出一種簡單而直觀的資本移動的驅動因素分類方法，以解釋資金進出各國的原因。相關文獻又將資本移動分為 3 個類型：股權證券投資、債務證券投資、銀行部門資本移動(如跨國銀行間的存放款活動)，再分別探討各驅動因素與資本移動類型間的關係。

惟此分類法仍有其侷限性，例如，傳染效應及投資者行為相關的其他因素難以明確區分為國內因素或外部因素，但仍為分析資本移動的重要工具。

1. 推動因素

係影響全球投資者決定是否投資於新興市場的外部力量，如全球風險趨避程度、先進經濟體利率及經濟成長等外部因素，普遍對股權及債務證券投資的資本移動影響較為顯著(表 2)。

- (1) 全球風險趨避程度與股權證券投資、債務證券投資及銀行部門間的資本移動均呈顯著負相關。
- (2) 先進經濟體政策利率與股權證券投資、債務證券投資呈顯著負相關，與銀行部門的資本移動呈負相關。
- (3) 先進經濟體經濟成長與股權證券投資、債務證券投資呈現正相關，而與銀行部門的資本移動相關性不明確。

2. 拉動因素

係新興市場的國內經濟金融條件，其有助於吸引外國資本。如經濟成長、資產報酬率、總體經濟風險等內部因素，對所有類別資本移動的影響皆為顯著，尤對銀行部門的資本移動影響最大。

- (1) 國內經濟成長與所有工具別的資本移動均呈正相關，尤與銀行部門的資本移動關係更為顯著。
- (2) 國內資產報酬率同前述國內經濟成長之情況，與所有工具別的資本移動均呈正相關，而與銀行部門的資本移動關係最為顯著。
- (3) 國內總經風險指標與所有工具別的資本移動均呈負相關，尤與銀行部門間的資本移動的負相關較為顯著。

表 2 資本流入新興市場經濟體的驅動因素與工具別之關聯

		股權證券 投資	債務證券 投資	銀行部門 資本移動
推動 因素	全球風險趨避程度	--	--	--
	先進經濟體利率	--	--	-
	先進經濟體經濟成長	+	+	?
拉動 因素	國內經濟成長	+	+	++
	國內資產報酬率	+	+	++
	國內總經風險指標	-	-	--

註：+、-為有證據顯示兩者為正、負向關係；++、--為有強烈證據顯示兩者為正、負向關係；? 為無明顯證據顯示為單一的正負向關係。

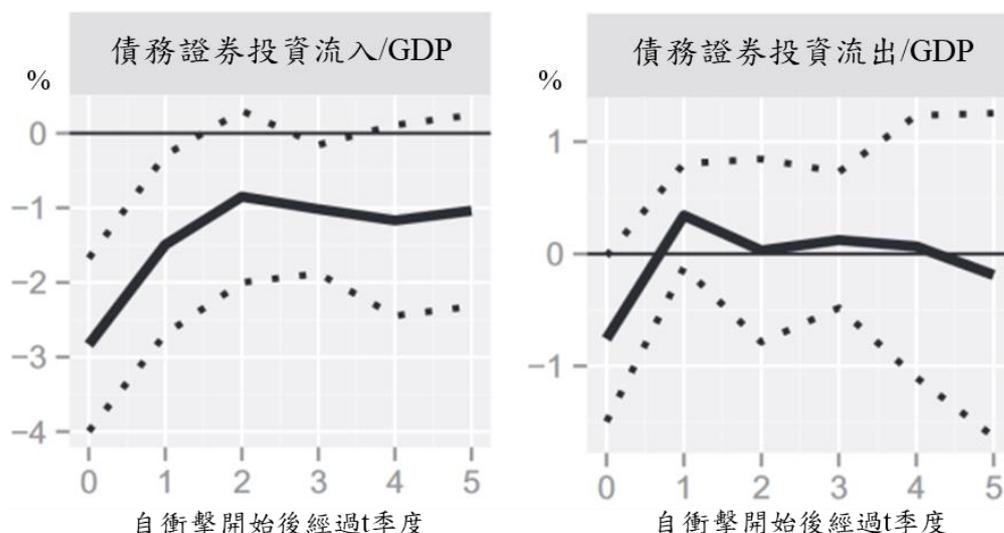
資料來源：SEACEN 課程簡報，Koepke (2019)

(二) 先進經濟體貨幣政策對小型開放經濟體的資本移動具顯著外溢效果

歐美等先進經濟體之貨幣政策對小型開放經濟體的資本移動有顯著外溢效果，尤以 Fed 的貨幣政策具重大影響，其政策變動提高新興市場國家資本移動的波動性，這些波動不僅包括資本流入，亦包括資本流出的劇烈變動(圖 6)，Banerjee et al. (2016)研究未預期的美國緊縮貨幣政策衝擊對新興市場資本移動的影響，結果顯示衝擊將導致該季新興市場的債務證券投資流入減少約 GDP 的 3%，且經過 5 季後仍然維持減少約 GDP 的 1%；新興市場債務證券的流出則於當季減少約 GDP 的 1%，而於 2 季後回復衝擊前水準，故未預期的美國緊縮貨幣政策衝擊對新興市場資本流出入皆有影響，惟對資本流入的負效果更為顯著且持久。

另外，美國非傳統貨幣政策(unconventional monetary policy, UMP)對新興市場的影響亦相當顯著，如 Anaya et al. (2017)研究美國資產負債表的擴張性衝擊不僅顯著增加美國的資本外流，並導致流入新興市場的資本擴增(圖 7)。而小型開放經濟體通常以累積外匯準備並須具備靈活政策工具來應對外部衝擊，以確保經濟穩定及持續增長。

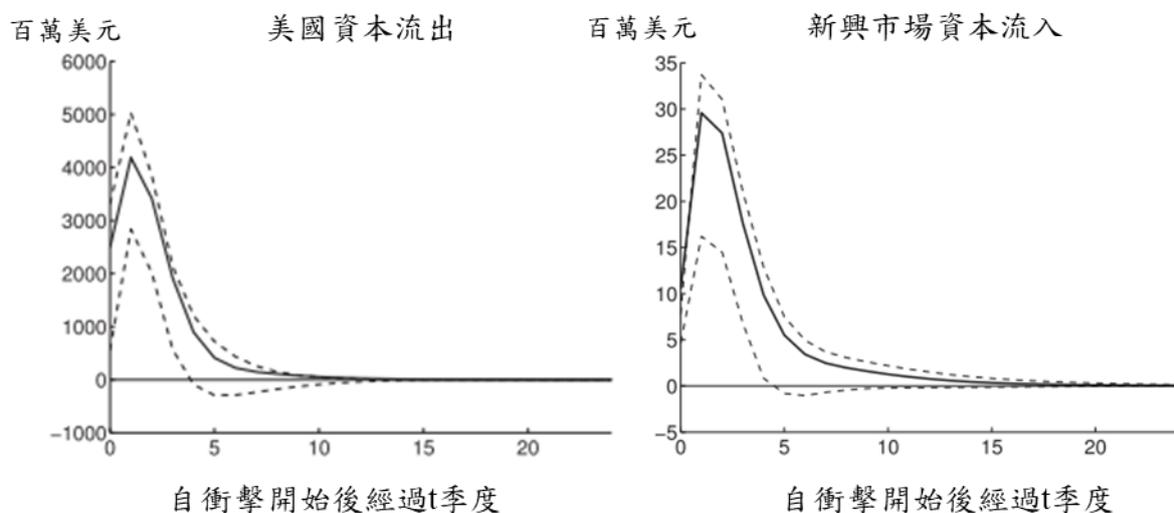
圖 6 未預期的美國緊縮貨幣政策衝擊新興市場經濟體資本移動



註：虛線為 90%信賴區間。

資料來源：SEACEN 課程簡報，Banerjee et al. (2016)

圖 7 美國 UMP 對美國及新興市場資本移動的影響



註：虛線為 68%信賴區間。

資料來源：SEACEN 課程簡報，Anaya et al. (2017)

參、辨識與應對資本移動極端情況

資本移動是雙面刃，其對GDP成長的好處應是顯而易見的，惟較難以數據證明；國際資本移動增加通常伴隨信用擴張，並提高危機發生的可能性與嚴重程度，反映資本移動監控與管理的重要性。近年全球面臨更多的尾部事件(tail events)，尾部事件係指發生機率極低但卻可能對經濟金融環境產生重大影響的事件，如 2008 年全球金融危機、2020 年COVID-19 疫情及 2022 年俄烏戰爭等，發生頻率有日益提高的趨勢，使得小型開放經濟體的資本移動監控及管理面臨挑戰，本節先介紹識別資本移動是否處於極端情況之方法，並以泰國為例分析其近 40 年以來發生之資本移動極端事件，後續介紹各種監管跨境資本移動的政策工具，最後說明泰國及日本資本移動監理的趨勢。

一、辨識資本移動極端情況

(一) 資本移動的極端情況依據居民或非居民資本流出入方向分為 4 類：
擴增(surges)、停止(stops)、外逃(flight)、回流(retrenchment)

依據 Forbes and Warnock (2012, JIE) 的研究，其使用國際收支統計金融帳的數據，辨識資本移動的 4 種極端情況：

- 擴增：非居民資本流入總額非常大的時期
- 停止：非居民資本流出總額非常大的時期
- 外逃：居民資本流出總額非常大的時期
- 回流：居民資本流入總額非常大的時期

詳細計算步驟如下：

1. 計算 4 個季度移動總和 C_t

C_t 係總資本流入(出)的 4 個季度移動總和，將每個季度的總資本流入(出)相加，得到每季度的 C_t 。

2. 計算 ΔC_t 的年增值

ΔC_t 是 C_t 的年增值，即： $\Delta C_t = C_t - C_{t-4}$

3. 計算 ΔC_t 的移動平均 μ_t 及標準差 σ_t

基於過去 20 個季度(5 年)的 ΔC_t 計算歷史移動平均值 μ_t 及標準差 σ_t 。

4. 使用非居民資本流入總額定義擴增事件

擴增事件若始於某 t 季，則 ΔC_t 高於歷史移動平均一個標準差以上： $\Delta C_t > \mu_t + \sigma_t$ ，且至少有一個季度 ΔC_t 必須高於歷史移動平均兩個標準差： $\Delta C_t > \mu_t + 2\sigma_t$ ，才會被認定為擴增事件。

5. 使用非居民資本流出總額定義停止事件

停止事件定義類似於擴增事件，但適用於非居民總資本流出： $\Delta C_t < \mu_t - \sigma_t$ ；同樣地，且至少有一個季度 ΔC_t 必須低於歷史移動平均值兩個標準差： $\Delta C_t < \mu_t - 2\sigma_t$ ，即認定為停止事件。

6. 使用居民資本流出總額及流入總額定義外逃及回流事件

「外逃」類似於資本流出的「停止」定義，「回流」則類似於資本流入的「擴增」定義，不同的是，改為使用居民資本移動數據。

另外仍有其他方法使用數據辨識資本移動的極端情況時，如可評估使用代理變數或實際數據，以及資本移動淨額或總額，以下為其他 3 種辨識資本移動極端情況的方法：

- 規模：當資本移動超過 GDP 的 3% 時。
- 百分位數方法：資本流入數據的前 20%、國家或世界樣本的前 30%。
- 相對方法：偏差(與基準值的偏差過大，如與平均值差距超過 1 或 2 個標準差)、基準值(HP 濾波時間序列或移動平均值)、樣本週期(完整樣本與移動樣本)、資料頻率(年、季或月增率)。

(二) 泰國資本移動的極端情況

使用前段方法評估泰國自 1982 年以來至 2023 年之資本移動極端情況，40 年間共出現 4 次擴增、6 次停止、5 次外逃、5 次回流：

1. 非居民總資本移動的擴增事件

泰國的 4 次擴增事件約略發生於 1988~1990 年、1995 年、2004~2005 年及 2010 年(圖 8)，期間非居民資本流入擴增的主因如下：

(1) 1988~1990 年：經濟改革與投資熱潮

1980 年代中期至末期泰國政府進行一系列的經濟改革，包括逐步開放金

融市場、加強金融監理機制、減少貿易壁壘及公營企業的蓬勃發展等，前揭政策皆有助於總體經濟環境的穩定，且泰國作為亞洲四小虎之一，具備優越地理位置及相對廉價的勞動力，吸引外資企業進入汽車及電子製造業。

(2) 1995 年：東南亞經濟蓬勃發展且經濟改革持續進行

1990 年代初期，東南亞地區經濟增長強勁，泰國的發展策略順勢由進口替代轉型為出口導向，並進行金融改革，如取消存款利率上限、允許國內銀行提供外幣存款帳戶、放寬資本外流限制以及設立境外金融中心等；貿易改革方面則著力於合理化及降低關稅，進口加權平均進口稅率由 1986 年的 14% 下降至 1993 年的低於 10%。泰國放寬外資限制，建立穩定的投資環境及高成長的投資報酬率，吸引全球資本的關注與流入。

(3) 2004~2005 年：經濟復甦與基礎設施投資

2000 年代初期，全球經濟進入衰退後的復甦期，泰國經濟亦逐漸復甦，政府致力於推動基礎建設，包括交通、能源及通訊等領域，吸引大量外資參與；泰國亦參與多個區域經貿組織，以及與中國大陸、印度、紐西蘭及澳洲等國簽署雙邊貿易協定，促進貿易及投資的便利化，使得外國資本大量流入。

(4) 2010 年：全球金融危機後的經濟反彈

全球金融危機後經濟逐漸復甦，投資者重獲投資信心，美國 Fed 實施 QE 政策的外溢效果，使資金重新流入報酬率相對較高的新興市場。泰國政府亦實施刺激經濟政策，如減稅、加強基礎建設及扶持中小企業計畫等，有利於吸引大量外資。

2. 非居民總資本移動的停止事件

泰國的 6 次資本移動停止事件約略發生於 1985 年、1992 年、1997 年、2007 年、2008 年及 2011 年(圖 8)，以下節錄 4 個重要時期分析非居民資本大規模外流的原因：

(1) 1992 年：政治危機

1992 年泰國發生「黑色五月」政治危機，導致政權更迭及大規模示威鎮壓，不穩定的政經局勢使外國投資者失去信心，故非居民資本大量撤離，尤其為短期投資及股票市場的撤資。

(2) 1997 年：亞洲金融危機

泰國處於 1997 年亞洲金融危機的中心，國內面對泰銖大幅貶值的壓力、過度依賴短期外債、銀行體系不健全及資產泡沫破裂等負面因素，導致外國投資者撤資避險，造成大規模資本外流。嗣後泰國接受國際貨幣基金(IMF)提供的資金援助，並配合實施一系列嚴格的經濟改革及緊縮政策，短期對經濟造成巨大壓力，進一步引發資本外流。

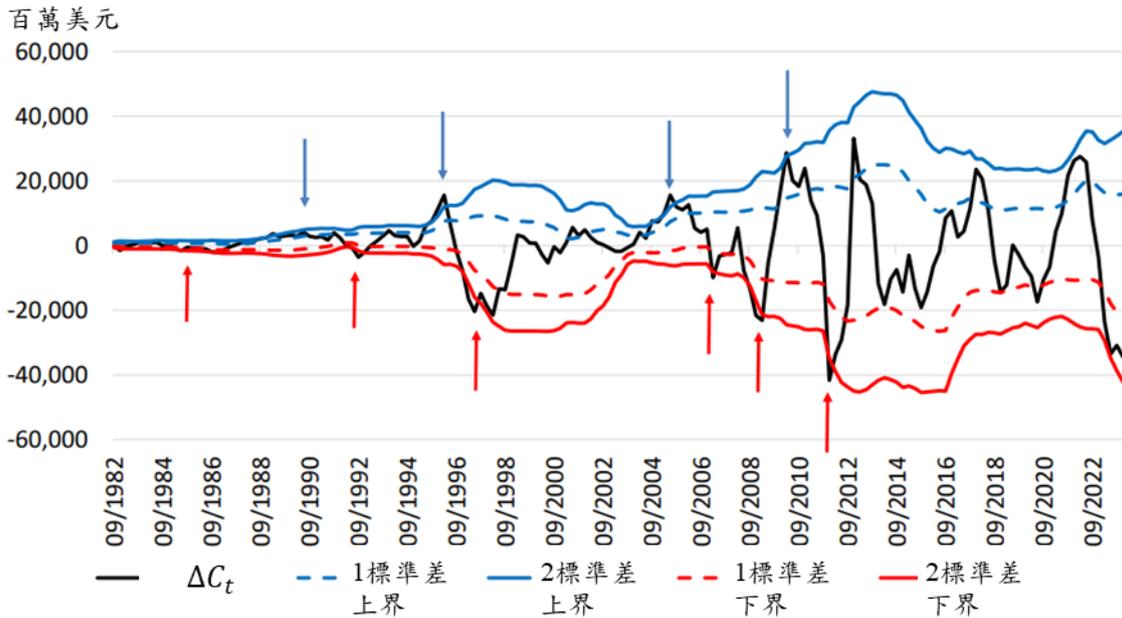
(3) 2007~2008 年：全球金融危機

美國次貸危機導致全球金融危機爆發，全球金融市場大幅下跌，國際投資者對新興市場的風險偏好急劇下降，為應對流動性危機，投資者大量撤出於新興市場的資金回流至母國，尤其為高風險資產。

(4) 2011 年：洪水災害

2011 年泰國遭遇歷史上最嚴重的洪水之一，洪災持續數月且覆蓋泰國大部分地區，尤其是曼谷與鄰近工業區等經濟核心區域，導致大量工廠停工，供應鏈中斷，經濟活動受到嚴重影響。許多外資企業面臨巨大的損失，部分企業選擇撤出泰國或轉移到其他國家。

圖 8 泰國非居民總資本移動之極端情況



資料來源：SEACEN 課程簡報

3. 居民總資本移動的外逃事件

泰國的 5 次外逃事件約略發生於 1988~1989 年、1995 年、2004~2006 年、2010 年及 2017 年(圖 9)，大致與非居民總資本移動的擴增事件時期相對應，期間居民資本流出大幅增加的原因歸納如下：

(1) 國內經濟蓬勃發展時期

泰國於前述時期經濟快速成長，導致國內資產價格上升，部分投資者可能因財富效果擴大對外投資，另外部分投資者則擔心投資過熱，致國內市場可能存在泡沫風險，且經濟增長通常伴隨著通膨壓力，故選擇將資金轉移到相對安全或保值的國外資產。

(2) 海外投資機會多

該期間全球景氣循環處於景氣擴張或復甦時期，全球市場出現許多高報酬的投資機會，故泰國投資者為尋求更高報酬及降低風險，將資本大量匯出用於海外投資布局。

(3) 政府政策與金融自由化

該期間泰國政府實施一系列金融自由化政策，使居民更容易將資本外移，政府釋放出的政策信號使投資者認為資本自由化的趨勢將持續，進一步促使資本外流。

(4) 2006 年政治動盪

2006 年泰國發生軍事政變，國內市場的不確定性升溫，泰國投資者為降低政治風險，選擇將資金移到國外。

4. 居民總資本移動的回流事件

泰國的 5 次回流事件約略發生於 1990 年、1996~1997 年、2008 年、2012 年及 2018~2019 年(圖 9)，期間居民資本流入擴增的原因大致如下：

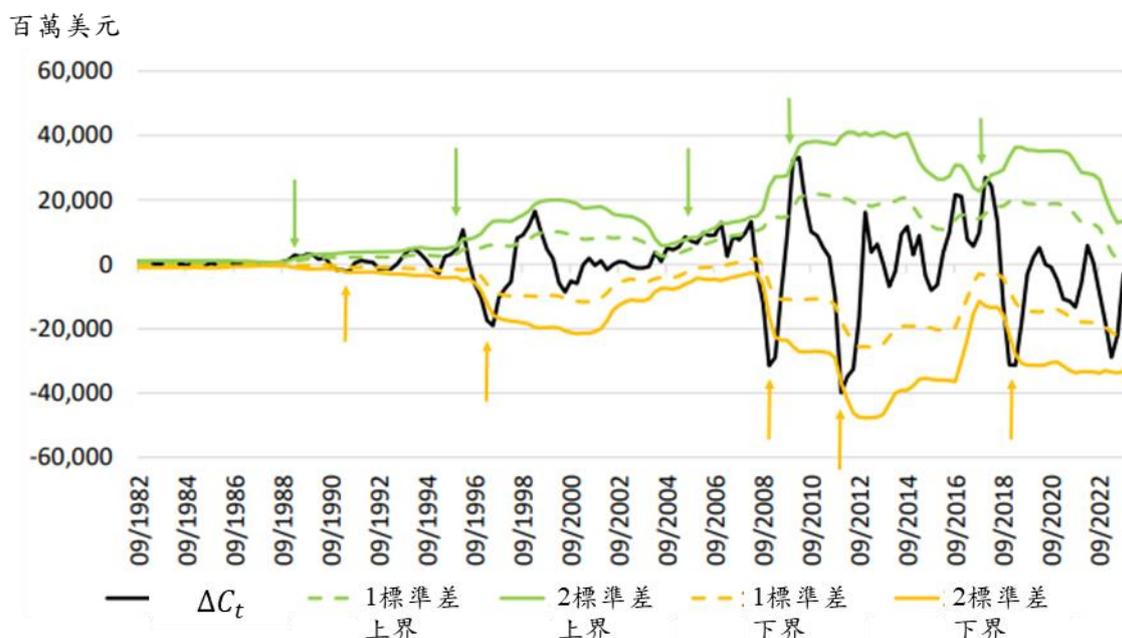
(1) 國內經濟成長與投資機會多

1990 年代泰國經濟持續成長，且由於內需成長、政府擴大基礎建設及產業升級等誘因，以及 2018 年泰國政府推動東部經濟走廊計畫(Eastern Economic Corridor, EEC)，提供大量投資機會，帶動居民匯回海外資金，擴大國內投資。

(2) 全球金融危機下的避險行為

2008 年全球金融危機，國際市場的不確定性增加，避險需求驅動泰國居民將資金從國外撤回。

圖 9 泰國居民總資本移動之極端情況



資料來源：SEACEN 課程簡報

二、相關政策措施

新興市場應採取適當的政策工具來管理資本移動，以利降低外生衝擊所帶來的負面影響，這些政策措施包括總體審慎措施(Macroprudential Measures, MPMs)、資本移動管理措施(Capital Flow Management Measures, CFMs)及外匯干預(Foreign Exchange Interventions, FXIs)等。

(一)總體審慎措施

2008 年全球金融危機後，顯示個體審慎無法確保不受整體金融體系風險的波及，故總體審慎監理的重要性與日俱增，其主要針對銀行部門的資產負債表進行監管，而依監控的對象可分為 3 種，以下為常見之工具：

1. 針對借款人或金融活動或金融工具

- (1) 貸款成數上限(Loan-to-Value Caps, LTV caps)：限制貸款金額與購買不動產價值之成數上限，可抑制過度借貸及降低金融風險。
- (2) 負債所得比(Debt-to-Income, DTI)：限制借款人總負債與所得之比率

不得過高。

- (3) 貸款負擔率(Loan-to-Income, LTI)：限制借款人貸款與所得之比率不得過高。
- (4) 交易保證金：保證金可用來降低槓桿交易所帶來的風險，並確保投資人有足夠的資金來維持其交易部位。

2. 資本要求

- (1) 計提逆循環緩衝資本(Countercyclical Capital Buffer, CCyB)：要求銀行於景氣順循環期間計提資本準備，於經濟逆循環時可做為緩衝吸收損失。
- (2) 槓桿比率(Leverage Ratio, LR)：限制銀行核心資本占曝險總額之比率，以減少過度槓桿帶來的系統性風險。

3. 流動性要求

- (1) 淨穩定資金比率 (Net Stable Funding Ratio, NSFR)：確保銀行使用穩定的資金來源以支持業務需求，提升銀行長期資金結構的穩健性。
- (2) 流動性覆蓋比率(Liquidity Coverage Ratio, LCR)：評估銀行於面對壓力情境時是否擁有足夠的高品質流動性資產，以提升銀行短期流動性的恢復力。

總體審慎監理著眼於全體金融體系，採取由上而下的金融監理方式以達成緩衝金融景氣循環、增強抵禦風險能力與防止系統性風險等 3 個主要目標。

(二) 資本移動管理措施

廣義的資本移動管理措施係限制資本移動而採取的各種措施，特別是在資本移動出現極端情況時，亦包括外匯相關總體審慎措施；而狹義的資本移動管理措施通常被稱為資本管制，通常會根據交易者屬居民或非居民而採取不同程度的監管措施。常見的例子包括：

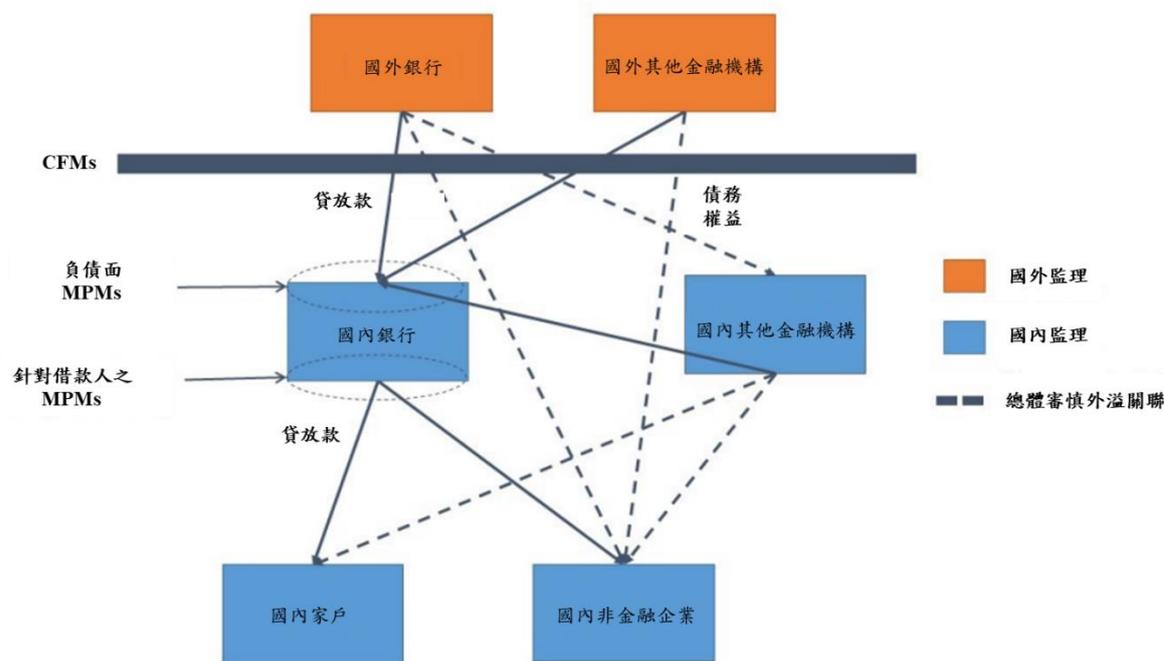
1. 限制居民的對外直接投資：許可制、金額上限、行業限制等。
2. 限制居民的對外證券投資及其他投資：對外投資標的之信用評等要求、課徵資本流出稅等。
3. 限制非居民撤資。
4. 對非居民當地幣別存款實施提存準備金之要求。
5. 使用稅負工具限制金融機構國外借款，如托賓稅(Tobin Tax)，以及規定銀行外幣淨曝險部位上限等。

實施 CFMs 之目的為避免短期投機資金過度流出入，導致該經濟體匯率大幅波動，干擾匯率管道之運作，進而影響金融體系的穩定性。

而 MPMs 與 CFMs 透過對國內銀行之監理與跨境資本移動之監控，傳遞至國內各部門(圖 10)，首先以國內角度觀察，家戶及非金融企業為最後借款者，兩者皆可從國內銀行及其他金融機構獲取資金，即使大型非金融企業仍可直接透過國外銀行貸款或於國際資本市場發行債券來獲取跨境資金。故 MPMs 常應用國內銀行資產負債表之特性，其應當為紓緩國際資本移動與國內信用擴張間連結的主要手段，尤其是銀行部門於傳遞管道中扮演核心角色；而外匯相關 MPMs 亦以相同的方式運作，不過由於新興市場經濟體的跨境資本交易常以外幣計價，將對資本移動產生更強的影響。

MPMs 於減少總體金融脆弱性具顯著效果，並能有效降低尾部事件風險(Brandao et al., 2020)，惟其將使國內借款者增加跨境借貸，如：直接向國外借款或透過國外分公司借款等，因此更需要輔助使用 CFMs 監控其外溢效果(Nier et al., 2020；Ahnert et al., 2020)。

圖 10 CFMs 與 MPMs 的傳遞管道



資料來源：SEACEN 課程簡報

(三) 外匯干預

外匯干預係貨幣當局以影響匯率為目的所承作之外匯交易，以避免匯率大幅波動或匯率波動傳導至通膨之情況，分為兩種類型：

1. 非沖銷式干預(nonsterilized intervention)，當貨幣當局購買(出售)外幣時，其準備貨幣增加(減少)的金額相當於購買(出售)的金額，故此種干預型態將改變貨幣供給量(表 3)。
2. 沖銷式干預(sterilized intervention)，為貨幣當局購買(出售)外幣時，同時售出(購入)等額之國內有價證券，故此種干預型態並不會改變貨幣供給量(表 4)，使其為獨立於貨幣政策之政策工具。

表 3 非沖銷式外匯干預對央行資產負債表的影響

資產		負債	
國外資產	+	準備貨幣	+
國內有價證券	不變	其他項目淨額	不變

資料來源：李榮謙(2015)

表 4 沖銷式外匯干預對央行資產負債表的影響

資產		負債	
國外資產	+	準備貨幣	不變
國內有價證券	-	其他項目淨額	不變

資料來源：李榮謙(2015)

多數貨幣當局為避免頻繁影響準備貨幣，通常採用沖銷式外匯干預，不過一般認為非沖銷式外匯干預對匯率的影響效果大於沖銷式外匯干預，由於非沖銷式外匯干預不需藉由資產組合管道及訊息管道等間接影響匯率，惟沖銷式外匯干預僅能透過前述兩管道發揮效果。

新興市場經濟體的外匯干預多發生於即期外匯市場，惟部分貨幣當局亦會干預衍生商品市場，如：遠期外匯市場等，當遠期外匯交易產生溢價時，因市場預期本國貨幣走強，貨幣當局將購買遠期美元；當遠期外匯交易產生折價時，因市場預期本國貨幣走弱，貨幣當局將銷售遠期美元。

(四) 整合政策框架(Integrated Policy Framework, IPF)

IMF 提出整合政策框架(Integrated Policy Framework, IPF)，提供一個全面性及一致性的指導方針，以便在不同的政策工具之間進行協調及選擇，進而應對各種經濟衝擊並考慮各國特有的情況，旨在協助經濟體應對如資本移動波動、匯率波動及貨幣政策挑戰等外部衝擊。具體而言，IPF 著重於以下面向：

1. 金融摩擦及脆弱性：考慮金融市場中的摩擦(如不完善的外匯市場、國內外借貸限制)及與預期設定不同的摩擦。
2. 政策互動：分析 MPMs、CFMs、FXIs、貨幣政策及匯率政策應如何調和以達成更好的總體經濟結果。
3. 各國經驗及實證：整合模型及實證研究並結合各國經驗提供相關指導。

總之，IMF 的 IPF 旨在幫助各國管理資本移動的同時，維持總體經濟及金融穩定，並隨著最新的分析結果不斷調適。

三、日本及泰國資本移動監管相關介紹

(一) 日本

日本於 1998 年全面實施金融及資本帳自由化後，即使對外能源進口的依存度高，GDP 成長率不高，但受惠於過去對外投資所產生的龐大初次所得，仍長年維持經常帳順差；金融帳淨資產亦多呈增加，資金淨流出。而 21 世紀以來，日本的資本管理方式亦發生變化，專注於提升國內的社會共同資本(Social Common Capital, SCC)，包括基礎設施、制度資本及自然資本，分別影響著經濟成長的 3 個要素：生產性資產、勞動力及技術進步，以促進國內的經濟成長與創新，並接軌全球性問題，如遏止犯罪、恐怖主義、經濟安全及美元融資等。例如，2001 年亦新增反恐主義資金措施，2008 年與 Fed 建立美元流動性交換機制，以及 2012 年新增反大規模殺傷性武器擴散資金措施等。

2019 年日本為維護國家安全，加強對外資投資重要產業的管制，主要針對國家安全及基礎設施等多個領域的限制，例如電力供應、石油、電信業務、核電開發及高科技醫療設備製造等(表 5)。舊規定僅就非居民對重要產業具有安全考量的上市公司持股比率達 10%及以上者須通報，新規定則將此比率降至 1%，惟排除不涉及企業控制的外國金融機構及合格投資者。

表 5 日本加強對外資管制之重要產業

國家安全	基礎設施	其他
1. 網路安全	1. 電力供應業	1. 保安產業
2. 武器	2. 石油產業	2. 農業、林業與漁業
3. 飛機	3. 天然氣產業	3. 皮革產業
4. 核能開發	4. 電信產業	4. 航空運輸
5. 太空開發	5. 水資源供應	5. 海上交通
6. 高度可能轉用於軍事用途的商品製造商	6. 暖氣供應	6. 感染相關的醫用化學品製造商
7. 稀有金屬的開採	7. 鐵路	7. 高科技醫療設備製造商
8. 特殊偏遠島嶼港口建設相關的承包商	8. 大眾傳播服務	
	9. 乘客運輸業	

資料來源：SEACEN 課程簡報

(二) 泰國

泰國 BOP 經常帳主要受商品及服務貿易影響，由於泰國為汽車產業、電子及工業產品出口大國，故近 5 年商品貿易多呈順差；泰國亦為觀光旅遊大國，故旅行為服務貿易順差主要來源，惟 COVID-19 疫情期間因旅行收入大幅減少，致近 5 年經常帳多呈逆差。金融帳淨資產亦多呈減少，主要係 2018 至 2021 年直接投資與證券投資淨資產皆大幅減少。

泰國政府因應對外投資水準低、企業易受匯率風險影響、外匯交易成本高、泰銖易受離岸市場影響等 4 大挑戰，提出相關政策措施(圖 11)，如：放寬居民資本流出的限制，自 2010 年起提高企業對外直接投資限額，最終完全取消；對外證券投資部分則透過逐步增加基金與證券公司海外投資的配額，最後亦完全取消。因應泰銖易受離岸市場影響，2021 年泰國央行與證券交易委員會共同推出債券投資者註冊計畫(Bond Investor Registration,

BIR)，規範非居民債券投資者必須開立獨立證券帳戶 (Segregated Securities Account, SSA) 並向泰國央行註冊，以提高債券投資最終受益人 (Ultimate Beneficial Owner, UBO) 的資訊透明度；同年，泰國央行亦推出非居民合格公司計畫 (Non-resident Qualified Company Scheme, NRQC Scheme)，非金融或黃金相關且於泰國從事貿易或投資活動 (不包括證券投資) 的非居民公司可申請 NRQC 資格，若具備 NRQC 資格將有較大的彈性與泰國當地金融機構承做涉及泰銖的外匯交易，如：更廣泛的交易範圍、無須提供額外的文件以及未清償 (outstanding balances) 之非居民泰銖帳戶餘額無上限等，提升非居民外匯交易彈性與透明度的同時，亦達成有效監理的目的。

圖 11 泰國資本移動監理之挑戰與應對措施

預期結果：提高泰國經濟對匯率波動的抗壓能力				
問題與原因	1. 對外投資水準低	2. 企業易受匯率風險影響	3. 外匯交易成本高	4. 泰銖易受離岸市場影響
目標	居民： 簡化投資	民間部門： 靈活的外匯風險管理	服務提供者： 高競爭性	監管機構： 有效的監控系統
實施計畫	1. 外匯投資生態系統	2. 外匯監管框架	3. 服務提供者願景	4. 監控與管理
已實施	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 降低居民取得外匯的門檻：包括境內自由存款及轉帳外匯 (2020Q4) ✓ 修訂居民投資者境外證券投資的限額 (2020Q4) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 更加簡便的外匯轉帳及避險 (2022Q2)： • 減少對居民外匯轉帳的限制 • 增加外匯避險的靈活性 • 減少要求文件 		<ul style="list-style-type: none"> ✓ 債券投資者註冊 (BIR) (2021Q2) ✓ 非居民合格公司計畫 (NRQC Scheme) (2021Q1)
未來		<ul style="list-style-type: none"> □ 放寬外匯轉帳的限制 □ 推廣使用當地貨幣支付跨境交易 	<ul style="list-style-type: none"> □ 提高非銀行服務提供者的競爭力 	<ul style="list-style-type: none"> □ 進一步放寬非居民外匯管理規定，以便利企業經營

資料來源：SEACEN 課程簡報

另外，為促進雙邊貿易及投資使用本國貨幣結算，泰國實施指定交叉貨幣交易商 (appointed cross currency dealer, ACCD) 的制度，透過選定符合主要資格的各國指定銀行 (如：馬來西亞、印尼)，從商品及服務貿易到跨境直接投資逐步採用 ACCD，以減少美元等中介貨幣匯率的影響。

泰國政府期望透過定期審查法規，確保法規與現況接軌，且在制定或鬆綁相關法規前，實施試點項目並與相關利益者協商，完善評估風險及影響層面，藉由適當的政策組合減少資本移動極端事件所帶來的風險，並循序漸進推動資本自由化。

肆、心得與建議

一、心得

- (一) 台灣為小型開放經濟體，對於國際資本移動敏感度高，而影響台灣資本移動的主要驅動因素為先進經濟體的貨幣政策及國內重點產業發展。當先進國家貨幣政策轉向時，台灣易受到資本快速移動的衝擊，如何在跨境資本移動的波動性、不確定性、複雜性及模糊性日益增加的情況下，監控及管理資本移動並維護金融市場的穩定，為央行深具挑戰性的課題。
- (二) 此次課程各國會員代表來自不同部門並具不同專業，包括外匯政策、統計分析及經濟研究等，且許多代表不吝於課程中分享自身國家的國際收支、資本移動型態，以及所面臨的困境等，得以拓展在各種議題中的視野。課程期間亦安排小組討論與上台簡報，討論關於資本移動的驅動因素及政策工具等，有幸分於最多國家組成的組別，得以一窺各國資本移動的特性及面對挑戰採取的政策措施等。

二、建議

- (一) 面對現今全球地緣政治衝突頻發，跨國資本移動不確定性及複雜性提高，為各國央行共同面對的挑戰，可借鏡國際組織或他國的經驗，辨識資本移動中可能存在的極端事件，提早採取預防性措施，維護金融市場的穩定。
- (二) 建議政府統計以及政策制定應與 IMF、BIS 等國際組織制定之標準接軌，並進行不同統計間的調和，以提高統計之一致性及國際可比性，後續根據完善的統計以利採取適當政策精準應對資本移動的各種挑戰。

參考資料

- 中央銀行(2015),「短期國際資本移動對小型開放經濟體金融市場的干擾」,央行理監事會後記者會參考資料,6月25日。
- 中央銀行(2018),「台灣國際收支資金淨流出的說明」,中央銀行新聞稿,8月29日。
- 李榮謙(2015),「當代國際金融學概論」,台北市:智勝文化事業有限公司。
- 黃富櫻(2010),「簡介金融穩定與總體審慎」,國際金融參考資料,第60輯,中央銀行,12月。
- 蔡美芬(2004),「台灣國際投資部位的編製與運用」,中央銀行季刊,26(3),57~84。
- Ahnert, T., Forbes, K., Friedrich, C., and Reinhardt, D. (2021), “Macroprudential FX Regulations: Shifting the Snowbanks of FX Vulnerability?” *Journal of Financial Economics*, 140(1), 145-174.
- Anaya, P., Hachula, M., Offermanns, C. J. (2017), “Spillovers of US Unconventional Monetary Policy to Emerging Markets: The Role of Capital Flows” *Journal of International Money and Finance*, 73, 275-295.
- Banerjee, R., Devereux, M. B., Lombardo, G. (2016), “Self-oriented Monetary Policy, Global Financial Markets and Excess Volatility of International Capital Flows” *Journal of International Money and Finance*, 68, 275-297.
- Brandao-Marques, L., Gelos, R. G., Narita, M., Nier, E. (2020), “Leaning Against the Wind: A Cost Benefit Analysis for an Integrated Policy Framework” *IMF Working Paper* No. 20/123.
- Forbes, K., Fratzscher, M., Straub, R. (2015), “Capital-flow Management Measures: What are They Good for?” *Journal of International Economics*, 96(1), 76-97,
- Forbes, K.J., Warnock, F.E. (2012), “Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment” *Journal of International Economics*, 88(2), 235-251.
- IMF (2009), “Balance of Payments and International Investment Position Manual” 6th ed.
- Koepke, R. (2019), “What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature” *Journal of Economic Surveys*, 33(2), 516-540.
- Nier, E., Olafsson, T., Rollinson, Y. (2020), “Exchange Rates and Domestic Credit—Can Macroprudential Policy Reduce the Link?” *IMF Working Paper*

No. 20/187.

Offerdal, E., Kochhar, K., Dicks-Mireaux, L., Zhou, J., Mecagni, M., & Horváth, B. (1996). "VII. Structural Reforms". In Thailand. USA: International Monetary Fund.

The SEACEN Centre (2023), "Challenges and Options in Managing Capital Flows for Small, Open, and Financially Integrated Economies."