

全球金融危機以來新興經濟體 因應跨境資本流入之作法

朱 美 智

摘 要

一、近年資本大幅流入新興市場，帶來資產 價格泡沫化等負面影響

2008 年全球金融危機以來，由於新興市場經濟成長明顯高於先進經濟體，美國聯準會（Fed）實施第一輪及第二輪量化寬鬆（QE），歐洲央行（ECB）啟動證券市場計畫，加以全球投資者風險偏好較高，新興經濟體經歷多次明顯的跨境資本流入。

新興經濟體資本流入激增，帶來諸多負面影響，例如，本幣升值、資產價格泡沫化，以及一旦資本流入突然逆轉引發危機等風險。

由於全球金融危機之後，金融機構所面臨的監管趨嚴，銀行對開展跨境借貸業務更加審慎；加以主要先進經濟體實施 QE，利率處於歷史新低，美元和其他先進經濟體貨幣充足，激勵企業大舉跨境發債籌資，使得新興經濟體的資本流入呈現以下特徵：跨境債務證券資本流入相對 GDP 上升，跨境股權證券資本流入相對 GDP 比率則下降；跨境銀行

借貸業務規模亦縮減。

二、因應新興市場資本大幅流入，IMF 推出 資本移動管理框架

為因應資本大量流入之負面影響，新興經濟體須針對跨境資本流入進行管理。鑑於過往資本多從銀行管道流入，尋常手段是對金融機構採行總體審慎政策措施，惟全球金融危機以來資本大部分從非銀行管道流入，因此 IMF 提出之資本移動管理框架可供新興市場依循。

資本移動管理措施（Capital Flow Management Measures, CFMs）又稱為廣義資本移動管理措施，係指抑制非銀行部門及銀行部門之資本移動所採取的各種措施，包括：

1、狹義資本移動管理措施（又稱為資本管制）：

（1）針對非銀行部門的價格型手段：係指針對非銀行部門之不同居住地（境內/境外）交易採取不同對待的措施

(Residency-based CFMs)，如對非居民或居民的資本流入（如外國投資者購買央行票據、主權債券，或居民在國外發行債券匯回資金等）課徵金融交易稅（tax on financial operations）、預扣稅（withholding tax）、資本利得稅（capital gain tax）或徵收強制性的無息準備金（unremunerated reserve requirement）。

(2) 針對非銀行部門的數量型手段，如行政管制，形式包括：最短投資期限及直接數量限制等。

2、與外匯相關的總體審慎政策措施：係指針對銀行部門之不同幣別（本幣/外幣）交易採取不同對待的措施（Currency-based CFMs），如外匯部位限制、外幣負債限制、本外幣存款差別準備率等。

三、針對不同管道之資本流入風險，可採用適合之管理工具與措施

在資本流入管理中，根據資本流入係經由非銀行管道或銀行管道，分別採用資本管制或與外匯相關總體審慎政策措施。

究之實際，過去 10 多年來，新興市場在本幣債券市場對外國投資者開放的同時，其企業亦大舉在國外發行債券獲得資金。面對以債務證券形式經由非銀行管道之跨境資本流入，使用之資本管制工具包括：針對外國投資者購買主權債券，或居民在國外發行債券匯回之資金課稅或徵收強制性的無息準備

金，以及直接數量限制等。

在控制以銀行為中介的資本流入激增方面，以幣別為基礎的總體審慎政策措施，則具有較顯著的效果，主要包括以下三種措施：對銀行持有的外匯衍生性商品部位設定上限、對銀行的非核心外幣短期負債課稅，以及對銀行外幣存款實施邊際準備金（marginal reserve requirement, MRR）規定。

四、結論

全球金融危機爆發以來，由於先進經濟體採用 QE 加以對銀行的監管趨嚴，資本流入新興經濟體的主要管道從銀行轉移至非銀行，導致在抑制資本流入風險方面，資本移動管理措施扮演重要角色，與總體審慎政策措施一起發揮相輔相成功效。

全球金融危機後，國際資本亦湧向台灣，且如同新興經濟體，在流入的管道方面，非銀行之角色亦益加重要。為了避免不穩定的國際資本移動導致匯率過度波動與失序、衝擊經濟金融穩定，台灣央行及金管會分別針對銀行管道及非銀行管道的資本流入，採用與外匯相關的總體審慎政策措施及數量型資本管制手段。而台灣管理不穩定國際資本移動的成效，則深獲國際高度肯定。

當前美中貿易衝突升溫，未來一旦惡化引爆全球金融風暴，美歐等主要經濟體可能再度實施量化寬鬆之類的政策，而台灣係小型開放經濟體，恐將面臨比 2009~2011 年資本流入規模更大、非銀行管道扮演更重要角

色之局面，屆時可能須採管制較為嚴格的資本移動管理措施，以維持金融穩定，而 IMF 資本移動管理框架，以及新興經濟體管理資

本流入的經驗，特別是針對非銀行部門之價格型資本管制手段，或可作為台灣當局擬定對策之參考。

一、前言

先進與新興經濟體的國際資本移動趨勢並不相同。由於國際貨幣基金（IMF）等國際組織在探討國際資本移動之議題時，將台灣、南韓等國家歸入新興經濟體，本文擬從新興經濟體（註1）的角度，來探討渠等面對全球金融危機以來跨境資本流入之因應對策。

為因應資本移動，一國可採行的相關政策有四大類，分別為總體經濟政策、總體審慎政策（註2）措施（Macprudential Measures, MPMs）、資本移動管理措施（Capital Flow Management Measures, CFMs）及結構性政策。根據以往經驗，面對大規模國際資本移動，採取總體經濟政策工具和金融市場改革具有一定成效。但是，在面臨歐美超寬鬆貨幣政策所流入的國際資本宛如大魚，新興經濟體的資本市場猶如小池塘之情形下，欲管理好資本移動，便顯得相當困難，可能必須

增加採行資本移動管理措施。因應資本移動的相關政策牽涉太廣，本文因篇幅有限，擬將政策研究對象限縮於資本移動管理措施。

2008 年全球金融危機爆發衝擊全球經濟及金融，美國及歐元區等先進經濟體為提振經濟，採行量化寬鬆（Quantitative Easing, QE）政策，造成國際資本市場利率降至歷史低點，加上金融監管趨於嚴格，國際銀行跨境放款意願下降，致資本除透過銀行管道外，亦大量從非銀行管道流向新興經濟體，引發貨幣大幅升值、資產泡沫化等現象，不利金融穩定。為緩解資本流入的負面影響，IMF 不再反對資本管制，更在 2012 年發布對跨境資本移動之機構觀點（Institutional View），建議新興經濟體採行資本移動管理框架。

此外，IMF 獨立評估辦公室（Independent Evaluation Office, IEO）（註3）於本（2019）

（註1）係指 IMF World Economic Outlook Database 之新興市場暨開發中經濟體（Emerging market and developing economies）的 155 個經濟體，諸如，中國大陸、俄羅斯、巴西、南非、土耳其等，再加上台灣、南韓。

（註2）總體審慎政策係指基於維持整體金融體系之穩定，以及考量金融體系與實體經濟的相互影響關係，運用管制（regulation）與監理（supervision）等工具來舒緩金融體系順循環的特性，並降低系統性風險，以促進金融穩定，參考李榮謙、黃麗倫（2010）。

（註3）IEO 為 IMF 內部機構，成立於 2001 年，目的是對 IMF 的政策與活動進行獨立及客觀的評估，主要職責包括：提高 IMF 之對外信譽、促進對 IMF 工作的理解等。

年 6 月宣布，考量到他國的政策與跨國風險傳遞，透過波動日益擴大的資本移動，會影響一國總體金融穩定及阻礙資本帳開放，故有必要依據 IMF 於 2012 年公布之機構觀點，對資本移動進行新的研究（註 4）；而「東南亞國家中央銀行總裁聯合會」（SEACEN）研訓中心亦計劃就會員經濟體在資本移動管理方面與 IMF 機構觀點之相關性、政策一致性及所遭遇之挑戰，進行新的研究計畫，預計於 2020 年完成此研究。

過去台灣亦因美歐實施超寬鬆貨幣政策而面臨資本大舉湧入局面，所幸台灣當局採行之資本移動管理措施有效減緩相關風險。但是，未來由於國際金融情勢充滿不確定性，台灣可能面臨資本流入規模更大、非銀行管道扮演更重要角色之局面，致通盤瞭解 IMF 資本移動管理框架的內容，以及其他新興經濟體在 2009 年~2011 年採行各種管理措施之經驗（尤其是彼等曾採行、而國內不時

討論的熱錢稅），可作為未來台灣當局研擬政策之參考。

本文研究目的，期望藉由研究 IMF 資本移動管理框架之提出背景與詳細內容，以及面對資本大量流入環境，新興經濟體實施資本移動管理措施之情形，以提供台灣當局在面臨國際資本大量流入而有危害經濟金融穩定之虞時，擬定對策之參考。

本文的架構除第一節前言外，第二節敘述近年新興經濟體跨境資本移動趨勢，因篇幅有限，擬將說明範圍限縮於跨境資本流入，第三節說明國際資本移動對新興市場產生的風險，及近年流入途徑亦改變的現象，第四節介紹 IMF 資本移動管理框架，以及新興市場面臨資本大量流入實施資本移動管理措施之經驗，最後闡述主要研究發現，並說明台灣過去因應資本流入之情況，以及未來面對資本大幅流入之對策。

二、全球金融危機以來新興經濟體之跨境資本流入趨勢

可分為四階段

自 2008 年以來，大規模的國際資本移動曾發生過很多次。例如，雷曼兄弟公司破產之後，國際資本迅速流回美國，使得新興經濟體流動性短缺；2010 年起，由於美國聯準

會（Fed）及歐洲央行（ECB）實施量化寬鬆政策，國際資本重新流入新興經濟體，引發資產泡沫化之疑慮；2013 年中期國際金融市場爆發「QE 縮減恐慌」（taper tantrum）事

（註 4）針對 IMF 機構觀點之評估時程為：2019 年 7 月 23 日，IMF 董事會討論草擬議題；2019 年 8 月，聘請顧問並作相關準備；2019 年 10 月 020 年 3 月，從事主題及個案研究；2020 年年中，提報最終評估結果予 IMF 董事會。

件，導致新興經濟體面臨資本流入突然停止局面，引發金融動盪。簡言之，最近 10 多年來，國際資本移動頻繁且規模龐大，對新興經濟體總體經濟與金融穩定帶來嚴峻挑戰。

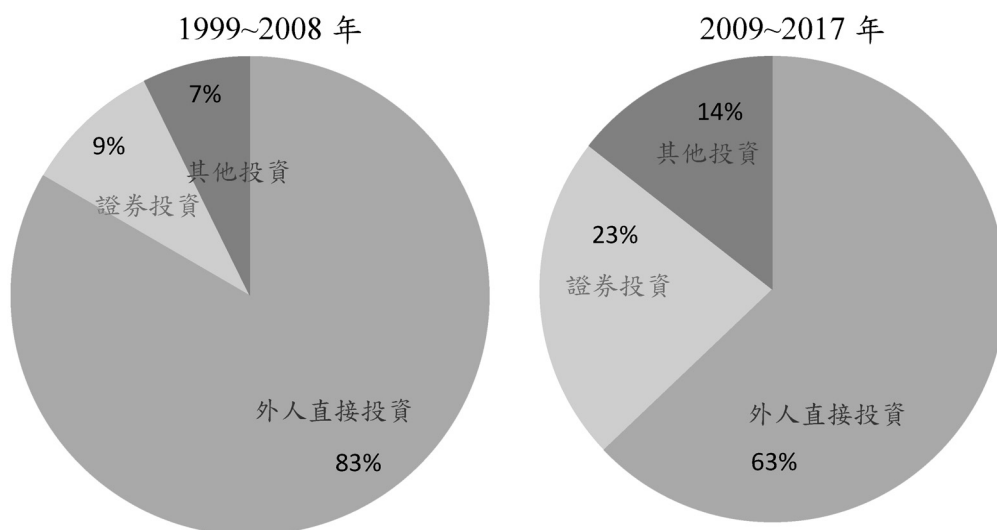
本文提及跨境資本流入或國際資本流入係指資本流入淨額，為國際收支統計的直接投資負債、證券投資負債及其他投資負債之合計。2008 年全球金融危機以來，新興經濟體所面臨的國際資本流入規模（峰值為 2010 年的 1 兆 408 億美元）遠高於 1990 年代（峰值為 1997 年的 3,725 億美元），而且表現更大的複雜性，並具備以下兩項特點：

第一項特點為：風險較高的證券投資資本流入之占比明顯上升。2009~2017 年與 1999~2008 年比較，儘管外人直接投資（FDI，以下簡稱直接投資）仍是新興經濟體資本流入的主要類別，但證券投資資本流入

占資本流入總規模比重迅速成長至近四分之一左右，涵蓋貿易信用和國際銀行跨境借貸等其他投資資本流入之占比亦呈上揚走勢（見圖 1）。就各類型資本移動的波動性而言，證券（包含股權證券及債務證券）投資大於其他投資和直接投資。因此，在證券投資等波動性高之資本流入占比遽增的情況下，新興經濟體易遭受大規模國際資本流入和逆轉流出之衝擊。

第二項特點為：受全球經濟不確定性等影響，國際資本移動的波動性加大。例如，2007 年在其他投資資本大舉流入下，新興經濟體的跨境資本流入規模創 1 兆 5,300 億美元的歷史高點，2008 年全球金融危機爆發，則驟降至 9,810 億美元，較 2007 年減少 36%；到了 2010 年，由於先進經濟體普遍實施量化寬鬆政策，帶動新興經濟體的跨境資本流入

圖 1 新興市場跨境資本流入各類別之占比



資料來源：Aremos 資料庫

規模反彈至 1 兆 4,080 億美元，較 2009 年增加 90.8%，並創歷史次高水準（見圖 2）。

若以淨流入（註 5）指標衡量，上述波動性大的趨勢亦明顯，2010 年新興經濟體跨境

資本淨流入規模快速增加，惟 2015 年甚至出現淨流出達 2,360 億美元（見圖 3）。

接著，將過去 10 多年劃分為四個階段，詳細說明新興經濟體跨境資本流入的波動情形：

圖 2 新興經濟體資本流入規模

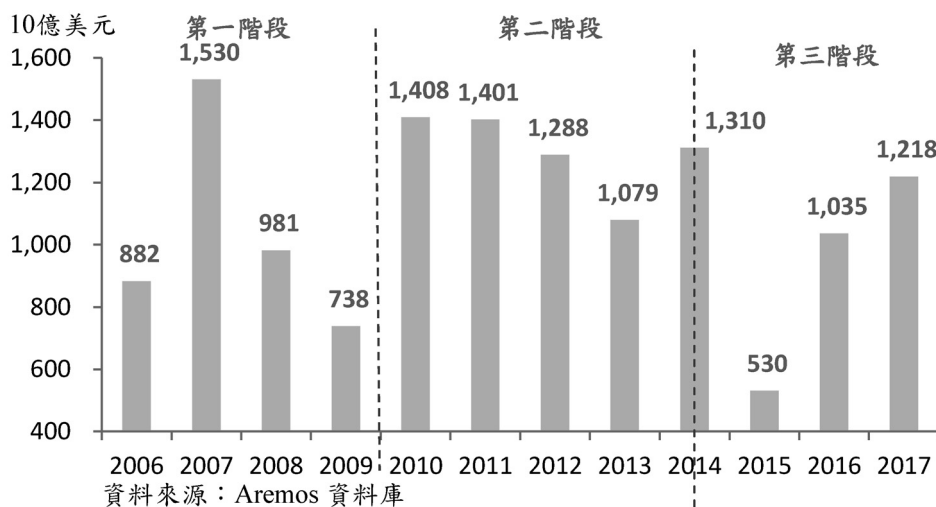
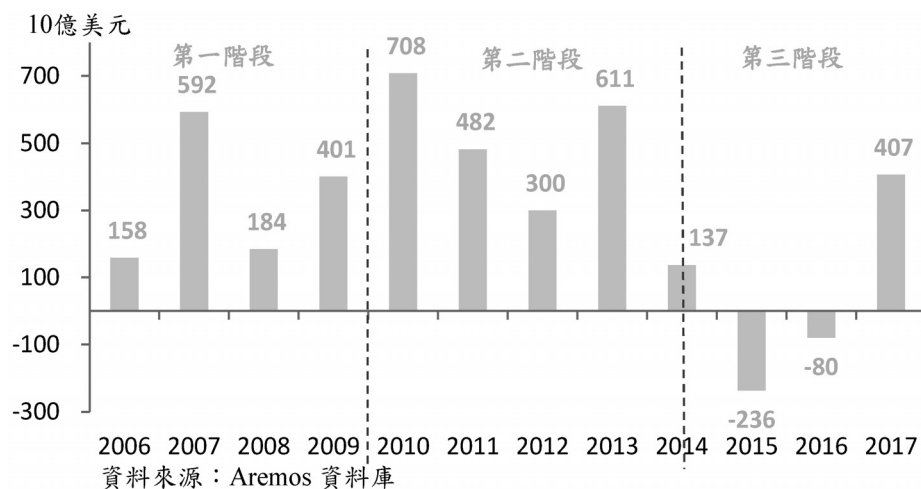


圖 3 新興經濟體資本淨流入規模



（註 5）係指國際收支統計之直接投資負債、證券投資負債與其他投資負債之合計減去直接投資資產、證券投資資產與其他投資資產之合計。

(一) 第一階段：全球金融危機使資本流入遽減 (2007~2009 年)

隨著金融全球化的發展，為追求證券投資組合配置效應最大化，越來越多的私人資本參與跨境資本移動，至 2007 年，新興經濟體跨境資本流入規模創 1 兆 5,300 億美元的歷史高點。

2008 年、2009 年受全球金融危機波及，跨境資本流入分別驟降至 9,810 億美元、7,380 億美元，並導致一些新興市場出現經濟金融動盪。

(二) 第二階段：美歐量化寬鬆使資本流入大增 (2010 年~2014 年上半年)

2010 年由於新興市場經濟成長明顯高於先進經濟體，美國聯準會 (Fed) 實施第一輪 (QE1) 及第二輪量化寬鬆 (QE2) (註 6)，ECB 啟動證券市場計畫 (Securities Market Program, SMP) (註 7)，加以全球投資者風險偏好較高，國際資本大幅流入新興市場，規模達 1 兆 4,080 億美元。

2013 年 5 月 Fed 在貨幣政策決策會議釋出可能收縮量化寬鬆政策訊息，加上新興經濟體經濟成長放緩、通膨攀升，金融市場爆發「QE 縮減恐慌」事件，導致國際資本迅速自新興市

場撤資，隨之股市下跌、貨幣貶值 (註 8)。

由於市場認為 Fed 提前升息機率減小，資金為了尋求高收益，加上前一階段新興市場資本市場價格大幅下跌為投資人提供買入良機，以及資本流出主要來自個人投資者，機構投資者的投資規模變化較小，隨著新興市場負面消息被市場消化，個人投資者資金重新回流新興市場，2014 年上半年跨境資本呈現重返新興市場的趨勢。

(三) 第三階段：油價大跌使資本流入驟降後回穩 (2014 年下半年~2017 年)

至 2014 年下半年，情勢發生變化，歐美貨幣政策分歧擴大，美元迎來一輪快速升值走勢，同時布蘭特原油現貨價格從 2014 年中期的 115 美元高峰下滑 76% 至 2016 初的 28 美元低谷 (註 9)，加上 Fed 升息預期不斷升溫，以及 2015 年 8 月 11 日中國人民銀行將人民幣匯率中間價一次性貶值 2%，新興經濟體 (包括俄羅斯、巴西及部分亞洲國家) 資本加速外流。2016 年下半年隨著經濟形勢逐漸回穩，資本又回流至新興經濟體。

(四) 第四階段：Fed 升息使資本流入大減 (2018~2019 年)

自 2018 年初以來，新興市場資本大幅外

(註 6) Fed 於 2008 年 11 月 010 年 3 月實施 QE1，於 2010 年 11 月 011 年 6 月實施 QE2。

(註 7) ECB 於 2010 年 5 月~2011 年 7 月實施第一輪證券市場計畫 (SMP1)。

(註 8) 2013 年底 MSCI 新興市場股票指數及貨幣指數分別較年初下降 13.8% 及 13.5%。

(註 9) 原油價格下滑主要係因美國自 2011 年起進行頁岩油革命，到了 2014 年美國在全球原油市場的占比由 2008 年 7.6% 上升至 12.4%，打壓原油價格，由於擔心市場占比進一步被美國侵占，OPEC 在 2014 年下半年增加原油供給，加以全球經濟成長下行，導致原油供給顯著過剩。

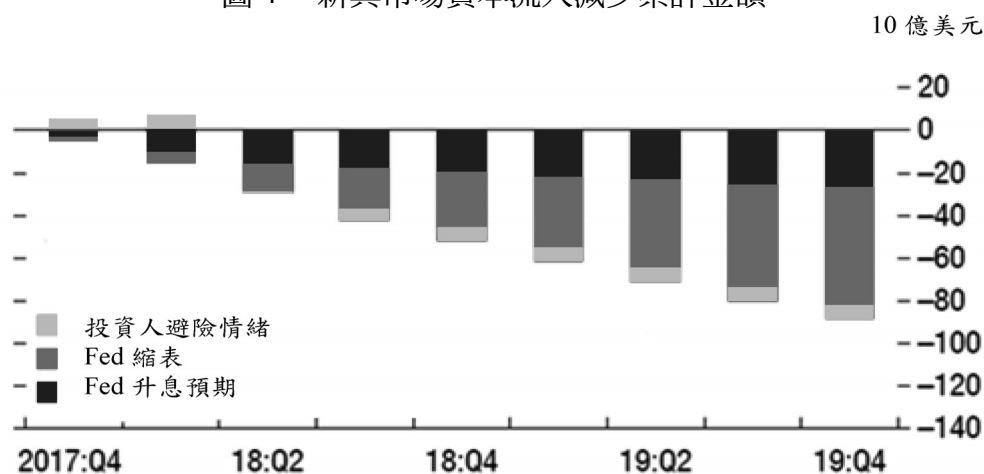
流，土耳其是代表性國家之一。該國內部有貨幣和經濟結構問題，如貨幣過度發行，通膨持續走高，同時透過推動基礎建設刺激經濟成長，資產泡沫惡化；此外，短期外債對外匯存底比率接近 100%，加上美國與其交惡，調高自土耳其進口的鋼鋁產品關稅稅率，這一系列情勢的惡化導致土耳其資本外流，巴西、南非、俄羅斯等大型新興經濟體亦受到明顯波及。

IMF 於 2018 年 10 月發布全球金融穩定

報告指出，新興市場的資本流入減少剛開始。IMF 基於對 Fed 升息預期、Fed 縮表幅度及投資人的避險情緒等因素，預測 2017 年第 4 季（Fed 開始縮表）019 年第 4 季新興市場資本流入減少累計金額將達 880 億美元（見圖 4）。

分階段觀察新興經濟體的資本移動趨勢顯示，全球金融危機之後，在全球經濟不確定性加大之情況下，新興經濟體經歷之跨境資本流入的波動性增大。

圖 4 新興市場資本流入減少累計金額



資料來源：轉引自 IMF (2018)

三、跨境資本移動對新興經濟體帶來負面影響， 近年流入路徑亦改變

國際資本移動因波動性大，對新興經濟體將帶來諸多負面影響，且因為全球金融危

機之後，為激勵經濟成長及追求金融穩定，先進經濟體分別實施 QE 及較嚴格的金融監

管，國際資本流入新興經濟體的主要途徑從銀行部門轉變為非銀行部門。

(一) 國際資本移動對新興經濟體帶來之風險

跨境資本移動容易帶來風險。特別是對總體經濟而言，在特定條件下，會加劇實體經濟的順循環性。此外，跨境資本的無序波動往往導致金融市場動盪，甚至觸發金融危機（見表 1）。例如，1980~2014 年期間，50 多個新興經濟體共計遭遇約 150 個國際資本大舉湧入的事件，這些事件約有 20% 是以金融危機收場，且許多伴隨著大規模的產出減少（註 10）；美國次貸危機（subprime crisis）透過跨境資本移動延燒成全球金融危機，亦為例證。

跨境資本移動對新興經濟體金融穩定的不利影響，從 2013 年的「QE 縮減恐慌」事件即可見一斑。該年 5 月底 Fed 釋出縮減資產購買規模訊息，引發國際資金回流美國，加以投資人擔憂若干新興經濟體政局動盪及金融不穩定，促使國際資本從經常帳逆差或財政赤字嚴重之新興經濟體大量流出，導致彼等的貨幣大貶及股市下跌，並牽連其他體質較健全的新興經濟體（見圖 5）。

儘管如此，跨境資本移動對新興經濟體亦帶來正面影響，例如，有助於促進資金的全球配置，發揮風險分散的成效，其中直接投資還有助於引入先進技術與管理手段，促進經濟成長（見表 1）。

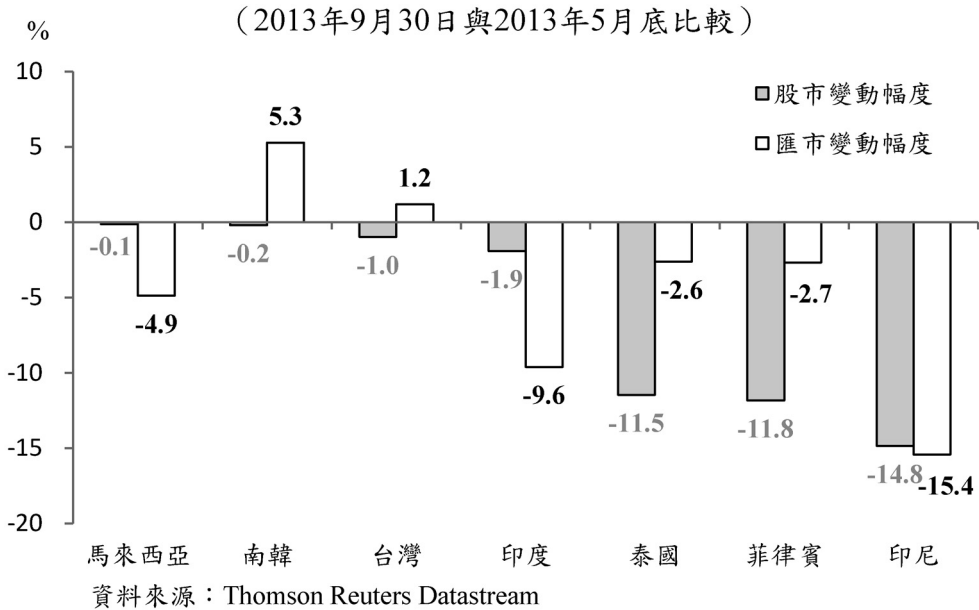
表 1 國際資本移動所產生之負面及正面影響

影響	內容
負面	<ul style="list-style-type: none"> ● 總體經濟與金融穩定相關之風險：即使對於長期開放並從資本移動中獲益的國家也是如此 ● 總體經濟脆弱性及金融與體制基礎設施方面的缺陷可能放大之風險
正面	<ul style="list-style-type: none"> ● 直接利益：風險分散、投資融資（證券投資資本移動）；新技術與管理實務移轉（直接投資資本移動） ● 附帶利益：促進金融部門發展、提升貿易和經濟效率

資料來源：轉引自 Brooks, Petya Koeva (2018)

（註 10） Ghosh, Ostry and Qureshi (2016)。

圖 5 投資人因「QE 縮減恐慌」事件大舉撤離新興市場



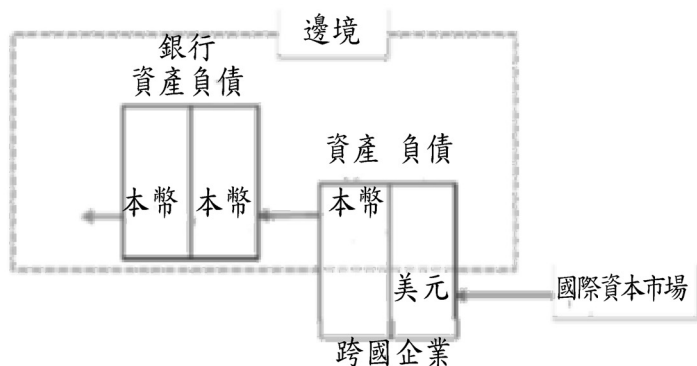
(二) 國際資本流入新興經濟體之主要路徑
從銀行轉變為非銀行部門

全球金融危機之後，國際銀行基於金融監管趨嚴，在開展跨境業務更加審慎，跨境放款規模縮減；在主要先進經濟體實施 QE 政

策、利率降至歷史低點之情況下，美元和其他先進經濟體貨幣充足，鼓勵非金融企業跨越國界以這些貨幣在國際資本市場籌資（見圖 6）。

由於新興經濟體之非金融企業透過資本

圖 6 非金融企業扮演金融中介的角色



資料來源：轉引自 Poenisch, Herbert (2014)

市場，特別是債券市場，進行籌資的規模逐漸擴大（見圖7），彼等以美元計價債券在外流通餘額持續創新高。

上述現象導致新興經濟體的資本移動呈現以下特徵：跨境債務證券資本流入淨額相

對GDP比率上升，跨境股權證券資本流入淨額相對GDP比率則略下降；其他資本流入淨額相對GDP比率則受到銀行跨境借貸業務規模縮減之影響，長期呈現負值（見圖8）。

上述特徵對於新興經濟體應採取何種因

圖7 新興經濟體以美元計價債券在外流通餘額

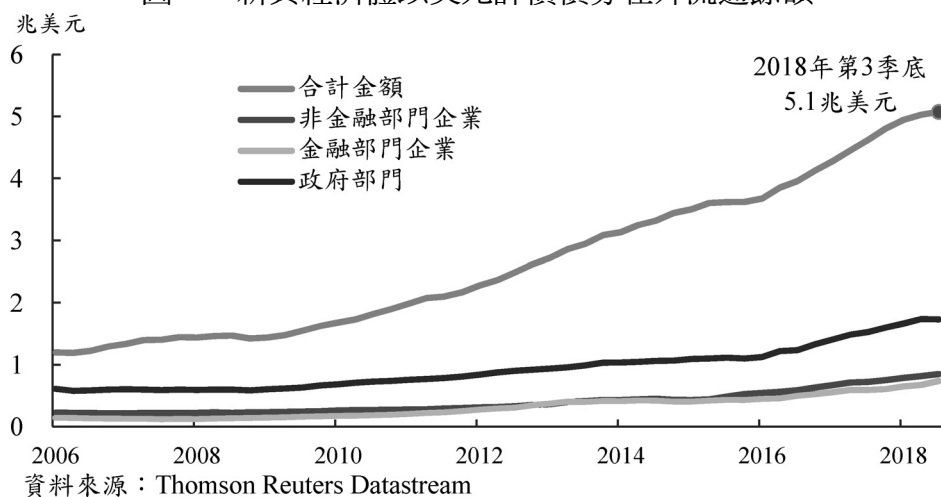
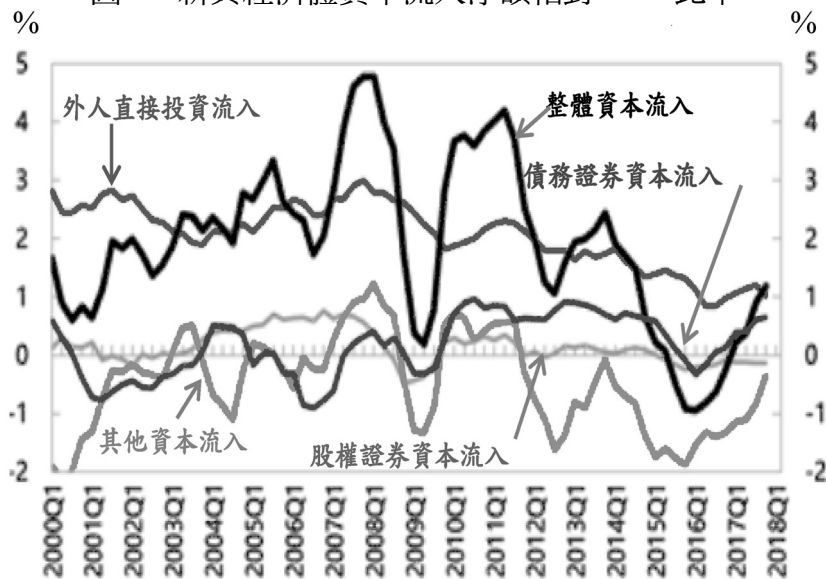


圖8 新興經濟體資本流入淨額相對GDP比率



應對策影響至鉅。若新興經濟體透過非銀行部門跨境債務證券融資規模將擴大，透過銀行部門跨境借貸規模將縮減，為達成抑制資

本大量流入的風險，就必須增加針對透過非銀行路徑之資本流入的對策，減少針對透過銀行路徑之資本流入的政策。

四、新興市場採 IMF 資本移動管理框架因應大量資本流入

新興經濟體面對複雜的國際資本移動情勢所帶來之負面影響，應如何抑制風險？首先，須根據資本流入的管道來選擇對策。針對從銀行管道流入的資本，尋常的手段是採行總體審慎政策措施等。惟若資本從非銀行管道流入，總體審慎政策措施成效有限、緩不濟急，就必須採取資本移動管理措施。

過去將資本移動管理措施稱為資本管制（capital control），且不見容於 IMF，惟近年 IMF 除更改其名稱外，並於 2010 年發布之全球金融穩定報告指出，資本流入國若在總體經濟政策及總體審慎政策不足以因應，且資本流入是暫時性之情況下，可將資本移動管理措施作為補強工具。此外，IMF 更於 2012 年底、2013 年 4 月分別發布機構觀點及指南檔案（Guidance Note），形成一個完整的資本移動管理框架，對資本移動管理措施及其運用均有詳細規畫。全球金融危機以來，許多新興經濟體已採取形式不一的資本移動管理措施。

（一）資本移動管理措施之種類（註 11）

1990 年代資本管制乙詞帶有貶抑性質，實施國甚至會遭信評機構降評。為避免資本管制名稱所帶來的困擾，IMF 創造一個新名詞—資本移動管理措施（CFMs）（註 12），又稱為廣義資本移動管理措施，係指抑制非銀行部門及銀行部門之資本移動所採取的各種措施，包括：

1. 狹義資本移動管理措施（又稱為資本管制）：

- （1）針對非銀行部門的價格型手段：係指針對非銀行部門之不同居住地（境內/境外）交易採取不同對待的措施（Residency-based CFMs），如對非居民或居民的資本流入（如外國投資者購買央行票據、主權債券，或居民在國外發行債券匯回資金等）課徵金融交易稅（tax on financial operations）（註 13）、預扣（所得）稅（withholding（income）tax）、資本利得稅（capital gain tax）或徵收強制性的

（註 11）IMF (2013)。

（註 12）又稱為廣義資本移動管理措施。

（註 13）金融交易稅根據交易額課稅，相較於金融交易所得稅，較適用以抑制投資人承擔超額風險的誘因，特別是降低短期投機交易；另一方面，稅基較易衡量，對實質稅收潛能較能掌握，租稅效益較易評估。

無息準備金 (unremunerated reserve requirement, URR) (註 14) 等。

(2) 針對非銀行部門的數量型手段，如行政管制、最短投資期限 (minimum investment period) 及直接數量限制 (quantitative limits) 等。

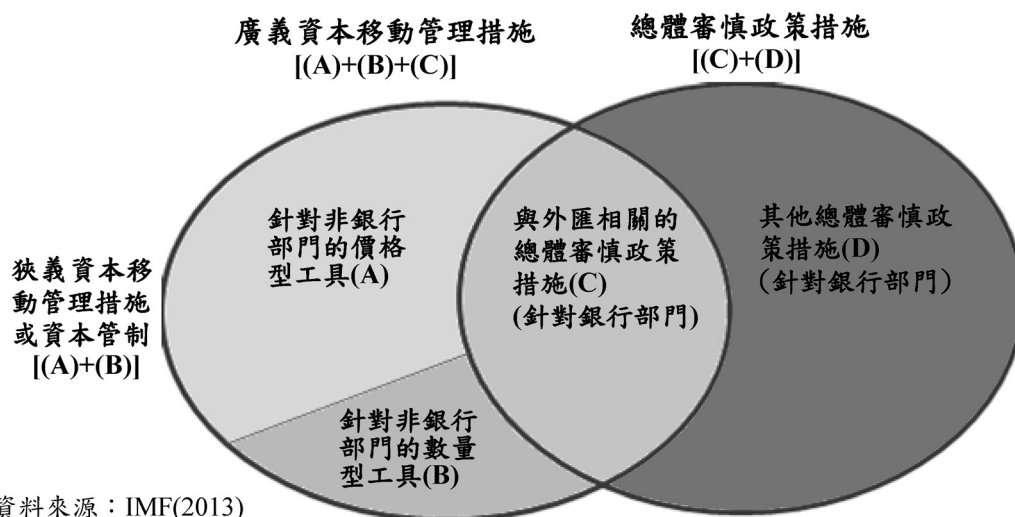
2、與外匯相關的總體審慎政策措施 (註 15)：指針對銀行部門之不同幣別 (本幣/外幣) 交易採取不同對待的措施 (Currency-based CFMs)，如外匯部位限制、外幣負債限制、本外幣負債差別準備率等 (見圖 9)。

某項總體審慎政策措施是否歸入資本移動管理措施，首先須看其設計目的是否為了

抑制資本移動，即是否排斥跨境資本交易。若其設計目的不是為了抑制資本移動，則不應歸入資本移動管理工具。非資本移動管理工具 (Non-CFMs) 不排除跨境資本交易 (但可能排斥不同幣別)，如房貸成數 (loan-to-value ratio, LTV ratio)、國內放款成長限制、外匯部位限制等總體審慎政策措施，設計目的不是為抑制資本移動，而是為了維持金融機構的韌性與穩健，從此角度來說這些措施不是資本移動管理措施。總體經濟政策、結構性政策及其他政策也可能直接或間接影響資本移動，但其目的並非為了限制資本移動，因此也不歸入資本移動管理措施。

除了考慮設計目的以外，判斷某項總體

圖 9 資本移動管理措施與總體審慎政策措施之間關係



資料來源：IMF(2013)

(註 14) 針對外幣存款、國外負債或資本流入等提存準備金。

(註 15) 總體審慎政策措施主要運用於金融機構，用於維持整體金融體系之穩定，可分為兩類：(1) 與外匯相關的總體審慎政策措施；(2) 其他總體審慎政策措施：如房貸成數、國內放款成長限制、部門放款集中度、放款備抵呆帳及逆循環資本要求等。

審慎政策措施是否為資本移動管理措施，還要考慮其實施背景及該國實際情況，如當時是否有大規模資本流出入。某些政策設計本身可能係中性，並不是為了限制資本移動，但在資本大規模流出入情形下實施，則變為資本移動管理措施，與外匯相關的總體審慎政策措施就是如此。在某些情況下，總體審慎政策措施與資本移動管理措施是有交集的，儘管兩者設計目標不同。例如，資本移動引起金融部門風險，降低金融部門風險的措施既為總體審慎政策措施又為資本移動管理措施。當資本流入銀行體系引起國內信貸

擴張、資產價格上漲，限制金融機構借款能力措施（如對外幣負債課稅或實施準備金要求、外匯部位限制）可減少資本流入、抑制國內信貸擴張與資產價格上漲，降低金融部門風險，這種總體審慎政策措施亦歸為資本移動管理措施（CFMs/MPMs）。

在資本流入管理中，對總體審慎政策措施和資本移動管理措施的選擇，須視資本流入主要是透過非銀行管道傳遞，抑或以銀行管道為中介（見表 2）（註 16、17）。以下章節將利用巴西、南韓及克羅埃西亞等之實例來詳細說明。

表 2 資本透過不同管道移動的風險及因應之管理工具與措施

管道	風險	具體風險	採用工具	針對性措施
非銀行	資產價格泡沫風險、匯率風險、外部債務結構		狹義資本移動管理措施或資本管制	1. 對非居民的資本移動徵稅或要求無息準備金 2. 採行禁入政策
銀行	資產風險過高	與未平倉外匯部位相關的風險	與外匯相關的總體審慎政策措施	對銀行的外匯衍生性商品部位設定上限
	負債比例過高	債務結構錯配		1. 針對銀行的短期負債課稅 2. 針對銀行的短期負債規定準備金要求

資料來源：IMF（2012b）

（註 16）IMF（2012b）。

（註 17）IMF 獨立評估辦公室（IEO）於 2019 年 6 月發布 IEO (2019)指出，在未充分考量潛在的溢出效應或對資本市場長期發展的影響之情況下，IMF 可能過於迅速地支持資本管制；另指出一些國家對 IMF 之資本移動管理觀點的批評，諸如，特定措施的歸類易產生爭議，至少就非基於居住地（Non-Residency-based）的措施而言，CFMs 與 Non-CFMs 之間的界限在實務上有些模糊不清。因此，IEO 計劃評估 IMF 提出之資本移動管理框架的適當性。IEO 最快於 2020 年年中將最終評估結果提報予 IMF 董事會。

（二）針對透過非銀行管道之資本流入，採 狹義資本移動管理措施

全球金融危機之後，債券市場逐步取代銀行成為新興市場借款者獲得國際融資的主要管道。在新興市場的本幣債券市場對外國投資者開放的同時，其銀行和企業又以在國外發行債券獲得資金，來代替原來從國外銀行取得貸款。

新興市場經濟體因其企業發行境外債券所帶來的跨境債務證券資本流入，會使其企業的存款迅速增加，進而引起國內貨幣供給成長，可能導致信貸擴張和資產價格膨脹。由於這類境外借款繞過國內銀行體系，並不能透過傳統的貨幣政策或總體審慎政策加以控制，此時，對企業實施資本移動管理就成為必要。

2009~2011年美國聯準會及歐洲央行採行QE政策，導致國際資本透過非銀行部門大規模流入，為因應此局面對總體經濟與金融穩定帶來的挑戰，很多金融帳已開放或已很大程度開放的新興經濟體採取價格型或數量型的資本管制措施（見表3），以抑制資本過度流入。

典型的價格型資本管制措施之一為，對非居民的資本流入徵收強制性的無息準備金。無息準備金要求境內借款人或境外投資人將資本流入的一部分按規定的時限存入央行的無息帳戶，因此在增加短期資本流入的成本方面具有與對資本流入課稅相同的效

果。然而，兩者之間仍有差異。無息準備金將產生流動性成本，因為存放於央行的資金不能由投資者作為交易對手方的抵押品；由於涉及這種社會無謂損失，是無息準備金不如稅負之處。但是，另一方面，作為資本流入的無息準備金不存在匯率風險，而稅負由於通常是以本幣支付，涉及外幣對本幣的轉換；而且和稅負不同的是，無息準備金較易取消或設定為零，原因是無息準備金並非為了財政收入。鑒於兩者具有的異同點，政策的選擇通常是由採行國家的制度安排來決定。一般來說，央行具有對外國投資者徵收無息準備金的權利，但沒有課稅權。因此，許多新興市場採取無息準備金，作為資本移動管理的工具。

再來，以巴西為例，來說明新興市場採行其他形式的價格型資本管制措施之情形。從2009年第3季到2011年，巴西由於大量國際資本流入，里耳升值超過40%，有資產泡沫與通膨上升之疑慮。2009年10月，為減緩貨幣升值壓力，巴西透過對證券投資流入課稅的方式施加資本管制。最初這些管制僅涉及對流入該國投資於股票和固定收益債券的資金徵收2%之金融交易稅，外人直接投資則免稅。而當外國投資者透過購買巴西企業發行的美國存託憑證（American Depository Receipts, ADR）來避稅後，2009年11月，巴西試圖圍堵規避資本管制之新管道，對涉及ADRs的交易徵收1.5%的稅率。

表 3 新興市場針對透過非銀行管道之資本流入採取的資本管制措施

工具分類	措施	國家	宣布日期	具體措施
價格型 管制	徵金融交易稅	巴西	2009/10/19	對外資購買股票和固定收益債券分別課徵 2% 稅率
			2010/10/5	對外資購買固定收益債券課徵 4% 稅率
			2010/10/18	對外資購買固定收益債券課徵 6% 稅率
	徵預扣所得稅	泰國	2010/10/12	對外資投資本國債券的利息所得及資本利得課徵 15% 的預扣稅
		南韓	2010/11	對外資購買政府債券及貨幣市場穩定債券 (monetary stabilization bonds, MSBs) 之利息所得及資本利得分別課徵 14% 及 20% 預扣稅
	徵資本利得稅	秘魯	2010/12	對非居民投資本國股票課徵 30% 的資本利得稅
	收無息準備金	泰國	2007/12	要求境外投資人將流入資本的 30%，存放央行的無息帳戶一定期間
收手續費	秘魯	2010/8	提高非居民購買央行票據手續費	
數量型 管制	最短投資期限	印尼	2010/6	規定外資持有印尼央行短期票券 (Bank Indonesia Certificates, SBIs) 期限至少 1 個月
			2011/5	將央行短期票據持有期限從至少 1 個月延長為至少 6 個月

資料來源：IMF (2011)

接著，巴西政府持續努力因應大量資本流入。例如，2010 年 10 月，巴西的新管制對外國投資者投資固定收益債券徵收的稅率變為原來的 3 倍（從 2% 升至 6%），對投資股票徵收的稅率仍然和 2009 年相同，均為 2%，對外人直接投資仍然是完全不課稅（註 18）。

Chua, Wang Sheair, et al (2013) 的研究指出，由於上述對非居民證券投資課稅之資

本移動管理措施係透過直接提高外匯匯入成本，來降低外資的報酬，抑制外資承擔超額風險的誘因力道較強，導致外資流入意願下降，潛在外資轉流入他處，遏制資本流入的成效顯著，明顯減緩巴西里耳的升值幅度。

（三）針對透過銀行管道之資本流入，採與外匯相關的總體審慎措施

IMF 提出的資本移動管理框架，尤其是以幣別為基礎的總體審慎政策措施，在控制

（註 18）Chua, Wang Sheair, et al (2013)。

以銀行為中介的資本流入激增方面，具有較顯著的效果。由於總體審慎政策措施涉及銀行的資本、資產和負債等各個方面，因而在限制銀行的信貸成長、減少因銀行資產與負債間幣別及期限的錯配而累積的金融風險方面，可發揮積極的作用。

就具體措施而言，利用總體審慎政策管理跨境資本流入至少包括以下三種措施（註 19）：（1）對銀行持有的外匯衍生性商品部位設定上限，（2）對銀行的非核心外幣短期負債課稅，以及（3）對銀行外幣存款實施邊際準備金規定。南韓自 2010 年 10 月以來採取第（1）項及第（2）項措施，有效抑制銀行部門幣別錯配及期限錯配之金融風險累增。

1、對銀行持有的外匯衍生性商品部位設定上限

全球金融危機過後，南韓銀行部門短期外幣負債大幅增加，主要係因 2009 年下半年開始，在先進經濟體採行高度寬鬆貨幣政策的背景下，南韓出口商尤其是造船商，對未來的外匯出口收入進行避險的需求較為強烈，因而售出遠期美元同時買入遠期韓元。

作為出口商的對手方，國內銀行（大部分為外國銀行在境內分行）通常買入遠期美元，並售出遠期韓元。其做法是從國外銀行（包括外國銀行母行）借入美元，然後在現

貨市場賣出美元、買入韓元以對沖其美元多頭部位，並將韓元投資於國內資產，同時以遠期交割方式將韓元提供給出口商。國內銀行的外匯風險透過這種外匯衍生性商品的交易得以完全對沖（見圖 10）。

由於上述發生在銀行與出口商間之外匯衍生性商品交易已導致銀行的短期外幣負債過多。一旦國外銀行減少對南韓的信貸，將使國內銀行面臨資本流入突然中止，甚至逆轉的風險。為防範此風險，2010 年 10 月南韓金融當局實施對外匯衍生性商品之名目價值設定上限的規定（見圖 11），亦即外國銀行在南韓境內分行持有的外匯衍生性商品之名目價值最高不能超過銀行股本的 250%，而本國銀行的上限僅為其股本的 50%，透過抑制銀行外匯風險，降低銀行的短期外債。

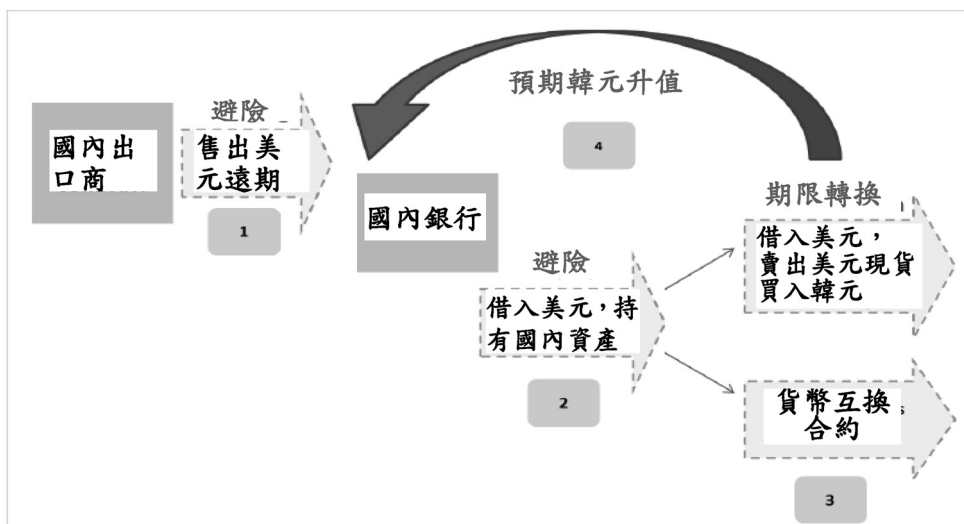
2、對銀行的非核心外幣短期負債課稅

對一些新興經濟體來說，由於國內存款的成長無法滿足銀行因貸款迅速成長而導致的資金需求，允許銀行從國外獲得資金來源，以銀行為中介的外國資本流入往往填補這一缺口。這種以銀行的短期外幣負債形式的資本大量流入，往往導致銀行非核心負債（註 20）迅速成長，成為新興市場國家金融不穩定潛在根源。因此，對本、外幣交易採

（註 19）OECD (2015)。

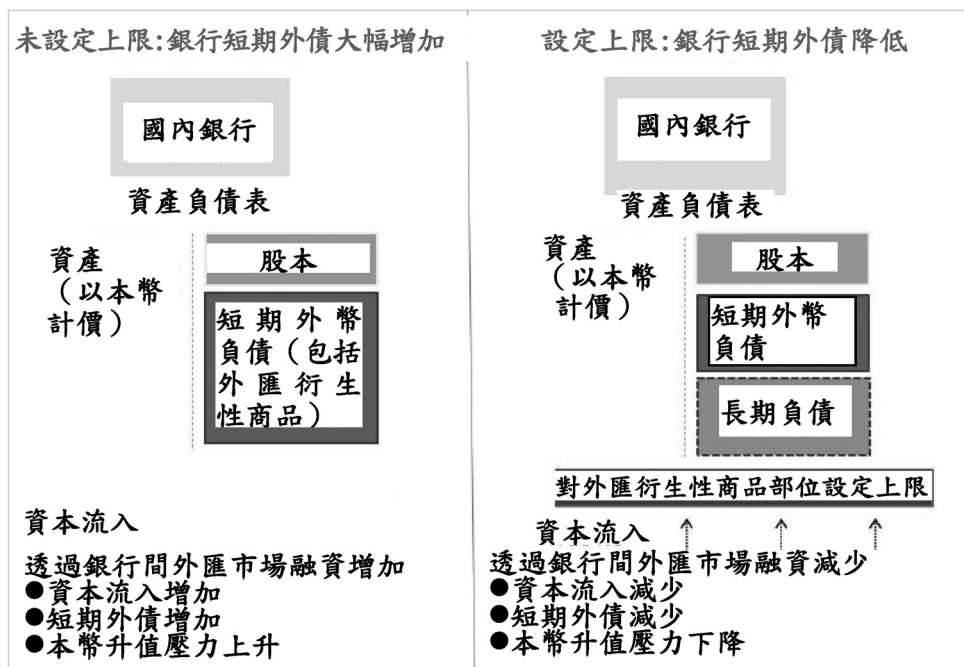
（註 20）銀行的核心負債和非核心負債的分界在很大程度上取決於一國金融系統的開放程度、金融市場的成熟性以及金融制度的發展程度。對美國和西歐等已開發國家或地區而言，核心負債與非核心負債主要分別為銀行的存款和非存款資金來源；對於處在金融市場開發的初級階段或金融體系對外基本不開放的發展中國家，則分別為家庭的零售存款與企業的批發存款。

圖 10 南韓國內銀行的避險操作



資料來源：轉引自 OECD (2015)

圖 11 對銀行持有的外匯衍生性商品部位設定上限



資料來源：轉引自 OECD (2015)

取不同對待之總體審慎政策，成為降低金融穩定風險的必要手段。

南韓的情況即如此。由於銀行可直接或間接地透過外國銀行境內分行進入國際借貸市場，銀行負債總額中最具順循環特徵的部分，即是與批發融資有關的負債，尤其是外幣負債。

為了降低銀行對非核心外債的依賴，鼓勵增加長期外債，2011年8月南韓金融當局宣布對本國銀行和外國銀行分行的外幣負債課徵總體審慎穩定稅。適用於本國銀行的1年期以內的外幣非存款負債的稅率為0.205%，稅率隨期限的增加而遞減，超過5

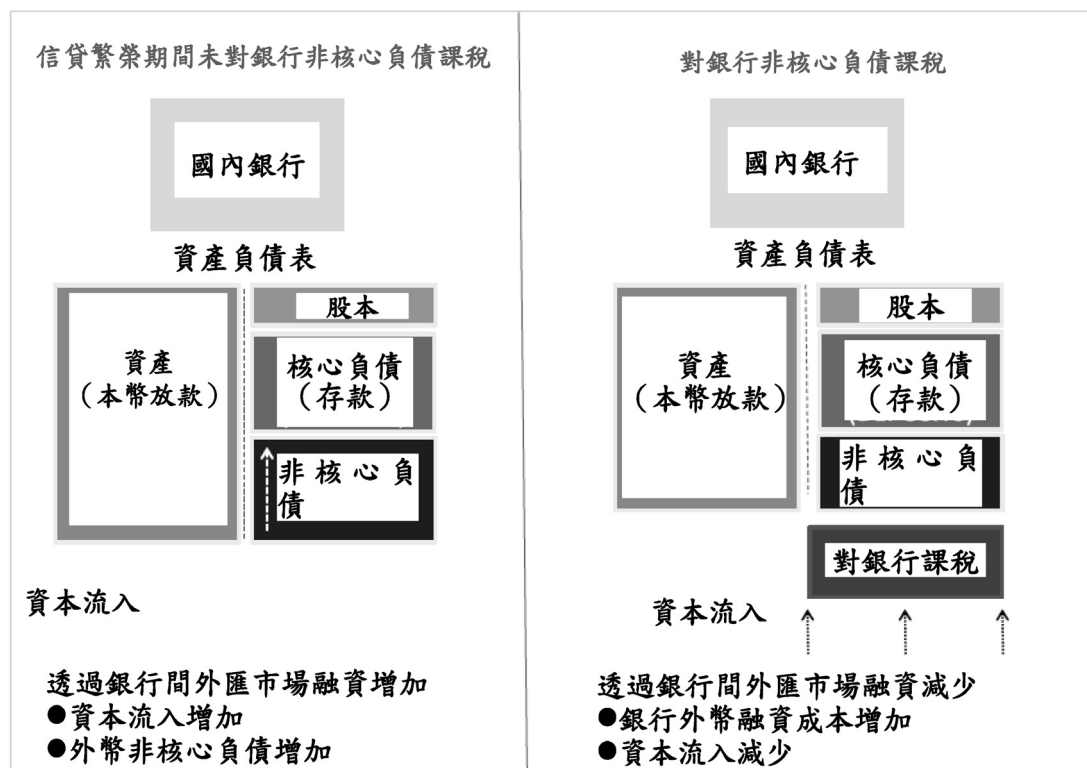
年的外幣負債稅率降至0.05%（見圖12）。

在新興市場中，南韓在抑制銀行部門仰仗短期外債的風險方面具有成功的經驗。自2010年10月以來南韓金融當局實施對銀行持有的外匯衍生性商品部位設定上限和非核心外幣短期負債課稅的總體審慎政策之後，銀行部門之遠匯部位減少、短期負債減少，代之以長期負債，不僅減少資本流入數量，同時也改善外債期限結構。

3、對銀行外幣存款實施邊際準備金規定

一些新興市場的銀行過份依賴短期外幣負債（外幣存款），為其長期放款（如外幣抵押放款）提供融資。為了防止因期限錯配

圖 12 對銀行的非核心外幣短期負債課稅



資料來源：轉引自 OECD (2015)

或資本流入的突然中止帶給銀行風險，一些新興市場對國內銀行的外幣存款實施邊際準備金規定。

以克羅埃西亞（Croatia）為例，該國過度依賴外幣存款融通外幣放款，恐影響總體經濟及金融穩定。2007 年金融當局頒布規定，凡是銀行的外幣負債（外幣存款）超過一定水準，必須在央行存放一筆額外的邊際準備金（marginal reserve requirement, MRR）（註 21），且逐年提高，此外，亦進一步提高銀行外幣放款的資本適足率，雙管齊下的

政策措施僅在短期內有限度地減少資本流入。

究其原因，主要是國內銀行的信貸部分被國外的直接信貸所取代，它改變原有的資本流入結構，使得僅以國內銀行為目標的總體審慎政策措施或僅以資本管制措施均無法產生應有的效果。因此，除非該國採用包括銀行和非銀行部門在內之全方位的資本移動管理措施，否則由資本流入激增而導致的國內信貸擴張難以獲得遏制。

五、結論

（一）全球金融危機後的國際共識：須管理不穩定的資本流入

全球金融危機以後，隨著先進國家實施 QE，在歷史低利率之情況下，美元和其他先進經濟體貨幣充足，激勵企業跨境發債籌資，加上對金融機構的監管趨嚴，致新興經濟體資本大量流入主要係由跨境債務證券融資規模擴大所驅動，跨境銀行借貸規模則呈現縮減趨勢。

新興經濟體資本流入激增，會帶來諸多負面影響，例如，本幣升值、資產價格泡沫化，以及一旦資本流入突然逆轉引發危機等。因此，新興經濟體必須針對跨境資本流入進行管理。

由於資本大部分從企業等非銀行管道流入，若採行總體審慎政策措施，恐成效有限，因其僅能影響透過銀行管道流入的資本，無法管理非銀行管道流入的資本。因此，IMF 提出兼顧銀行及非銀行管道的資本移動管理框架，即提供新興經濟體面臨資本大量流入時擬定政策的有用參考。

（二）台灣管理資本流入的經驗獲得國際肯定

中央銀行（2018）指出，2016 年 1 月~2018 年 8 月，全體外資匯出入投資資金占銀行間外匯市場交易量之比重達 50.8%，其中前 20 大外資資金進出占全體外資資金進出總額之比重為 40.5%，占銀行間外匯市場交

（註 21）實施邊際存款準備金措施，即按法定存款準備率計提準備金以外，對部分存款按一定比率計提附加準備金，新增存款較多的金融機構將提取較多的存款準備金。

易量之比重則為 20.6%。由於外資資金大幅進出，對外匯市場及新台幣匯率造成干擾。

外資以投資國內證券名義申報結匯，其資金進出享有完全自由，惟部分外資匯入資金實際並未全部投入證券市場購買股票，而係以各種形式大量持有新台幣部位，有違當初開放外資投資國內有價證券宗旨，況且以各種方式保有的資產，有藉投資國內證券之名，行炒作新台幣匯率之嫌。為了防杜外資炒匯影響匯率波動，台灣央行除了要求外資匯入資金應依申報投資國內證券使用以外，並建立大額結匯案件通報體系，密切監控大額資金之進出，以防範資金頻繁且大額之進出造成新台幣匯率之大幅波動，而危及金融穩定。

全球金融危機後，國際資本亦湧向台灣，且如同新興經濟體，資本流入台灣的管道，非銀行的角色亦益加重要。為了避免不穩定的國際資本移動導致匯率過度波動與失序、衝擊台灣經濟金融之穩定，2009年~2011年台灣央行及金管會亦分別針對銀行管道及非銀行管道的資本流入，採行與外匯相關的總體審慎政策措施及數量型資本管制手段。針對銀行管道之措施例如，台灣央行於 2010 年 12 月 27 日修正「銀行業辦理外匯業務管理辦法」，將無本金交割新台幣遠期外匯及新台幣匯率選擇權二者合計之部位限額，由

原規定不得逾總部位限額 1/3 調降為 1/5。針對非銀行管道之措施則例如，金管會於 2010 年 11 月 11 日修正「華僑及外國人投資證券管理辦法」，將外資投資公債金額納入其投入公債與貨幣市場總金額不得超過其淨匯入資金 30%的限制（見表 4）。而台灣管理不穩定國際資本移動的成效，深獲國際高度肯定。諸如，聯合國亞太經濟社會委員會（UNESCAP）即肯定台灣自 2009 年以來所採行的金融帳管理措施（註 22）；哈佛大學教授羅德里克（Dani Rodrik）更盛讚，台灣管理資本移動的相關措施相當成功（註 23）。

（三）IMF 資本移動管理框架或可作為台灣當局面臨資本大量湧入局面擬定對策之參考

值得注意的是，由於 2009 年~2011 年台灣當局對於從非銀行部門流入的資本，並未採行價格型資本管制段，而係透過數量型資本管制手段，如限制固定收益債券的投資比例（見表 4），等同於設定外資在債券市場的停泊上限，惟進入台灣的外資仍可從其他市場尋求靠岸港口，如房地產市場等。因此，台灣的資本管制程度僅能算輕微。

反觀巴西，從 2009 年第 3 季至 2011 年，由於龐大資本從非銀行管道流入，里耳幣值飆升，為抑制資本過度流入，針對外資投資固定收益債券，採行價格型資本管制措施，

（註 22）UNESCAP (2011), *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2011*, May 5。

（註 23）Rodrik, Dani (2010), "The End of An Era in Finance," *Project Syndicate*, Mar. 11。

表 4 台灣採行之資本移動管理措施
(2009~2011 年)

		針對非銀行管道措施		針對銀行管道措施		
		價格型資本管制手段	行政管理或數量型資本管制手段	對銀行持有的外匯衍生性商品部位設定上限	對銀行的非核心外幣短期負債課稅	對銀行外幣或非居民存款實施邊際準備金規定
2009.11.10	取消外資匯入資金得投資於新台幣定期存款之規定。		v			
2010.08.02	外資從事借券之保證金，由原來以新台幣交付，改以美元為之。		v			
2010.11.11	將外資投資公債金額，恢復 1995 年規定，併入不得超過其淨匯入資金 30% 限額內管理。		v			
2010.12.27	將無本金交割新台幣遠期外匯及匯率選擇權二者合計之部位限額，由原先不得逾總部位之 1/3，修正為不得逾 1/5。			v		
2011.01.01	將銀行之非居民的新台幣活期存款餘額超過 2010 年 12 月 30 日餘額的增加額，按準備率 90% 計提準備金；未超過該目餘額部分，按 25% 計提準備金。					v

資料來源：參考中央銀行 (2015)，理監事會後記者會參考資料，6 月 25 日

如課徵金融交易稅。該措施透過直接提高外資的成本、降低外資的報酬，對外資流入的管制程度較為嚴格，導致外資流入意願下降，抑制資本流入的成效顯著。

2011 年後迄今，大部分期間台灣資本流入淨額規模小，對採行資本流入管理措施之需求不大。但是，未來一旦發生類如 2008 年

全球金融危機之影響層面擴及全球的黑天鵝事件 (black swan event) (註 24)，例如美中貿易衝突惡化引爆全球金融風暴，美歐等主要經濟體恐再度實施量化寬鬆之類的政策，而台灣係小型開放經濟體，可能面臨比 2009 年~2011 年資本流入規模更大、非銀行管道扮演更重要角色之局面，屆時為維持金

(註 24) 係指非常難以預測、極不可能發生卻又發生，且通常會引起市場連鎖負面效應之事件。

融穩定，可能需要採取管制程度較為嚴格的資本移動管理措施。而 IMF 資本移動管理框架，以及新興經濟體管理資本流入的經驗，特別是針對非銀行部門之價格型資本管制手段，包括對外國投資人購買主權債券課徵金融交易稅、預扣稅、資本所得稅或徵收強制性的無息準備金等，或可作為台灣當局擬定對策之參考。

參考文獻

- 中央銀行（2018），中央銀行業務報告，10月4日。
- 李光輝、曹體仁（2014），「參加 SEACEN 高階研討會『全球流動性及資本移動對亞洲新興國家匯率的衝擊』」，*出國報告*，中央銀行，8月。
- 李榮謙、黃麗倫（2010），「總體審慎政策之意涵、工具與策略」，專論，*國際貨幣金融資訊簡報*，189期，4月，中央銀行。
- 李曦晨、朱子陽、張明（2017），「跨境資本流動的驅動因素研究：推拉之爭、全球動態與中國故事一文獻述評與趨勢展望」，*國際投資研究工作論文*，中國社會科學院世界經濟與政治研究所，4月3日。
- Bhattacharya, Amar, et al（2012），“Regulating Global Capital Flows for Long-Run Development,” *The Pardee Center Task Force Report*, Boston University, March.
- Brooks, Petya Koeva（2018），“The IMF’s Institutional View on Capital Flows and Its Application in Surveillance,” *Slide for G20 Global Financial Stability Conference*, June 1.
- Chua, Wang Sheair, Norhana Endut, Nozlan Khadri and Wee Haw Sim（2013），“Global Monetary Easing: Spillovers and Lines of Defence,” June.
- Poenisch, Herbert（2014），“Global Liquidity and Impact of Capital Flow on Exchange Rate,” *Paper for SEACEN High-Level Seminar on Global Liquidity and Impact of Capital Flows on Exchange Rates in Emerging Asia*, June.
- ECB（2016），“Dealing with Large and Volatile Capital Flows and the Role of the IMF,” *Occasional Paper Series*, No 180, September.
- Ghosh, Atish, Jonathan Ostry, and Mahvash Qureshi（2016），“When Do Capital Inflow Surges End in Tears?” *American Economic Review*, Vol. 106, May.
- Ghosh, Atish, Jonathan Ostry, and Mahvash Qureshi（2017），“Managing the Tide: How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows?” *IMF Working Paper*, No. WP/17/69, March.
- IEO（2019），“IMF Advice on Capital Flows：Draft Issues Paper for an Evaluation by the Independent Evaluation Office（IEO）,” June 19.
- IMF（2010），“Global Liquidity Expansion — Effects on ‘Receiving’ Economies and Policy Response Options,” *Global Financial Stability Report*, April.
- IMF（2011），“Recent Experiences in Managing Capital Inflows — Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework,” February 2011.
- IMF（2012a），“Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows,” *Background Paper*, March.
- IMF（2012b），“The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View,” November.
- IMF（2013），“Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows,” April.
- IMF（2016），“Capital Flows — Review of Experience with the Institutional View,” December.

IMF (2017), "Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows: the Role of Macroprudential Policies," July.

IMF (2018), "Chapter 1: A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?" *Global Financial Stability Report*, October.

OECD (2015), "The OECD's Approach to Capital Flow Management Measures Used with a Macro-Prudential Intent," *Report to G20 Finance Ministers*, April.

Weon-Kyoung, Jo (2018), "Capital Flows and GFSN," Ministry of Strategy and Finance, Republic of Korea, June.

Kim, Choongsoo (2013), "Macroprudential Policies: Korea's Experiences," Paper Presented at the Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons Conference Hosted by IMF, April.

(本文完成於 108 年 7 月，作者為本行經濟研究處一等專員)