

# 新興經濟體金融風險之評估

朱 美 智

## 摘 要

### 一、跨境風險因素推高新興經濟體金融風險

2015~2018 年，美國聯準會（Fed）啟動新一輪的升息週期。在美國持續升息之背景下，2018 年間，多個新興經濟體呈現本國貨幣大幅貶值、股市急劇下跌、債市承壓動盪，資本外流壓力大增，致金融風險上升之情況。究其原因，主要係經常帳逆差、財政赤字、外債依賴程度高、短期外債比重高以及外匯準備覆蓋率偏低等 5 項與跨境有關之風險因素所致。

為瞭解新興經濟體的金融風險傳遞管道為何以跨境風險因素為主，須從新興經濟體之發行貨幣的信用（credibility）基礎係植根於外匯準備著手。基本上，經常帳逆差、財政赤字、外債及短期外債之規模大，均會侵蝕本國貨幣之發行源自於外匯準備的信用基礎。假若新興經濟體持有外匯準備不充裕，本國貨幣發生危機的可能性就更高。當 Fed 緊縮貨幣政策時，跨境風險因素惡化的國家之金融風險就會上升，將引爆新興經濟體金融動盪。

### 二、利用跨境風險因素，建構新興經濟體金融風險指數，以判別高風險國家

本文根據新興經濟體金融風險上升之成因，以 22 個新興經濟體，建構其金融風險指數，觀察渠等金融風險變化情形，從而判別哪些國家屬於高風險國家，俾供決策當局提高警覺及加強監控。

建構新興經濟體金融風險指數之方式主要有二：

#### 1、根據跨境風險因素選取金融風險指數納入的指標

參考 Obstfeld (2011) 的研究結果，建構新興經濟體金融風險指數納入的指標包括：經常帳餘額/GDP、財政收支餘額/GDP、外債/GDP、短期外債/外債總額，及外匯準備覆蓋率（即外匯準備/外債）等 5 項。

#### 2、參考 IMF 方法衡量各國各項指標之風險數值

參考 IMF (2017) 之方法（設定 3 個門檻值，將複雜的指標數據轉換為 4 個簡單數值），衡量各國各項指標的風險數值。接

著，取各國 5 項指標的風險數值之算術平均值，作為該國金融風險指數。當指數處於 1 至 2 之間為低風險，處於 2 至 3 之間為中風險，處於 3 至 4 之間為高風險。

根據本文所編製之 22 個主要新興經濟體的兩種金融風險指數，獲得以下結果：

### 1、阿根廷及土耳其是風險最高之經濟體

若指標的風險數值高低之評估標準採 22 個國家的平均值與標準差，則金融風險向少數國家集中，其中處於高風險的國家有阿根廷及土耳其等 2 國，而大多數國家金融風險差異較小，處於相對安全狀態（即中風險及低風險）。

### 2、阿根廷及中國大陸是風險上升最快經濟體

在指標的風險數值之評估標準採個別國家平均值與標準差之情況下，則金融風險向較多國家散布，屬於高風險的國家有 10 個，這些國家雖發生金融危機的可能性不一定很高，但金融風險累積速度較快，其中阿根廷及中國大陸之金融風險指數最高，至於處於相對安全狀態（即中風險及低風險）的國家個數則略多於高風險國家。

### 3、整體新興經濟體金融風險持續加速攀升

將 22 個新興經濟體彙整成 1 個整體新興經濟體進行觀察，若評估標準採國際平均值與標準差，則 2008 年以來，金融風險呈現平穩發展趨勢；若以個別國家平均值與標準差為評估標準，則金融風險攀升速度持續加快，此現象必須加以密切關注。

## 三、我國須嚴加監控阿根廷、土耳其、中國大陸以及整體新興經濟體之金融風險變化

2020 年初嚴重特殊傳染性肺炎（COVID-19）疫情爆發，重創各國經濟成長動能，使得新興經濟體因外需疲軟，經常帳傾向於逆差擴大或順差縮小。肺炎疫情擴散亦導致新興經濟體資本大量外流，在此衝擊下，渠等只好倚賴外債來支撐外匯準備。對於經常帳呈現逆差、仰賴外債來支持外匯準備的新興經濟體而言，本國貨幣匯率將趨於貶值，償債負擔將更加沉重。整體而言，2020 年新興經濟體金融風險將進一步上升。

值此肺炎疫情嚴重衝擊新興經濟體之際，為減緩渠等風險對台灣的影響，對於本文所研判的風險最高經濟體—阿根廷、土耳其，我國相關單位須提高警覺及加強監控，以阻斷跨境風險傳遞；至於金融風險上升速度最快新興經濟體—中國大陸，鑒於渠與我國經貿緊密連結，尤應長期緊密監測其金融風險變化情形，以防患於未然。

就我國對 22 個新興經濟體的金融暴險部位而言，其中除了對中國大陸以外，對其餘新興經濟體的部位大抵不大。但是，自 2006 年以來，整體新興經濟體金融風險上升速度持續加快，加以國際金融體系環環相扣，任何新興經濟體金融風險攀升，都可能或多或少使我國遭受負面外溢效應的波及，因此，密切監控整體新興經濟體的金融暴險部位之重要性不容小覷。

## 一、前言

新興經濟體貨幣危機發生頻繁，Obstfeld（2011）研究發現，過去 36 年間共發生 84 次，平均每 2 年多發生 1 次。2018 年間在美元指數超乎預期上揚及美國 10 年期公債殖利率飆升下，阿根廷率先爆發金融危機，土耳其緊隨其後，新興經濟體面臨之金融風險顯著升高，最後歷經數個月始趨於穩定。

2019 年在美國聯準會（Fed）等主要央行降息致全球金融情勢更加寬鬆，促使追逐收益的國際資本流向新興經濟體之下，渠等金融市場表面上雖趨於平穩，但金融脆弱性卻因大幅舉債而上升。若美元指數再度揚升，或出現黑天鵝事件（black swan event）重創全球經濟及金融，新興經濟體危機捲土重來的可能性恐不小。2020 年初爆發的嚴重特殊傳染性肺炎（COVID-19）疫情，正是黑天鵝事件，而阿根廷又再度拖欠外債（註 1），土耳其則外匯準備驟減、里拉匯價貶至低於 2018 年危機時的水準（註 2）。這足見新興經濟體金融情勢疑慮為當前全球經濟面臨的巨大風險之一。

鑑於新興經濟體金融風險上升將影響全球金融穩定至鉅，本文研究目的係期望藉由

分析新興經濟體的金融風險上升情況、成因，並根據成因選取數項關鍵指標，來建構一項簡單且方便使用的分析工具—金融風險指數，以評估各個新興經濟體的金融風險高低，藉以發現哪些新興經濟體是未來可能陷入貨幣或金融危機的高風險國家，以提供我國相關單位擬定對策之參考，俾利防範台灣受到渠等風險負面外溢效應之波及。

本文所研究的新興經濟體係指，亞洲、南美、中歐及非洲中，指標數據容易取得之主要新興經濟體，總共涵蓋中國大陸、印度、俄羅斯、阿根廷、土耳其、南非等 22 個國家。此外，隨著全球經濟整合日益發展，新興經濟體金融體系所面臨的風險日漸增加，種類亦日愈龐雜，為避免主題討論過於發散，本文擬從總體經濟基本面的角度來探討新興經濟體之金融風險，並聚焦於外匯存底不足的風險，而該風險會連帶衍生一些負面效應，諸如，本國貨幣匯率貶值、外債負擔加重等。

本文的架構除第一節前言以外，第二節敘述 2018 年新興經濟體金融風險上升的情況，第三節探討新興經濟體金融風險升高的

---

（註 1）阿根廷政府未能償付於 2020 年 4 月 22 日到期的 5 億美元債券，若未能完成債務重組談判，將在 30 日的寬限期後違約，這將是阿根廷歷史上第 9 次的主權債券違約，參見 The Economist (2020)。

（註 2）2020 年 3 月底土耳其央行持有外匯準備（不含黃金）592 億美元，較上月底大減 22.0%，里拉對美元匯價從 2 月初的 1 美元兌 6 里拉左右一路下挫，5 月 1 日貶破 1 美元兌 7 里拉，較 2018 年危機時的水準還低。

原因，第四節根據新興經濟體金融風險上升的原因，建構新興經濟體金融風險指數，第五節利用新興經濟體金融風險指數研判主要

高風險國家，第六節則透過回溯測試來驗證金融風險指數的有效性，最後為結論。

## 二、2018 年新興經濟體金融風險升高

2015~2018 年，Fed 啟動新一輪的升息週期。在美國持續升息之背景下，2018 年間，多個新興經濟體本國貨幣大幅貶值、股市急劇下跌、債市承壓動盪，資本外流壓力大增。

### （一）新興市場多國貨幣大幅貶值

2018 年期間，阿根廷比索、土耳其幣、俄羅斯盧布、巴西幣、南非幣及智利比索對美元的貶值幅度均超過 10%。其中，阿根廷比索貶值 50.6%，幅度最大，貨幣大幅貶值致其通貨膨脹惡化，該國 2018 年通膨率高達 34.3%；其次是土耳其幣，貶值 28.7%，土耳其該年通膨率亦高達 16.3%。然俄羅斯盧布、巴西幣、南非幣、智利比索等新興經濟體貨

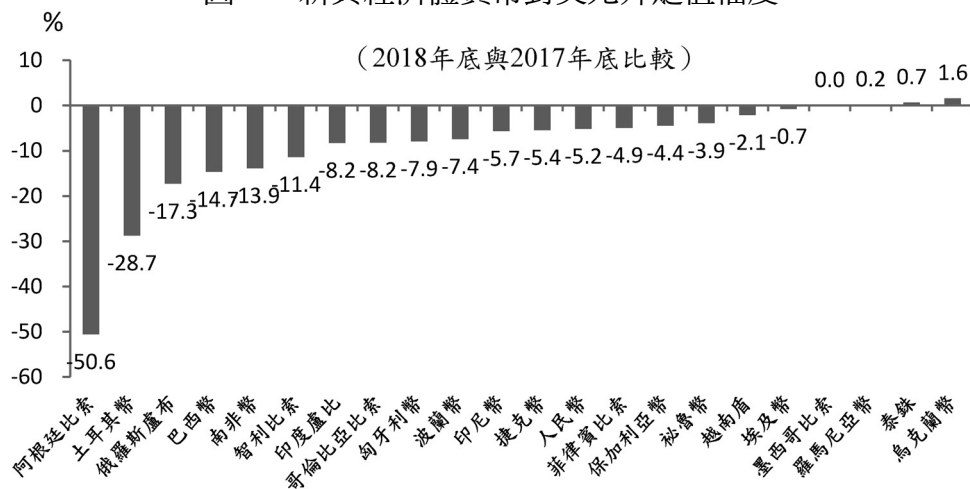
幣雖然貶值幅度較大，但通膨率仍維持在相對合理水準（見圖 1、圖 2）。

### （二）新興市場股市及債市遭遇不同程度衝擊

2018 年間，新興經濟體之貨幣危機進一步打擊金融市場信心，引發資產價格下跌，股票市場出現拋售潮。2018 年底 MSCI 新興市場股票指數創 2017 年 5 月以來新低，較 2018 年 1 月的高點下跌 24.1%（見圖 3）。

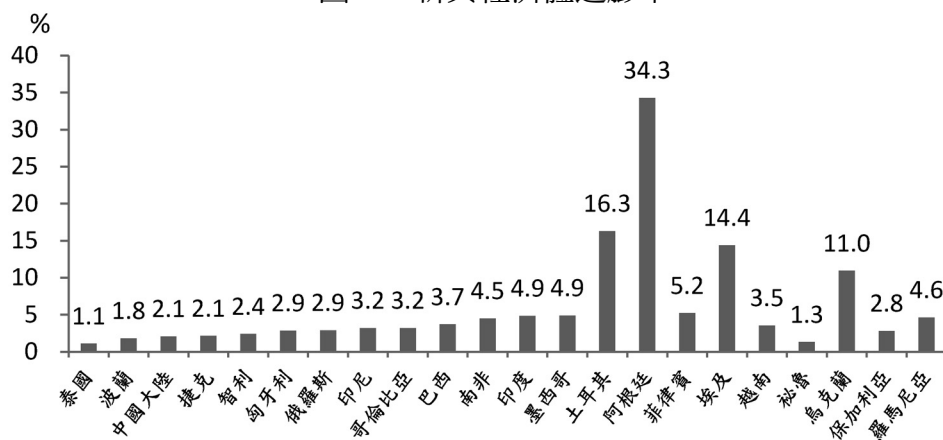
此外，新興經濟體 MSCI 股價指數均呈下跌走勢。其中，阿根廷及土耳其分別下跌 49.8%、43.3%，跌幅最大；另外，中國大陸、南非、保加利亞、智利、哥倫比

圖 1 新興經濟體貨幣對美元升貶值幅度



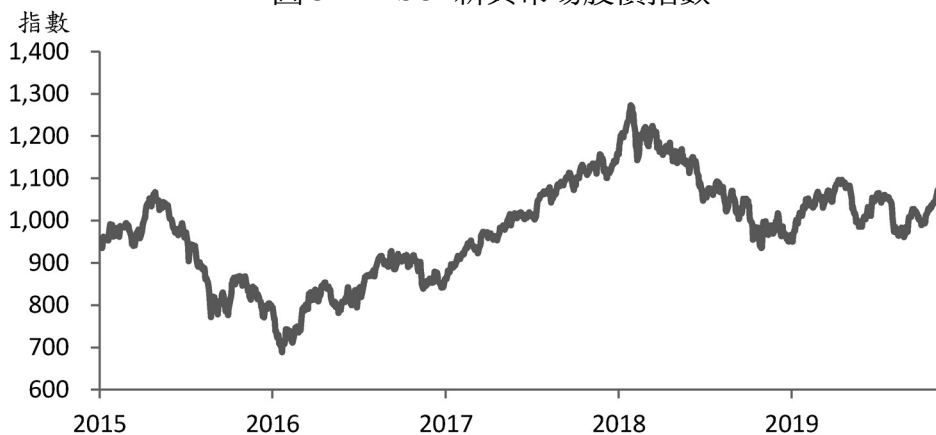
資料來源：Refinitiv Datastream

圖 2 新興經濟體通膨率



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 3 MSCI 新興市場股價指數



資料來源：Refinitiv Datastream

亞、墨西哥、波蘭及埃及之跌幅均超過 15%（見圖 4）。

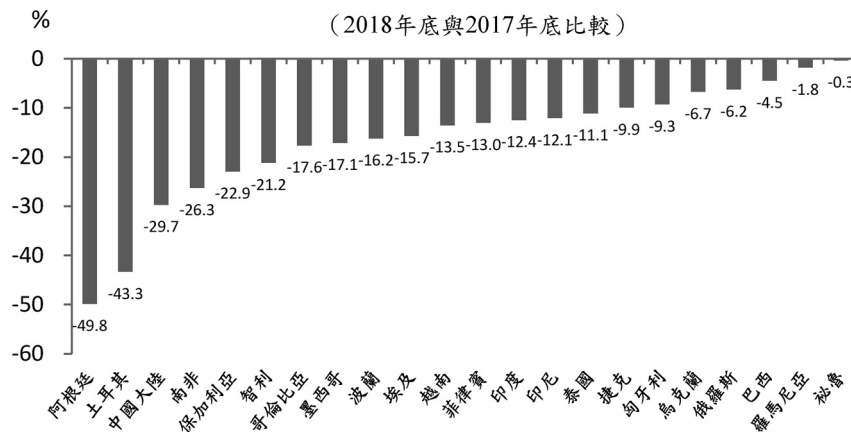
在債券市場，由於 2018 年第 4 季美國 10 年期公債殖利率升破 3.2%，多數新興經濟體 10 年期公債殖利率跟隨上升，其中升幅最大的是土耳其，上升 47.4%，其次是印尼和烏克蘭，升幅分別為 38.5% 和 27.3%，除智利、波蘭、中國大陸、巴西及保加利亞以

外，其他新興經濟體亦出現不同程度之升幅（見圖 5）。

### （三）新興經濟體的跨境資本移動多呈現淨流出

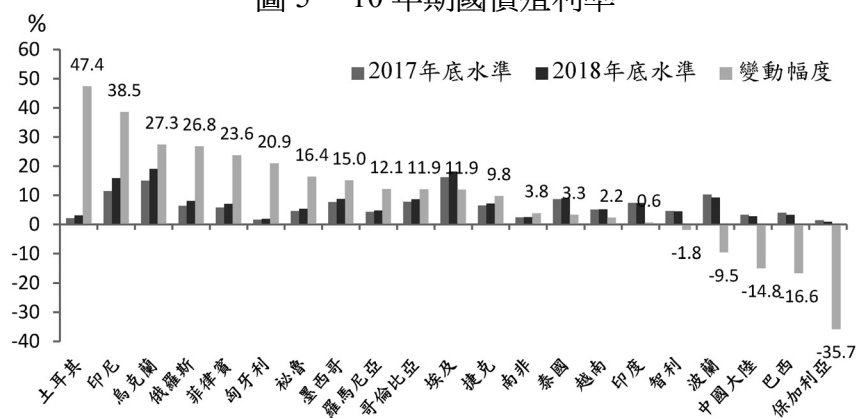
2018 年新興經濟體中，除了泰國及俄羅斯的金融帳呈現淨流入外，由於資本外流壓力顯現，其餘埃及等 20 國的金融帳均呈現淨流出（見圖 6）。

圖 4 新興經濟體 MSCI 股價指數變動幅度



資料來源：Refinitiv Datastream

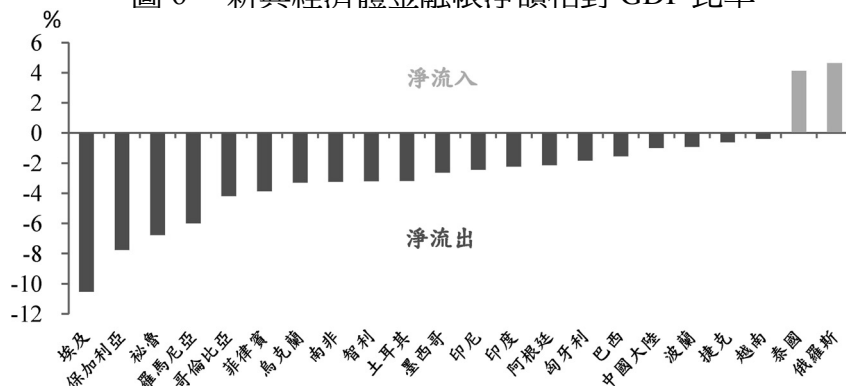
圖 5 10 年期國債殖利率



註：變動幅度 = (2018年底水準 - 2017年底水準) / 2017年底水準

資料來源：Investing.com 網站

圖 6 新興經濟體金融帳淨額相對 GDP 比率



資料來源：Aremos 資料庫

### 三、新興經濟體金融風險上升因素之探討

新興經濟體存在經常帳逆差、財政赤字、外債依賴程度高、短期外債比重高及外匯準備覆蓋率（外匯準備/外債）偏低等因素，是金融風險上升之來源，這 5 項因素與跨境有關，致統稱為跨境風險因素。

#### （一）新興經濟體金融風險來源之理論說明

Fed 緊縮貨幣政策引發新興經濟體金融市場動盪，其金融風險傳遞管道以跨境風險因素為主。為探討其間的關連，本文根據 Obstfeld（2011），從發行貨幣的信用（credibility）基礎著手。先進經濟體貨幣發行植根於國內信用，而新興經濟體則以外匯準備為貨幣發行背書。

以中國大陸、墨西哥、南非及俄羅斯央行等代表新興經濟體央行，歐元區代表先進經濟體央行，觀察彼等央行資產負債表資產的構成可看出，中國大陸、墨西哥、南非及俄羅斯央行的資產主要由外匯準備構成（見圖 7、圖 8、圖 9、圖 10），而歐洲央行資產組成雖然複雜，但基本上均屬於本國貨幣資產（見圖 11）。

易言之，以中國大陸、墨西哥、南非及俄羅斯為代表的新興經濟體，係將資產端的外匯準備作為負債端的貨幣發行之基礎，而歐美等先進經濟體的貨幣發行則基於本國貨幣資產。

由於新興經濟體發行貨幣的信用基礎是外匯準備，因而，其貨幣危機根源或金融風險傳遞管道的主要因素須從外匯準備的角度來探討。究竟哪些因素會影響外匯準備呢？從國際收支的角度而言，無非是經常帳和金融帳這兩個管道。

外匯準備變動 $\cong$ 經常帳餘額（順差/逆差）+ 外人直接投資（Foreign direct investment, FDI）變動 + 外債變動 + 其他

其中，經常帳順差代表由居民賺取的國外淨資產，是外匯準備構成中最穩定的資金。當經常帳呈現逆差時，若要維持外匯準備穩定，則需要資本流入來填補。資本流入中，從所有者和期限角度來看，與經常帳順差相比，外人直接投資（FDI）的所有者雖為外國投資者，惟期限較長，係屬較穩定的外匯準備來源；至於外債，其所有者為外國投資者，加上期限較短，是不穩定的外匯準備來源（見表 1）。

因此，當外貿表現不佳造成經常帳順差減少乃至出現逆差時，將使外匯準備規模縮小，此時若無資本流入，則本國貨幣缺乏有效的支撐，自然累積風險；若有資本持續流入，若流入的是外債，則是不穩定的外匯準備來源，特別是短期外債，會造成本國貨幣的支撐結構惡化，潛伏貨幣危機。

圖 7 中國人民銀行資產負債表的資產組成

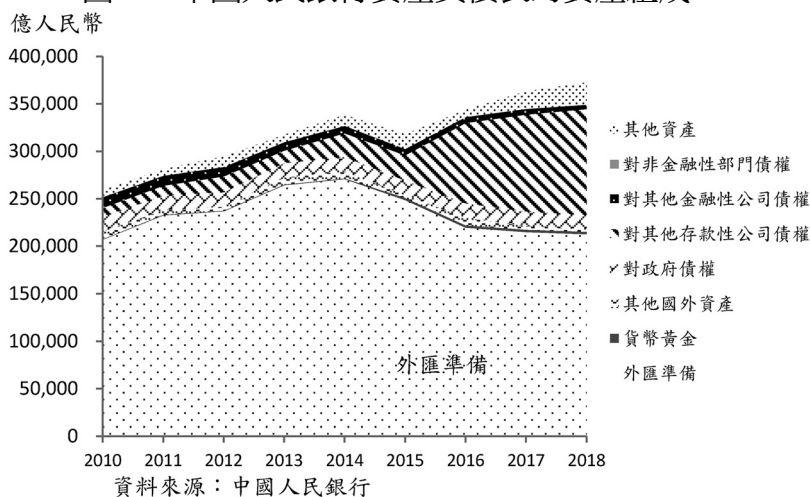


圖 8 墨西哥央行資產負債表的資產組成

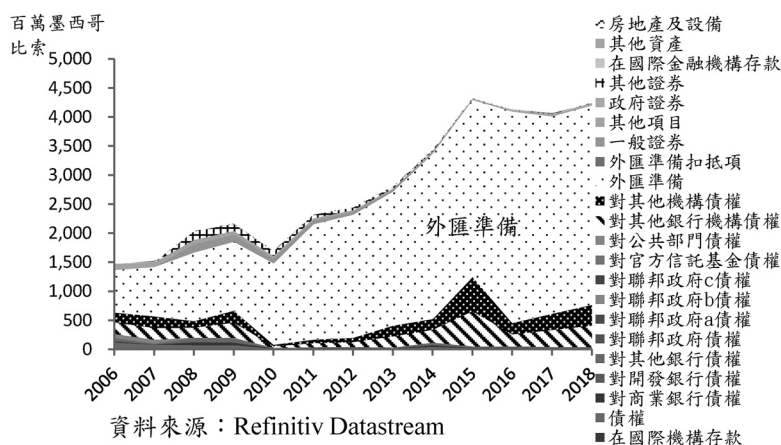


圖 9 南非央行資產負債表的資產組成

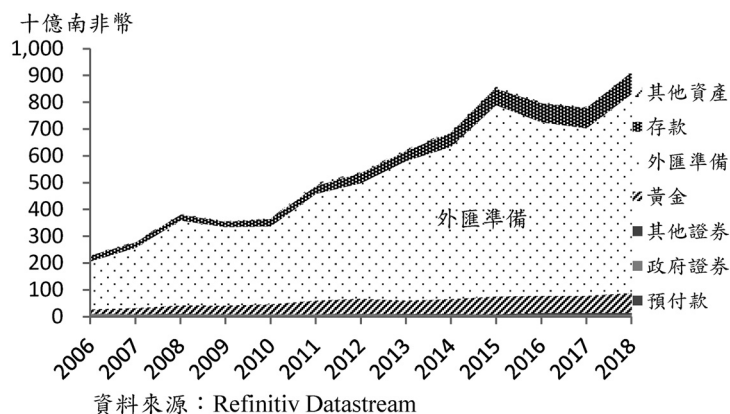




圖 10 俄羅斯央行資產負債表的資產組成

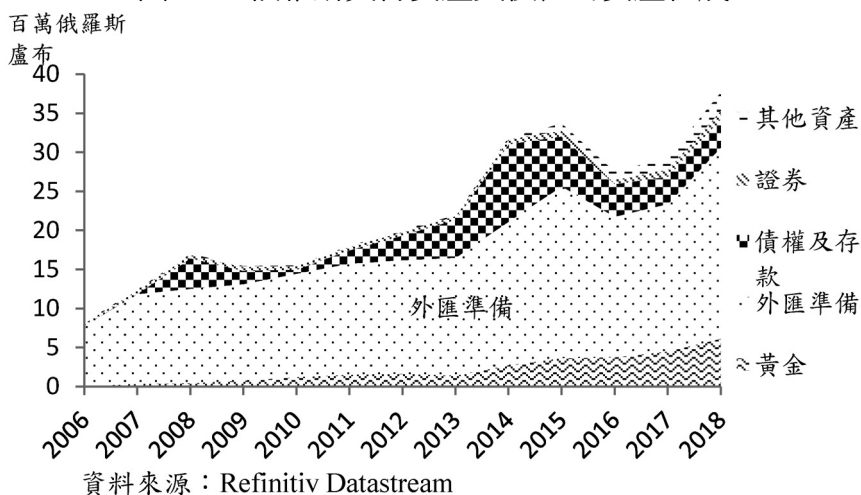


圖 11 歐洲央行資產負債表的資產組成

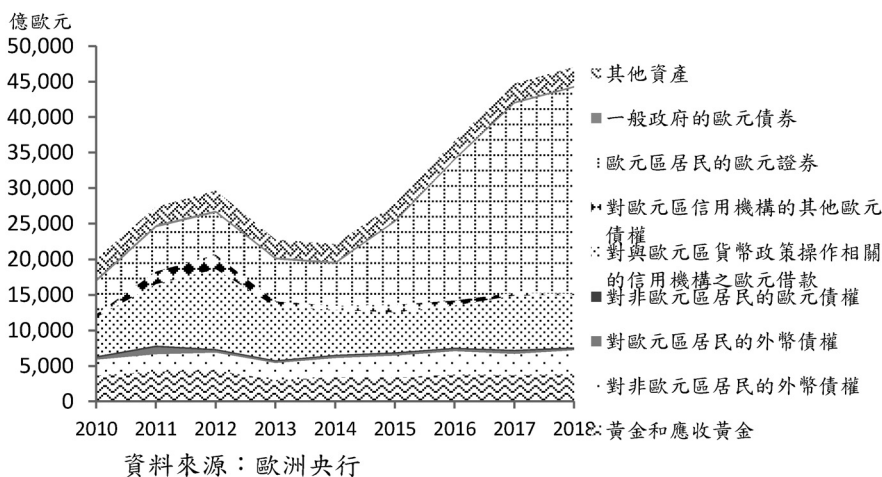


表 1 外匯準備的主要來源之比較

| 主要來源     | 所有者   | 期限 | 穩定性 |
|----------|-------|----|-----|
| 經常帳順差    | 本國居民  | 長  | 最穩定 |
| 外人直接投資流入 | 外國投資者 | 較長 | 較穩定 |
| 外債流入     | 外國投資者 | 較短 | 不穩定 |

資料來源：作者自行整理

另外，當一國面對政府財政收支呈現赤字，民間部門又無超額儲蓄來填補的情況，則需要仰賴從國外獲得融資，此時若透過外債取得融資，將使外匯準備增加不穩定的資金來源，亦將惡化本國貨幣的支撐結構。

此外，中國銀行（2016）指出，隨著全球經濟整合的發展，新興經濟體金融體系所面臨的風險日益增加，國際資本撤出則是最主要風險。由於新興經濟體普遍依賴國際資本進行投資，國際資本撤出會干擾經濟活動的運作，造成的潛在損失主要取決於三方面：（1）經常帳餘額及財政收支餘額規模：經常帳逆差及財政赤字規模越大，一國金融體系對國際投資者的行為就越敏感；（2）外資進入方式：不同的進入方式決定外資撤出的難易程度。從新興經濟體的金融危機史可知，債務形式的外資流入較容易撤出並引發償債風險；而由 FDI 驅動的外資流入停留期間較長，亦較為穩定；（3）外匯準備規模：大規模的外匯準備能降低對一國外債展期風險的預期，消除國際投資者攻擊其貨幣的誘因。

近年來，新興經濟體進一步推動金融市場開放，吸引國際資本湧入，推升本國貨幣匯率，並造成其外債大增。因此，當國際資本撤出風險升高，致本國貨幣匯率大幅貶值，背負外債的金融機構及企業得面臨外債負擔加重的風險。

再者，國際金融協會（Institute of

International Finance, IIF）在衡量新興經濟體與對外融資有關的脆弱性時，亦多採取經常帳餘額相對 GDP 比率、外債相對 GDP 比率、短期外債占外債總額比重及外匯準備覆蓋率等指標。

總結而言，一國經常帳逆差、財政赤字、外債及短期外債之規模愈大，貨幣危機發生的可能性就愈高。若新興經濟體持有大量外匯準備就能大幅降低貨幣危機發生的可能性，惟若持有之外匯準備不充裕，則當 Fed 緊縮貨幣政策時，跨境風險因素惡化國家之金融風險就會上升，將引爆新興經濟體金融動盪。

## （二）新興經濟體金融風險上升之原因分析

長期財政赤字及經常帳逆差會導致新興經濟體的貨幣風險加劇。若財政赤字和經常帳逆差同時存在，亦即存在雙赤字問題，新興經濟體的內在經濟更具脆弱性，還容易衍生新的金融風險。例如，本文研究的 22 個新興經濟體中，有高達約 7 成的國家即如此，包括阿根廷及土耳其等 15 國。事實上，僅長期存在財政赤字或經常帳逆差亦會受外部影響，潛藏發生金融危機的風險（見圖 12）。

雙赤字問題又會與其他金融風險因素相互交織，加劇風險的傳遞，特別是外債風險，外債相對 GDP 比率越高（例如，匈牙利為 100.5%，係新興經濟體中最高），或短期外債比重越大（例如，中國大陸為 62.1%，居新興經濟體中最大），發生債務危機的風

圖 12 新興經濟體之經常帳餘額/GDP 與財政收支餘額/GDP

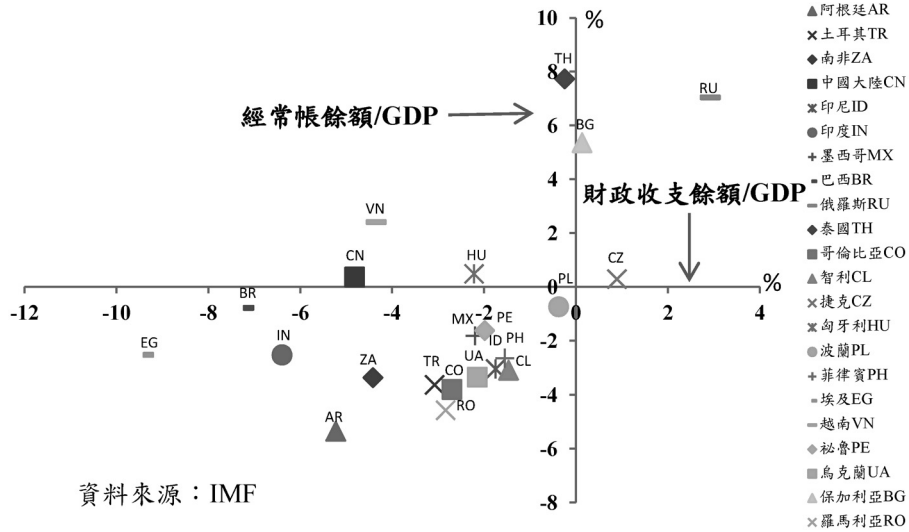
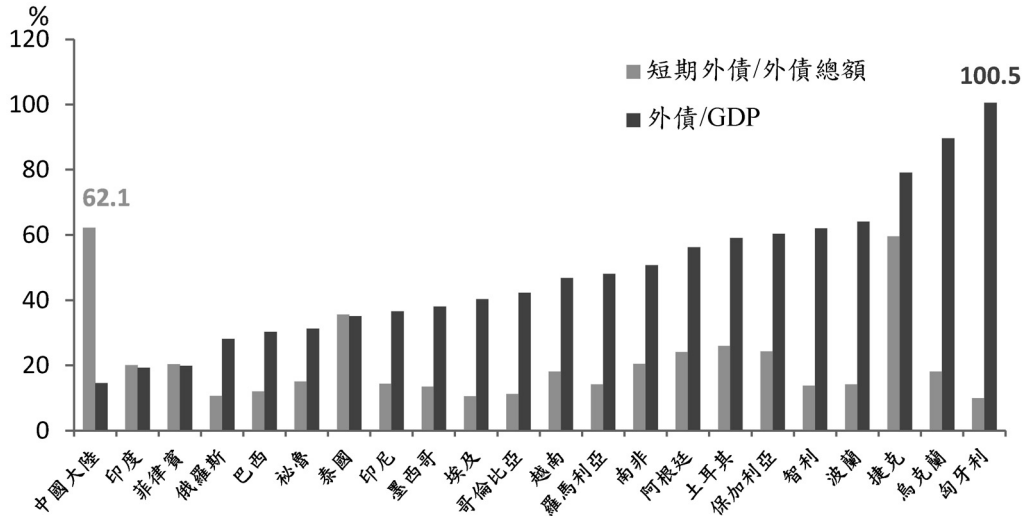


圖 13 新興經濟體之外債/GDP 與短期外債/外債總額



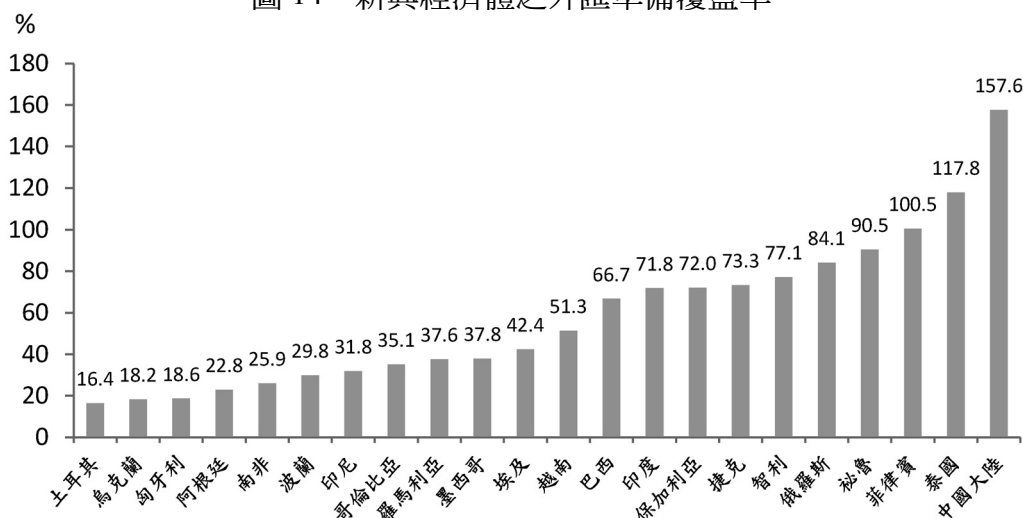
資料來源：World Development Indicators DataBank, World Bank

險越高，尤其是在 Fed 升息週期和全球流動性趨緊的背景下，外債償還壓力增大，債務危機爆發的可能性因而升高（見圖 13）。

外匯準備覆蓋率（外匯準備/外債）主要衡量一國償還外債能力，其數值越低（如土

耳其、烏克蘭、匈牙利及阿根廷均在 25%以下），顯示該國清償國際債務、調節國際收支的能力越弱，債務越容易違約，金融風險因而越大（見圖 14）。

圖 14 新興經濟體之外匯準備覆蓋率



資料來源：World Development Indicators DataBank, World Bank

## 四、建構新興經濟體金融風險指數

### （一）根據金融風險之成因，編製新興經濟體金融風險指數

#### 1、根據跨境風險因素選取編製金融風險指數要納入的指標

從上文可知，導致新興經濟體金融風險升高有 5 項因素，即經常帳逆差、財政赤字、外債及短期外債之規模大，以及外匯準備不充裕。

因此，為檢測各新興經濟體的金融風險大小，本文利用經常帳餘額/GDP、財政收支餘額/GDP、外債/GDP、短期外債/外債總額及外匯準備覆蓋率（外匯準備/外債）等 5 項指標，來建構新興經濟體金融風險指數，藉以評估可能爆發金融危機的新興經濟體（見表 2）。

編製金融風險指數的方式以公式表現如下：

$$FI_t = 1/5 \times ca_t + 1/5 \times dr_t + 1/5 \times td_t + 1/5 \times sd_t + 1/5 \times rr_t$$

其中， $FI_t$  為金融風險指數， $ca_t$  代表經常帳餘額相對 GDP 比率， $dr_t$  代表財政收支餘額相對 GDP 比率， $td_t$  代表外債相對 GDP 比率， $sd_t$  代表短期外債占外債總額比重， $rr_t$  代表外匯準備覆蓋率。

#### 2、參考 IMF 方法衡量各國各項指標之風險數值

為將上述指標呈現之數據簡化，參考 IIF（2019）及 IMF（2017）之方法，設定 3 個門檻值，將數據轉換為 4 個簡單數值，以衡量各國各項指標的風險數值。首先，用來評估風險數值高低的標準有以下兩種：（1）以

表 2 新興經濟體金融風險指數之指標與其權重

| 指標         | 指標占指數的權重 | 數據來源                                                 |
|------------|----------|------------------------------------------------------|
| 經常帳餘額/GDP  | 1/5      | 世界銀行世界發展指標<br>(World Development Indicator, WDI) 資料庫 |
| 財政收支餘額/GDP | 1/5      |                                                      |
| 外債/GDP     | 1/5      |                                                      |
| 短期外債/外債總額  | 1/5      |                                                      |
| 外匯準備/外債    | 1/5      |                                                      |

資料來源：作者自行整理

樣本期間的國際平均水準，即 22 個新興經濟體在 2006 至 2018 年期間的平均值和標準差，篩選出金融風險最高、未來最可能發生金融危機的新興經濟體；（2）考量到各國國情不同，以樣本期間的個別國家平均水準，即各新興經濟體在 2006 至 2018 年期間的平均值和標準差為評估標準，則金融風險指數代表各國風險上升速度，即指數越高，代表該國金融風險累積越快，目的在過濾出雖未來發生金融危機的可能性不一定很高，但金融風險上升速度較快、須予以警覺的新興經濟體。

接者，以各項指標數據的國際或個別國家之「平均值－標準差」、平均值、「平均值+標準差」為分界點，劃分為四個區間，依據指標數據屬於的區間，將其轉換為風險數值 1、2、3、4。

當指標數據與風險正相關時，即指標數據越大則風險越大，包括外債/GDP、短期外債/外債總額等指標。當指標數據與風險

負相關時，即指標數據越大則風險越小，包括經常帳餘額/GDP、財政收支餘額/GDP 及外匯準備覆蓋率（外匯準備/外債）等指標（見表 3）。

最後，取各國 5 項指標的風險數值之算術平均值，作為該國金融風險指數。而新興經濟體金融風險指數將位於 1 至 4 之間，風險數值將劃分「等於 1」、「介於 1 至 2 之間」等 7 類，對應的風險及熱度圖（heat map）顏色則區分為 5 種（見表 4）。

## （二）建構個別新興經濟體的金融風險指數

### 1、以國際平均水準來判斷各國金融風險高低

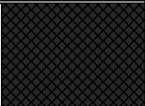
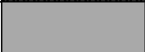
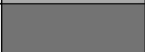
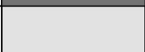
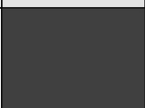
就個別新興經濟體而言，在指標的風險數值之評估標準採國際平均值與標準差之情況下，編製金融風險指數之結果顯示，22 個新興經濟體的金融脆弱性呈現較為均勻的分布。處於極端區域（即高風險及低風險）的國家數量有限，大部分國家處於中風險。例如，阿根廷及土耳其之金融風險指數均等於 3.2，是高風險國家，俄羅斯之金融風險指數

表 3 指標數據與風險數值之轉換表

| 指標數據與風險正相關        |      |    | 指標數據與風險負相關        |      |    |
|-------------------|------|----|-------------------|------|----|
| 指標數據              | 風險數值 | 風險 | 指標數據              | 風險數值 | 風險 |
| <平均值－標準差          | 1    | 低  | <平均值－標準差          | 4    | 高  |
| 介於（平均值－標準差）與平均值之間 | 2    | 中低 | 介於（平均值－標準差）與平均值之間 | 3    | 中高 |
| 介於平均值與（平均值＋標準差）之間 | 3    | 中高 | 介於平均值與（平均值＋標準差）之間 | 2    | 中低 |
| >（平均值＋標準差）        | 4    | 高  | >（平均值＋標準差）        | 1    | 低  |

資料來源：IIF（2019）、IMF（2017）及作者自行整理

表 4 新興經濟體金融風險指數之風險數值及熱度圖顏色

| 新興經濟體金融風險指數 |      |       |                                                                                      |
|-------------|------|-------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 風險數值        | 風險程度 | 熱度圖顏色 |                                                                                      |
| 等於 1        | 低    | 藍色    |  |
| 介於 1 至 2 之間 |      |       |                                                                                      |
| 等於 2        | 中低   | 青色    |  |
| 介於 2 至 3 之間 | 中    | 綠色    |  |
| 等於 3        | 中高   | 黃色    |  |
| 介於 3 至 4 之間 | 高    | 紅色    |  |
| 等於 4        |      |       |                                                                                      |

資料來源：作者自行整理

介於 1 至 2 之間，屬於低風險國家，而中國大陸等 19 個新興經濟體之金融風險指數介於 2 至 3 之間，則屬於中風險國家（見圖 15）。這顯示，金融風險向少數國家集中，而大多數國家金融風險差異較小，處於相對安全

（即中風險及低風險）狀態。

再將 22 個新興經濟體根據地理位置所屬的洲別劃分為 4 個地區，則不同地區所展現的金融風險各不相同。南美的金融風險指數最高，非洲、中歐次之，亞洲最低（見表 5）。

圖 15 22 個新興經濟體之金融風險指數

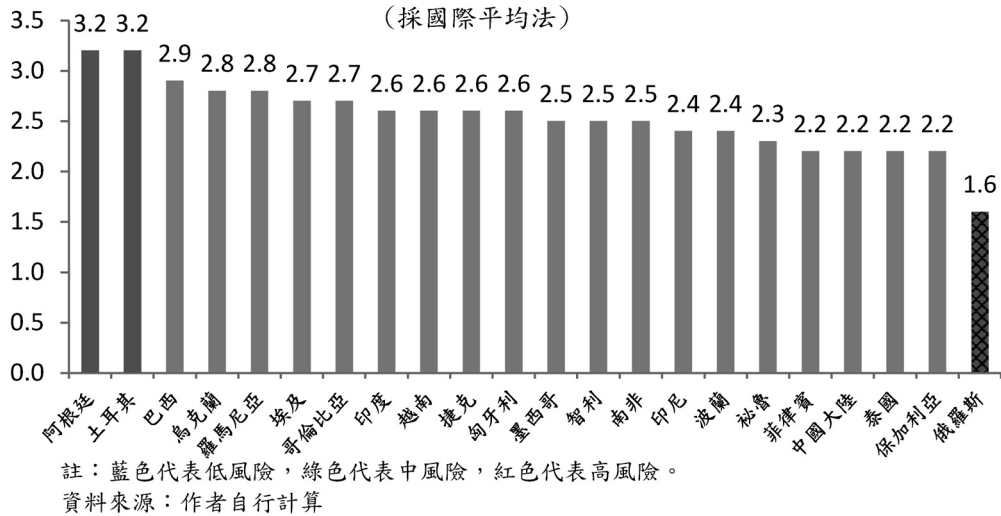


表 5 各洲之金融風險指數

| 洲別       | 南美  | 非洲  | 中歐  | 亞洲  |
|----------|-----|-----|-----|-----|
| 金融風險指數平均 | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 2.4 |

資料來源：作者自行計算

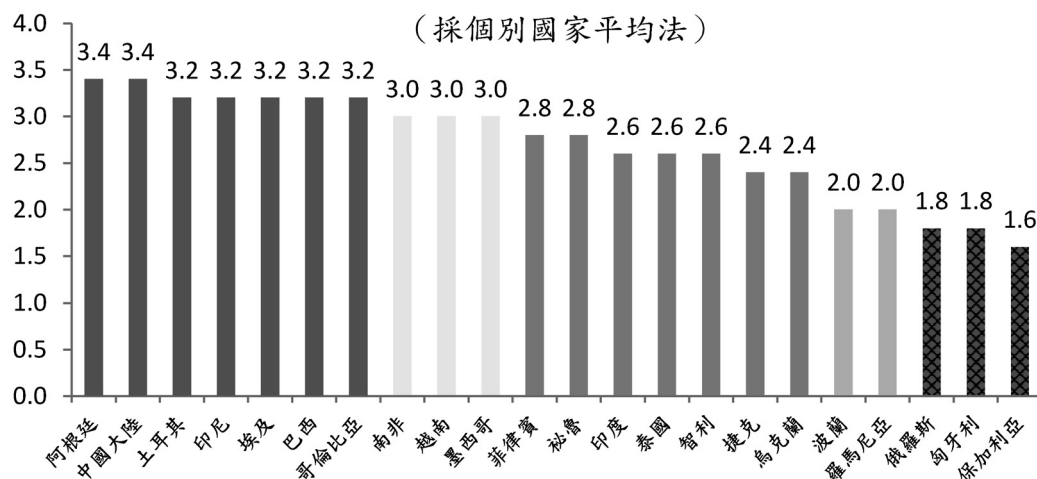
南美地區的金融風險偏高，因為該地區除了高風險的阿根廷以外，另外兩個國家—巴西和哥倫比亞，在中風險國家中排名較前，金融體系亦非常脆弱，致該地區不僅具備危機爆發的條件，亦具有風險區域性蔓延之隱憂，亦即一旦金融危機在阿根廷爆發，可能會傳遞至鄰近的巴西和哥倫比亞，進而衍生成區域性金融危機。

## 2、以各國歷史水準來判別其金融風險高低

就個別新興經濟體而言，若指標的風險數值之評估標準採個別國家自己之平均值與

標準差，編製金融風險指數之結果則顯示，22 個新興經濟體的金融脆弱性呈現較多層次的分布。位於高風險的國家有 7 個，包括阿根廷及中國大陸等國，其中阿根廷及中國大陸之金融風險指數均等於 3.4，為風險上升速度最快國家；位於中高風險的國家有 3 個；位於中風險的國家有 7 個，包括菲律賓及秘魯等國；位於中低風險的國家有 2 個；位於低風險的國家有 3 個，包括俄羅斯等國（見圖 16）。這顯示，與評估標準採國際的平均值與標準差相較，金融風險向較多國家散

圖 16 22 個新興經濟體之金融風險指數



註：藍色代表低風險，青色代表中低風險，綠色代表中風險，黃色代表中高風險，紅色代表高風險。  
資料來源：作者自行計算

表 6 各洲之金融風險指數

| 洲別       | 南美  | 非洲  | 中歐  | 亞洲  |
|----------|-----|-----|-----|-----|
| 金融風險指數平均 | 3.0 | 2.9 | 2.2 | 2.9 |

資料來源：作者自行計算

布，這些國家雖發生金融危機的可能性不一定很高，但金融風險上升速度較快，至於位於相對安全狀態（即中風險、中低風險及低風險）的國家數目則略多於相對危險（即高風險及風險）的國家個數。

將上述 22 個新興經濟體根據位於的洲別歸類成 4 個地區，不同地區所展現的金融風險水準亦不相同。南美的金融風險仍最高，非洲、亞洲次之，中歐最低（見表 6）。由於不論以國際或個別國家的平均值與標準差來進行評估，南美地區的金融風險指數均最

高，反映該地區不僅發生金融危機的可能性最高，而且金融風險上升的速度亦最快，致該地區最需要予以密切關注。

### （三）建立整體新興經濟體的金融風險指數

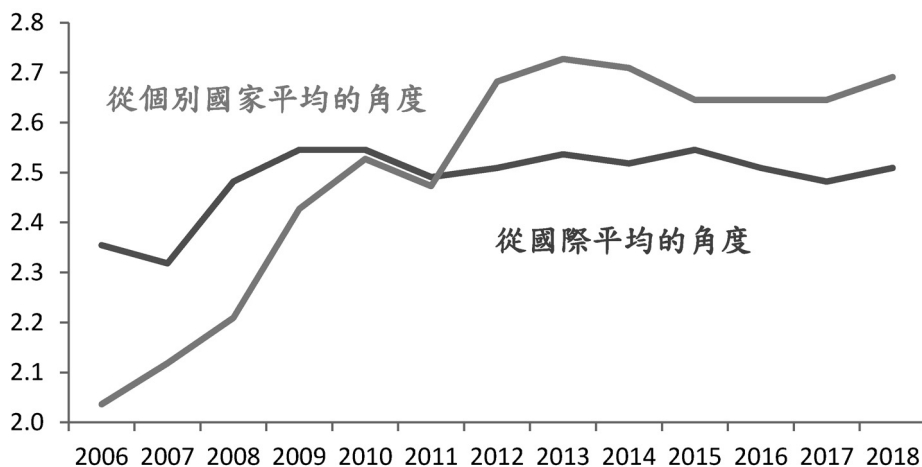
將上述 22 個新興經濟體所算出之各年金融風險指數簡單平均，即可得整體新興經濟體各年之金融風險指數。以國際平均值與標準差作為評估標準，自 2008 年以來，該指數均維持在 2.5，屬於中風險，金融風險維持平穩發展趨勢。但是，若以個別國家平均值與標準差作為評估標準，金融風險指數從 2006



年的2.0持續上升至2018年的2.7，均屬於中風險，惟金融風險攀升速度持續加快，此一警訊須予以密切關注（見圖17）。

因此，從國際平均的角度推測，目前整體新興經濟體爆發金融危機的可能性不至於很高；不過，從個別國家平均的角度來看，

圖17 整體新興經濟體的金融風險指數



資料來源：作者自行計算

表7 整體新興經濟體之5項指標的熱度圖  
（採個別國家平均法）

| 年    | 短期外債占外債總額比重 | 外債/GDP | 外匯準備覆蓋率 | 財政收支餘額/GDP | 經常帳餘額/GDP |
|------|-------------|--------|---------|------------|-----------|
| 2006 | 2.1         | 2.0    | 2.5     | 1.6        | 2.0       |
| 2007 | 2.8         | 2.0    | 1.9     | 1.7        | 2.2       |
| 2008 | 2.5         | 1.7    | 2.0     | 1.8        | 3.0       |
| 2009 | 2.1         | 2.5    | 2.2     | 3.3        | 2.1       |
| 2010 | 2.8         | 2.3    | 2.1     | 3.1        | 2.4       |
| 2011 | 2.9         | 2.2    | 2.5     | 2.4        | 2.5       |
| 2012 | 3.0         | 2.5    | 2.5     | 2.6        | 2.8       |
| 2013 | 2.7         | 2.7    | 2.8     | 2.6        | 2.9       |
| 2014 | 2.4         | 2.8    | 3.0     | 2.8        | 2.5       |
| 2015 | 2.0         | 3.0    | 3.0     | 2.7        | 2.6       |
| 2016 | 2.1         | 3.1    | 2.9     | 2.7        | 2.4       |
| 2017 | 2.3         | 3.0    | 2.9     | 2.6        | 2.4       |
| 2018 | 2.5         | 3.0    | 2.9     | 2.6        | 2.6       |

註：藍色代表低風險，青色代表中低風險，綠色代表中風險，黃色代表中高風險，紅色代表高風險。  
資料來源：作者自行計算

整體新興經濟體之金融風險已呈現上升速度加快的跡象，若放任此一金融風險持續加速，而不設法予以抑制的話，特別是渠等之

外債（見表7），難保未來不會發生整體新興經濟體金融風險失控的事件。

## 五、金融風險最高或上升最快者為阿根廷、土耳其、中國大陸

### （一）阿根廷、土耳其風險最高，阿根廷、中國大陸風險上升最快

若聚焦於國家間比較，根據以國際平均值與標準差為評估標準所建構的金融風險指數，選出的2018年風險最高國家為阿根廷、

土耳其。彼等的5項指標之風險數值均呈中高風險（見表8），因此，金融風險指數高於其他國家，為金融風險最高的新興經濟體。

若探究的是自身金融風險上升速度，根據以個別國家平均值與標準差為評估標準所

表8 22個新興經濟體之5項指標的熱度圖

（2018年）

| 國別   | 以國際平均值與標準差評估 |          |        |             |         | 以個別國家平均值與標準差評估 |          |        |             |         |
|------|--------------|----------|--------|-------------|---------|----------------|----------|--------|-------------|---------|
|      | 經常帳餘額/GDP    | 財政餘額/GDP | 外債/GDP | 短期外債占外債總額比重 | 外匯準備覆蓋率 | 經常帳餘額/GDP      | 財政餘額/GDP | 外債/GDP | 短期外債占外債總額比重 | 外匯準備覆蓋率 |
| 阿根廷  | 3            | 3        | 3      | 3           | 3       | 4              | 3        | 4      | 3           | 3       |
| 土耳其  | 3            | 3        | 3      | 3           | 3       | 2              | 3        | 4      | 3           | 4       |
| 菲律賓  | 3            | 2        | 2      | 2           | 2       | 4              | 3        | 2      | 3           | 2       |
| 南非   | 3            | 3        | 3      | 2           | 3       | 2              | 3        | 4      | 2           | 4       |
| 中國大陸 | 2            | 3        | 1      | 4           | 1       | 4              | 4        | 3      | 2           | 4       |
| 印尼   | 3            | 2        | 2      | 2           | 3       | 4              | 3        | 3      | 3           | 3       |
| 印度   | 3            | 4        | 2      | 2           | 2       | 3              | 2        | 2      | 3           | 3       |
| 埃及   | 3            | 4        | 2      | 2           | 3       | 3              | 3        | 4      | 3           | 3       |
| 越南   | 2            | 3        | 3      | 2           | 3       | 2              | 3        | 4      | 3           | 3       |
| 墨西哥  | 3            | 2        | 2      | 2           | 3       | 3              | 2        | 4      | 2           | 4       |
| 巴西   | 3            | 4        | 2      | 2           | 3       | 3              | 3        | 4      | 3           | 3       |
| 俄羅斯  | 1            | 1        | 2      | 2           | 2       | 1              | 2        | 2      | 2           | 2       |
| 泰國   | 1            | 2        | 2      | 4           | 2       | 2              | 3        | 3      | 2           | 3       |
| 秘魯   | 3            | 2        | 2      | 2           | 2       | 2              | 4        | 2      | 3           | 3       |
| 哥倫比亞 | 3            | 3        | 2      | 2           | 3       | 3              | 3        | 4      | 2           | 4       |
| 智利   | 3            | 2        | 3      | 2           | 2       | 3              | 3        | 4      | 2           | 1       |
| 捷克   | 2            | 1        | 4      | 4           | 2       | 2              | 1        | 4      | 4           | 1       |
| 匈牙利  | 2            | 2        | 4      | 2           | 3       | 2              | 2        | 1      | 1           | 3       |
| 波蘭   | 2            | 2        | 3      | 2           | 3       | 2              | 1        | 2      | 2           | 3       |
| 烏克蘭  | 3            | 2        | 4      | 2           | 3       | 2              | 2        | 3      | 2           | 3       |
| 保加利亞 | 1            | 2        | 3      | 3           | 2       | 2              | 2        | 1      | 2           | 1       |
| 羅馬尼亞 | 3            | 3        | 3      | 2           | 3       | 2              | 2        | 1      | 2           | 3       |

註：藍色代表低風險，青色代表中低風險，黃色代表中高風險，紅色代表高風險。

資料來源：作者自行計算

編製的金融風險指數，選出的 2018 年風險上升最快國家，為阿根廷、中國大陸。阿根廷的 5 項指標之風險數值均呈中高風險或高風險，中國大陸除短期外債占外債總額比重以外之 4 項指標的風險數值均呈中高風險或高風險（見表 8），因此，兩國金融風險指數高於其他國家，為金融風險上升最快的新興經濟體（見表 9）。

## （二）阿根廷、土耳其及中國大陸之各項風險因素指標分析

阿根廷不論評估標準係採國際平均值或個別國家平均值，2018 年所面臨的金融風險均為最嚴峻，主要係因：

### 1、出口結構單一化，經常帳失衡加劇

穀物（如玉米、小麥等）以及油料種子與果實（大豆、葵花籽等）占阿根廷出口大

表 9 22 個新興經濟體之金融風險指數  
（以個別國家平均值評估）

| 年    | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 阿根廷  | 2.4  | 1.6  | 2.0  | 1.8  | 1.6  | 2.0  | 2.0  | 2.8  | 2.8  | 3.4  | 3.0  | 3.4  | 3.4  |
| 土耳其  | 2.0  | 2.0  | 2.4  | 2.4  | 2.6  | 2.4  | 2.2  | 2.4  | 2.6  | 2.6  | 2.6  | 3.2  | 3.2  |
| 菲律賓  | 2.4  | 2.6  | 2.8  | 2.6  | 2.6  | 2.2  | 2.2  | 2.2  | 2.0  | 2.0  | 2.6  | 2.6  | 2.8  |
| 南非   | 2.2  | 2.2  | 2.2  | 2.2  | 2.0  | 2.0  | 2.8  | 3.0  | 2.8  | 2.8  | 2.8  | 3.0  | 3.0  |
| 中國大陸 | 1.6  | 1.8  | 1.2  | 1.6  | 2.4  | 3.0  | 2.8  | 3.2  | 3.0  | 2.6  | 3.0  | 3.2  | 3.4  |
| 印尼   | 2.2  | 2.0  | 2.0  | 2.4  | 1.8  | 2.0  | 2.4  | 3.2  | 3.2  | 3.0  | 3.0  | 3.0  | 3.2  |
| 印度   | 1.6  | 1.2  | 2.4  | 2.4  | 2.4  | 3.2  | 3.4  | 3.2  | 2.6  | 2.4  | 2.2  | 2.2  | 2.6  |
| 埃及   | 1.8  | 1.6  | 1.6  | 1.6  | 1.8  | 2.6  | 3.0  | 2.6  | 2.4  | 2.8  | 3.4  | 3.2  | 3.2  |
| 越南   | 1.4  | 2.2  | 1.8  | 2.4  | 2.8  | 2.8  | 3.0  | 2.8  | 2.6  | 2.8  | 2.4  | 3.2  | 3.0  |
| 墨西哥  | 1.6  | 2.0  | 1.6  | 2.0  | 2.2  | 2.2  | 3.0  | 3.4  | 3.4  | 3.2  | 3.0  | 2.6  | 3.0  |
| 巴西   | 2.2  | 2.2  | 2.0  | 2.0  | 2.6  | 2.0  | 1.8  | 2.0  | 3.0  | 3.2  | 3.0  | 2.8  | 3.2  |
| 俄羅斯  | 1.8  | 2.2  | 2.0  | 2.8  | 2.4  | 2.2  | 2.6  | 2.8  | 3.0  | 2.4  | 3.2  | 3.0  | 1.8  |
| 泰國   | 2.2  | 1.6  | 1.6  | 2.4  | 2.8  | 2.4  | 3.4  | 3.4  | 3.2  | 2.6  | 2.4  | 2.6  | 2.6  |
| 秘魯   | 2.2  | 2.4  | 2.6  | 2.4  | 2.6  | 1.8  | 2.6  | 2.2  | 2.6  | 3.2  | 3.2  | 2.6  | 2.8  |
| 哥倫比亞 | 2.2  | 2.2  | 1.6  | 1.8  | 2.6  | 2.8  | 2.2  | 2.2  | 2.8  | 3.4  | 3.0  | 3.0  | 3.2  |
| 智利   | 1.8  | 1.8  | 2.6  | 3.0  | 2.4  | 2.6  | 2.8  | 3.0  | 2.8  | 2.8  | 2.6  | 2.4  | 2.6  |
| 捷克   | 2.2  | 2.0  | 2.6  | 2.8  | 3.2  | 2.8  | 3.2  | 2.4  | 2.6  | 2.6  | 2.0  | 2.2  | 2.4  |
| 匈牙利  | 2.6  | 2.8  | 2.4  | 3.0  | 3.0  | 3.2  | 2.4  | 2.4  | 2.4  | 2.2  | 2.2  | 1.8  | 1.8  |
| 波蘭   | 1.8  | 2.4  | 3.0  | 3.0  | 3.2  | 2.8  | 2.8  | 2.6  | 2.6  | 2.0  | 2.6  | 2.0  | 2.0  |
| 烏克蘭  | 1.8  | 2.0  | 2.2  | 2.6  | 2.8  | 2.4  | 3.2  | 3.0  | 2.8  | 2.0  | 2.4  | 2.4  | 2.4  |
| 保加利亞 | 2.6  | 3.2  | 3.0  | 3.4  | 3.0  | 2.4  | 2.6  | 2.6  | 2.6  | 2.2  | 1.6  | 1.6  | 1.6  |
| 羅馬尼亞 | 2.2  | 2.6  | 3.0  | 2.8  | 2.8  | 2.6  | 2.6  | 2.4  | 2.0  | 2.0  | 2.0  | 2.2  | 2.0  |

註：藍色代表低風險，青色代表中低風險，綠色代表中風險，黃色代表中高風險，紅色代表高風險。  
資料來源：作者自行計算

圖 18 阿根廷之經常帳餘額/GDP

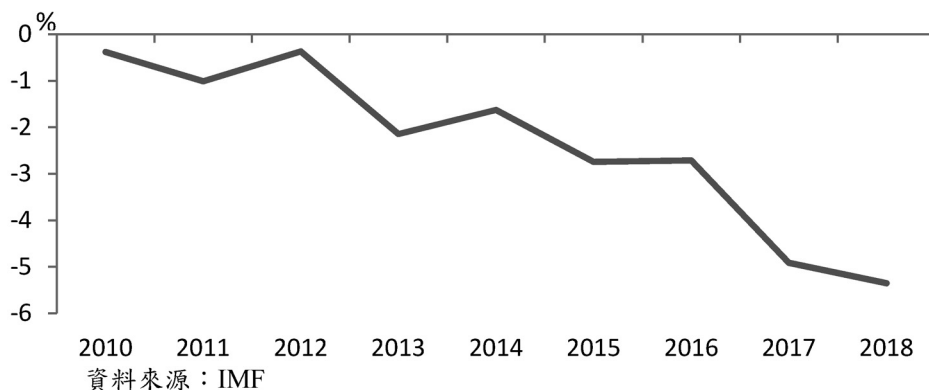
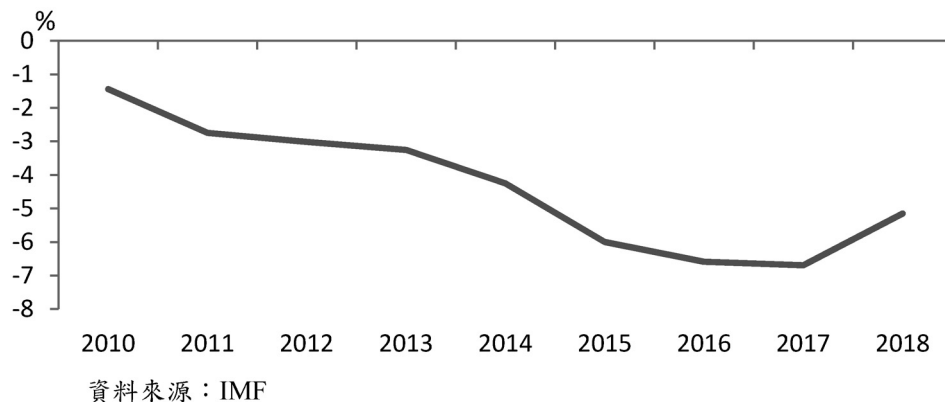


圖 19 阿根廷之財政收支餘額/GDP



宗，而近年來穀物與油脂價格進入下降週期，對其出口和商品貿易餘額衝擊頗大，致其經常帳自 2010 年起由順差轉為持續擴大的逆差。阿根廷經常帳長期呈現逆差，導致外匯準備累積緩慢，僅能倚靠不穩定的外債來彌補（見圖 18）。

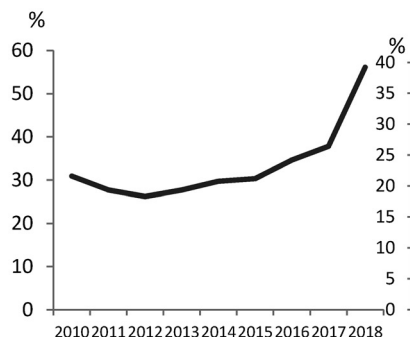
## 2、財政赤字規模加速擴大

2010 年以來，阿根廷財政赤字逐步擴大，主因民粹主義拖累政府財政，政府為討好選民，擴大日常生活各種項目之補貼，實

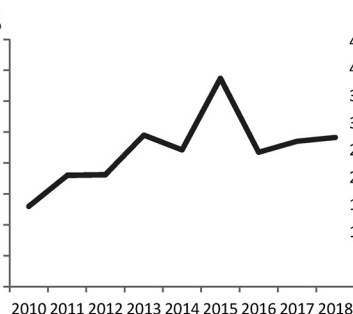
行高福利政策；再者，工業水準落後，產品附加價值偏低，導致稅收不能彌補高額の財政支出（見圖 19）。

## 3、外債規模逐年擴大、短期外債占比升高及償債能力趨弱

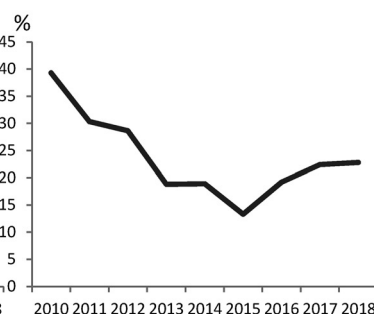
自 2016 年起，阿根廷政府大舉發行主權債券融資，外債/GDP 大幅上升（見圖 20）。從外債結構來看，短期外債占比偏高（見圖 21），反映潛在短期流動性風險大。另外，外匯準備覆蓋率從 2010 年之 39.3% 降至 2018

圖 20 阿根廷之外債/  
GDP

資料來源：World Bank

圖 21 阿根廷之短期外  
債/外債總額

資料來源：World Bank

圖 22 阿根廷之外匯準備  
覆蓋率

資料來源：World Bank

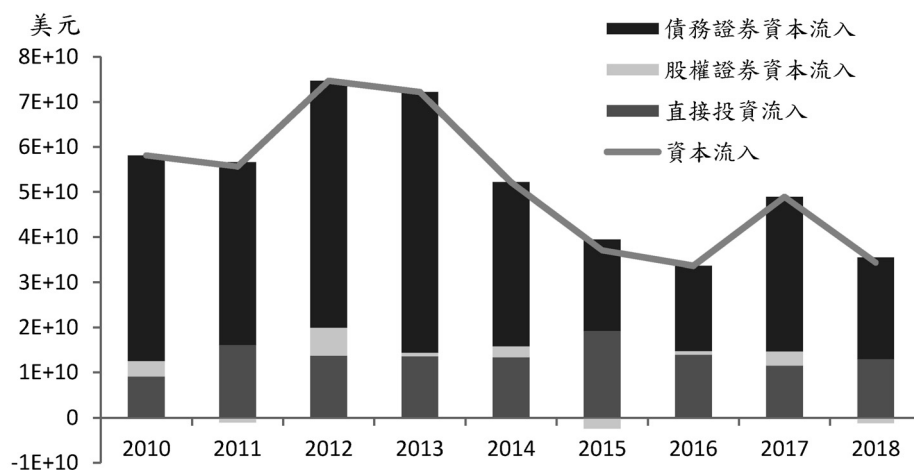
年之 22.8%（見圖 22），顯示近年至少 7 成的外債係暴露在不能按時清償的風險下，償債風險不斷上升。

土耳其與阿根廷情況接近，致以國際平均值進行評估時金融風險亦居新興經濟體最高之一，其經常帳持續逆差，為取得外匯融通，較高程度地開放金融帳，但由於資本流入大多透過債務類工具借入（見圖 23），導致累積龐大的外債，償付本息帶來的流動性

風險隨之上升。另外，外匯準備成長明顯慢於外債成長，外債償還能力趨弱。

至於中國大陸在採個別國家平均值之評估下，2018 年金融風險增速為新興經濟體中 fastest，主要原因如下：在全球經濟再平衡及貿易摩擦加劇下，其經常帳順差逐年減少（見圖 24）；另為維持經濟成長，政府採取擴張公共、基礎建設等支出方式來激勵經濟成長，財政赤字逐漸擴大（見圖 25）；此

圖 23 土耳其資本流入結構



資料來源：Aremos 資料庫

圖 24 中國大陸之經常帳餘額/GDP

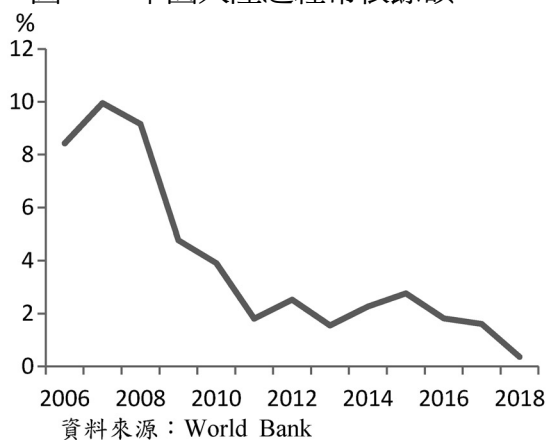


圖 25 中國大陸之財政收支餘額/GDP

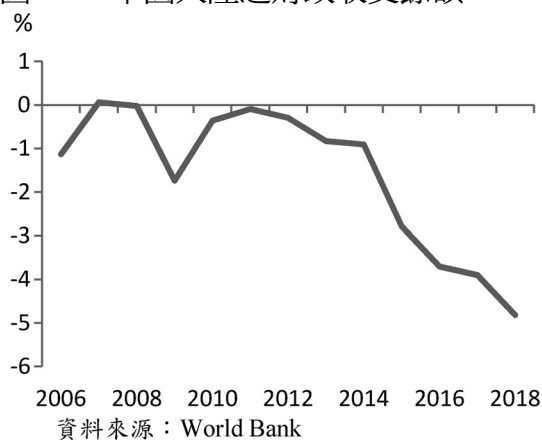


圖 26 中國大陸之外債/GDP

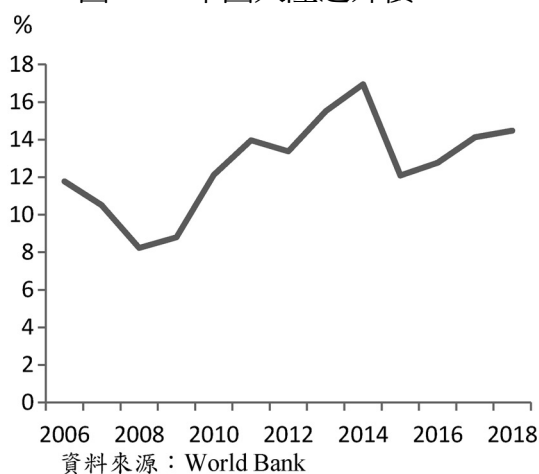
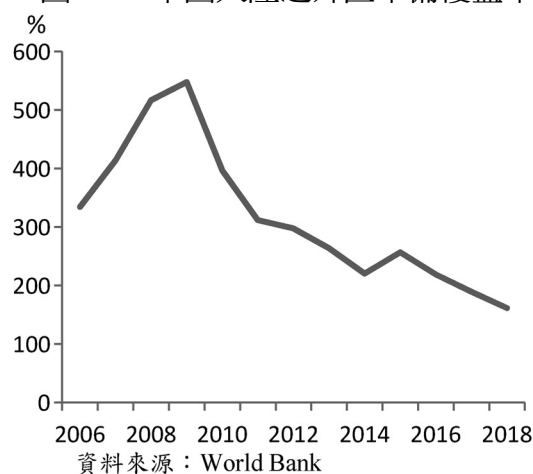


圖 27 中國大陸之外匯準備覆蓋率



外，隨著經濟發展及持續對外開放，該國外債規模不斷成長（見圖 26）；再者，因經常帳順差減少及資本外流使得外匯準備下滑，

加以外債日益增加，外匯準備覆蓋率下降（見圖 27）。

## 六、透過回溯測試俄羅斯危機，檢視金融風險指數的有效性

本文編製金融風險指數之結果顯示，阿根廷及土耳其為金融風險最高的新興經濟體，呼應 2018 年中期在美國升息週期中，新興經濟體面臨流動性趨緊而金融風險攀升之

情況，阿根廷及土耳其更先後爆發金融危機，足見該金融風險指數評估新興經濟體金融風險的有效性。

為進一步檢視金融風險指數之有效性，

本節利用 2014 年俄羅斯金融危機來進行回溯測試（back testing）。俄羅斯金融危機源自於國際原油價格由 2014 年 6 月的每桶 100 美元大跌至 2014 年 12 月的每桶 60 美元，原油係俄羅斯重要出口產品，油價重挫不僅使得其經常帳順差逐季縮小及外匯準備大減（2014 年底較 2013 年底大減約 1,300 億美元），並導致俄羅斯盧布重貶（2014 年底較 2013 年底對美元劇貶 41.8%）（見圖 28），且引發股市大跌。

#### （一）以國際平均值為標準，回溯測試之金融風險指數有效性低

若指標的風險數值之評估標準採國際平均值與標準差，就俄羅斯而言，2014 年經常帳餘額/GDP 及外匯準備覆蓋率等 5 項指標的風險數值均為 2.0（中低風險），金融風險指數等於 2.0，屬於中低風險國家。上述結果並不能反映 2014 年俄羅斯面臨金融風險上升的情況。

#### （二）以個別國家平均值為標準，回溯測試之金融風險指數有效性高

若指標的風險數值之評估標準採個別國家自己之平均值與標準差，2014 年俄羅斯之經常帳餘額/GDP 及外匯準備覆蓋率等兩項指標的風險數值均為 4.0（為高風險），致金融風險指數等於 3.0（見表 10），屬於中高風險國家，顯示其為金融風險上升速度相對較快的新興經濟體。上述結果與俄羅斯金融危機所面臨的金融風險上升情況相呼應，反映金融風險指數在一定程度上能有效評估一國金融風險的高低程度。

儘管以國際平均為評估標準，回溯測試俄羅斯危機顯示，金融風險指數有效性偏低，但是，2 種判斷指標的風險數值之標準中，至少有 1 種可以有效反映 2014 年俄羅斯所面臨之金融風險狀況。這顯示，金融風險指數在評估新興經濟體金融風險方面，雖非完美無缺點，但仍具一定程度的有效性。

圖 28 俄羅斯盧布對美元匯率

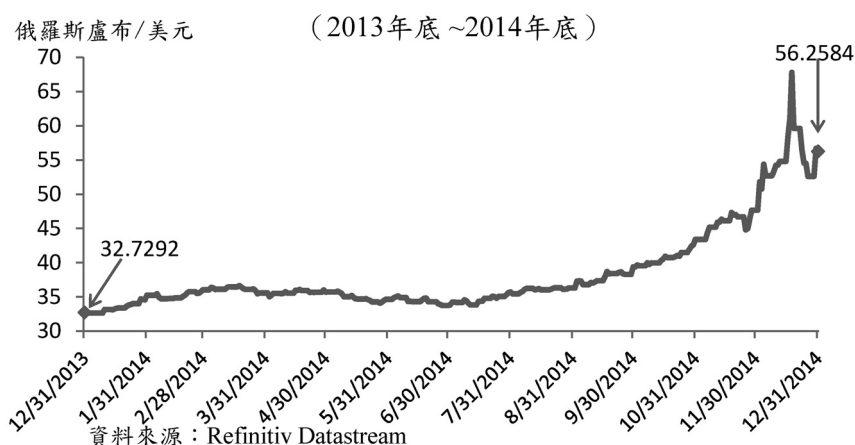


表 10 俄羅斯 5 項跨境風險因素指標之風險數值及金融風險指數

(以個別國家平均值評估)

| 年       | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 短期外債占比  | 2.0  | 4.0  | 4.0  | 2.0  | 3.0  | 2.0  | 3.0  | 2.0  | 2.0  | 1.0  | 1.0  | 2.0  | 2.0  |
| 外債/GDP  | 3.0  | 3.0  | 1.0  | 3.0  | 2.0  | 2.0  | 2.0  | 2.0  | 2.0  | 3.0  | 4.0  | 3.0  | 2.0  |
| 外匯準備覆蓋率 | 2.0  | 1.0  | 2.0  | 2.0  | 1.0  | 3.0  | 3.0  | 4.0  | 4.0  | 3.0  | 4.0  | 3.0  | 2.0  |
| 財政餘額    | 1.0  | 1.0  | 1.0  | 4.0  | 3.0  | 2.0  | 2.0  | 3.0  | 3.0  | 3.0  | 3.0  | 3.0  | 2.0  |
| 經常帳餘額   | 1.0  | 2.0  | 2.0  | 3.0  | 3.0  | 2.0  | 3.0  | 3.0  | 4.0  | 2.0  | 4.0  | 4.0  | 1.0  |
| 金融風險指數  | 1.8  | 2.2  | 2.0  | 2.8  | 2.4  | 2.2  | 2.6  | 2.8  | 3.0  | 2.4  | 3.2  | 3.0  | 1.8  |

註：1. 藍色代表低風險，青色代表中低風險，綠色代表中風險，黃色代表中高風險，紅色代表高風險。

2. 由於本文所編製的金融風險指數在評估新興經濟體金融風險方面，具有一定程度的有效性，但是在預警新興經濟體金融危機方面，僅是一項參考工具，因此，當俄羅斯發生金融危機，其金融風險指數偏高，但是，當俄羅斯金融風險指數偏高，其不一定發生金融危機。

資料來源：作者自行計算

## 七、結論：須嚴加監控阿根廷、土耳其、中國大陸

### 以及整體新興經濟體之金融風險變化

2020 年初爆發肺炎疫情並蔓延全球，重創各國經濟成長動能，IMF 於 2020 年 4 月的預測指出，2020 年全球經濟將衰退 3%，約 170 個成員國經濟將出現負成長，創下 1930 年代經濟大蕭條（Great Depression）以來最嚴重的經濟大衰退。外需疲軟對倚賴大宗商品和能源出口的新興經濟體首當其衝，影響渠等之出口收入。這顯示，新興經濟體普遍有經常帳逆差擴大或經常帳順差縮小的傾向。

此外，肺炎疫情爆發前，在全球長期的寬鬆流動性、低利率環境下，新興經濟體已

舉借龐大外債。2020 年以來，肺炎疫情擴散使新興經濟體資本流動受到衝擊，資本流出金額超過 2008 年爆發全球金融危機（註 3）、2013 年發生「QE 縮減恐慌」（taper tantrum）的規模。在資本大量外流的衝擊下，新興經濟體只好持續倚賴外債來支撐外匯準備。

對於經常帳呈現逆差、仰賴外債來支持外匯準備的新興經濟體而言，大抵上，渠等之本國貨幣匯率將趨於貶值，2020 年 1 月至 4 月，巴西、墨西哥、南非、土耳其、俄羅斯及阿根廷等新興經濟體的貨幣對美元的貶值

（註 3）從 2020 年 1 月 21 日（美國出現第一起肺炎疫情確診病例）至 3 月底期間，自新興經濟體撤離的國際資本約 1,000 億美元，資本外流規模為全球金融危機期間的 3 倍以上，參見 Institute of International Finance (2020)。



幅度均在 10%以上。另外，新興經濟體由於本國貨幣不可自由兌換、本地金融市場發展較落後，必須至海外市場籌資，造成渠等多存在幣別錯配問題，一旦本國貨幣匯率貶值將加重其償債負擔。綜上所述，2020 年以來，新興經濟體金融風險進一步上升。

為減緩新興經濟體風險對台灣的影響，值此肺炎疫情延燒之際，對於本文所研判出的風險最高國家，亦即阿根廷、土耳其，我國相關單位須提高警覺及加強監控，以阻斷跨境風險傳遞，並防範台灣金融市場與之共振。至於本文另項研究結果，金融風險上升速度最快新興經濟體—中國大陸，鑒於渠與我國經貿緊密連結，我國尤應強化監測其金融風險之變化情形，以防患於未然。

就我國對 22 個新興經濟體的金融暴險部

位而言，其中除了對中國大陸以外，對其餘新興經濟體的部位大抵不大。但是，自 2006 年以來，整體新興經濟體金融風險上升速度持續加快，加以國際金融體系環環相扣，任何新興經濟體金融風險攀升，都可能或多或少使我國遭受負面外溢效應的波及，因此，增強監控整體新興經濟體的金融暴險部位之重要性亦不容小覷。

簡言之，值此肺炎疫情肆虐全球之際，新興經濟體再度爆發金融危機的可能性很高，為防範受到新興經濟體金融風險外溢的波及，我國對於外部風險的監測與預警機制應予以進一步強化，而本文所編製的金融風險指數則提供一項簡單、方便且有用的參考工具。

## 參考文獻

- 中國銀行（2016），「新興市場國家金融脆弱性演變、評估和政策」，宏觀觀察，第 141 期，11 月。
- 王有鑫（2018），「一文看懂 2018 全球和中國金融風險：一個測算和分析框架」，6 月 21 日。
- 謝正發（2018），「金融脆弱性指數構建的測度與實證分析」，財經縱橫，5 月。
- Institute of International Finance（2019），“Heat Map of EM Vulnerabilities,” December 10.
- Institute of International Finance（2020），“Capital Flows Report: Sudden Stop in Emerging Markets,” April 9.
- IMF（2017），“Regional Economic Outlook, Asia and Pacific: Preparing for Choppy Seas,” May.
- Obstfeld, Maurice（2011），“Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First,” *NBER Working Paper*, No. 17252, July.
- The Economist（2020），“Which Emerging Markets are in Most Financial Peril?” May 2.

（本文完成於 109 年 5 月，作者為本行經濟研究處一等專員）