

貳、國內外經濟金融情勢

一、國際經濟金融情勢

2009年全球經濟逐步復甦且優於預期，惟各區域步調不一，其中先進經濟體成長緩慢，新興及開發中經濟體則強勁復甦。與我國密切相關之中國經濟則成長加速，且信貸擴張力道強，惟貨幣政策出現緊縮信號。

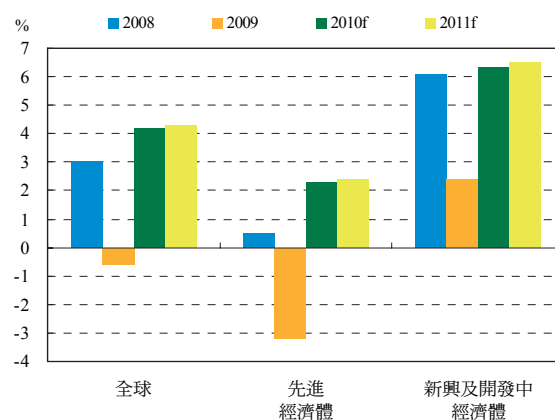
全球金融體系已逐漸回穩，惟銀行體系仍有再融資及增提資本壓力，且對家庭及企業等民間部門之信用供給仍未完全恢復；部分先進經濟體主權風險升高，可能擴散影響銀行體系及其他國家，損及全球金融穩定；新興經濟體則因資本大量流入，而有通貨膨脹及資產泡沫化風險升高之疑慮。

(一) 全球景氣復甦優於預期，通膨溫和，惟失業率仍高

2009年上半年因主要國家景氣疲弱及國際金融情勢未明顯好轉，全球經濟持續衰退；至下半年，由於各國擴張性財政政策及寬鬆性貨幣政策效果逐漸顯現，主要國家經濟衰退幅度普遍減緩或已恢復成長，全球景氣逐步復甦且優於預期。依據國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)估計，2009年全球經濟成長率為-0.6%，較2008年之3.0%大幅萎縮；預期2010年全球經濟將持續復甦，經濟成長率擴增至4.2%，2011年續升至4.3%⁷ (圖2-1)。

全球景氣雖觸底回溫，惟各區域復甦步調不一。歐美等先進經濟體在庫存增加及民間消費轉強之帶動下，景氣逐漸好轉，惟復甦步伐緩慢，IMF估計2009年經濟成長率為-3.2%，預

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2010f及2011f為IMF 2010年4月預測值。

資料來源：IMF, "World Economic Outlook," April 2010.

⁷ IMF, "World Economic Outlook," April 2010.

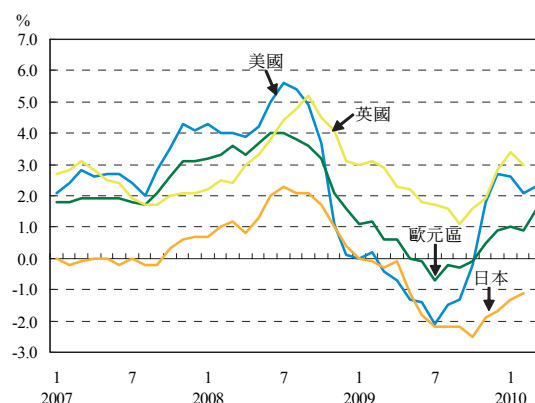
期2010及2011年回升至2.3%及2.4%。新興及開發中經濟體受惠於國內需求大幅成長及全球貿易回穩，經濟成長力道強勁，尤以新興亞洲經濟體最為顯著；IMF估計2009年經濟成長率為2.4%，預期2010年及2011年將分別回升至6.3%及6.5%(圖2-1)。

物價方面，2009年以來因全球景氣低迷及比較基期偏高，多數國家消費者物價指數(consumer price index, CPI)年增率均呈下滑趨勢，至第4季方隨經濟復甦步伐加快，帶動商品價格上揚而轉呈回升趨勢(圖2-2)。IMF預估2010年全球通膨仍然溫和，CPI年增率將由2009年之2.45%回升至3.67%；各區域之物價漲幅不一，先進經濟體2010年CPI年增率預期上升至1.49%，新興及開發中經濟體則提高至6.19%。

貨幣政策方面，由於全球金融市場信用緊縮現象已見改善，全球經濟逐漸復甦，以及許多國家利率降至歷史低點，自2009年下半年起多數國家未再繼續降息。其中，澳洲央行鑑於經濟衰退風險消退，率先於2009年10月起開始升息，至2010年3月已四度調升現金利率目標共4碼至4.00%⁸ (圖2-3)；挪威、以色列、馬來西亞及印度亦陸續跟進。另美國聯邦準備理事會雖未調整聯邦資金利率目標(圖2-3)，惟已於2010年2月18日宣布調升貼現率1碼至0.75%。

此外，主要國家失業率持續攀高，面臨失業型復甦(jobless recovery)之不利情境。IMF預估英國及美國2010年失業率將分別上升至8.25%及9.41%，日本亦將

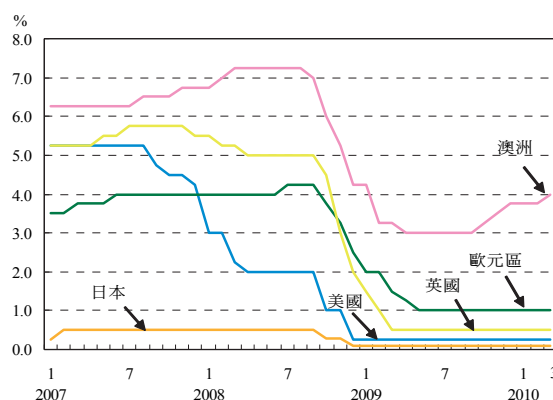
圖 2-2 主要經濟體物價指數年增率



註：歐元區為調和消費者物價指數(HICP)年增率，其餘為消費者物價指數(CPI)年增率。

資料來源：美國勞工統計局、DataStream。

圖 2-3 主要經濟體政策利率



註：澳洲為現金利率目標，美國為聯邦資金利率目標，英國為官方利率，歐元區為主要再融通操作利率，以及日本為無擔保隔夜拆款利率目標。

資料來源：各國或地區央行網站。

⁸ 澳洲央行於2010年4月再調升現金利率1碼至4.25%。

升高至5.08%，歐元區更大幅攀升至10.52%(圖2-4)，其中財政問題較嚴重之西班牙及愛爾蘭將高達19.40%及13.50%。IMF估計至2011年，該等國家失業率始見小幅回跌。

全球經濟復甦相當程度仰賴各國政府採取之總體經濟政策，且先進經濟體財政惡化問題浮現，使全球經濟面臨不確定風險。為確保全球經濟穩

健復甦，IMF提出數項建議，包括：(1)先進經濟體應儘速採取可信之中期財政整頓計畫，並儘速推動金融改革；(2)新興經濟體應審慎監管資本大量流入衍生之問題；(3)各國政府援助政策宜慎選退場時機及策略；(4)高失業率國家應採行必要政策以幫助失業者及促進就業；(5)經常帳剩餘國家應增進國內消費及經常帳赤字國家應縮減進口消費，使全球需求恢復平衡。

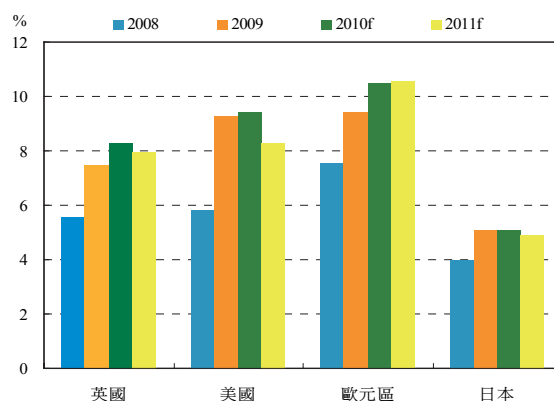
(二) 中國經濟成長加速，信用擴張力道仍強，惟貨幣政策出現緊縮信號

1. 經濟成長動能增強，物價逐步回升

中國在4兆人民幣擴大內需等一系列振興經濟措施之激勵下，2009年下半年起經濟復甦腳步加速，第3季及第4季經濟成長率分別擴增至9.1%及10.7%，全年經濟成長率達8.7%，其成長動能主要來自固定資產投資大幅成長，以及政府補貼政策促使國內消費成長，惟貿易順差因出口衰退幅度大於進口而較上年萎縮。2010年在中國政府積極落實「家電、汽車下鄉」措施以提振民間消費之政策下，Global Insight預測全年經濟成長率將進一步擴增至10.4%⁹ (圖2-5)。

物價方面，2009年前3季因大量投資造成產能過剩，民間消費支出成長不足，且國際原物料價格漲勢趨緩，對物價形成下跌壓力，加以2008年基期較高，CPI年增率連續數月出現負數，至11月始因消費需求回溫及食品價格上揚而由負轉正，全年平均CPI年增率為-0.7%；IMF預測2010年將回升至3.1%(圖

圖 2-4 主要先進經濟體失業率



註：2010f 及 2011f 為 IMF 預測值。

資料來源：IMF, "World Economic Outlook," April 2010.

⁹ Global Insight 2010年4月預測值。

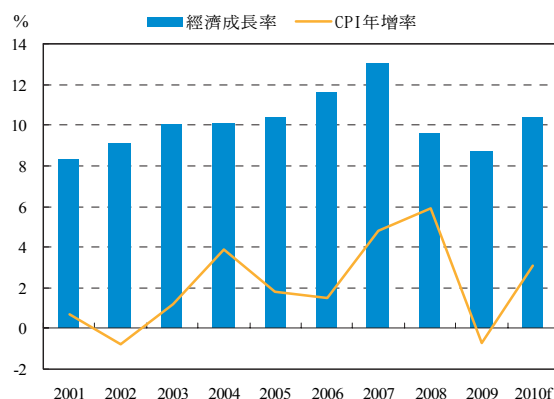
2-5)。

2. 銀行信用及資產價格升溫，貨幣政策出現緊縮信號

中國人民銀行自2008年9月改採極度寬鬆貨幣政策以來，中國投資大幅增加，成為經濟成長之主要動能，亦帶動銀行信用快速成長。M2年增率由2008年11月低點之14.8%，回升至2009年12月之27.7%；銀行承作人民幣放款年增率亦由2008年11月低點之13.2%，升高至2009年12月之31.7%(圖2-6)；另2009年新增人民幣放款高達9.59兆，遠超過全年5兆人民幣目標，且較2008年增加4.69兆人民幣，均顯示信用有擴增過速之情形。此外，雖然政府公共投資大幅增加，惟因出口衰退及勞動成本上升，使民間投資意願降低，導致過剩資金大量流向股市及房市，造成股價及房價攀高，資產價格泡沫化之風險上升。

2009年以來，中國人民銀行維持利率不變，1年期存款及放款基準利率分別為2.25%及5.31%。惟為因應銀行信用擴增過速，中國人民銀行及銀行業監督管理委員會(以下簡稱銀監會)自2009年下半年起，陸續採取加強銀行放款控管及健全風險資產措施(表2-1)。另2010年1月至5月間，中國人民銀行三度調高金融機構存款準備率共1.5個百分點，並陸續進行公開市場操作，分別調高3個月期及1年期央行票據發行利率8個基本點及16.59個基本點至1.41%及1.93%，大幅收縮市場流動性，貨幣政策出現緊縮信號。

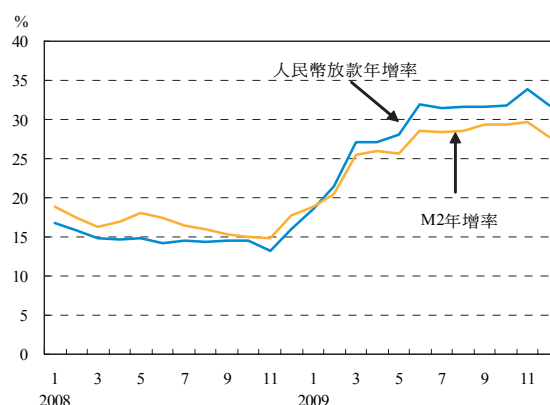
圖 2-5 中國經濟成長率及CPI年增率



註：2010f 經濟成長率係 Global Insight 2010 年 4 月預測值，CPI 年增率係 IMF 2010 年 4 月預測值。

資料來源：中國統計局、Global Insight、IMF。

圖 2-6 中國M2及人民幣放款年增率



資料來源：中國人民銀行。

表 2-1 中國政府採取加強銀行放款控管措施

發布機關	控管措施內容
中國人民銀行	加速對中國、建設、民生、招商、光大等大型銀行發行央行定向票據。
中國人民銀行銀監會	1. 採取緊縮房貸政策，規定首次購屋頭期款比率不得低於30%，購買第二棟房屋之頭期款比率不得低於50%且利率不得低於人民銀行放款基準利率之1.1倍，並暫停辦理購買第三棟房屋放款。 2. 對無法提供1年以上當地納稅證明，或社會保險繳納證明的非本地居民，銀行得暫停住宅放款。
銀監會	要求大型銀行資本適足率須達11%，中小型銀行須達10%。
銀監會	2009年底前將金融機構備抵呆帳覆蓋率由144.5%調高至150%。

註：央行定向票據，係指人民銀行對特定對象發行之票券。

資料來源：本行經研處整理，資料截至99年4月底。

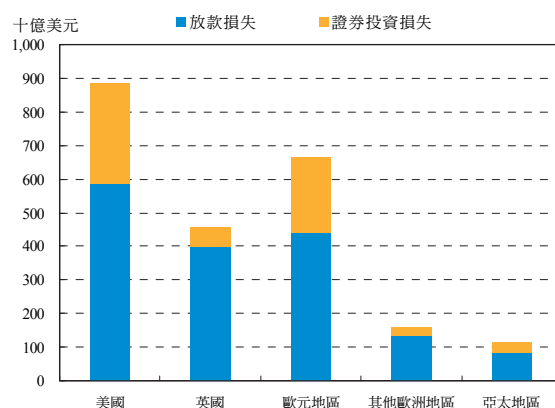
(三) 全球金融體系逐漸回穩，惟主權風險升高可能擴散影響銀行體系

在經濟基本面好轉及政府大規模政策援助之下，2009年全球金融市場自谷底強勁反彈，整體系統風險下降，金融體系逐漸回穩。全球銀行體系已有改善，惟面臨再融資及增提資本壓力，且對家庭及企業等民間部門信用供給仍未完全恢復。部分先進經濟體因財政惡化及政府債務快速累積，導致主權風險升高，可能擴散影響銀行體系及其他國家，亟待各國政府儘速解決。此外，新興經濟體因資本大量流入，引發通貨膨脹及資產泡沫化風險升高之疑慮，亦待審慎因應。

1. 全球銀行體系改善，惟面臨再融資與增提資本壓力及信用供給不足問題

隨著經濟逐漸復甦及金融市場好轉，大多數國家銀行體質已有改善，資本狀況亦明顯提升。2010年4月IMF再次下修全球銀行資產損失之估計金額為約2.3兆美元¹⁰ (圖2-7)，其中約1.5兆美元損失已於2009年底前認列¹¹。

圖 2-7 IMF估計全球銀行資產損失情形



註：其他歐洲地區包括丹麥、挪威、冰島、瑞典及瑞士等國銀行；亞太地區包括澳洲、香港、日本、紐西蘭及新加坡等國或地區之銀行。

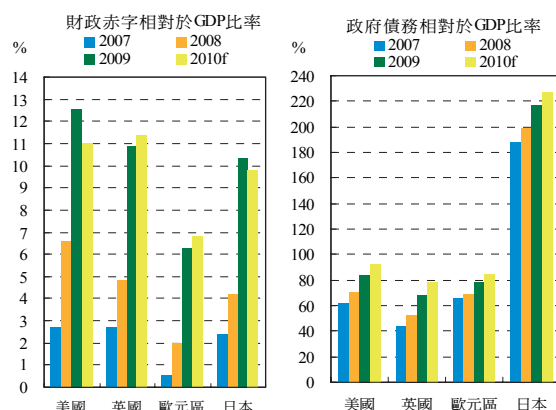
資料來源：IMF, “Global Financial Stability Report,” April 2010.

¹⁰ IMF前次(2009年10月)估計全球銀行資產損失金額約2.8兆美元。

¹¹ IMF, “Global Financial Stability Report,” April 2010.

雖然全球銀行體系逐漸改善，惟仍面臨再融資與增提資本壓力及信用供給不足問題。許多大型銀行在危機期間仰賴各國央行緊急援助以減緩短期融資壓力，惟IMF估計該等銀行在未來3年內將有近5兆美元債務陸續到期，而同期間內許多國家政府將大量發債可能排擠銀行再融資需求，加上各國央行緊急援助措施將陸續退場，使該等銀行面臨再融資壓力。銀行體系雖已提高自有資本水準，惟修正中之新巴塞爾資本協定(Basel II)預期將大幅提高資本標準¹²，且銀行尚未完全認列所有資產減損損失，未來仍有增提資本壓力。此外，因授信標準仍嚴且貸款需求不振，銀行對家庭及企業等民間部門之信用供給仍未完全恢復，尤以中小型企業所受衝擊較大，政府仍有必要採取協助措施，以利經濟復甦。

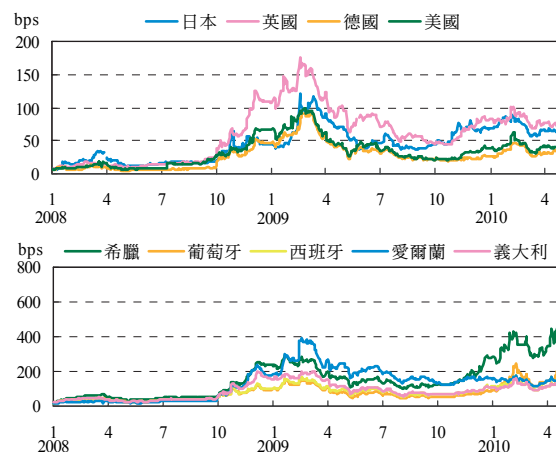
圖 2-8 主要先進經濟體財政赤字及政府債務狀況



註：2010f 為 IMF 2010 年 4 月預測值。

資料來源：IMF, "World Economic Outlook," April 2010.

圖 2-9 先進國家CDS利差



註：CDS 採五年期證券。

資料來源：Bloomberg。

2. 先進經濟體主權風險升高，可能擴散影響銀行體系及其他國家

金融危機期間，先進經濟體為拯救金融體系及振興經濟而大幅擴增政府支出及舉債規模，使債務激增及財政失衡問題日益嚴重；其中，2009年美國、英國與日本財政赤字相對於GDP比率均逾10%；日本政府債務相對於GDP比率更高達217.6%，且預估2010年將持續攀升(圖2-8)。該等國家債務驟增及財政惡

¹² 巴塞爾銀行監理委員會(Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)於2009年12月發布「強化銀行部門復原力(Strengthening the Resilience of the Banking Sector)」草案，研擬修正新巴塞爾資本協定(Basel II)，要求銀行提升資本品質及增加計提資本緩衝，並訂定槓桿比率(leverage ratio)作為最低資本要求規範之補充。

化，使主權風險升高，政府債券信用違約交換(credit default swap, CDS)利差因而不斷升高；其中，英國及日本因債務問題升高及政經情勢未明，CDS利差自2009年下半年起逐漸擴增；希臘、西班牙及葡萄牙等南歐國家更因政府債務危機引發投資人信心恐慌，CDS利差自2010年2月起陸續創下新高紀錄¹³(圖2-9)。

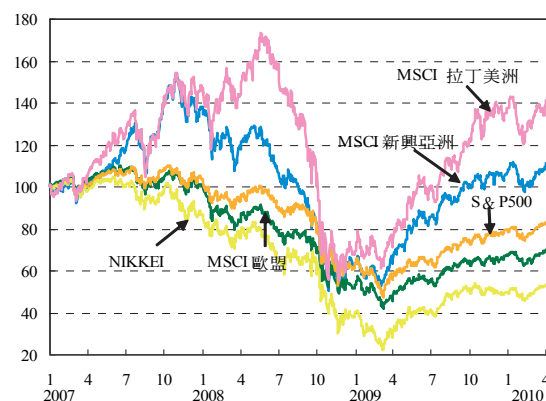
該等先進經濟體之主權債信危機可能透過政府部門與銀行間之緊密關連，影響該國銀行體系，例如該國銀行持有大量公債而蒙受跌價損失，以及公債發行利率高漲推升銀行融資成本等，並進一步透過全球金融體系之連結，而將危機擴散至其他國家。為降低主權風險，IMF建議該等經濟體應儘速制訂可信且獲得各界支持之中期財政整頓計畫

及緊急應變措施，並確實執行，以增強市場信心，避免危機惡化及擴散。

3. 新興經濟體因資本大量流入，有通貨膨脹及資產泡沫化風險升高之疑慮

自2009年第2季起，因全球投資人風險偏好回升及先進國家利率低，加上新興市場前景好轉，吸引證券投資資金大幅流入亞洲(日本除外)及拉丁美洲等新興經濟體，導致資產價格大幅回升。其中，股票市場(尤其拉丁美洲與亞洲)自2009年3月起大幅彈升，表現最為突出，至11月起始因杜拜及希臘債務危機影響，兩度回挫(圖2-10)；不動產市場除少數國家(例如中國)外，上漲幅度不及股票市

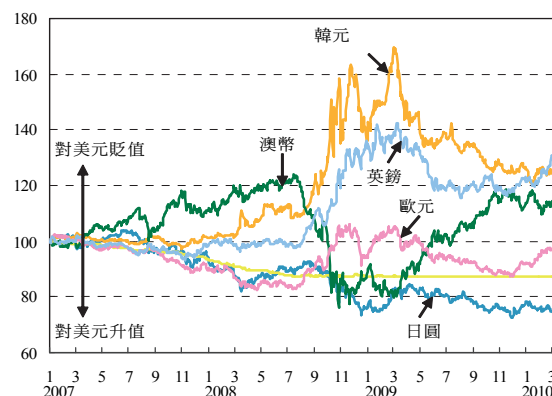
圖 2-10 國際股價指數表現



註：1.2007年1月1日=100。

2.MSCI 歐盟指數包括歐洲經濟暨貨幣聯盟國家及英國。
資料來源：Bloomberg。

圖 2-11 各種通貨對美元之升貶趨勢



註：2007年1月1日=100。

資料來源：Bloomberg。

¹³ 西班牙CDS利差於2010年2月8日創下173.38個基本點之歷史新高，希臘與葡萄牙更於同年4月23日分別創下638.87個基本點及276.195個基本點之新高紀錄。

場，且漲幅多未超越歷史水準。

大量資本持續流入新興經濟體，引發通貨膨脹及資產價格泡沫化風險升高之疑慮，並加劇其貨幣升值壓力(例如人民幣、巴西幣Real)，部分國家匯率因而大幅波動(例如韓元)(圖2-11)，不利於其金融市場與物價穩定。此外，匯率制度欠缺彈性之國家，資本大量流入將使該國央行之貨幣及匯率政策執行益加複雜，提高維持金融穩定之困難度。對於資本大量流入可能帶來影響，IMF鼓勵新興經濟體透過經濟政策及總體審慎政策¹⁴積極管理，若該等政策無效且資本係短暫流入時，甚至可考慮採取資本管制(專欄1)。

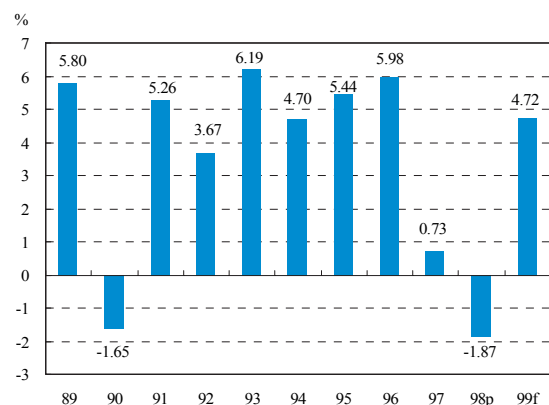
二、國內經濟金融情勢

我國經濟逐漸走出衰退陰霾，民國98年第4季恢復正成長，且物價維持平穩；經常帳持續順差且外匯存底充裕，短期償債能力堅強；外債規模縮減，外債償付能力高；惟政府財政赤字趨增，且政府債務餘額擴大。

(一) 經濟恢復成長

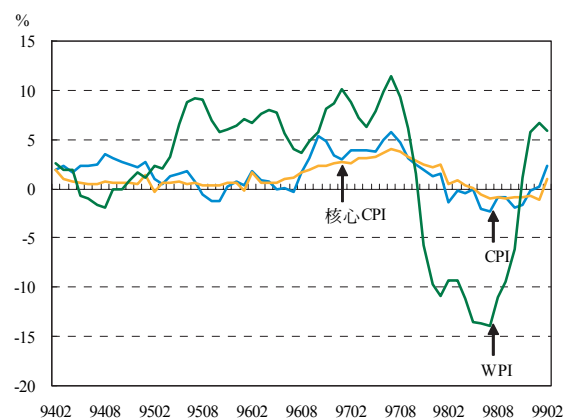
98年上半年受出口萎縮、民間消費不振及民間投資大幅縮減影響，第1季及第2季我國經濟分別負成長9.06%及6.85%。至下半年，受惠於國際景氣轉佳致出口動能增強，益以民間消費與投資回升，政府公共支出亦持續成長，帶動國內經濟復甦，加上基期較低，第3季經濟衰退幅度大幅縮減至-0.98%，第4季經濟成長率由負轉正

圖 2-12 我國經濟成長率



註：98p 係初步統計數，99f 係預測數。
資料來源：行政院主計處。

圖 2-13 物價指數年增率



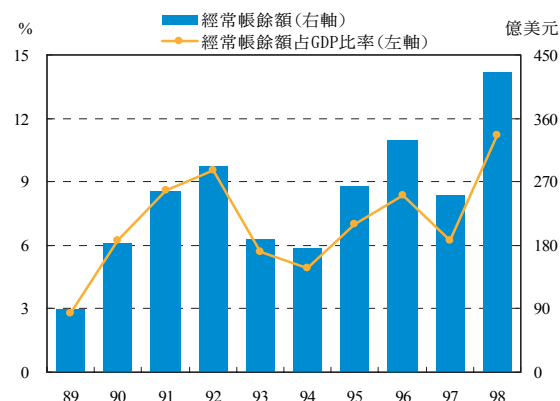
註：年增率係指各月物價指數相對於上年同月之增減率。
資料來源：行政院主計處。

¹⁴ 「總體審慎政策」著眼於維持整體金融體系之穩定，並考量金融體系與實體經濟的相互影響關係，透過法規(regulation)與監理(supervision)等工具來抵減金融體系順循環影響，並降低系統風險，以促進金融穩定。

為9.22%，創93年第3季以來最大成長幅度。行政院主計處初步統計98年經濟成長率為-1.87%，較上(97)年下降2.60個百分點(圖2-12)。

展望99年，全球景氣復甦步伐趨穩，有助於推升我國出口及民間投資動能，加以民間消費可望溫和成長，行政院主計處預測99年全年經濟成長率上升為4.72%¹⁵(圖2-12)。

圖 2-14 經常帳餘額及其相對於GDP比率



註：本圖係採全年經常帳餘額相對於同期間全年GDP之比率。
資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」、行政院主計處。

(二) 物價維持平穩

98年初以來，國際原油等農工原料價格雖隨全球景氣止跌回升，惟仍較上年同期大幅下跌，各月躉售物價指數(wholesale price index, WPI)年增率受比較基期影響，漸次下降，於7月抵-13.99%後逐月回升，全年平均WPI年增率達-8.74%，遠低於上年之5.15%。國內油品等零售價格亦反映成本跌多漲少，益以失業率攀升及薪資縮減致有效需求不振，CPI年增率除1月受農曆春節因素影響呈現正數之外，連續11個月為負；核心CPI¹⁶年增率亦自6月起連續7個月呈現負數(圖2-13)。全年平均CPI及核心CPI年增率分別為-0.87%及-0.14%，低於上年之3.53%及3.08%。

99年1至2月平均WPI年增率續升至6.31%；同期CPI及核心CPI年增率亦回升至1.30%及-0.06%¹⁷(圖2-13)。展望99年，全球需求增溫及貨幣流動性充沛，將推升國際原油及農工原料價格，帶動國內躉售及零售價格回漲，行政院主計處預測全年平均WPI及CPI年增率將分別上揚至4.78%及1.27%¹⁸。

(三) 經常帳維持順差，外匯存底充裕

98年前3季出口及進口雖同呈衰退，惟因進口減額大於出口減額，經常帳仍維持順差，加以第4季進出口轉呈增加使貿易順差持續累積，全年經常帳順差達425.7

¹⁵ 行政院主計處99年2月22日新聞稿。

¹⁶ 核心CPI係指不含蔬果、水產及能源之消費者物價指數。

¹⁷ 行政院主計處99年3月5日新聞稿。

¹⁸ 行政院主計處99年2月22日新聞稿。

億美元，較97年大幅增加69.46%，相當於全年GDP之11.22%¹⁹(圖2-14)。

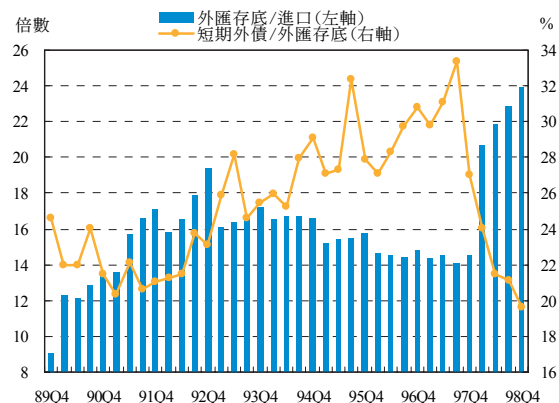
由於經常帳維持順差，加上金融帳自98年第2季起因非居民證券投資及其他投資持續淨流入，98年國際收支順差累計541.3億美元，復以歐元、英鎊等主要貨幣持有之外匯相對美元升值，推升我國外匯存底持續累積且屢創新高，12月底達3,482億美元，99年3月底更攀升至3,550億美元，外匯存底相當充裕。受外匯存底增加及進口與短期外債均明顯縮減之影響，98年底我國外匯存底可支應進口之月數大幅提高至23.96個月²⁰，短期外債相對於外匯存底比率則驟降至19.60%²¹，顯示我國外匯存底支應進口需求及償付短期外債之能力均相當堅強(圖2-15)。

(四) 外債規模縮減，償付外債能力仍佳

98年上半年，我國對外債務餘額²²

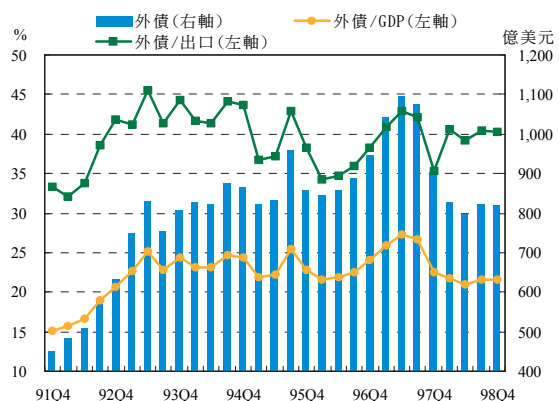
因民間部門對外債務大幅縮減而明顯下滑，至第3季因外資匯入投資國內債券漸增而略回升，年底餘額為820億美元，相當於全年GDP之21.62%，外債規模不大²³。此外，98年底外債餘額相當於全年出口值之40.27%，雖較上年底升高，惟出口收

圖 2-15 短期外債償付能力



註：外匯存底/進口=各季底外匯存底餘額/當年1月至基準日之平均海關月進口值
資料來源：本行經研處編「中華民國金融統計月報」、本行外匯局、行政院主計處、財政部。

圖 2-16 外債償付相關比率



註：本圖為各季外債餘額相對於全年GDP或出口值之比率。
資料來源：本行外匯局及經研處編「中華民國金融統計月報」、行政院主計處。

¹⁹ 國際間一般認為經常帳赤字相對於GDP比率之風險臨界水準為3%，比率若大於3%且較前一年上揚超過5個百分點，風險較高。

²⁰ 國際間一般認為外匯存底支應進口之月數高於3個月時，較無風險。

²¹ 國際間一般認為短期外債相對於外匯存底比率小於50%，較無風險。

²² 依據本行外匯局統計，對外債務係指我國公共部門與民間部門對外債務之合計數，包括超過1年之長期債務及1年(含)以下短期債務。其中，公共部門對外債務係指公共部門有義務直接負擔償還或為付款保證者(自93年12月起本資料含本行與國際金融機構承作附買回交易產生之國外負債餘額)；民間部門對外債務則指未經公共部門付款保證之民間部門債務。

²³ 國際間一般認為外債相對於GDP之比率低於50%時，較無風險。

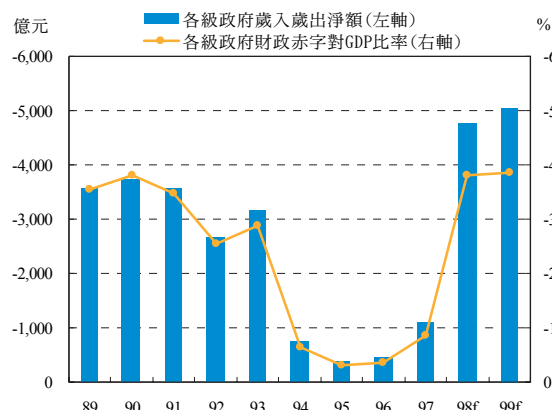
入仍足以償付對外債務²⁴(圖2-16)，無外債償付壓力。

(五) 政府財政赤字擴增，債務未償餘額升高

我國政府自97年9月陸續採取多項提振景氣及促進消費措施以來，各級政府財政赤字轉趨擴增，98年財政赤字預算數達4,764億元，相當於全年GDP之3.80%，且99年比率可能續升至3.85%²⁵(圖2-17)。

此外，隨著財政赤字增加及債務還本依賴發債，各級政府債務未償餘額²⁶由97年之4.38兆元²⁷，擴增至98年之4.64兆元，相當於全年GDP之37.03%²⁸。在政府持續擴大公共建設支出需舉債支應之下，預期99年政府債務未償餘額將再升高(圖2-18)。

圖 2-17 財政赤字規模

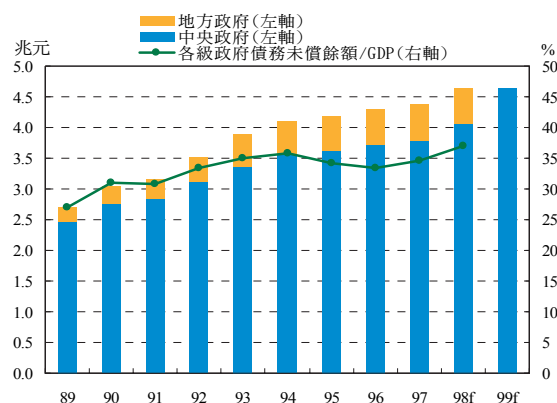


註：1.各級政府包括中央政府及地方政府。

2. 98及99年度分別為法定預算數及預算案數。

資料來源：財政部統計處、行政院主計處。

圖 2-18 政府債務規模



註：1.各級政府債務未償餘額係指一年以上非自償性債務餘額，不包含外債。

2. 98年度為法定預算數。99年中央政府係預算案數，地方政府尚無統計資料。

資料來源：財政部統計處及國庫署、行政院主計處。

²⁴ 國際間一般認為外債相對於出口比率小於100%時，較無風險。

²⁵ 依據歐盟馬斯垂克條約(Maastricht Treaty)及其後之「穩定暨成長公約(The Stability and Growth Pacts)」財政規範，歐盟各國財政赤字相對於GDP不得超過3%。

²⁶ 各級政府債務未償餘額，係指一年以上非自償性債務餘額。97年度各級政府在其總預算及特別預算內，舉借一年以上非自償性公共債務未償餘額審核數(4.4兆元)占前3年度平均GNP(12.5兆元)之35.01%，尚未超過「公共債務法」規定上限48%(其中，中央政府為40%，各級地方政府合計為8%)。

²⁷ 若加計未滿1年及自償性債務，則97年底政府債務總額為5.33兆元。

²⁸ 依據歐盟馬斯垂克條約(Maastricht Treaty)及其後之「穩定暨成長公約(The Stability and Growth Pacts)」財政規範，歐盟各國負債餘額相對於GDP不得超過60%。

專欄1：IMF明確肯定新興經濟體之資本管制

在歷經2008-09年間金融海嘯之後，全球最重要的金融組織－國際貨幣基金(IMF)於2010年建議新興經濟體，將資本管制納入總體經濟政策方針，並運用資本管制以因應短暫性的資本流入。雖然國際資本移動主要是反映國家間的利率差距，然而，短期性資本大量流入新興經濟體，可能導致一國貨幣過度升值或促使資產價格泡沫擴大，加劇金融脆弱性與金融危機風險。金融穩定論壇 (Financial Stability Forum, 2000) 關於短期資本流動的工作小組主張，政府應編製總體經濟整體及主要部門之資產負債表，藉以偵測其流動性與匯率風險，模擬金融面及實質面的各種可能變化，並對整個經濟體系及各部門進行壓力測試，以正確因應短期國際資本流動。

一、短期資本流入之因應

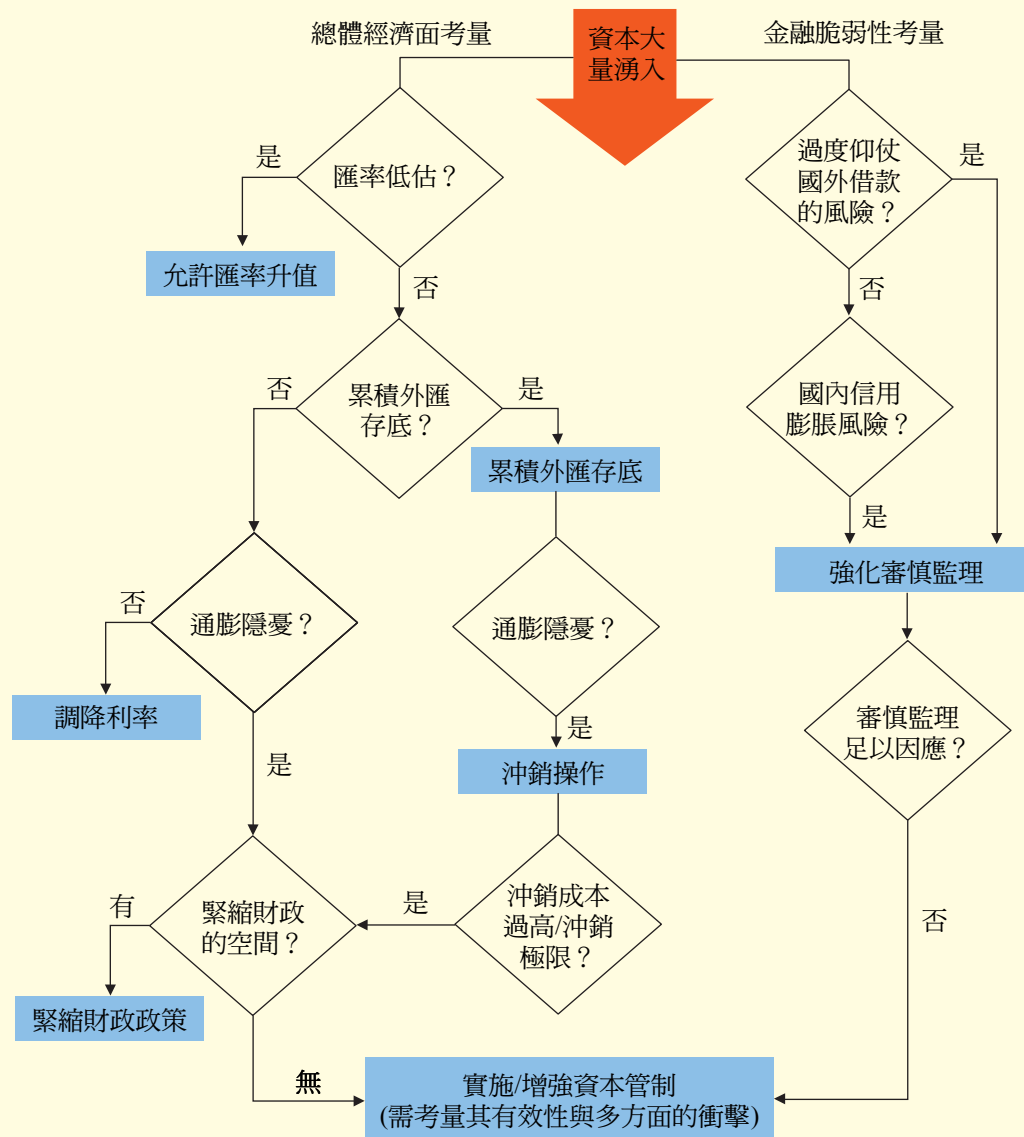
新興經濟體因應短期大量湧入的國際資本，IMF建議可運用的總體經濟金融政策包括：允許貨幣升值、累積外匯存底、調整財政與貨幣政策、加強審慎監理，以及資本管制；在實務上，各國須先考量總體經濟情況與金融脆弱性後，才能決定是否實施資本管制(圖A1-1)。

例如在貨幣政策方面，可調降利率，降低資本流入的誘因；在財政政策方面，可採緊縮性財政政策，以降低通膨壓力。然而，若經濟有過熱風險且存在通膨壓力，調降利率並非理想的選擇；此外，政治層面與執行落後因素，均將限制撙節財政的空間。特別是，當一國經濟運作接近潛在產能、外匯存底規模適當、匯率沒有低估之虞，且資本流入可能是短暫的，那麼在此情況下，使用資本管制是正當的，可以補充總體經濟政策與審慎監理的不足；尤有甚者，即使投資人設法規避管制的情況下，資本管制仍可發揮效用，主要是因管制所帶來的規避成本，將可在總體經濟政策不足以紓解問題的情況下扮演「滾輪中的砂石(sand in the wheels)」角色，產生抑制的效果。

二、結論

短期國際資本大量移動會影響新興市場之金融穩定，甚至造成金融危機，就總體經濟與金融脆弱度層面考量，資本管制是因應短期性國際資本流入的有效政策工具。雖然IMF已將資本管制納為會員國的總體經濟政策方針，然而，對如何建立一套有效且不會造成扭曲的管制系統，目前尚未有明確的建議，或許將來IMF會協助面對鉅額資本流入的新興國家，設計一套明確的管制措施。

圖A1-1 因應大量資本流入的經濟與金融面考量



資料來源：Ostry et al. (2010).

參考文獻：

1. Financial Stability Forum (2000), "Report of the Working Group on Capital Flows," Meeting of the Financial Stability Forum, 25-26 March.
2. Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Macos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhardt (2010), "Capital Inflows: The Role of Controls," IMF Staff Position Note, SPN/10/04, February 19.