

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)。

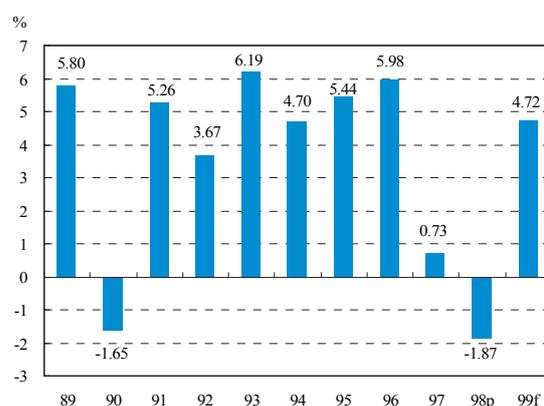
二、國內經濟金融情勢

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

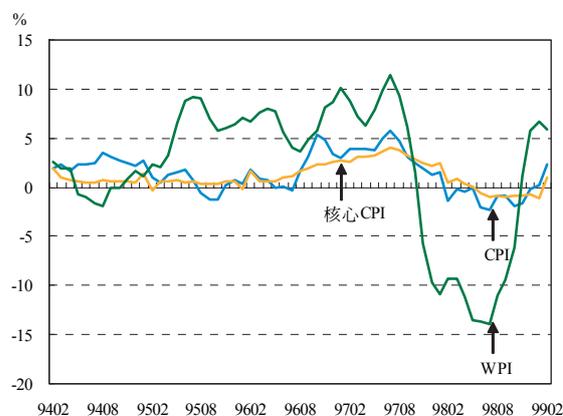
98年上半年受出口萎縮、民間消費不振及民間投資大幅縮減影響，第1季及第2季我國經濟分別負成長9.06%及6.85%。至下半年，受惠於國際景氣轉佳致出口動能增強，益以民間消費與投資回升，政府公共支出亦持續成長，帶動國內經濟復甦，加上基期較低，第3季經濟衰退幅度大幅縮減至-0.98%，第4季經濟成長率由負轉正

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)。

(二) 物價維持平穩

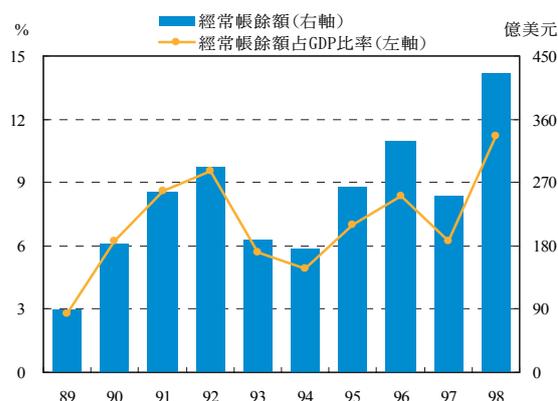
98年初以來，國際原油等農工原料價格雖隨全球景氣止跌回升，惟仍較上年同期大幅下跌，各月躉售物價指數(wholesale price index, WPI)年增率受比較基期影響，漸次下降，於7月抵-13.99%後逐月回升，全年平均WPI年增率達-8.74%，遠低於上年之5.15%。國內油品等零售價格亦反映成本跌多漲少，益以失業率攀升及薪資縮減致有效需求不振，CPI年增率除1月受農曆春節因素影響呈現正數之外，連續11個月為負；核心CPI¹⁶年增率亦自6月起連續7個月呈現負數(圖2-13)。全年平均CPI及核心CPI年增率分別為-0.87%及-0.14%，低於上年之3.53%及3.08%。

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

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。

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)。

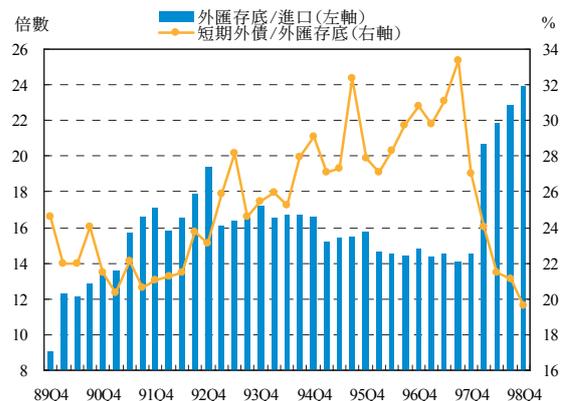
由於經常帳維持順差，加上金融帳自98年第2季起因非居民證券投資及其他投資持續淨流入，98年國際收支順差累計541.3億美元，復以歐元、英鎊等主要貨幣持有之外匯相對美元升值，推升我國外匯存底持續累積且屢創新高，12月底達3,482億美元，99年3月底更攀升至3,550億美元，外匯存底相當充裕。受外匯存底增加及進口與短期外債均明顯縮減之影響，98年底我國外匯存底可支應進口之月數大幅提高至23.96個月²⁰，短期外債相對於外匯存底比率則驟降至19.60%²¹，顯示我國外匯存底支應進口需求及償付短期外債之能力均相當堅強(圖2-15)。

(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

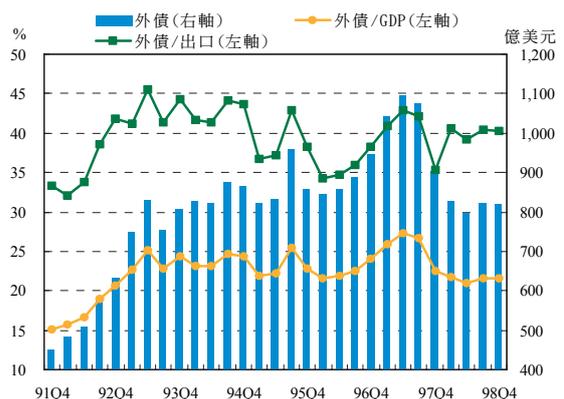
圖 2-15 短期外債償付能力



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。

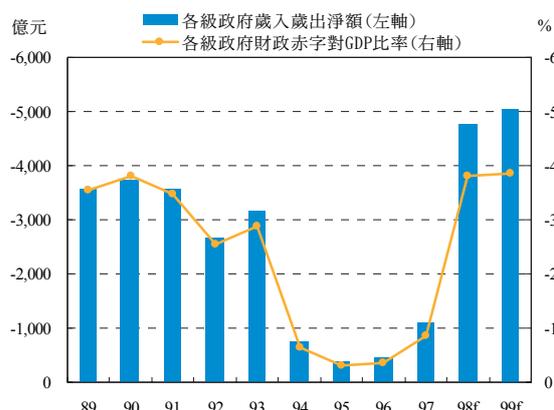
入仍足以償付對外債務²⁴(圖2-16)，無外債償付壓力。

(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)。

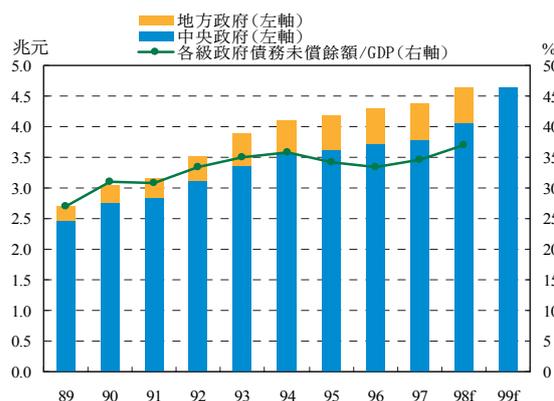
此外，隨著財政赤字增加及債務還本依賴發債，各級政府債務未償餘額²⁶由97年之4.38兆元²⁷，擴增至98年之4.64兆元，相當於全年GDP之37.03%²⁸。在政府持續擴大公共建設支出需舉債支應之下，預期99年政府債務未償餘額將再升高(圖2-18)。

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

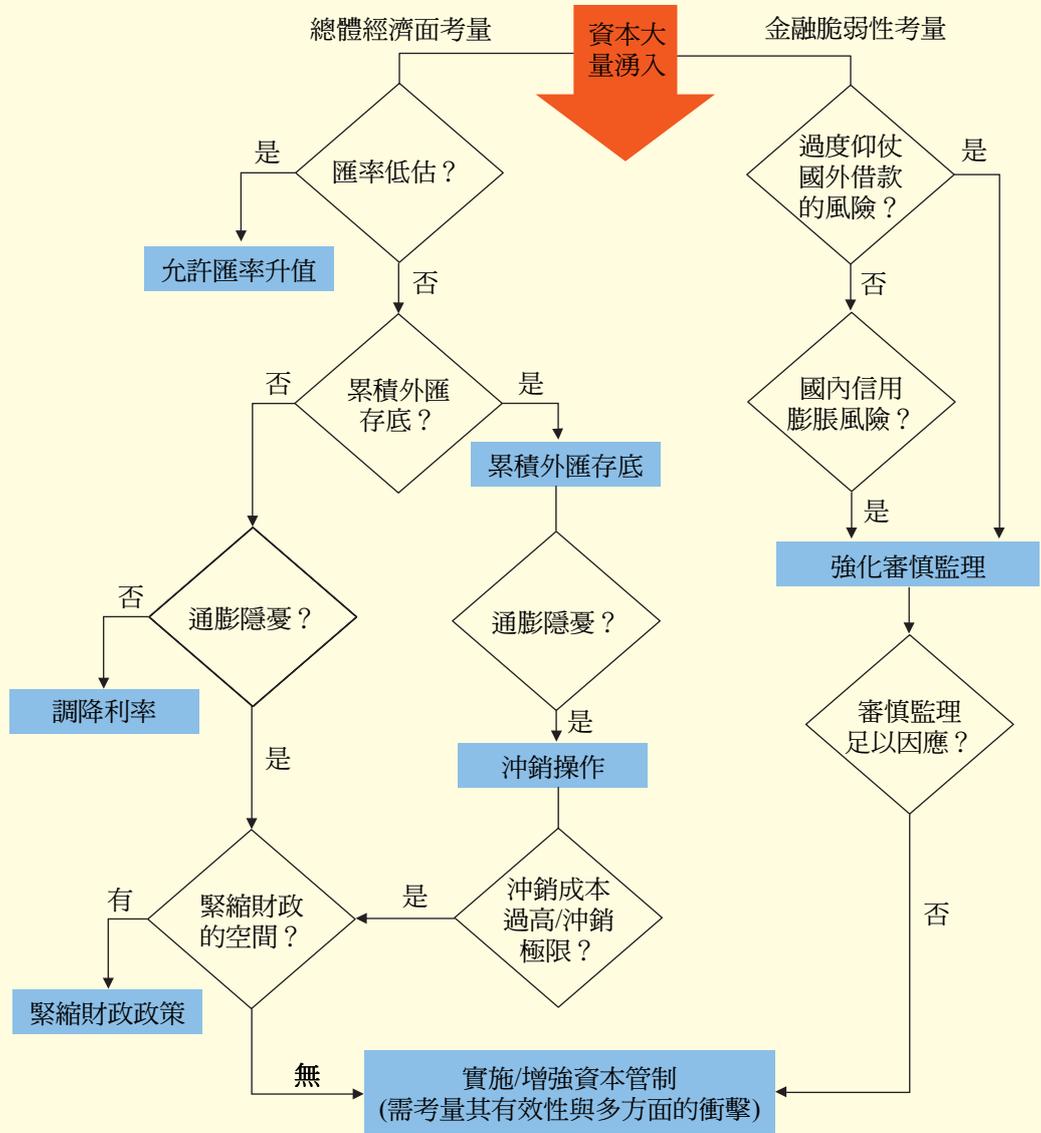
新興經濟體因應短期大量湧入的國際資本，IMF建議可運用的總體經濟金融政策包括：允許貨幣升值、累積外匯存底、調整財政與貨幣政策、加強審慎監理，以及資本管制；在實務上，各國須先考量總體經濟情況與金融脆弱性後，才能決定是否實施資本管制(圖A1-1)。

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，均將限制擲節財政的空間。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.