

# IMF 明確表態認同資本管制

黃麗倫

## 一、前言

金融危機雖帶來慘痛教訓，但也提供各界徹底省思傳統信仰的機會。IMF，這個自1980年代末期以來即不斷鼓吹資本自由移動是自由貿易必然結果的國際金融巨頭，經過此波全球金融海嘯的洗禮後，終於體認到資本移動與貿易流動本質上的差異，以及自由放任投機的可怕後果；自去（2009）年11月，IMF 反對資本管制的態度開始漸趨軟化，本年初以來，更直接建議新興經濟體可使用資本管制因應短暫性的資本流入，最終

則明確表態認同資本管制。

IMF 於本年2月19日所發布的「資本流入：管制的角色」（Capital Inflows: The Role of Controls）報告，檢視、分析了資本管制在過去與本次金融危機所發揮的作用，認為資本管制確實有助於降低金融脆弱性，避免經濟體陷於更嚴重的衰退，並明確建議近期面臨大量資本湧入的新興經濟體，可將資本管制納入因應措施的一環。

## 二、本次危機證實資本管制有其效益

雖然針對個別國家的實證研究並未發現到資本管制對總體資本流入量有明顯影響的證據，但卻成功發現資本管制對於貨幣政策的自主性及資本流入的組成確有一定影響，尤其本次危機證明採用資本管制的新興經濟體，降低其外債結構的風險性，避免了經濟遭遇與金融脆弱性有關的嚴重衰退。

回顧本次金融危機的結果發現，背負較大「債務負債」（debt liabilities）部位或保有

較高「金融業直接投資」（financial FDI）部位的國家，經歷較為嚴重的經濟成長衰退；相反的，保有較大非金融性直接投資的國家表現則較佳。

「債務負債」及「金融業的直接投資」與國內銀行體系的信用情形有強烈的關連性。過度的國外借貸與外幣曝險可能引燃國內信用暴增，並促成資產泡沫，因而加劇金融脆弱性，使得一國更易受到危機的衝擊。

### 三、近期鉅額國際資本移動的隱憂

近期大量湧入新興經濟體的國際資本對該區國家帶來重大挑戰。這種現象最主要是反映當前該區國家與已開發國家間的利率差距，係屬短暫性的資本流入，再加上擔憂大量資本流入可能會導致貨幣過度升值或促使資產價格泡沫坐大，加劇金融脆弱性與危機

風險，以及近期決策者對資本自由移動舊觀念的反思，憂心外國投資人的群聚行為與過度樂觀的情況會加劇。

新興經濟體要如何因應這波來勢洶洶的國際資本大軍，成為當前重要的課題。

### 四、在特定情況下，採用資本管制有其正當性

新興經濟體為因應短期大量湧入的國際資本，可運用的工具包括：允許貨幣升值、累積外匯存底、調整財政與貨幣政策、加強審慎的監理，以及資本管制；至於如何搭配使用這些工具，須視各國國情而定。

若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，那麼在該情況下，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，因為管制所帶來的規避成本將可扮演「滾輪中的砂石」（sand in the wheels）。

### 五、實務上，須同時考量總體經濟與金融脆弱性，以決定是否實施資本管制

為因應大量湧入的國際資本，一國應就總體經濟面與金融脆弱性兩方面的考量，依序分析（如圖 1 所示），再決定是否實施資本管制。

#### （一）總體經濟面考量

##### 第 1 步驟：應否允許匯率升值？

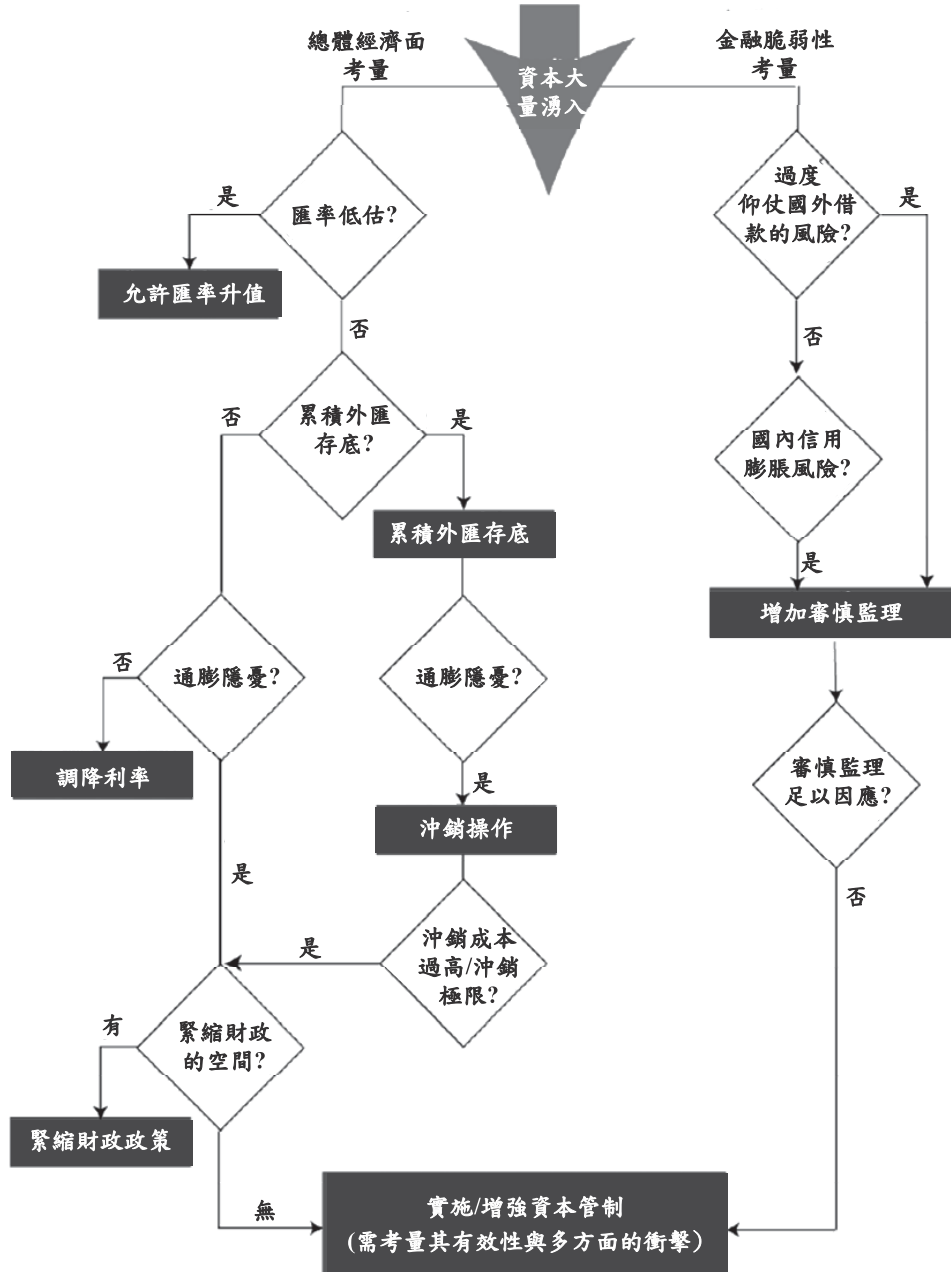
若匯率低估，則容許名目匯率上升是適當的因應方法；若匯率已經高估（或大致均

衡），基於進一步升值對出口競爭力的影響，則應採行更積極的對策。

##### 第 2 步驟：是否希望累積更多的外匯存底？

若外匯存底規模相對較小（例如從預防性需求觀點而言）且希望進一步累積外匯存底，那麼資本流入不失為擴充外匯存底規模的機會。

圖 1 因應大量國際資本流入：總體經濟面與金融脆弱性之考量



第 3 步驟：是否有通膨的隱憂？  
若擔心通膨，央行可透過公開市場操作，沖銷資本流入增加的貨幣供給量，或減

少國內信用。然而，沖銷操作有其極限（國內金融市場深度可能不足以吸納過多的沖銷債券），且牽涉到操作利息支出與外匯存底

孳息收入差距的財政成本問題，再加上沖銷操作意味著國內利率依然相對較高，反而導致資本持續流入。

因此，若央行已用盡沖銷工具，或不願累積更多的外匯存底，此時就須透過總體經濟政策調整或訴諸其它更為直接的手段，以降低資本流入。

#### 第4步驟：調整貨幣政策與財政政策

貨幣政策方面，可調降利率，降低資本流入的誘因；財政政策方面，可採緊縮性財政政策，以降低通膨壓力。然而，若經濟有過熱的風險且存在通膨壓力，調降利率並非理想的選擇，另外，政治層面與執行落後因素，均將限制擲節財政的空間。

在這種純粹的總體經濟政策不足以紓解問題的情況下，資本管制可以供作政策工具內有用的一環。

#### 第5步驟：資本管制

在針對短暫性的資本流入時，資本管制的實用性特別明顯，箇中道理為，貨幣升值傾向於短期性，然而升值對於貿易部門所帶來的傷害卻可能更為長久。

### (二) 金融脆弱性考量

#### 1、資本流入有膨脹國內信用，加劇金融脆弱性之虞

除了對總體經濟有相當的影響外，國際資本流入，尤其以債權式呈現的部分資本流入，可能使得一國更易受金融危機的衝擊。

例如，比較債權式流入與股權式流入，後者可允許借貸雙方共同分擔風險，其風險性明顯較前者為低。

資本流入可能造成國內借貸暴增，這種情況在借貸擴及至沒有自然避險管道的借款人（如與出口商相較的家計單位）時特別危險，再者，外國投資人的群聚行為與過度樂觀的情緒，伴隨低估匯率風險與流動性風險的短視國內借款人，可能導致資本流入有金融脆弱性之虞的方向。

#### 2、資本管制可協助審慎監理，增加一國抵禦危機的能力

在正常情況，審慎監理，例如要求提列資本或限制外幣借款，即足以因應；然而，在面對資本流入導致信用過度擴充的情況下，資本管制可協助審慎監理以為因應，尤其若管制措施可針對最具傷害性的資本流入，例如：

(1) 對外幣負債要求提存無息的準備金：這項措施可以降低國外外幣借款的部位，或增加以其他較低風險型式的資本流入，取代較高風險的債權型式之誘因。

(2) 對短期債權型式流入的資本課稅：這項措施有助於降低長短債之間的價格差距，因而提升延長資金到期日的誘因。

(3) 課金融交易稅：這項措施對於進行短期利差交易者而言，可明顯提高彼等的成本，因而可阻礙這種型式的資本移動。

## 六、IMF 改變立場或將是提供明確管制措施指引的開端

IMF 終於認清全球經濟金融現實，將資本管制納為建議會員國的政策方針之一，固然令各界（尤其長久以來抨擊 IMF 反對資本管制立場的經濟學家）欣慰，然而，IMF 這個扮演全球央行之國際巨頭，對於如何建立一套有效且不會造成扭曲的管制系統，尚未有所著墨。

國際金融協會（IIF）於本年 2 月指出，預計本年會有高達 7,220 億美元的私人資本流

入開發中國家，比去年高出 66%，雖與 2007 年金融危機前湧入新興市場的 1.28 兆美元相比仍相去甚遠，但在各國經濟甫從危機走出回穩之際，鉅額的資本流入恐造成新興國家出現不樂見的信用膨脹與資產泡沫，打擊甫自衰退危機中走出的經濟。

面對這種情況，最終肯定資本管制的 IMF，或許能在不久的將來協助這些國家設計明確的管制措施。

### 參考文獻

- DAVIS, BOB (2010), "IMF Suggests Capital Controls for Emerging Markets," Wall Street Journal, Feb. 19.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhart (2010), "Capital Inflows: The Role of Controls," IMF Staff Position Note, SPN/10/04, Feb. 19.
- The Economist (2010), "The IMF Changes Its Mind on Controls on Capital Inflows," Feb. 18.

（本文完稿於 99 年 2 月，作者為本行業務局四等專員）