

# 資本移動與新興市場經濟體

陳得源、劉邦海、朱美智、鍾世靜  
陳琬如、劉雨芬、廖幸嫻 摘譯

本文摘譯自 Bank For International Settlements, “Capital flows and emerging market economies,”  
CGFS Papers No. 33, Committee on the Global Financial System, January 2009.

## 壹、資本移動的構成項目及其與金融穩定間的關係

### 一、資本移動的構成項目及其風險曝露

就流動性管理與金融穩定而言，資本移動的構成項目對於貨幣政策相當重要。

#### (一) 流動性管理

就流動性管理而言，短期資本移動對國內短期利率非常敏感，而且國內短期利率係貨幣政策的關鍵工具，加以期限結構會影響沖銷工具的選擇，因此資本移動的構成項目對流動性管理很重要。

#### (二) 金融穩定

就金融穩定而言，因為資本移動的構成項目決定資本提供者與接受者之間的風險如何分攤，並影響國內的固定資本形成、景氣循環的敏感度及國際間調整的未來型態，因此資本移動的構成項目對金融穩定很重要。

Williamson (2005)指出，各國需以關切舉債規模的相同程度來關切舉債的資金來源類

型。從金融穩定的角度來看，資本移動的下列四個面向很重要：

1. 股票與債券的比較：股息的支付取決於企業實際所獲得的收益，而債券則不論投資收益多寡，皆必須支付利息。因此，股票投資將風險從資金使用者轉嫁給資金供給者。

2. 期間長短的比較：借款人若依賴長期債務工具來融通其投資計畫，則不易受到利率風險和再融資風險的干擾。例如，因為市場對風險評估的改變或利率上升而導致債券價格下跌，但此類長期債務工具市場價格下跌的風險，已轉嫁由資金供給者承擔。

3. 投資與消費的比較：融通公共部門支出的資本流入，會造成政府拖延「健全財政」的改革措施。同理，融通民間部門消費的資本流入亦然。因此，會增加實質固定資

本形成的資本流入較受歡迎。

4. 外幣與本國幣的比較：為維持一國資產負債表的穩健，外幣資本流入應投資於賺取外幣收入的資產，否則該國將面臨「幣別配置不當」(currency mismatch)的問題。

## 二、資本移動的波動性

外人直接投資(FDI)是最穩定的資本移動；證券投資較不穩定，而且具有順景氣循環特性(procyclical nature)，會擴大景氣循環的波動幅度。至於跨境銀行貸款，則是金融不穩定的最大來源。

## 三、資本移動構成項目的變化

近年來，新興市場經濟體(EMEs)流入與流出的資本均快速成長。就流入的資本而言，以 FDI 最多，其次為證券投資(詳見下圖)(註 1)。

### (一) 外人直接投資的流入

就流入金額而言，自 1980 年代以來，FDI 成為資本流入 EMEs 的主要項目：(1)在 1980 年代，FDI 流入 EMEs 總額很穩定，每

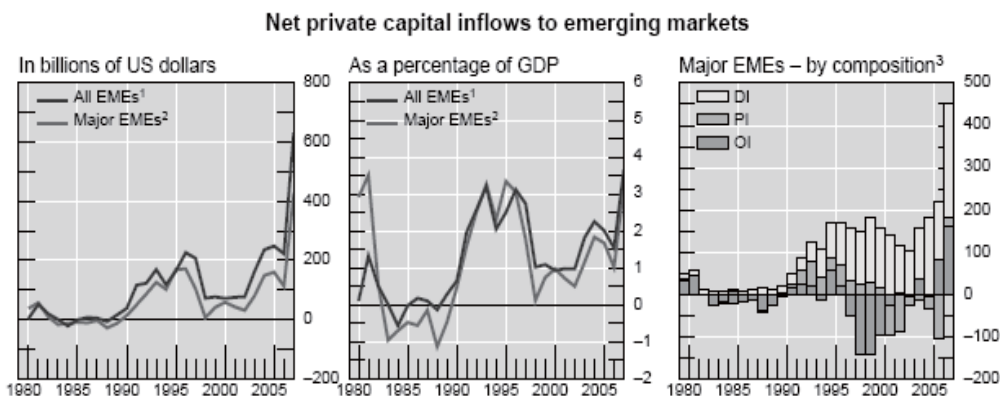
年大約低於 500 億美元。但及至 1990 年代，FDI 的流入快速增加，截至 1990 年代後期，總額已達 2,500 億美元，占全球 FDI 總額的 1/3；(2) 1990 年代末期及 2000 年代初期金融危機頻傳，FDI 流入 EMEs 的數額減緩，但最近幾年又強勁反彈增加，2006 年達到 3,500 億美元的紀錄(詳見下圖)。

從國際投資者的角度來看，選擇投資 EMEs 之地區，主要考慮因素包括：勞動成本、經濟成長前景、及地主國的經濟規模。

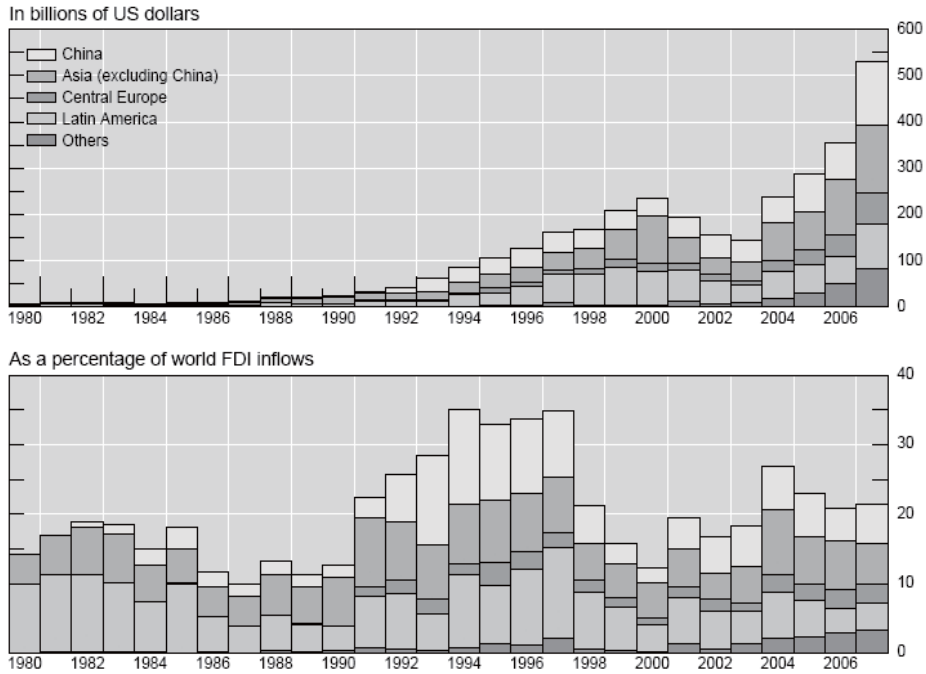
1. 在 1990 年代初期：FDI 流入 EMEs 迅速增加，主要集中在亞洲，尤其是中國。

2. 在 1997-1998 年亞洲金融危機期間：投資者對該地區的信心降低。

3. 亞洲金融危機之後：亞洲進一步開放市場，例如讓外國投資者更容易入主當地企業及收購不良資產，導致 2000 年代併購(merger and acquisition, M&A)活動快速擴張。中國受惠於 2001 年加入 WTO，因此仍是 EMEs 當中最大的 FDI 接受國，其占 2006 年 EMEs



Gross foreign direct investment inflows to EMEs



總流入額的大約 20%。不過，其部分資本流入可歸因於為逃稅目的之「回程直接投資」(round-tripping investment) (註 2)。至於印度，近幾年來經濟快速成長，與中國相比，FDI 流入數額雖小得多，但 2007 年與 2008 年已大幅增加。

### (二) FDI 的流出

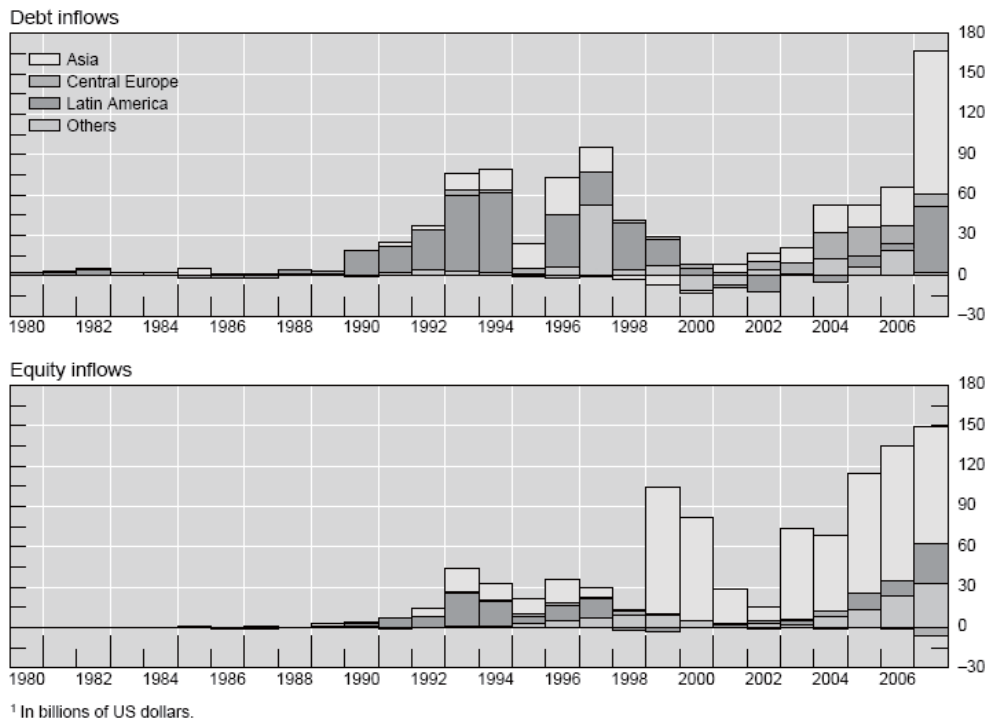
近年來 EMEs 經濟強勁成長後，許多企業迅速擴張，並開始在其他開發中國家與已開發國家從事併購活動。因此，EMEs 的 FDI 流出總額，從 2002 年的 430 億美元增加為 2006 年的 2,050 億美元；香港與中國具有特殊關係，香港占該總額的大約 25%。

### (三) 證券投資的資本流入

#### 1. 債券投資的資本流入

1990 年代初期，債券投資流入 EMEs 開始增加，主要係流入拉丁美洲，這在一定程度上反映拉丁美洲地區主權債券(sovereign bonds)市場的出現。然而，該趨勢因 1994 年墨西哥經濟危機而中斷。後來，債券投資流入該地區出現一些反彈，但 2000 年初期因為部分拉丁美洲國家決定買回其主權債券，結果導致拉丁美洲的債券投資呈現淨流出的現象。

過去數年來，債券投資流入 EMEs 的總額增加很多(詳見下圖)，部分原因是許多國家發展本國幣債券市場，以增加對外部衝擊的復原能力。其中，俄羅斯、韓國和巴西等國



發行公司債的金額龐大，並且因而形成大量的外匯曝險。

## 2. 股票投資的資本流入

EMEs 各國股票的投資流入皆大幅成長，特別是亞洲地區。23 個主要 EMEs 中，股市總市值超過其每年的 GDP 者，1997 年僅有 2 國，但截至 2007 年已增加為 12 國。更重要的是，大多數 EMEs 現在的股票市場規模，大於其債券市場規模。

## 3. 流入 EMEs 證券投資增加之原因

流入 EMEs 的證券投資增加，主要理由有以下三方面：

(1) 工業國家的國際機構投資者，如退休基金和保險公司，投資組合趨於多樣化：大

多數 EMEs 在 10 多年前開放其資本市場，致工業國家機構投資者的投資組合能達成多樣化的目標。IMF 的數據顯示，主要工業國家持有的證券投資資產總額，從 2001 年的 5,740 億美元增加為 2006 年的接近 2 兆美元，同時期其股票所占的比重，從 60% 上升為 74%。

(2) 資本接受國的相對經濟表現優於資本提供國：資本往往是流入經濟加速成長的國家。近幾年來，外資對於 EMEs 股票的興趣不斷增強。在 2002 年至 2007 年期間，EMEs 的股票市場之表現，明顯優於成熟國家的股票市場。

(3) EMEs 企業之國際佈局顯著擴大：在 2006 年，中國、墨西哥、俄羅斯和泰國企業

之跨國首次公開發行(IPO)金額超過 10 億美元。特別是中國，自 2000 年以來，在香港股票交易所，籌資累計達 1,690 億美元，其中 1,040 億美元係透過首次公開發行。EMEs 企業在主要國際金融中心上市，除了為募集資金外，亦可尋求公司治理的改善，因為這些國際金融中心已建立起高品質的法律規範與會計準則。

#### (四) 證券投資的資本流出

儘管流入 EMEs 的證券投資金額龐大，但平均而言，主要 EMEs 在 2000 年至 2006 年期間，證券投資流出的總額更加龐大。這些資本流出主要係因當地居民(特別是亞洲地區)購買外國債券所致。

至於股票投資，2006 年 EMEs 股票投資流出總額幾乎是 2005 年的 2 倍，達 2,640 億美元，其中 1,090 億美元係來自中國。鑑於中

國的資本帳尚未完全開放，此等交易大部分可能來自國營商業銀行等準政府機構。

#### (五) 銀行的資本移動

在 1990 年代 EMEs 所發生的金融危機中，銀行跨境借入款為引發金融危機的重要原因，其理由如下：(1) 國內銀行在國際銀行間市場借入龐大的短期債務，承擔銀行貸款驟然大規模逆轉的風險；(2) 國內銀行借入外幣，然後貸出本國幣以融資國內投資計畫，因而面臨「幣別配置不當」(currency mismatch)的風險，或將此類問題移轉至其國內客戶。

惟目前 EMEs 的銀行資本移動，比 1990 年代中期的風險小，BIS 的數據顯示：(1) 1997 年以後，國際債權總額中，對亞洲短期國際債權所占比重急劇下降；(2) 在 1997 年至 2002 年期間，國際債權總額中，對銀行債權所占比重亦逐漸下降。

## 貳、外匯市場干預、沖銷與國內金融中介

### 一、匯率、貨幣政策與市場干預

#### (一) 大部份 EMEs 係實施管理浮動匯率制度

在過去四、五年外匯市場干預的規模，大於在正常環境下所預期的規模。為維持匯率目標，會喪失對貨幣的控制，已引起許多人士的關切。例如，壓低名目匯率所產生的通貨膨脹壓力，遲早會出現貨幣當局所不願意見到的匯率之實質升值。外匯市場干預

後，經由通貨膨脹的調整，較允許名目匯率自行吸收外來衝擊的傷害更具破壞性。許多先進經濟體的央行指出，其在 1960 年代及 1970 年代維持釘住匯率的努力已告失敗，其大部份的原因是，藉由利率的訂定來支撐釘住匯率，會損害對貨幣的控制，而浮動匯率則會恢復貨幣政策的有效性。目前除香港與沙烏地阿拉伯匯率釘住美元外，大部份 EMEs 係實施管理浮動的匯率制度。

EMEs的潛在經濟成長率持續上升，資本流入增加及貿易條件改善，預期這些國家的均衡實質匯率有必要升值，但在實際上，升幅要多大以及多快，政策決策者卻不知道。此外，在短期間，合理的政策因應，需考慮下列三個因素：

1. 外來衝擊究竟是暫時性的抑或是持久性的。假如是暫時性的，則貨幣當局可能會干預外匯市場或抗拒匯率的變動。許多人視資本大量流入(特別是證券投資流入)是暫時性的與無法預測的，因此需以短期干預來進行抵銷。

2. 關切在短期間會形成匯率的預期。讓匯率朝長期均衡水準移動，有助於抑制投機性的資本流入。惟持反對意見者認為，對長期均衡匯率，市場的觀點可能非常不精確，特別是在快速發展的經濟體更是如此。因此，部份人士認為，匯率升值只會提高匯率進一步升值的預期，進而吸引更多的資本流入，而且匯率預期會造成政策的兩難。

3. 匯率逐步緩慢朝向新均衡水準，則國內經濟調整的成本會最低。隨著外匯準備的累積及通貨膨脹的浮現，少數 EMEs 的央行樂意接受匯率升值，但多數 EMEs 央行認為，市場決定的匯率將會是其中期目標，只有極少數國家的央行認為，匯率完全浮動足以隨時對付資本流入。因此，如何在匯率浮動與干預外匯市場兩者之間求取精確的平衡，即出現不同的觀點。

## (二) EMEs 面對日益增加政策兩難的情況

央行干預外匯市場避免本國幣升值，卻會引發通貨膨脹，此乃多數 EMEs 央行所面臨的政策兩難問題。在 2005 年以前，許多大量累積外匯準備的亞洲國家，所面臨的通貨膨脹壓力極小，主要是因為當時 EMEs 有過剩的產能設備，以及其他國家製造業的產能設備逐漸增加，因而壓低全球貿易財的價格。因此，在面臨匯率升值壓力時，當時 EMEs 降低政策利率僅會導致些許的通貨膨脹風險。在這段時期，某些 EMEs 政策利率的降幅，甚至超過主要工業化國家。同時在這種環境下，外匯準備的累積並不像早期高通貨膨脹時期，會迫使政策決策者必須在通貨膨脹目標與匯率目標之間作選擇。惟自 2006 年起，通貨膨脹穩定的上升，又突顯干預外匯市場引發通貨膨脹的政策兩難問題。

## (三) 貨幣政策目的之資本管制

國外資本大量流入，會使貨幣政策趨於複雜化。部分國家對資本流入加以管制，俾使貨幣政策的訂定更具自主性。一般認為在某些情況下，在短期間對資本流入加以管制，俾降低資本流入的規模與波動性，或修正資本流入的構成項目使之趨向於較有利於經濟發展的 FDI，會有助於貨幣政策的制訂。尤其是當資本移動所反映的是先進經濟體金融市場情勢的遽變，而與資本流入國家的金融情勢無關時，實施暫時性的資本管制措施尤稱允當。

## 二、央行回收超額流動性的做法

外匯準備的累積，對央行資產負債表有重大的含意。假定在央行股權資本沒有增加，且其他情況不變的情形下，外匯準備的累積就需要某些方式的融通。

當干預外匯市場時，央行倘若容許貨幣性負債增加(稱非沖銷干預)，則短期利率出現下跌的壓力，且銀行信用趨於擴張，而通貨膨脹壓力隨之上升。假如央行設有短期利率目標，那麼央行就會嘗試透過資產負債表的其他項目，通常為出售國內資產或發行央行本身的票券，以抵銷銀行準備金的增加，稱沖銷干預。

在大部份國家，大多數的外匯市場干預都已被沖銷掉。不過，在低通貨膨脹及大量過剩的產能設備時期，仍可採行非沖銷干預的政策立場。

外匯準備不斷累積，往往需提高央行流動性操作的規模，於是許多 EMEs 央行採行新的技巧來管理流動性。每一種方法均有其優缺點。正如 Mohan(2008)所言，對央行而言，一項關鍵性的操作議題是，每一種方法究竟各需要使用「多少」。

### (一) 流動性操作的非市場措施

央行使用「非市場措施」(non-market measures)有以下三種：

#### 1. 直接管制銀行放款

自 1980 年代中期以來，對銀行放款直接管制的做法已遭廢棄，此乃因為它會削弱金

融中介機構的效率。不過，印尼等國目前仍使用信用上限(credit ceilings)，而中國則使用窗口指導(window guidance)以限制銀行放款。

#### 2. 對商業銀行收取法定準備金

相對於直接管制銀行放款，收取法定準備金較不會造成扭曲，因而可充當有效的總體審慎監理(macro prudential)工具。在景氣循環的擴張階段提高法定準備率，可提供流動性的「緩衝」(cushion)，當銀行面臨更艱困的資金融通時(例如，當資本外流時)，這些流動性便可以釋放出來。在 2008 年 10 月全球金融危機極為緊張時，這種方法已證明十分有用。惟法定準備率有一缺點，因為銀行會使用規避法定準備的替代機能，甚至於誘導企業向國外借款，法定準備率的有效性已逐漸下降，而許多央行亦逐漸降低法定準備率。

#### 3. 將存款移轉到央行

在 1990 年代初期，資本大舉流入的時期，許多東亞經濟體將大量的公積金存款(provident fund deposits)，以低於市場利率，從銀行體系移轉至央行。

### (二) 流動性操作的市場措施

央行採行「以市場為基礎的措施」(market-based measures)有：以市場利率從商業銀行直接借入資金、發行短期證券及長期債券、及附買回交易三大類：

#### 1. 以市場利率從商業銀行直接借入資金

近年來，許多央行廣泛透過隔夜拆款或類似的存款機制，從商業銀行直接借入資金。例如：(1) 馬來西亞央行直接向銀行借入資金，係其沖銷超額流動性的最重要工具；(2) 在 2004 年 1 月，短短幾天內大量資本流入匈牙利，匈牙利央行在外匯市場干預時，透過提供銀行隔夜及兩週期存款的機制，吸收大部份的超額流動性。在此同時，匈牙利央行大幅調降隔夜存款利率，以降低投機利潤；(3) 菲律賓央行使用分級存款制度(tiering deposit system，利率隨著存款金額的大小而變動)作為沖銷干預的工具；(4) 墨西哥央行以市場利率提供銀行特別的存款機制，從銀行體系回收長期流動性。

## 2. 發行短期票券及長期債券

部分 EMEs 的央行指出，發行較長天期的央行沖銷債券，有助於貨幣市場發展出殖利率曲線：(1) 墨西哥的沖銷，包括出售 2 至 5 年期的證券；(2) 中國人民銀行於 2005 年開始發行 3 年期央行票據以加長沖銷債券的期限。長期債券取代短期的央行票券，對銀行體系的超額流動性會有更長期的影響，因而提高對貨幣的控制。當局在選擇發行沖銷債券時，需考慮下列因素：(1) 央行還本付息財務成本的評估，當市場情況許可時，就發行長期工具；(2) 對利率期限結構的影響；(3) 引發吸引更多資本流入的風險。

## 3. 附買回交易

在市場發展比較健全的國家，央行就政

府發行的證券，進行附買回操作。這種操作主要是用來「微調」流動性的不足或過剩，而不是用於抵銷長期大量流動性的失衡。巴西央行在過去幾年極為倚賴附買回操作，且有長達七個月的附買回操作。新加坡與南非亦已實施較長天期的附買回交易。

## 三、央行回收超額流動性的影響

### (一) 對商業銀行的影響

外匯市場干預與貨幣總計數兩者間的連結關係極為複雜；許多決定性因素正在改變，而央行資產負債表的變動與商業銀行資產負債表的變動，兩者之間會有時間落後，而且各國央行亦有許多抵銷工具可用。在資本大量流入的時期，央行的沖銷操作比過去更倚賴發行具有市場性的證券。大部份的沖銷票券是短天期，並具有高度的流動性。

在長期名目利率下降的期間(例如，許多 EMEs 在 2000-2006 年期間)，債券尤其是一項極具吸引力的投資工具。根據 BIS CGFS Working Group 的調查，在 EMEs 的商業銀行，持有將近一半尚未償還的本國幣計價之公債。這種公債可抑制商業銀行的放款，因為在短期間，商業銀行發現，經風險調整後的公債報酬率，比提供信用給民間部門更具吸引力。

此外，商業銀行因應的方式，決定於其所面對的資本、準備金、流動性，及資產負債表其他項目。目前在大多數國家，這些限制條件並沒有造成束縛。在大多數的 EMEs，



銀行資本比率遠高於法規上的最低限規定。在貨幣情勢仍然非常寬鬆，以及外匯市場干預措施持續大量進行的情況下，部分央行提高法定準備率，但僅具短暫的效果。由於銀行持有大量的公債，使資產負債表的資產面極具流動性，且在沒有資本不足問題的情形下，反而有較大的空間來擴張缺乏流動性的放款，加以沖銷的票券會到期，因此沖銷干預對於貨幣成長的影響，只有短暫的效果。

### (二) 對央行資產負債表的影響

央行多年來在外匯市場進行干預，造成資產負債表大量擴張，已使銀行提供給民間部門的信用上升。在過去幾年，這種擴張的速度加快。外匯市場干預使央行的資產負債表規模擴大，不僅為央行帶來財務成本，而且亦曝露匯率風險、利率風險及其他風險：

1. 央行持有外匯準備且同時存在以本國貨幣定價的負債，其營運成本決定於兩者收益率間的差距。在本國利率高於國際貨幣的利率水準時，其營運成本相當大，因而削弱央行的財務狀況。

2. 由於央行的資產存續期間往往較負債長，因而產生「存續期間配置不當」(duration mismatch)的問題，且曝露於利率變動的風險。惟在 2001 年至 2007 年之間，由於國際市場長期殖利率穩定下滑，使得持有長期外幣資產的央行，因存續期間配置不當而產生

資本利得。

3. 由於本國幣升值，會使以本國幣計算的外匯準備價值下跌，而本國幣計價的債務價值卻沒有變動，於是產生「貨幣配置不當」(currency mismatch)問題。此外，即使本國幣與美元之間的匯率維持不變，但主要貨幣間的交叉匯率發生變動，則對以本國幣計算的外匯準備價值亦會有影響。這種價值效應會使當局更重視外匯準備的組成內容。另一方面，經濟快速成長的 EMEs，正在進行金融的深化，致其貨幣擴張需要超過名目 GDP 的成長，致準備貨幣(monetary base)必須相對應的擴張，因此外匯準備的累積，只需其中一部份以發行付息證券來融通即可。

大多數央行認為，對央行資產負債表的沖銷成本及價值變動效應所產生的直接經濟結果，到目前為止大體上相當有限。價值損失既不致於降低央行拋售本國幣以抑制本國幣進一步升值的能力，亦不會降低外匯準備以國外財貨表示的購買力。惟在某些情況下，外匯準備的價值大量損失可能會導致央行資本部位成為負值，而使央行在金融上的獨立性必須與政府妥協，因而削弱央行的政策公信力。央行資產負債表削弱的另一個問題，可能會傷害到央行在市場的公信力。最後，價值損失可能會引發是否應累積外匯準備的爭論。

## 參、資本移動對國內金融市場的影響

近 10 年來，民間證券投資資本流入大幅成長，2006 年流入 EMEs 股市之總額達 1,250 億美元，大幅超逾 1999 年的 1,000 億美元；流入債市之金額亦於過去幾年急劇增加，2006 年達 700 億美元，儘管債券投資規模與 1990 年代中期相當，但其組成內容已由外幣債券轉為本國幣債券。

外資對於 EMEs 金融市場的影響力日益增加，尤以中國及印度股市最為明顯：(1) 2007 年外資參與印度股市的市值占其 GDP 的 317%(詳見下表)；(2) 若干國家的房地產市場，外資投資活動更加活躍；(3) 債券市場的外資參與程度亦同步擴張；(4) EMEs 與先進經濟體的資產價格變動之間的相關性增加；(5) EMEs 資產(特別是股票)價格的波動性，自 1990 年代後期以來呈下降走勢。

### 一、資本流入與國內資本市場深度及流動性

### 之間的關係

#### (一) 強化股票市場的發展

2004 年全球經濟回溫，EMEs 股市規模快速成長。許多國家，特別是在亞洲、巴西、俄羅斯及南非等大型 EMEs，股市市值的增幅已大幅超越 GDP 的增幅。

1. 股市流動性增加：股市市值增加似乎與流動性增加有關，股市交易額與市值大抵呈同步擴張。

2. 股票初級市場規模迅速擴大：2007 年股票發行總額占企業外部融資來源的比重，由 5 年前的 10 % 上升為 2007 年的 30 %。股票發行除可擴大可交易資產的範圍，亦有助於強化企業的資產負債表。例如，亞洲金融危機重創國家之企業的負債股權比率(debt-to-equity ratio)，其中位數由 1997 年之逾 100 % 降為 2007 年的 40 % 以下。

Size of capital markets and foreign participation<sup>1</sup>

	Equities				Domestic debt securities			
	Market capitalisation (% of GDP)		Foreign share <sup>2</sup> (% of market capitalisation)		Amounts outstanding (% of GDP)		Foreign share <sup>2</sup> (% of amounts outstanding)	
	2001	2007	2001	2006	2001	2007	2001	2006
Asia <sup>3</sup>	63	195	12.8	17.3	37.3	57.4	7.6	6.9
China	40	138	2.5	23.2	18.0	51.9	2.9	1.3
India	43	317	6.6	10.0	27.5	41.7	1.5	6.2
Latin America <sup>4</sup>	24	70	19.4	20.5	33.7	52.3	22.8	15.0
Brazil	34	104	18.2	21.6	58.0	72.5	14.8	10.8
Mexico	20	45	32.1	32.3	27.0	39.8	26.5	19.0
Central Europe <sup>5</sup>	15	49	19.2	18.7	31.3	45.9	20.7	40.1
Others <sup>5</sup>	34	117	13.7	11.2	21.0	17.1	26.5	32.8
Russia	25	117	14.4	11.1	1.7	3.1	288.2	123.5
South Africa	71	293	15.4	9.4	33.6	42.7	16.5	16.1

3. 股票次級市場面臨挑戰：儘管初級市場活動暢旺，為次級市場之廣泛性及流動性帶來支撐，但仍面臨挑戰。例如，在股票籌資市場占重要地位的產業，仍僅集中在傳統上主導股票發行之電信、原物料生產及金融等產業。EMEs 大型企業有尋求在國際主要金融中心的證交所掛牌上市之趨勢，對股市流動性之整體影響取決於下列兩個不同因素：

(1) 交叉掛牌上市有助於將一個被區隔的市場，轉變成具有較高流動性的整合市場。

(2) 企業交叉掛牌上市，則其流動性將轉移至國際市場。

4. 外資在 EMEs 股市之深化方面扮演重要的角色：外資對股價的影響，可能大於其持股的比重，主要係其週轉率較高，且透過境外工具（例如美國存託憑證及境外衍生性金融商品）可能影響國內股價。外資對 EMEs 的股價波動，有下列兩個不同方向的影響：

(1) 外資提供市場流動性，有助於降低股價波動率。

(2) 外資可能因總體經濟風險之考量而降低風險胃納，因而導致資本移動驟然逆轉。

#### (二) 強化本國幣債券市場的發展

近年來，EMEs 減少發行以美元或其他外幣計價之國際債券，轉而增加發行以本國幣計價之債券，致本國幣債券市場大幅成長。

1. EMEs 的債券主要係由政府發行或由政府提供保證：就金融及總體經濟穩定而言，公司債市場的重要性較小。儘管透過證券化

分散銀行體系之風險仍在起步階段，但房屋抵押貸款擔保證券及資產擔保證券市場的發展已成為若干國家的政策目標，未來對 EMEs 固定收益證券市場的影響力將擴大。然而，此次先進經濟體發生的金融危機顯示，證券化產品的設計及交易，需審慎的管理及嚴格的官方監督。

#### 2. 強化本國幣債券市場的發展

(1) 使債券的到期年限變得更長：主要為亞洲國家，尤以印尼最為明顯。

(2) 由浮動利率轉變為固定利率：EMEs 國內債券市場的結構與已開發經濟體漸趨於一致。固定利率債券所占的比重，自 2000 年以來呈上升的趨勢，浮動利率債券所占的比重則下降。

(3) 減少貨幣連動債之發行：部分拉丁美洲 EMEs 國家，尤其是巴西，已經淘汰貨幣連動債的發行。因此，幣別配置不當的現象已大幅減少。

3. 債券發行之效用受到侷限：許多 EMEs 的國內銀行為本國幣債券的主要持有者，此完全不同於現今主要工業國家的情況，主要因 EMEs 累積大量的外匯準備，致使央行大規模發行短期沖銷債券，而該債券幾乎皆由銀行持有。

4. 規避利率風險的衍生性商品市場普遍不發達：EMEs 店頭市場利率契約僅占 18%。衍生性商品市場不僅提供外資及國內投資者管理金融風險的工具，而且可能創造新的套

利機會，並鼓勵新的交易策略，這些策略會防礙資本管制，並創造令人難以預測的市場連結。

### (三) 強化外匯市場的發展

資本移動提供市場流動性，並促進外匯市場發展。2007年4月EMEs貨幣占全球外匯市場交易總額的比重，增加至近20%。

1. 央行的外匯市場干預相對其外匯市場規模仍低：在亞洲及中、東歐，該比重已經下降。

2. 外匯衍生性商品的發展迅速：2007年6月店頭市場交易的衍生性商品在外流通餘額達516.4兆美元，自2004年以來平均年增率達33%。EMEs衍生性商品市場占全球市場的比重約為12%，其中即期外匯市場深度及效率較高的國家，其外匯衍生性商品市場亦較為發達，如香港和新加坡占EMEs的比重約達60%。

## 二、金融穩定的議題

### (一) 當前金融危機的觀察

1. EMEs股價的變動主要反映經濟基本面：2007年8月至10月，EMEs股市表現優於已開發經濟體。但2008年7月以來，在先進經濟體經濟全面疲弱可能會拖累EMEs成長的擔憂下，EMEs股市的表現不如已開發經濟體。2008年8月以來，外資撤出EMEs，導致EMEs股價重挫。

2. 經濟基本面亦是債券市場發展的主要考量因素：部分信評較差的國家，信用價差

擴大。例如，2007年EMEs公債殖利率上升係反映國內通膨預期的變化。由於投資者尋求資產的安全，主要先進經濟體債券殖利率反而下降，導致EMEs及先進經濟體公債殖利率於2007年下半年之相關係數轉呈負向關係。

3. 少數的EMEs本國幣債券及利率衍生性商品市場仍處於初期發展的階段：大量資本流入可能導致金融資產價格更大的變動，而非深化市場。

### (二) 擴大投資者基礎及市場流動性

當前的金融危機突顯出市場流動性驟然枯竭的風險。流動性不足導致價格預期的不穩定，且外溢至其他市場。資產定價的不確定性促使投資者趨避風險，並關切交易對手風險，因而加重銀行的籌資壓力。

擴大投資者基礎(investor base)，包括增加投資者的類型，對於增加金融市場流動性尤其重要。狹隘的投資者基礎，使市場對「群體盲從效應」更顯脆弱，因而導致流動性不足。此外，由於外資將其持有之當地金融資產視為其多元化國際投資組合的一部分，因此外資較國內投資者對於特定國家的風險具有較高的忍受度。

擴大投資者基礎是一項多層面的任務，強化以下多方面的設施，有助於加速投資者的類型：(1)加強對國內外投資者之投資規範；(2)實施退休基金等機構投資者之改革；(3)資本市場基礎設施的現代化（包括支付暨

清算系統)、降低交易成本及操作風險,亦有助於吸引各類型的投資者。

### (三) 避險機會及市場完整性

1. 高度發展的避險市場,有助於提升金融投資者及非金融部門風險管理之能力。

2. 避險市場的發展亦帶來挑戰:外資可利用避險工具作為其進入被禁止參與之市場的一種途徑,而且外資亦可能利用衍生性商品市場之供需失衡來尋求套利機會。

3. EMEs 之避險需求集中在外匯風險:近

來 EMEs 發生國際收支危機的可能性已大幅降低。經濟結構改革及貿易自由化,有助於貿易和金融整合,而匯率的波動乃市場風險的主要決定因素。儘管若干經濟體仍有外匯管制存在,但外匯管制及資本管制已失去相對重要性。央行已遠離固定匯率制度,允許更靈活的匯率制度。惟因大型外資機構欲投資 EMEs 之債券及股票,因而產生外匯避險需求。

## 肆、銀行與資本移動

近年來新興經濟體的銀行信用快速成長,不僅反映出總體經濟因素,而且由於國內銀行體系力量的提昇,亦反映金融中介的深化。EMEs 強化銀行業部門所採行的步驟包括:(1) 強化資本;(2) 結束或合併體質最弱的銀行;(3) 以更開放的態度對待外國銀行的市場進入;(4) 強化審慎監理的法規;及(5) 改善監理上的疏失。

近年來,部分 EMEs 的銀行,由於國內存款減少,而增加對國內外批發融資(whole-sale funding)的依賴,惟在大多數的國家(尤其是在亞洲),國內存款仍是主要的融資來源;在韓國與南非對國內市場融資的依賴有相當大幅的增加;根據當前國際銀行間市場的危機來看,最重要的是,外國的負債已成為融資的一個重要來源。在韓國、墨西哥及新興

歐洲經濟體此現象相當普遍。EMEs 銀行的資產負債表脆弱,可能導致先進國家銀行減少對 EMEs 銀行的放款,並對新興市場的營運形成傳染的管道。

由銀行中介的資本移動,在近年來已顯著增加。在金磚四國(巴西、俄羅斯、印度及中國)的銀行數據顯示,就絕對金額來看,此四國是資本流量重要的接受國,而相對於各國資產負債表與 GDP 的規模而言,則新興歐洲的銀行有非常高的流量。在新興歐洲的銀行與企業,對國外銀行融資的依賴已很明顯。同樣地,在此地區外國資本流入的增加亦成為外幣貸款快速增加的因素,尤其是對被認為是對外匯風險最少避險的家計單位與中小企業,因此對銀行造成間接的「貨幣配置不當」。儘管由各國央行執行的壓力

測試大多指出，對當地貨幣可能的貶值有一些彈性，但在一些國家，整體的脆弱性已導致積極尋求來自 IMF 的財務支持。

### 一、EMEs 銀行的外部融資

外部流入新興市場銀行的資金流量，近年來已急遽增加，尤其是在 2007 年，與十年前新興市場發現急遽資金外流的經驗，形成明顯的轉變。這些流量多數是以銀行貸款的形式出現，而且透過債券、股權發行的外部籌措資金，亦長期間持續增加。

2002 年至 2007 年之間，流入 EMEs 銀行的非 FDI 總額為 1.2 兆美元，而銀行貸款流量占總流量的 57%。銀行間流量顯示，在 2007 年急遽增加，當年的流量，占 2002 年至 2007 年之間總銀行間流量的 45%。

就國家別而言，流入銀行的資金具有高度集中的現象，其中前十大借款國，占 2002

年至 2007 年之間流量的 69%。主要是金磚四國、香港及新加坡。根據 BIS 統計資料顯示，在 2002 年至 2008 年上半年之間，新加坡、韓國及香港累積流入的銀行貸款金額分別為 1,495 億美元、895 億美元及 544 億美元，而台灣亦累積流入 350 億美元(詳見下表)。另就融資的來源而言，亦顯示出集中的情況，主要集中於國際金融中心的英國與美國。

新興市場債券的發行方面，在不同的國家間呈現較貸款流量更為集中的情況。至於新興市場銀行股票的發行方面，更是集中於少數國家，而且是由中國的銀行在香港雙掛牌上市為主。事實上，在多達十個主要的新興市場銀行體系中，銀行占海外雙掛牌資產的比重超過 20%，此項發展有助於改善銀行的公司治理與資訊揭露。

#### Cumulative BIS reporting bank flows to EM banks

(2002–H1 2008, in billions of US dollars)

	Top recipient economies				Top lending countries	
	Loans	Debt securities	Equities	Total		Loans
Russia	73.2	93.2	15.6	182.0	United Kingdom	83.7
Singapore	149.5	20.4	0.2	170.0	United States	76.2
Korea	89.5	64.1	10.2	163.7	Austria	63.7
China	80.4	20.2	47.2	147.7	Germany	52.1
Hong Kong SAR	54.4	34.1	6.2	94.7	France	44.7
India	58.7	14.5	15.7	88.9	Netherlands	38.0
Brazil	29.6	33.8	8.4	71.8	Belgium	31.8
Poland	46.4	-4.2	1.6	43.8	Sweden	22.3
Taiwan, China	35.0	2.9	4.3	42.2	Switzerland	12.8
Turkey	28.6	8.1	3.3	39.9	Finland	10.9

Source: BIS.

流入新興市場銀行部門的 FDI，在過去十年已有相當的增加。對轉型國家而言，金融部門開放已被視為是加速金融部門改革與深化的一種方法。過去五年，銀行 FDI 通常維持正向成長，尤其是在土耳其與亞洲特別明顯，顯示在最近金融危機之後，強化銀行資本的需要。在拉丁美洲可發現銀行體系的外國資本有些許減少，部分反映出外資對個別國家危機與政治動盪的擔心。整體而言，在一些新興歐洲國家與墨西哥的銀行體系中，外國資本占整個金融體系資產的 75%。

## 二、銀行信用的成長

在最近的 10 年間，EMEs 強勁的信用成長，主要是發生於家計單位，顯示新興市場銀行的策略已重新定位至加強對零售部門提供服務。在部份銀行體系，家計單位貸款已接近放款總額的 50%。此項改變反映出企業去槓桿化、企業進入資本市場，及引進新的金融商品與信用風險管理方法。

在評估信用成長的永續發展之議題，包括法律與信用資訊制度在內之金融基礎建設的健全性。惟新的借款人，尤其是家計單位，其債務管理的經驗可能有限。在某些新興市場國家，較高淨財富的人口已達飽和，銀行持續以低收入顧客為對象的信用擴張，可能會造成風險的增加。

## 三、資本流入與信用成長

國內信用成長的速度，超過國內存款的成長，顯示新興市場的銀行已在國內外金融

市場借入資金，在波羅的海各國、巴林、哈薩克、匈牙利及韓國借款的增幅較大，其在銀行負債所占的比重已逾 40%。在上述這些國家的銀行，大多甚為依賴外部的融資，尤其是在新興歐洲與俄羅斯等獨立國協國家。然而，銀行亦能夠獲得國內市場融資，最顯著的是韓國與巴西。在印度與中國放款對存款的比率，均受到法定準備率的抑制，在印度，審慎監理的規定，要求銀行負債的 25% 需以政府證券的形式保留。

## 四、資本流入與外匯曝險

透過銀行流入的資本增加，可能會導致銀行體系在匯率、利率、與信用等層面曝險的顯著增加，央行需評估與衡量其曝險，並小心監視是否已隨著資本移動的減少與反向流出而有所改變。

一般而言，新興經濟體銀行淨外匯部位通常占銀行股本的 15-30% 左右。對新興市場的銀行而言，上述的外匯部位並非是鉅額的直接曝險，而家計單位與企業的外匯貸款，才是最需要擔心者。

除了不包括俄羅斯與土耳其在內的新興歐洲經濟體之外，流向新興市場銀行資本的增加，並未導致外匯負債占總融通的比重一併增加。在俄羅斯與土耳其兩國，外匯融資比重的下降，主要可歸因於後金融危機期間追求穩定所激發的存款去美元化（dedollarization of deposits）的增加。更普遍的是，外匯負債在資產負債表中維持相當小的比

重。

至於在新興歐洲經濟體，資產負債表外匯資產所占比重的上升，大半反映在 2002 年引進歐元或加入歐盟（EU）之後，以及更低廉的境外融資。歐元在此區域的流通，激發外匯貸款的快速累積。

在此區域的貨幣當局，已採取一些措施，包括對顧客完全揭露外匯貸款風險的命令、對外匯貸款增加風險權數、對外匯負債需提列較高的準備規定、發佈風險管理的指導原則，以及要求對無避險的資產配置進行壓力測試等。

#### 五、較緊縮的全球流動性對新興市場銀行體系的影響

2007 年夏季開始出現全球信用問題，導致 EMEs 市場進入的減少、較高的利差及較

短的票期。

外在環境不佳，導致對新興市場銀行收取較高的信用違約交換利差(credit default swap spreads)，最有名的是哈薩克的銀行，正以高的利差水準交易，而中國、印度、南韓、俄羅斯及台灣的銀行亦是如此。主要國際銀行的信用問題，透過收取較高的融資成本，及將流動性與資本遣回母國，因而傳染至主要國際銀行在新興市場的營運。的確，由利差所衡量的融資成本，對在東歐大規模營運的母銀行已明顯變為較高的水準。2008 年夏季 Lehman Brothers 倒閉，全球銀行融資市場變得不正常。銀行在借美元等國際貨幣時，面對較大的困難；包括換匯市場停止正常運作，以及大多數貨幣市場之資金枯竭。

### 伍、民間部門證券投資流出之中介機構

#### 一、機構投資者在資本移動的角色

近 20 年來，EMEs 居民之資本流出劇增，民間部門的資本流出毛額，由 1980 年代之 150 億美元，攀升至 2007 年的已超過 7,000 億美元。雖然有些新興市場決策者為沖銷國內資本流入的壓力，而鼓勵投資機構之資本流出，然而此舉對於減輕各國匯率升值壓力的效果不一。事實上，某些國家卻反而因資本流出的自由化，更加吸引國際資本流入。

#### 二、機構投資者對資本移動的影響

在過去 20 年，投資機構在全球金融市場的角色漸形重要，退休基金、保險公司和投資基金已取代銀行，成為許多已開發國家(日本除外)家庭儲蓄的主要中介機構。此股因人口老化及退休制度改革的趨勢，在大部分 EMEs 亦然，由於預計日後老人扶養比例會持續增加，對採行「隨收隨付制」(註 3) 退休金制度的政府，將產生相當大的財政壓力，因此許多 EMEs 開始進行退休制度的改革。此外，伴隨近年來的經濟成長及高儲蓄率，



亦使許多 EMEs 累積相當多的財富，加上退休資產的增加，皆推升對專業資產管理的需求。

相較於英國退休基金規模占其 GDP 約 63%，智利、馬來西亞和新加坡等三個 EMEs，亦因較其他 EMEs 更早採行「確定提撥制」的退休金制度(註 4)，致使此三國退休基金規模占其 GDP 比重皆超過 50%，其他 EMEs 退休基金規模則不如工業國家。其中，馬來西亞和新加坡在 1950 年代早期即採強制性的公營退休制度，智利則自 1981 年推動民營的退休制度。自 1990 年代開始，許多 EMEs 亦遵循智利模式進行退休制度改革，使得最近幾年一些 EMEs 退休基金的資產迅速增加。

近年來有愈來愈多新興市場退休基金採行智利的民營模式，或是雖為公營但基金委外操作，因此形成退休基金委由民間專業資產經理人操作之趨勢，希望藉此能強化其資產的風險管理。例如，馬來西亞自 1996 年開始允許參與退休基金者，得選擇提撥部分退休金投資共同基金；中國則於 2002 年選定 6 家基金管理公司管理社會保障基金(Social Security Fund)，並於 2003 年開放其投資國內股權。

傳統上，政府基於風險的考量，對於投資股權或國外證券等風險性資產皆有設限，因此退休基金的投資標的多以政府證券為主。近來伴隨著風險管理能力的加強，多數

EMEs 體認到投資多樣化的優點，放寬國內快速成長的退休基金投資國外資產之限制，進而強化退休基金扮演民間部門資本流出之中介角色，惟各 EMEs 對於投資國外資產的限制存在顯著的差異。例如，中國社會保障基金可透過 QDII 投資海外、香港與韓國投資海外並無額度限制。

智利及墨西哥的經驗顯示，一旦政府放寬國外資產的投資限制，則退休基金經理人會立即調高持有的國外資產至與法定額度相當，顯示其對這類證券的強烈偏好。至於泰國則有不同的經驗，泰國央行在 2003 年至 2006 年間亦逐漸放寬證券投資的流出限制，允許諸如政府退休基金等專業投資機構得在限額內投資國外證券，然而受到當時投資於國內資產的報酬率較高、泰銖對美元持續升值，以及投資國外管道與經驗有限等影響，至 2006 年底，全體專業投資機構投資國外證券的資產僅為當年核准額度之 18%而已。

義大利及挪威等工業國家，為防範海外投資可能產生的幣別配置不當之風險，規定退休基金必須投資一定比率的資產於退休給付所計價之幣別上。這類規定在 EMEs 並不常見，僅香港及智利等國有所規範。例如，香港雖對投資國外資產並無設限，但明定外幣曝險不得超過總資產之 70%。

對於專業資產管理的需求，亦促使工業國家投資基金規模成長。以美國為例，2006 年共同基金的規模幾達全球總量的半數，其

所持有家計單位金融資產已超過銀行存款。另對多數 EMEs 而言，共同基金則僅占 GDP 的小比率，惟近年隨著家庭財富的迅速累積，有些 EMEs 共同基金規模亦大幅擴大。各國對共同基金投資之限制亦有不同，例如馬來西亞及菲律賓允許共同基金投資國外證券之上限，分別為基金總資產的 30% 及 20%；泰國雖對個別的共同基金沒有設限，但規定共同基金、證券公司及私人退休基金三者投資國外的總額不得超過 300 億美元。

由於香港、韓國及新加坡對於外國基金

管理公司參與國內市場並無設限，致使其共同基金規模相對大於其他 EMEs。尤其是香港及新加坡，不僅國際金融機構密集、管理制度完備，又可作為區域內投資管理之跳板，因此深受海外(尤其是新興亞洲)投資人青睞。至 2006 年，這兩個經濟體共同基金的規模已超過其 GDP 之 400%，其中約 60% 為外商的共同基金。

此外，對於私人銀行服務的需求日增，亦造成愈來愈多國際資金流入香港及新加坡。

## 陸、資本移動與 2008 年金融危機

2007 年 8 月開始的全球金融危機，衝擊全球主要金融中心，2008 年 9 月進一步惡化，導致先前流入 EMEs 的國際資本意外地急劇反轉流出，致新興市場金融體系承受莫大的壓力。其後，大型國際銀行、對沖基金等加速去槓桿化，全球信用市場失去正常作用，新興市場金融資產遭拋售，EMEs 匯率承受極大的壓力。EMEs 貨幣相對於美元或歐元貶值，使 EMEs 外匯曝險部位龐大的個人與企業借款人，蒙受嚴重的損失。資金亦抽離新興市場債券，導致許多 EMEs 本國幣債券市場流動性降低，長期利率飆高，且各地的銀行籌資市場幾乎都面臨流動性問題。

### 一、市場情況

茲比較 2007 年中期至 2008 年底之間，

新興市場股市表現與已開發市場之情形如下：

#### (一) 股市：

2007 年 8 至 10 月：新興市場優於已開發市場。

2007 年 11 月至 2008 年 5 月中旬：新興市場與已開發市場表現相似。

2008 年 5 月中旬至 11 月底：新興市場股價下滑的幅度更甚於已開發市場。

#### (二) 匯市：

2007 年中旬至 2008 年 11 月底，新興市場高收益貨幣貶值壓力升高、匯率波動加劇、套利交易開始解約出場，以及全球出現美元流動性短缺。

#### (三) 債市：

2008年9月初至10月末間，受風險溢酬升高影響，新興市場主權債券與信用違約交換（CDS）的利差劇增。至11月底，經常帳赤字或外債嚴重的國家，利差擴大的幅度更顯著。本國貨幣債券價格亦受影響，許多EMEs的本國幣債券殖利率暴漲，波動加劇。

#### （四）銀行籌資市場

全球金融危機的特點之一，是美國以外之金融機構持有的美元資產與負債，出現到期期限配置不當的問題，例如利用同業拆款的短期資金來作較長天期的投資。隨著交易對手風險升高，銀行對於美元貸款轉趨保守，致美元融資成本升高。跨國銀行亦傾向於出售新興市場的本國幣資產，以增加美元部位。

許多新興經濟體均面臨顯著的流動性壓力。以南韓為例，自2003年起，家計單位的投資與銀行放款均告增加，2008年各商業銀行貸款對存款的比率（loan-to-deposit ratio）平均高達120%。銀行因此更加依賴大額籌資。但是，金融危機惡化，導致國內外籌資成本均升高，加以韓元劇貶，韓國企業蒙受龐大的外匯損失。企業違約率升高，銀行更加緊縮銀根，造成國內籌資市場進一步受損。

## 二、政策因應措施

### （一）央行針對銀行籌資市場所採取之措施

#### 1. 強化外幣流動性

（1）出售外幣現貨：為解決因美元短缺導

致本國幣貶值的問題，央行採取的措施包括出售美元現貨（墨西哥）、暫停買入美元（智利及土耳其）等。

（2）動用外匯存底：美元定期附買回操作（巴西及菲律賓）、推出美元信貸常設工具（巴西）、提撥部分外匯存底協助銀行與企業償付外幣債務（南韓及俄羅斯）、及實施美元換匯機制，包括進一步改善原有換匯機制之效率（南韓及印尼）、推出新的換匯工具（巴西、智利、波蘭）、宣布必要時可實施換匯（香港）等。

（3）與他國央行的換匯機制：例如美國與巴西、南韓、墨西哥、新加坡之央行，各簽訂300億美元的暫時性換匯協議。

#### 2. 強化本國幣的流動性

為紓緩國內同業拆款市場的流動性壓力，EMEs央行採取多項與工業化國家類似的措施，包括：

（1）擴大央行公開市場操作可接受之擔保品範圍；

（2）延長央行流動性融通工具的期限；

（3）允許更多銀行得以利用央行的常設工具，或參與央行的標售活動；

（4）增加公部門的銀行存款；

（5）央行買入公債；

（6）放寬存款準備金的要求。

### （二）降低市場波動性

印尼、墨西哥、俄羅斯等國均採取穩定本國幣債券市場的措施。至於在股市方面，

政府的因應措施包括：

- (1) 放寬外國企業投資本國股市的規定（中國、印度）；
- (2) 調降證交稅；
- (3) 以政府資金買入股票；
- (4) 暫時禁止股票放空（印尼、南韓、俄羅斯）；
- (5) 對未能交付股票之交易商施以罰責（新加坡）。

### (三) 重振民眾對銀行之信心

- (1) 擴大存款保險；
- (2) 政府對銀行間拆款提供保證（匈牙利、阿拉伯聯合大公國）；
- (3) 政府對外幣債務提供保證（南韓、俄羅斯）；
- (4) 宣布挹注銀行資本的措施（哈薩克、俄羅斯）；
- (5) 接管體質較弱的銀行（俄羅斯、巴西）。

### 三、對全球金融危機之初步評估

金融市場關聯性相當複雜且多面向。因應嚴重外部衝擊的經驗顯示，槓桿操作造成的反饋機制等現象，會導致金融市場價格劇烈波動，投資者可能被迫在基本面仍佳的情況下拋售投資部位。

資本移動雖易使新興經濟體受到歐美國際金融中心情勢的影響，但如果新興經濟體的資產負債表部位穩固，則有助於其因應外部衝擊。國內總體經濟狀況亦很重要，例如

經常帳逆差或財政赤字嚴重的國家，面臨外部衝擊時受創較重。

在大部分的情況下，匯率具有彈性，可於遭受外部衝擊時充作安全閥。然而，近來匯率的變動並非因為國內經濟情勢所造成，而且變動幅度極大，可能造成匯市動盪。外匯干預的規模超乎尋常，不過，某些央行干預匯市的目的，是希望盡量減少匯市的價格形成過程所受到的干擾。

在證券投資與股價方面，由於主要金融中心的銀行及金融機構大幅度調整原有的操作方式，例如大型跨國銀行及對沖基金的去槓桿化，而使股市波動加劇。

EMEs 外匯存底增加與國內金融體系流動性過剩的兩種情況，在全球金融危機爆發後，均大幅逆轉。此外，金融危機亦使新問題浮現。某些國家的外匯存底，以過去標準而言算是充足，但是卻在此次危機中嚴重受創。

至於國內金融市場的發展程度，是否有助於抵抗非居民拋售資產的壓力，並不容易得到答案。全球金融危機爆發後，國際投資人紛紛轉而買入工業國家之公債，而將資金抽離許多表現亦稱穩健的新興市場。因此，本國幣債券市場能否撐得住，便成為關鍵之一。例如，某些國家即因國內機構法人出力而穩住市場。

此外，國內機構不斷增加外匯部位，影響若干新興經濟體貨幣市場的美元流動性。

全球金融危機的亂局之中，遠期外匯及換匯換利市場的美元流動性壓力，會比同業拆款市場壓力更早浮現。

此次全球金融危機的爆發與蔓延，國內外銀行均占很大的因素。資金主要來自國內存款的本國銀行，得以讓風險分散，在面臨外來衝擊時，可協助支撐金融體系。

1980 年代以來，幾乎每次新興市場危機的問題，都包含直接或間接曝露於幣別配置不當的風險。例如，國內利率高、匯率穩定，導致波羅的海三小國、東南歐、匈牙

利、獨立國協等地的家計單位，外幣借款幣別配置不當的情況增加，尤其是外幣計價的房貸大增。此外，匯率政策的影響亦值得探討。力阻貨幣升值並因而累積大量的外匯存底，可能會讓民間部門認為未來必將升值。

此次全球金融危機最重要的教訓或許在於，極為依賴大額籌資的銀行，在市場流動性遭受衝擊時，會是較脆弱的一環。存放比可作為評估銀行脆弱性的粗略指標。放款若大於存款，銀行可能就要從外國母公司或國內外大型籌資市場取得資金，來彌補差額。

## 柒、結論

1. 原則上，跨國資本移動對資本流入國及流出國皆有利。但是，歷史證據及最近發生的全球金融危機卻明確顯示，資本移動亦會帶來新的風險。怠於分析及瞭解這種風險，即率爾開放資本帳，可能會危及EMEs的金融及貨幣穩定；反之，僵化的資本帳管理，亦不利於國家總體經濟的管理。
2. 對快速發展的經濟體而言，最佳的模式應是由穩定型態的外人投資流入來彌補其經常帳的逆差；若是資本大量流入，且經常帳大幅順差，則不利於資本流入國。在資本流入無法抵銷經常帳餘額的情形下，會造成實質匯率的大幅波動。近年來許多EMEs之資本流入已超過其GDP的10%，過去經驗告訴我們，大量的資本流入，會

造成現有資產價格上漲。資產市場泡沫化已對一些EMEs造成傷害，決策者必須將這些風險銘記在心。

3. 檢視資本帳自由化與經濟表現相關程度的文獻發現，多數的實證結果反映出兩者之間呈現無關或無高度正相關。若單就股權投資移動(尤其是外人直接投資)而言，由於可分散風險並引進外商技術，將有益於經濟成長。然而就債權投資而言，則益處較不明顯。雖然這10年來EMEs的通貨膨脹已有改善，但較主要先進經濟體仍稍微偏高，因此EMEs的名目利率會較高，在自由化政策下，會有吸引大量短期套利基金的風險。EMEs應在總體經濟穩定，以及通貨膨脹維持在一定水準的情形下，才開放

短期債務投資的資本移動。

4. 各國常因金融中介能量受限，致國內長期資金不足，須仰賴國外短期資金挹注，過去實證研究結果顯示，國內金融市場發展的重要性。有些研究指出，開放資本帳可經由對本國金融市場深化的刺激、強化金融機構、及總體經濟政策的改善，因而增加本國之實質所得。然而倘若上述因素不存在，則資本帳自由化將會帶來危機。
5. 國際間較緊密的金融整合將會對貨幣政策形成挑戰，而且長期利率逐漸受國際因素的影響。貨幣政策可經由改變短期利率來達成政策效果，然而短期資金移動對於本國短期利率相當敏感，此係各國為何將短期資金的移動限制列為最後一個自由化項目的原因。
6. 貨幣政策、匯率目標、外匯市場干預、及本國金融資產負債表之間的相互關聯性相當複雜。在 2002 年至 2007 年之間，某些 EMEs 央行干預達到前所未有之高點，係因資本淨流入且經常帳順差，加上匯率較無彈性之故；此外，先進經濟體採行寬鬆的貨幣政策，亦助長資本的移動。
7. 外幣大量流入對一國金融體系流動性會產生重大影響，央行可藉由發行沖銷債券、調整準備率等政策工具因應。每種工具都各有其利弊，可依照外來衝擊的本質、總體經濟情勢，及本國金融體系發展程度做選擇。對有些 EMEs 而言，外匯市場干預及沖銷是相當重要的工具，其對全體經濟金融穩定的利益，將超過沖銷的成本，尤其是金融愈趨全球化的時代，央行更應以維持金融穩定為首要任務。
8. 過於注重匯率目標，可能會逐漸傷及貨幣政策對物價穩定的效果。若央行持續大規模的干預外匯市場，將會造成貨幣升值的預期，並有扭曲本國及國際金融體系的風險。若是外匯市場干預能與中期的匯率彈性適當的結合，則上述風險將會減低，一國的貨幣不可能永遠偏離實質長期均衡匯率。
9. EMEs 應允許名目匯率波動趨勢和基本經濟基礎一致。對於一些大量依賴勞力密集產品出口的低所得 EMEs 而言，匯率的過度波動會對就業與產出造成負面影響。匯率等主要金融價格顯著的波動，將導致不穩定的預期，進而影響金融的穩定。惟隨著本國金融市場的發展，這種波動將會減少，國內市場參與者亦將更能因應這種金融價格的改變。
10. 若是外國銀行對本國借款者的貸款，由跨國移動的短期美元或其他外幣貸放，轉成經由其國內子行貸放本國幣，則可促進金融穩定。然而，如果國內子行資金來源，仍然是向國際市場或是國外母行借外幣來支應，而非本國幣存款，則金融穩定的風險仍然存在。在這波金融危機中，一些經濟體(尤其是歐洲新興國家)的確遭遇到此類

風險。體質脆弱的國家必須當心，應避免盲目依賴銀行的風險控管能力及市場訊息等，資金來源國及地主國監理機構的充分溝通是達成有效審慎監理不可或缺的。

11. 本國資本市場功能健全，對資本流入有助於經濟成長且不會損害金融穩定，扮演重要支持作用。金融系統的韌性及資本流入是相互關聯的，擁有大量外國投資者原則上可深化本地金融市場、增加投資者多樣化，並改善流動性。惟一旦發生危機，則外國投資者會大量處理其在 EMEs 的投資，加深本地總體經濟及流動性的風險，這種情形在此次金融危機中尤其明顯，因此 EMEs 擁有成熟穩固且多樣化的國內投資者，對加強金融體系的韌性是必要的。
12. 國內監理者必須特別對新型及快速發展的金融工具保持高度警覺，這點對於允許槓桿操作的國家特別重要，政府及央行亦應致力發展更完善的金融市場。在全球金融危機期間，即使是基礎較健全的主要 EMEs，在主要國際銀行、對沖基金及其他投資人的去槓桿化操作下，幾乎所有的資產皆面臨拋售的壓力。
13. 採行開放資本帳的國家，必須準備應付國外金融體系所帶來的衝擊，彈性的匯率可有效減緩這種衝擊，並有助於阻止私人部門不當的外匯曝險。擁有鉅額外匯存底的國家，較能應付突然及大量的資本流出所帶來之匯率貶值壓力的衝擊，此等國家不

僅能大量干預外匯市場，反制匯率的極端波動，並能在危機時對本國銀行提供美元或其他外幣的融通。同樣的，有些國家在面臨資本大量流入時，採用諸如提高法定準備率等措施，來控管銀行流動性。此等國家在遇到危機時，亦可解除這些限制措施來紓解流動性壓力，因此較其他國家能因應危機。

14. 大部分的 EMEs 在 2004 至 2007 年間累積了大量的外匯存底，在當時被認為是過量的，許多 EMEs 當局認為這段期間大量資本流入或經常帳的順差只是暫時現象，而這些流入資本亦都轉成外匯存底。這些外匯存底在面對當前資本流出時，都變成第一線的防禦工具。這種對資本移動處理的方式，結合適當的彈性匯率，事後觀察，都是很周詳的。主要國家央行一致的行動，特別是換匯協定，在某種程度上，亦對抑制金融市場波動及危機擴散有所助益。
15. 本文指出的外幣曝險等脆弱性之缺點，已逐漸顯現，某些國家更面臨危機。
16. 健全的總體經濟政策、審慎的債務管理、彈性的匯率、有效管理的資本帳、累積一定數量的準備以備不時之需，以及建構本國金融市場的韌性，都是 EMEs 在面對大量及不穩定資本移動時，最適當的因應措施。以上的各種措施如何搭配實施，將依各國國情及不同時期而定，沒有一套組合是全體適用的。

## 附 註

- (註 1) 右圖 DI, PI,及 OI 分別為直接投資、證券投資、及其他投資。
- (註 2) 指一個經濟體境內投資者，將其持有的貨幣資本或股權轉移到境外，然後再以「外人直接投資」投入該經濟體的經濟行為，似乎類似於所謂的「假外資」。
- (註 3) 政府將當期收到的退休準備金(或當期編列的預算)，支用於當年的退休給付，致由後代的工作者撫養上代的工作者。
- (註 4) 雇主按員工薪資的一定比率提撥退休準備金，員工將來退休時所支領的退休金，決定於其個人過去已提撥退休準備金的金額及其投資收益率。

(本文完稿於 99 年 1 月，譯者為本行經研處行員)