

貳、國內外經濟金融情勢

一、國際經濟金融情勢

2010年全球經濟復甦力道增強，惟各區域步調不一。新興及開發中經濟體成長強勁，尤以亞洲地區成長最速，惟經濟過熱風險正逐漸升高。先進經濟體二次衰退風險消退，惟復甦速度緩慢，且失業率居高不下，其中，歐元區部分經濟體受主權債務疑慮攀升及金融風險升高等交互影響，經濟成長減緩甚或出現下滑情形。中國大陸經濟成長快速，信用擴張及房價漲幅在採行貨幣緊縮政策及抑制房價高漲之總體審慎政策後，轉趨緩和，惟物價上漲壓力持續升高。

全球金融體系已有改善，惟依然脆弱。其中，先進經濟體因面臨經濟成長減緩及財政失衡問題，加上主權債務危機再起，引發歐元區融資市場壓力，金融體系依然脆弱；新興經濟體則因資本大幅流入，有信用擴張過速及資產泡沫化之疑慮，金融風險升高。

(一) 全球景氣復甦力道增強，惟各區域步調不一

2010年全球經濟復甦力道增強，其中上半年因製造業及全球貿易暢旺，帶動存貨及固定投資大幅增加，全球經濟明顯好轉；惟下半年起，因庫存回補效應消退，加上歐洲主權債務危機再起，使先進經濟體經濟下滑風險升高，全球經濟成長轉趨緩和。國際貨幣基金(International Monetary Fund, IMF)估計，2010年全球經濟成長率由2009年之-0.5%勁升至5.0%¹¹。展望未來，雖然各界擔心北非、中東地區政治動盪恐使原油供應不穩，惟隨著金融市場改善，新興與開發中經濟體經濟持續熱絡，以及先進經濟體經濟逐漸恢復信心，IMF預估2011年及2012年全球經濟持續增長，經濟成長率分別為4.4%及4.5%(圖2-1)。

各區域經濟復甦步調不一。新興及開發中經濟體受惠於國內需求持續強勁及全球貿易商品需求增加，2010年經濟成長力道強勁，IMF估計經濟成長率達

¹¹ 本節有關IMF對經濟成長率及物價指數年增率之估計與預測，除有特別註明外，均係2011年4月IMF發布「全球經濟展望(World Economic Outlook)」之資料。

7.3%，尤以亞洲地區成長9.5%最速。展望未來，隨著庫存回補效應消退，IMF預期新興及開發中經濟體2011年經濟成長力道將放緩回降至6.5%，2012年則持平(圖2-1)。

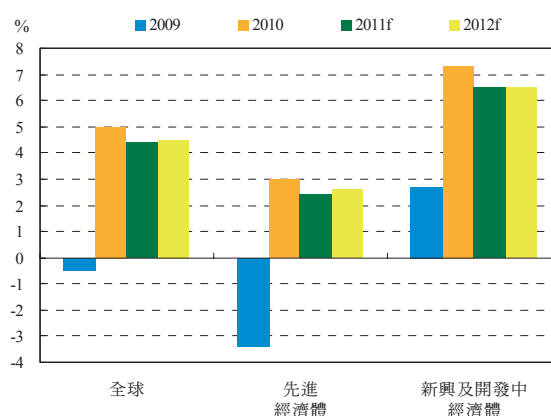
先進經濟體經濟持續復甦，惟速度較緩。其中，美國及日本因通過新財政方案刺激經濟成長動能，以及民間消費轉強力道優於預期，景氣觸底

回溫且緩步上升；惟日本2011年3月發生大地震，對該國總體經濟之影響雖然有限，但不確定性升高¹²。歐元區部分經濟體受政府財政惡化拖累，加以不動產市場疲弱不振，經濟成長減緩甚至出現下滑情形，幸賴德國強勁國內需求帶動經濟擴張，抵銷大部分不利影響。IMF估計，2010年先進經濟體經濟成長率由2009年之-3.4%回升至3.0%，遠低於新興及開發中經濟體，且預期2011年及2012年將分別溫和成長2.4%及2.6%(圖2-1)。

物價方面，2010年以來，隨著全球需求擴增、部分大宗物資供給趨緊及美元走貶，國際原油及原物料價格大幅上揚，加以全球氣候異常、天災頻傳及部分地區政局動盪，更推升農作物及能源價格居高不下，且預期物價上漲壓力將持續至2011年，2012年始轉趨緩和。部分新興及開發中經濟體因糧食價格上漲、信用快速成長與資產價格上漲，面臨景氣過熱壓力，IMF估計2010年消費者物價指數(CPI)年增率由2009年之5.2%升高至6.2%，且預期2011年續升為6.9%，通膨壓力增高，至2012年始回降至5.3%。先進經濟體因經濟成長腳步趨緩且通膨預期穩定，通膨壓力較輕，IMF估計2010年CPI年增率僅上升至1.6%，並預期2011年續升至2.2%後，2012年回降為1.7%(圖2-2)。

2010年先進經濟體失業率仍居高不下。其中，美國2010年失業率高達9.6%，

圖 2-1 全球經濟成長率



註：2011f及2012f為IMF預測值。

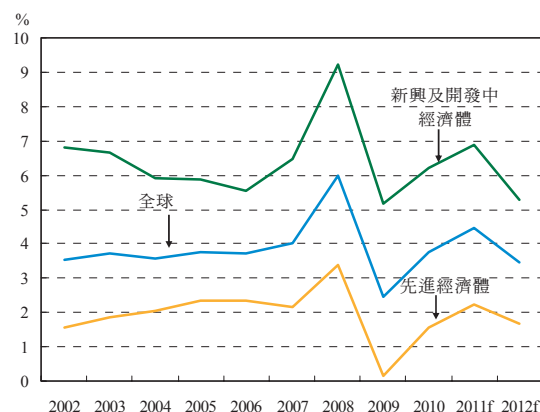
資料來源：IMF, "World Economic Outlook," April 2011.

¹² IMF考量日本大地震之可能影響，下調該國2011年經濟成長率預測值0.2個百分點至1.4%，2012年預測值則調升0.3個百分點至2.1%。另Global Insight初步預估，日本大地震對全球經濟成長之衝擊約0.1%至0.2%，且隔年將小幅回升。該機構2011年5月預測資料指出，日本2011年GDP成長率將下滑至0.05%，惟2012年可望因重建帶動而上揚至3.57%。

雖然2011年4月下滑至9.0%¹³，但就業市場仍然疲弱；英國因削減公共部門工作機會，2010年失業率持續攀升至7.88%；歐元區2010年平均失業率達9.98%，其中以荷蘭及奧地利勞工市場表現較為穩健，葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘及西班牙等國失業率則持續攀高，尤以西班牙高達20.1%為最；日本受惠於經濟復甦，失業率在2010年6月到達高峰後緩步下滑。IMF預測，2011年及2012年主要先進經濟體失業率將逐漸小幅下滑(圖2-3)。

貨幣政策方面，2010年間多數主要先進經濟體基於通膨預期穩定且失業率持續走高，續採寬鬆貨幣政策¹⁴，以刺激國內景氣復甦，其中美國、英國及歐洲央行均維持政策利率不變¹⁵；日本央行為因應持續的通貨緊縮，以及日圓升值與股市疲軟，10月調降政策利率，再度重回零利率政策¹⁶；惟澳洲央行因通膨升溫疑慮，四度調升現金利率目標共4碼至4.75%。亞洲新興經濟體中，多數受經濟持續成長、通膨加速及信貸大幅擴增等因素影響，2010年間陸續調升其政策利率，例如中國大陸、馬來西亞及泰國等，香港及印尼則維持政策利率不變。2011年初，除中國大陸及泰國持續升息走勢外，印尼及歐洲央行鑑於物價上漲壓力增強，亦分別於2月及4月宣布調升政策利率各1碼(圖2-4)。

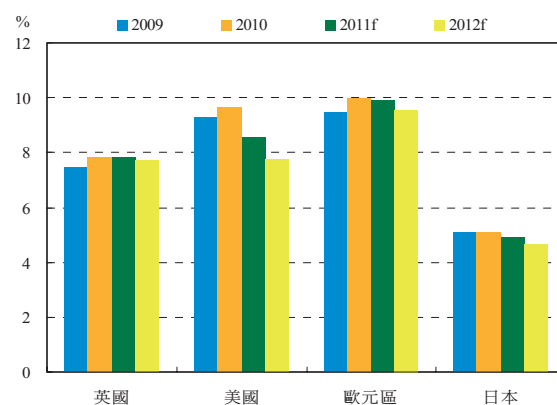
圖 2-2 全球消費者物價指數年增率



註：2011f 及 2012f 為 IMF 預測值。

資料來源：IMF, "World Economic Outlook," April 2011.

圖 2-3 主要先進經濟體失業率



註：2011f 及 2012f 為 IMF 預測值。

資料來源：IMF, "World Economic Outlook," April 2011.

¹³ 美國勞工統計局2011年5月6日公布資料。

¹⁴ 例如美國聯邦公開市場委員會(FOMC)於2010年11月啟動第二次量化寬鬆貨幣政策(QE2)，預計2011年6月底前買進6,000億美元之長期政府債券。

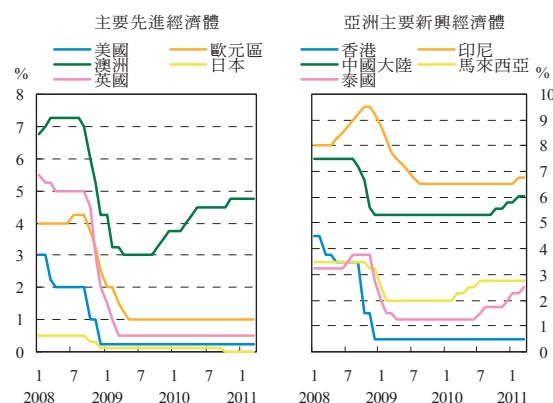
¹⁵ 截至2011年3月，美國聯邦準備理事會維持聯邦資金利率目標於0%~0.25%；英格蘭銀行2009年間調降政策利率至0.5%之歷史新低後，迄今維持不變。

¹⁶ 日本央行於2010年10月調降無擔保隔夜拆款目標利率，由0.1%降至0%~0.1%。

財政政策方面，深受財政問題困擾之先進經濟體，2010年受惠於經濟復甦使財政收入增加，加上金融援助行動逐漸退場與縮減政府花費使財政支出減少，財政赤字狀況多較上年改善，惟IMF預估2011年該等財政改革步調將放緩，且各國互異。其中，美國及日本再推出新一波財政激勵措施，且日本更面臨地震災後重建問題，均延緩其財政改革步伐；相反地，主要歐洲國家大致續採財政赤字縮減措施，例如德國及法國之財政刺激措施陸續退場，西班牙及英國大幅削減政府支出，希臘、愛爾蘭及葡萄牙亦持續進行大規模財政縮減計畫等(圖2-5)。至於新興經濟體，雖然2009年主要新興經濟體(例如巴西、中國大陸、印度)因擴張政府支出而有財政惡化情形，惟2010年部分新興經濟體(例如俄羅斯、沙烏地阿拉伯及土耳其)受惠於原物料價格上漲及延後資本支出計畫，IMF預估新興經濟體整體財政狀況將有所改善，且政府債務水準大致持平。

綜合IMF、經濟合作發展組織(Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD)及亞洲開發銀行(Asian Development Bank, ADB)近期對全球經濟發展之研究報告¹⁷，全球經濟前景仍面臨數項不利變數，包括：(1)主權債務危機可能由歐元區周邊國家擴散至核心國家；(2)主要先進經濟體在擬定中期財政整頓

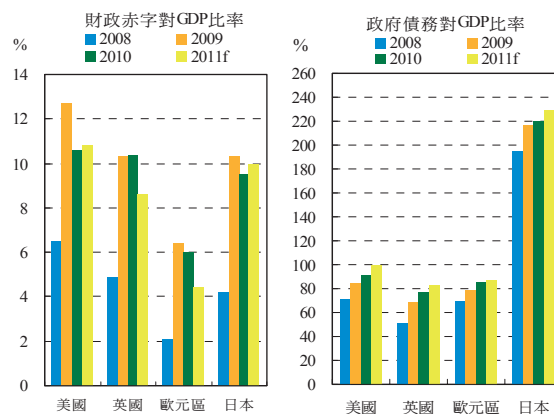
圖 2-4 主要經濟體政策利率



註：1. 主要先進經濟體：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，日本為無擔保隔夜拆款利率目標。
2. 亞洲主要新興經濟體：香港為貼現窗口基本利率，中國大陸為金融機構一年期放款基準利率，泰國為一天附買回利率，印尼為印尼央行利率目標，馬來西亞為隔夜拆款政策利率。
3. 資料截至 2011 年 3 月底。

資料來源：各國或地區央行網站。

圖 2-5 主要先進經濟體財政赤字及政府債務狀況



註：2011f 為 IMF 預測值。
資料來源：IMF。

¹⁷ IMF, "World Economic Outlook," October 2010 and April 2011; IMF, "World Economic Outlook Update," January 2011; OECD, "Economic Outlook," Volume 2010/2, November 2010; ADB, "Asia Economic Monitor," December 2010.

計畫方面缺乏進展；(3)原物料價格高漲使通膨壓力增溫；(4)新興經濟體在有利出口貿易條件及大量國際資本流入之下，引發經濟過熱、通膨升溫、資產價格泡沫化之疑慮；(5)全球經常帳失衡，貿易保護主義抬頭，以及各國干預匯率引發外匯市場動盪。

為確保全球經濟穩健復甦，IMF認為需就全球失衡問題採取解決措施，包括：(1)先進經濟體應加速重建金融體系以恢復信用供給，並以適當速度執行財政整頓計畫，改革金融法規與監理制度，且提升經濟成長潛力，以恢復內部平衡；(2)新興經濟體應同時採取財政整頓與升息措施，並採用總體審慎工具，包括必要時採行資本移動管理措施，從而促進外部平衡。此外，OECD亦建議：(1)經濟政策應與財政整頓計畫配合，並隨景氣復甦步伐適度調整政策利率，且持續推動金融改革；(2)執行結構性改革，以提高財政整頓效率，改善就業市場，並降低全球失衡對儲蓄及投資之衝擊。

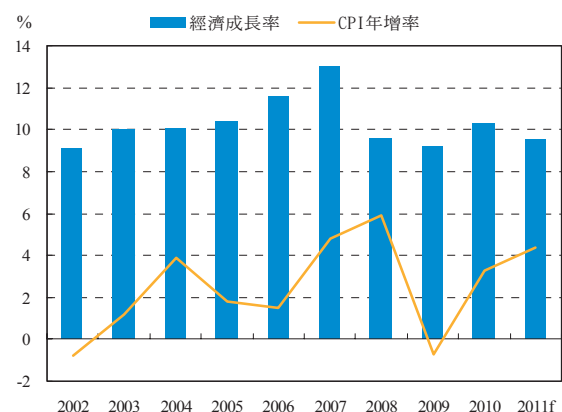
(二) 中國大陸經濟成長快速，通膨壓力增溫，惟信用擴張放緩

1. 經濟成長快速，物價上漲壓力增大

中國大陸在擴大內需等振興經濟方案帶動下，民間消費與固定資產投資持續成長，2010年第1季經濟成長率由上年第4季之11.4%續升至11.9%。鑑於信用擴張過速及房市過熱，大陸國務院調整宏觀調控政策，中國人民銀行亦逐步緊縮貨幣，復以出口受全球經濟復甦趨緩影響而縮減，使經濟情勢自第2季開始降溫，成長率回落至10.3%，第3季續降至9.6%後趨穩，惟全年經濟成長率仍高達10.3%，Global Insight預測2011年略降至9.3%¹⁸ (圖2-6)。

物價方面，由於消費需求升溫，食品價格上揚，2010年CPI年增

圖2-6 大陸經濟成長率及CPI年增率



註：2011f 係 Global Insight 2011 年 4 月預測值。

資料來源：中國國家統計局、Thomson Datastream 及 Global Insight。

¹⁸ Global Insight 2011年4月預測值。

率呈上揚趨勢，5月首度超越官方設定之3.0%目標達3.1%。其後，因東北等主要農產地發生水災，助漲糧食價格，大陸國務院乃於8月間宣布採行7項穩定農產品價格措施¹⁹，惟CPI漲幅仍逐月擴大，11月達年度高峰5.1%，創28個月來新高。為抑制物價漲勢，國務院11月進一步宣布採行16項穩定物價措施²⁰，中國銀行業監督管理委員會(簡稱中國銀監會)並要求商業銀行嚴查信貸資金挪用於農產品炒作、囤積、哄抬物價等違規行為。2010年中國大陸CPI平均年增率達3.3%，較上年之-0.7%大幅上揚。2011年3月CPI年增率續創新高達5.4%，且Global Insight預測2011年CPI平均年增率為4.5%²¹，物價上漲壓力持續上升(圖2-6)。

2. 貨幣政策趨緊，銀行信用及房價成長放緩

2009年間，中國大陸因採寬鬆貨幣政策，造成信用擴增過速，銀行承作人民幣放款年增率及M2年增率分別於6月及11月創歷史新高，達34.4%及29.7%。由於大量新貸資金流入房市，大陸地區70大城市平均房價年增率於2010年4月上升至12.8%，創近5年新高，房市有過熱現象。為紓解房市泡沫化及物價上漲壓力，2010年間，中國人民銀行六度調高金融機構存款準備率共3個百分點，兩度調升1年期存、放款利率分別至2.75%及5.81%，並多次進行公開市場操作，積極收縮市場流動性，大陸國務院等官方機構亦陸續實施抑制房價高漲措施(表2-1)。實施結果，12月人民幣放款年增率及M2年增率分別降至19.9%及19.7%，70大城市平均房價年增率亦下滑至6.4%(圖2-7及2-8)，銀行信用及房價成長均趨緩。

2011年初以來，由於物價上漲壓力升高，中國人民銀行持續調高存款準備率及調升存放款利率以緊縮貨幣²²，國務院辦公廳亦進一步實施調控房地產市

¹⁹ 大陸國務院2010年8月27日公布「國務院關於進一步促進蔬菜生產保障市場供應和價格基本穩定的通知」，7項穩定農產品價格措施包括：(1)強化「菜籃子」市長負責制；(2)加強蔬菜主要產地基礎建設；(3)改善蔬菜運送設備；(4)落實「綠色通道」政策；(5)改善蔬菜產銷關係；(6)強化蔬菜產銷資訊監控、預警與公布系統；以及(7)確保奶、蛋、魚、肉等農產品之生產與供應。

²⁰ 大陸國務院2010年11月19日公布「國務院關於穩定消費價格總水平保障群眾基本生活的通知」，16項穩定物價措施包括：(1)加強發展農業生產；(2)穩定供應農業副產品；(3)降低農業副產品運送成本；(4)確保肥料之生產供應；(5)確保煤、電、油、氣等能源之供應；(6)提供價格臨時補貼；(7)建立與物價連動之社會救助和生活保障標準；(8)落實規範收費之各項規定；(9)積極妥適推動價格改革；(10)規範農產品經營與精緻加工之市場秩序；(11)加強農產品期貨和電子交易市場監管；(12)健全價格監管法規；(13)加強價格監督檢查和反價格壟斷執法；(14)完善價格資訊發布制度；(15)切實落實「米袋子」省長負責制和「菜籃子」市長負責制；以及(16)建立跨部門市場價格調控之聯席會議制度。

²¹ Global Insight 2011年4月預測值。

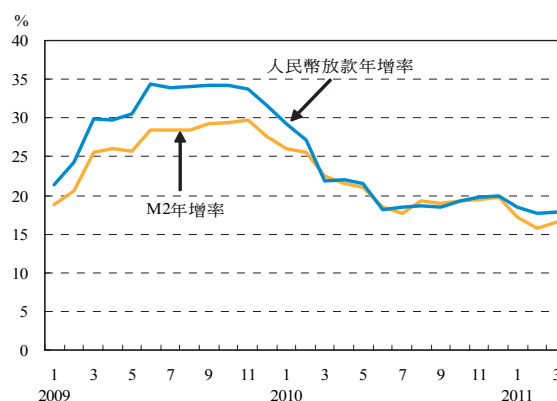
²² 2011年1至4月間，中國人民銀行再行調高金融機構存款準備率共1.5個百分點，調升1年期存、放款利率分別至3.25%及6.31%。

場措施(表2-1)，3月人民幣放款年增率及M2年增率分別續降至17.9%及16.6%(圖2-7)，房價上漲之城市數目亦逐漸縮減²³。惟房價調整對不動產業及銀行放款品質之衝擊，值得關注。

此外，金融危機期間中國大陸實施之振興經濟方案中，固定資產投資為經濟成長之主要動力，因此大陸各級政府無不投注大量資源增加對基礎建設之投資，其中，地方政府囿於財政收支預算及法令對銀行借款及發債之限制，乃藉由成立地方政府融資平台公司(簡稱融資平台公司)進行籌資²⁴。部分銀行因融資平台公司具有地方政府提供之隱性保證²⁵，無論額度審核或利率決定均相對寬鬆，導致近2年間融資平台

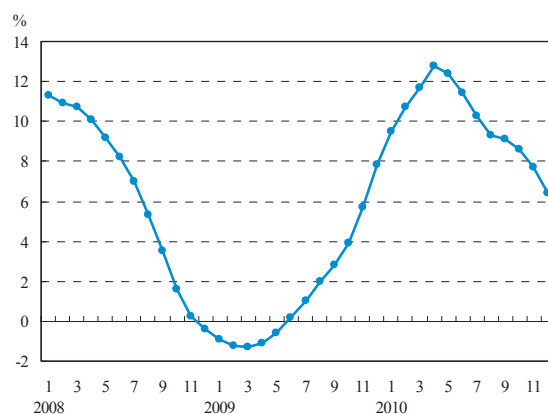
公司之家數與舉債規模均急遽增加，引發對地方政府財政體質及融資平台公司償債能力之疑慮，促使大陸國務院等官方機構於2010年中起，積極清查處理融資平台公司債務²⁶，期降低財政風險及健全銀行經營體質。

圖2-7 大陸M2及人民幣放款年增率



資料來源：中國人民銀行。

圖2-8 中國大陸70大城市平均房價年增率



註：自2011年起，中國國家統計局不再公布本資料。

資料來源：中國國家統計局。

²³ 自2011年起，中國國家統計局不再公布70大城市平均房價年增率，僅公布個別城市之房價指數。2011年第1季70大城市房屋(包括新建及二手屋)價格多數持續上漲，惟上漲城市數目逐月縮減；其中，1月有8成以上城市房價上漲，2月及3月分別降至7成及6成。

²⁴ 地方政府融資平台公司係指地方政府以財政撥款或提供土地或股權等方式設立之獨立法人公司。

²⁵ 部分地方政府就地方融資平台公司之債務提供保證或清償承諾，若該等貸款不具自償性，恐將損及地方政府財政體質。

²⁶ 2010年6月10日大陸國務院公布「國務院關於加強地方政府融資平台公司管理有關問題的通知」，主要採行措施包括：(1)依貸款性質及償債來源適當分類、評估及清理融資平台貸款；(2)依功能及營運狀況分類及清理既存融資平台公司；(3)強化融資平台公司之貸款管理及金融機構對融資平台公司之授信管理；以及(4)嚴禁地方政府對融資平台公司提供擔保。2010年7月30日中國財政部、中國國家發展改革委員會、中國人民銀行及中國銀監會共同公布「關於貫徹『國務院關於加強地方政府融資平台公司管理有關問題的通知』相關事項的通知」，就前揭措施訂定細部執行規則。

表 2-1 2010年及2011年第1季中國大陸抑制房價高漲措施

日期	發布機關	措施主要內容
2010.1.7	國務院辦公廳	房貸戶購買第二間房屋之頭期款比率不得低於40%。
2010.4.17	國務院	1. 首次購屋頭期款比率不得低於30%。 2. 提高房貸戶購買第二間房屋之頭期款比率下限至50%，且利率不得低於中國人民銀行放款基準利率之1.1倍。 3. 房價上漲過快地區之銀行，得暫停辦理購買第三間房屋放款。 4. 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，銀行得暫停相關住宅放款。
2010.5.25	中國財政部	1. 加強對土地增值稅之稽徵作業。 2. 提高土地增值稅預徵率。 3. 規範土地增值稅核定徵收率不得低於5%，並嚴禁以核定為主之稽徵方式。
2010.9.29	中國人民銀行 中國銀監會	1. 暫停辦理購買第三間房屋放款。 2. 暫停對無法提供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，辦理購屋放款。 3. 重申首次購屋頭期款比率不得低於30%，房貸戶購買第二間房屋之頭期款比率不得低於50%，且利率不得低於中國人民銀行放款基準利率1.1倍之規定。
2010.9.29	中國財政部	自2010年10月1日起，出售房屋並在1年內重新購屋者，不再減免個人所得稅。
2010.11.4	中國住房和城鄉 建設部 國家外匯管理局	1. 境外個人限購一間自用住宅。 2. 在境內設立分支機構或代表處之境外機構，僅能在註冊城市購買辦公用之非住宅房屋。
2011.1.26	國務院辦公廳	1. 調整營業稅政策，對個人購買房屋未滿5年再行出售者，統一按其銷售收入全額課稅。 2. 提高房貸戶購買第二間房屋之頭期款比率下限至60%，重申利率不得低於中國人民銀行放款基準利率之1.1倍。中國人民銀行各分支機構並可根據地方政府目標，提高前揭頭期款及利率下限。 3. 超過兩年仍未取得建照之房屋用地，立即收回土地使用權，並處以罰款；房地產開發建設投資未達25%(不含土地款)者，不得轉讓土地及開發項目。 4. 直轄市等大城市及房價過高或上漲過快城市，應訂定住房限購措施，對已擁有2間房屋之本地居民、擁有1間房屋之非本地居民及無法提供當地納稅證明或社會保險繳納證明之非本地居民，暫停向其售屋。

資料來源：本行金檢處整理。

(三) 全球金融體系已有改善，惟依然脆弱

受惠於經濟好轉、流動性充沛及投資人風險偏好提高，2010年全球金融市場表現轉佳，全球股價普遍上揚，且銀行資本狀況逐漸改善。2010年10月IMF下修全球銀行與金融危機有關之應轉銷呆帳及提列準備金額至2.2兆美元(圖2-9)，其中約四分之三已實際轉銷或提列，尚餘5,500億美元待進一步處理。

儘管危及全球穩定之風險漸減，惟全球金融體系依然脆弱，雙軌式全球復甦(two-track global recovery)²⁷持續對各國政策形成挑戰。其中，先進經濟體之經濟成

²⁷ 亦即先進經濟體成長緩慢，而新興經濟體成長快速。

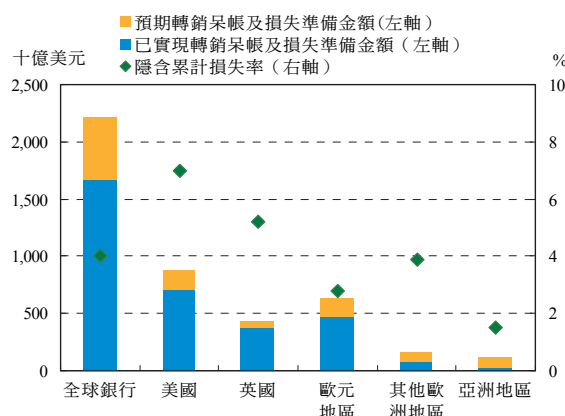
長減緩及財政失衡問題，引發市場對其主權債務能否持續之疑慮；政府債信與銀行部門暴險間之交互影響，使歐元區融資市場壓力再起，政府與銀行融資成本大增；益以家庭部門債務負擔加重，銀行部門信用風險升高。新興經濟體則因經濟強勁成長及先進經濟體採行寬鬆貨幣政策，吸引資金大幅流入，推升金融市場槓桿比率，恐有資產市場泡沫化之虞，且通膨壓力升高。

1. 先進經濟體金融體系依然脆弱

2010年第2季，歐元地區金融體系一度因希臘主權債務問題而出現動盪，在歐盟與IMF提供援助及希臘宣布財政改善計畫後，逐漸回穩，惟11月因市場對愛爾蘭政府財政及銀行體系疑慮加深，危機再起(專欄1)。歐元區主權債務風險惡化且擴散影響其他經濟體及銀行體系，葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘及西班牙等五國(簡稱PIIGS)政府債券殖利率間之相關性，隨金融緊張情勢升高而急遽增加，其政府債券信用違約交換(credit default swap, CDS)利差亦顯著上升，且波及法國與德國(圖2-10)。部分歐元區銀行之股票與債券出現強大賣壓，且許多銀行面臨融資成本升高、融資期限縮短，甚至無法取得融資之困境。融資壓力加上銀行部門體質不佳，導致歐元區金融體系相當脆弱，極易受到市場波動之衝擊。

美國金融體系已有改善，惟仍存在局部弱點，包括：(1)銀行體系須募集更

圖2-9 IMF估計全球銀行資產損失情形

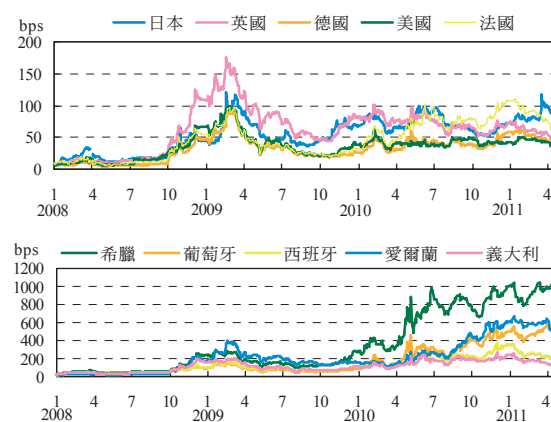


註：1.已實現轉銷呆帳及損失準備金額為2007年第2季至2010年第2季資料；預期轉銷呆帳及損失準備金額為預估2010年第3季至第4季資料。

2.其他歐洲地區包括丹麥、挪威、冰島、瑞典及瑞士等國銀行；亞洲地區包括澳洲、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,” October 2010.

圖2-10 先進經濟體政府債券CDS利差



註：CDS 採五年期證券。

資料來源：Bloomberg。

多資本，以因應持續去槓桿化及美國金融監理改革之影響；(2)不動產市場依然疲弱，且眾多法拍查封案件阻礙信用供給及房貸市場正常運作；(3)市場關注之風險重點，已由民營機構轉移到政府部門財政狀況，以及政府部門如何因應沈重之財務負擔。日本則面臨銀行業資本水準偏低且獲利能力欠佳問題，加以股市不振更加重銀行資本與獲利之壓力，銀行體系亦有受政府債務融資能力轉弱波及之虞，而2011年3月大地震造成嚴重人員傷亡與財產毀損，對日本銀行業更是雪上加霜。

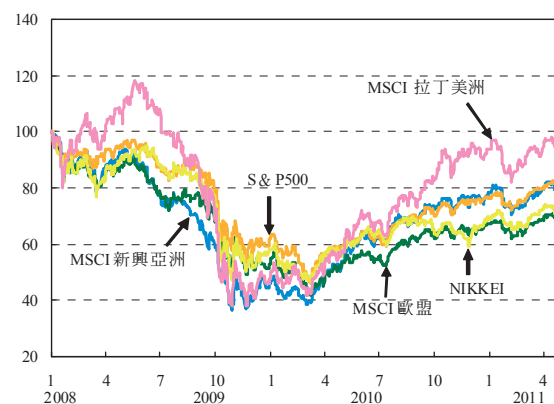
鑑於過去幾年之政府緊急援助措施已逐漸退場，低利率政策效果亦逐漸降低，財政刺激措施則面臨更多政治責難，IMF認為貨幣及財政援助政策將只有短期性效果，長期而言仍應進行結構性改革，包括有高額外債之國家(例如歐元區國家、美國、日本等)，應進一步採行中期且具可信度之財政整頓計畫及更佳之公共債務管理，而修復金融體系之國際金融監理改革工作，亦應持續進行²⁸。

2. 新興經濟體受大額資本流入影響，金融風險升高

部分新興經濟體在經濟基本面相對健全及具高成長潛力，以及先進經濟體利率水準偏低之下，吸引全球資本大幅流入，尤以亞洲及拉丁美洲新興經濟體為最。依據IMF統計，金融危機時期一度減緩之國際資本移動，2010年因機構投資人資產重配置、套利交易及匯價升值預期而再度興起，其中流入新興經濟體之國際資本淨額約達其GDP之4%。

大量資本湧入部分新興經濟體，推升股價上漲。2010年以來新興市場股價指數普遍上揚，尤以拉丁美洲及亞洲部分經濟體表現較為突出(圖2-11)。資本流入亦引發新興經濟體信用大幅擴增，非金融民間部門債務對GDP比率明顯攀高，其中巴西、智利、中國大陸、印度及

圖2-11 國際股價指數表現



註：1.2008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。

²⁸ IMF, "Global Financial Stability Report," April 2011.

韓國等國比率已接近15年來最高水準。此外，大量資本流入使得信用較差之企業容易透過發行債券以取得融資，亦導致投資人持有資產之信用品質下降。然而，一旦先進經濟體利率未預期地上升、新興市場經濟前景轉劣或投資人風險偏好改變，將引發資本逆轉大幅流出，不利金融穩定。

圖2-12 各種通貨對美元之升貶趨勢



註：2009年1月1日=100。

資料來源：Bloomberg。

大量資本流入亦加劇新興經濟體貨幣升值壓力，例如新台幣、人民幣、巴西幣Real、韓元等均面臨該等問題(圖2-12)。為防杜國際資本湧入影響匯率波動，危及金融市場與物價穩定，部分新興經濟體之政府陸續採行不同資本移動管理措施，以抑制短期國際資本流入(專欄2)。此外，為遏制投機性需求干擾國內金融資產價格，部分央行或金融監理機關例如我國、南韓、新加坡及香港等，亦就金融機構不動產相關貸款業務採取選擇性信用管制。

有關新興經濟體因應大額資本流入之可行措施，IMF建議²⁹除採行總體經濟政策(例如調整匯價、累積外匯存底及緊縮財政政策)外，並可輔以總體審慎政策，例如規定更嚴格之貸放成數及限制融資來源組合等，以降低景氣過熱及金融失衡風險；若前述措施均無法有效降低風險，最後可考慮採行資本移動管理措施。此外，IMF認為越來越多跡象顯示此波資本流入新興經濟體係全球資產配置之結構性改變，新興經濟體尚應採取強化當地金融市場深度，以提升其吸納資本流入能力之因應政策，包括簡化公司債發程序、排除證券發行障礙及改善監理法規與金融基礎設施等。

(四) 國際金融監理改革有重要進展

2010年以來，國際金融監理改革已有明確進展。巴塞爾銀行監理委員會(Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)於2010年12月發布資本與流動性改革內容

²⁹ IMF, “Global Financial Stability Report,” April 2011.

(簡稱Basel III)，其中強化個別銀行健全性之個體審慎監理法規，例如提高銀行資本品質及資本水準、擴大風險性資產涵蓋範圍、增訂槓桿比率及增訂最低流動性標準等，已訂定明確規範，待落實於各國監理法規；至於確保金融體系整體穩定之總體審慎監理政策，例如針對順循環問題訂定資本緩衝規定，以及針對系統風險及相互關連性增提附加資本或嚴格限制大額暴險等，對各國而言仍是相當新的議題，實施時將面臨不小挑戰。有關Basel III內容，以及系統風險與總體審慎監理之意涵，請參見專欄3與專欄4。

此外，有關辨識系統重要性金融機構及衡量其系統風險貢獻度(contribution)之準則，用於降低系統風險之總體審慎監理政策，以及建立有效之跨國問題銀行處理機制(cross-border bank resolution)等，均尚在研擬或討論中，且待進一步推動。然而，為強化對系統風險之監控，歐美國家已紛紛成立系統風險專責監督機關，包括：(1)歐盟設立一個主要由各會員國央行總裁組成之「歐洲系統風險委員會」(European Systemic Risk Board, ESRB)，負責辨識、評估及監控影響金融穩定風險之總體審慎監理，並建立系統風險之預警機制，必要時建議採取因應措施，以弭平各種風險，該委員會已自2011年1月開始運作；(2)美國依據2010年7月發布之「Dodd-Frank華爾街改革與消費者保護法」(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)，成立由各金融監理機關首長組成之「金融穩定監督委員會」(Financial Stability Oversight Council, FSOC)，以監督並處理大型金融機構、金融商品及金融活動所引發之系統風險；(3)英國亦於英格蘭銀行內新設「金融政策委員會」(Financial Policy Committee, FPC)，負責監控可能威脅金融穩定之總體經濟及金融問題，並採行總體審慎監理工具。此股金融監理制度改革之國際潮流，值得我國注意。

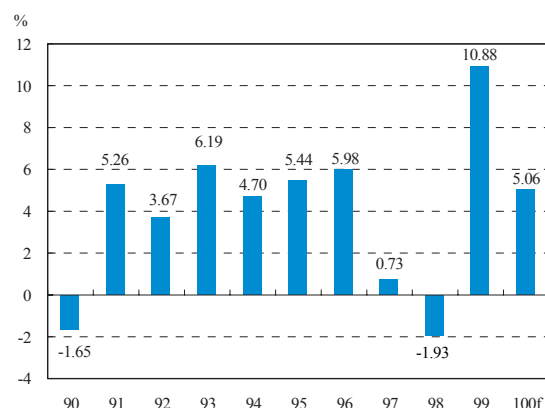
二、國內經濟金融情勢

民國99年我國經濟成長強勁，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；外債規模擴大但增幅趨緩，外債償付能力仍佳；政府財政赤字縮減，惟政府債務餘額攀升。

(一) 經濟強勁成長

99年上半年隨著全球景氣反彈回升，國外需求湧現帶動我國出口大幅成長，民間投資動能轉強且民間消費持續溫和成長，益以比較基期偏低，第1季經濟成長率躍升至13.59%，創67年第4季以來最大成長幅度，第2季亦高達12.86%。至下半年，民間投資續增且民間消費亦趨活絡，惟全球經濟成長力道減緩及比較基期墊高，第3季及第4季經濟成長率分別下滑至10.69%及7.13%。行政院主計處統計99年經濟成長率由上年之-1.93%大幅彈升至10.88%³⁰，係76年以來最高成長(圖2-13)。

圖2-13 我國經濟成長率



註：100f 係預測數。

資料來源：行政院主計處。

100年以來，我國出口持續穩定成長且民間消費尚佳，惟因比較基期大幅墊高，行政院主計處初步統計第1季經濟成長率為6.55%，並預測100年全年經濟成長率趨緩為5.06%³¹ (圖2-13)。此外，日本311強震與海嘯導致其產能受損，可能對部分高度仰賴日本關鍵零組件及機械設備之我國汽車、電子及資通訊等產業有不利影響，且短期內日客來臺觀光將減少，惟我國許多廠商陸續因日商尋求產能支援或其客戶轉單而受惠，抵銷部分不利影響，一般估計日本震災對我國經濟之衝擊有限³²。

(二) 物價維持平穩

99年初以來，國際原油、天然氣及穀物等農工原料價格進口成本較上年同期大幅上揚，益以比較基期低，使我國躉售物價指數(WPI)年增率明顯攀升，5月達到9.43%之高峰，其後逐月回降(圖2-14)。99年平均WPI年增率達5.46%，遠高於上年之-8.74%。

³⁰ 行政院主計處100年5月19日新聞稿。

³¹ 同註30。

³² 依據Global Insight分析，亞洲國家中，我國、南韓及泰國等較易受日本產出重挫之影響，惟可望於2011年下半年獲得紓解，不致於對該等國家經濟構成嚴重威脅。

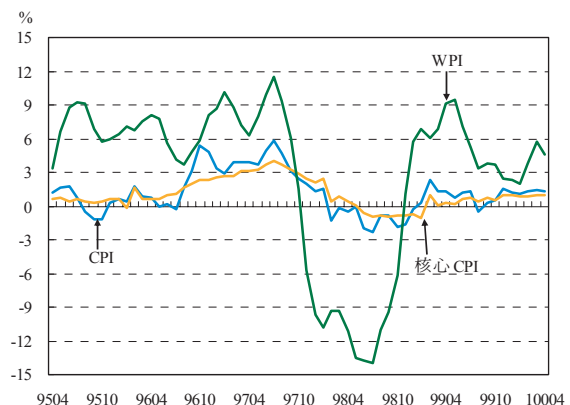
消費者物價方面，99年間因國內油品及進口品等零售價格反映成本調漲，加上上年6月菸品健康捐調高之遞延效應及國外旅遊團費攀升，消費者物價指數(CPI)年增率多維持在0.2%至2.4%左右水準，僅8月受上年同期燃氣、汽、機車及蔬果等價格比較基數偏高影響而呈現負數；同期間核心CPI³³年增率則多未逾1%(圖2-14)。99年平均CPI及核心CPI年增率分別為0.96%及0.44%，高於上年之-0.87%及-0.14%，物價維持平穩。

100年1至4月間，平均WPI年增率回降至4.04%，平均CPI及核心CPI年增率則續升至1.29%及0.89%³⁴，消費者物價小幅上揚(圖2-14)。展望100年，全球需求持續強勁且天候異常造成供給短缺，加以市場資金充沛，將推升國際原油及農工原料行情，帶動國內躉售及零售價格上漲，行政院主計處預測全年平均WPI及CPI年增率分別為3.42%及2.10%³⁵。

(三) 經常帳維持順差，外匯存底充裕

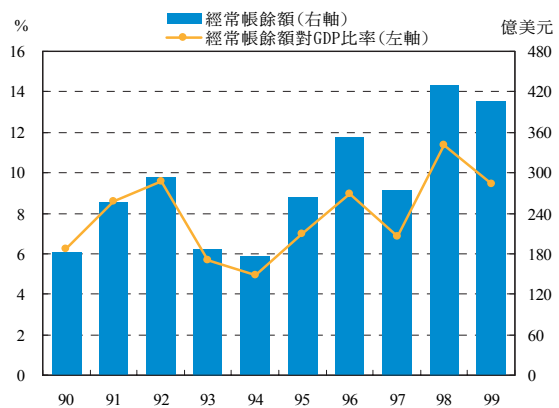
受惠於全球經濟復甦及亞洲新興國家強勁成長，99年我國出口及進口均大幅成長，雖然因進口增額大於出口增額，使商品貿易順差較上年小幅縮減，惟全年經常帳順差金額仍達406.2億美元，相當於全年GDP之9.44%³⁶(圖2-15)。金融帳方

圖2-14 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。

圖2-15 經常帳餘額及其對GDP比率



註：本圖係採全年經常帳餘額對同期間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。

³³ 核心CPI係指不含蔬果、水產及能源之消費者物價指數。

³⁴ 行政院主計處100年5月5日新聞稿。

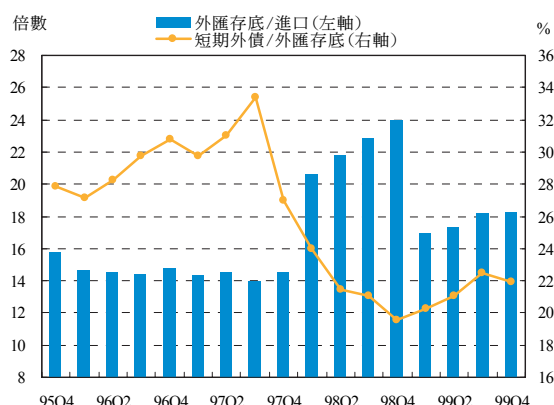
³⁵ 同註30。

³⁶ 國際間一般認為經常帳赤字對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。

面，99年直接投資及證券投資續呈淨流出，惟其他投資大額淨流入³⁷抵銷大部分影響，使全年金融帳淨流出金額縮減至6.1億美元。在經常帳大額順差及金融帳小幅淨流出之下，99年國際收支順差金額401.7億美元。

我國國際收支維持順差，加上以歐元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，99年底達3,820億美元，100年4月底續升至3,995億美元，外匯存底相當充裕。然而，受到進口大幅成長影響，99年底我國外匯存底可支應進口之月數下滑至18.25個月³⁸；短期外債對外匯存底比率亦因短期外債明顯擴增而上升至21.90%³⁹（圖2-16），惟兩者均未逾國際警戒標準，顯示我國外匯存底支應進口需求及償付短期外債之能力相當堅強。

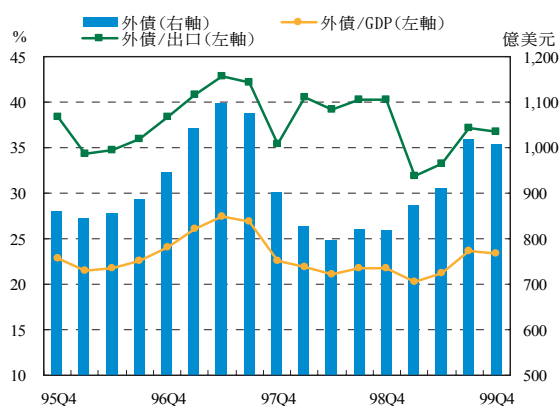
圖2-16 短期外債償付能力



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2-17 外債償付相關比率



註：本圖為各季底外債餘額對全年GDP或出口值之比率。

資料來源：本行外匯局、本行經研處編「中華民國金融統計月報」、行政院主計處。

(四) 外債規模一度攀升後縮減，惟外債償付能力仍佳

99年前3季，我國對外債務餘額⁴⁰因民間部門對外債務大幅攀升而明顯增加，至第4季受國內銀行業對國外同業負債及非居民新台幣存款減少影響而略為回降，年底對外債務餘額為1,008億美元，相當於全年GDP之23.43%，外債規模不大⁴¹。此

³⁷ 99年其他投資淨流入，主要為銀行部門收回國外放款、自國外聯行引進資金或收受非居民存款增加，以及民間部門收回國外存款。

³⁸ 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。

³⁹ 國際間一般認為短期外債對外匯存底比率小於50%，較無風險。

⁴⁰ 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。

⁴¹ 國際間一般認為外債對GDP比率低於50%時，較無風險。

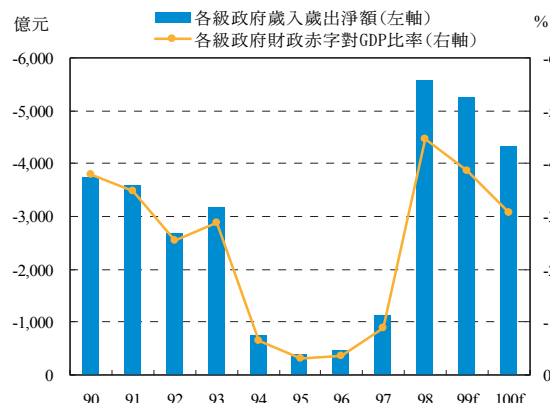
外，由於99年出口明顯回升，年底外債餘額對全年出口值之比率反而下降為36.70%，顯示出口收入足以償付對外債務⁴²（圖2-17），無外債償付壓力。

（五）政府財政赤字轉趨縮減，惟債務未償餘額持續升高

98年我國政府為提振經濟而擴大公共建設支出，致財政赤字躍升至歷史新高。其後，隨著重大公共工程高峰已過，政府及公營事業固定投資預算均呈縮減，99年各級政府財政赤字轉趨下降為5,264億元，加上同年GDP大幅成長，使各級政府財政赤字對全年GDP比率下滑至3.87%，且100年比率可望續降至3.07%⁴³（圖2-18）。

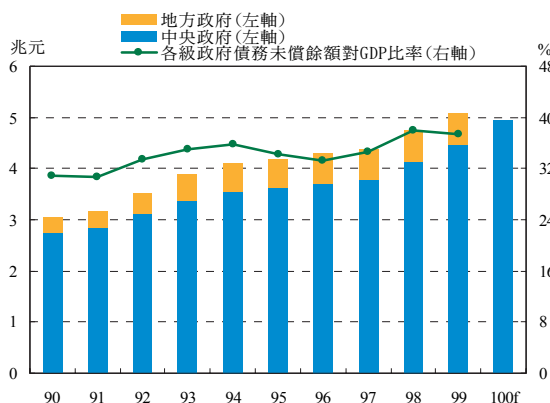
由於政府財政仍呈赤字，加上債務還本依賴發債，各級政府債務未償餘額⁴⁴由98年底之4.75兆元⁴⁵，擴增至99年底之5.10兆元，相當於全年GDP之37.48%⁴⁶。展望100年，政府持續推動12項優先公共建設⁴⁷需舉債支應，政府債務規模恐再升高（圖2-19）。

圖2-18 財政赤字規模



註：1.各級政府包括中央政府及地方政府。
2. 99及100年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2-19 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. 99年為法定預算數。100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。

⁴² 國際間一般認為外債對出口比率小於100%時，較無風險。

⁴³ 相較於歐盟馬斯垂克條約(Maastricht Treaty)及其後之「穩定暨成長公約(The Stability and Growth Pacts)」財政規範，歐盟各國財政赤字對GDP比率不得超過3%。

⁴⁴ 各級政府債務未償餘額，係指一年以上非自償性債務餘額。99年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(5.10兆元)占前3年平均GNP(13.02兆元)之39.15%，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%)。

⁴⁵ 若加計未滿1年及自償性債務，則98年底政府債務總額為5.83兆元。

⁴⁶ 相較於歐盟馬斯垂克條約(Maastricht Treaty)及其後之「穩定暨成長公約(The Stability and Growth Pacts)」財政規範，歐盟各國負債餘額對GDP比率不得超過60%。

⁴⁷ 亦即「愛台12建設」計畫。該計畫擬透過鼓勵民間參與及編列財政預算等方式籌措資金，預計未來八年內投資3.99兆元於12項優先公共建設。

專欄1：歐洲主權債務危機之起因與影響

2008年至2009年間，歐元區各國政府為解決國內經濟問題及全球金融危機，大幅動用公共資金，積極採取財政刺激措施及援助銀行部門行動，雖使歐元區金融體系逐漸回穩，惟亦帶來歐元區各國政府債務持續攀升問題。其中，葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘及西班牙等五國(簡稱PIIGS)陸續出現主權債務問題與威脅，導致歐元區經濟體之經濟與金融情勢陷入高度不確定，並因該等國家財政惡化、擴散波及金融機構及總體經濟失衡等問題相互交織，引發市場極大不安與疑慮，亦使全球經濟復甦及金融穩定出現陰霾。2010年底我國銀行對PIIGS五國債權餘額為8.9億美元，雖然僅占跨國國際債權總額之0.93%，惟主權債務危機若持續擴散，恐將對我國金融體系有潛在影響，值得關注。

一、歐洲主權債務危機之起因

PIIGS五國主權債務危機之成因不盡相同，然分析其產生之背景因素，則似有共同脈絡可尋，茲分述如次：

(一) 財政惡化、債臺高築

觀察PIIGS財政與債務問題之成因，可分為外部及內部因素。外部因素方面，2008年美國次級房貸危機造成歐元區經濟衰退，使該等國家財政赤字惡化，再加上為對抗經濟衰退而採取擴張性財政政策，更使政府債務快速累積；房地產持續下跌，造成銀行不良資產和呆帳遽增，最終迫使政府接手紓困，更使財政與債務雙重惡化。內部因素方面，PIIGS五國多缺乏具競爭力之產業政策，導致經常帳逆差幅度擴大；高失業率與高福利政策，伴隨人口老化問題，造成高額社會福利支出，更加重政府財政負擔；而歐元係主要國際準備貨幣，具有高度流動性，使歐元區國家得以享有低利率之借貸成本，亦助長PIIGS五國政府債務持續攀升。

(二) 總體經濟失衡

歐元誕生大幅降低歐元區舉債成本，低廉的房貸成本推升當地房地價格，經濟因而快速發展。然而，各部門間之成長幅度差異甚大，其中以不動產相關產業發展最快，且銀行放款亦集中該等產業，歐元區國家中此種失衡情況以義大利、愛爾蘭、希臘及西班牙等國最為嚴重，因此在此波次級房貸危機中遭受重創。此外，經濟發展帶動之進口需求，形成經常帳收支逆差，惟歐元區五大經濟體之德國與荷蘭經常帳卻是年年順差，由於單一匯率制無法完全適合歐元區各個國家之國情，經濟整合結果往往對經濟強國及出口導向的國家較為有利。

(三) 缺乏財政協調監督機制

PIIGS五國財政赤字與債務水準其實早已超過馬斯垂克條約規定的上限¹，然歐元區因缺乏必要的財政協調監督機制，因此承平時，各國政府享有制訂財政與賦稅政策的完全自主權，無中央統一監督機制，導致主政者得以便宜行事，以低廉的國際資金帶動境內投資及支應社會福利，無視赤字與舉債風險；一旦產生債信問題，歐盟亦缺乏協調機制，無法迅速移轉財政資源救助危機國家，以控制衝擊影響層面，使各會員國的債務問題交互影響，衍生更高昂的成本。

二、對全球金融之影響

PIIGS五國主權債務危機，導致全球經濟下滑風險上升，若其財政惡化問題延宕未決，不僅直接衝擊歐元區金融機構，甚而透過風險傳導管道，威脅歐洲及全球金融體系穩定。可能產生之不利影響如次：

- 歐洲銀行普遍存在財務狀況欠佳及流動性不足問題，銀行交易對手風險將隨政府債務危機擴大而攀升，恐有引發全球市場再度陷入信用緊縮之虞。
- 若歐洲主權債務危機持續，德國、法國及其他歐洲境內對PIIGS五國債權暴險較高之大型銀行，恐因本身倒帳可能性升高，波及往來銀行。
- 在歐元債券占國際金融市場比重降低，且全球銀行持有歐元資產與負債比率下滑之情況下，若全球對歐元需求持續不振，將加速歐元貶值，甚而導致歐元區金融不穩定。
- 歐元區銀行多持有高額政府債券²，一旦政府債券價格下跌，將因市價評估而產生損失，嚴重衝擊銀行損益及資本結構。
- 信用評等機構係以信用違約交換利差(credit default swap spread, CDS spread)作為信評分析工具之一，一旦歐元區銀行CDS利差隨政府債券CDS利差擴大，將提高銀行信用評等被調降之可能性。
- 過高的財政赤字將使通貨膨脹及其預期風險升高，導致風險貼水與長期利率攀升，因而墊高政府部門融資成本，並使公司債等金融資產之風險貼水與融資成本，隨政府債券利率上升而升高。
- 新巴塞爾資本協定之資本要求將使銀行資金需求大增，惟政府為解決財政赤字而擴大發行公債，將對金融機構與民間部門產生融資排擠效果，從而加重銀行籌資困難度。
- 財政赤字高之歐元區國家中，不良資產比率較高之問題銀行受主權債務危機及國內經濟不振之威脅最甚，連帶加重政府對該等銀行紓困之成本負擔。

三、穩定金融採取之因應措施

(一) 採取緊急援助措施

因應PIIGS五國財政失衡對歐洲政府債券市場之衝擊，歐盟與國際貨幣基金(IMF)於2010年5月2日發布聯合公報，共同提供7,500億歐元緊急紓困基金(包括IMF承諾提供2,500億歐元融資額度)，以維護歐元區金融穩定。同年5月9日，歐盟會員國同意採行下列三項因應配套措施：

1. 財政惡化國家承諾將全力改善財政赤字問題，並採取結構性改革措施。西班牙與葡萄牙政府於2010年5月分別宣布將展開實際行動；另多數歐盟國家亦陸續提出強化政府財政方針。
2. 設立暫時性「歐洲金融穩定機制」(European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM)，提供600億歐元資金額度，貸放予陷入嚴重經濟困境或金融動盪之歐盟會員國。EFSM提供之財務援助，放款條件與IMF現有放款條件相同，且需於歐盟與IMF之聯合執行計畫下運作。此外，需每六個月評估是否予以展期。
3. 成立臨時性「歐洲金融穩定融資公司」(European Financial Stabilisation Facility, EFSF)³，提供4,400億歐元資金額度，貸放予陷入財務困境之歐元區國家。EFSF之放款資金來源，係透過發行債券取得，且由歐元區各會員國依其參股歐洲中央銀行之比例，提供保證。2010年6月15日EFSF協定正式生效，同年8月4日代表90%股權之會員國就其保證債務完成相關作業程序，EFSF與歐元會員國簽訂放款協定之效力，迄至2013年6月30日。

(二) 強化財政監督，並研擬建立永久性危機管理架構

除前述緊急財務援助外，歐盟為強化各國財政健全，亦陸續採取多項努力，例如：

1. 歐盟理事會於2010年3月成立「經濟治理工作小組」(Task Force on Economic Governance)，聚焦於：(1)強化對會員國之財政監督；(2)加強對會員國之總體經濟監督；(3)建立永久性危機管理架構等任務。該小組已於同年10月提出強化財政監督及執行架構之建議報告。
2. 建立永久性危機管理機制，且責成歐盟執行委員會進行籌備工作。
3. 2010年9月歐盟執行委員會洽詢歐盟理事會及歐洲議會後，提出六項強化財政監督法案，預計於2011年6月前通過法案。

(三) 設立永久性「歐洲穩定機制」

2011年3月歐盟高峰會議決議於2013年6月後設立一個永久性「歐洲穩定機制」(European Stability Mechanism, ESM)，提供歐元區經濟體永久性緊急援助機制，以取代現有之「歐洲金融穩定融資公司」與「歐洲金融穩定機制」。該機制經歐元區各國簽署特別條約成立後，其認繳資本將達到7,000億歐元⁴(實際可用來紓困金額為5,000億歐元)，可提供暫時性財務援助予債務龐大之歐元區經濟體。融資利率可採固定或浮動，且需符合IMF紓困原則。

- 註：1. 馬斯垂克條約(Masstricht Treaty)明訂歐盟國家加入貨幣同盟之財務門檻，其中政府債務餘額對GDP比率不得超過60%，每年財政赤字對GDP比率不得超過3%。根據歐盟執行委員會(European Commission)統計，2010年葡萄牙、義大利、愛爾蘭、希臘及西班牙政府債務餘額對GDP比率分別為85.8%、118.2%、77.3%、124.9%及64.9%，財政赤字對GDP比率分別為8.5%、5.3%、11.7%、9.3%及9.8%，均超過上限。
2. 歐洲中央銀行估計，歐元區各國政府發行之政府債券，約有50%為銀行持有。
3. 歐洲金融穩定融資公司(EFSF)係歐元區會員國基於政府間合作關係，依盧森堡法(Luxembourg law)設立之有限責任公司。
4. 其中，歐盟國家提供800億歐元(自2013年7月起分5年支付，即每年160億歐元)，另6,200億歐元屬通知即繳資本(callable capital)及會員國擔保資金。

參考文獻：

1. ECB (2010), "Financial Stability Review," December.
2. Bank of Korea (2010), "Financial Stability Report," November.
3. Lorenzo Bini Smaghi (2011), "Eurozone, European Crisis & Policy Responses," speech by member of the Executive Board of the EBC, February 22.
4. Richard Baldwin, Daniel Gros and Luc Laeven (2010), "Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done?" June 17.
5. 彭德明、方耀 (2010), 「歐洲主權債務危機與歐元區的未來」, 中央銀行國際金融參考資料第60輯。
6. 張國興、陳星豪 (2011), 「歐洲主權債務危機與歐元前景」, 中央銀行內部參考資料, 未出版。

專欄2：IMF對國際資本移動管理之論點與新興國家資本移動管理實況

一、IMF對國際資本移動管理之論點

(一) 過去IMF不贊同資本移動管理

IMF之論點，係認為資本移動能使一些儲蓄不足國家：(1)有資金融通生產性計畫；(2)提供分散投資風險之機會；(3)促進跨期間交易；以及(4)有助於金融市場發展。因此，開放資本自由跨境移動之益處，猶如貿易自由化之益處，限制資本移動形同放棄這些益處。

(二) 近來IMF明確肯定新興經濟體之資本移動管理

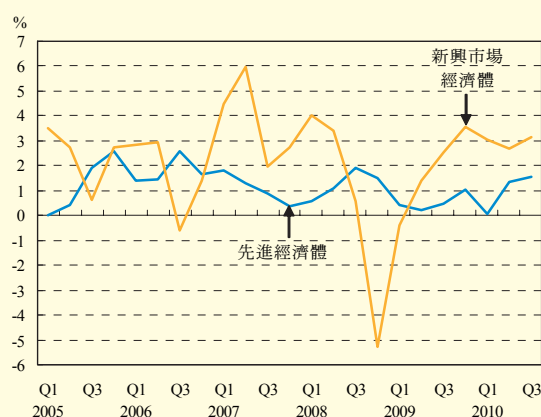
鑑於許多資金流入新興經濟體僅基於短期性利差考量，一旦先進經濟體升息，必然會快速大量回流先進經濟體，加上大量資金流入導致新興經濟體貨幣大幅升值(overshooting)或引發資產價格泡沫化，擴大金融脆弱性與危機風險。因此，全球金融危機之後，決策者開始對「資本充分自由移動對經濟之影響是正常且溫和的」及「各種金融資產移動只是一種理性投資/借入/貸放之結果」等兩種看法重新評估，因為外資流入可能是一種從眾行為(herd behavior)，且愈來愈多跡象顯現是一種過度樂觀之投資行為；即使被投資國經濟基本面健全，這些短期流入資本最後也會促使本國資產泡沫破滅，而產生資產價格暴跌之風險。

新興經濟體因應短期大量的國際資本流入，IMF建議可運用總體經濟金融政策包括財政政策、貨幣政策、匯率政策、干預匯市、加強國內審慎監理與資本移動管理等，加以因應。特別是，當一國經濟成長接近潛在產能，有足夠外匯存底，匯率未低估，且流入資本大部分可能是短期性質，在此情況下採取資本移動管理措施，應屬正當。

二、新興經濟體之資本移動管理實況

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，加上新興經濟體前景好轉，吸引許多證券投資資金大量流入亞洲及拉丁美洲等新興經濟體(圖A2-1)，引發通貨膨脹及資產價格泡沫化風險升高之疑慮。因此，許多亞洲及拉丁美洲新興經濟體自2010年起，陸續採行不同的資本移動管理措施，主要包括對外資匯入投資資金課稅、限制金融機構或企業外匯部位上限、放寬國內資金對外投資限制等，彙整如表A2-1。

圖A2-1 資本淨流入對GDP比率



資料來源：IMF, "World Economic Outlook," April 2011.

表A2-1 近來主要新興經濟體採取之資本移動管理措施

國家	實施日	措施內容
南韓	2010.10	(1)企業外匯避險金額上限為承作出口單據之100%。 (2)本國銀行遠匯部位上限為資本額之50%。 (3)外國銀行在韓分行遠匯部位上限為資本額之250%。
	2010.10.19	針對從事外匯衍生性商品交易業務之銀行進行金融檢查。
	2011.1	研議對存託憑證(depository receipt, DR)之買賣課稅： (1)就資本利得之22%與初次公開發行(IPO)籌資之11%孰低者課稅。 (2)課徵交易所交易稅0.3%，店頭市場(OTC)交易稅0.5%。
	2011.1.1	恢復對外資投資政府短期債券課稅，其中利息稅率15.4%，資本利得稅率22%。
	2011.3	本國銀行遠匯部位上限由資本額之50%調降為40%，外國銀行在韓分行遠匯部位上限由資本額之250%調降為200%。
	日期未定	對銀行1年以下外幣借款課稅0.2%，1~3年期者課稅0.1%，3~5年期者課稅0.05%，5年期以上者課稅0.02%，預計2011年5月間提交國會，若通過擬自2011年7月1日開始實施。
泰國	2010.9.16	放寬五項限制資本外流的政策，包括： (1)解除泰國企業直接投資海外上限。 (2)允許企業每年最多貸款5,000萬美元予非關係企業。 (3)企業每年境外購買不動產金額，可倍增至最高1,000萬美元。 (4)企業之外幣存款限額，由30萬美元提高至50萬美元。 (5)出口商之海外外幣存款限額，由2萬美元提高為5萬美元。
	2010.10.12	有外匯收入的公司，可利用國內外匯帳戶轉帳；5萬美元以下外匯交易，只需提供匯款理由文件。
	2010.10.13	取消外資投資公債之利息及資本利得免預扣稅15%之優惠。
印尼	2010.6.17	(1)持有央行短期債券需至少一個月，並發行9個月期和12個月期之SBI。 (2)拉大隔夜拆款利率與基準利率之差距，由1%擴大為2%。
	2011.1	銀行短期外債占銀行資本比重不得超過30%。
	2011.3	2011年3月起銀行外匯部位準備金由1%上調至5%，2011年6月起再調高至8%。
我國	2010.8.2	外資從事債券交付之保證金以美元為之。
	2010.11.11	外資投資公債金額恢復1995年原規定，併入不得超過其淨匯入資金30%限額內管理。
	2010.12.27	新台幣無本金交割遠匯(NDF)與匯率選擇權之合計部位限額，由原訂不得逾總部位1/3，調降為1/5。
	2011.1.1	金融機構收受境外華僑及外國人與大陸地區投資人之新台幣活期存款，未超過2010年12月30日餘額部分，準備率由9.775%上調至25%，超過部分準備率則由9.775%上調至90%，且源自該存款之準備金乙戶金額全部不付息。
巴西	2009.10.20	外資投資巴西股市與債市，加徵2%之外資證券投資稅(IOF)。
	2009.11.19	對巴西企業發行美國存託憑證(ADR)課稅1.5%。
	2010.4.1	對存託憑證(DR)轉換成股票課稅0.38%。
	2010.10.5	對外資投資巴西債市加徵之IOF，由2%調高為4%。
	2010.10.20	(1)外資投資巴西債市加徵之IOF，從4%再調升為6%。 (2)期貨交易保證金稅率由0.38%調高至6%。
	2011.4.4	若銀行持有超過30億美元或其資本額(孰低者)之美元空頭部位，則需提存相當於60%空頭部位之現金於央行，且央行不給付利息。

資料來源：本行金檢處彙整。

專欄3：Basel III資本與流動性改革

本次全球金融危機中，銀行體系過度槓桿操作、資本不適足且品質不佳，以及流動性緩衝不足，導致金融危機惡化，加上去槓桿化過程產生之順循環效果，以及系統重要性(systemically important)金融機構間之緊密連結，使金融危機更為擴大，導致全球經濟蒙受重大損失。為解決該等問題，巴塞爾銀行監理委員會(Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)自2009年起，陸續發布多項資本與流動性改革計畫，經2010年11月南韓首爾G20領袖高峰會討論確認後，於2010年12月定版發布¹，簡稱為Basel III。

一、Basel III資本與流動性改革

Basel III之改革重點，除強調個體審慎(microprudential)監理改革，提高個別金融機構面臨不利情境時之復原能力外，更強調總體審慎(macprudential)監理改革，以降低銀行體系共同暴險與順循環問題可能產生之不利影響。

(一) 個體審慎監理改革

Basel III個體審慎監理改革，主要包括三大部分：(1)強化個別銀行之資本與流動性規範；(2)增進相關金融監理、風險管理與內部治理；以及(3)強化市場紀律。其中，第一項之資本與流動性規範改革將重大影響全球銀行業，進一步說明如後。

1. 改革資本適足性規範

(1) 提高資本品質

Basel III要求銀行提高資本品質，包括銀行資本須以最高品質之普通股權益(common equity)為主，且普通股權益將採用更嚴格定義，法定資本扣除項目須全數由普通股權益扣除，以及取消第3類資本等。此外，BCBS進一步要求銀行發行非普通股之第1類及第2類資本工具，須附加當主管機關認定銀行無法繼續經營時，得強制將該等資本工具轉銷或轉換為普通股以吸收損失之條款²。

(2) 擴大風險性資產涵蓋範圍

針對資產證券化交易，Basel III提高複雜型資產證券化金融工具之風險權數，增加資產負債表外工具暴險之資本計提，並要求銀行對證券化交易採用更嚴謹之信用分析。針對交易簿交易，Basel III要求銀行至少每週計算壓力情境下之市場風險值(stressed value-at-risk)且計提額外資本，並要求採用模型計算個別風險(specific risk)之銀行，增加計提99.9%信賴水準及持有期間1年之增額風險(incremental risk)³所需資本。此外，Basel III亦要求銀行強化交易對手風險之資本計提及風險管理，

包括採用景氣不佳期間資料以計算交易對手信用風險所需資本，以及就交易對手信用品質下降之風險額外計提資本。

(3) 提高資本比率水準

為提高銀行吸收損失之能力，Basel III規定普通股權益比率由2%提高至4.5%，第1類資本比率由4%提高至6%，且新增2.5%之資本保留緩衝(capital conservation buffer)，全由普通股權益支應。此外，針對順循環問題，Basel III規定各國金融主管機關依據該國信用擴張情形，要求銀行額外計提0-2.5%之逆循環資本緩衝(countercyclical capital buffer)⁴，以限制信用過度擴張，且全以普通股權益支應。提高後之資本比率水準如表A3-1。

表A3-1 Basel III之資本適足性比率標準

項目	普通股權益(%)	第1類資本(%)	資本總額(%)
最低比率	4.5	6.0	8.0
資本保留緩衝	2.5		
最低比率+資本保留緩衝	7.0	8.5	10.5
逆循環資本緩衝	0-2.5		

註：普通股權益已減除法定資本扣除項目。

資料來源：BCBS, “Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems.”

(4) 增訂槓桿比率

為彌補現行與風險連結之資本適足性規範的不足，限制銀行體系過度槓桿操作，並降低模型風險(model risk)對銀行最低資本水準之影響，Basel III導入與風險無關之槓桿比率(leverage ratio)，計算公式為第1類資本除以總資產，其中第1類資本採Basel III較嚴格定義，總資產則包括表內及表外資產。槓桿比率初步訂為3%，將自2013年起進行平行測試，2017年上半年前完成所有檢討修正，並自2018年起納入第一支柱正式實施。

2. 訂定全球流動性規範

BCBS針對金融危機期間出現流動性資金快速枯竭之問題，提出全球適用之兩項流動性最低標準，包括：(1)流動性覆蓋率(Liquidity coverage ratio, LCR)，目的在於強化銀行因應短期流動性需求之能力；(2)淨穩定資金比率(Net stable funding ratio, NSFR)，主要為改善銀行長期結構上流動性期限錯配問題。該兩項流動性比率之內容及標準，彙整如表A3-2。

表A3-2 流動性最低標準

比率種類	內容	最低標準	目的
流動性覆蓋率	未抵押之高品質流動性資產/30天淨現金流出	$\geq 100\%$	強化銀行短期流動性風險之因應能力，確保銀行有足夠之高品質流動性資金，以因應短期(30天)流動性壓力情況。
淨穩定資金比率	可用穩定資金/應有穩定資金	$> 100\%$	強化銀行長期資金結構之健全性，確保銀行以較穩定資金支應業務所需。

資料來源：BCBS, “Basel III: International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring.”

(二) 總體審慎監理改革

1. 降低順循環問題

為降低資本適足性規範之順循環問題，BCBS提出「資本保留緩衝」及「逆循環資本緩衝」兩項總體審慎監理有關之資本計提規定，並建議國際會計準則委員會(International Accounting Standards Board, IASB)以預期損失法(expected loss approach)計提損失準備，以降低損失準備計提作業之順循環影響。其中，資本保留緩衝係要求銀行在最低資本水準之上，額外持有2.5%之資本；若銀行該比率低於2.5%，則依不足程度限制其盈餘及紅利分配，以保留更多資本。至於逆循環資本緩衝，比率介於0-2.5%之間，Basel III要求各國監理機關以信用/國內生產毛額(credit / GDP)比率為基礎，並採行適當之判斷準則，監控及評估國內信用成長情形，以決定適當之逆循環資本緩衝水準⁵。

2. 因應系統風險與相互關連性

BCBS及金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)針對系統風險，正研擬一套完整解決方案，包括計提系統風險附加資本(systemic capital surcharge)、或有資本(contingent capital)及以債轉股(bail-in debt)機制等，要求系統重要性金融機構具有遠高於最低標準之損失吸收能力。另BCBS亦正研擬用以判斷金融機構是否為系統重要性之量化及質化指標，並就強化系統重要性金融機構之額外損失吸收能力及降低該等金融機構間之風險外溢，研究其他可行方案，例如計提流動性附加資本(liquidity surcharge)、對大額暴險採更嚴格限制及強化對其金融監理等。此外，金融危機教訓顯示，有秩序地處理跨國問題銀行是降低系統風險及太大不能倒問題之重要關鍵，故建立跨國問題銀行處理機制，亦是BCBS重要改革課題。

二、Basel III之影響評估及分階段實施計畫

為瞭解Basel III對個別銀行、整個金融體系及總體經濟之衝擊，BCBS於2010年初進行綜合量化影響評估，結果顯示若立即實施Basel III，將導致銀行資本比率下降及部分銀行有

增資壓力，惟亦表示若給予8年過渡期間，應可提供銀行充分時間轉換至新規定，不致於妨礙經濟復甦。另BCBS與FSB於2010年初聯合進行總體經濟衝擊評估，其主要結論為：(1)長期而言，Basel III對總體經濟有淨效益；(2)8年過渡期間內，Basel III對總體經濟之衝擊不大。據此，BCBS於2010年12月宣布將給予銀行8年過渡期間，並自2013年起開始逐年提高資本比率水準，至2019年起完全適用Basel III (表A3-3)。

表A3-3 Basel III分階段實施時程

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
槓桿比率	監理機關監管		平行適用期間2013.1.1~2017.1.1 2015.1.1開始揭露					納入第一支柱	
最低普通股權益比率			3.5%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
資本保留緩衝						0.625%	1.25%	1.875%	2.5%
最低普通股+資本保留緩衝			3.5%	4.0%	4.5%	5.125%	5.75%	6.375%	7.0%
最低第一類資本要求			4.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
最低總資本適足比率			8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
最低總資本+資本保留緩衝			8.0%	8.0%	8.0%	8.625%	9.25%	9.875%	10.5%
不合格之非核心第1類資本或第2類資本工具			自2013年起分10年逐步淘汰						
流動性覆蓋率	觀察期開始				正式適用				
淨穩定資金比率	觀察期開始							正式適用	

資料來源：BCBS, "Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems."

三、Basel III對我國銀行之可能影響

依據金融監督管理委員會(簡稱金管會)以Basel III標準，就本國銀行99年6月資料初步估計結果，本國銀行普通股權益比率平均為7.54%，已達2019年7%之標準；第1類資本比率平均為7.8%，亦已超越2017年7.25%之標準⁶。由於Basel III給予銀行8年過渡期，金管會表示未來將要求銀行從長期資本規劃及股利政策方面妥適因應，以提升銀行風險承擔能力，並符合國際監理規範。

註：1. 參見BCBS於2010年12月發布「Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems」及「Basel III: International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring」兩份文件。

2. 參見BCBS於2011年1月發布「Minimum Requirements to Ensure Loss Absorbency at the Point of Non-viability」。

3. 交易簿增額風險，係指銀行風險值(Value-at-Risk, VaR)模型未考量納入之風險，例如VaR模型未考慮不同交易簿部位之市場流動性差異，未反映一年中只發生兩三次之大額單日損失或連續數週累積之大額價格變動，以及當最近一年觀察期市場波動不大時可能產生之資本計提不足。

4. 參見BCBS於2010年12月發布「Guidance for National Authorities Operating the Countercyclical Capital Buffer」。

5. 有關逆循環資本緩衝之運作方式，參見註4報告。

6. 金管會2010年9月16日新聞稿。

專欄4：系統風險與總體審慎監理

2007年起源於美國之次級房貸風暴，迅速擴散蔓延至世界各地，引發全球金融危機，其中系統風險(systemic risk)扮演相當重要之推波助瀾角色，並突顯出僅仰賴傳統之個體審慎(microprudential)監理，並無法有效維持金融穩定，金融主管機關尚須強化總體審慎(macprudential)監理，加強對整個金融體系風險之評估並採取適當因應措施，始能確保金融體系之穩定。

一、何謂系統風險

系統風險係指使金融體系(例如金融機構、金融工具或金融基礎設施)之部分或全部受到損害，導致金融服務中斷，並可能對實質經濟產生不利影響之風險(IMF, BIS and FSB, 2009)。系統風險大致有兩個面向：

- 順循環風險(aggregate risk)，亦即金融機構集體傾向景氣好時過度承擔風險，景氣差時過度保守，產生擴大景氣循環問題，損害金融部門及實質經濟之穩定。
- 網絡風險(network risk)，亦即因金融機構有共同暴險或相互連結，導致特定時點發生金融機構連鎖倒閉之風險。

金融體系原本即存在順循環風險及網絡風險，惟個別金融機構通常不會察覺及採取因應措施，再加上近年來金融機構高度財務槓桿及期限錯配(maturity mismatch)之操作，一旦某特定事件發生，便產生流動性不足及去槓桿化效應，引發系統風險，導致市場失靈。此外，若金融監理政策設計不當，將變相鼓勵銀行承擔風險，加上市場若存在資訊障礙，一旦發生危機，金融市場參與者無法評估金融商品品質而退出市場，或無法完全觀察到其他市場參與者行為而提早行動，復以市場參與者的集體行為，將使市場失靈更為嚴重，金融問題益加惡化。

因此，由本次全球金融危機可印證，只靠監理個別機構(個體審慎監理)及市場制約機制(市場紀律)，並無法察覺及降低系統風險，而應針對系統風險的來源(順循環風險及網絡風險)，以及財務槓桿及期限錯配的問題，採管制(regulation)與監理(supervision)措施，亦即總體審慎監理政策，以維護金融穩定。

二、總體審慎監理政策及國際間採行情形

總體審慎監理之目的，係為促進整體金融體系之穩定，且應考量金融體系與實體經濟的相互影響(BIS, 2010)。總體審慎監理政策主要關注系統風險之兩個構面：(1)跨時間構面的順循環風險，亦即金融體系之順循環問題；以及(2)跨機構構面之網絡風險，亦即特定時點系統風險在金融體系中之分配是否集中於特定機構(系統重要性機構)及系統風險擴散管

道(金融機構之共同暴險及相互關連性)，並針對不同構面採行不同政策工具。

依據全球金融體系委員會(Committee on the Global Financial System, CGFS) 2009年11月對33國中央銀行進行之調查，各國採用之總體審慎監理工具主要針對信用成長及銀行資產負債表規模與組成內容，列示如表A4-1。實際上，1997年亞洲金融風暴前後，部分亞洲國家曾採行多項該等總體審慎工具，以因應危機。

表A4-1 國際間中央銀行採用之總體審慎監理工具

目標	工具種類	工具內容
針對信用成長	1. 限制借款人風險	貸放成數(LTV)上限、貸款所得比(LDI)限制、外幣貸款限額。
	2. 總限額	放款總額或部門別放款增幅上限、各類金融工具之暴險限額。
針對銀行資產負債表規模及組成內容	1. 限制相互關連性(interconnectedness)之工具： (1) 槓桿比率限制 (2) 集中度限制	(1) 依金融機構資產規模訂定之槓桿比率限制或資產風險權數；要求系統重要性機構計提系統風險附加資本。 (2) 限制銀行間暴險額。
	2. 限制順循環之工具： (1) 資本要求 (2) 備抵呆帳提列	(1) 依時間變動之資本要求、限制盈餘分配。 (2) 逆循環/動態之備抵呆帳提列。
	3. 針對特定金融風險之工具 (1) 流動性風險 (2) 匯率風險	(1) 存放比率限制、核心資金比率、流動性準備要求。 (2) 外幣淨部位限額、衍生性金融商品交易限額。

註：本表僅列示專用於總體審慎目的之政策工具，不包括有其他主要目的之工具，例如調整政策利率、緊急提供流動性、外匯市場干預等。

資料來源：Committee on the Global Financial System (2010)。

三、本行採行總體審慎監理政策情形

「促進金融穩定」係本行法定經營目標之一，為達成此目標，本行除平時執行適當貨幣及外匯政策，營造有利金融穩定之環境外，近年來並適時採行下列總體審慎監理工具，且於必要時擔任最後貸款者，以維護金融穩定：

- (一) 宣示將資產價格納入貨幣政策之考量，並於99年針對銀行授信集中於不動產市場情形，訂定金融機構辦理土地抵押貸款及特定地區購屋貸款業務規定，限制貸款成數及其他貸放條件，以督促金融機構控管授信風險，健全金融。
- (二) 加強總體審慎分析與監控，並定期發布金融穩定報告，讓市場參與者瞭解我國金融體系之現況與潛在風險，及早採取因應對策。
- (三) 因應存款全額保障99年底屆期，加強金融機構流動性審慎監理，監控金融機構到期日期限結構與總體流動性狀況。

四、未來面臨之挑戰

雖然維護金融穩定之總體審慎監理政策，在國際間已普遍獲得認同與重視，惟實際執行上仍面臨不少挑戰，包括：

- (一) 其他政策與總體審慎監理政策目標之間可能存在抵換關係(tradeoff)，難以兼得，例如央行因應通膨與資產價格飆升而調升利率，卻可能提高銀行體系脆弱性。
- (二) 缺乏評估系統重要性之有效工具，且針對系統重要性金融機構之監理工具，例如增提資本、提高流動性、限制業務規模等，尚待進一步研議及取得國際共識。
- (三) 評估系統風險之工具及模型尚未成熟，且部分總體審慎監理工具尚處於發展初期，其成效未經廣泛確認。
- (四) 強化總體審慎監理功能，可能涉及現有金融監理架構及職掌之調整，影響層面廣泛。

參考文獻：

1. 魏怡萱(2011)，「『總體審慎』一詞之起源與演進」，中央銀行國際貨幣金融資訊簡報，第209期，未出版。
2. 李榮謙、黃麗倫(2010)，「總體審慎政策之意涵、工具與策略」，中央銀行國際貨幣金融資訊簡報，第189期，未出版。
3. Bank for International Settlements (2010), "80th Annual Report."
4. Committee on the Global Financial System (2010), "Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences," CGFS Papers, No.38.
5. Claudio Borio (2003), "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?" , BIS Working Papers, No. 128.
6. IMF, BIS and FSB (2009), "Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations," Report to G20 Finance Ministers and Governors, October.
7. William A. Ryback (2009), "Macro Prudential Policy: A new name for some old ways of thinking."