

美國非傳統貨幣政策正常化歷程 對跨境資本移動之影響

何 啟 嘉

摘 要

二次大戰之後，美國經濟產值占全球比重領先其餘各經濟體，成為世界經濟超級強權，加以美國法律與政治制度穩定，使美元成為各國從事跨境貿易及投資結算之主要貨幣，美元相關資產亦為各經濟體央行主要資產配置之一，因此，美國貨幣政策易透過跨境資本移動，對其他經濟體造成影響。以 2013 年中美國聯邦準備當局（Federal Reserve, 簡稱 Fed）釋出「可能」縮減購債規模之訊息，及至 2014 年初正式「啟動」縮減購債計畫為例，均造成國際資金大規模移動，影響經濟體質相對脆弱新興經濟體之股、匯、債市，進而威脅其經濟穩定。

跨境資本移動雖可為一經濟體引進外資，提高其金融部門競爭力，但亦可能導致

一經濟體信用或資產價格暴起暴落，增加金融危機發生之機率。

因跨境資本移動規模及波動性逐漸擴大，可能造成的負面影響日益深遠，IMF 已漸正視跨境資本移動的潛在風險，並於 2012 年底表示支持各經濟體可採妥適之資本管制或總體審慎措施，且倡議各經濟體應多邊合作，以抵禦跨境資本移動帶來的外溢效果，穩定經濟與金融。IMF 之呼籲亦獲各國際機構如 BIS、World Bank 等組織積極回應。惟改善經常帳逆差及財政赤字，並將國際資金引導至具建設性之投資等結構性改革，才是對抗跨境資本移動帶來外溢效果之最佳抵禦良方。

一、前 言

二次大戰之後，美國經濟產值占全球比重領先其餘各經濟體，成為世界經濟超級強權，加以美國法律與政治制度穩定，美元在

「跨境貿易及投資結算」與「國際準備資產」上之主導地位逐漸形成。美元相關資產成為各經濟體央行資產配置之重要一環，惟

美國貨幣政策也透過跨境資本移動影響其他經濟體。

本文探討 2013 年迄 2014 年年初，美國採行量化寬鬆（quantitative easing, QE）貨幣政策之正常化過程對全球資金流動及各經濟體之影響。除前言外，第二節回顧 2013 年初美國經濟概況，雖然 QE 實施數年後成效漸顯，惟就業情況相對疲弱，未達正常化時

機。第三節說明 2013 年中 Fed 釋出可能縮減購債規模之訊息，恐慌情緒蔓延，引發資金大規模撤離新興經濟體造成的衝擊；第四節描述 2014 年初 Fed 啟動縮減購債計畫後，致國際金融市場大幅動盪之經過；第五節探討國際機構就大規模跨境資本移動提出之因應對策；第六節則為結論。

二、2013 年初美國非傳統貨幣政策成效漸顯，惟未達正常化時機

美國次貸危機後，自 2008 年 11 月起 Fed 數度實施 QE，成效漸顯；惟因就業市場平疲，長期失業率偏高，勞動參與率持續下滑，至 2013 年初，各界仍多認為 Fed 將續行 QE，非傳統貨幣政策正常化時機尚未成熟。

（一）美國數據轉佳，漸遠離金融風暴陰霾

2008 年金融風暴襲捲全球後，美國經濟急轉直下，失業率快速攀升，並造成美股大跌。美國 Fed 雖數度調降政策利率，惟經濟情勢仍嚴峻，並有通縮疑慮，旋決定自 2008 年 11 月起，數度實施 QE，期盼藉（1）帶動長期債券價格上漲，壓低長期利率以提振房地產市場；（2）拉高股價，創造財富效果，增加消費與投資；（3）壓低美元匯價，以促進出口；（4）透過各國貨幣對美元升值，增加國外資產折算美元之海外投資收益。

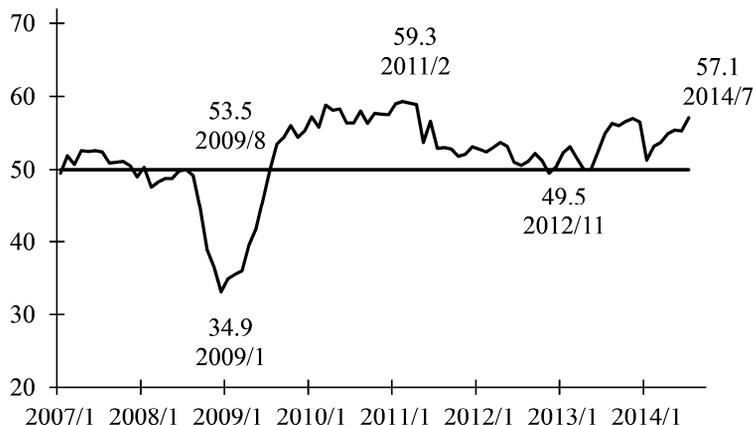
歷經數年，2013 年初非傳統貨幣政策成效漸顯，美國經濟轉趨復甦。多數地區製造

業活動開始增加，工廠訂單成長，自 2009 年 8 月起，供應管理協會（ISM）製造業採購經理人指數轉趨擴張，2011 年 2 月創近年新高後維持擴張趨勢（圖 1）；營建支出增加，包含商用及住宅房地產銷售日漸活絡；美股持續上漲，財富效果使家計單位支出成長，汽車銷售尤其強勁；失業率緩步下滑（圖 2），惟勞參率亦下滑，引發對勞動力退出市場之質疑。

（二）美國長期失業率偏高，自動減支計畫對經濟造成負面衝擊

2013 年 1 月美國失業期間在 26 週以下之短期失業率為 4.9%，僅略高於 2001 至 2007 年 4.2% 之平均值 0.7 個百分點，但同期失業期間超過 26 週之長期失業率高達 3.0%，為 2001 至 2007 年平均價值之 3 倍，且長期失業人口約占總失業人口之 37.9%，係 2001 至 2007 年平均價值之 2 倍，顯示美國長期失業仍未獲

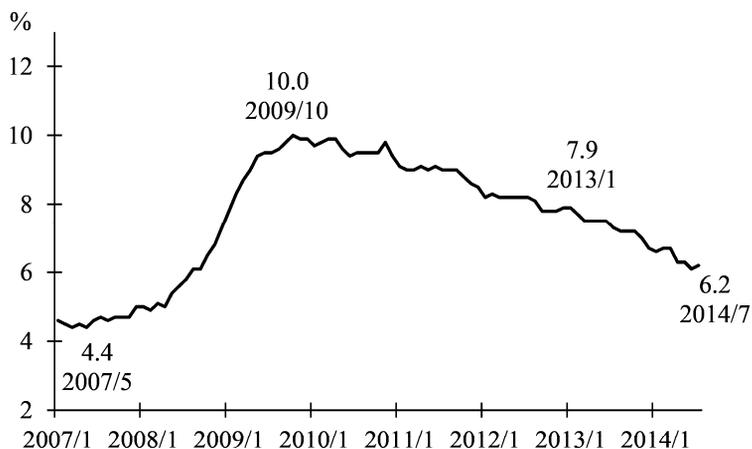
圖 1 美國供應管理協會製造業採購經理人指數



註：50 為製造業景氣榮枯線，高於 50 代表製造業景氣擴張，低於 50 則表示製造業景氣緊縮。

資料來源：Datastream。

圖 2 美國失業率



資料來源：US Bureau of Labor Statistics。

大幅改善（表 1）。

2013 年 1 月其他就業市場指標如高兼職就業率、低工資率及低自願離職率等現象依

然存在，廣義失業率（註 1）仍持續超過

10.0%，加以勞動參與率（註 2）持續走低（圖 3），顯示美國勞動市場依舊疲弱。

（註 1）美國計算廣義失業率之分子，除失業人口外，另加計「政府調查之前 4 週末尋找工作」、「因沒有適合職位，已放棄找工作」及「找不到全職工作，只好先做兼職」等 3 類人數。

（註 2）勞動參與率係勞動力占工作年齡人口之比率，勞動力為就業與失業人口總和，美國工作年齡人口是指 16 歲以上，不在監獄或其他管訓單位、未待精神病院或老人院，並排除服役後之總人口。

表 1 美國失業率概況

單位：%

短期失業率（失業期間在26週以下）													
年/月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	平均值
2001~2007													4.2
2008	4.1	4.0	4.2	4.1	4.4	4.6	4.7	4.9	4.8	5.1	5.4	5.6	4.7
2009	6.0	6.4	6.6	6.6	6.9	6.7	6.3	6.3	6.2	6.3	6.0	5.9	6.3
2010	5.7	5.8	5.6	5.4	5.3	5.2	5.3	5.5	5.5	5.5	5.7	5.2	5.5
2011	5.1	5.1	5.0	5.2	5.0	5.1	5.0	5.1	5.0	5.0	4.9	4.9	5.0
2012	4.7	4.8	4.8	4.9	4.7	4.8	4.9	4.9	4.6	4.6	4.7	4.8	4.8
2013	4.9	4.6	4.6	4.7	4.7	4.7	4.6	4.5	4.5	4.6	4.4	4.2	4.6
2014	4.2	4.2	4.3	4.1	4.1	4.1	4.2						
長期失業率（失業期間超過26週）													
年/月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	平均值
2001~2007													1.0
2008	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.7	1.1
2009	1.8	1.9	2.1	2.4	2.5	2.8	3.2	3.3	3.6	3.7	3.9	4.0	2.9
2010	4.0	4.0	4.3	4.5	4.3	4.2	4.2	4.0	4.0	4.0	4.1	4.2	4.2
2011	4.0	3.9	4.0	3.9	4.0	4.0	4.0	3.9	4.1	3.8	3.7	3.6	3.9
2012	3.5	3.5	3.4	3.3	3.5	3.4	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1	3.3
2013	3.0	3.1	2.9	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.8
2014	2.4	2.5	2.4	2.2	2.2	2.0	2.0						
長期失業人口占總失業人口比率													
年/月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	平均值
2001~2007													18.4
2008	18.5	17.8	16.9	17.7	18.3	18.2	18.9	19.8	21.3	22.3	21.1	23.1	19.5
2009	22.6	23.4	24.2	27.1	27.0	29.0	34.0	34.3	36.6	36.6	39.3	40.4	31.2
2010	41.6	40.8	43.4	45.3	44.9	44.8	44.7	42.6	42.2	42.6	42.3	44.7	43.3
2011	44.0	43.3	44.9	42.9	44.7	44.3	44.6	43.2	45.0	42.7	43.1	42.9	43.8
2012	43.1	41.8	41.6	40.8	42.6	41.9	40.7	40.0	40.4	40.9	39.8	39.1	41.1
2013	37.9	39.7	39.1	37.4	37.4	36.9	37.2	38.0	36.9	36.0	37.4	37.7	37.6
2014	35.8	37.0	35.8	35.3	34.6	32.8	32.9						

資料來源：US Bureau of Labor Statistics。

圖 3 美國廣義失業率與勞動參與率



資料來源：US Bureau of Labor Statistics、Datastream。

再者，懸而未決的財政困境仍干擾美國經濟。2011年7月美國政府已發行公債餘額上限一度逼近法定上限，雖然Obama總統在最後一刻及時提出修正案，並經國會通過而解除政府財政將斷炊之窘境，惟Standard & Poor's仍基於美國公債發行計畫不足與債券品質下滑等理由，在同年8月5日將美國主權債務評等自AAA下調至AA+。

2013年3月美國政府自動減支計畫（註3）正式實施前夕，Fed主席Bernanke赴參議院銀行、住宅暨都市事務委員會（Committee on Banking, Housing and Urban Affairs）作證時，即援引美國國會預算局之預測，指出全面性削減政府支出將使美國2013年經濟成長率下滑0.6個百分點。3月5日白宮經濟顧問委員會主席Krueger並提出警告，在教育、研究、安全等方面削減支出，非但無法有效降低聯邦政府債務對GDP比率，亦無助緩解下一代之債務重擔。

（三）量化寬鬆措施貿然退場可能危及全球金融穩定

雖然美國量化寬鬆措施可提振美國經濟，但所釋出的大量流動性，已使Fed資產規模自2008年10月底之1.9兆美元大幅擴張，至2013年1月底已逾3兆美元，並持續增加。若量化寬鬆貿然退場，除將重創債券

市場，致利率攀升，經濟有重現衰退之虞外，全球資金大規模移動亦可能危及全球金融穩定。

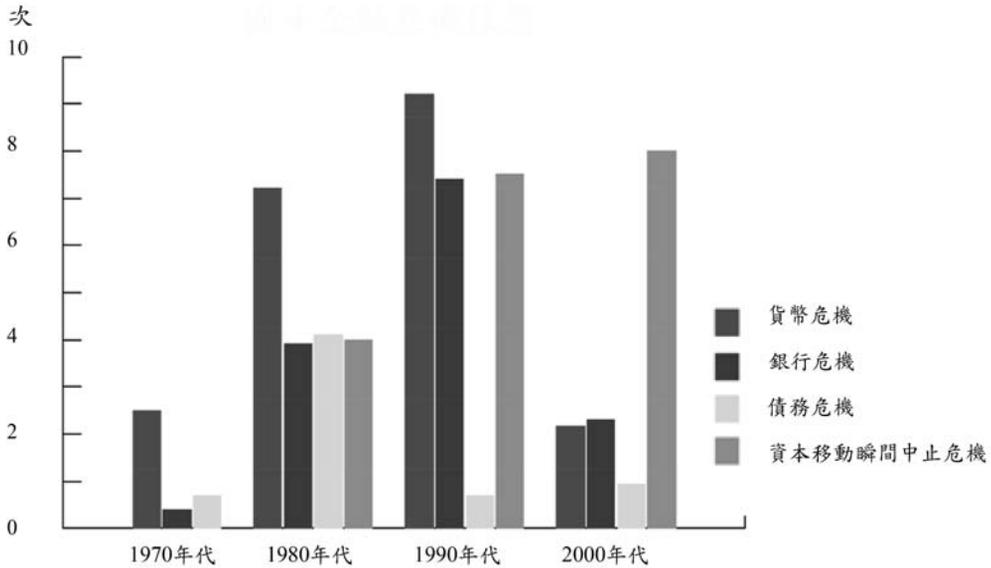
Claessens, Stijnet al. (2013) 研究指出，1980年代以後，跨境資本移動金額逐步擴大且速度加快，並助長金融危機的發生。除少數案例係肇因於財政過度揮霍而引發債務危機外，多數金融危機都與銀行危機有關，且多伴隨資本移動瞬間中止與貨幣危機（圖4）。其影響過程大多起因於大規模國外資金湧入，急速推高資產價格，或使信用急遽擴張；一旦資金無預警撤出，引發金融危機、信用緊縮及資產價格暴跌之機率，皆高於信用未擴張且房價未攀高之情況（圖5）。

（四）退場條件尚未成熟，各界多預期2013年購債措施不會調整

2013年初，Fed雖已注意到非傳統寬鬆貨幣政策對經濟提供的支撐可能引發潛在的資產泡沫，而開始研擬購債措施退場相關策略。惟因美國勞動市場仍疲，勞動人口就業比率仍未回升至2007年底之水準；企業獲利雖然成長，但並未大量增加僱用，加以政府自動減支計畫將對美國經濟復甦之負面影響，因此，2013年初各界普遍預期2013年Fed尚不會調整購債措施。

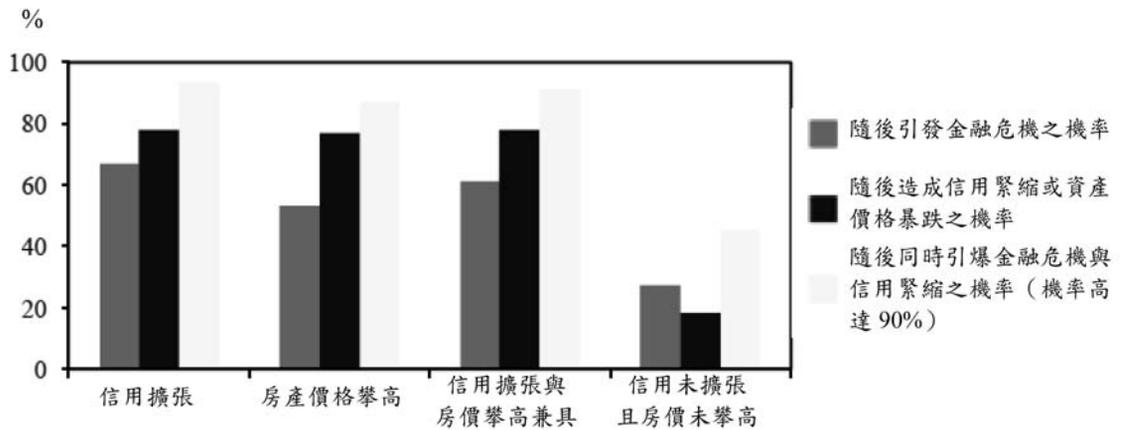
（註3）自動減支機制（sequestration）源自2011年8月美國國會通過之提高國債上限及預算控制法案（Budget Control Act），規定若兩黨無法通過長期財政改革法案，自2013年1月1日起，啟動10年內自動削減約1.2兆美元的聯邦預算支出計畫。2012年底，兩黨同意延後至2013年3月1日啟動該計畫，以爭取協商時間，惟兩黨仍未能達成協議，致Obama總統簽署命令，正式啟動自動減支機制。

圖 4 金融危機樣態



資料來源：Claessens, Stijnet al. (2013)。

圖 5 信用擴張及房產價格攀高引爆金融危機及信用緊縮之機率



資料來源：Bacchetta, Philippe (2013)。

三、2013 年中 Fed 釋出將縮減購債規模訊息，引發金融市場動盪

Fed 除採行 QE 政策外，並利用前瞻式指引 (forward guidance) 讓大眾了解其貨幣政策動向。2013 年初的幾次聯邦公開市場操作

委員會 (The Federal Open Market Committee, FOMC) 會議，即數度透過前瞻式指引，釋出在資產購買計畫結束後，於失業率高於

6.5%、1年至2年名目通膨率不高於2.5%、長期通膨預期穩定等前提下，維持聯邦資金利率目標區間在0%至0.25%之訊息。

至2013年5月22日，Bernanke釋出可能降低購債規模之訊息後，引發市場恐慌情緒，導致該年5月至8月大量資金撤出新興市場，國際金融市場股、匯、債劇烈動盪。

（一）投資人過分解讀 Fed 釋出之訊息，美國長債殖利率驟升

2013年中美國各項經濟數據表現優於預期，顯示該年初增稅法案（註4）及政府自動減支計畫對經濟影響有限，致削減購債規模聲音漸增，不僅聯邦準備銀行舊金山、達拉斯、費城等各分行總裁，紛出面呼籲 Fed 應採取降低資產購買規模之行動，各投資機構對貨幣激勵措施恐引發之股、債泡沫及後續

崩盤危機，亦紛提警告。影響所及，2013年5月初美國10年期公債殖利率即緩步走揚。

2013年5月22日 Bernanke 於國會聯合經濟委員會（Joint Economic Committee）聽證會中表示，美國就業市場已有些許改善，過去6個月非農就業人口每月平均增加逾20萬人（表2），但失業率仍未達縮減寬鬆貨幣政策之門檻，過早緊縮貨幣恐使經濟大幅放緩，並推升通膨。

惟 Bernanke 於聽證會後答復國會議員諮詢時卻又指出，若經濟情勢改善，Fed 或將於未來幾次 FOMC 會議中，開始考慮降低其資產購買規模，並示警低利率維持過久有其風險，一反聽證會證詞之溫和立場。

聽證會後隨即公布的2013年4月30日至5月1日 FOMC 會議紀錄顯示，雖然多位

表 2 美國每月新增非農就業人口

單位：萬人

年/月份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2007	23.8	8.8	18.8	7.8	14.4	7.1	-3.3	-1.6	8.5	8.2	11.8	9.7
2008	1.5	-8.6	-8.0	-21.4	-18.2	-17.2	-21.0	-25.9	-45.2	-47.4	-76.5	-69.7
2009	-79.8	-70.1	-82.6	-68.4	-35.4	-46.7	-32.7	-21.6	-22.7	-19.8	-0.6	-28.3
2010	1.8	-5.0	15.6	25.1	51.6	-12.2	-6.1	-4.2	-5.7	24.1	13.7	7.1
2011	7.0	16.8	21.2	32.2	10.2	21.7	10.6	12.2	22.1	18.3	16.4	19.6
2012	36.0	22.6	24.3	9.6	11.0	8.8	16.0	15.0	16.1	22.5	20.3	21.4
2013	19.7	28.0	14.1	20.3	19.9	20.1	14.9	20.2	16.4	23.7	27.4	8.4
2014	14.4	22.2	20.3	30.4	22.9	29.8	20.9					

資料來源：Datastream。

（註4）為解決將到期之租稅減免法案，並新增其他租稅法案，2013年1月1日美國國會通過2012年美國納稅義務人減免法案（American Taxpayer Relief Act of 2012, HR. 8）。其中，「提高高所得者租稅負擔」係改革重點，將年所得逾40萬美元單身者與年所得逾45萬美元已婚合併申報者之資本利得稅率，自15%調高至20%，以期提高政府稅收，並維持租稅公平正義。

FOMC 委員認為就業市場須出現顯著改善始得縮減購債規模，但亦有數位委員認為，最早可在 2013 年 6 月 FOMC 會議中考慮放緩購債步調。

由於投資人卻解讀縮減購債規模意味 Fed 將提早升息，實質利率將隨 QE 退場而走揚之預期，帶動美國等主要經濟體長債殖利率於 2013 年 5 月至 8 月間呈大幅上升趨勢（圖 6）。

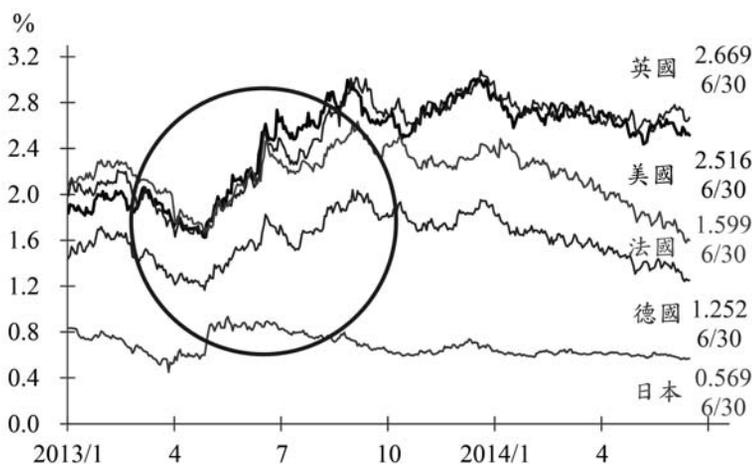
（二）恐慌情緒蔓延全球，大規模資金撤出新興市場

World Bank (2014) 指出，2013 年 5 月至 8 月美國 10 年期公債殖利率驟升逾 130 個基點，因投資人重新調整投資組合資產配置，資金撤離新興市場（圖 7），造成新興市場股、匯市劇幅震盪。

Morgan Stanley (2013) 指出，包括巴西、印度、印尼、南非及土耳其等脆弱 5 國（fragile five），因經濟成長放緩、物價多續攀高，財政赤字及經常帳逆差相對 GDP 比率亦多呈惡化（表 3 至表 6），受資金移出之衝擊最大。影響最劇期間，不僅貨幣對美元匯率貶值幅度超過 10%，各經濟體之股市亦一度大跌（圖 8 至圖 17）。

Fed 亦呼應 Morgan Stanley (2013) 說法，指出印度、印尼、南非、巴西及土耳其等脆弱 5 國，因其經濟脆弱性較高，受大規模跨境資本移動之影響程度愈深，其股、匯、債價格波動幅度也愈大（註 5）（圖 18）。台灣、南韓則因經濟體質健全，經濟脆弱程度較低，抵禦大規模跨境資本移動能力較強。

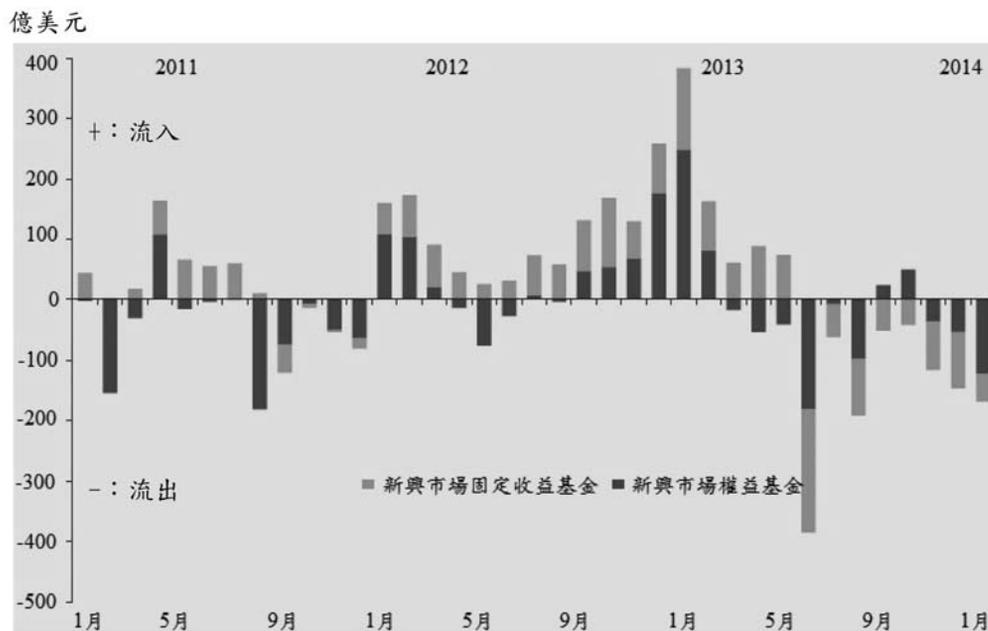
圖 6 主要經濟體 10 年期公債殖利率



資料來源：Thomson Reuters。

(註 5) Board of Governors of the Federal Reserve System (2014)。

圖 7 投資於新興市場之固定收益及權益基金



資料來源：World Bank (2014)。

表 3 脆弱 5 國經濟成長率

單位：%

經濟體/年度	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
巴西	-0.33	7.53	2.73	1.03	2.49
印度	5.04	11.00	7.87	4.93	4.68
印尼	4.63	6.22	6.49	6.26	5.78
南非	-1.53	3.14	3.60	2.47	1.89
土耳其	-4.83	9.16	8.77	2.13	4.05

資料來源：Datastream。

表 4 脆弱 5 國消費者物價指數年增率

單位：%

經濟體/年度	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
巴西	4.89	5.04	6.64	5.40	6.20
印度	10.85	12.01	8.85	9.36	10.87
印尼	4.80	5.14	5.34	3.98	6.41
南非	7.14	4.26	5.00	5.65	5.75
土耳其	6.25	8.57	6.47	8.89	7.49

資料來源：Datastream。

表 5 脆弱 5 國財政餘額相對 GDP 比率

單位：%

經濟體/年度	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
巴西	-3.28	-2.80	-2.61	-2.76	-3.26
印度	-9.75	-8.40	-7.96	-7.39	-7.26
印尼	-1.76	-1.24	-0.63	-1.66	-2.15
南非	-4.92	-4.93	-4.00	-4.27	-4.28
土耳其	-6.01	-3.45	-0.65	-1.81	-1.50

資料來源：IMF World Economic Outlook Database (2014/4)。

表 6 脆弱 5 國經常帳餘額相對 GDP 比率

單位：%

經濟體/年度	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
巴西	-1.50	-2.21	-2.12	-2.41	-3.63
印度	-2.80	-2.69	-4.16	-4.74	-1.99
印尼	1.97	0.73	0.20	-2.78	-3.27
南非	-4.03	-1.97	-2.32	-5.24	-5.82
土耳其	-1.97	-6.21	-9.69	-6.15	-7.86

資料來源：IMF World Economic Outlook Database (2014/4)。

圖 8 巴西里爾兌美元匯率圖

里爾/美元

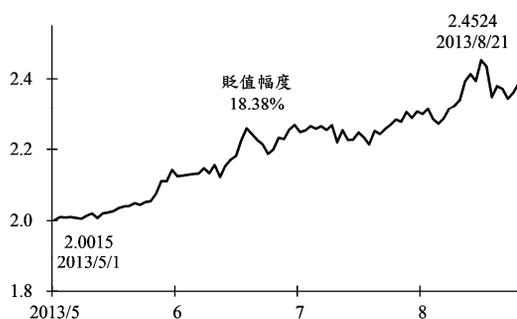
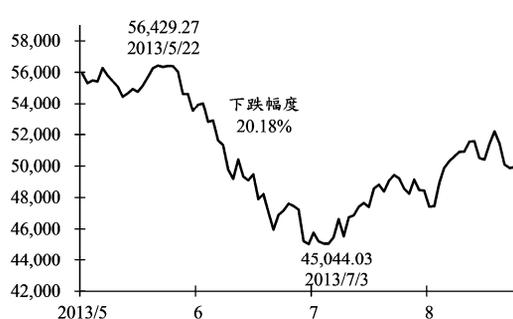
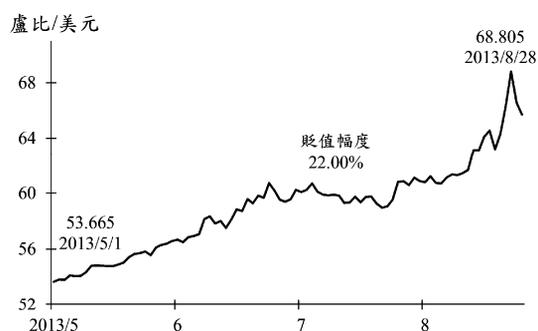


圖 9 巴西股價指數



資料來源：Datastream。

圖 10 印度盧比兌美元匯率圖



資料來源：Datastream。

圖 11 印度股價指數

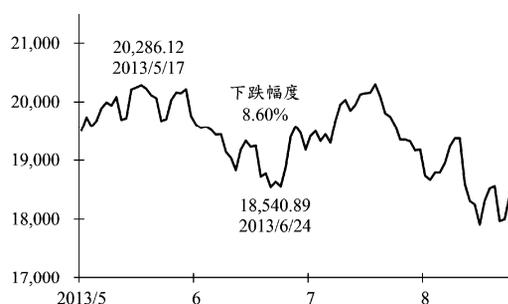
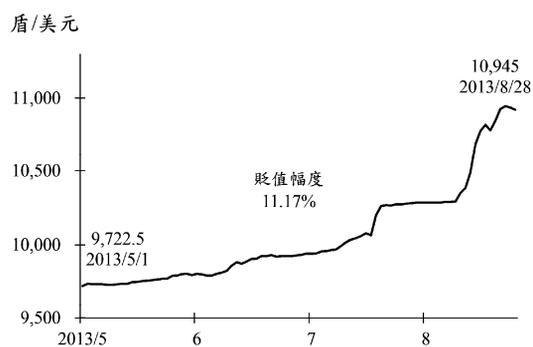


圖 12 印尼盾兌美元匯率圖



資料來源：Datastream。

圖 13 印尼股價指數

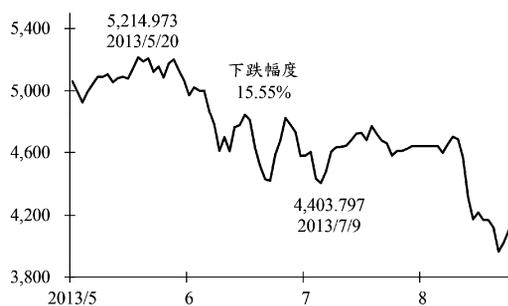
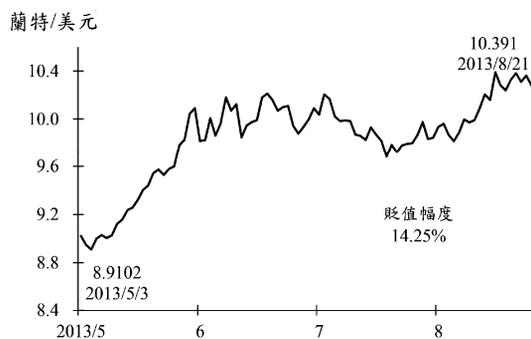


圖 14 南非蘭特兌美元匯率圖



資料來源：Datastream。

圖 15 南非股價指數

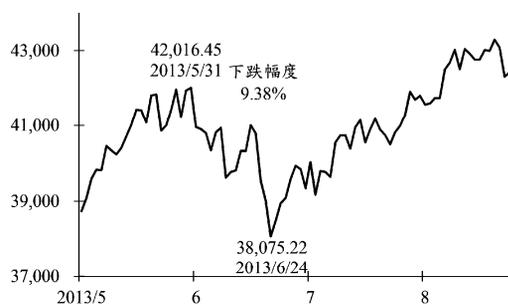


圖 16 土耳其里拉兌美元匯率圖

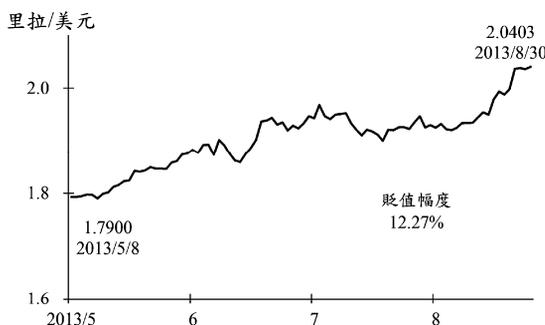
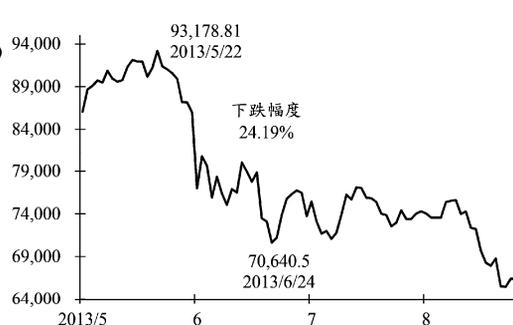
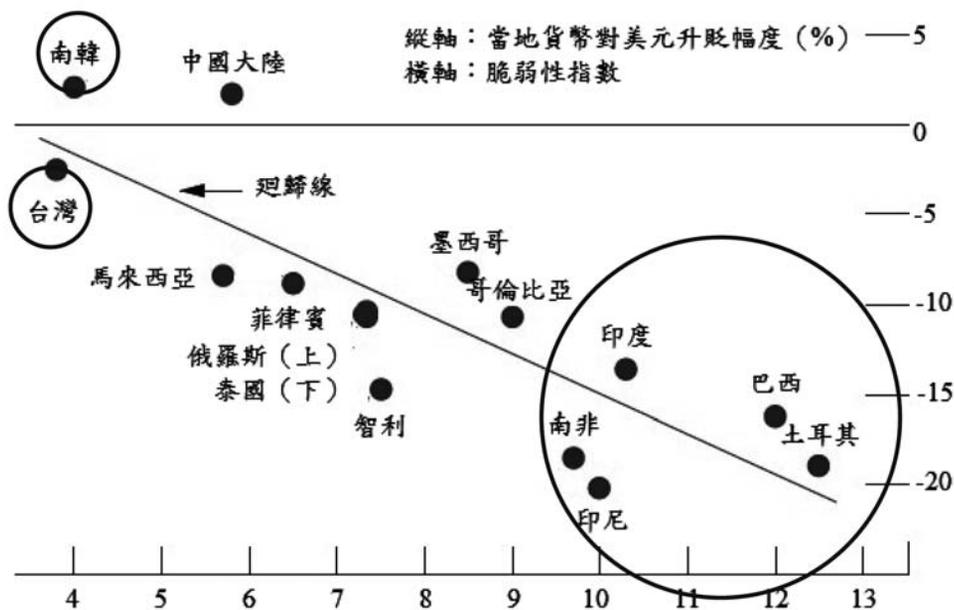


圖 17 土耳其股價指數



資料來源：Datastream。

圖 18 匯率升貶幅度與新興經濟體脆弱性指數



註：脆弱性指數包含 (1) 經常帳餘額對 GDP 比率、(2) 政府債務對 GDP 比率、(3) 過去 3 年之通膨率、(4) 過去 5 年銀行對私部門授信對 GDP 比率、(5) 外債對出口比率、(6) 外匯存底對 GDP 比率等 6 指標。

資料來源：Board of Governors of the Federal Reserve System (2014)。

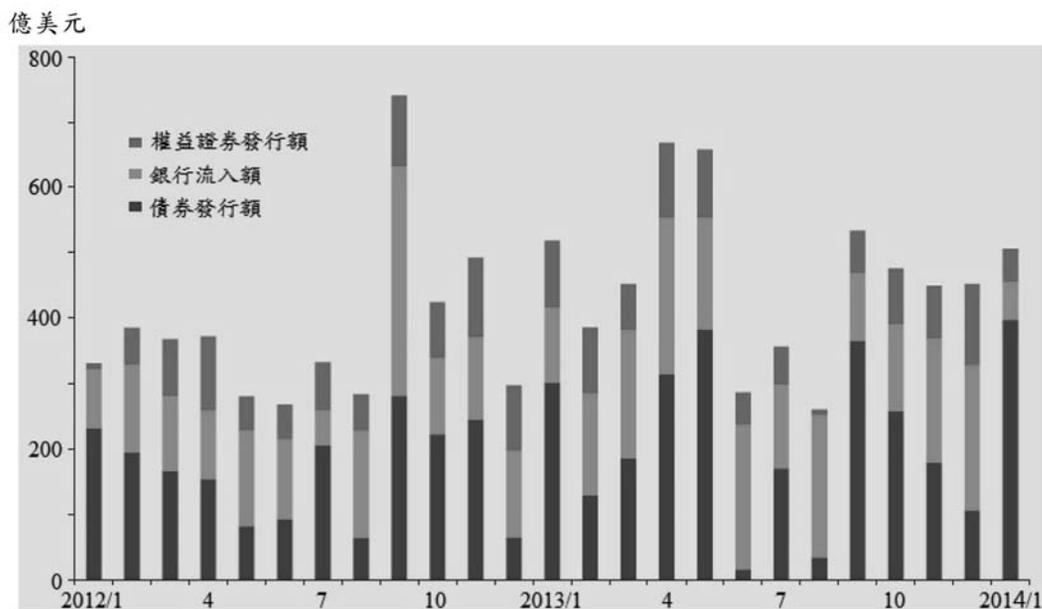
(三) FOMC 暫緩調整購債規模且政府達成財政協議，恐慌情緒緩解

為因應美國可能面臨的債務上限僵局，

2013 年 9 月 FOMC 會議決議仍維持每月 850 億美元之購債規模不變；加以 10 月初美國債務上限僵局雖迫使部分政府部門短暫關閉，

惟在Obama總統及參、眾兩院努力下，於10月中達成財政協議，投資人恐慌情緒紓緩，該年第4季資金再度回流新興市場（圖19）。

圖 19 開發中經濟體資本流入毛額



資料來源：World Bank（2014）。

四、2014年初Fed正式啟動縮減購債計畫，金融市場再掀波瀾

及至2013年12月FOMC決議自2014年1月起，逐步縮減量化寬鬆購債規模，當時市場反應卻意外平靜，美國10年期公債殖利率走勢平穩，各國貨幣對美元波動幅度亦不大。惟2014年1月底阿根廷披索大貶，擔憂爆發通貨危機之恐慌情緒蔓延，致停泊在新興市場的資金再大量撤出，國際金融市場波瀾再起。

（一）阿根廷披索大貶觸發新一波動盪

阿根廷於2001年爆發債務違約後，即採

寬鬆財政與貨幣政策以提振經濟，卻使物價高漲、財政赤字擴大。2013年因全球穀物產地豐收，致其黃豆及小麥出口下滑，經常帳逆差擴大（表7）；加上經濟情勢惡化，阿根廷披索對美元匯價走貶，阿根廷央行為阻止披索貶值雖干預外匯市場，惟仍無法扭轉頹勢。

2014年1月24日阿根廷披索對美元單日驟貶10.45%（圖20），可能爆發通貨危機，進一步引發區域型金融風暴之疑慮急遽攀

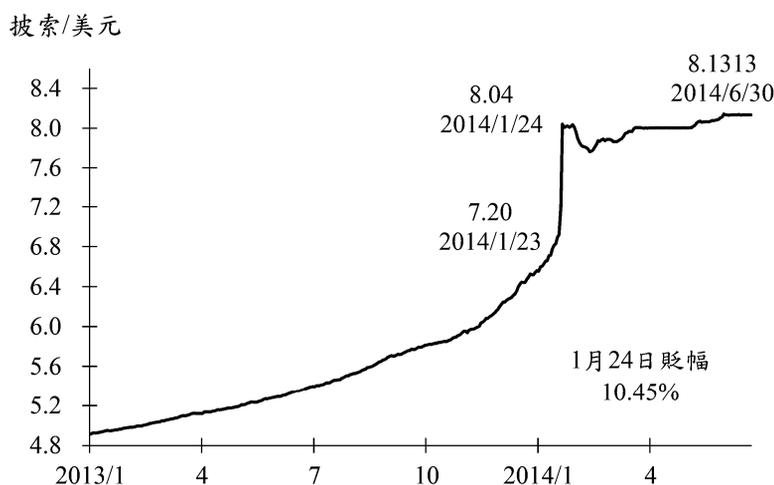
表 7 阿根廷經濟情勢概覽

單位：%

項目/年度	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
經濟成長率	9.14	8.55	0.95	2.94
通膨率	10.90	9.50	10.80	10.90
失業率	7.80	7.20	7.20	7.10
財政餘額/GDP	-1.36	-3.47	-4.02	-3.46
經常帳餘額/GDP	0.26	-0.57	-0.06	-0.92

資料來源：Thomson Reuters、IMF World Economic Outlook Database (2014/4)。

圖 20 阿根廷披索兌美元匯率



資料來源：Datastream。

升。衡量恐慌情緒之 VIX (Volatility Index) (註 6) 一度攀高 (圖 21)，並使停泊在新興市場的資金大量撤出，惟此次影響之區域與程度，與 2013 年 5 月至 8 月上一波國際金融市場動盪並不相同。

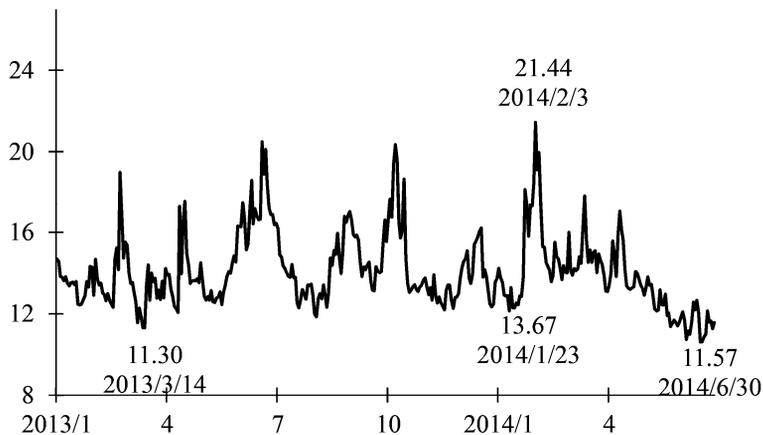
(二) 受影響之新興經濟體多集中於東歐與

中亞

2014 年 1 月下旬俄羅斯、匈牙利等東歐與中亞各國之金融市場動盪，惟因 Fed 縮減購債規模步調尚在全球預期之中，1 月下旬至 2 月初受影響較嚴重期間，俄羅斯及匈牙利貨幣對美元貶幅及股市跌幅 (圖 22 至圖 25)，

(註 6) VIX 為 1993 年美國芝加哥選擇權交易所 (Chicago Board Options Exchange, CBOE) 推出之指數，係用 VIX 衡量投資人預期 S&P 500 指數期貨未來 30 天之波動程度。VIX 愈高，表示市場參與者預期後市波動程度將加劇，同時反映其心理不安的程度愈高，又稱恐慌指數。

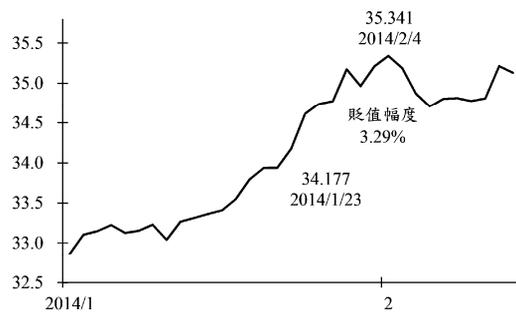
圖 21 VIX



資料來源：Chicago Board Options Exchange。

圖 22 俄羅斯盧布兌美元匯率圖

盧布/美元



資料來源：Datastream。

圖 23 俄羅斯股價指數

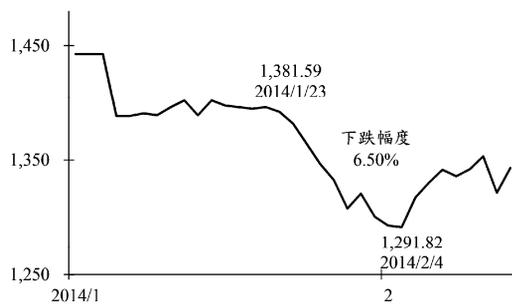
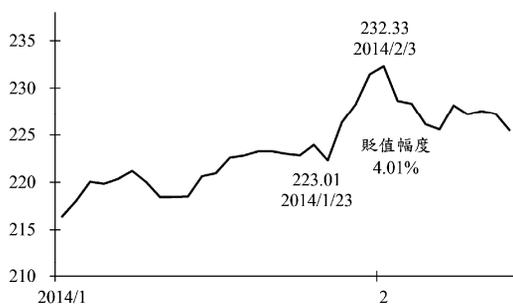


圖 24 匈牙利福林兌美元匯率圖

福林/美元



資料來源：Datastream。

圖 25 匈牙利股價指數

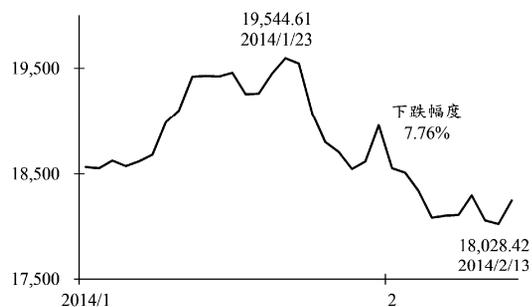


圖 26 MSCI 新興市場股價指數



資料來源：Datastream。

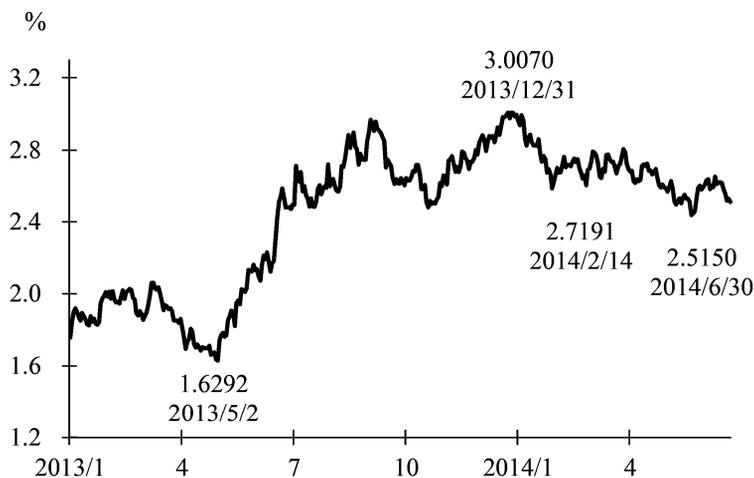
皆不似 2013 年 5 月至 8 月脆弱 5 國跌勢之深。2 月中旬以後，除少數經濟體股、匯因地緣政治動盪，或本身經濟體質不佳而續疲外，其餘多數經濟體已回復正常運作，國際資金亦重返新興經濟體，新興市場股價指數自 2 月中旬後止跌回升（圖 26）。

（三）美國長債成避險資產

2014 年初自新興經濟體股、債與先進經濟體股市撤出之資金，多轉入美國債券市場規避風險，致美國 10 年期公債殖利率反轉下滑近 29 個基點，嗣後於 2.50% 至 2.80% 間震盪徘徊（圖 27）。

這段期間包含美國、英國、法國、德國及日本等主要經濟體股價震盪，惟在避險情

圖 27 美國 10 年期公債殖利率



資料來源：Datastream。

緒稍微平復之後，資金又再度湧入先進經濟體股市。以美國道瓊工業指數為例，歷經短暫修正後，股價屢屢創下歷年新高（圖 28）。

圖 28 美國道瓊工業指數



資料來源：Datastream。

五、結構性改革為抵禦跨境資本移動衝擊之良方

由上述 2013 年 5 月至 8 月，及 2014 年初兩次美國非傳統貨幣政策正常化過程對全球資金流動及各經濟體之影響可知，大規模跨境資本移動已成為威脅各經濟體經濟成長之風險來源。

近年來，跨境資本移動規模急遽增加，自 1980 年至 1999 年之 20 年間年平均移動規模低於全球 GDP 之 5%，一路攀抵至 2007 年之 20%（註 7）。World Bank（2014）指出，流入開發中經濟體之私部門資金，自 2009 年之 6,042 億美元大幅增加至 2010 年之 1.04 兆美元後，往後數年流入金額皆逾 1 兆美元（表

8）；若以種類劃分，則以股權證券淨流入及債務淨流入等資金變動程度較大（表 9）。

跨境資本移動可使資本獲得更妥善之配置，有助調整經濟失衡，進而促進全球經濟發展；惟因資本鉅額流出入，致資產價格可能大起大落，或信用擴張收縮過於劇烈，金融風險升高。IMF 已漸正視跨境資本移動潛在風險，在國際貨幣合作仍難落實下，建議各經濟體可採資本移動管理措施（capital flow management measures, CFMs）或總體審慎措施（Macro-Prudential measures, MPMs），因應規模日漸龐大的跨境資本移動（註 8）。

（註 7）IMF（2012）。

（註 8）IMF（2012）及 IMF（2013）。

表 8 開發中經濟體私部門資本淨流入

單位：億美元；%

區域	2009		2010		2011		2012		2013	
	流入額	相對GDP比	流入額	相對GDP比	流入額	相對GDP比	流入額	相對GDP比	流入額	相對GDP比
開發中經濟體	6,042	4.1	10,359	5.8	10,773	5.2	10,936	5.0	10,784	4.6
東亞太平洋	2,551	4.1	5,256	7.0	5,468	6.0	4,825	4.7	4,953	4.4
歐洲與中亞	523	4.2	573	4.0	1,304	8.2	1,281	7.8	1,142	6.6
拉丁美洲與加勒比海	1,432	3.8	2,808	6.1	2,628	5.0	3,003	5.7	2,899	5.3
中東與北非	284	2.9	301	2.7	90	0.7	279	2.1	198	1.5
南亞	790	4.9	961	4.8	781	3.5	921	4.1	847	3.7
薩哈拉沙漠以南之非洲	463	5.0	460	4.1	501	4.0	626	4.8	745	5.3

註：2013 年係 World Bank 之估計值。

資料來源：World Bank (2014)。

表 9 開發中經濟體資本淨流入

單位：億美元；%

種類/時間	2009	2010	2011	2012	2013
經常帳餘額	1674	1120	-163	-934	-1735
資本淨流入	6981	11161	11092	11215	11168
私部門資本淨流入	6042	10359	10773	10936	10784
證券投資淨流入	4913	6349	6574	7097	6811
外人直接投資淨流入	3803	5116	6547	6122	6235
股權證券淨流入	1109	1234	27	976	576
債務淨流入	1129	4010	4199	3839	3973
債權證券	499	1155	1206	1787	1767
銀行	164	281	1299	955	1009
其他	-8	18	-57	63	38
短期債務流入	474	2556	1751	1034	1159
官方跨境資本移動規模淨額	938	801	32	279	384
世界銀行	183	230	70	121	103
國際貨幣基金	318	134	5	-133	-28
其他	438	437	245	292	309

註：2013 年係 World Bank 之估計值。

資料來源：World Bank (2014)。

(一) 國際合作立意雖佳，惟實務上極難落實

為因應大規模跨境資本自新興經濟體流出可能產生的不利衝擊，2013 年 8 月 22 日至

24 日召開的全球央行年會中，包含 IMF、BIS 等國際組織，及各新興經濟體之與會官員皆亟力呼籲，主要經濟體之貨幣政策應將潛在溢效果納入考量，並透過國際協調合作，

以減緩對全球經濟復甦造成的衝擊。

惟此一呼籲未獲主要經濟體央行與會官員採納，主要因各國復甦階段不同，貨幣政策制定無法將他國因素納入考量，且寬鬆貨幣政策難以同時退場。IMF 執行長 Lagarde 坦承，每個國家對外溢效果之規模與方向都有不同意見，實務上達成國際協調合作恐有困難；而美國聯邦準備銀行亞特蘭大分行總裁 Lockhart 亦表示，Fed 為美國國會設立的合法機構，其使命是維繫美國之利益，其他國家必須接受此事實，並加以適應。學界研究亦指出，新興經濟體與其指責大國，不如自行藉管制措施緩和資本移動帶來的風險。

（二）資本管制與總體審慎措施可有效抵禦短期之外部衝擊

資本移動管理措施主要目的在管理資本移動的規模，資本接收國與資本釋出國宜採行各項外幣交易及非居民等資本移動相關管理措施，以減緩大規模跨境資本移動可能造成的傷害；而總體審慎措施之目的則在避免升降息等傳統貨幣政策影響層面過於廣泛之缺失，以有效抑制系統性風險，並維持金融體系穩定（註 9）。

2013 年 4 月 20 日國際貨幣暨金融委員會（International Monetary and Financial Committee, IMFC）主席暨新加坡副總理兼財政部長 Shanmugaratnam 即建議，新興經濟體應採行各種政策，透過匯率、總體審慎措施與國內貨幣政策之調整，以抑制大規模跨境資本移動帶來之衝擊。

（三）經濟體韌性愈強，抵禦長期跨境資本移動之能力愈大

資本管制與總體審慎措施雖可有效抵禦短期外部衝擊，惟僅能收短暫治標之效。Filardo and Hofmann（2014）即指出，2013 年中金融市場劇烈動盪，實肇因於市場過份解讀 Bernanke 相關措辭，並建議央行於運用前瞻式指引時，須權衡資訊提供程度多寡，並隨時間審慎調整，以避免危及金融穩定或央行聲譽。Fed 雖承認，2013 年 5 月以來於運用前瞻式指引等非傳統貨幣政策過程中，或多或少激起國際金融市場之動盪，惟呼籲若干新興經濟體決策者應為其自身政策負起責任，正視經濟脆弱性，並徹底執行貨幣、財政與結構性改革，以提升面對衝擊時之抵禦能力（註 10）。

六、結 論

跨境資本移動雖可為一經濟體引進外資，進而促進金融部門競爭力、提高投資生

產力，及增加消費，但亦可能導致一經濟體信用或資產價格暴起暴落，增加金融風暴發

（註 9）IMF（2013）。

（註 10）Board of Governors of the Federal Reserve System（2014）。

生之機率。

由 2013 年迄 2014 年年初美國非傳統貨幣政策正常化過程對全球資金流動及各經濟體之影響即可看出，大規模跨境資本移動已成為威脅各經濟體經濟成長之風險來源。

鑒於跨境資本移動規模及波動性日趨擴大，負面衝擊日漸加深，IMF、BIS 及 World Bank 等國際組織已逐漸正視跨境資本移動可

能引發的資產泡沫，進而支持各經濟體可採妥適之資本管制或總體審慎措施，並倡議各經濟體應多邊合作，以抵禦跨境資本移動帶來的外溢效果，穩定經濟與金融。惟改善經常帳逆差及財政赤字，並將國際資金引導至相對具建設性之外人直接投資上，才是對抗跨境資本移動帶來外溢效果之最佳抵禦良方。

參考資料

- Aslund, Anders(2013), "Now The BRICs Party Is Over, They Must Wind Down The State's Role," *Financial Times*, August 22.
- Bacchetta, Philippe(2013), "Financial Crises," Study Center Gerzensee, March 26.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2014), "Financial Stress and Vulnerabilities in the Emerging Market Economies," *Monetary Policy Report*, February 11.
- Claessens,Stijn et al. (2013), "Seven Questions on Financial Crises: Perspectives from the Frontier of Research," *IMF Research Bulletin*, December 4.
- Davies, Gavyn(2014), "The EM's 'Fragile 8' Must Save Themselves," *Financial Times*, February 2.
- Filardo, Andrew and Boris Hofmann(2014), "Forward Guidance at the Zero Lower Bound," *BIS*, March 9.
- Gallagher, Kevin P. (2012), "The IMF's Half Step," *Project Syndicate*, December 5.
- Garcia, Cardiff (2013), "The Options of Emerging Markets," *Financial Times*, August 30.
- Harding, Robin(2013), "Central Bankers Have Given Up on Fixing Global Finance," *Financial Times*, August 27.
- IMF (2012), "The Liberalization and Management of Capital Flows – An Institutional View," *IMF Policy Paper*, November 14.
- IMF (2013), "Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows," *IMF Policy Paper*, April 25.
- IMF(2014), "Recovery Strengthens, Remains Uneven," *IMF World Economic Outlook*, April 8.
- Kynge, James(2014), "Fragile Five' Falls Short as Tapering Leaves More Exposed," *Financial Times*, February 2.
- Lagarde, Christine(2013), "The Global Calculus of Unconventional Monetary Policies," IMF, August 23.
- Mead, Gary(2013), "Look to The Fundamentals in Emerging Markets," *Financial Times*, September 19.
- Morgan Stanley (2013), "FX Pause : Preparing for Volatility," *Morgan Stanley Research*, August 1.
- Talley, Ian (2014), "IMF Head Calls for Central Bank Collaboration," *The Wall Street Journal*, February 3.
- Talley, Ian (2014), "G-20 Leaders Focus on Better Communication," *The Wall Street Journal*, February 21.
- World Bank (2014), "Financial Markets Outlook," *Global Economic Prospects*, February 22.
- Zhang, Longmei and EddaZoli(2014), "Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia," *IMF Working Paper*, WP/14/22, February 6.

(本文完稿於 103 年 8 月，作者為本行經研處辦事員)