

亞洲金融危機後南韓金融帳自由化之研究

高 超 洋

摘 要

一、1997 年亞洲金融危機後，南韓積極推動金融帳自由化，其中股權證券及銀行短期借款極易受到國內外經濟及金融變化之影響，在短期間產生大幅波動

1980 年代以來，南韓推動出口導向之工業化政策，對放寬外匯管理及開放金融帳（或資本帳）採取審慎的態度。至 1997 年亞洲爆發金融危機，南韓面對資本急遽流出而擴大韓元的波動幅度，希望阻止資金持續外流。之後，在 IMF 指導下始積極推動金融帳自由化。惟伴隨金融帳自由化之進展，股權證券及銀行短期借款，極易受到國內外經濟及金融變化之影響，在短期間產生大幅波動。

二、2002 年起韓元長期升值之預期引發熱錢流入，導致 2008 年全球金融危機發生前銀行部門短期外債飆高，而再度引爆美元流動性危機

為因應國內銀行短期國外借款大幅波動所產生的貨幣與期限錯配風險，南韓積極建構外債及外幣流動性管理機制，同時發展外匯衍生性金融商品市場。惟自 2002 年起，在

經常帳持續順差及外資股權投資流入的情形下，帶動韓元長期升值之預期，促使出口企業有大量的避險需求。為因應企業避險需求，銀行大規模實施外匯衍生性金融商品操作借入美元，特別是外國銀行分行因監管較鬆產生「管制套利」（regulatory arbitrage），引發熱錢流入。

2008 年全球金融危機期間，儘管南韓外債及外幣流動性管理已較健全，惟與 1997 年金融危機相較，引爆南韓美元流動性危機之導火線，由亞洲金融危機期間單純為本國銀行貨幣與期限錯配風險，擴大為外國銀行分行短期外債飆高所衍生嚴重的期限錯配風險。此一風險加重了南韓外匯市場遭受來自國外的傳染效應，並成為系統性風險的主要來源。

三、南韓強化外匯市場總體審慎政策，提高銀行套利或投機成本以防堵熱錢，同時抑制韓元過度波動

近年南韓再度強化外匯市場之總體審慎政策，特別針對外國銀行分行外匯衍生性金融商品交易部位加強管理，並藉由課徵非核

心外幣負債稅，以及恢復對外資購買南韓債券課稅等措施，提高銀行套利或投機的成本，以防堵熱錢，同時抑制韓元過度波動。根據南韓央行評估，該政策在抑制利差交易及熱錢流入已發揮效果。此一藉由提高銀行套利成本，因應國際熱錢之經驗，似可提供我國因應國際資本移動之借鏡。

四、國際資本移動形式劇烈變化，宜適時調整總體審慎政策，並需考量國內及國外部門間之政策協調

為因應國際資本移動形式之劇烈變化，需適時調整總體審慎政策。例如，採外幣流動性比率管理，需輔以調整外幣部位上限等配套措施，以確保金融穩定。全球金融危機期間，外國銀行曾因南韓本國銀行之存放比率（LTD ratio）過高，而不願給予短期放款以借新還舊，因而造成美元流動性危機，顯示國內金融情況亦影響國外部門。因此在制度設計及實施總體審慎政策之時，宜事先考量國內及國外部門間之政策協調。

壹、前言

1997年爆發亞洲金融危機，南韓面對資本急遽流出而擴大韓元的波動幅度，希望阻止資金持續外流。之後，在IMF指導下，始積極推動金融帳（或資本帳）自由化。雖然南韓政府對此有相當清楚且透明之階段性安排，惟仍造成國際資本移動加劇。2008年全球金融危機期間，南韓再度爆發美元流動性危機，並形成系統性風險，波及整體金融體系之穩定。在南韓央行與美國聯邦準備當局（Fed）訂定換匯協議緊急挹注美元後，衝擊較亞洲金融危機輕微。惟南韓放寬外匯管理及金融帳自由化所衍生的金融體系外部脆弱性問題，值得深入研究並引以為鑑。

2008年11月起，Fed 3度擴大量化寬鬆，導致全球金融體系有越來越多追逐高收

益的熱錢流竄。為因應國際熱錢之衝擊，近年南韓政府再度著手強化總體審慎政策。南韓為我國貿易主要競爭對手國，藉由分析其總體審慎政策之方向，可作為本行因應國際資本大幅進出之參考，並有助於掌握韓元匯率之動向。除此前言外，本文第二節分析影響南韓金融帳變動之主要因素，藉以掌握南韓國際資本移動之變化及特徵；第三節探討伴隨國際資本移動型態的變化，南韓放寬外匯管理及金融帳自由化之演變，以及所衍生的金融體系外部脆弱性問題；第四節探討近年南韓再度強化總體審慎規範之作法及方向；最後則綜合研究結果提出對我國之啟示及建議。

貳、南韓國際資本移動型態之變化及特徵

一、1990 年代以來南韓金融帳之變化

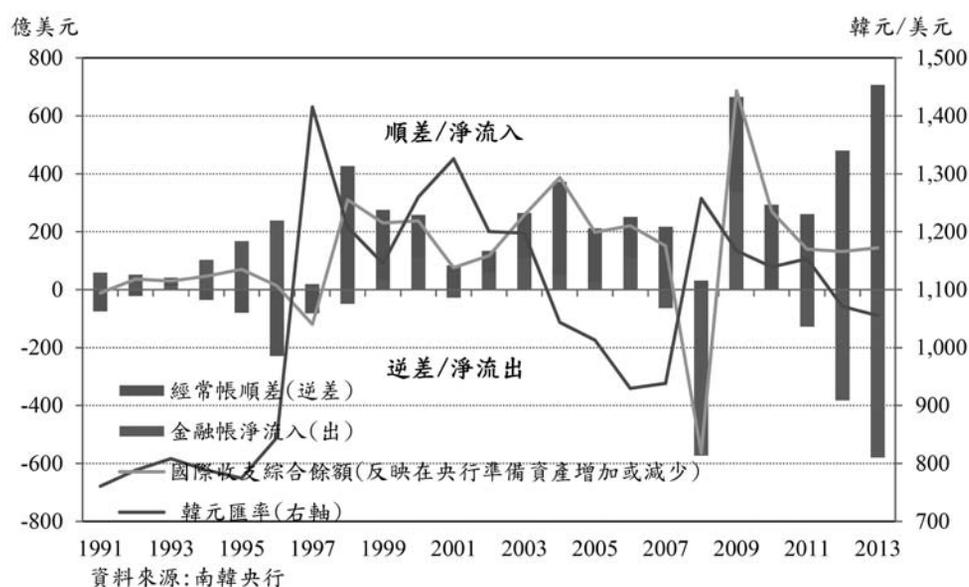
南韓長期以來推動出口導向之工業化政策，對金融帳開放採取相當審慎的態度。1980 年代後期起，伴隨經常帳收支改善，南韓政府逐步放寬金融帳項下之直接投資、證券投資，及其他投資之限制。1987 年進一步放寬其他投資項下銀行業對國外借款之限制，之後放寬銀行業持有及買賣外匯部位、企業對國外借款等相關限制（註 1）。

1997 年亞洲金融危機前，韓元處於持續升值之情況，韓元對美元匯率在 1 美元兌 800 韓元附近波動，加上私人企業過度投資，私部門之短期外債持續增加，影響所及，經常

帳大致呈逆差趨勢，1996 年經常帳逆差對 GDP 比率一度達 4.0% 的高點；金融帳則與經常帳呈反方向變動，呈淨流入趨勢，金融帳淨流入在 1996 年亦達到高峰，淨流入總額達 238.8 億美元（圖 1）。

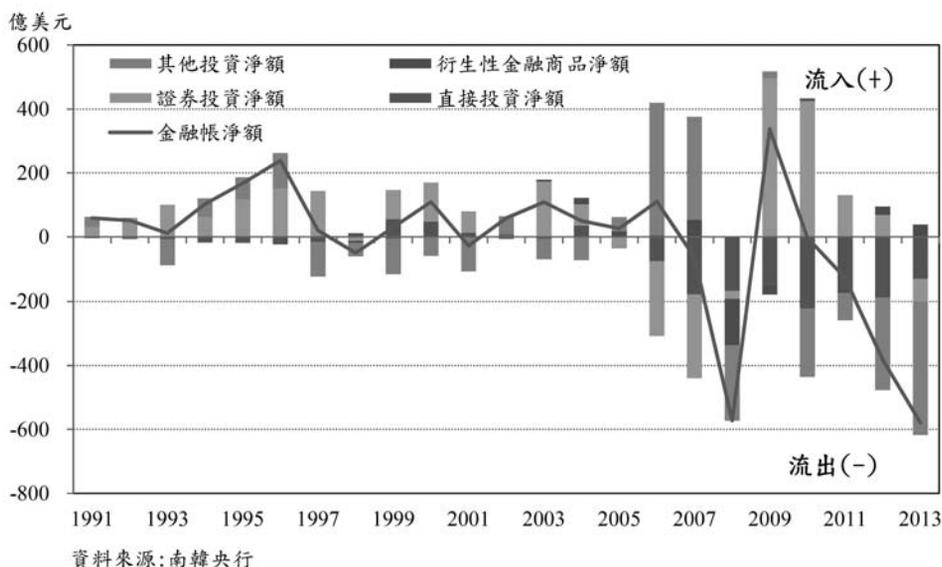
1997 年受亞洲金融危機影響，韓元兌美元匯率大幅貶至 1 美元兌 1,400 韓元，貶幅約 43%。1998 年起南韓經常帳轉呈順差，金融帳亦大抵呈現穩定淨流入。影響所及，2002 年起韓元匯率開始持續升值，2006~2007 年升至 1 美元兌 930 韓元水準。2008 年受全球金融危機影響，金融帳呈大幅淨流出，韓元兌美元匯率再度貶至 1 美元兌 1,250 韓元，約貶

圖 1 南韓國際收支



(註 1) 參考日本國際通貨研究所 (2011)。

圖 2 南韓金融帳



值 26%。2009~2013 年則穩定於 1 美元兌 1,000~1,100 韓元，金融帳則因銀行業償還國外短期借款，而呈現淨流出（圖 1）。

圖 2 顯示，南韓金融帳因證券投資及其他投資極易受到國內外經濟及金融變化之影響，在短期間產生大幅波動，而其他投資的波動性更甚於證券投資。

二、影響南韓金融帳變化之主因

以下擬深入分析影響南韓金融帳收支之重要項目：外資股權證券投資、居民對外股權證券投資、外資債權證券投資、居民對外債權證券投資，以及其他投資等主要因素，藉以了解國際資本移動在南韓之特性。

（一）南韓股權證券投資流入之變化

南韓股權證券投資自 1992 年起呈淨流

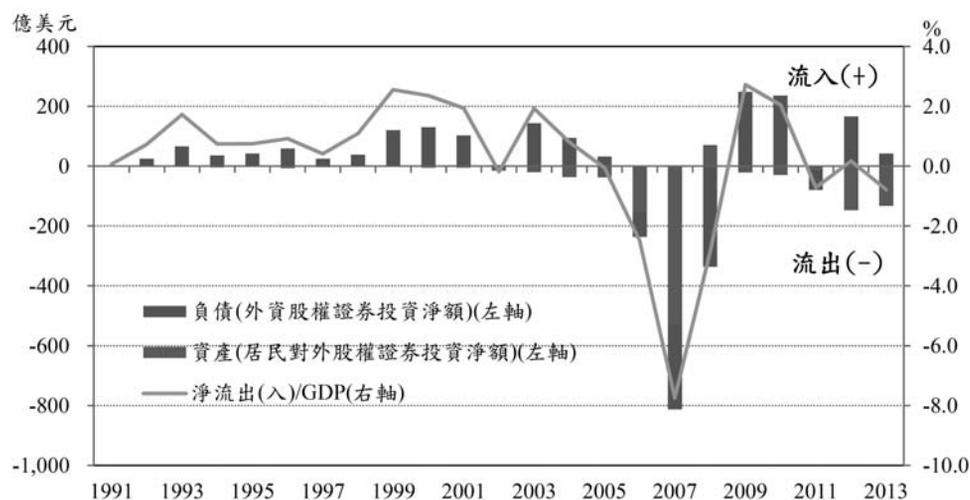
入。亞洲金融危機後，股權證券投資淨流入金額對 GDP 比率大致在 1~2% 上下波動。2006 年起轉為淨流出，2007 年股權證券投資淨流出金額對 GDP 比率達 7.7%。待 2009 年全球金融危機後告一段落，股權證券投資再度轉為淨流入，2011 年及 2013 年則為淨流出（圖 3）。

1、外資股權證券投資

影響南韓股權證券投資變化之主要力量，為外資股權證券投資（圖 3）。外資股權證券投資係伴隨南韓政府於亞洲金融危機前後，逐步放寬外資投資股市限制而擴大規模（註 2）。至於外資股權證券投資之上下波動，則受到南韓匯率及國際經濟金融變化影響較大。

(註 2) 1992 年南韓政府首度開放非居民投資股市，惟仍限制全體外國人及個人持股，不得超過該企業全體股數之 10% 及 3%。之後，逐步放寬限制，1997 年底放寬至 55% 及 50%。1998 年亞洲金融危機期間，完全廢除限制。

圖 3 南韓股權證券投資收支



資料來源:南韓央行

根據高安雄一（2009）之實證分析，影響南韓外資股權證券投資流入及流出之因素並不相同，影響流入之因素包括：（1）股價指數期貨價格；（2）美國利率水準，以及（3）MSCI 在南韓的投資比重等；影響流出之主要因素則包括：（1）對美國債券之投資金額；（2）國內股價上漲率，以及（3）美國利率水準等。

2、居民對外股權證券投資

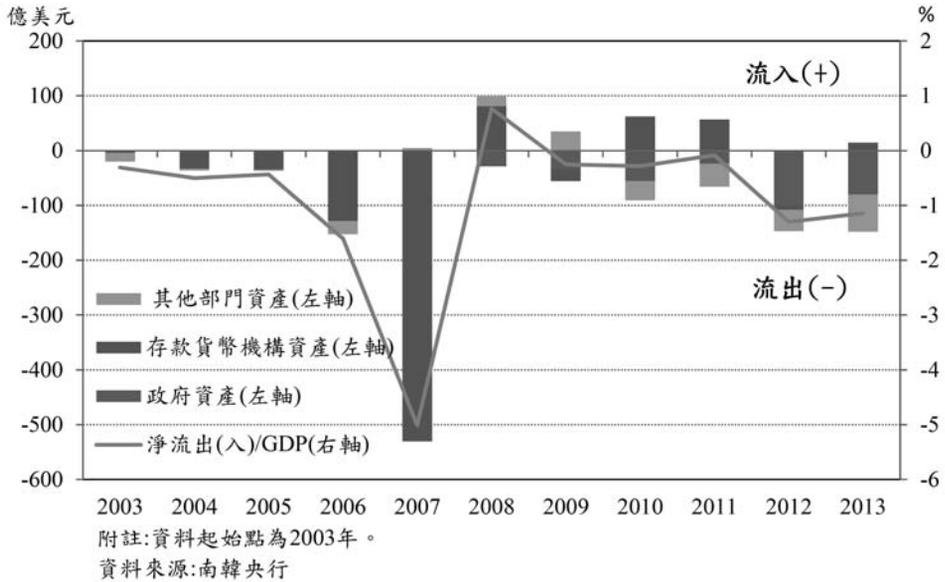
居民對外股權證券投資不似外資股權證券投資，對南韓國際資本移動具有巨大之影響力。亞洲金融危機前，南韓政府已逐步開放居民對國外證券投資。1994 年公布促進國外證券投資措施，逐步廢除證券公司、投資信託公司及保險公司的投資上限規定（註 3）。

1996 年完全廢除上限規定，惟仍規範投資規模超過一定額度（個人 10 億韓元，法人 20 億韓元）的情況下，證券公司需向國稅局通報相關投資細節。

居民對外股權證券投資在上述限制放寬後，並未立即擴大規模。2006 年居民對外股權證券投資淨流出對 GDP 比率首度超過 1%，2007 年快速上升至 5.0%，2008 年因全球金融危機轉為淨流入。2007 年居民對外股權證券投資大幅淨流出之主因，係南韓政府為抑制韓元升值鼓勵民眾投資國外，於 2007 年 6 月至 2009 年底實施投資國外基金之資本利得免稅措施，加上國內缺乏投資管道，影響所及，資金經由存款貨幣機構大幅流出（圖 4）。

（註 3）1994 年開放一般投資人國外證券投資上限，個人 1 億韓元，法人 3 億韓元。1995 年個人投資額度擴大至 5 億韓元，法人 10 億韓元。

圖 4 居民（部門別）對外股權證券投資收支



(二) 南韓債權證券投資流入出之變化

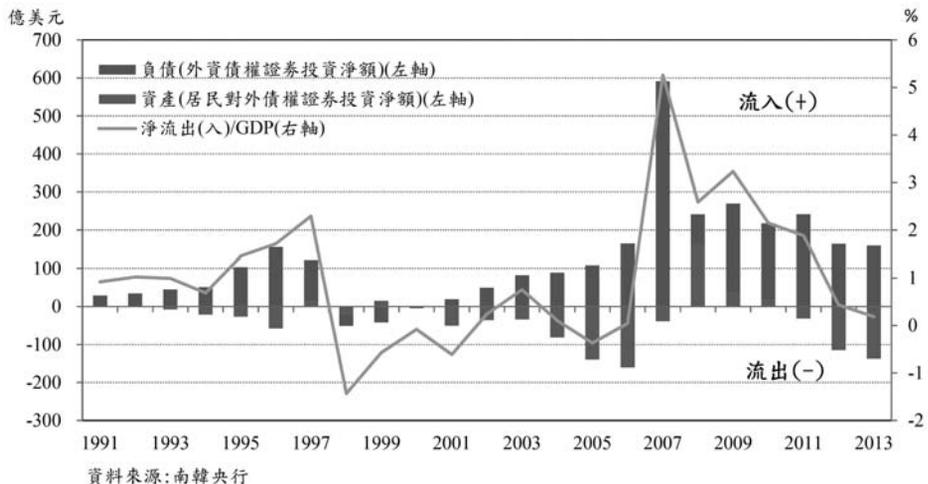
1、外資債權證券投資

亞洲金融危機前，因南韓債券市場尚未健全，加以國內外利差大，外資投資債券市場相較於股市，受到嚴格限制。1997 年南韓才全面開放外資投資公債及上市企業公司

債，1998 年進一步開放附買回 (RP) 交易，以及非上市企業公司債。2002 年底，外資持有南韓股票比重已達 36.0%，惟債券僅 0.1%。

2007 年因韓元計價之債券利率高過換匯換利 (cross currency swap) 利率，與債券相

圖 5 南韓債權證券投資收支



關之套利交易獲利空間擴大，促使外資債券投資快速增加，外資債權證券淨流入對 GDP 比率達 5.0% 高點（圖 5）。2008 年外資持有南韓債券比重，亦達 5.8% 高點。之後，伴隨套利誘因降低，加上持有債券到期，外資債券淨流入大幅減少。

南韓外資債權證券投資波動幅度雖大，惟大規模流入現象，僅出現於有利於套利之環境下，並非南韓債券市場發展已臻完善，吸引外國投資人大規模投資。因此，此一形式的國際資本移動對南韓尚未形成巨大之影響力（註 4）。

2、居民對外債權證券投資

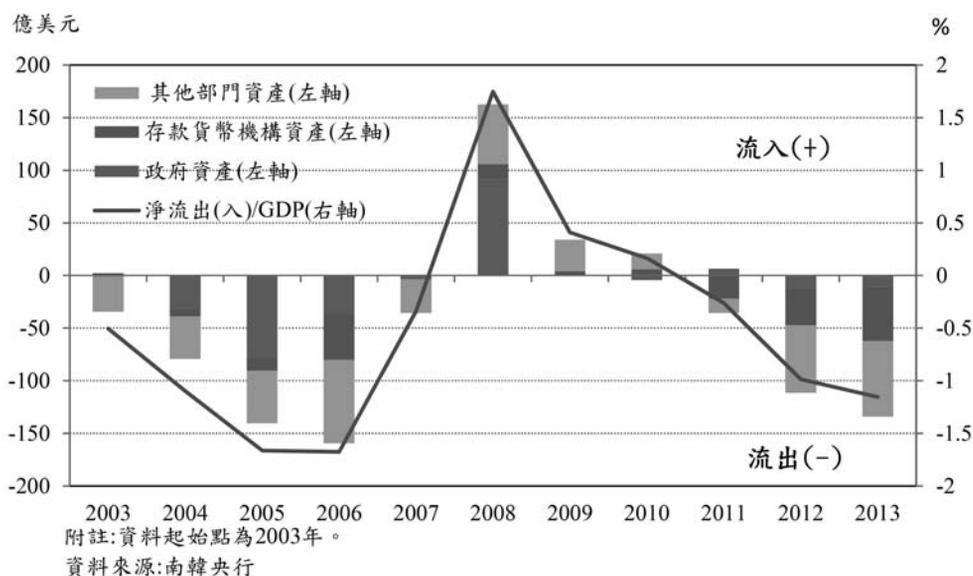
南韓居民對外債權證券投資之規模不大，近年以其他部門及存款貨幣機構之長期

債券投資為主。2008 年全球金融危機期間，南韓財政部及南韓央行為籌措美元資金，因應銀行業緊急的美元需求，曾大規模賣出持有的美國公債，一度造成居民對外債權證券投資呈現大規模流入情況（圖 6）。至於居民對外短期債券投資之金額則仍非常小。

（三）南韓其他投資收支之變化

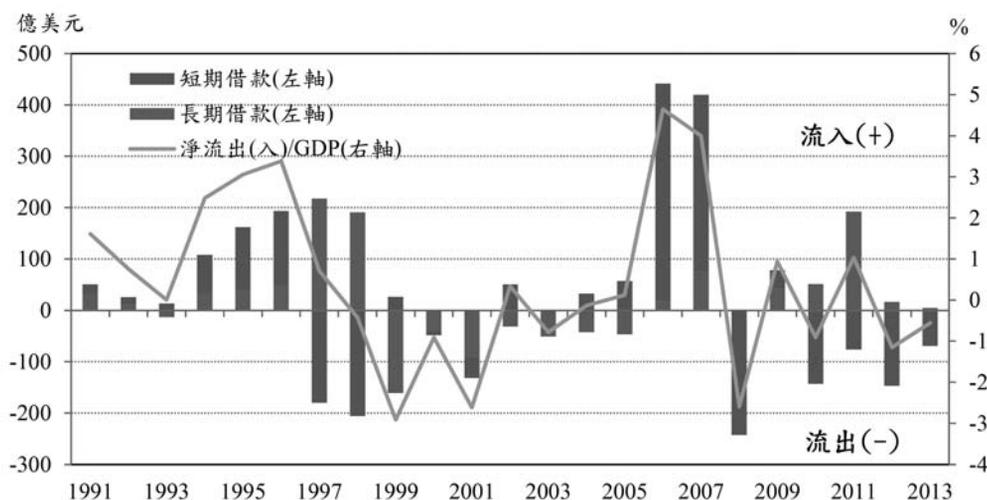
南韓之其他投資收支，受銀行業國外借款影響最大。亞洲金融危機前之 1994~1996 年，為因應大型企業集團國內外投資所衍生的大量資金需求，在韓元匯率波幅固定下，本國銀行大規模增加國外借款，且以短期借款為主（圖 7）。本國銀行以短支長的財務操作模式，最終導致貨幣及期限錯配的問題擴大而引爆金融危機。亞洲金融危機期間

圖 6 南韓居民（部門別）對外長期債權證券投資收支



(註 4) 參考高安雄一（2009）。

圖 7 南韓銀行業國外借款



資料來源:南韓央行

1997~1998年，因外資緊縮銀根，南韓銀行業國外短期借款轉呈大幅淨流出，長期借款則因南韓接受IMF紓困而反向呈現流入。直到2004年，南韓國外借款才再度恢復淨流入趨勢。

全球金融危機前之2002~2006年，因經常帳順差，加上金融帳持續淨流入（圖1），韓元長期看升，導致出口企業避險需求大

增，促使本國銀行因企業換匯需求擴大而增加國外短期借款（註5）。加上外國銀行分行亦擴大國外借款進行利差交易，2006~2007年國外借款對GDP比率分別達4.6%及4.0%之高點。承作國外短期借款之主要金融機構，70%為外國銀行分行，30%為本國銀行，此與亞洲金融危機期間以本國銀行為主之國外借款結構與規模明顯不同（註6）。

參、南韓放寬金融帳致國際資本移動加劇

一、亞洲金融危機前開放部分金融帳之不利影響

南韓為避免產業被外資所控制，1984年起才以負面表列方式放寬直接投資。因此，

長期以來，當企業有外匯需求時，大多依賴屬其他投資的國外借款。1992年美國對南韓的金融市場開放施壓，以及加入OECD之事前準備工作，南韓開放非居民證券投資。至

（註5）有關本項交易之進行方式，於第參章第三節第二小節「韓元長期看升，出口商避險需求導致短期外債快速增加」有詳細論述。

（註6）詳細情形將於第參章第三節第三小節「依賴外國銀行分行籌資導致利差交易盛行，加速熱錢流入」論述。

於其他投資，1984年配合當時的經常帳收支情況，放寬銀行對國外借款之許可制；1994年進一步廢除對國外借款的總額規範，並逐步放寬銀行外匯淨負債部位之限制。惟以下三項金融帳開放政策，卻造成亞洲金融危機之衝擊加劇。

(一) 1994年廢除銀行國外借款總額規範，惟仍維持國外長期借款上限
此政策導致本國銀行國外短期借款快速增加(表1及表2)，外匯資產與負債之流動性錯配風險擴大，銀行因應匯率變動的能力

變差。亞洲金融危機期間，多家銀行財務結構因而惡化，短期國外借款之借新還舊亦遭國外銀行拒絕，而發生美元流動性嚴重不足問題，最終必須向IMF求援。

(二) 1994年及1996年分別開放非銀行機構投資國外證券，以及對非居民外幣放款
相較於商業銀行，非銀行機構在國內之籌資能力較差。此政策促使非銀行機構為投資國外證券(例如俄羅斯之債券)，以及對印尼等亞洲鄰近國家進行外幣放款，而擴大

表1 亞洲金融危機期間南韓國際收支餘額

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
經常帳 (對GDP比率，%)	-80 (-1.5)	-230 (-4.0)	-82 (-1.5)	426 (11.9)	245 (5.3)	148 (2.8)
資本帳及金融帳	163	233	14	-48	27	104
金融帳	168	239	20	-49	31	110
直接投資	-18	-23	-16	12	55	48
對外投資	-36	-47	-44	-42	-38	-45
對內投資	18	23	28	54	93	93
證券投資	117	151	144	-12	92	122
對南韓股權證券投資	42	60	25	39	121	131
其他投資	70	110	-107	-42	-111	-58
貿易信用	26	37	-56	-83	31	14
借款	(113)	(138)	(-81)	(21)	-86	-71
長期	35	45	215	156	-145	-24
短期	(78)	(93)	(-296)	(-135)	59	-47
現金與存款	-17	-26	2	16	-29	5
準備資產	-70	-14	119	-310	-230	-238
誤差與遺漏	-12	11	-51	-69	-42	-14

資料來源:南韓央行

表 2 亞洲金融危機期間南韓對外債務餘額

		億美元					
		1995	1996	1997	1998	1999	2000
債務餘額 (對 GDP 比率, %)		1,130 (21.3)	1,509 (26.3)	1,673 (31.4)	1,555 (43.4)	1,448 (31.4)	1,414 (26.5)
短期債務 (對 GDP 比率, %)		549 (10.3)	759 (13.3)	638 (12.0)	396 (11.1)	431 (9.3)	497 (9.3)
	政府	0	0	0	1	0	0
	貨幣當局	1	1	1	9	18	17
	金融機關	443	611	492	311	338	373
	本國銀行	(286)	(422)	(273)	(151)	186	229
	外國銀行分行	157	189	219	161	151	144
	私人企業	104	145	137	73	67	95
長期債務 (對 GDP 比率, %)		581 (10.9)	750 (13.1)	1,035 (19.4)	1,159 (32.4)	1,017 (22.0)	918 (17.2)
	政府	66	61	112	158	198	192
	貨幣當局	7	5	114	211	110	96
	金融機關	277	383	418	414	339	241
	本國銀行	(251)	(350)	(380)	(386)	312	223
	外國銀行分行	26	33	38	28	26	19
	私人企業	195	251	312	286	291	301

資料來源:南韓央行

國外短期借款。亞洲金融危機期間，伴隨新興市場之貨幣及金融危機，非銀行機構持有資產品質惡化，發生嚴重的流動性問題。影響所及，非銀行機構加速對國內大企業回收資金，導致大企業之經營危機。

(三) 1994 年開放赴國外企業可向投資國金融機構借款

此政策造成企業國外子公司在國內母公司之擔保下，擴大對國外借款。亞洲金融危機期間，韓元大幅貶值，因而加重國內母公司之還款負擔，加速南韓企業財務的進一步

惡化。

二、在 IMF 指導下積極推動金融帳自由化

1997 年 11 月為因應韓元貶值的強大壓力，南韓政府將市場平均匯率變動幅度由上下 2.25% 擴大至 10.0%，惟資本流出情況並未停止，12 月採行自由浮動匯率（free floating regime）（表 3）。

1998 年 6 月在 IMF 之強力指導下，南韓積極推動金融帳自由化，同時公布外匯管理自由化基本計畫。該計畫以促進資本移動及發展外匯市場為目的，分兩個階段推動金融

表3 1990年代韓元匯率變動幅度限制之變化

	1990/3	1991/9	1992/7	1993/10	1994/11	1995/12	1997/11	1997/12
變動幅度 (%)	±0.4	±0.6	±0.8	±1.0	±1.5	±2.25	±10.0	廢止

資料來源:南韓央行

帳自由化。第1階段主要將金融帳交易之管理架構由正面表列(原則禁止、例外許可)改為負面表列(原則自由、例外禁止);第2階段,除部分例外交易外,將事前許可制,改為事後報備制或不須報備,其主要措施之時程及重要措施,彙整如表4。

表4 南韓放寬外匯管理及金融帳自由化時程

年	月	重要措施
1980	1	1 美元兌 484 韓元貶至 580 韓元後,匯率制度由釘住美元改為釘住一籃通貨。
1990	3	1. 將一籃通貨制改為市場平均匯率制。 2. 變動幅度由最初的±0.4%逐步擴大至 1995 年 12 月的±2.25%。
1997	12	11 月將匯率變動幅度由 2.25%擴大至 10%,惟未能阻止韓元大幅貶值,12 月改為自由浮動匯率。
1998	11	在 IMF 指導下,階段性開放外國人資本及外匯交易(實施外國人投資促進法) 1. 開放外國人投資證券及金融交易。 2. 完全廢除外國人股票取得限制。 3. 開放外國人購買短期金融商品。 4. 修正「外匯管理法」,開放外國人投資短期金融商品,以及開放國內企業中長期外幣借款、於國外發行證券。 5. 開放外國人取得國內不動產。
1999	4	實施階段性金融帳自由化 第 1 階段:(1)企業及金融機構外匯交易自由化;(2)廢除企業經常帳交易支付上限規定;(3)國內企業短期國外借款原則自由。
2001	1	第 2 階段:(1)廢除居民有關海外旅行、贈與及移民等對國外支付之上限規定;(2)國外存款、信託及購買國外債券等資本交易之自

年	月	重要措施
		由化;(3)開放非居民與居民間外匯買賣;(3)開放非居民韓元短期(1年以內)存款。
2002	4	公布外匯自由化計畫 1. 第1階段(2002~2005年):擴大非居民籌措韓元資金之限額。 2. 第2階段(2006~2008年):廢除資本交易許可制,及金融機構外匯交易之限制。 3. 第3階段(2009~2011年):廢除「外匯交易法」,外匯交易完全自由化。
2004	12	韓元大幅升值,積極推動居民投資國外。
2008	6	廢止以投資為目的之國外不動產取得限制。

資料來源:南韓企劃財政部、南韓央行、IMF等

三、匯率波動牽動短期資本移動,加重全球危機之衝擊

(一) 加速推動金融帳自由化,以緩和韓元升值趨勢

伴隨放寬外匯管理及金融帳自由化之進展,加上2002年起南韓國際收支呈現改善

(圖1),韓元轉呈升值趨勢。韓元自2002年4月1美元兌1,326韓元,升至2007年10月1美元兌901韓元,大幅升值47%(圖8)。為避免以出口為導向之經濟受到不利影響,南韓貨幣當局於韓元逼近1美元兌1,000韓元重要關卡時,曾大規模干預外匯市場。

圖8 亞洲金融危機後韓元匯率與波動度
(波動度係指韓元對美元3個月選擇權)



資料來源:Thomson Datastream

圖 9 亞洲金融危機後韓元有效匯率指數與外匯準備變動額（季資料）

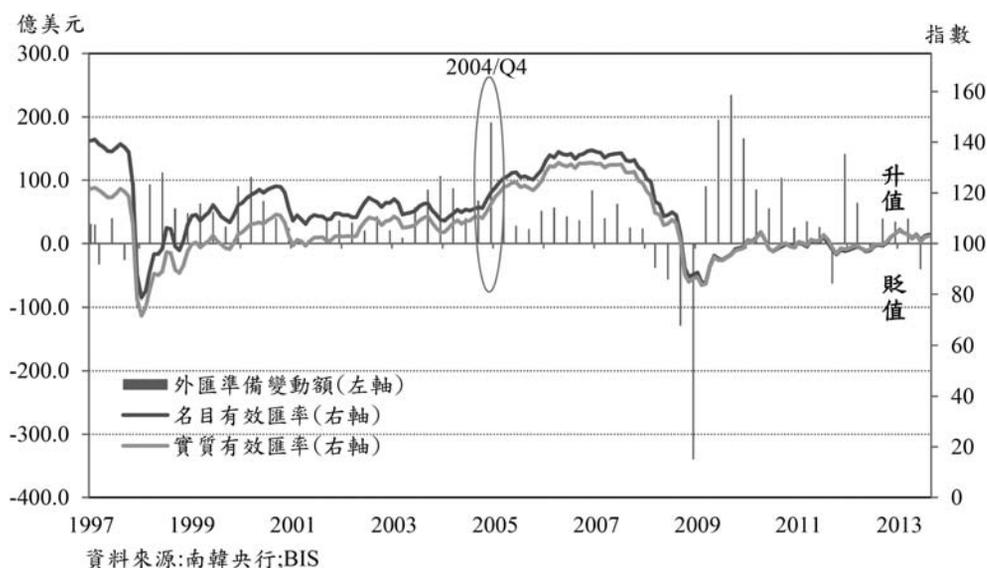


表 5 全球金融危機期間南韓國際收支餘額

	億美元									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
經常帳 (對 GDP 比率, %)	186 (2.2)	141 (1.5)	218 (2.1)	32 (0.3)	328 (3.9)	294 (2.9)	261 (2.3)	481 (4.3)	707 (6.1)	
資本帳及金融帳	3	80	-87	-572	340	-5	-128	-377	-584	
金融帳	26	111	-64	-573	337	-3	-128	-382	-580	
直接投資	-1	-76	-179	-169	-149	-222	-164	-189	-131	
對外投資	-64	-112	-197	-203	-172	-233	-213	-246	-199	
對內投資	63	36	18	33	22	11	48	56	68	
證券投資	-35	-232	-261	-24	497	425	131	69	-69	
對南韓股權證券投資	-13.9	-133	-289	-335	251	236	-76	166	42	
其他投資	44	414	322	-236	20	-214	-85	-288	-418	
貿易信用	58	45	-11	1	-12	-4	-80	-30	-22	
借款	13	429	328	-343	82	-152	-27	-186	-304	
長期	-58	-27	-11	-42	12	32	128	-29	-62	
短期	71	456	339	301	70	-184	-154	-157	-241	
現金與存款	-20	-38	16	72	-101	-20	45	-81	-108	
準備資產	-198	-221	-151	564	-687	-270	-140	-132	-145	
誤差與遺漏	9	1	21	-24	19	-19	7	28	22	

資料來源:南韓央行

表 6 全球金融危機期間南韓對外債務餘額

		億美元								
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
債務餘額 (對 GDP 比率, %)		1,614 (19.1)	2,252 (23.7)	3,334 (31.8)	3,174 (34.1)	3,457 (41.4)	3,598 (35.5)	3,987 (35.8)	4,094 (36.3)	4,166 (35.9)
短期債務 (對 GDP 比率, %)		659 (7.8)	1,138 (12.0)	1,603 (15.3)	1,499 (16.1)	1,492 (17.9)	1,398 (13.8)	1,374 (12.3)	1,272 (11.3)	1,129 (9.7)
	政府	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	貨幣當局	22	39	96	183	117	103	89	149	108
	金融機關	513	961	1,340	1,104	1,157	1,021	1,030	856	766
	本國銀行	280	443	546	426	437	438	587	496	457
	外國銀行分行	233	518	793	678	720	583	442	360	308
	私人企業	86	91	105	140	134	194	165	181	163
長期債務 (對 GDP 比率, %)		955 (11.3)	1,115 (11.7)	1,732 (16.5)	1,675 (18.0)	1,965 (23.5)	2,200 (21.7)	2,614 (23.4)	2,822 (25.0)	3,038 (26.1)
	政府	85	103	318	211	278	442	535	543	565
	貨幣當局	49	57	123	131	283	253	215	290	369
	金融機關	322	404	589	590	646	710	934	977	1,018
	本國銀行	304	379	543	544	593	621	710	715	768
	外國銀行分行	17	26	46	46	53	89	223	263	250
	私人企業	325	350	446	446	447	436	477	517	576

資料來源:南韓央行

影響所及，2004 年第 4 季外匯準備一度暴增 191.5 億美元（圖 9）。

由於 2002~2005 年韓元利率大幅高於美元利率，作為南韓貨幣當局外匯市場干預基金之外匯特別會計帳戶，因負利差（籌措韓元之利率大於外匯運用收益）而發生嚴重虧損。2002 年虧損金額僅 2.5 兆韓元，2005 年擴大至 18.9 兆韓元。據此，南韓政府難以持續運用干預匯市的方式阻升韓元（註 7）。為緩和韓元的升值壓力，2005 年南韓加速金融帳自由化，推動促進國外投資方案並修訂外匯交易法。該方案主要放寬民眾投資國外不動

產及企業直接投資，希冀鼓勵民眾及企業對外投資，促進美元需求（註 8）。

（二）韓元長期看升，出口商避險需求導致短期外債快速增加

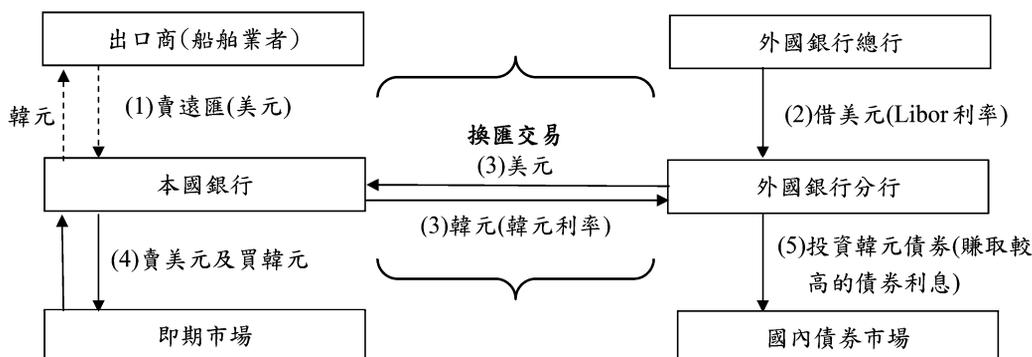
由於市場預期韓元升值恐呈長期化趨勢，出口商（主要為船舶製造商）為規避匯率風險，乃積極與銀行簽訂預售遠匯合約以固定收益。銀行為規避購入遠匯之風險，通常以換匯交易換得外匯後，在即期市場賣出以達到避險的目的，其進行方式大致如圖 10。

相較於本國銀行向出口商買入遠匯後，通常透過換匯換利（期限 1~3 年）交易取得

（註 7）參考日本國際通貨研究所（2011）。

（註 8）參考 Kim and Suh（2009）。

圖 10 南韓銀行業短期外債快速增加之流程圖



資料來源: Ryoo, Kwon and Lee (2013)

外匯，在即期市場拋售，以持有短部位，來軋平買超部位，兩者間的期限差距接近，致資產負債表不會出現大幅期限錯配；外國銀行分行則以向即期市場賣出短期外幣借款，來抵銷向出口商買入遠期外匯部位之曝險，兩者間的期限差距明顯，易導致資產負債表

出現大幅期限錯配，成為系統性風險的主要來源(註9)。

Ree, Yoon and Park (2012) 分析 1997 年亞洲金融危機與 2008 年全球金融危機期間，南韓本國銀行及外國銀行分行之短期及長期淨國外資產或負債之變化情形，顯示全球金

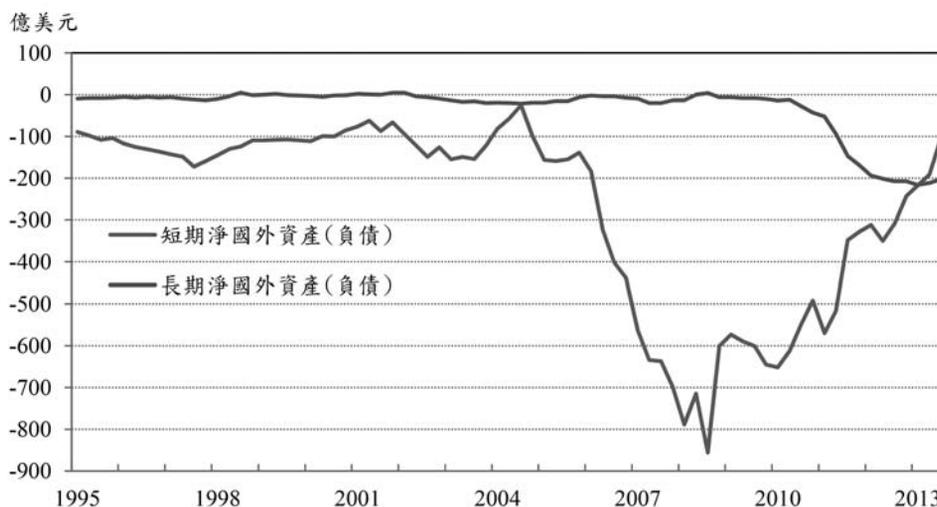
圖 11 南韓本國銀行短期及長期淨國外資產(負債)



資料來源:南韓央行

(註9) 參考 Ree, Jack Joo K., et al. (2012)。

圖 12 南韓外國銀行分行短期及長期淨國外資產（負債）



資料來源：南韓央行

融危機期間引爆南韓美元流動性危機之導火線，由亞洲金融危機期間單純是本國銀行短期及長期外幣流動性不足的外幣流動性錯配（liquidity mismatch）問題，轉變為外國銀行分行之短期外幣流動性不足的外幣流動性錯配問題（圖 11 及圖 12）。

（三）依賴外國銀行分行籌資導致利差交易盛行，加速熱錢流入

長期以來，外國銀行分行對籌措外匯資金具有優勢，加上南韓政府為防範本國銀行短期外債增加，2007 年起規範本國銀行外匯借款需符合實需原則。此一規範導致外匯借款需依賴外國銀行分行取得，結果形成有利於外國銀行分行的價格扭曲。再者，因外國

銀行分行資本額 6 倍以下之國外借款利息享有免稅優惠，進一步促使外國銀行分行之短期借款快速增加。

外國銀行分行自總行借入美元，再與本國銀行進行換匯交易，之後將韓元資金投資利率較高的南韓公債賺取利差（註 10）（圖 10）。此種形式的利差交易盛行之結果，促使 2005 年起外資持有南韓公債持續增加（表 7），占全體比重由 2006 年第 1 季之 1%，大幅上升至 2008 年第 2 季之 12%（註 11）。外國銀行分行資產負債表也因而出現大幅以短支長之期限錯配，以及涉及貨幣轉換之幣別錯配，成為南韓金融體系系統性風險的主要來源。

（註 10）2006~2008 年，外國銀行分行之國外借款約有 95% 屬 1 年期以下之短期借款（本國銀行約 50% 左右）；同期間，外國銀行分行之國外放款僅占國外借款之 15%（本國銀行約 60%）。

（註 11）參考 Tsutsumi, Jones and Cargill (2010), PP. 5-10。

表 7 南韓出售遠期外匯合約及外人債券投資之變化

單位：10 億美元

	2005	2006	2007	2007/ 上半年	2007/ 下半年	2008/ 上半年
出售遠期外匯合約	71.7	99.7	126.0	53.5	72.5	93.8
（船舶製造商）	(22.3)	(43.1)	(62.3)	(24.4)	(37.8)	(40.3)
（國內投資人）	(1.5)	(13.1)	(27.7)	(10.2)	(16.9)	(3.7)
外資債券投資	0.2	1.3	36.5	4.0	32.6	15.7

資料來源：Yang and Lee (2008)

表 8 南韓國外證券投資與相關遠期外匯合約之變化

單位：10 億美元

	2005	2006	2007
國外證券投資	11.1	24.1	50.1
（賣出遠期外匯）	(1.5)	(13.1)	(27.7)

資料來源：Yang and Lee (2008)

（四）鼓勵對外投資卻導致短期外債增加

2006 年至全球金融危機發生前，南韓政府鼓勵民眾對外投資以緩和韓元升值壓力，因此包括直接投資、證券投資及其他投資均相當活絡（表 5）。為規避匯率風險，投資國外證券者同樣向銀行賣出遠匯，間接促使銀行短期國外借款增加（表 8）。

（五）匯率波動與短期外債形成惡性循環

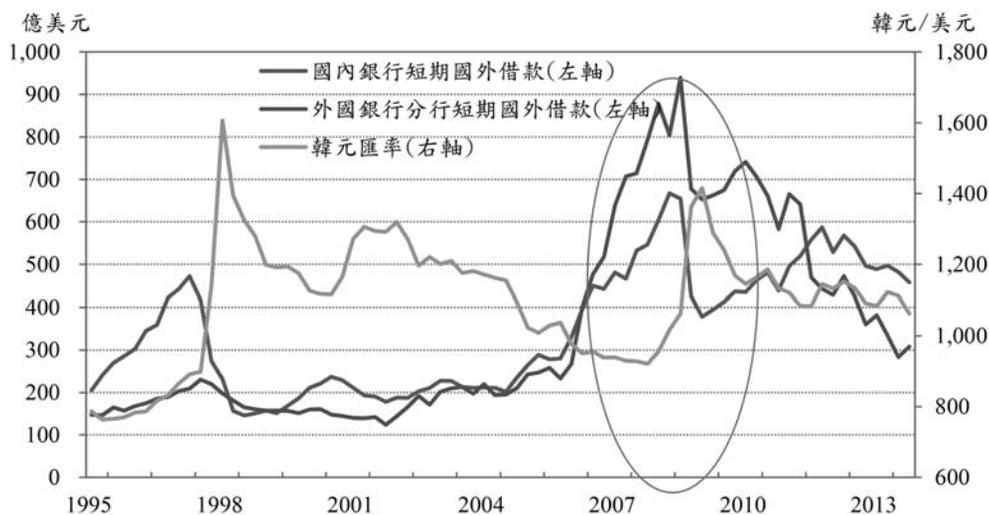
2008 年 9 月雷曼兄弟危機爆發，全球陷入美元流動性嚴重不足，外國銀行分行為優先償還總行美元短期負債，導致美元大規模自南韓流出，金融帳的短期借款因而急遽減少（表 5）。全球金融危機最嚴峻時期，為因

應緊急情況的美元需求，銀行被迫進一步拋售韓元，影響所及，韓元進一步貶值，股市及債市亦受波及，再度凸顯南韓經濟過度依賴短期外債的弱點。

儘管南韓經常帳仍維持順差，惟在韓元貶值幅度擴大，以及銀行過度依賴國外短期借款兩項外部脆弱性之交互影響下，南韓再度爆發金融危機（圖 13）。Ree, Yoon and Park (2012) 之實證分析顯示，全球金融危機前南韓短期外債的累積，是全球金融危機期間韓元匯率波動幅度大之主因。Ryoo, Kwon and Lee (2013) 亦指出，經由 2008 年全球金融危機的經驗，明顯暴露南韓的外匯

制度對於外部衝擊仍存在嚴重的脆弱性。

圖 13 2008 年韓元匯率與短期外債相互影響



資料來源:南韓央行

肆、南韓強化總體審慎政策，惟仍潛藏外部脆弱性

一、亞洲金融危機後建立外債及外幣流動性管理機制

亞洲金融危機後，南韓金融監理當局加強監控外債之變化情形，以及建立銀行業之外幣流動性管理機制。

(一) 外匯管理採分工方式

南韓金融監理當局對外匯管理之分工，包括：(1) 南韓央行負責資訊網路、統計及分析與擬定對策；(2) 企劃財政部負責整體規畫與管理；(3) 金融監督院 (the Financial Supervisory Service, FSS) 負責外匯穩定之監理工作，以及(4) 國際金融中心 (Korea Center for International Finance,

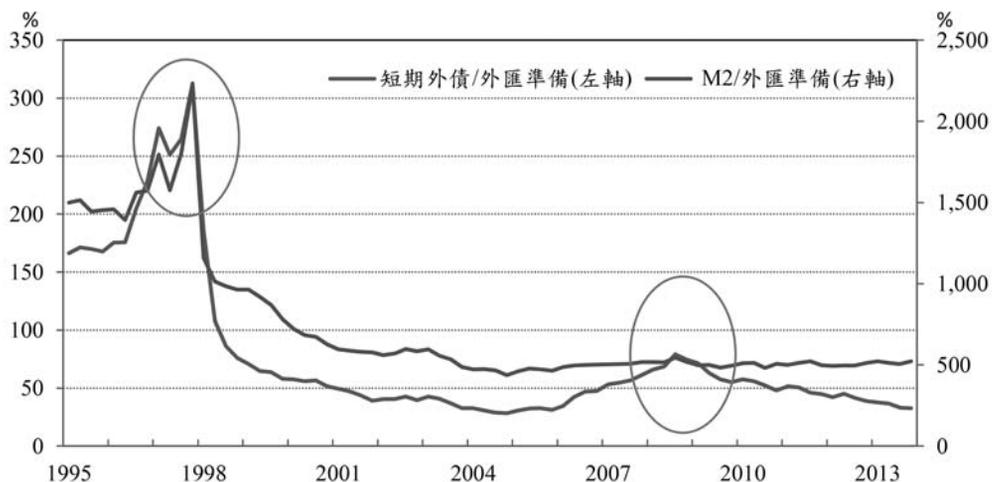
KCIF) 負責預警系統等。外匯交易資訊網路建立於 1999 年，連結所有金融機構，監控每筆交易、個別金融機構及個人之外匯交易，並提供資料予上述機構。

(二) 建立外債管理之總體指標

亞洲金融危機前，南韓貨幣錯配的規模大，且成長速度相當快 (圖 14)。短期貨幣錯配指標 (短期外債對外匯準備比率或 M2 對外匯準備比率) 於危機期間相對較高，甚至有上升的情況，危機後迅速下降，直到全球危機期間才微幅上揚。

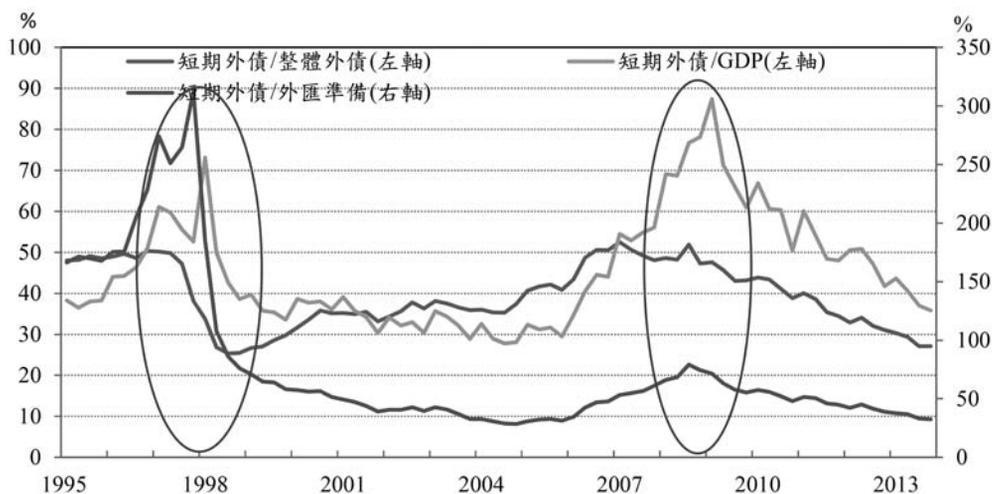
為因應貨幣錯配風險，亞洲金融危機後南韓金融監理當局已建立監控外債管理之總

圖 14 南韓短期貨幣錯配風險指標之變化



資料來源：南韓央行

圖 15 南韓外債管理指標之變化



資料來源：南韓央行

體指標主要為：（1）短期外債對整體外債比率；（2）短期外債對外匯準備比率，以及（3）外債對 GDP 比率等。三項指標在亞洲金融危機後，大致呈現平穩下滑趨勢（圖 15）。2006 年全球金融危機前，該三項指標雖同時轉呈上揚，情況相較亞洲金融危機並

不嚴重。惟全球金融危機期間，外資仍利用外界對南韓外債增加及國際收支惡化之恐慌心理，撤資並緊縮信用，對南韓之實質經濟及金融市場造成嚴重衝擊。

（三）建立銀行業外幣流動性管理指標

亞洲金融危機後，南韓金融監理當局積

表 9 全球金融危機期間銀行業外幣流動性管理指標之變化

	(%)		
	2008 年底	2009 年底	2010 年底
3 個月內外幣流動性比率	98.9	105.1	111.3
7 天內外幣資產負債期限錯配比率	3.2	2.8	2.2
1 個月內外幣資產負債期限錯配比率	0.4	1.1	3.2
中長期外幣資金籌資比率	105.6	128.9	137.3

資料來源：Financial Supervisory Service

極建立本國銀行外幣流動性管理指標，包括：（1）外幣流動性比率；（2）外幣資產負債期限錯配比率，以及（3）中長期外幣資金籌資比率等（註 12）。因此，全球金融危機期間，本國銀行外幣流動性管理已較完善（表 9）。

惟南韓金融監理當局認為外國銀行分行之總行，於任何時期均能挹注其所需之外幣流動性，因此外幣流動性比率規範並未涵蓋外國銀行分行。惟全球金融危機爆發後，外國銀行總行不僅無法挹注流動性予南韓分行，甚至加速抽離資金，影響外幣流動性管理機制之效果。

至於匯率風險管理部分，全體（即期及遠期）部位必須小於前一個月底資本之 20%。外匯指定銀行之全體部位必須每天提報南韓央行外匯交易資訊網路。

二、全球金融危機後南韓強化總體審慎政策

（一）國際機構對南韓強化國際資本管理之

建議

全球金融危機之後，南韓金融體系暴露於外債及外幣流動性之風險雖已明顯下降，惟重要國際機構對南韓強化國際資本管理之建議如下：

1、OECD：南韓經濟易受外部因素衝擊影響，短期內宜再度實施資本管理

OECD 認為南韓經濟易受外部因素衝擊影響，長期而言宜提高服務業生產力，培育內需型產業，並建構透明且健全的金融體系。惟上述措施需較長時間，短期內可實施以下 3 項措施（註 13）：

（1）實施短期資本管理

OECD 建議南韓再度實施短期資本管理，惟必須在 OECD 金融帳帳自由化規範下實施。

（2）進一步累積外匯準備

2008 年全球金融危機期間，原先南韓政府認為外匯準備已足夠因應，惟為緊急提供

（註 12）（1）外幣流動性比率（3 個月內到期之外幣資產/3 個月內到期之外幣負債）需超過 85% 以上；（2）外幣資產負債期限錯配比率（（固定期間內之外幣資產減外幣負債）/總外幣資產），7 天內為 0% 以上，1 個月內為 -10% 以上，以及（3）中長期外幣資金籌資比率（1 年以上之外幣籌資總額/1 年以上之外幣放款總額）須超過 80% 以上。

（註 13）參考 OECD（2008）及 OECD（2010）。

美元流動予美元短缺的銀行，以及捍衛韓元匯率，外匯準備大幅流失 564 億美元（表 5），約占 2007 年外匯存底之 22%，而爆發美元流動性危機。未來南韓宜進一步累積外匯準備，惟過度累積外匯準備亦將伴隨沖銷成本（sterilization cost）、機會成本（opportunity cost）等增加。

（3）嚴密監控金融機構之外幣短期借款，並實施風險控管措施

此為最適當之選項，特別是對外國銀行分行之國外借款宜加以限制。再者，宜於平時即準備擴大與各國中央銀行之換匯協定。

2、IMF：總體審慎規範降低銀行外部脆弱性，惟對抑制資本移動引起的波動效果較低（註 14）

（1）銀行業暴露於外幣融資風險仍高，且為外部脆弱性來源

南韓銀行業暴露於外幣融資風險仍高，且為主要的外部脆弱性來源，為此南韓政府已採取措施以抑制銀行業持續增加外幣融資部位，包括每月對國內銀行進行外幣流動性部位的壓力測試，以及定期審查外幣融資的期限錯配情況。金融監理當局亦已留意未來國內銀行外幣債務剩餘期限縮短所產生的流動性風險。整體而言，南韓的總體審慎措施

如限制短期外債、減少外幣融資的期限錯配，降低了銀行外部融資的脆弱性，惟對抑制國際資本移動引起的波動性則效果較低。

（2）宜設置統籌總體審慎政策之設計及執行機關，以確保政策之一致性

IMF 建議，南韓可設置一個統籌總體審慎政策的設計及執行機關，將有助於確保政策的一致性，防堵金融監理漏洞，以及降低外部脆弱性。增強現有監理機關間的協調，將有助於釐清企劃財政部、南韓央行以及金融監督院對政策反應的角色及責任。

（二）加強管理外匯衍生性商品交易部位

為因應美元流動性危機，南韓政府除提供銀行對外債務保證，運用外匯準備供應美元流動性，與美國簽訂 300 億美元換匯協議緊急挹注銀行業所需美元外（註 15），並致力降低銀行業之外匯財務槓桿操作，主要針對助長市場波動的外匯衍生性金融商品交易強化管理架構。

南韓政府對外國銀行分行之全體外匯衍生性商品（包括遠期外匯、換匯、外幣利率交換（CCIRS），以及無本金遠期交易（NDF）等）交易總額對自有資本比率上限由 250% 調降至 150%（圖 16）。對本國銀行（包含證券公司、綜合金融公司等）則由

（註 14）參考 IMF（2012）。

（註 15）全球金融危機期間，南韓與美國於 2008 年 10 月達成 300 億美元換匯機制，並於 12 月起開始動用其中之額度；此外，該年 12 月亦與中國大陸及日本分別達成 1,800 億人民幣及 200 億美元之雙邊換匯機制協議。換匯額度總額約 800 億美元。危機期間，南韓央行實際僅動用與美國換匯協定額度中之 163.5 億美元。

圖 16 南韓對外匯衍生性商品交易總額對自有資本比率之規定



資料來源：南韓央行

50%降至 30%，且必須向主管當局每日（過去為每月底）提交報告（註 16）。

（三）加強對外幣放款及外幣流動性之金融監理

加強管理銀行業外幣放款部分，除繼續保留限於國外運用之規定外，並對新增部分加強規範。強化外幣流動性監理，調整外幣資產之流動性權重（表 10）；外國銀行分行被課以建立外幣流動性管理機制，強化管理外幣流動性風險之能力；為防範出口企業過度利用外幣避險交易，將企業遠期外匯交易上限由實際交易之 125%調降至 100%。

（四）加強監控國際資本移動

短期內，將強化提交外匯交易報告之相

關規範，例如加強報告之內容，縮短提出報告之期限等。長期而言，南韓金融監管當局將加強監控國際資本移動，以及建構全球金融安全網，以降低資金流動造成市場之過度波動。加強監控國際資本移動之具體措施，係於南韓國際金融中心設立監控總部，建構金融危機預警系統，並與企劃財政部、南韓央行以及金融監督院即時連線，以利早期預警。建構全球金融安全網方面，將進一步強化清邁倡議多邊架構（the Chiang Mai Initiative Multilateralization, CMIM）之功能。

（五）課徵外幣負債稅

Fed於 2008 年 11 月起 3 度擴大量化寬鬆

（註 16）新的限制措施仍有彈性，包括：（1）視未來經濟、市場情況，以及對業務影響等因素，每季調整上限；（2）為減少銀行負擔，相關措施將有 3 個月寬限期。再者，相關措施將不溯及既往。例如，銀行現有的衍生性外匯商品部位超過上限，最長仍可繼續持有兩年。

表 10 外幣資產流動性權重之變化

資產等級		權重 (%)	
		過去	現在
外幣存款、外幣隔日拆款、買入外幣			100
外幣放款	銀行間放款、國內進口遠期信用狀、設備投資放款（分期償還）		100
	國外需求放款、設備投資放款		90
	營運資金		80
外幣證券	政府債券	A-AAA	100
		BBB-A	90
		BBB&lower	60
	企業債券	A-AAA	90
		BBB-A	85
		BBB&lower	50
	股票	上市	55
未上市		35	
期貨類資產			85

資料來源：Financial Services Commission

政策，導致全球金融體系有越來越多追逐高收益的國際熱錢流竄。尤其是亞洲新興國家，受熱錢急遽進出之影響甚大。為因應國際資本之急遽進出，南韓政府已著手強化對國際資本移動之規範，其總體審慎政策大致包括兩個方向：（1）為減緩銀行自國外大量借入資金，對銀行持有短期套利目的之非核心外幣負債（non-core FX liabilities），亦即存款以外之短期國外借款等外幣負債課稅（註 17）；（2）對外國人投資公債恢復課徵預扣所得稅或資本利得稅等。

南韓政府已於 2011 年 8 月起對本國銀行與外國銀行分行之非核心外幣負債課稅，且係對銀行之負債餘額課稅，而非個別交易（註 18）。

1、針對非核心外幣負債課稅

南韓的系統性風險主要來自外部因素，例如大規模資本移動。因此，針對非核心外幣負債課稅。

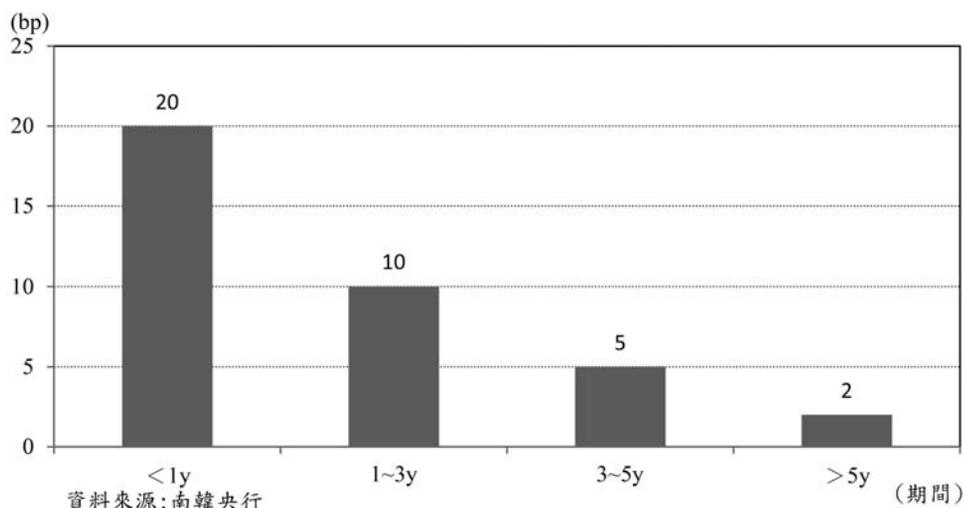
2、課徵對象為本國銀行與外國銀行分行

課徵對象初期僅包括本國銀行與外國銀行分行，係因其已占金融部門之大部分。惟

(註 17) 銀行非核心負債係指穩定性較低之負債，包括附買回交易、同業拆借、銀行發行之定存單及債票券，以及短期國外借款等。

(註 18) 南韓政府於 2010 年 12 月 19 日宣布「課徵總體監理穩定稅 (Imposing Macro-prudential Stability Levy)」計畫。2010 年 10 月本國銀行與外國銀行分行之外幣債務分別為 1,689 億美元與 1,046 億美元。依據南韓政府試算，如果對短期債務的稅率為 0.2%、中期為 0.1%、長期為 0.05%，1 年即可課徵 2.4 億美元之稅款。上述措施實際採行後，效果大致如南韓政府原先所預期。

圖 17 非核心外幣負債課稅之標準



未來如有需要，將對全體金融機構課徵。

3、稅率依負債之期限來訂定

由於短期負債風險較高，將課徵較高的稅率（圖 17）。

4、稅款將用於穩定金融市場

外幣負債稅將以外幣課徵，並作為經濟危機時，對發生困難之金融機構挹注流動性之用（註 19）。

上述措施實施至目前之成效包括：（1）2010 年 5 月以來，本國銀行之遠匯部位減少；（2）銀行的外債期限結構獲得改善，特別是外國銀行分行，2010 年中期之後的 2 年

期間，短期外債減少 350 億美元，長期外債則增加 200 億美元（圖 11 及圖 12），短期外債占外債總額比重從 93% 下降至 58%。

（六）恢復對外資購買公債課稅

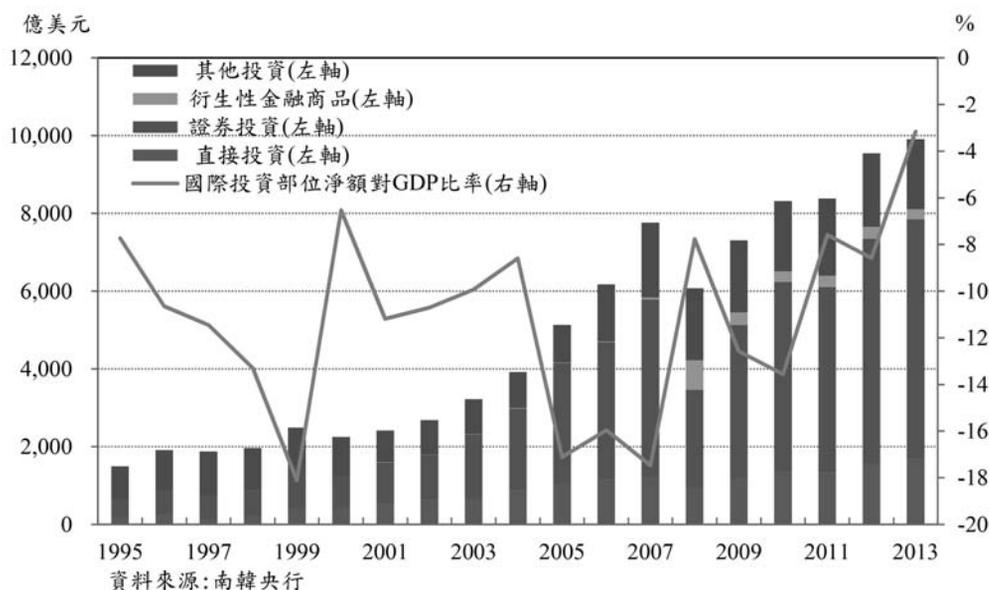
全球金融危機最嚴重時期，南韓政府取消對非居民債券投資所得及資本利得分別課徵 15.4% 及 20% 稅率之規定。惟 Fed 擴大量化寬鬆政策，全球流動性持續增加，預期外資將進一步買進南韓公債（註 20）。因此於 2011 年 1 月起恢復實施，以降低非居民套利之誘因，並有利於防堵熱錢，以及抑制韓元之漲勢（註 21）。

（註 19）南韓企劃財政部於 2010 年 12 月 19 日之新聞稿指出，外幣債務稅款必須以美元繳納，充作財政部外匯穩定基金之一部分，以因應未來如外匯信用緊縮之危機，而在平時則會用來購買具有避險作用之海外資產，惟不會用來充當干預匯市之資金。

（註 20）參見經濟日報（2010/11/19），「防堵熱錢，南韓要恢復外資公債課稅」。2010 年 10 月底，外資投資南韓債券之淨投資部位達 21.1 兆韓元（約 186 億美元）。所有在外流通債務中，外資持有 7.1%，高於 2008 年底時之 4.3%。其中，公債之 14.9% 為外資持有，較 2008 年底時之 8.4% 高。

（註 21）參考南韓企劃財政部於 2010 年 11 月 18 日發布之新聞稿「Government's stance on amendment bills to restore withholding tax」。

圖 18 南韓國際投資部位負債項目淨額之變化



三、南韓金融體系仍存在外部脆弱性

（一）南韓仍為對外淨債務國

南韓長期以來依賴國外資金促進國內經濟發展，目前仍為對外淨債務國（圖 18）。南韓對外債務又以證券投資，或其他投資中的國外借款等易快速撤離之資金為主。因此，一旦發生區域性或全球性金融危機，導致外資大量撤出，勢必造成國內外匯短缺而發生外匯流動性危機，甚至需要仰賴國外央行提供美元支援。

（二）銀行業仍依賴外部融資

南韓目前外部脆弱性雖已明顯低於 2008 年全球金融危機期間（表 11），惟銀行業外

部批發融資（external wholesale funding）在亞洲國家中仍屬較高者（表 12）（註 22）。

（三）亞洲主要國家貨幣中韓元匯率波動幅度較大

1997 年底南韓將匯率制度改為浮動匯率制，並於 1999 年成立韓元及美元匯率的期貨及選擇權市場以因應企業之避險需求。惟長期以來，市場一直認為，南韓央行在韓元貶值期間，相較於在韓元升值期間，對市場力量較順勢無為。這種看法特別是在國際資本大規模流入期間，往往導致市場預期韓元緩慢但持續升值的心理（註 23）。全球金融危機前，韓元升值的市場預期心理，使外匯避險

（註 22）參考 IMF (2012)。

（註 23）參考 Ree, Yoon and Park (2012)。

表 11 南韓之外部脆弱性指標改善

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
外匯準備 (10 億美元)	262.1	201.1	269.9	291.5	306.4	327.0	346.5
外匯準備對短期外債比率 (%)	163.7	134.2	181.0	218.6	223.0	257.1	307.0
金融部門之短期國外負債 (10 億美元)	134.0	110.4	115.7	102.1	103.0	85.6	76.6
銀行業之資本適足率 (%)	12.3	12.3	14.4	14.6	14.0	14.3	14.2
全體存放比率 (%)	135.5	135.8	126.9	113.0	112.2	111.1	114.4

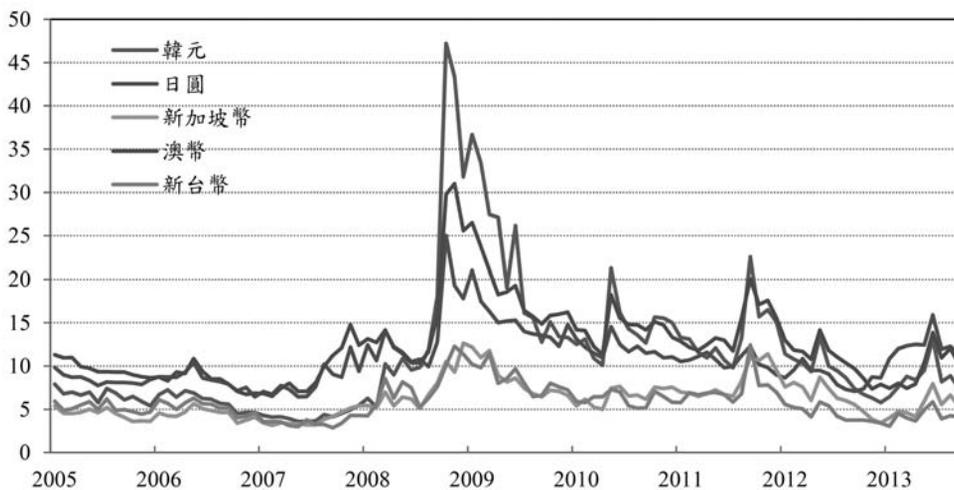
資料來源:南韓央行;南韓金融監督院 (FSS)

表 12 2013 年底亞洲主要國家部門別國外債務

單位:百萬美元

國家 \ 部門別	銀行	貨幣當局	政府	其他	企業內部
南韓	178,318	47,757	56,500	126,999	7,020
泰國	38,913	4,976	20,251	63,327	12,425
馬來西亞	63,407	0	5,048	48,675	n.a.
菲律賓	11,496	1,455	31,755	12,045	1,755
印尼	24,098	9,255	114,294	116,414	n.a.

資料來源:IMF

圖 19 亞洲主要國家貨幣之波動度
(對美元 3 個月選擇權)

資料來源:Thomson Datastream

市場的失衡程度增加，進而使短期外債攀升，金融體系的脆弱性升高。

由亞洲主要國家貨幣對美元 3 個月選擇權之走勢觀之，當樂觀的市場氣氛主導市場時，韓元匯率波動幅度不大，惟當 2008~2009 年悲觀的市場氣氛主導市場時，韓元匯率波動幅度即明顯擴大(註 24)(圖 19)。韓元大幅貶值，反過來又給金融市場南韓經濟的負

面信號，使得銀行所需的美元資金要借新還舊變得更加困難，易導致美元流動性危機惡化。

再者，南韓外匯市場尚欠缺國際化，阻礙外匯市場交易者之多元化參與。因此，南韓的外匯市場始終呈現淺碟型，面對外來衝擊時，往往容易暴露於流動性乾涸的風險(註 25)。

伍、對我國之啟示與建議

一、對我國之啟示

(一) 貨幣持續升值預期，若加上銀行部門過度依賴短期國外借款，易導致熱錢流入，造成金融體系外部脆弱性，並成為系統性風險之來源

亞洲金融危機後，南韓放寬外匯管理及積極進行金融帳自由化，對經濟及金融市場快速發展助益甚大，惟亦產生國際資本移動加劇，匯率波動等副作用。2002~2007 年，韓元持續的升值預期，促使企業大量運用外匯衍生性金融品交易避險，且與銀行部門特別是外國銀行分行，依賴短期國外借款進行套利的財務操作模式交互影響，導致熱錢流入，造成金融體系外部脆弱性。

全球金融危機期間，儘管南韓政府已建立外債及外幣流動性管理機制，而各項管理指標亦較亞洲金融危機期間健全，惟外資仍

利用外界對南韓外債增加及國際收支惡化之恐慌心理，撤資並緊縮信用，引爆美元流動性危機，形成系統性風險，對南韓之實質經濟及金融市場造成嚴重衝擊。雖然，我國國際投資部位長期以來呈現淨資產，而且銀行國外放款(資產)減銀行國外借款(負債)亦呈現正成長，例如 2010~2012 年分別為 532 億美元、635 億美元及 648 億美元，顯示我國銀行業外幣流動性錯配風險很低。惟南韓銀行部門過度依賴短期國外借款，導致金融體系外部脆弱性的財務操作模式，值得我國警惕。

(二) 南韓藉由提高銀行套利成本因應國際熱錢之經驗，可提供我國因應國際資本移動之借鏡

因預期匯率持續升值而引發熱錢流入，台灣於 1980 年代也曾經出現過，重要的是，

(註 24)參考 Ree, Yoon and Park (2012) 與 Ryoo, Kwon and Lee (2013)。

(註 25)同上。

貨幣主管當局宜避免提供投資人套利的環境，才不致引發金融危機。2011年南韓對銀行非核心負債課徵總體審慎穩定稅，藉以增加銀行利用非核心負債籌資的成本。根據南韓央行評估，該政策在抑制利差交易及熱錢流入已發揮效果。此一藉由提高銀行套利成本，因應國際熱錢之經驗，似可提供我國因應國際資本移動之借鏡。

二、建議

(一) 金融帳自由化導致國際資本移動加劇，宜運用總體審慎政策降低流動性錯配風險

南韓經濟發展長期以來相當依賴國外資金及市場，伴隨金融帳自由化而產生的貨幣或期限錯配問題，係兩次金融危機之導火線。近年南韓積極運用總體審慎政策來降低貨幣或期限錯配的風險，例如為抑制銀行業持續增加外幣融資部位，每月對本國銀行進行外幣流動性部位的壓力測試，以及定期審查外幣融資的期限錯配情況，以降低金融體系之潛在風險，值得我國參考。

亞洲金融危機後，南韓雖建立外幣流動性管理機制，惟未涵蓋外國銀行分行。為減少「管制套利」(regulatory arbitrage)的可能性，宜考慮外國銀行分行亦須符合外幣流動性比率的規範。再者，雖然外幣流動性比率仍維持在規範水準不變，惟伴隨金融交易日益龐大，流動性資產與流動性負債的差距對名目GDP比率上升，外幣流動性比率恐喪

失事前防範危機的有效性。因此，採比率式的總體審慎政策，例如南韓貨幣當局規範3個月內外幣流動性比率(3個月內到期之外幣資產/3個月內到期之外幣負債)必須超過85%以上，惟仍須輔以其他配套措施，例如適時對債務金額施以上限的規定。

根據南韓的經驗，外幣負債的波動性大於外幣資產，致危機時透過外幣資產所獲得的流動性無法滿足外幣負債的還款需求，外幣流動性風險可能進一步擴大，並形成全面性的系統性風險。目前我國對銀行業流動性風險之監理，僅針對新台幣之流動性。建議宜規畫將外幣亦納入管理，並要求持有大額外幣之銀行，將外幣獨立進行流動性風險分析。目前國際間對銀行業外幣流動性之管理方向尚涵蓋：(1)訂定外幣資產負債期限錯配比率，例如南韓貨幣當局規範固定期間內之外幣資產減外幣負債/總外幣資產，7天內為0%以上，1個月內為-10%以上，以及訂定中長期外幣籌資比率，例如1年以上之外幣籌資總額/1年以上之外幣放款總額須超過80%以上等；(2)進行專案檢查，實際了解銀行風險管理之缺失及成效；(3)採行差異化管理，要求銀行依本身業務特性(例如注重國際聯貸業務或外匯衍生性商品業務)制定管理政策等，亦值得參考。

(二) 匯率波動牽動短期資本移動，宜加強外匯衍生性商品之監理，防範金融危機

亞洲金融危機後，南韓開放金融帳交易，同時發展衍生性金融商品市場，可謂小心謹慎，有相當清楚且透明之階段性安排。同時，南韓貨幣管理當局亦著手建立外債及外幣流動性管理機制。惟忽略衍生性外匯商品加重金融市場之複雜度及不可預測性，而再度發生美元流動性危機，值得本行警惕。再者，南韓因匯率波動大，避險投機空間亦大，外匯衍生性商品被大量使用於套利或投機，進而牽動短期資本移動，因此維持匯率之穩定至為重要。

在穩定金融市場之前提下，本行需審慎評估外匯衍生性商品之影響，並宜建構完善的監理機制，避免對金融穩定形成潛在威脅。南韓限制外國銀行分行外匯衍生性商品交易之總額不得超過資本之 150%、本國銀行

不得超過資本 30%，以及企業遠期外匯交易上限為 100%之作法值得參考。

(三) 國際資本移動形式劇烈變化，宜適時調整總體審慎政策，並需考量國內及國外部門政策之協調

全球金融危機期間，外國銀行曾因南韓本國銀行之存放比率 (LTD ratio) 過高，而不願給予短期放款以借新還舊，因而造成美元流動性危機，顯示國內金融情況亦將影響國外部門。因此，IMF 建議，南韓可設置一個總體審慎政策的設計及執行機關，有助於確保國內、外部門政策之一致性，防堵金融監理漏洞。未來我國在制度設計及實施總體審慎政策之同時，宜事先考量國內、外部門間之政策協調與關連性議題，避免造成措施之間有相互衝突而影響執行效果的情形。

參 考 文 獻

- BIS (2008), "Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision."
- Chung, K. and Ò. Jordà (2009), "Fluctuations in Exchange Rates and the Carry Trade," *Working Papers*, No. 405, Institute for Monetary and Economic Research, The Bank of Korea.
- Dongchul Cho and Changyong Rhee (2013), "Effects of Quantitative Easing on Asia: Capital Flows and Financial Markets," *ADB Economics Working Paper Series* No. 350, June.
- IMF (2012), "Republic of Korea 2012 Article IV Consultation," *IMF Country Report*, No. 12/275, September.
- Kim, K., B. Kim and Y. Suh (2009), "Opening to Capital Flows and Implications from Korea," *The Bank of Korea Economic Papers*, Vol.12, No.1.
- Kim, Soyong and Doo Yong Yang (2012), "Are Capital Controls Effective ? The Case of the Republic of Korea," *Asian Development Review*, vol. 29, no. 2, pp. 96-133, Asian Development Bank, December.
- Kim, Choongsoo (2013), "Macroprudential Policies: Korea's Experiences," Paper presented at the Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons Conference Washington, DC April 16 - 17.
- Korea Financial Services Commission (2010), "New Macro-Prudential Measures to Mitigate Volatility of Capital Flows," June.
- Lee, Jong Kyu (2013), "The Operation of Macroprudential Policy Measures: The Case of Korea in the 2000s," *BOK Working Paper* No. 2013-1.

OECD (2008), "OECD Economic Surveys: Korea."

OECD (2010), "OECD Economic Surveys: Korea."

Park, Yung Chul (2009), "Global Economic Recession and East Asia: How Has Korea Managed the Crisis and What Has Korea Managed the Crisis and What Has It Learned," *BOK Working Paper Series*, No.409, November.

Ree, Jack Joo K., Kyoungsoo Yoon and Hail Park (2012), "FX Funding Risks and Exchange Rate Volatility - Korea's Case," *IMF Working Paper*, WP/12/68, Nov. 7.

Ryoo, Sangdai, Taeyong Kwon and Hyejin Lee (2013), "Foreign Exchange Market Developments and Intervention in Korea," *BIS Papers* No 73, October .

Tilton, Andrew (2013), "A Deep Dive into Regional Financial Flows: Possible Impact of US Fed Tapering," Goldman Sachs, Asia *Economics Analyst*, Issue No: 13/32, September 6.

Tsutsumi, M., R.S. Jones and T.F. Cargill (2010), "The Korean Financial System: Overcoming the Global Financial Crisis and Addressing Remaining Problems," *ECO/WKP(2010)52*, July 28.

Yang, Y. and H-L Lee (2008), "An Analysis of the Attractions of Arbitrage Transactions and of Domestic Bond Investment by Foreigners and Korean Branches of Foreign Banks," *Monthly Bulletin*, pp. 55-89, Bank of Korea.

高安雄一 (2009), 「韓国における国際資本移動構造の変化要因と新たな通貨危機発生の可能性」, アジア経済研究所。

日本国際通貨研究所 (2011), 「韓国ウォンをめぐる規制の現状と韓国金融セクターの構造問題に関する調査」, 3月。

みずほ総合研究所 (2008), 「2008年の韓国ウォンの急落~その背景と当面の方向性~」, 12月。

(本文完成於 104 年 1 月, 作者為本行經研處研究員)