

# 支持貨幣穩定與永續成長之金融深化

黃晶晶、廖幸嫻、盧世勳、李岱青、陳琬如、徐婉容 譯

本文譯自：第 43 屆 SEACEN 總裁年會圓桌討論會議背景資料，Financial Deepening to Support Monetary Stability and Sustainable Growth.

## I. 前 言

在經濟及金融穩定推升全球流動性的情況下，資本持續湧入新興經濟體。過去二十年來，金融與經濟迅速整合，帶動了 SEACEN 各會員國的發展。如今，SEACEN 各國在供應全球商品與服務、以及吸引全球投資上，扮演重要角色。過去三年來（表 1.1），全球民間資本流動中至少有三分之一以亞洲新興國家為標的，僅略少於歐洲新興經濟體。近年來全球資本流動增加的主要原因，為各國經濟基本面改善、金融穩定，加上全球資金豐沛、金融工具創新及國際投資整體規模擴大。在可預見的未來，隨著全球資金

繼續追求高收益率、避險基金擴增，資本將持續流入新興經濟體。資本流入可能促進國內經濟繁榮，並可能因全球流動性過剩，增加對新興市場債券的需求而使殖利率縮小。然而，資本流入也引發削弱出口競爭力的憂慮，並使經濟易受資本突然反轉的影響。

有鑑於外部衝擊的可能性，SEACEN 會員國已改善其總體經濟狀況，使之更具彈性。由當前情勢看來，SEACEN 各國未來經濟成長樂觀可期，而通膨亦在可接受範圍內。以外部脆弱性（external vulnerability）而言，相較於 1997/98 年亞洲金融危機期間，許

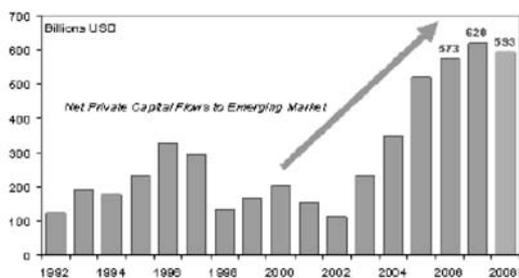


Figure 1.1. Net Private Capital Flows to Emerging Markets  
Source: IIF, October 2007

Table 1.1. Composition of Capital Flows to Emerging Markets

	billions of USD			
	2005	2006	2007e	2008f
<b>Private flows</b>	519.6	572.8	620.3	593.1
Latin America	70.0	52.6	106.0	88.1
Emerging Europe	204.1	234	276.1	274.2
Africa/Middle East	25.0	25.8	29.8	33.6
Emerging Asia	220.5	260.5	108.3	197.2
<b>Official flows</b>	-64.2	-65	3.3	9.5
Latin America	-28.5	-23.7	5.5	5.5
Emerging Europe	-28.9	-28.4	-6.2	-1.9
Africa/Middle East	-1.7	-9.6	-2.5	0.1
Emerging Asia	-5.1	-3.3	6.6	5.8

e: estimate, f: forecast  
Source: IIF - October 2007

多會員國承受外部衝擊的能力，已顯著提高。截至 2006 年，雖然發生危機的國家仍未恢復危機前的 GDP 水準，但其成長率大致良好，幾乎有一半的會員國達到 5.4% 的全球產出成長水準（圖 1.2）。會員國的物價亦呈穩定，大多低於 2007 年亞洲開發中國家 5.3% 的通膨率（圖 1.3）。對外部門表現亦良好，2006 年出現經常帳逆差（相對於 GDP 的比重）的會員國，2007 年逆差已減少或已轉為順差（圖 1.4）。隨著總體經濟情況好轉，幾乎所有會員國皆歷經國際準備擴增及因應外部衝擊之彈性增強（圖 1.5）。

然而，儘管總體經濟好轉，會員國仍須擔憂資本移動突然逆轉的風險，正如此一風

險所反映的匯率波動。傳染效應（contagion effect）雖逐漸轉弱但仍不可小覷，尤其是對市場心理的影響。國內及區域經濟如何承受資本流向突然反轉所造成的衝擊，是許多 SEACEN 會員國面臨的嚴峻政策挑戰。近幾年的金融動盪顯示出金融市場的脆弱性，許多會員國的匯率主要受到對美元升值的壓力而大幅波動，尤其是東協（ASEAN）會員國（圖 1.6、1.7）。美國次貸危機後，許多 SEACEN 會員國必須因應資本流動的波動性，並降低其對國內經濟的衝擊。在經濟開放之際，一般認為央行的要務即是採取資本帳開放及獨立的貨幣政策，以達到並維持貨幣及金融穩定。然而，從過去經驗來看，穩

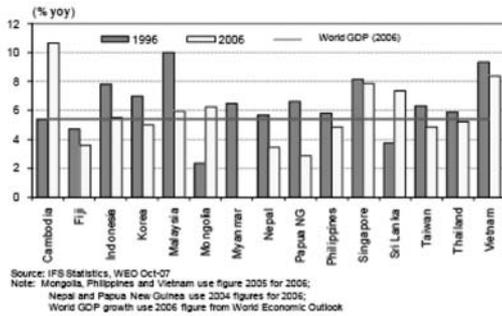


Figure 1.2. Economic Growth in SEACEN Economies

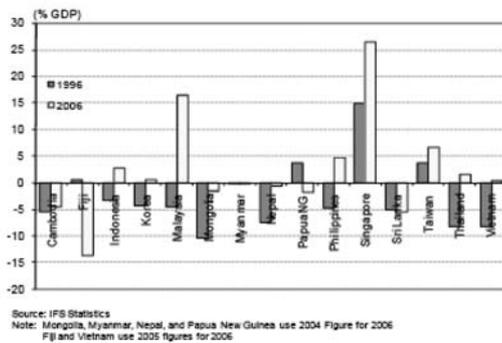


Figure 1.4. CA Balance in SEACEN Economies

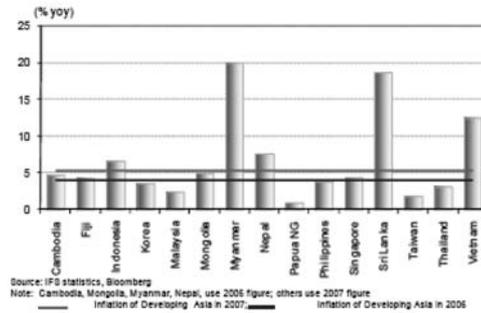


Figure 1.3. Inflation in SEACEN Economies

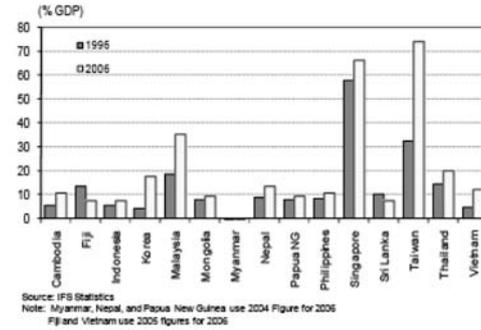


Figure 1.5. International Reserves in SEACEN Economies

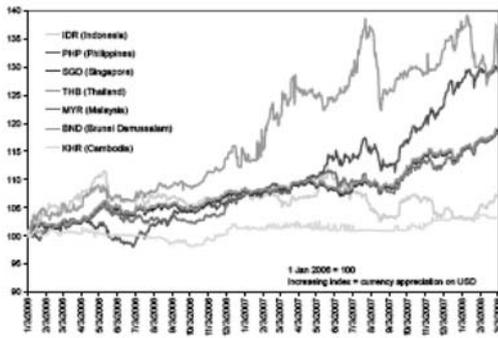


Figure 1.6. Exchange Rate Movements in SEACEN Economies

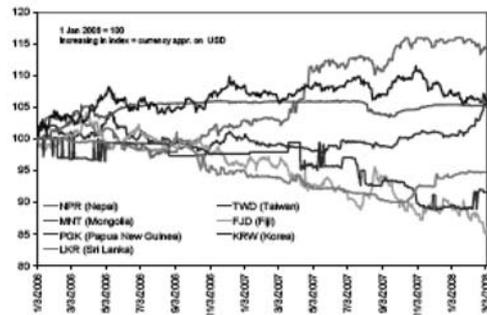


Figure 1.7. Exchange Rate Movements in SEACEN Economies

定並不是各會員國一體適用的萬靈丹。因此，許多央行尋求更根本的政策來強化國內經濟，即加強金融深化（financial deepening）。

「金融深化」一詞是指一國之金融機構（如銀行、股市及保險公司）整體規模相對於其經濟體的發展與擴張，意即各種正式金融商品與服務擴及社會各部門，以滿足其消費、儲蓄、生產及投資等需求。換言之，金融深化是為社會各階層提供更多數量、更多選擇的金融服務，因而擴大市場規模，使市場波動性更容易被吸收。若把金融市場比喻為一座池塘，要讓池塘大一點、深一點，才好吸收水面波動。更深更大的池塘可避免水花濺出，或至少濺出少一些。在這方面，印尼央行已將 2008 年定為金融深化年，以促進貨幣與金融穩定、達成永續經濟成長。

理論上，有許多理由支持深化且具效率的金融體系。金融深化的理論基礎，是金融發展能夠創造、加強並促成有助於經濟成長

的金融條件，其管道有二：一是由供給帶動，即金融發展刺激經濟成長；一是由需求衍生，即經濟成長產生對金融商品的需求（Levine, 1997；Liu, 2003；Lynch, 1996；Kiyotaki and Moore, 2005；Mohan, 2006）。因此，運作良好的金融體系係以效率來定義：將資金分配至最具有生產力的用途、支持最重要的目標，並減緩資訊不對稱及交易成本的影響；同時亦提供較佳的資產組合並分散風險，最終可增進金融體系抵禦衝擊的能力。此外，金融體系服務能力提升，也反映於更高的金融包容（financial inclusion）程度，將一些社會成員（例如中小企業）使用金融服務的障礙降至最低。總結來說，金融深化有益於金融市場發展的好處包括：（i）消弭市場誘因的衝突，使金融交易更順暢；（ii）規模經濟有利於資料收集及監控（債務人）；（iii）提供淨儲蓄者大額、高風險及長期投資的管道；因而可以（iv）改善資源配置。

實證研究顯示，金融發展與成長、貧窮之間具有正向的相關性，此一結果可歸因於有效率的資金配置（King and Levine, 1993；Levin and Zervos, 1998），而有效率的資金配置則是吸引直接投資的誘因（Gurley and Shaw, 1967；Goldsmith, 1969；Jung, 1986）。研究也顯示，金融深化與金融包容呈正相關（Mohan, 2006）。近期研究則發現金融深化與經濟成長具有雙向的關係，彼此相輔相成（Calderon and Liu, 2003）。不過，Loayza 與 Ranciere（2001）指出此一關係只有長期才能顯現。而發展理論則強調採取重分配的公共政策，以改善財富分配並促進經濟成長。因此，改革金融部門以擴展使用金融服務的管道，已成為發展計畫的核心（World Bank, 2008）。

針對 SEACEN 會員國的實證研究顯示，透過名目利率管道，金融深化與經濟成長呈正相關。該管道對於投資具有顯著影響，因此也影響儲蓄率與所得（Jungun, 2002）。Pasadilla（2001）更發現 SEACEN 會員國藉由解除銀行管制來進行金融深化，因而強化了融資管道（存款）以及金融中介功能，這些條件對於該區域的經濟擴張貢獻良多。

不過，金融深化也直接或間接的引發對於相關風險的擔憂，以及維持總體經濟穩定的政策兩難抉擇。金融深化的立即影響是國內經濟將暴露於資本可能突然反轉的風險之中。一旦國際投資人的風險胃納（risk appe-

tite）出現反向變化，可能導致金融不穩定，因而威脅永續經濟成長。此外，金融深化的間接影響則為，更為容易取得融資的結果，可能引導國內需求增加至經濟潛能不足以支撐的程度。如此一來，對於國內流動性過剩會使經濟過熱的擔憂，將驅動通膨的預期，因而導致總體經濟不穩定。此一可能性可由融資的順循環（pro-cyclical）特性加以說明。景氣好時授信較不謹慎，一旦景氣變差對金融體系的負面影響便會浮現。此外，寬鬆的授信條件使借貸更加容易，可能導致不負責任的放款、過度負債及違約問題。因此須結合貨幣與金融監理措施，以確保金融深化、以及為因應經濟成長之需求而迅速增加的授信，不致威脅總體經濟與金融穩定。

除非謹慎因應，否則金融深化可能會對金融穩定產生四大風險：（a）金融部門與實質經濟之間出現成長失衡；（b）因金融深化而使金融操作模式改變；（c）全球整合的金融體系興起；及（d）金融工具趨於複雜並伴隨風險。因此，SEACEN 區域的金融深化與穩定須奠基於誠信與一致性。本諸誠信的金融體系可營造有利於市場參與者的環境；再加上一致性的策略，則能創造更有效率的中介功能及資金配置、並促進有效市場運作。

以上說明金融深化所可能造成的兩難困境，並強調需要預防性措施來平衡經濟成長的正面影響與潛在的不穩定性。第二部分將

針對金融市場發展進一步探討金融深化的不同階段，包括其與經濟成長及維持穩定之監

理措施的關聯性。第三部分則探討金融深化對於貨幣政策及金融穩定的影響。

## II. SEACEN 會員國金融深化之進展

隨著 SEACEN 會員國解除金融管制，並迅速與國際金融市場整合，金融深化亦不斷進展（圖 2.1）。自 1980 年代起，SEACEN 會員國的金融部門，歷經金融創新與資訊科技進步等快速發展。在經濟擴張及健全財政政策支持下，SEACEN 各國順利進行金融部門自由化，由銀行部門率先解除管制，增加取得資金的管道，使信用大幅擴張。惟金融深化仍有充分的發展空間，尤其在公司債、外匯及貨幣市場方面。SEACEN 區域的金融部門若更加深化，將可強勁推升經濟成長；不過，金融體系若要成為經濟成長的支柱，尚須具備下列三種特性：（1）多元化；（2）效率性；與（3）健全化。

SEACEN 各國金融部門皆持續成長，惟其發展速度各異。新加坡、韓國、馬來西亞

和泰國等在金融基礎建設、金融機構以及金融商品和工具等方面之成長非常快速，其他經濟體的成長速度則相對較平穩或甚至緩慢。因此，現階段 SEACEN 各國金融深化的平均程度仍處於較低的水準，不過近來進展已加速。對區域內的中央銀行或貨幣管理當局而言，金融部門已高度發展的經濟體如何援助發展中或尚未發展的經濟體，使其差距縮小，即成為一項挑戰。

SEACEN 各國的金融架構極為分歧，而整體公司債市場深化的程度仍呈現落後。然而相較於其他人均所得水準相近的國家（如巴基斯坦和印度），大致上 SEACEN 區域的銀行和股票市場規模相對較大（表 2.1、圖 2.2）。SEACEN 各國金融深化的程度不一，此可反映於廣義貨幣 M2 相對 GDP 比率、銀

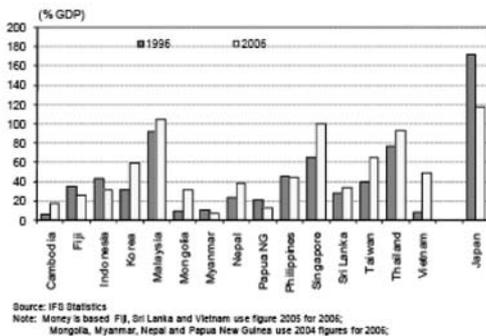


Figure 2.1a Narrow Money in SEACEN Economies

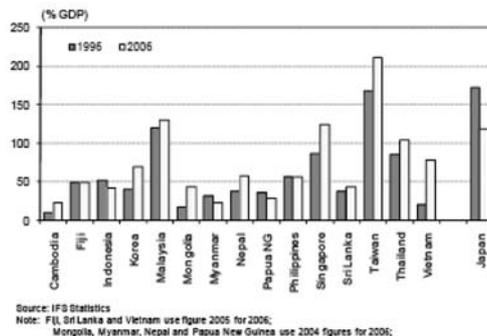


Figure 2.1b Broad Money in SEACEN Economies

Table 2.1. Sources of Financing for the Private non-financial Sector

As a percentage of total financing

Countries	Commercial banks		Other Institution		Foreign sources		Others	
	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005
India	217	51.7	34.4	16.6	4.6	2.2	39.3	29.5 <sup>6</sup>
Indonesia	n.a	13.3	n.a	10	n.a	37.0	n.a	39.7 <sup>1</sup>
Korea	24.5	32.1 <sup>7</sup>	35	23.5	3.7	7.2	36.8	37.3
Malaysia	54.9	38.9	45.1	3.7	n.a	22.5	n.a	34.9 <sup>1</sup>
Philippines	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Singapore	87.2	75.2 <sup>8</sup>	12.8	9.2 <sup>9</sup>	n.a	n.a	n.a	15.6 <sup>2</sup>
Taiwan	59.7	56.6	13.8	10.8	1.5	5.6	25.0	27.0
Thailand	84.1	58.4	n.a	0.3	7.5	16.8	1.0	24.5

Source: M S Monanty and Philip Turner in BIS paper no.35 "Monetary Policy Transmission in Emerging Market economies: What is new?"

<sup>1</sup> Includes equity

<sup>7</sup> Commercial banks and specialized banks

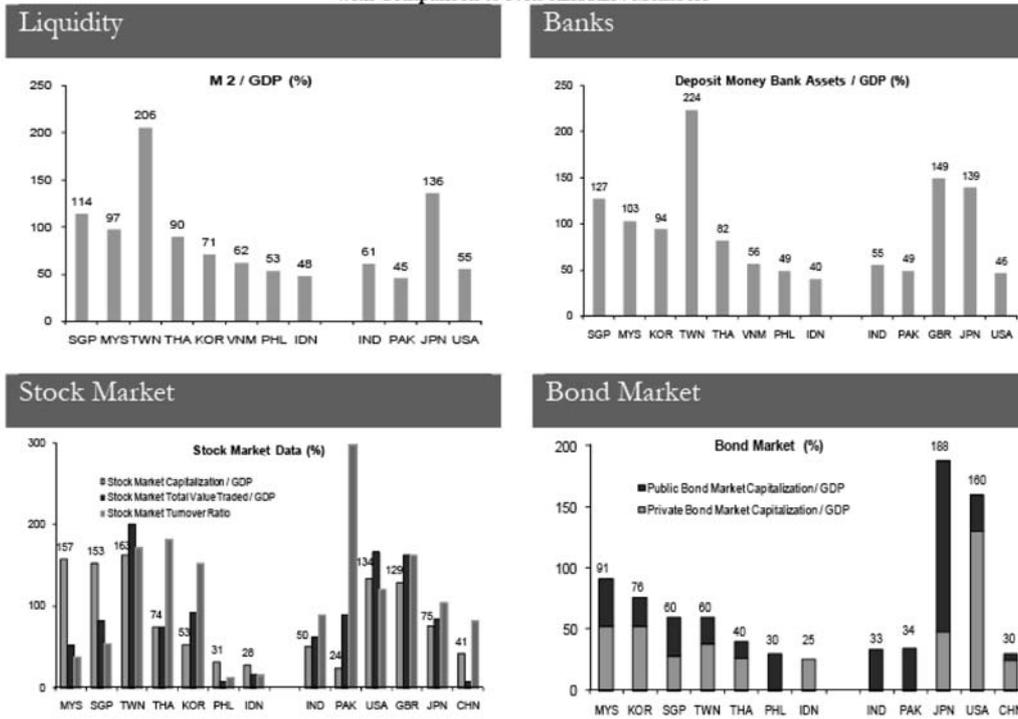
<sup>2</sup> Equity excluded

<sup>8</sup> Includes finance companies and merchant banks

<sup>6</sup> Includes non bank borrowings, trade dues and other current liabilities

<sup>9</sup> Includes domestic banking units and Asian currency units of commercial banks

Figure 2.2. Financial Deepening in SEACEN Region  
With Comparison to Non SEACEN Members



Source : World Bank, International Financial Statistics

Notes : Other than liquidity, all data were as of 2006. Liquidity is as of 2005.

行部門中存款貨幣銀行之資產相對 GDP 比率，以及各種股債市指標等。除了印尼和菲律賓之外，各國股票市場的規模相對較大。然而，債券市場金融深化的程度（尤其是公司債市場）仍較其它金融部門落後。

## II.1 銀行部門

SEACEN 區域金融深化的過程，發軔於 1980 年代銀行部門解除管制之後，其方式包括利率自由化、降低法定準備率、廢除對特定產業的貸款分配、放寬業務許可及設立分行的門檻，以及廢除外國銀行的進入障礙。隨著金融自由化、利率由市場決定，使得實質利率小幅呈正，銀行藉由各種存款工具快速吸收大眾存款，接著伴隨法定準備率的降低，有效地提高金融體系可用的資源，使其得以快速擴張信用（圖 2.3、2.4）。然而，受危機衝擊的會員國其銀行對低生產力部門所提供的貸放相對較多，導致信用快速成長、經濟過熱，為 1998 年金融危機推波助瀾。

金融危機後銀行趨於審慎，有助於金融

穩定。金融部門（尤其是銀行部門）改革，係透過採用國際標準及最佳實務（best practices）來進行。25 個巴塞爾核心原則以銀行監理制度為其主旨，銀行須符合風險敏感度較高的資本適足規範（Basel II），加上銀行態度趨於審慎等因素，皆有助於危機後的金融穩定及經濟成長。其結果對區域內的金融深化有正面的作用，使 SEACEN 各國的金融部門在經濟體中重要性提高；融資來源也越來越多樣化，對銀行融資的依賴性降低。

儘管有這些正面的結果，金融中介仍是一項嚴峻挑戰；銀行融資尚未回復到金融危機前的水準。危機後信用雖穩定成長，惟 SEACEN 區域的銀行部門已變得更加審慎。繼 1990 年代後期受危機壓抑後，實質信用成長率出現急起直追的飆升。此外，銀行對政府部門放款減少，使其對私人部門放款得以增加。然而，要讓金融中介達到危機發生前的水準，對銀行仍是嚴峻的挑戰，尤其是印尼和泰國。在若干受危機衝擊國家，民間部

Figure 2.3 Average Deposits/GDP (%)

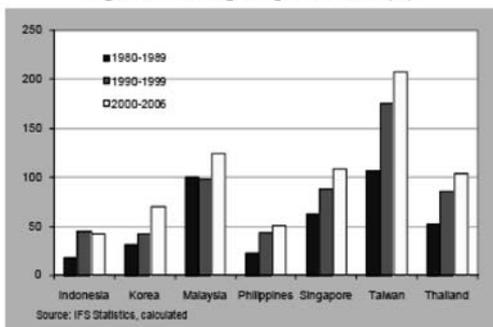
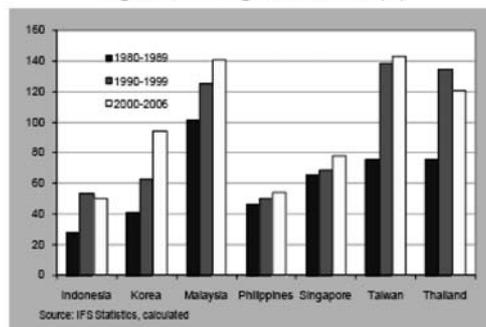


Figure 2.4 Average Loans/GDP (%)



門信用對 GDP 之比率尚未回復至危機前的水準。這顯示銀行以非貸放的形式（尤其是政府債券）持有資產。例如印尼和菲律賓，2006 年銀行持有的政府債券大約是 GDP 之 14% 至 15%（World Bank, 2006），惟近來逐漸減少。

銀行處理重大融資案時格外審慎，因此其業務已轉向消費性融資。一些 SEACEN 國家已呈現消費融資比重上升的現象，反映出對大型和複雜借貸案的風險驅避（risk-averse）行為。2007 年消費貸款占銀行總貸款之比重馬來西亞為 51%、韓國為 49%、印尼為 38%、泰國為 19%、菲律賓為 10%。這些消費者貸款大多為房貸、車貸以及無擔保貸款，例如信用卡貸款和個人信貸。對家計單位的銀行服務雖已成長，惟在有些國家的市場仍有進步的空間。

相對地，銀行持續抑制對企業部門的融資。在某種程度上，這反映了需求低迷，因

為企業投資維持低檔、反槓桿（de-leverage）操作，且以保留盈餘支應其資本需要。由於金融市場擴大，企業亦得以找尋替代性的外部融資來源。然而，從銀行的觀點來看，銀行可能變得更加驅避風險行為；危機發生前的銀行貸放水準未必是最適當的，因為多數國家的企業過於仰賴銀行貸款且槓桿操作過高。在可預見的未來，企業融資的需求會伴隨投資需求而增加，銀行所提供的服務似落後於企業的需求。

銀行部門更為穩定，有助於強化 SEACEN 區域金融體系的健全度。一般而言，區域內的銀行部門較前幾年更加健全，且仍持續穩定改善。所有曾受金融危機衝擊的國家目前的逾放比均為個位數，反映出經濟體的獲利率逐漸改善。銀行資本部位亦已改善，所有國家以風險為權重的平均資本適足率，目前均顯著高於 BIS 要求的 8%（表 2.2），此說明銀行部門穩定，係促進區域內金融深

Table 2.2: Banking Soundness Indicators

	Structural Bank Indicators							
	Non Performing Loans <sup>1</sup>		Capital Adequacy Ratio		Operating Cost <sup>2</sup>		Return on Assets <sup>3</sup>	
	2000	2005	2000	2005	2000	2005	2000	2005
Indonesia	18.8	8.7	12.7	19.5	2.5	3.6	0.3	1.7
Korea	8.9	1.2	10.5	12.8	1.8	1.7	-0.6	1.2
Malaysia	15.4	9.9	12.5	13.1	1.6	1.5	1.4	1.3
Philippines	24.0	20.0	16.2	18.1	3.4	3.4	0.4	1.1
Singapore	3.4	3.8	19.6	15.8	2.4	1.0	1.3	1.2
Taiwan	8.3	2.2	10.8	10.3	n.a.	1.1	0.4	0.3
Thailand	17.7	11.1	11.3	13.3	1.9	2.0	-0.2	1.5
China	22.4	10.5	n.a.	n.a.	1.4	1.1	0.1	0.8
Hong Kong SAR	7.3	1.5	17.8	14.9	1.2	1.0	n.a.	1.7
India	12.8	5.2	11.1	12.8	2.6	2.4	0.7	0.9

<sup>1</sup> as a percentage of total loans<sup>2</sup> as a percentage of total assets<sup>3</sup> in percent

化的有效方法。

在支持經濟成長方面，也許能考慮兩個策略方向：建立綜合銀行（universal banking）體制，以及增加金融包容。綜合銀行有許多不同的意義，通常指的是商業銀行（吸收存款與放款）與投資銀行（例如證券的發行、承銷及交易）的結合（World Development Report, 1989）。廣義來說，綜合銀行指的是銀行可以提供廣泛的金融服務，例如商業銀行、投資銀行、私人銀行與其他服務，特別是保險。藉由多樣化業務，綜合銀行可能具有規模經濟（economy of scale）、效率與產品創新等利益，因而可以一次購足（one-stop shopping）等服務來吸引客戶。在產品端，若成本（特別是網路科技與風險管理成本）可由多樣化的產品加以分攤，則可產生範疇經濟（economy of scope）。印度、菲律賓與印尼是區域中綜合銀行體制的倡者。

除了好處外，綜合銀行也會帶來一些風險與挑戰。跨業合併與大型金融集團的興起，也許會造成獨占行為，使得整合業務所預期發生的經濟利益無法產生。此外，當業務被整合在同一個架構下時，資訊不對稱與誘因問題的潛在影響可能加劇。代理人問題可能使綜合銀行對貸款者的審查，不像商業銀行那樣仔細。也有人認為金融集團失誤所造成的金融與社會問題，可能比專業銀行失誤更嚴重。此外，當集團內的交易未採取適

當的利益迴避措施，商業銀行與投資銀行的整合也許會引起利益衝突。當金融集團依據系統性觀點被認為「規模太大所以不容失敗」（too big to fail）時，會引發道德風險，因而使其更易於冒然承擔風險。

金融深化支持經濟成長的另一個方式，是透過強化金融包容。金融深化的重要特色，就是讓資金管道擴及於被排拒在金融體系之外者。目前清楚認知的是，有許多人被拒於金融部門之外，包括創業者、小型企業等，這會使得經濟成長的機會減少。因此，一個具包容性的金融系統可以提供平等的機會，不僅會加速經濟成長，也會減少貧窮。基於此一利益，鼓勵金融包容對 SEACEN 會員國來說是很重要的。

有些國家已經開始著手推動金融包容。一些國家（例如印度、孟加拉與巴基斯坦等南亞國家）已經開始推動相關措施，要將拒於金融管道之外的人口納入正規金融體系。銀行被要求：（1）提供極低或無最低餘額規定、且免收費的陽春型（no-frill）銀行帳戶；（2）擴大銀行及支付系統的服務範圍到廣大的群眾。為擴大服務範圍並解決客戶（特別是被金融體系排拒者）臨門一腳（last mile）的問題，這些國家的銀行透過無分支銀行（branchless banking）的模式，以自助團體（Self Help Group）、微額貸款機構（Micro Finance Institution）等民間社團組織做為業務中介。此外，資訊科技在銀行業務

上的使用，包含智慧卡、行動電話等，亦有助於降低交易成本、改善風險管理與記錄方式。

金融深化的社會目標亦應受同等重視，特別是在低所得的國家。忽視這些議題會造成社會與政治混亂，進而影響經濟及金融穩定。除了上述金融包含政策之外，一些 SEACEN 會員國也要求銀行至少貸出總信用的 40% 給特定優先部門，例如農業、小型產業與小型企業、小貿易商與運輸業者，以及承作教育與住宅貸款（貸款總金額最高為 5 萬美元）。沒有設立農村分行的銀行須確保他們的部分貸款延伸到這些部門，這些特定優先部門也涵蓋了出口信用部份。由於銀行可以自由決定商業授信，且確保投資組合風險管理良好，這些措施並不會損害銀行獲利。

#### 討論議題：

1. SEACEN 區域內的金融概況有何改變？那些為其推動力量？SEACEN 會員國金融部門所面臨的主要風險為何？這些風險是否會導致金融不穩定？
2. 部分區域內的中央銀行提倡綜合銀行，做為發展金融體系之策略。由於綜合銀行多角化經營可衍生操作效率的提高、產品創新等益處，因此可提供「一次購足」等服務來吸引客戶。
  - \* 各國總裁是否認同綜合銀行為加速金融部門發展策略之一？或是 SEACEN 經濟體有其他替代方案？

\* SEACEN 各國對於銀行與資本市場進行業務整合，是否有所限制？

3. 個體層面上是否亦有相對稱的金融深化，是一個令人感興趣的問題。針對此議題，有些國家（尤其是南亞國家，諸如印度、巴基斯坦與斯里蘭卡）已倡導金融包容，做為增強金融部門發展以支持經濟成長之一環。將金融服務擴及於基層社群，有助於被摒棄於金融部門外、無法自主要金融機構取得適當、低成本、公平且安全的金融產品的群體（例如中小企業及農村地區的微額貸款）；如此一來，亦會協助刺激經濟成長，並創造更為公平之資源分配。

\* SEACEN 經濟體已推行金融包容者，是否以其為減輕貧窮之策略？

\* 如何使金融包容具有效率？應在體系內採行何種預防措施以降低信用風險？

## II.2 資本及貨幣市場

由於全球金融發展、且投資新興市場之風險胃納提高，因而支持區域內金融市場之發展，使大多數 SEACEN 會員國受惠。貨幣與資本市場之發展，勢必受到金融自由化、技術與金融創新，以及金融機構經營模式改良所帶來之影響。誠如前述，SEACEN 各會員國之資本與貨幣市場彼此間之差異頗大，但大致以股票市場最為發達。新加坡為全球著名金融中心之一，並與韓國、馬來西亞及泰國同屬區域中較先進之市場。這些會員國在金融基礎設施、金融機構，以及金融商品

與工具等方面發展較快。

### II.2.1 資本市場

伴隨總體經濟指標之改善，SEACEN 會員國的資本市場在股票市場之帶頭下快速發展。依股票市場各種指標顯示，區域中如台灣、新加坡及馬來西亞等經濟體的股市，較美國、英國及日本等先進國家股市成長更快（圖 2.2、表 2.4）。其他經濟體如印尼、韓國、泰國及菲律賓股市雖未如上述群組發展快速，但其資本額亦顯著成長（表 2.3）。債券市場的發展則不如股票市場迅速，且仍由公共部門主導。馬來西亞、韓國、新加坡及台灣債市資本額相對 GDP 之比率較其他會員國高（圖 2.2）。

股票市場金融深化快速，歸因於全球流動性過剩且區域經濟展望樂觀而吸引外國投資人。SEACEN 各國 GDP 之高度成長，提供全球投資人股利及潛在的資本利得。中國及香港股市資本額快速累積，稱冠亞洲；SEA-

CEN 會員國中則以韓國股市資本額規模最大，2007 年達 1.1 兆美元。股市資本額大幅擴增起因於企業部門改善，惟印尼近 2 年來的成長，係受惠於石油及棕櫚油等國際商品價格高漲，支撐礦業及農業部門表現亮麗所致。

股票市場提供區域經濟體資金需求之重要性增加。儘管中國股市資本額之絕對規模較大，一些 SEACEN 會員國如新加坡、台灣、馬來西亞及韓國則擁有較高的股市資本額相對 GDP 之比率，而其股市首次公開發行（IPO）家數之成長則與中國及香港股市相當（圖 2.6）。對其他會員國而言，增發新股來縮小其與韓國及新加坡間差距的可能性仍大。考量 SEACEN 區域的經濟潛能，股市發展仍應大有可為，各會員國可透過租稅誘因及改善金融基礎設施，以加速股市成長步伐。

各會員國應更致力於公司債市場之深

Table 2.3 Domestic Stock Market Capitalization  
(in million USD)

	2001	2007	Growth
Korea	194,470.14	1,122,606.33	477.26
Taiwan	292,872.22	663,716.04	126.62
Singapore	117,338.02	539,176.63	359.51
Malaysia	118,980.68	325,290.26	173.4
Indonesia	22,997.86	211,692.97	820.49
Thailand	35,950.40	197,129.36	448.34
Philippines	20,606.24	102,852.74	399.13
China	333,356.27	3,694,347.97	1008.23
Hong Kong	506,072.92	2,654,416.06	424.51

Source : Bloomberg

Table 2.4 Domestic Stock Market Capitalization  
(as percentage of GDP)

	2003	2004	2005	2006
Korea	53.23	61	88.23	92.93
Taiwan	137.95	147.78	187.85	182.95
Singapore	182.74	196.12	311.78	275.3
Malaysia	n.a.	n.a.	136.77	159.92
Indonesia	23.24	28.44	47.85	37.68
Thailand	80.74	69.42	78.2	66.81
Philippines	28.8	32.83	68.93	57.98
China	111.68	98.38	66.4	81.64
Hong Kong	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Source : World Federation of Exchanges

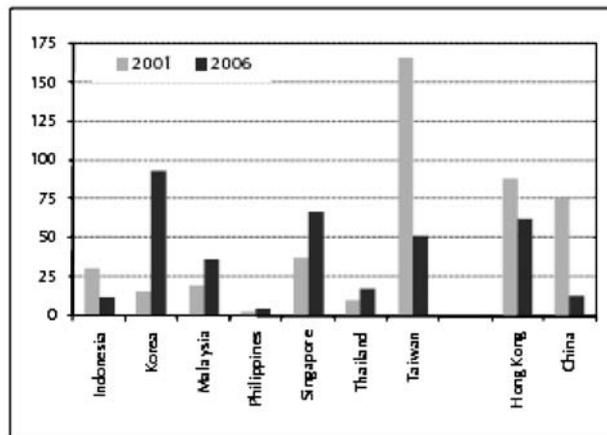


Figure 2.6 Number of IPO  
Source : World Federation of Exchanges

化。目前 SEACEN 各會員國中，韓國、馬來西亞及台灣已擁有規模不小之公司債市場，但大多數會員國仍以政府債券市場為主。造成這種趨勢之發展，係因這些會員國為因應 1997 及 1998 年經濟危機，而增加發行政府債券所致；同期間，這些會員國的公司債評等相對落後。另外，部分 SEACEN 會員國債券市場不發達，亦可歸因於欠缺當作公司債交易指標之殖利率曲線。

SEACEN 各國穩健的總體經濟基礎，為債券市場發展提供了健全環境。新加坡債券市場相當發達的原因，係其具備如交易平台、保管及清算機制，以及衍生性商品交易發達及具備債券交易指標等基礎設施優勢，另對合格券商給予免稅亦為一個誘因。其他會員國如泰國、馬來西亞則運用附買回（賣回）協定與衍生性商品、主要交易商制度之建構、訊息及交易系統的改善，以及保管與

清算機制的整合等操作面策略，來發展債券市場。泰國並設立債券融券機構及擔保品管理機構，馬來西亞則推出證券借貸業務及建構國債殖利率曲線。

SEACEN 各會員國債券市場之展望係正向的。盱衡 SEACEN 各國，在健全的總體經濟基礎支撐下，債券市場之未來發展係值得期待的，並且制度面基礎與投資面基礎一併成長。就區域而言，會員國應共同致力於區域清算機制之發展、藉由亞洲債券基金（Asian Bond Fund）來活絡區域資源、創設亞洲債券標準，以及調合債券市場法規。

## II.2.2 貨幣市場

近期 SEACEN 各國貨幣市場之金融深化雖有上升，惟平均水準仍低。各會員國仍應努力加強國內貨幣市場、尤其是銀行間貨幣市場規模及穩定之金融深化。國內外匯市場之金融深化亦情況相似，儘管部分會員國具

備較先進的外匯市場，流動性規模仍有待提升。

SEACEN 各國國內銀行間隔夜貨幣市場規模仍相對有限。銀行間貨幣市場利率（無擔保）的波動性，為國內貨幣市場的一項重要金融深化指標，各會員國除印尼及菲律賓外，其餘大抵趨於穩定。在市場規模方面，部分會員國貨幣市場交易量雖有成長，但仍遠低於中國（圖 2.8）。2007 年各會員國貨幣市場平均每日交易量達 100 億美元，為 2006 年的 6 倍。

區域內貨幣市場之深化，大多由中央銀行透過強化貨幣操作所推動。中央銀行一向

致力於強化貨幣政策傳遞機能及宣示效果，例如印尼央行本年稍早之作法即屬之。面對全球流動性過剩的問題，中央銀行肩負的任務已更具挑戰性；這亦提供機會讓各國央行設法提出吸收或引導過剩流動性的解決方案。

SEACEN 各國外匯市場仍多屬淺碟型市場，其深化程度以新加坡為最，韓國及台灣次之。一旦全球投資人風險胃納急遽轉向，會員國外匯市場動盪的可能性將升高。根據 Ho 與 McCauley（2003）提出之通貨買賣報價差額（bid-ask spread currency），各會員國外匯市場之買賣價差較日本、英國及歐元區

Figure 2.7 Inter-bank Money Market Interest Rates

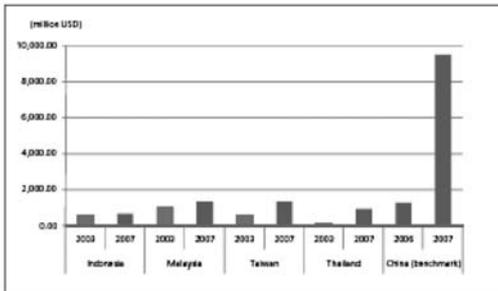
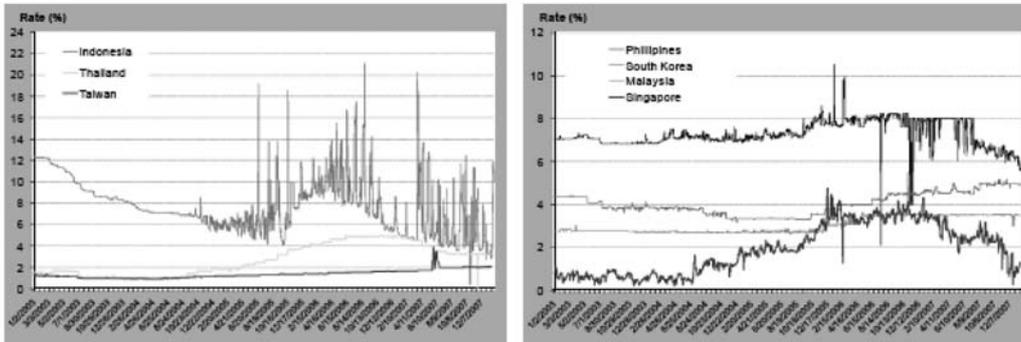


Figure 2.8 Volume of Interbank O/N Call Money

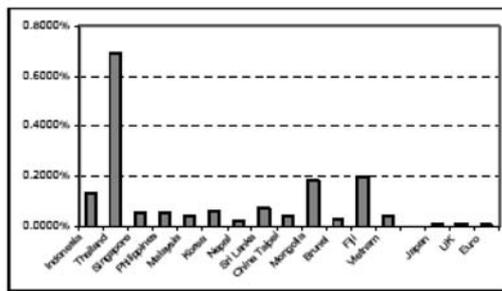


Figure 2.9. Bid-Ask Spread Currency

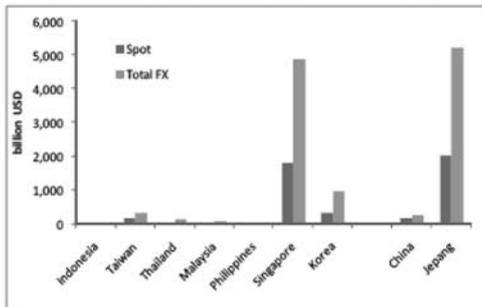


Figure 2.10 Monthly Turnover of Domestic Foreign Exchange Market  
Source: BIS Annual Survey, April 2007

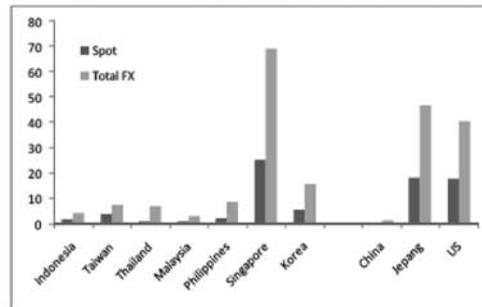


Figure 2.11 Ratio of Monthly Domestic Foreign Exchange Turnover to Total Trade  
Source: BIS Annual Survey, April 2007; National Trade Figures on December 2007

等先進經濟體為大，顯示其流動性相對較低（圖 2.9）。另一個市場深化指標為國內外匯市場成交量，其衡量結果也與上述類似。至於新加坡外匯市場，因具備金融中心的機能致成交量較大而屬例外。雖然有些指標顯示部分會員國外匯市場成交量大於中國，但比起先進國家仍有一大段距離（圖 2.10、2.11）。

證據顯示 SEACEN 經濟體之外匯市場有進一步發展的空間。如何深化外匯市場，成為 SEACEN 區域之重大挑戰，其中一項課題是即期外匯與衍生性商品之市場交易量均不足。此外，證據亦顯示有些經濟體的外匯市場與金融交易的相關性，高於其與商品進出口之相關性，新加坡則仍屬例外情形。然而對於區域內的大部分經濟體而言，在致力於深化國內匯市的同時，應該與維護通貨穩定的目標取得平衡。

#### 討論議題：

4. 當全球已有相當程度金融整合時，SEA-

CEN 經濟體的金融深化仍有待加強。銀行體系之外的融資來源仍然有限，金融市場亦屬淺碟，尤其是資本市場與外匯市場。

\* 為使金融部門發展完善以增強金融深化，開發中經濟體所面臨的主要阻礙為何？

\* 應如何訂定策略以提高資本與貨幣市場對於經濟成長的直接貢獻？

\* 為鼓勵 SEACEN 經濟體進一步金融深化，以增強對抗外力衝擊之因應能力，各國央行總裁建議之方法與策略為何？

\* 為創造區域內公平競爭之環境，SEACEN 各國應建立何種形式的合作？

5. 在致力於加強國內外匯市場金融深化的同時，必須注意與匯率波動之間取得平衡，尤其仍為小型市場的經濟體更應注意。

\* 兼顧金融深化與匯率穩定之最適策略為何？

\* 各國總裁可否與大家分享推動市場避險的經驗？

- \* 針對已採取浮動匯率制度的經濟體而言，應如何擬訂策略促使市場與大眾認知匯率波動可能性？
- 6. 維持匯率穩定與銀行間貨幣市場波動性兩者可能存在抵換關係（trade-off），因應策略為何？
- 7. 隨著金融市場發展，銀行部門提供經濟活動融資之優勢可能不再，而非銀行金融機構取而代之。
- \* 除了發展亞洲區域資本市場的倡議之外，為了要增強區域金融市場（尤其是資本市場）之深化與流動性，應如何採取一致行動？例如，應如何加強債券市場的吸引力？

### III. 金融深化與貨幣政策

金融深化與貨幣政策的交互影響，可從兩方面來衡量。第一是關於金融深化對貨幣穩定（即達成物價穩定）的影響。透過產品多樣化、交易量擴大以及制度面的進展，金融深化也可能增強金融穩定。第二是關於金融深化對貨幣政策執行的影響。不可避免地，金融深化影響貨幣政策的傳遞因而亦影響其效果。然而，金融深化也直接或間接的引發對於相關風險的擔憂，並可能使總體經濟穩定政策陷入兩難。在直接的影響下，金融深化可能造成資金突然反轉；而在間接的影響下，資本流入也可能帶動國內需求進而推升通膨壓力。因此，金融深化的過程可能增加貨幣政策執行的複雜度。

除非謹慎因應，否則金融深化可能會對金融穩定產生四大風險：（a）金融部門與實質經濟之間出現成長失衡；（b）因金融深化而使金融操作模式改變；（c）全球整合的金融體系興起；及（d）金融工具趨於複雜並伴

隨風險。因此，必須結合貨幣與監理措施，以確保金融深化與因應經濟成長需求而加速的信用成長，不會威脅到總體經濟和金融穩定。

金融深化對於經濟成長具有正向效果，對於總體穩定也具有強化的作用。如前述，擴大金融服務範圍、使資金更易取得，可加強金融深化對經濟成長的正面影響。在此一過程中，金融深化也支持金融體系分散風險，及任何抑制金融發展的不平衡，因而增加金融穩定。最近的研究顯示，在金融深化與總體經濟穩定之間存在雙向的因果關係。Dehesa（2007）認為使金融深化開花結果的重要條件是達成總體經濟穩定，從而使商業與銀行中介功能具有確定性。

金融深化的過程已吸引了更多的證券投資，並有助於擴大貨幣市場的交易量。在全球資金過剩下，SEACEN 各國皆經歷了證券投資激增而帶動金融市場規模擴大（圖

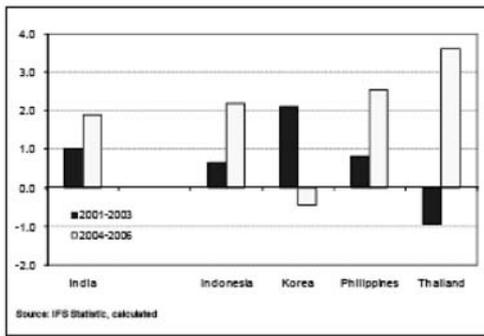


Figure 3.1 Portfolio Account per GDP (%/yearly average)

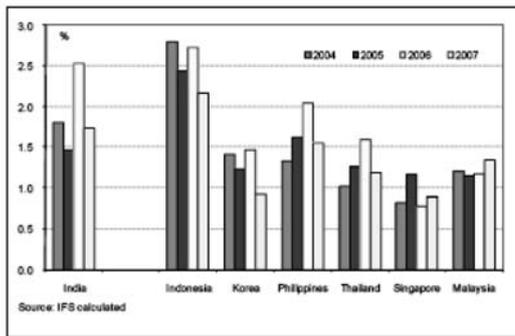


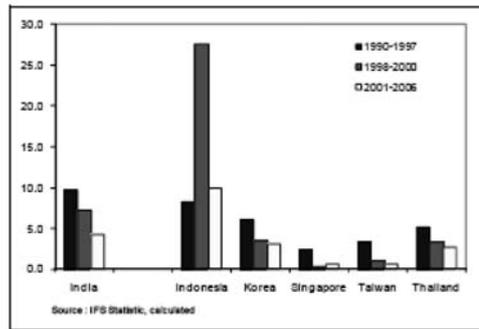
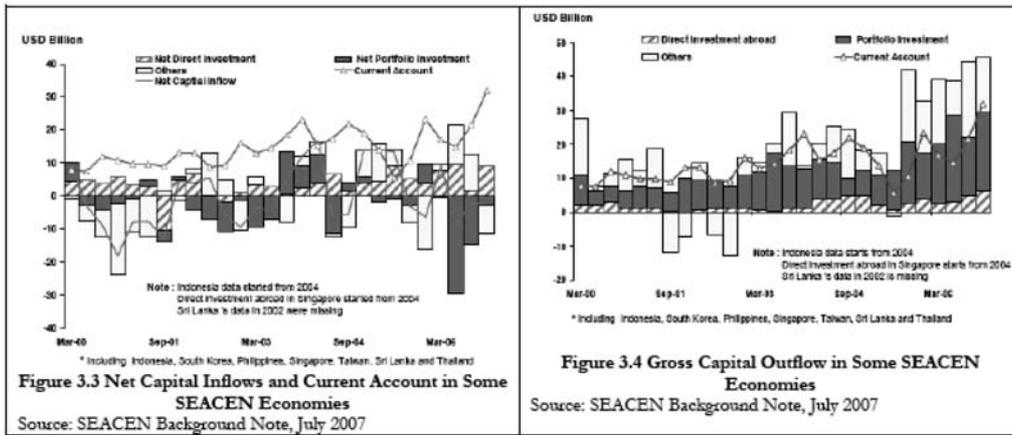
Figure 3.2 Monthly Volatility (Standard Deviation)

3.1)。大多數SEACEN經濟體，特別是新加坡、南韓、馬來西亞與泰國，股票市場表現強勁。由於SEACEN區域經濟展望良好、總體經濟持續穩定，未來可望維持資本流入與金融市場改善的趨勢。

惟金融深化對於總體經濟穩定仍隱含直接或間接之風險。考量匯率變動具不確定性（圖 1.6、1.7），且若干國家匯率波動幅度相對較大（圖 3.2），資本突然逆轉仍應為SEACEN各國關注之議題。最近美國次貸風暴所引發之不確定性，導致金融市場動盪不安，說明了金融流動之兩面刃特性。資本流動對於匯率具有決定性影響，乃肇因於證券投資相對於資本流動淨額（圖 3.3）及資本流出總額（圖 3.4）均占極大比率。若未妥善管理，則其衝擊將迅速蔓延至金融市場因而威脅貨幣穩定。雖然最近通膨壓力尚不顯著（圖 3.5），若藉由金融措施拉抬國內需求，且此一需求無法以對等之經濟潛能支撐，則可能危及總體經濟穩定。金融深化對於總體

經濟穩定之間接風險，可由1997年金融危機爆發前之期間觀察，當時金融深化提高了經濟成長率，但亦使通膨壓力加劇。

在制定貨幣政策方面，金融深化之發展可能會影響貨幣政策之傳遞及效果。Visco（2007）列舉可能影響貨幣政策傳遞之金融體系情勢，包括：衍生性商品（期貨、選擇權、利率交換等）盛行、銀行之功能轉變、金融市場參與者增加及國際金融整合興起等，這些發展均使得貨幣政策之制定更為複雜。貨幣政策傳遞管道之速度與強度，端賴金融市場及金融機構，金融市場的任何變動皆影響六大貨幣傳遞管道：利率、信用、匯率、資產負債表、資產價格及預期心理，從而影響貨幣政策控制通膨的效果。最近在SEACEN及其他國家，利率管道的傳遞效果已增強。此外，SEACEN各國小型開放經濟體之特性，亦凸顯出匯率變動在貨幣傳遞機制中的重要性。這些變數對於SEACEN各國的通膨走勢具有一定程度之影響。



多次貨幣及金融危機顯示，總體經濟穩定有賴於體質健全之金融部門，近來次貸風暴等發展，更強化了金融深化對於貨幣政策能否有效維護貨幣穩定至關重大之論點。於此，Franklin 和 Carletti (2007) 提出兩項基本目標：(a) 確保貨幣政策傳遞兼具效果與效率；(b) 降低國內經濟之傳染效應。在完全運作之下，金融市場可有效分散各經濟參與者間之風險因而可減緩衝擊；然而當運作失靈，金融市場則具有擴大衝擊之效果。

歷史上，每當金融市場及金融機構經歷重大發展，新的不穩定來源隨之而至，接下

來便是一段學習如何管理與穩定金融體系的漫長時期 (Axel, 2007)。經驗顯示，許多金融危機乃源自於金融體系自由化時，未搭配合適的監理措施，亞洲金融危機即肇因於缺乏對銀行的審慎監控，美國的次貸危機也是類似情形，惟係針對投資基金產業。不過 Borio (2007) 認為，即使已努力改善風險管理與法制架構，金融市場仍將存在不完全資訊 (imperfect information)。Axel (2007) 也指出金融危機是全球金融市場發展過程所隱含之內生特性，無法輕易以管制將之去除。況且，全球化已使非理性之單一行為產

生更強的傳染效果。

總之，在全球快速整合之下，金融深化是一項艱鉅的政策挑戰。金融深化固可帶來諸多正面影響，惟亦隱含急遽資本反轉及通膨壓力之可能風險。SEACEN 各國為達成總體經濟穩定之優先目標，應制定並實施適當的金融監理及資本流動管理措施，才能在金融深化的正面影響及潛在負面風險之間取得平衡。

**討論議題：**

8. 1990 年初期以來，金融市場快速發展與實質經濟部門的結構改變，不僅帶來經濟與金融基本結構之現代化，同時亦造成信用急速擴張，資產價格膨脹與資本鉅額流入。就中央銀行而言，此現象或許可視為迎頭趕上先進經濟體以及經濟基本面強化之結果；然反之，亦可能係反映出潛在的扭曲問題，例如不健全之放款業務或是不完備之法規與監理，這些問題都可能是導致未來不穩定的種子。無論如何，近期之

全球資本移動，已勾勒出潛藏於金融深化之風險，包括資本突然逆轉的直接衝擊及通膨預期增加的間接衝擊。

- \* 各國總裁是否認同金融深化可同時促成經濟成長與貨幣穩定？
  - \* 針對在金融深化過程中增強金融與經濟部門因應衝擊的能力，SEACEN 各國中央銀行已採取之措施為何？
  - \* 面對資本鉅額移動，各會員國應採取何種審慎及健全之總體經濟因應措施，以維持貨幣穩定？
9. 由過去亞洲金融危機經驗裡可知，金融深化的間接衝擊可能推升通膨壓力；近期之中國經驗亦顯示資本鉅額流入，將大幅推升國內需求。面對這種壓力，中央銀行可以調高利率以為因應，但如此又會進一步引起資本流入。對於此一兩難困境，SEACEN 各國央行該如何因應？抑或是各國總裁認為基於匯率升值所帶來的正面效應，目前尚無須將上述問題視為警訊？

(本文完稿於 97 年 3 月，作者現分別為本行經濟研究處國際經濟科三等專員、辦事員、副研究員、四等專員、國內經濟科二等專員、計量分析科辦事員)