

# 防範再次發生資本帳危機的政策建議

蔡美芬 摘譯

本文整理自下列兩篇報告：

1. Asian Policy Forum and ADB Institute (Forum Secretariat), "Policy Recommendations for Preventing Another Capital Account Crisis".
2. Dr. Masaru Yoshitomi and Dr. Sayuri Shirai, "Technical Background Paper for Policy Recommendations for Preventing Another Capital Account Crisis", 7 July 2000.

## 壹、前言

1980年代亞洲國家經濟表現突出，許多人預期21世紀將是亞太地區的世紀，1990年代亞洲經濟持續高成長，世界銀行稱之為「亞洲奇蹟」，更加強了上述樂觀的看法。金融危機發生之前，亞洲國家通貨膨脹率低，無預算赤字，且國內儲蓄率高，總體經濟基本面相當良好，惟自1997年7月開始，危機卻在區域內快速蔓延，並且波及區域外。1997及1998年亞洲受創國家幣值大跌，1998年則籠罩於區域性金融風暴中。

1999年亞洲受創國家經濟快速復甦。經濟復甦是制定改革措施以防範類似危機再度發生的適當時機。就防止區域性風暴蔓延而言，亞洲經濟體必須合力研擬並實施適當措施，這正是亞洲政策論壇（註1）（Asian Policy Forum, APF）提出八項政策建議供亞洲

國家決策者參考的理由，目的係為避免區域內再度發生嚴重的資本帳危機。

亞洲各國的經濟發展階段、資本帳開放程度、銀行及企業部門的能力、金融監理機關的成熟度與能力以及政治體系各有不同，但就曝險於資本帳危機方面，可將這些國家分為兩部分，一為資本帳大致已自由化者，另一為資本帳尚未自由化者，本文將針對兩者分別提出適當的政策建議。

本文架構分為四節：除本節前言外，第二節敘述亞洲通貨危機的特質及危機發生的原因，第三節針對資本帳大致已自由化之亞洲國家提出七項政策建議，最後則針對資本帳尚未自由化之亞洲國家提出第八項政策建議。

## 貳、亞洲金融危機的特質

此次亞洲金融危機具有資本帳危機的特性，它的起因係在經常帳逆差之情況下，短期民間資本大量流入，然後又突然大量流出。資本大量流入又突然逆轉的波動規模約占亞洲受創國家 GDP 的 11%。1995-96 年東南亞國家藉由資本帳的大量流入來挹注經常帳的巨額逆差，至 1998-99 年經常帳則呈現巨額順差，與傳統的危機並不相同。這些大量以外幣計價而未進行避險的短期外債，造成了到期日與幣別的雙重配置錯誤。這些以外幣計價的短期外債主要用於融通長期的、以當地通貨計價的商業活動，但政府的管制及民間部門的風險管理能力，不足以對抗此雙重配置錯誤的壓力，這些內在的弱點隨著不動產與股票市場的投機所形成的資產泡沫化而更加惡化。

在這樣雙重配置錯誤情況下，當地通貨貶值時，以當地通貨換算的負債將擴增，國

內資產價格下跌，同時銀行亦因擠兌，產生流動性問題，使得當地金融機構及企業嚴重受創。值得注意的是，藉由通貨貶值雖有助於解決傳統的經常帳危機，但在資本帳危機期間，即使初始匯價貶幅不大，但以當地通貨換算的負債擴增，將使得企業及金融機構的資產負債表帳面更加惡化。外資機構突然大量的撤資會導致貨幣危機及銀行危機，此雙重危機交互影響，使得與危機有關之金融及實質經濟面的成本擴大。亞洲受創國家的國內需求約減少 30%，從而導致進口衰退，經常帳因而產生巨額順差。

亞洲危機發生的原因包括：(1)資本大量流入及政府為民間提供信用擔保，激勵過度投資；(2)金融及企業部門的結構性脆弱；(3)由於總體經濟基本面向稱良好，市場預期固定匯率制度仍將持續被採行。

## 參、針對資本帳大致已自由化之亞洲國家的政策建議

根據本次亞洲危機的特質，本節對已開放資本帳的亞洲國家提出七項政策建議，區分為兩大部分，建議一至建議四係為預防危機發生，所提出的對資本流入的管理；建議五至建議七則為面對資本流向瞬間逆轉時的因應政策。

### 一、危機的預防

亞洲國家必須更加妥善管理大量的資本流入，尤其是短期資本移動。此外，亦須注意避免雙重配置錯誤的發展。

#### (一)資本大量流入的處理

##### 建議 1. 採行適當的匯率制度

### 問題

長期以來經濟學者均承認，固定匯率制度、獨立的貨幣政策及資本自由移動，三者無法同時兼得。區域性危機發生之前，亞洲新興國家多少將其本國通貨匯價釘住美元，並且追求獨立的貨幣政策，及快速開放資本帳。區域性的危機爆發後，受創的亞洲國家紛紛放棄其中一個目標。大部分國家改採浮動匯率，只有馬來西亞選擇實施資本管制（1998年9月實施，1999年2月大幅放寬），並將該國貨幣對美元匯價予以固定。新加坡與台灣維持管理浮動匯率制度，香港則仍採行聯繫匯率制度（Currency Board System）。因此，目前東亞國家存在不同的匯率制度。

完全浮動匯率制度與固定匯率制度中的聯繫匯率制度，兩者各有其優缺點。在完全浮動匯率制度下，中央銀行擁有獨立的貨幣政策，較能扮演國內銀行最後貸款者的角色，自我實現的恐慌較易被控制或預防。而且在此制度下，資本流出逆轉引起之匯率貶值，可以降低單向賭注獲利的可能性。再者，浮動匯率制度增加匯率風險，有助於限制資本的流入，特別是短期變化極大的資本流入。由於經濟行為人（economic agent）須藉由避險工具審慎管理其外匯曝險部位，故可避免幣別的配置錯誤，有助於推動市場紀律，從而阻止大量資本流入。

然而，完全浮動匯率制度仍有兩個潛在

的風險，一為短期的匯率波動，一為中期匯價的偏離。就前者而言，由於亞洲新興國家的資本市場屬於淺碟型，對匯率波動極為敏感，容易受到國際資本市場少數大玩家的操控，群體效果（Herding Effects）可以輕易地擴大此波動幅度。而高度的匯率波動會引發兩個相關的問題，其一是匯率波動愈大，交易風險愈高，導致利率升高，不利經濟成長。而且，由於亞洲國家可使用的避險工具有限，交易風險及避險成本因而提高。其次，對小型開放經濟體而言，其居民面對國內資產實質價值因匯率波動而呈現經常性的變動，會轉而投資國外較為穩定且較具流動性的金融工具，以致妨礙該國資本市場的發展。

就中期匯價的偏離而言，當一國貨幣因資本流入而升值，進而引發預期心理時，將誘發更多的資本流入，本國貨幣從而進一步升值，導致中期匯價的偏離。如此持續性的匯價偏離，將嚴重扭曲本國貿易財與非貿易財的資源配置。

經由聯繫匯率制度嚴格固定匯價，在國際資本移動毫無設限的情況下，將迫使一國放棄貨幣政策自主性。惟此種制度適用於一國人民因多次惡性通貨膨脹，對本國貨幣政策與匯率政策喪失信心，要求藉固定匯價以穩定貨幣政策的情況。然而，由於貨幣當局作為最後貸款者的功能有限，因此採行此種制度的國家必須具有健全的金融體系及嚴格

的財政及貨幣紀律。由於亞洲國家通貨膨脹率一向不高，因此沒有必要強迫採行聯繫匯率制度，放棄本國原有的貨幣自主性。以最近香港及阿根廷的事件為例，聯繫匯率制度不一定可建立投資者信心或降低投機客的攻擊。

匯率制度的選擇應是尋求最適合者，不僅要防範資本大量流入及通貨危機，還要有利於貿易、外人直接投資以及經濟成長。一般認為，適當匯率制度的選擇係以促成國內產出、消費、物價水準及其他總體經濟變數的變動極小化為目標。例如，干擾來自貨幣面，則固定匯率制度較適合，這是因為所有商品勞務價格同比率變化，並未改變其相對價格，因此不需使用匯率作為支出轉移的政策；相反地，干擾來自實質面，則浮動匯率制度較適合，這是因為相對價格的變化頻繁，需要使用匯率作為政策工具，調整經濟對擾亂因素的反應。此外，假如一國易受國內的干擾，則應採固定匯率制度；若易受國外的干擾，則應採浮動匯率制度。完全浮動匯率制度與聯繫匯率制度，這兩種極端的方法皆不適用於亞洲各國，介於兩者之間的匯率制度應較適合。

#### 政策建議

資本帳已開放之亞洲新興國家，可採行管理浮動匯率制度。此制度可顧及國際競爭力，並讓匯率具有足夠的彈性，以避免因持續的資本移動所引發之匯價嚴重偏離。為反

映國際競爭力，匯價並非針對單一通貨浮動，而是參考主要貿易國貿易加權之一籃通貨，並按國內外通貨膨脹率之差距加以適當調整。這種匯率制度有助於貿易、外人直接投資及經濟成長，並緩和資本流動變化過大的壓力。

#### 優、缺點

優點有三：

1. 以主要貿易國之一籃通貨加權值作為匯價決定的基礎，可避免因僅對單一通貨浮動所引發之國際競爭力大幅度波動。
2. 充分的浮動可以緩和資本流動的變化幅度，從而不會損及貨幣政策的自主性。
3. 可避免中期匯價的嚴重偏離，有助於亞洲各國朝向更大的金融整合，以及推動實質經濟的成長，且仍保有一定程度的貨幣政策自主性。

缺點有三：

1. 反映國際競爭力的匯率制度須有適當的一籃通貨之貿易權數以及國內外通貨膨脹率差距之調整，惟此涉及複雜的計算問題，須仔細評估。
2. 很難判斷何時匯價為嚴重偏離，且此判斷亦因各國情況而有不同。
3. 匯率應更具彈性，以因應非常的衝擊，例如大量且持續性的資本流入、國際物價的大幅波動（如油價）及因技術創新產生的相對生產力的提昇等。

#### 執行議題

一籃通貨應包括主要通貨，諸如美元、日圓及歐元等，以及其他主要貿易對手國之通貨。浮動的程度應依各國資本流量的大小及資本市場發展程度的不同而有差異。惟為反映競爭力及兼顧資源配置，應有充分的浮動以限制匯價的大幅變動及嚴重偏離。採行管理浮動匯率制度僅是政策之一，不可視為係管理資本流入及防範資本帳危機的唯一工具。

## 建議 2. 建立資本流入的控管機制

### 問題

僅採行適當的匯率制度，仍然無法降低大量資本流入，特別是短期資本流入。短期資本大量流入會導致本國通貨過度升值，當國內金融體系脆弱之際，市場心理突然轉變可能導致系統性的銀行擠兌。因此，亞洲各國在健全銀行體系的同時，必須管理大量的短期資本流入。

### 政策建議

假若亞洲國家歷經連續且大量的短期資本流入，威脅其國內通貨的管理時，則可採行不計息的準備金提存（unremunerated reserve requirements, URR）制度及規定流入資本的最短停留期間（minimum holding periods on capital inflows, MHP）。URR 及 MHP 水準之決定可視資本流入的多寡及經濟狀況而有不同。

### 優、缺點

此處以智利的資本管制為例說明。實際

上，有不少學者支持智利以價格為基礎的資本管制措施，他們認為開發中國家可藉此方式管理市場，降低短期資本的流動。

### 1. 改變資本流入的組成，惟不一定改變資本流入的總量

許多研究顯示，1990 年代智利對流入的資本實施不計息的準備金提存及規定最短停留期間，無異於對外國資金課徵隱含稅，以提高其機會成本，投資期愈短的資本，其成本愈高，因此，這項措施可以改變資本流入的結構由短期轉為長期，惟不一定改變資本流入的總量。由於短期資本較長期資本的波動大，故此項政策的實施，將可大幅降低通貨危機的發生。惟以此政策來減緩短期資本移動的有效性會隨時間而降低，因為市場會利用制度上潛在的漏洞或工具（如衍生性商品），將長期資本轉換為短期資本，故須對資本流動輔以廣泛及經常性的監控。

### 2. 資本管制對實質匯率只有短期效果

根據多位學者的實證分析顯示，資本管制不會影響實質匯率的水準，這個發現與前述資本管制不影響資本流入總量的結果一致。另外，資本管制對實質匯率的波動有部分影響，但不致影響長期的實質匯率水準值。

3. 資本管制會拉大國內外利率差距，並會拖延利率差距重回均衡的過程。部分實證分析顯示，資本管制雖有提高國內利率的效果，惟效果不大。

4. 就金融穩定方面，根據學者觀察發現，資本管制有助於降低股市的不穩定，但無法降低短期利率的波動。

以香港與智利間的利率關係來看，亞洲金融危機前，香港短期利率對智利短期利率的影響不大，危機發生後則具有正向的影響，即使智利在 1995 年以後採行較嚴格資本管制。事實顯示，雖然存在資本管制，全球性的干擾仍會有傳導的效果，亦即，智利資本流入的管制可阻隔小型的外在衝擊，但無法有效防止大型外在衝擊（如亞洲金融危機）的蔓延。

#### 執行議題

若全面對流入資本採行 URR 及 MHP，將可減少複雜的行政程序及降低辨別資本流入型態的資料需求。亦即，若僅對特定的資本流入實施控管，易出現欺瞞或鑽營漏洞的情形，導致資本管制最後可能變得無效率性，故而需要強而有力的行政管理及較佳的資料及監理系統。

此外，亦可藉由審慎的銀行及金融機構的管理，減少短期資本流入引發的問題。一旦國內金融體制堅強，則可解除此種管制措施。

### **(二) 將雙重錯誤配置極小化**

#### **建議 3. 強化審慎的監理**

##### 問題

亞洲金融危機的特色之一為，短期國外資本大多透過金融體系流入，造成金融體系

幣別及到期日雙重錯誤配置的風險。當市場心理突然轉變時，極易導致貨幣危機及銀行危機，此雙重危機更加深亞洲金融危機的程度。為避免雙重錯誤配置引發的雙重危機，必須強化借款國對銀行體系、非銀行金融機構及金融機構以外之公司的管理與監理。

#### 政策建議

亞洲開發中國家應該有效地實行審慎的金融管理及監督，要求銀行、非銀行金融機構及公司部門充分揭露資訊，對資本適足率規定、會計、審計及資訊揭露等採行全球一致性標準，以促進國內金融穩定。

此外，跨國的資本移動所涉及的三種風險管理（信用風險（註 2）、市場風險（註 3）及流動性風險（註 4））亦相當重要。為管理信用風險，可採行的措施包括：限制對單一借款人或特定產業及國外借款之曝險部位；要求從事大額國際業務操作之銀行，提高資本適足率；將各種跨國風險項目納入借款分類；監督銀行對本國人之外幣計價的放款。市場風險管理方面，首先為處理幣別配置錯誤及外匯風險（外匯風險構成市場風險的主要部分），相關措施包括：限制特定通貨未平倉淨部位，發展各種因應外匯風險的避險工具或市場，與改善內部風險管理系統。其次，就利率風險（歸類於市場風險）而言，管理當局應對各單一幣別利率敏感度高的資產與負債之期限結構加以監督或設限，且將衍生性金融商品交易的曝險部位納

入借款分類，並要求提列備抵準備及經常揭露。至於流動性風險管理方面，應制訂流動性規範，對銀行資產負債表上各單一幣別的流動性風險分別予以管理，並將表外交易納入規範，以及分散資金的來源與期限。

此外，強化銀行部門企業管理的方法之一為銀行體系國際化，允許外國銀行至本國建立分支機構或取得現有的金融機構。

#### 優、缺點

有效率的銀行監理架構可以藉由以風險為基礎的資本適足率，及高品質的投資組合與風險管理標準來分散風險。為管理信用風險，對單一借款人、相關團體及風險性投資（如房地產）的部位必須加以限制，此舉可以避免金融機構從事過度的風險操作。惟其缺點為，可能限制銀行獲利機會，增加銀行資金成本。

引進外商銀行的優點包括：外商銀行在本國的分支機構擁有自身的最後貸款者—即國外母公司及母國的貨幣當局，可以降低本國中央銀行所需支援的流動性；引進外商銀行管理能力，提高本國銀行對國際性的管理及標準的敏感性，並藉由競爭，改善金融勞務的品質、訂價及可用性；外國銀行持有國際化及多樣化的資產，可降低其資產的景氣循環波動，提高借貸的穩定性；有助於自國外引進本國所需資金；部分資料顯示，外商銀行的參與和降低本土性銀行危機的發生率有關。缺點包括：提供資本快速移動的管

道，降低本國整體銀行信用的穩定性；外商銀行挑選最有利的市場或客戶，留下其他較具風險的客戶給本國金融機構，增加本國金融機構的風險負擔；外商銀行的參與，牽涉司法管轄權及地主國與母國監理人的資訊不對稱，引發對監理的質疑及挑戰，可能扭曲金融監理。

#### 執行議題

此項政策不僅要修改金融中介監理及管理法律架構，管理當局也需要具備強勢的執行能力。此外，管理當局需要蒐集最新的統計資訊，以監測到期日與幣別配置錯誤的曝險部位。改良後的監理法規、資訊蒐集及揭露程序的有效執行，需要政府及民間部門培訓獨立而不受外界干擾的專業管理人、會計師及稽核人員。

#### **建議 4. 發展國內資本市場**

##### 問題

亞洲國家金融體系以銀行為主，因此強化銀行體系為首要工作。惟亞洲國家亦須致力發展資本市場，使到期日錯誤配置達到最小。在過去十年，亞洲證券市場雖成長快速，惟以國際標準衡量，其市場規模仍相對較小且未健全，需要進一步改革。此外，亞洲新興國家幾乎尚未建立其公司債市場。

##### 政策建議

亞洲國家應致力發展健全具流動性的國內資本市場，特別是國內公司債市場。

發展國內資本市場之具體措施包括：

1. 建立基準收益率曲線（benchmark yield curve）。爲了建立基準收益率曲線，發展店頭市場或集中交易市場是必要的，以確保證券訂價的正確性。

2. 藉由推動契約性的儲蓄系統及解除對資產管理行業的管制，引進更多的投資人。例如改善退休金制度爲專款制度，使民間的退休基金扮演建立資本市場的角色；針對個別投資人發行小面額國庫券（如菲律賓），以提高政府債券需求；允許個別的投資人於初級市場透過非競價拍賣的方式直接購買證券（如南韓）。

3. 增加優質債券發行數量。例如由政府或金融機構爲公司債發行提供擔保，以提高證券發行的評等（如泰國及馬來西亞）。

4. 建立適當的市場基礎建設，如支付系統、施行法規及技術面的基礎建設等。發展支付、清算及監理等金融基礎建設，及規劃一個透明公正的管理制度，有助於區域性及國際性的交易。技術面的基礎建設則包括競價拍賣制度、次級市場即時價量資訊揭示及交易系統、信用評等機構、長短期衍生性金融商品市場等。

#### 優、缺點

優點：(1)發展公司債市場可吸引儲蓄者從事長期投資，提高資金運用；(2)減輕亞洲國家對銀行體系資金的過度依賴，並改善到期債務展延問題；(3)債券市場的流動性有助於提高貨幣政策工具的有效性。

缺點：由已開發國家的經驗顯示，發展公司債市場需要一段很長的時間，且對公司債發行人的資訊揭露規定比對銀行更爲嚴格。

#### 執行議題

發展資本市場的第一要素爲穩定的總體經濟環境。其次爲建立良好的制度面基礎建設，包括優質的會計與審計標準、強制要求資訊揭露、有效率的清算系統、具公信力的債券評等機構（特別對公司債）、適當的公債利率指標及健全的機構投資人。

## 二、危機管理

### (一) 資本流動突然逆轉的管理

#### **建議 5. 民間部門應分擔責任**

#### 問題

假若讓民間部門輕易地自危機中脫身，則國際流動性不足的問題將嚴重惡化，所需的國際援助也將更大，且此時多邊援助危機受創國家也會產生道德風險的問題。因此，解決危機必須將民間部門納入。亞洲危機顯示，國際貨幣基金（IMF）支持的計劃並未使民間部門信心完全恢復。相反的，外國銀行正式或非正式的協議，維持其信用額度，才是市場信心迅速恢復的關鍵（如泰國及南韓）。推動民間部門參與的做法之一爲債務展期協商。

債務展期協商係以道德勸說及外交壓力等爲基礎，要求國外民間的債權人於金融危機發生時重新談判既有債務的償還時間及償



付條件（如南韓）。然而，債務展期協商將提高未來借款契約的成本，且若債權人爲避免協議須承擔損失，而在危機發生之初即設法脫逃，則將使危機加速惡化。此外，面對強制的責任分擔計畫，外國銀行可能減少對該國其他部門或區域內其他國家承作新的貸款。況且，現今透過金融債券市場的跨國融資愈來愈多，債券持有人較銀行不易控制。再者，假如商議債務展期的方法在 IMF 融通機制下進行，則該國開始與 IMF 協商的消息曝光後，反可能引起國外債權人擠兌。因此，規劃民間部門分擔責任的措施有其必要，但此政策措施應於平時即實施。

#### 政策建議

政策措施除應規劃有利於債務展期，並應將民間債權人包含在內，以更妥善地處理國際流動性危機外，政府也應與民間債權人或多國籍金融組織磋商取得新的信用額度。

要求民間債權人分攤責任的措施必須是迅速、循序地執行債務的減免或重整。其中一項可行的方法就是簽訂具有彈性的債券契約。債券契約應包括以下條款：(1)債權人共同的意思表示；(2)以多數決修改契約支付條件；(3)債權人分配報償。債權人共同的意思表示，使流動性危機期間的債務重整工作得以快速進行。多數決條款有助於債權人做成決定，加速債務重整的進行。至於分配條款則勸阻意見不同的債權人免於進行分裂性的

行爲，例如持續性的訴訟或優先清償，以促進有次序的運作。

共同意思表示的條款對於降低道德風險的問題，較 1980 年代後期 IMF 推行的「融通逾期債務（註 5）（Lending into Arrears）」更具可信度。因爲 IMF 認爲債權人爲避免耗費成本的債務延遲，會提供新的信用額度或同意債務展期；惟債權人卻認爲 IMF 會提供資金援助以避免更大的崩潰。此外，由於債務證券化，債券流通於次級市場，IMF 的「融通逾期債務」亦難以適用。特別是當國外債權人主要爲避險基金、共同基金及個別投資人而非少數的國際銀行時，建立債券契約的方法更優於債務展期協商。

#### 優、缺點

優點包括：(1)降低道德風險；(2)減少多邊國際機構所需的金融救援及減低債務解決過程的不確定性；(3)減少過度向國外舉債。

缺點包括：(1)國外融資的供給減少，國際借貸成本增加；(2)可能對市場傳達錯誤訊息，使債務國不願採行；(3)債券契約的共同條款無法保證債權人多數決可快速達成協議，避免危機的醞釀。

#### 執行議題

爲使債券契約更具彈性，應採用共同訴訟條款，且爲避免免費搭便車（free rider）的問題發生，共同訴訟條款應適用於所有類型的契約。就信用額度而言，施行的重點在於如何勸服民間的債權人提供額外的融資，防

止可能的流動性危機。國際性的開發銀行可以對民間的債權人提供部分擔保。

#### **建議 6. 限制非居民持有本國通貨**

##### 問題

允許非居民持有大量本國通貨，將造成本國通貨之境外市場的出現，提供貨幣投機性操作的機會，從而限制本國貨幣政策的有效性。在此次地區性金融危機發生之前，數個亞洲國家已准許非居民持有更多本國通貨。

##### 政策建議

小型開放的新興國家應嚴格限制非居民持有本國通貨。在遭受投機性的攻擊時，如果非居民已經持有大量本國通貨，則應凍結或限制其持有或使用。尤其央行應限制國內銀行對外國賣空者擴充信用，以抵制投機客因取得本國貨幣的淨空頭部位，而進行貨幣攻擊。

商業銀行應該透過額度控制，對已確認的投機者收取特別高的利率，讓投機者的融資成本高於貶值的預期收益，促成空頭部位的結清。

##### 優、缺點

優點：有助於維持貨幣政策的自主性，降低該國通貨受到投機性攻擊的機會。惟規範本國通貨境外市場的活動，並無法抑制資本帳的可兌換性，亦即無法防止因為原有借款展期的終止、或非居民將其資產轉為外幣自該國撤資所造成的資金外流。

缺點：使用本國通貨的境外市場業務受到限制，且可能造成本國貨幣貸款的境內及境外利率差異，提高商業銀行規避管制的強烈誘因。因此需要一些行政上的管理與監督，以限制對投機者的融資部位，確保本國貨幣貸款境內與境外市場的區隔。

##### 執行議題

區域性金融危機發生後，部分亞洲國家已禁止或降低非居民持有其本國通貨的額度。對於非居民身份的界定及非居民被允許持有的限額必須建立清楚的規範。例如，大多數國家僅允許非居民持有小額的本國通貨。

#### **(二) 建立區域性金融協議機制**

#### **建議 7. 在 IMF 之外建立區域性金融協議機制**

##### 問題

鑑於這次的金融危機，經由貿易及金融的管道以及投資人的群體效果，在區域內快速散播，因此，有必要建立一套強有力的區域性監控系統，在較早階段察覺危機的信號及降低其嚴重性。此一區域性體系以其資訊及地理位置優勢，應可提供有效率的監控，並可輔助 IMF 全球監控系統。

針對最近亞洲、拉丁美洲及俄羅斯的金融危機，IMF 已經試圖強化本身能力，藉由補充性準備融資機制（Supplementary Reserve Facility, SRF）及附條件的信用額度（Contingent Credit Line, CCL）的建立，扮演國際

間最後貸款者的角色。SRF 允許一國面對突然且具破壞性的市場信心流失所造成嚴重國際收支問題時，可借入超過正常時期的貸款額度。原則上，SRF 應該是快速且無上限規定，惟實務上由於條件限制過於嚴苛，批准程序太過耗時，撥款的程序太慢而無法滿足即時的需要。另一方面，CCL 為一防範性的機制，提供一個潛在面臨受創但尚未爆發危機的國家附帶條件的資金融通，它的提供須視申請國持續的表現是否達到標準而定。由於 CCL 仍未被採用，資格條件尚未清楚訂定，因而有人憂心規範可能過於複雜，實際運用上將趨於嚴格。此外，由於擔心申請 CCL 將會提供市場一個經濟體質虛弱的訊號，導致市場突然陷於危機，使得一國決策當局不願申請 CCL。再者，由於 IMF 對全部會員國提供金融援助，負擔過重，因此，現有的 IMF 機制可能無法遏止區域性的流動性危機。是以，仍有必要在 IMF 之外建立區域性的金融協議機制（Regional Financial Arrangement, RFA）。此區域性機制應可預防金融恐慌，防止匯價崩跌，制止流動性危機發生，及減輕危機爆發後可能帶來的嚴重後果。

#### 政策建議

由於資本帳危機的性質特殊，其解決藥方與因總體經濟面不良所衍生之經常帳危機所採行的對策迥異。亞洲國家應考慮建立 RFA，藉由該地區各國政府密切的合作，彌

補 IMF 的不足。RFA 建立的理由有四：

1. 作為區域內最後貸款者的角色。亞洲目前擁有許多區域性貨幣合作協議，惟成果都很小，且無系統化的設計。RFA 應致力於區域性金融事務，以促進區域性的金融合作，處理資本流動逆轉的問題。區域內最後貸款者的機制應包括以下特色：

(1)平時即做好準備，俾能於必要時提供充足且及時的國際流動性，阻止通貨危機的發生。

(2)在此機制下，只要符合安全控管的規範（例如總體經濟政策、銀行管理、審慎的措施及國際性的資本移動等），請求融資的國家即可迅速獲得支援。

(3)因應新的資本帳危機型態，應考慮為強化金融部門而設計新的條件限制。這些新設計的條件不同於傳統經常帳危機所採行的策略，而應與資本帳危機之關鍵指標的監控程序整合。

2. 有效監督。藉由及時、詳細與綜合的資訊取得及密切的監督，可預防危機透過區域內貿易與金融之連結管道而擴散。

3. 促進金融與企業重整。RFA 應該發展一種便利會員國之間金融部門與企業部門重組的環境，例如，促進跨國企業合併，以及提供合併的資金，或是加速以本國貨幣或區域性貨幣計價的債券市場發展。

4. 及時因應危機。由於 IMF 沒有足夠的人力與時間處理所有會員國的問題，透過

RFA 機制可儘速處理區域內特定小型國家所發生的問題。

#### 優、缺點

RFA 監控系統可對區域內偶發且易擴散的危機迅速反應，在問題尚未擴展為全面性的通貨危機前，即提供適當的必要資金，以輔助 IMF 的不足。RFA 有助於區域內各國政府分享及時的資本流動、金融機構、區域金融市場及總體經濟指標等資訊。即使在管理浮動匯率制度下，大量的資本外流仍將引發匯價崩跌，甚至釀成金融危機，因此，最後貸款者的機制仍有必要存在。最後貸款者機能的有效運用應與強力的監控系統及規範密切聯繫，如此才能將短期流動性與長期結構問題予以區分。然而，RFA 作為最後貸款者角色應儘量降低可能涉及的道德危機問題。此外，若一個新設之國際性官僚機構的部分

功能與現有機構重疊，將會增加統合的困難。

#### 執行議題

1. 階段性擴大各種機能，如區域內中央銀行信用額度換匯協議，並擴充基金規模，俾使 RFA 運作更有效率。
2. 為了便於 RFA 的建立，可先由東亞國家開始，再分階段將亞洲其他國家納入。
3. 應該共同強化金融監理，以降低道德風險的問題。
4. 為降低新機構設立成本，RFA 的組織架構應儘量簡化，採集中授權，強調區域監理及設計一個更足以應付未來危機特質的新架構。又 FRA 對區域內的監理負擔，透過 FRA 職員提供其本國現有的監理作業之區域合作，可以進一步獲得減輕。

### **肆、針對資本帳尚未自由化之亞洲國家的政策建議**

#### **建議 8. 資本帳自由化應循序漸進**

##### 問題

大部分亞洲受創國家之經濟自由化過程明顯失當，尤其是資本帳自由化較早於國內金融機構的體制改革。例如，銀行及公司部門在區域危機發生之後，才致力於發展適當的風險管理及建立管制系統。

資本帳尚未自由化之亞洲國家於此次金融危機中所受傷害較輕的主要原因，在於嚴格採行對資本進出的管制。所以，在邁向更

大的金融市場整合之際，必須更加注意資本帳自由化的適當順序，避免未來發生通貨危機。

##### 政策建議

資本帳（直接投資除外）尚未自由化之亞洲國家在其資本帳仍然管制時，可採行可調整的釘住匯率政策，並優先健全銀行體系以及長期的、以本國通貨計價的證券市場。此外，應致力於維持強韌的總體經濟基本面，包括低通貨膨脹、預算平衡及高國內儲

蓄率與投資率。

#### 優、缺點

資本帳尚未完全自由化的國家，由於匯率變化不大，執政當局得以致力於強化總體經濟基本面及國內銀行體系，並推動健全的資本市場。

在其資本帳由封閉朝向自由化發展時，為避免政策的不一致，應揚棄可調整的釘住匯率政策，轉而採行管理浮動匯率制度，並搭配部分資本管制。如此，在其開放資本帳時，將具有較穩固的基礎。如上所述，健全的銀行體系及長期的、以本國通貨計價的資本市場，以及較具彈性的匯率制度，在資本市場完全開放時，較不易受到短期國外資本波動的影響。此外，限制非居民持有本國通貨可以減少非居民在境外市場進行投機性操作的機會。

資本市場管制國家的執政者得採行較強

勢且有效率的管理及改革措施，惟此項政策的缺點在於缺乏國際金融整合的刺激。因此，除非國內擁有高儲蓄率，否則嚴格的資本管制仍將阻礙國外儲蓄的流入。

#### 執行議題

健全的銀行體系以及以本國通貨計價的長期資本市場之建立，有賴於穩定的總體經濟政策及對金融中介與證券市場強有力的管理，以及優質的行政管理及執行能力。為此，金融服務自由化及讓外國金融機構參與國內市場，將有助於資本市場開放前，強化國內金融市場的發展。此外，由可調整的釘住匯率制度改採管理浮動匯率制度時，應小心避免發生投機性的貨幣攻擊。

當國內金融體制健全到足以掌控資本帳開放的市場時，即應建立起客觀的市場規範，否則，國內金融體質脆弱性會被利用來作為延遲資本市場自由化的藉口。

## 附 註

(註 1) 亞洲政策論壇 (APF) 成立於 1999 年 12 月，為一提供亞洲政策界思考及分析之指導方針的區域性機制。APF 促使亞洲研究界的主要成員針對亞洲決策者目前遭遇之最具挑戰性的發展議題，共同協商討論並提出政策建議。此論壇著重於現前與長期發展有關的特定政策議題。APF 的成員目前包括 14 個亞洲國家的 17 個政策性研究機構。目前由亞洲開發銀行學院擔任 APF 的秘書處。

(註 2) 對方國無法履行契約債務的風險。

(註 3) 由於資產或承諾的市場價值變動引發的損失。

(註 4) 起因於銀行無力針對負債的減少或對資產的增加提供資金。

(註 5) 1980 年代後期，IMF 成立一筆款項，用來贖回逾期的銀行債務，其後並以布萊迪債券 (Brady bonds) 取代，自此 IMF 開始對有逾期債務的國家提供金融援助，並藉以引導外國債權銀行至談判桌進行協商。在債務人與債權人達成協議之前，只要這些國家有誠意磋商且進行重大改革，IMF 將給予融通。

(本文完稿日期為 90 年 4 月，蔡美芬女士現任本行經濟研究處國際收支科二等專員)