

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書
(出國類別：實習)

參加 SEACEN 「資本移動監控及管理」
課程出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：林敬倫/辦事員

派赴國家：菲律賓

出國期間：112 年 6 月 18 日至 6 月 24 日

報告日期：112 年 9 月

目 錄

壹、前言.....	1
貳、資本移動相關議題.....	1
一、非居民流入 SEACEN 經濟體的資金規模擴大，結構亦 改變.....	1
二、資本移動的驅動因素.....	5
三、台灣金融帳交易規模及結構變化.....	7
參、應對資本大量且快速移動的政策工具.....	10
一、總體審慎措施.....	11
二、資本移動管理措施.....	17
三、外匯干預.....	22
肆、心得與建議.....	27
一、心得.....	27
二、建議.....	28
參考資料.....	29

壹、前言

職奉准參加東南亞中央銀行研訓中心(SEACEN Centre)於本(2023)年6月18日至6月24日舉辦之「資本移動監控及管理」課程，本次參加成員共29人，分別來自台灣、菲律賓、印尼、馬來西亞、巴布亞紐幾內亞、泰國、緬甸、德國、柬埔寨、尼泊爾、斐濟、印度及南韓等13個國家。

隨著金融市場國際化程度提高，資本快速移動對台灣等小型開放經濟體的影響更加明顯，彰顯對資本移動監控及管理的重要性。因此，SEACEN「資本移動監控及管理」授課內容聚焦國際資本移動帶來的挑戰，並探討央行所能採取的政策措施，以及透過統計數據分析資本移動等議題，有助於學員對於相關議題的瞭解。

本報告分為四個部分，除此前言外，第貳節分析資本移動相關議題，第參節說明因應資本移動可採行之政策工具，第肆節則為心得與建議。

貳、資本移動相關議題

本節主要說明非居民流入SEACEN經濟體之資金規模及模式的變化，並闡述驅動資本快速移動的因素。

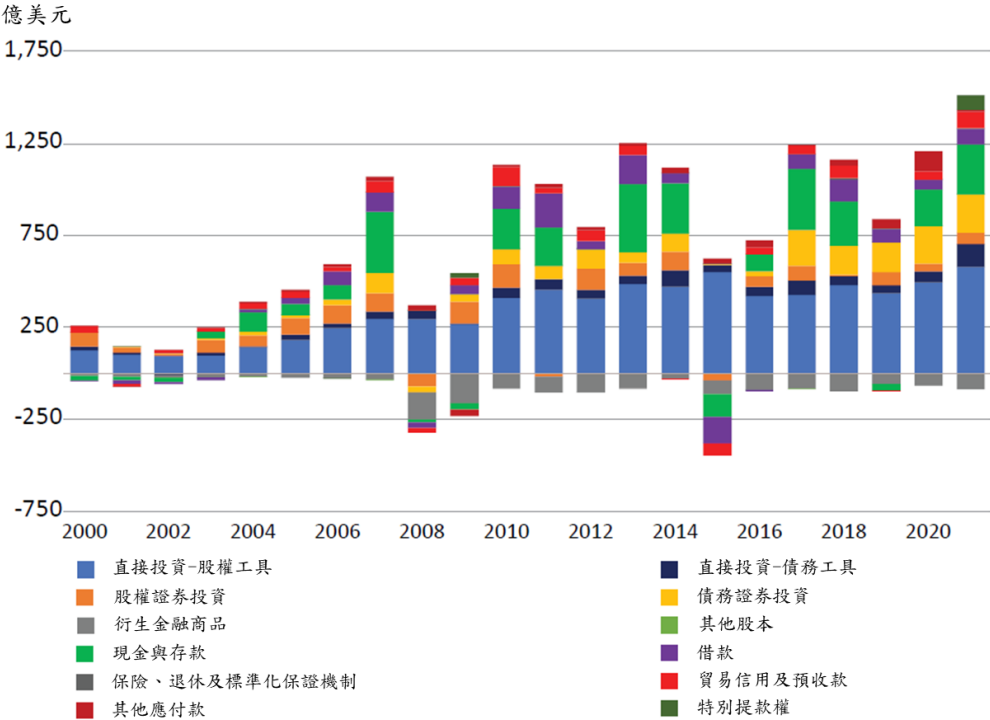
一、非居民流入 SEACEN 經濟體的資金規模擴大，結構亦改變

(一) 非居民及居民之資本移動規模均大幅增加

非居民平均每年淨流入 SEACEN 經濟體的金額，從 2000 年至 2010 年約 4,000 億美元，倍增至 2011 年至 2021 年的 9,000 億美元(圖 1)，顯示 SEACEN 經濟體對於外國投資者的吸引力大增，同時意味著若資本流入發生逆轉將對 SEACEN 經濟體產生嚴重後果。此外，居民平均每年淨流出 SEACEN 經濟體的金額，亦從 2000 年至 2010 年約 4,000 億美元，大增至

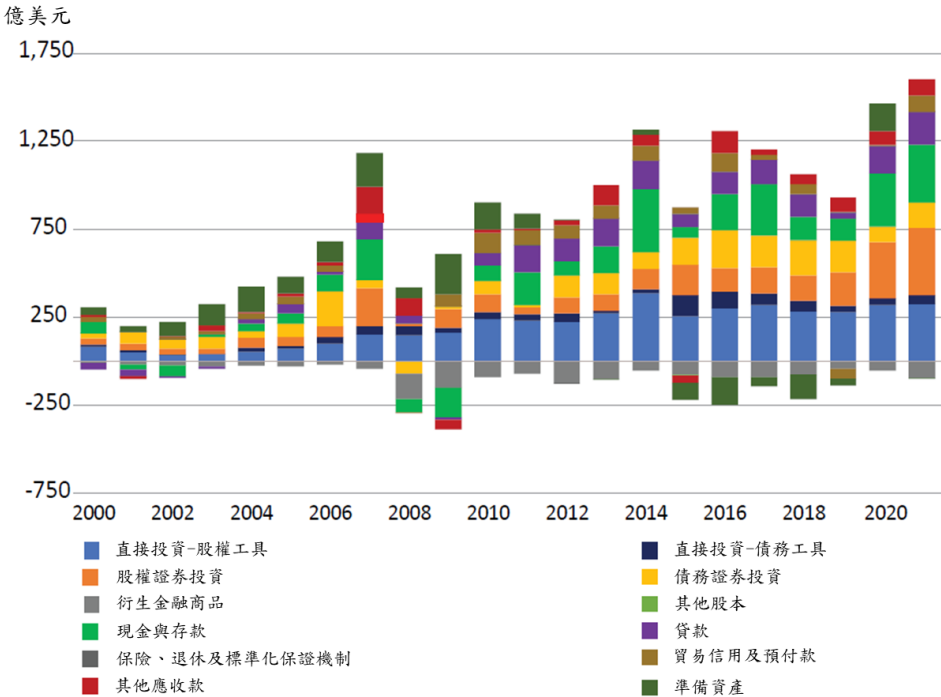
2011 年至 2021 年的近 1 兆美元(圖 2)。由於過去 20 年，居民每年淨流出 SEACEN 經濟體的金額略大於非居民每年淨流入的金額，因此，SEACEN 經濟體之金融帳淨資產多呈增加，資金淨流出。

圖 1 非居民對 SEACEN 經濟體之資本移動(工具別)



資料來源：SEACEN 課程簡報

圖 2 SEACEN 經濟體居民對外之資本移動(工具別)



資料來源：SEACEN 課程簡報

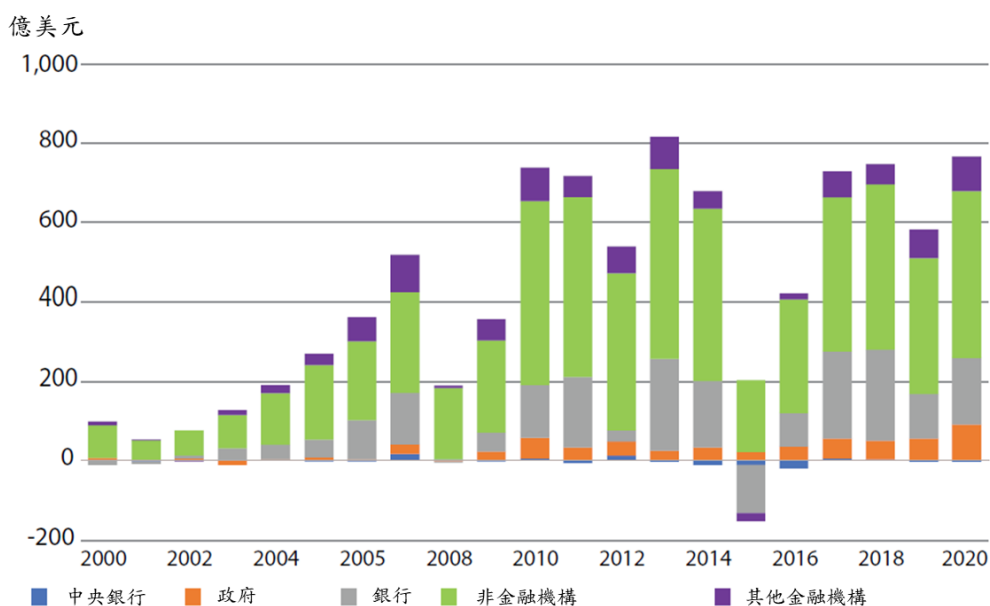
(二) 非金融機構(Non-Financial Corporates, NFCs)跨境投資使得資本移動的規模及複雜度日益增加

非金融機構，尤其是跨國企業(Multinational Enterprises, MNEs)，運用各種金融工具進行跨境投資。在國際收支統計的負債面中，MNEs 內部母公司與子公司間的跨境借貸被記錄在直接投資-債務工具項下，非居民平均每年淨流入 SEACEN 經濟體直接投資-債務工具的金額，從 2000 年至 2010 年約 22 億美元，大增至 2011 年至 2021 年的 63 億美元(圖 1)，此外，MNEs 亦向其他公司提供貸款，並增加跨境存款，使得非居民平均每年淨流入 SEACEN 經濟體借款及現金與存款的金額，分別從 2000 年至 2010 年的 28 及 65 億美元，增加至 2011 年至 2021 年的 64 及 165 億美元。由上可知，NFCs 的跨境投資增加資本移動的規模及複雜度，影響金融穩定。

(三) 非居民資本大多流入 NFCs，然而其他金融機構(Other Financial Corporates, OFCs)在金融市場上的重要性日益增加

以部門別來看，非居民對 SEACEN 的資本流入，大多流向 NFCs(圖 3)，此與 MNEs 增加其跨境投資的趨勢相符，其次係流向銀行部門及 OFCs。非居民流入 OFCs 的資金不斷增加，平均每年淨流入的金額，從 2000 年至 2010 年約 35 億美元，增加至 2011 年至 2021 年的 50 億美元，顯示銀行部門雖仍發揮其跨境金融中介的功用，但 OFCs 在金融市場上的重要性日益增加。透過觀察非居民資金流入的部門別規模及趨勢，可了解其對不同驅動因素及政策措施的敏感度，有助增進資本移動管理的有效性。

圖 3 非居民對 SEACEN 經濟體之資本移動(部門別)



資料來源：SEACEN 課程簡報

(四) 非居民流入 SEACEN 經濟體的債券投資大幅增加

2011 年至 2021 年間，非居民流入 SEACEN 經濟體的債券投資大幅增加，與同期間亞太地區債券發行額自 2.3 兆美元增加至 7.2 兆美元的趨勢相符。此外，非居民對 SEACEN 的債券投資大多為公債，顯示 SEACEN 經濟體的政府部門逐漸成為金融市場的主要借款人之一。

(五) 非居民流入除中國大陸外的東協國家的資金規模亦明顯增加

非居民流入 SEACEN 經濟體的資金去路雖以中國大陸居多，惟流入印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國等四個東協國家的資金亦明顯增加，非居民每年平均淨流入東協四國的金額，從 2000 年至 2010 年約 250 億美元，增加至 2011 年至 2021 年的 740 億美元，資金亦多流向 NFCs，其次流向政府部門。此外，自 2014 年以來，非居民每年流入銀行部門的資金減少，且流入 OFCs 的資金仍然較少。

(六) 非居民對 SEACEN 經濟體資本流入的波動性降低

非居民淨流入 SEACEN 經濟體的金額相對 GDP 比率的變異係數，從 2000 年至 2010 年的 0.6，下降至 2011 年至 2021 年的 0.4，顯示非居民對

SEACEN 經濟體資本流入的波動性明顯降低，惟在股權證券投資、貿易信用及預付款的波動性上升。

二、資本移動的驅動因素

非居民流入 SEACEN 經濟體的資本規模及模式變化反映了不同驅動因素在不同時期的重要性，以下說明各種驅動因素的分類，以及與不同工具別的相關性。

(一) 非居民資本流入新興市場的驅動因素主要包括推動因素(push factor)及拉動因素(pull factor)

1. 推動因素

主要為全球金融情勢變化，如全球風險趨避程度、外國貨幣政策、外國經濟成長、國際美元走勢、利差交易(carry trade)及全球商品價格等外部因素，這些全球金融情勢變化對股權及債務證券投資的資本移動影響最大(表 1)。

- (1) 全球風險趨避程度與股權證券投資、債務證券投資及銀行部門間的資本移動均呈負相關，而與直接投資相關性不明確。
- (2) 先進經濟體政策利率與股權證券投資、債務證券投資及銀行部門間的資本移動均呈負相關，而與直接投資相關性不明確。
- (3) 先進經濟體經濟成長與股權證券投資、債務證券投資呈現正相關，而與銀行部門及直接投資間的資本移動相關性不明確。

2. 拉動因素

主要為國內金融情勢變化，如國內經濟成長、國內資產收益、國內總體經濟風險、經常帳順逆差、財政收支及金融開放程度等內部因素，對所有工具別的資本流入皆有影響，尤其對銀行部門的資金流出入影響最大。

- (1) 國內經濟成長與所有工具別的資本移動均呈正相關，尤其與銀行部門間及直接投資的資本移動更具統計顯著性。
- (2) 國內資產收益與股權證券投資、債務證券投資及銀行部門間的資本移動均呈正相關，而與直接投資相關性不明確。
- (3) 國家風險與所有工具別的資本移動均呈現負相關，尤其與銀行部門間的資本移動具統計顯著性。

表 1 資本流入新興市場經濟體的驅動因素與工具別之關聯

類型	驅動因素	股權證券投資	債務證券投資	銀行部門間資本移動	直接投資
推動因素	全球風險趨避程度	-	-	-	?
	先進經濟體政策利率	-	-	-	?
	先進經濟體經濟成長	+	+	?	?
拉動因素	國內經濟成長	+	+	+	+
	國內資產收益	+	+	+	?
	國家風險	-	-	-	-

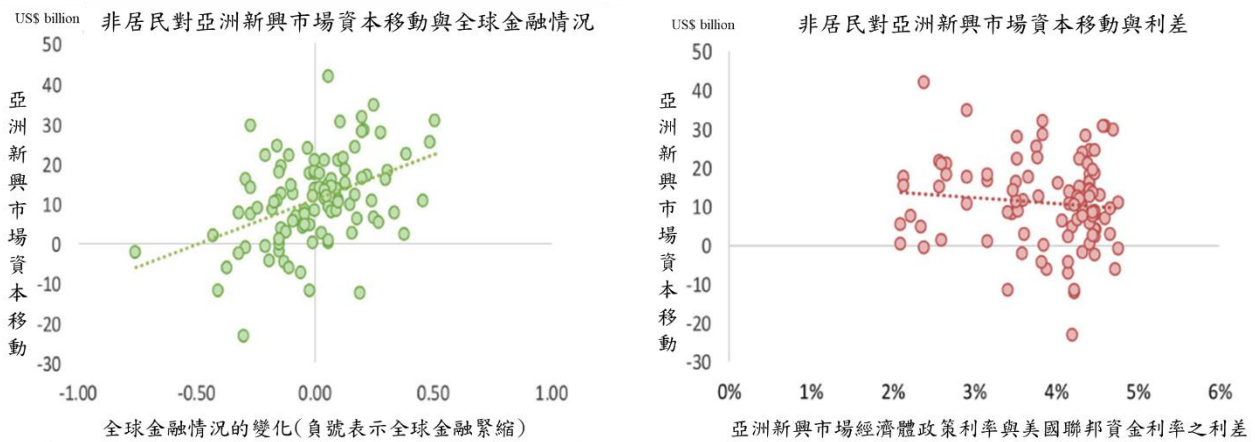
+	表示大多數研究顯示兩者為正相關，且具有統計顯著性
+	表示許多研究顯示兩者為正相關，但統計顯著性在不同研究有所不同
?	兩者相關性不明確，或不具統計顯著性
-	表示許多研究顯示兩者為負相關，但統計顯著性在不同研究有所不同
-	表示大多數研究顯示兩者為負相關，且具有統計顯著性

資料來源：SEACEN 課程簡報，Robin, K. (2015)

(二) 資本移動對全球金融情況的敏感度大於國內外利差

全球金融危機後，非居民資本流出入亞洲新興經濟體對全球金融情況及風險變化的敏感度大於其對國內政策利率與美國聯邦資金利率之利差的反應(圖 4)，各國大規模的振興經濟措施以及量化寬鬆政策，提供全球金融市場充沛流動性，提振市場投資人風險偏好，跨境資金湧入新興市場經濟體，造成資產價格飆升、國內信用成長及匯率過度波動，從而擴大金融風險，渠等經濟體為抵禦資本移動的負面影響，相繼採取各項政策工具應對；國內及美國間政策利率的差異變化對資本移動的影響相對較小。

圖 4 非居民對新興市場經濟體資本移動與全球金融情況及利差之關聯



資料來源：SEACEN 課程簡報

三、台灣金融帳交易規模及結構變化

(一) 非居民平均每年資本淨流入規模減少，而居民平均每年資本淨流出規模增加

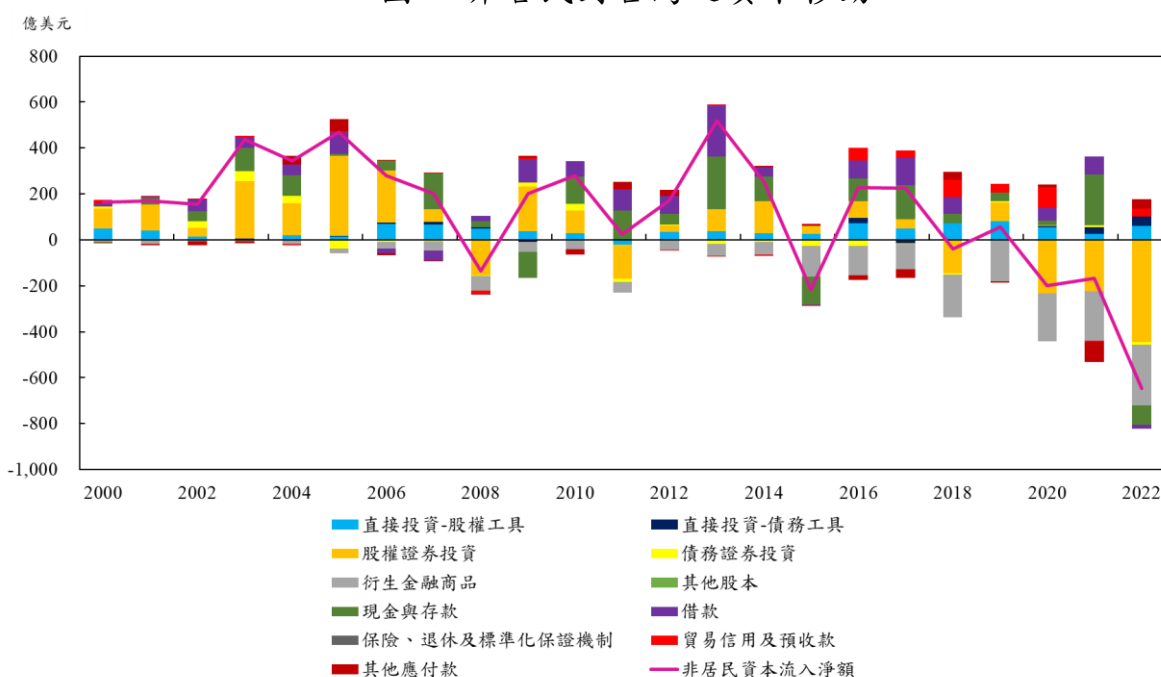
我國於 1990 年及 1996 年陸續開放外國專業投資機構(簡稱 QFII)及一般境外法人與自然人(簡稱 GFII)直接投資國內證券市場，在台灣申請加入 WTO 過程中，政府持續放寬外資投資國內證券之限制。2003 年 9 月 30 日我國取消 QFII 制度，將外資區分為「外國機構投資人」(簡稱 FINI)及「華僑及外國自然人」(簡稱 FIDI)兩類，FINI 投資國內證券完全無額度限制，外資進出更加自由，2005 年非居民淨流入資金達 469.8 億美元。2008 年全球金融危機爆發，非居民資金轉呈淨流出 134.4 億美元，之後經歷美國三波大規模量化寬鬆政策，2015 年非居民淨流入台灣 517.3 億美元，達歷年最高。

2020 年 COVID-19 疫情爆發，同年 3 月 Fed 啟動無限量 QE 政策，國際金融市場流動性大增，全球金融循環步入擴張期，加以 2021 年美國經濟復甦、需求回升，推升美股榮景；同期間美債殖利率處於歷史低點，有利股價享有較高本益比，台股亦因經濟基本面佳，隨美股大幅走揚，為外資帶來優

渥帳面利益¹。而 2021 年 COVID-19 疫情所造成全球供應鏈瓶頸懸而未決，加以 2022 年 2 月爆發俄烏戰爭，美國通膨率創下 40 年新高，Fed 為抑制通膨，2021 年 11 月宣布縮減購債，並於 2022 年 3 月啟動升息循環²，外資基於全球資產重新配置及面臨基金贖回之資金需求等考量，實現其在台股之龐大帳面利益，獲利了結，近 3 年非居民資金轉為淨流出(圖 5)；整體而言，非居民平均每年淨流入台灣的金額，從 2000 年至 2010 年約 233 億美元，下滑至 2011 年至 2021 年的 77 億美元。

而居民資本移動方面，居民平均每年淨流出的金額，從 2000 年至 2010 年約 272 億美元，增加至 2011 年至 2021 年的 647 億美元(圖 6)，惟在 2008 年金融海嘯時期曾短暫轉為淨流入。由於經常帳長期順差，對外貿易及所得收支的收入大於支出，對外淨債權(併計居民及非居民的資本移動)必然增加，扣除準備資產的增減，金融帳淨資產多呈增加。

圖 5 非居民對台灣之資本移動

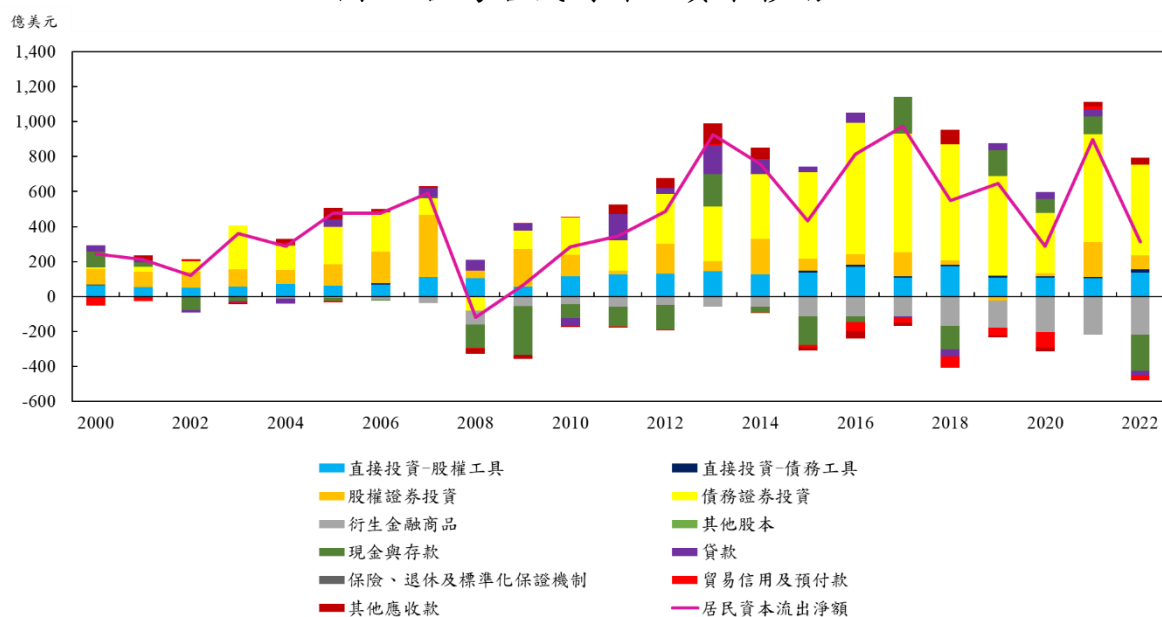


資料來源：台灣央行

¹ 中央銀行(2022)，「本年 Fed 緊縮貨幣政策對台灣股匯市及資本移動之影響—外資賣股匯出資金為新台幣貶值主因」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 22 日。

² 中央銀行(2022)，「美國貨幣政策正常化對國際金融市場之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 16 日。

圖 6 台灣居民對外之資本移動



資料來源：台灣央行

(二) 跨國企業集團內的跨境資金調度規模擴大

前述提及跨國企業對 SEACEN 集團內資金淨流入規模及複雜度提高，台灣亦有類似情形。從台灣國際收支統計負債面來看，平均每年直接投資-債務工具的金額，從 2000 年至 2010 年約 1 億美元，增加至 2011 年至 2021 年的近 4 億美元，顯示跨國企業集團內資金調度愈加靈活，甚至超過股本投資資金淨流入，提高資本移動的規模及複雜度。

(三) 非居民對台灣資本淨流入的波動性大幅增加，而居民資本淨流出台灣的波動性下降

非居民淨流入台灣的金額相對 GDP 比率的變異係數，從 2000 年至 2010 年的 0.7，攀升至 2011 年至 2021 年的 2.5(表 2)，波動性大幅增加，顯示全球金融危機後，非居民資本受到國際金融情勢變化的影響而快速移動，其中非居民證券投資相對 GDP 比率的變異係數由 0.9，提高至 5.6，波動較大，而直接投資相對 GDP 比率的變異係數則由 0.6 微幅上升至 0.7，對全球推動因素敏感度相對較低，因此波動性較小。

居民對外資本移動方面，居民淨流出台灣的金額相對 GDP 比率的變異係數，從 2000 年至 2010 年的 0.7，降低至 2011 年至 2021 年的 0.4，其中，證券投資、衍生金融商品及其他投資相對 GDP 比率的變異係數均下降，顯示居民對外投資的穩定性相對較高，不易受國際金融情勢變化而大幅波動。

表 2 非居民對台灣及居民對外資本移動之波動性

	相對GDP比率的變異係數	
	2000年至2010年	2011年至2021年
非居民資本流入淨額	0.7	2.5
直接投資	0.6	0.7
證券投資	0.9	5.6
股權證券投資	1.0	9.1
債務證券投資	2.4	1.6
衍生金融商品	0.6	0.4
其他投資	0.8	0.8
居民資本流出淨額	0.7	0.4
直接投資	0.2	0.2
證券投資	0.6	0.3
股權證券投資	0.6	0.9
債務證券投資	0.9	0.4
衍生金融商品	0.9	0.4
其他投資	4.5	3.0

資料來源：台灣央行，主計總處

參、應對資本大量且快速移動的政策工具

當前全球資本移動的規模擴大，且模式已產生極大變化，雖早期認為資本移動為經濟帶來許多好處，多國紛紛解除資本管制，鼓吹資本自由化；然而歷經 1997 年亞洲金融風暴及 2008 年全球金融危機後，資本自由化及資本移動管理的論辯大量出現，越來越多國家在金融危機期間採用政策工具監管跨境資本移動，現今思維則多認為，新興市場應採取政策措施來管理資本移動，以減緩其衍生的負面影響，相關政策措施包含總體審慎措施 (Macroprudential Measures, MPMs)、資本移動管理措施 (Capital Flow

Management Measures, CFMs)及外匯干預(Foreign Exchange Interventions, FXIs)等。

一、總體審慎措施

(一) 總體審慎措施的有效性

過去已有許多文獻討論總體審慎措施及其有效性，然而與外匯相關者則較少，近期 Ahnert 等人(2021)對外匯相關總體審慎措施的有效性進行詳盡分析，該分析之外匯相關總體審慎措施係指對不同幣別資本交易進行差異管理，通常側重於國內銀行體系的監管措施³，以下簡述該分析結果。

1. 自 2000 年以來，各國持續加強總體審慎外匯監管措施的監管強度

當樣本國⁴採行一項外匯相關總體審慎措施，Ahnert 等人(2021)計+1，減少或取消則計-1，累計 1995 年至 2015 年的結果顯示，自 2000 年以來，樣本國之外匯相關總體審慎措施的監管強度呈上升趨勢，但在全球金融危機時期曾短暫下滑(圖 7)。

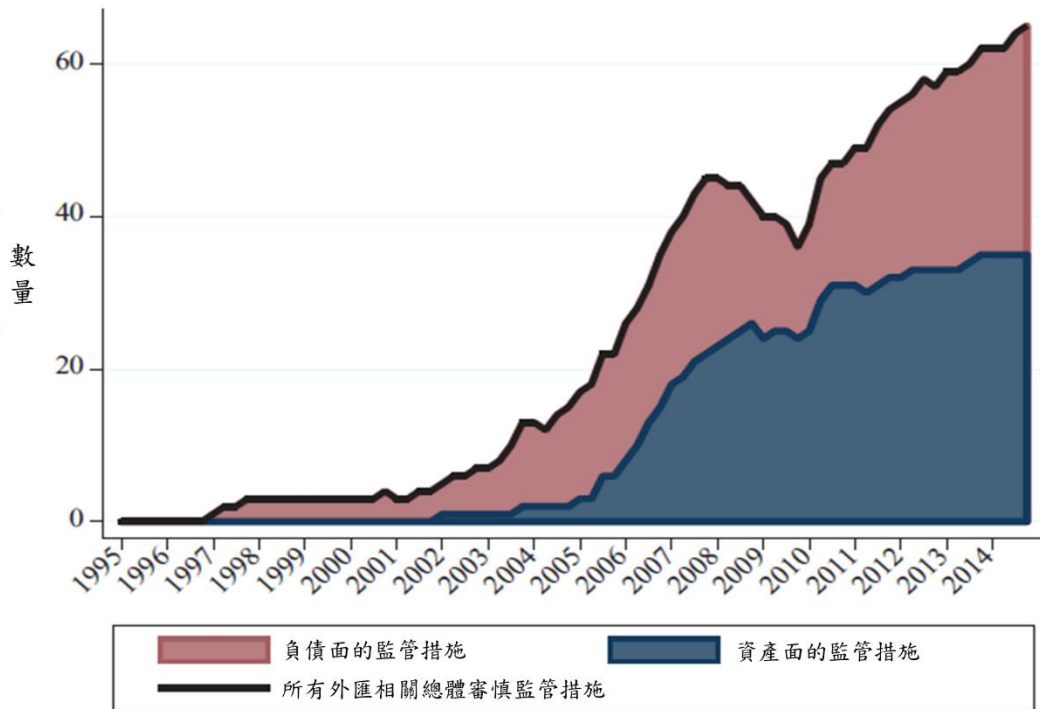
針對銀行部門採行的外匯相關總體審慎措施可進一步區分為資產面及負債面的監管，在全球金融危機前，資產面監管措施的增加速度較快，惟在 2011 年後新增措施趨緩；而負債面的監管措施在全球金融危機前相對較少，甚至在金融危機期間被取消，但在 2010 年後數量倍增，截至 2015 年，資產面及負債面的監管措施數量分別為 37 及 30 項。

不同類型的監管措施會對經濟產生不同影響，例如，針對銀行部門外幣負債面的監管措施可能改變銀行的融資決策，進一步影響其對所有借款人的外幣貸款，影響層面較為廣泛；而針對銀行外幣資產面的監管措施則側重限制其對特定借款人(如企業或家庭)提供外幣貸款。

³ 其中並不包含資本管制(capital controls)，因其通常依交易者為居民或非居民而有不同的監管強度。

⁴ 樣本國包括 48 個國家(17 個先進經濟體及 31 個新興市場國家)，排除避險貨幣的國家(歐元區、日本、瑞士及美國)。

圖 7 歷年樣本國家外匯相關總體審慎措施的數量變化



資料來源：SEACEN 課程簡報

2. 提高外匯相關總體審慎措施的監管強度，將顯著降低銀行跨境外幣借款的資金流入

Ahnert 等人(2021)透過迴歸模型衡量外匯相關總體審慎措施對銀行自國外銀行外幣借款的影響，結果顯示，若提高外匯相關總體審慎措施的監管強度，將顯著降低銀行向國外銀行的外幣借款及其國外借款中的外幣資金比重，更嚴格的外匯監管將使次年銀行跨境外幣借款對 GDP 的比率下降約 0.50 至 0.66 個百分點(表 3)，而樣本國家銀行跨境外幣借款對 GDP 的比率平均約為 1.90%，意味著提高外匯相關總體審慎措施的監管強度，將使銀行跨境外幣借款減少近三分之一，藉此降低銀行的外匯風險。此外，提高外匯相關總體審慎措施的監管強度，對銀行的跨境非外幣借款並無顯著影響，顯示銀行並未增加其本幣借款來彌補外幣借款的減少。

表 3 外匯相關總體審慎措施對銀行跨境外幣借款影響之迴歸結果

Variable	FX inflows	FX share	Non-FX inflows	FX inflows	FX share	Non-FX inflows	FX inflows	FX share	Non-FX inflows
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
FX Regulation_{t to t-3}	-0.496*	-0.926**	0.106	-0.662**	-0.997**	0.0540	-0.628**	-0.963**	0.0450
p-value	0.0592	0.0200	0.371	0.0123	0.0104	0.637	0.0151	0.0110	0.647
Global Factors									
<i>Global Volatility_{t-1}</i>							-0.2466***	0.3069*	-0.1592***
							(0.0796)	(0.1554)	(0.0429)
<i>Global Growth_{t-1}</i>							0.0691***	-0.0201	0.0113
							(0.0223)	(0.0392)	(0.0182)
<i>Fed Funds Rate (Changes)_{t-1}</i>							-0.1446**	0.1399	-0.0647**
							(0.0560)	(0.1242)	(0.0252)
Domestic Variables									
<i>Non-FX Regulation_{t to t-3}</i>				0.222	-0.152	0.150	0.121	0.0288	0.0588
p-value				0.186	0.450	0.135	0.452	0.870	0.423
<i>Real GDP Growth_{t-1}</i>				0.0624***	0.0181	0.0196**	0.0708***	-0.0056	0.0290***
				(0.0165)	(0.0145)	(0.0079)	(0.0145)	(0.0169)	(0.0104)
<i>Volatility of Exchange Rate (FW)_{t-1}</i>				-0.1925	0.0778	0.0837**	-0.1910	-0.0900	0.1046***
				(0.1168)	(0.1664)	(0.0329)	(0.1145)	(0.1575)	(0.0340)
<i>IR Differential (changes, FW)_{t-1}</i>				0.0043	0.0109	-0.0104	0.0064	0.0154	-0.0146**
				(0.0164)	(0.0612)	(0.0072)	(0.0138)	(0.0607)	(0.0071)
<i>Sovereign Ratings_{t-1}</i>				0.0741***	-0.0629*	0.0494***	0.0721***	-0.0515	0.0359**
				(0.0261)	(0.0357)	(0.0173)	(0.0247)	(0.0339)	(0.0160)
<i>Financial Openness (changes)_{t-4}</i>				0.4452	0.4567	0.0406	0.6345**	0.3088	0.2109
				(0.2910)	(0.7909)	(0.1643)	(0.3036)	(0.7551)	(0.1650)
Constant				-1.1112***	1.0489	-0.6812**	-0.5386	-0.0101	-0.2423
				(0.4062)	(0.7779)	(0.2630)	(0.3683)	(0.5968)	(0.2261)
Time fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	No
Number of observations	3,589	3,531	3,535	3,381	3,348	3,368	3,381	3,348	3,368
Adj. R-squared	0.069	0.01	0.034	0.09	0.011	0.051	0.065	0.002	0.028
Number of countries	48	48	48	48	47	48	48	47	48

註：1. 第(1)、(4)、(7)列為加入不同變數後，外匯相關總體審慎措施對銀行跨境外幣借款對 GDP 比率變化的迴歸結果；第(2)、(5)、(8)列為加入不同變數後，外匯相關總體審慎措施銀行對國外借款的外幣資金比重變化的迴歸結果；第(3)、(6)、(9)列為加入不同變數後，外匯相關總體審慎措施對銀行跨境非外幣借款對 GDP 比率變化的迴歸結果

2. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

資料來源：SEACEN 課程簡報

3. 提高外匯相關總體審慎措施的監管強度，對企業外幣債券的發行產生額外的移轉效應

外匯相關總體審慎措施除了對銀行跨境外幣借款產生直接影響外，亦造成外匯風險的移轉效應。銀行跨境外幣借款減少導致融資來源不足，可能進一步減少向企業提供外幣貸款，企業為了彌補此缺口，將增加提高其外幣債券發行額。迴歸結果顯示，若提高外匯相關總體審慎措施的監管強度，將增加企業外幣債券的發行額，以及外幣債券占其債券總發行額的比重，企業外幣債券發行額對 GDP 的比率提高約 0.05 至 0.06 個百分點(表 4)，而樣本國

家企業外幣債券發行額對 GDP 的比率平均約為 0.60%，亦即增加約十分之一的外幣債券發行額，此間接移轉效應與對銀行跨境外幣借款之直接影響相比，較為溫和。此外，企業亦未透過發行非外幣債券來彌補銀行外幣貸款減少的缺口，僅透過增加外幣債券來應對。

表 4 總體審慎外匯監管措施對企業外幣債券發行額影響之迴歸結果

Variable	FX inflows (1)	FX share (2)	Non-FX inflows (3)	FX inflows (4)	FX share (5)	Non-FX inflows (6)	FX inflows (7)	FX share (8)	Non-FX inflows (9)
FX Regulation_{t to t-3}	0.0588**	0.516**	0.00848	0.0549**	0.513**	0.00941	0.0530**	0.464**	0.0166
p-value	0.0167	0.0280	0.796	0.0370	0.0269	0.779	0.0336	0.0232	0.634
Global Factors									
<i>Global Volatility_{t-1}</i>							-0.0033 (0.0118)	-0.0079 (0.0879)	0.0059 (0.0042)
<i>Global Growth_{t-1}</i>							-0.0063* (0.0032)	-0.0131 (0.0183)	-0.0004 (0.0011)
<i>Fed Funds Rate (Changes)_{t-1}</i>							0.0213** (0.0081)	0.0892 (0.0748)	0.0018 (0.0031)
Domestic Variables									
<i>Non-FX Regulation_{t to t-3}</i>				0.000220 0.991	0.0707 0.448	-0.00265 0.584	0.0123 0.538	0.0687 0.405	0.00503 0.211
<i>p-value</i>				0.0020	-0.0004	-0.0004	0.0001	-0.0061	-0.0007
<i>Real GDP Growth_{t-1}</i>				0.0013 (0.0013)	0.0521 (0.0085)	-0.0082** (0.0005)	0.0026 (0.0012)	0.0524 (0.0089)	-0.0060* (0.0005)
<i>Volatility of Exchange Rate (FW)_{t-1}</i>				0.0134 (0.0107)	0.0521 (0.0463)	-0.0082** (0.0039)	0.0026 (0.0102)	0.0524 (0.0415)	-0.0060* (0.0031)
<i>IR Differential (changes, FW)_{t-1}</i>				-0.0031* (0.0016)	-0.0171 (0.0170)	0.0005 (0.0006)	-0.0036* (0.0018)	-0.0178 (0.0211)	0.0001 (0.0006)
<i>Sovereign Ratings_{t-1}</i>				0.0107 (0.0066)	0.0058 (0.0148)	-0.0012 (0.0015)	0.0110** (0.0051)	0.0086 (0.0191)	0.0012 (0.0007)
<i>Financial Openness (changes)_{t-4}</i>				0.0215 (0.0483)	0.3201 (0.2246)	-0.0176 (0.0112)	-0.0195 (0.0569)	0.3150 (0.2172)	-0.0245** (0.0112)
Constant				-0.1288 (0.0944)	0.0261 (0.2706)	0.0207 (0.0181)	-0.0595 (0.0786)	-0.1367 (0.4124)	-0.0100 (0.0165)
Time fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	No
Number of observations	3,344	2,804	2,736	3,147	2,728	2,613	3,147	2,728	2,613
Adj. R-squared	0.098	0.04	0.192	0.1	0.039	0.202	0.076	0.034	0.190
Number of countries	44	44	36	44	44	36	44	44	36

註：1. 第(1)、(4)、(7)列為加入不同變數後，外匯相關總體審慎措施對企業外幣債券發行額對 GDP 比率變化的迴歸結果；第(2)、(5)、(8)列為加入不同變數後，外匯相關總體審慎措施對外幣債券占企業債券總發行額比重變化的迴歸結果；第(3)、(6)、(9)列為加入不同變數後，外匯相關總體審慎措施對企業非外幣債券發行額對 GDP 比率變化的迴歸結果

2. ***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1

資料來源：SEACEN 課程簡報

4. 小結

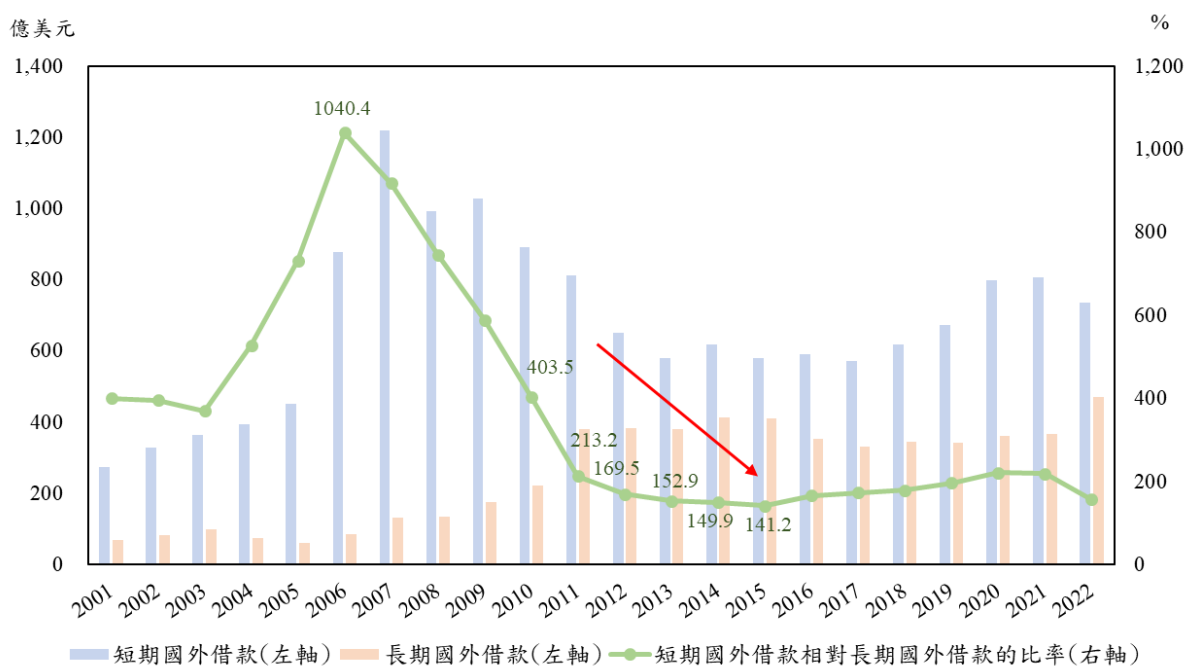
外匯相關總體審慎措施有效地減少銀行跨境外幣借款的資金流入，惟促使企業增加外幣債券發行額，當提高外匯相關總體審慎措施的監管強度

後，銀行降低的外匯風險中，有 10%⁵會移轉至企業外幣債券發行，進而轉嫁至投資人身上，因此貨幣當局在施行外匯相關總體審慎措施時，除關注其對銀行的直接效果外，亦應注意是否導致外匯風險間接轉嫁到其他經濟部門上。

(二) 南韓的總體審慎穩定稅(Macroprudential Stability Levy)

2008 年全球金融危機爆發之前，南韓加速推動金融帳自由化，使得銀行短期國外借款快速增加，其相對長期國外借款的比率遽升至逾 1,000%(圖 8)，短期外債相對長期外債的比率隨之攀升(圖 9)，形成大幅以短支長之期限錯配。全球金融危機爆發時，南韓美元流動性嚴重不足，短期借款大量反轉流出，嚴重衝擊南韓金融體系；隨後，Fed 實施量化寬鬆貨幣政策，熱錢大量湧進新興市場，為遏止過度資本移動破壞金融穩定性，南韓政府遂於 2011 年 8 月起對銀行課徵總體審慎穩定稅，限制銀行過多的外幣借款，並調降短期外債比重，以降低銀行部門之脆弱性。

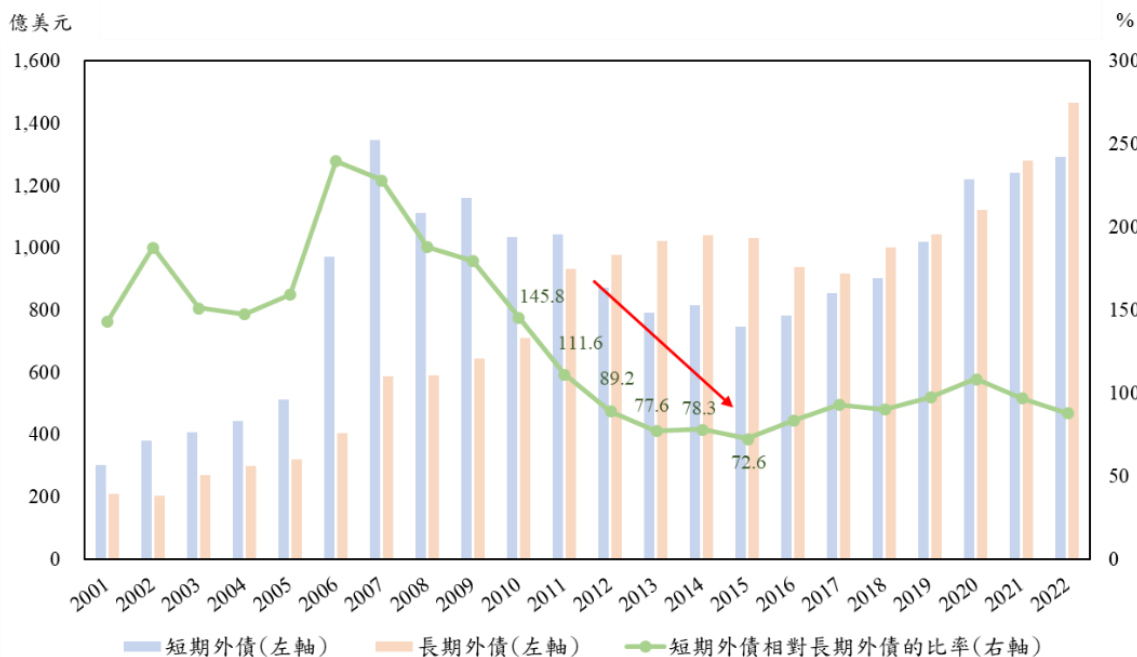
圖 8 南韓銀行短、長期國外借款金額及其相對比率



資料來源：南韓央行

⁵ 因總體審慎外匯監管措施的強度提高後，銀行跨境外幣借款對 GDP 比率下降約 0.50 至 0.66 個百分點，而企業外幣債券發行額對 GDP 比率提高約 0.05 至 0.06 個百分點，因此該移轉效應約為 10%。

圖 9 南韓銀行短、長期外債金額及其相對比率



資料來源：南韓央行

總體審慎穩定稅最初課徵對象包含境內本國銀行及外商銀行，並針對非存款之外債進行課稅，稅率依外債之到期期限而有不同，到期期限越短，稅率越高。具體而言，外債到期期限 1 年以下，稅率高達 20 基點；到期期限 1 至 3 年，稅率為 10 個基點；到期期限 3 至 5 年，稅率為 5 個基點；到期期限 5 年以上，稅率為 2 個基點，透過增加短期外債的成本，促使銀行將不穩定之短期外債轉換成較穩定之長期外債。

南韓課徵總體審慎穩定稅後，銀行短期外債逐漸減少，長期外債穩定增加，自 2012 年後，短期外債相對於長期外債的比率降至 100% 以下，雖 2015 年鬆綁總體審慎穩定稅的規定⁶後，該比率微幅上升，但多控制在 100% 以下，短期國外借款相對於長期國外借款的比率亦多維持在 200% 上下，顯示南韓銀行部門之期限結構大幅改善，並增強遭遇系統性風險時的抵禦能力。

⁶ 南韓於 2015 年 7 月鬆綁總體審慎穩定稅的規定，不再對到期期限超過 1 年之外債課稅，僅對到期期限 1 年以下之外債課徵 1% 的稅，然而將銀行以外之其他金融機構納入課稅對象。

二、資本移動管理措施

(一) 資本移動管理措施的有效性

根據 IMF 提出的資本移動管理框架⁷，廣義的資本移動管理措施係指為了抑制資本移動所採取的各種措施，包含外匯相關總體審慎措施，而狹義的資本移動管理措施又稱資本管制，通常根據交易者為居民或非居民採取不同強度的監管措施。雖然關於資本管制的研究不少，然而未有統一的標準及研究方法，使得不同的研究間不具可比性，為了讓現有的研究能進行比較，Magud 等人(2018)對近 40 篇關於資本管制的研究文獻進行統合分析(meta-analysis)，並根據其研究項目將其分為資本流入、資本流出及多國研究三大類，並依資本管制目標的不同，分別衡量資本管制對減少資本移動規模、改變資本移動的長短期結構、減輕實質匯率壓力及提高貨幣政策獨立性的有效性。

彙整結果顯示(表 5)，資本管制能有效改變資本移動的組成，使其短期資本移動轉變成長期資本移動，並提高貨幣政策獨立性，然而對於減少資本移動規模及減輕實質匯率壓力的有效性則不確定(在不同的研究文獻有不同的結果)。

此外，由於各國總體經濟條件及制度的差異，導致相同的資本管制措施在不同國家的有效性不盡相同，意味著無法期望複製其他國家資本管制的成功經驗，而應根據各國自身條件來制定資本管制政策。

⁷ IMF (2011), “Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework” February 14.

表 5 不同國家及類型之資本管制的有效性

	減少資本 移動規模	改變資本移動 的長短期結構	減輕實質 匯率壓力	提高貨幣政 策獨立性
所有樣本	Unclear	Yes	Unclear	Yes
資本流入				
巴西	Unclear	Unclear	No	Unclear
智利	Unclear	Yes	Unclear	Yes
哥倫比亞	Unclear	Unclear	Unclear	Yes
捷克	No	Yes		
馬來西亞(1989)	Yes	Yes		
馬來西亞(1994)	Yes	Yes	Yes	Yes
泰國	Yes	Yes	Yes	Yes
資本流出				
馬來西亞(1998)			Unclear	Yes
西班牙	Unclear		Unclear	Unclear
泰國	Yes		Yes	Yes
多國研究	Yes	Yes	Yes	No

註：Yes 表示資本管制有效達成相應目標；No 表示資本管制未能達成相應目標；Unclear 表示不同研究文獻的結果不同，未能確定資本管制對相應目標的有效性；空白表示並未有研究文獻探討資本管制對相應目標的有效性

資料來源：Magud et al. (2018)

(二) 資本移動轉向效應(capital flow deflection)

採取資本管制措施雖可降低資本移動帶來的負面影響，惟可能導致資本流向他國，此種資本移動轉向效應，將引發國家間政策協調的問題。理論上，當大型經濟體或多個小型經濟體實施資本流入管制時，將減少市場對跨境資金的需求，並使全球利率降低，從而導致未採取資本管制的國家資本流入增加。

Giordani 等人(2017)使用 78 個發展中及新興市場國家當作樣本，透過迴歸模型來驗證資本移動轉向的效應是否存在，發現該轉向效應雖存在風險相似的國家間，但在整體樣本則不顯著。

1. 資本移動轉向效應在整體樣本並不顯著

根據整體樣本迴歸分析的初步結果顯示，資本移動轉向效應確實存在，且具統計顯著性，然而控制年份固定效果後，該資本移動轉向效應即變得不具顯著性(表 6)。此結果可透過國家間的差異來解釋，由於資本移動轉向的發生係假設對投資人而言，所有國家是完全替代品，即不考慮資本管制的情形下，各國的條件是完全相同的，但此假設在現實世界不成立，各國在總體經濟、投資環境及其他政策均有差異，因此投資人不會單單因為一國實施資本管制，就將資金轉移到另一國家。

表 6 以整體樣本進行迴歸的資本移動轉向效應

	(1)	(2)
Global Push Factors		
Real US interest rate	-0.336**	
	(0.150)	
VIX	-0.133**	
	(0.0511)	
Domestic Pull Factors (all lagged)		
GDP growth rate	0.596***	0.450**
	(0.190)	(0.187)
GDP growth rate shock	-0.433**	-0.366*
	(0.207)	(0.198)
GDP per capita (logged)	0.654	0.369
	(0.571)	(0.514)
De jure Capital inflow control	-2.472*	-2.554*
	(1.349)	(1.336)
Composite risk index	0.150**	0.110*
	(0.0647)	(0.0627)
Spillovers		
ROG's inflow control	22.87***	-14.44
	(5.713)	(31.51)

註：1.第(1)列為整體樣本的迴歸結果；第(2)列為加入了年份固定效果的迴歸結果。

2. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

2. 在風險相似的國家間，具有明顯的資本移動轉向效應

由於國家間存在差異，導致資本移動轉向效應並不顯著，惟若減少國家間的差異後，根據國家風險進行分組，資本移動轉向效應在各組別中變得十分明顯，且具統計顯著性，而透過地理位置、主要出口產品及經濟成長進行

分組時，則未發現資本移動轉向效應存在(表 7)，意味著外國投資者對風險的敏感度較高。

表 7 以經濟特徵分組並進行迴歸的資本移動轉向效應

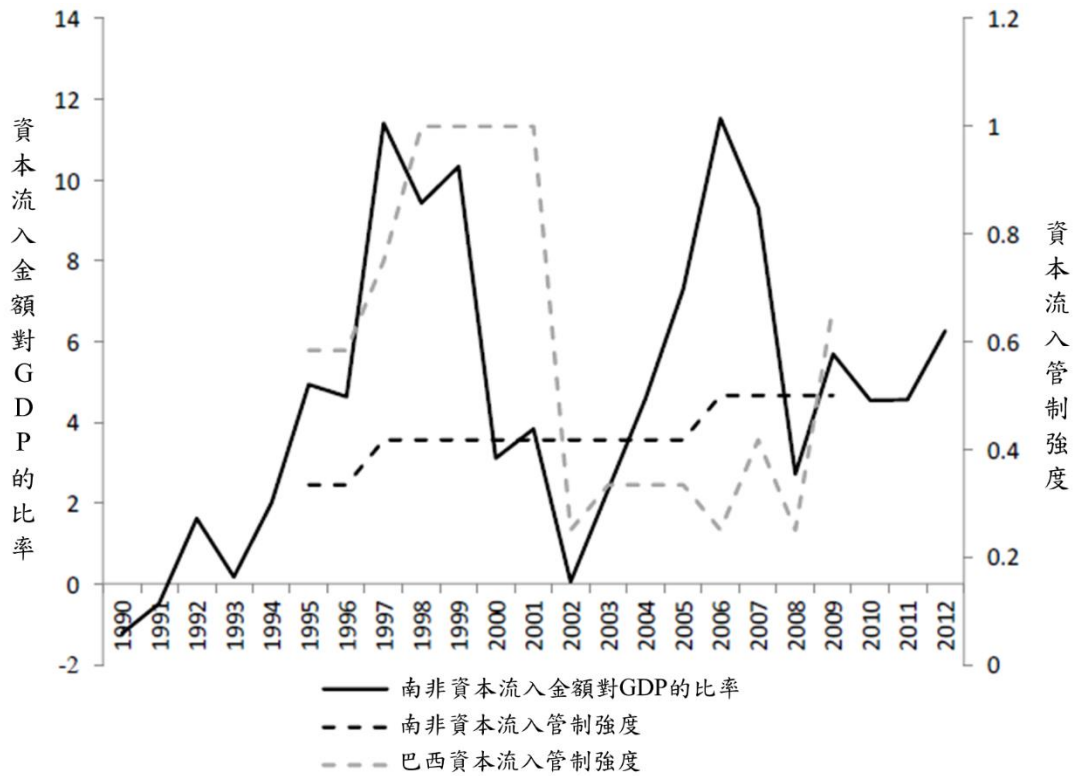
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Group by geographic location	-2.860 (2.983)	-1.189 (2.725)	2.145 (4.431)	-1.799 (3.043)	-0.838 (2.778)	2.082 (4.697)
Group by export specialization	0.277 (2.829)	1.370 (2.842)	6.664 (4.354)	0.618 (2.938)	1.741 (2.946)	7.845* (3.951)
Groups by returns						
Time-invariant groups by growth rate	4.124 (3.999)	4.428 (4.118)	6.878 (5.462)	3.704 (3.700)	4.200 (3.905)	4.114 (3.494)
Time-variant groups by growth rate	1.574 (2.214)	1.997 (2.390)	0.620 (1.839)	-0.238 (2.199)	-0.180 (2.198)	-2.585* (1.433)
Groups by risks						
Time-invariant groups by composite risk	10.32* (5.831)	10.41* (5.835)	17.53*** (5.912)	7.434 (5.492)	7.006 (5.567)	8.377 (6.039)
Time-variant groups by composite risk	8.752*** (2.816)	8.831*** (2.823)	5.179*** (1.901)	11.52*** (3.367)	11.57*** (3.377)	7.479*** (2.616)
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country FE	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes
Group Contagion Variable	No	No	Yes	No	No	Yes
Lagged ROG's inflow control	No	No	No	Yes	Yes	Yes

註：*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

資料來源：Giordani et al. (2017)

以巴西及南非為例，兩國的國家風險分組相同，2009 年巴西提高資本流入管制的強度，同年南非資本流入金額對 GDP 的比率為 5.69%，而若巴西未增強資本流入管制的強度，估計南非資本流入金額對 GDP 的比率將下降到 4.72%至 5.21%之間，顯示南非資本流入金額與巴西資本流入管制強度間有高度相關性(圖 10)。

圖 10 巴西對資本流入管制與南非資本流入的相關性



資料來源：Giordani et al. (2017)

3. 小結

一國實施資本流入管制措施會使資本流向具有類似經濟特徵的國家，特別是風險相近的國家，而不是同一地區的國家，原因可能為外國投資人並不認為同一地區國家的風險條件相似，亦可能認為若一國採取資本流入管制措施，會引發連鎖反應，導致同一地區其他國家效法而採取類似的資本流入管制措施，因而外國投資人不但沒有增加投資，甚至可能減少。此外，研究結果意味著資本管制雖改善了一國的資本移動管理，並降低了資本移動的衝擊，然而卻可能引發資本移動轉向效應，增加其他國家資本移動管理的難度，因此有賴各國進行政策協調，以避免資本過度外溢至他國。

三、外匯干預

(一)外匯干預的相關數據庫

外匯干預政策的使用與否時常受到人們討論，具有爭議性，近期 IMF 建立有關外匯干預的數據庫，涵蓋 2000 年以來多數國家的季資料及月資料，其中約 40 國為官方公布數據，另外 122 國則為代理數據(Proxy Data)，可供各界利用此數據庫分析各國外匯干預的現象及特徵。

1. 新興市場及開發中經濟體(EMDEs)與先進經濟體(AEs)進行外匯干預的程度相當

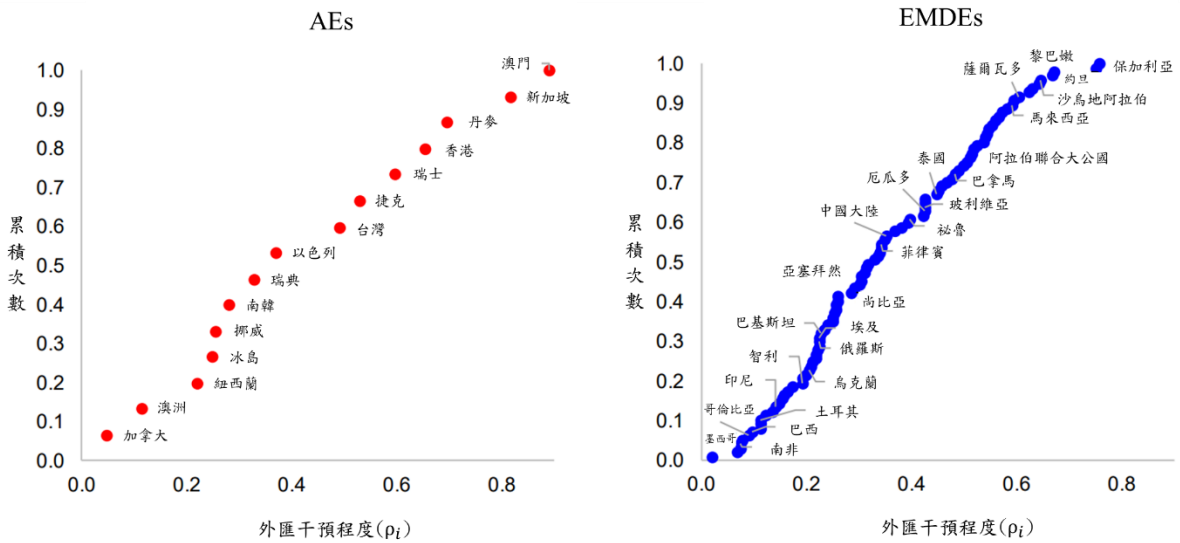
在全球金融危機之前，EMDEs 明顯採用較多的外匯干預政策，即使排除中國大陸後亦同；然而在全球金融危機之後，AEs 進行外匯干預的程度則與 EMDEs 相當。Adler 等人(2021)透過下列指數衡量各經濟體利用外匯干預政策來管理匯率的程度。

$$\rho_i = \frac{\rho_i^{FXI}}{\rho_i^{FXI} + \rho_i^{NEER}}$$

其中， ρ_i^{FXI} 為樣本期間一國外匯干預規模之標準差， ρ_i^{NEER} 為樣本期間一國名目有效匯率指數(Nominal Effective Exchange Rate, NEER)之標準差，當 $\rho_i=0$ ，表示該國未進行外匯干預(即 $\rho_i^{FXI}=0$)；而當 $\rho_i=1$ ，則表示該國採用外匯干預，並釘住 NEER 於固定數值不動(即 $\rho_i^{NEER}=0$)。

結果顯示 AEs 及 EMDEs 進行外匯干預來控制匯率的程度並無太大差別(圖 11)，惟不同國家間的差異大，在 AEs 中，以金融業為重的小型開放經濟體，進行外匯干預來管理匯率的程度較其他 AEs 高，如新加坡、香港及瑞士；而墨西哥、南非、巴西及土耳其等經濟規模較大的 EMDEs，反而呈現較低的外匯干預程度。換言之，是否採行外匯干預與該國的經濟發展程度並無絕對關係。

圖 11 2000 至 2020 年各經濟體外匯干預程度

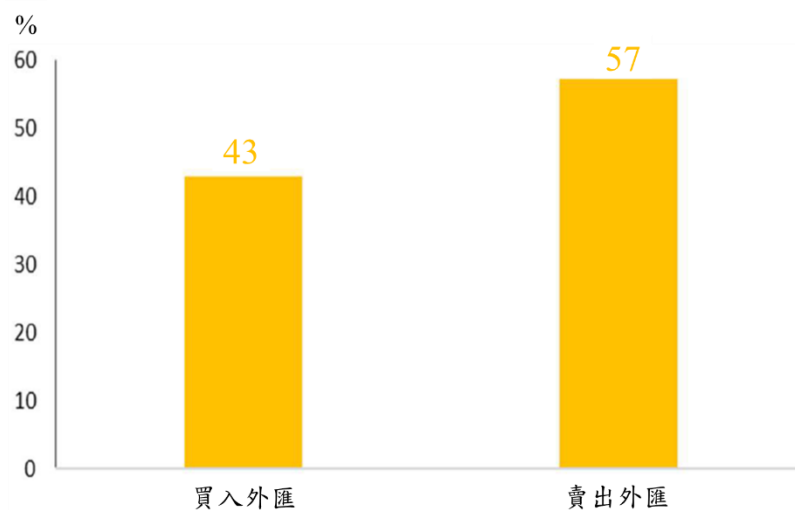


資料來源：Adler et al. (2021)

2. 外匯干預主要發生在即期外匯市場，且買入外匯的頻率較賣出外匯高

若進一步以外匯干預數據庫的季資料來比較 AEs 及 EMDEs 在即期外匯及衍生商品市場進行干預的頻率，可發現外匯干預多發生在即期外匯市場，以衍生商品作為工具進行外匯干預的頻率及規模仍然較小，且外匯干預存在方向的不對稱性，即買入外匯的頻率高於賣出外匯，約有 57% 的外匯干預係透過買入外匯來減緩貨幣升值，43% 藉由賣出外匯來減緩貨幣貶值 (圖 12)。

圖 12 外匯干預方向的不對稱性



資料來源：SEACEN 課程簡報

3. 外匯干預規模較小及頻率較低的經濟體更願意公布外匯干預相關資訊

根據外匯干預數據庫的資料顯示，與不公布外匯干預數據的經濟體相比，公布此數據的經濟體，進行外匯干預的規模較小且頻率較低。

(二)外匯干預的有效性

近期 Arango-Lozano 等人(2020)蒐集 1970 至 2020 年間 19 個國家，關於外匯干預有效性分析的研究報告，並對其進行全面的統合分析，藉此了解外匯干預對匯率的影響。

分析結果顯示，若在外匯市場淨買入 10 億美元，將使本國貨幣平均貶值約 1%，然而透過固定效應(Fixed Effects, FE)模型及隨機效應(Random Effects, RE)模型所估算出來之結果更準確，尤其是隨機效應模型，在採用隨機效應模型下，估計在外匯市場淨買入 10 億美元，將使本國貨幣平均貶值約 0.04%，因此以下採用該文隨機效應模型，說明在各種經濟背景下，於外匯市場淨買入 10 億美元對匯率造成的影響(表 8)。

1. 按三難困境(trilemma)區分

當一國金融開放程度較低、金融開放程度及貨幣獨立性均較低，以及匯率水準背離拋補利率平價(CIP)理論程度較高時，將提高外匯干預的有效性，分別使本國貨幣貶值約 0.24%、0.16%及 0.15%。

2. 按匯率制度區分

當一國採取爬行釘住匯率制度，其進行外匯干預的有效性最佳，其次則為自由下落匯率制度，分別使本國貨幣貶值約 0.70%及 0.29%。

3. 按資本移動管制措施區分

當一國對資本移動管制越嚴格，其進行外匯干預的有效性就越好，在較嚴格的資本流入及流出管制下，將分別使本國貨幣貶值約 0.07%及 0.16%。

4. 按外匯干預方式區分

在遠期外匯市場上使用衍生性商品進行外匯干預將使本國貨幣貶值約 0.13%，貶值幅度較在即期外匯市場進行外匯干預(0.06%)佳；惟樣本數僅 3 個，遠少於即期外匯市場干預者(127 個)。

5. 按外匯干預政策透明度區分

將執行外匯干預的細節公布給社會大眾知道，將提升外匯干預的有效性，使本國貨幣貶值約 0.30%，而秘密進行外匯干預則不具統計上的顯著性；惟樣本數僅分別為 4 個及 9 個；其他樣本數達 145 個，將使本國貨幣貶值 0.04%，具統計顯著性。

6. 按外匯干預的目標區分

明確以匯率波動度作為外匯干預的目標，將使本國貨幣貶值約 0.33%，其外匯干預的有效性明顯優於以匯率水準作為外匯干預的目標(0.03%)。

7. 按外匯干預規模區分

當一國進行外匯干預規模越大，對匯率的影響亦將隨之增加。

8. 按金融危機發生率及嚴重度區分

當一國發生金融危機次數較少或受金融危機衝擊較小，進行外匯干預的有效性明顯優於金融環境不穩定的國家。

9. 按金融深化區分

金融深化程度較低的國家，進行外匯干預對匯率的影響大於金融深化程度較高的國家，分別將使本國貨幣貶值約 0.11%及 0.04%。

10. 按匯率波動度區分

若一國匯率波動度較低，則其進行外匯干預的有效性較好，將使本國貨幣貶值約 0.08%；反之，匯率波動度較高，本國貨幣僅貶值約 0.03%。

11. 按外債規模區分

若一國外債總額較高，則其進行外匯干預的有效性明顯較佳，將使本國貨幣貶值約 0.20%；反之，外債總額較低，本國貨幣貶值幅度降至 0.08%。

12. 按國家主權信用評等區分

整體而言，主權信用評等分數較高的國家，進行外匯干預的有效性略優於主權信用評等分數較低的國家。

表 8 外匯市場淨買入 10 億美元對匯率影響之迴歸結果

	樣本數	本國貨幣平均貶值幅度(%)
整體樣本	158	0.04***
三難困境		
金融開放程度較高	96	0.04***
金融開放程度較低	60	0.24**
金融開放程度及貨幣政策獨立性均較高	74	0.03***
金融開放程度及貨幣政策獨立性均較低	82	0.16***
匯率水準背離拋補利率評價理論的程度較高	22	0.15***
匯率水準背離拋補利率評價理論的程度較低	100	0.04***
匯率制度		
聯繫匯率制度	3	-0.18
爬行釘住匯率制度	11	0.70**
爬行目標區匯率制度	55	0.09**
自由浮動匯率制度	67	0.04***
自由下落匯率制度	22	0.29**
資本移動管制措施		
資本流入管制較嚴格	48	0.07**
資本流入管制較寬鬆	99	0.06***
資本流出管制較嚴格	51	0.16***
資本流出管制較寬鬆	96	0.04***
整體資本移動管制較嚴格	49	0.08**
整體資本移動管制較寬鬆	98	0.06***
外匯干預方式		
在遠期外匯市場進行干預	3	0.13***
在即期外匯市場進行干預	127	0.06***
外匯干預政策透明度		
公布給大眾知道	4	0.30***
秘密進行	9	-0.01
其他	145	0.04***

註：***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1

資料來源：Arango-Lozano et al. (2020)、作者整理

表 8 外匯市場淨買入 10 億美元對匯率影響之迴歸結果(續)

	樣本數	本國貨幣平均貶值幅度(%)
外匯干預的目標		
影響匯率水準	93	0.03***
影響匯率波動度	42	0.33**
外匯干預規模		
外遇干預規模排行最小的25%	19	-0.17**
外遇干預規模排行介於26%至50%	19	0.03***
外遇干預規模排行介於51%至75%	16	0.04**
外遇干預規模排行最大的25%	18	0.07
金融危機發生率及嚴重度		
發生銀行危機次數較多	13	0.05***
發生銀行危機次數較少	24	0.09***
銀行危機的嚴重度較高	31	0.04***
銀行危機的嚴重度較低	6	0.79***
發生貨幣危機次數較多	14	-0.01
發生貨幣危機次數較少	5	1.06***
金融深化		
金融深化程度較高	53	0.04***
金融深化程度較低	93	0.11**
匯率波動度		
匯率波動度較高	65	0.03***
匯率波動度較低	93	0.08***
外債規模		
外債總額較高	33	0.20**
外債總額較低	48	0.08**
國家主權信用評等		
穆迪(Moody's)評等較高	61	0.04***
穆迪(Moody's)評等較低	82	0.04**
標準普爾(S&P)評等較高	68	0.04***
穆迪(S&P)評等較低	76	0.03**
惠譽(Fitch)評等較高	68	0.04***
惠譽(Fitch)評等較低	76	0.03**

註：*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

資料來源：Arango-Lozano et al. (2020)、作者整理

肆、心得與建議

一、心得

(一) 由於台灣為小型開放經濟體，對於跨境資本移動敏感度較高，先進國家的貨幣政策的外溢效應為資本流入台灣的重要驅動因素。當先進國

家緊縮或寬鬆貨幣政策時，全球投資人風險偏好改變，使得台灣更易受到資本快速移動的衝擊，尤其近年證券投資波動性提高的情形下，如何監控及管理跨境資本移動成為央行深具挑戰的課題。

- (二) 此次課程各國會員代表來自不同部門，包括統計部門、外匯部門及經濟研究部門，透過與其交流且聆聽不同面向的見解，可在各種議題中得到不同啟發。課程期間亦安排經濟情況相近的國家一組，討論關於資本移動的可能問題，並在最後一堂課分組上台簡報，分享各國面對資本移動的挑戰及作法，獲益良多。

二、建議

- (一) 政府各公務統計除考量本身業務主管需求外，宜積極與 IMF 等國際組織的統計規範接軌及調和，亦可透過 IMF 等國際組織的資料庫取得其他國家的鏡像資料，進行相互比對統整，提高統計之可用性及與其他國家統計之可比性。
- (二) 金融危機以來，跨境資本移動日益頻繁，規模也越來越大，各國採行的各種政策措施均可能對其他國家的資本移動產生影響，甚至一夕之間改變方向，因此各國間進行政策協調就變得極為重要，建議加強區域合作，積極參與各類型國際研討會，除可了解當前其他國家資本移動管理的情形，亦能對資本移動相關議題進行討論及協調，透過借鏡他國經驗，有助於提高我國相關政策措施的有效性，並降低資本移動帶來的衝擊。

參考資料

- 中央銀行 (2022), 「美國貨幣政策正常化對國際金融市場之影響」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6月16日。
- 中央銀行 (2022), 「本年Fed緊縮貨幣政策對台灣股匯市及資本移動之影響—外資賣股匯出資金為新台幣貶值主因」, 央行理監事會後記者會參考資料, 9月22日。
- 朱美智(2021), 「全球金融危機以來新興經濟體因應跨境資本流入之作法」, 國際金融參考資料, 第71輯, 中央銀行, 2月。
- 高超洋(2015), 「亞洲金融危機後南韓金融帳自由化之研究」, 國際金融參考資料, 第68輯, 中央銀行, 6月。
- Adler, G., Chang, K.S., Mano, R.C., Shao, Y. (2021), “Foreign Exchange Intervention : A Dataset of Public Data and Proxies” *IMF Working Paper*, WP/21/47.
- Ahnert, T., Forbes, K., Friedrich, C., Reinhart, D. (2021), “Macroprudential FX regulations : Shifting the snowbanks of FX vulnerability?” *Journal of Financial Economics*, Volume 140, Issue 1, 145–174.
- Ahn, J., Kim, Y., Lim, H. (2022), “For Whom the Levy Tolls : The Case of a Macroprudential Stability Levy in South Korea” *IMF Economic Review*, 70, 520–559.
- Arango-Lozano, L., Menkhoff, L., Rodríguez-Novoa, D., Villamizar-Villegas, M. (2020), “The Effectiveness of FX Interventions : A Meta-Analysis” *Journal of Financial Stability*, 100794.
- Giordani, P.E., Ruta, M., Weisfeld, H., Zhu, L. (2017), “Capital Flow Deflection” *Journal of International Economics*, Volume 105, 102–118.
- IMF (2011), “Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework” February 14.
- Magud, N.E., Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. (2018), “Capital Controls : Myth and Reality” *Annals of Economics and Finance*, 19-1, 1-47.
- Robin, K. (2015), “What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature” *MPRA Paper*, No. 62770.
- The SEACEN Centre (2023), “Challenges and Options in Managing Capital Flows for Small, Open, and Financially Integrated Economies.”