

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書
(出國類別：開會)

參加 SEACEN 舉辦之「第 16 屆 SEACEN
資本移動專家小組會議」
出國報告

服務機關：央行

姓名職稱：曹體仁/副處長

魏資尹/三等專員

黃玉青/三等專員

派赴國家：泰國

出國期間：113 年 6 月 3 日至 6 月 5 日

報告日期：113 年 8 月 22 日

目 錄

壹、 前言	1
貳、 2023 年 SEACEN 經濟體資本移動概況	3
參、 美國貨幣政策作為亞洲資本移動關鍵驅動因素的重要性	6
肆、 小型開放經濟體資本移動管理的挑戰及選擇	11
伍、 我國資本移動管理機制.....	21
陸、 心得與建議.....	25
柒、 參考資料.....	28

壹、前言

職等奉派於本（2024）年 6 月 3 日至 5 日參加東南亞國家中央銀行研究與訓練中心（The South East Asian Central Banks, SEACEN）及泰國央行共同舉辦之「第 16 屆 SEACEN 資本移動專家小組會議」，共有 14 個會員央行（或貨幣主管機關）指派代表出席（SEACEN 共有 19 個會員，中國人民銀行等 5 國央行未派員出席本次會議），包括 SEACEN 人員在內，與會者共計 36 人。

本次會議間，SEACEN 揭露 SEG 資料庫（該資料庫旨在建立會員央行資本移動數據資料）使用率偏低成因調查結果，並發表近期經濟現況與金融市場發展對會員央行資本移動觀察及影響，圓桌會議由與會代表輪流發言，分享該國受美國貨幣政策影響，面對通膨、匯率波動及資本移動等採取之因應措施。

近年國際金融情勢震盪，資本移動波動日益劇烈，儘管經濟體面臨資本流入將帶來直接及間接的好處，惟鉅額資本流入或資本流出恐導致匯率與資產價格劇烈波動，前述現象將使經濟體在執行貨幣政策時更加複雜，且可能傷害其金融穩定。因此與會成員多認為，小型開放經濟體透過資本移動管理、外匯干預、總體審慎措施及貨幣政策所共同組成的整合性政策框架（Integrated Policy Framework, IPF），降低主要經濟體貨幣政策外溢效果（spillover effect）及國際政經情勢所帶來的資本移動衝擊，係適當且必要之舉。

本文共分為五個部分，除前言外，第二部分為 SEACEN 會員央行資本移動概況，第三部分為美國貨幣政策作為亞洲資本移動關鍵驅動因素的重

要性，第四部分為小型開放經濟體資本移動管理的挑戰及選擇，第五部分為我國資本移動管理機制，第六部分為心得與建議。

貳、2023 年 SEACEN 經濟體資本移動概況

資本移動係跨境金融交易及投資資金進出情形，促進證券投資組合多樣化及風險分擔，並有助於經濟增長及金融發展。然而，大規模的資本流入及流出可能會對市場造成干擾，導致匯率劇烈波動、資產價格泡沫及過度的信貸擴張。因此，監測及瞭解資本移動最新趨勢及前景，以及背後的驅動因素，已成為資本移動管理的重要步驟。

SEACEN 經濟體對潛在影響資本移動的衝擊表現具相當韌性，同時穩健的政策反應也有助於減緩衝擊影響。大多數經濟體使用利率作為確保物價穩定的主要工具，亦使用其他輔助工具，尤其在美元相對於亞洲貨幣升值的情況下，部分央行採取外匯干預措施減少對外匯市場的衝擊，以降低進口通膨對物價的影響。此外，亦採取總體審慎措施及資本移動措施來管理對金融穩定的不利影響。

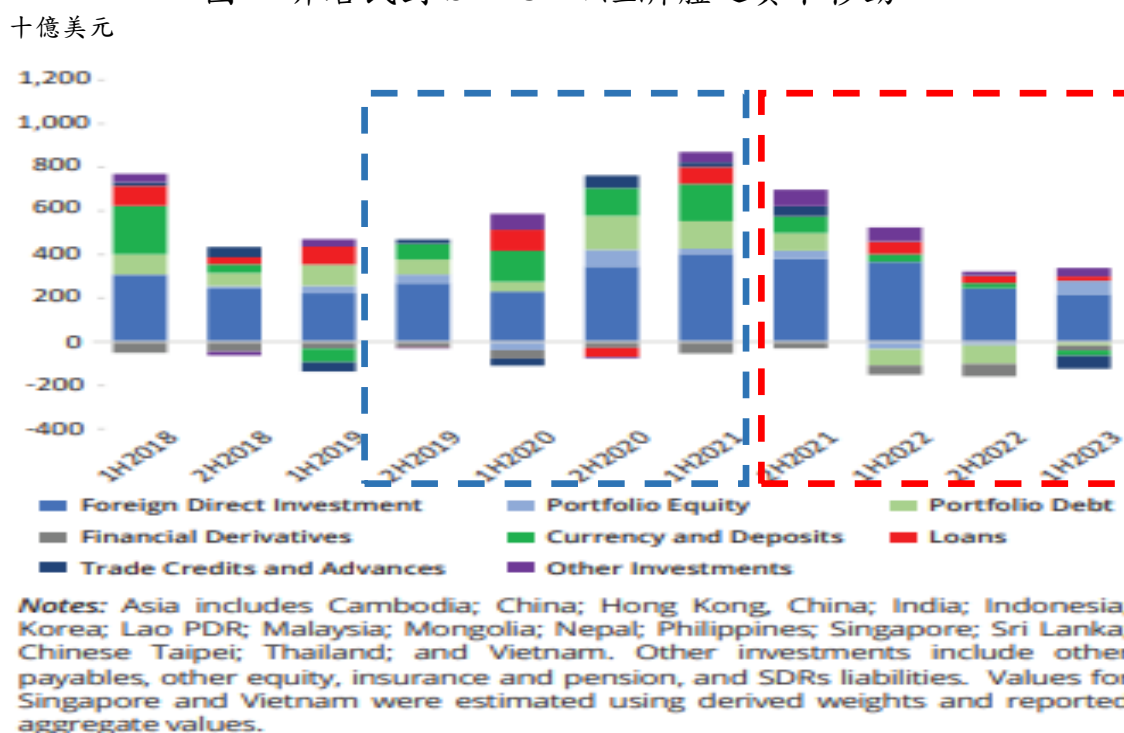
一、SEACEN 經濟體非居民之資本移動情形

2023 年上半年，SEACEN 經濟體持續為資本淨出口方。然而，受地緣政治經濟、氣候變遷及疫後經濟復甦強勁影響，各國央行大多升息以對抗通膨壓力，美歐及部分亞洲經濟體國內利率均調升，居民及非居民的資本移動相較以往有所減少。儘管如此，SEACEN 經濟體的淨外部資產總額仍為正值，但部分經濟體因為負債增加而使淨資產部位惡化。

對非居民的負債淨額主要以外國直接投資、證券（股權及債務）投資組合及借款負債形式存在，負債淨額最多為先進亞洲經濟體（香港、中國、韓國、新加坡及台灣），其次是中國大陸及東協 5 國（印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國及越南）。

非居民每年淨流入 SEACEN 經濟體金額，從 2019 年下半年至 2021 年上半年約 2.4 兆美元，減少至 2021 年下半年至 2023 年上半年的 1.5 兆美元（圖 1），顯示美國貨幣政策所產生之外溢效果影響全球經濟金融¹。Fed 為因應 COVID-19 疫情衝擊經濟，大幅降息至趨近於零的目標區間，此期間 SEACEN 經濟體對於外國投資者的吸引力大增，資本大量流入，惟同時也意味著若資本流入發生突然停止或逆轉，將對 SEACEN 經濟體產生嚴重後果。嗣後 Fed 於 2022 年 3 月啟動升息循環以抑制通膨後，SEACEN 經濟體對於外國投資者的吸引力大減，直接投資金額淨流入金額減少，債務證券投資組合資本則由淨流入轉為淨流出。

圖 1 非居民對 SEACEN 經濟體之資本移動



資料來源：SEACEN

¹美國是當前全球經濟規模最大國家，且美元是主要國際貨幣，美國亦為國際金融中心。

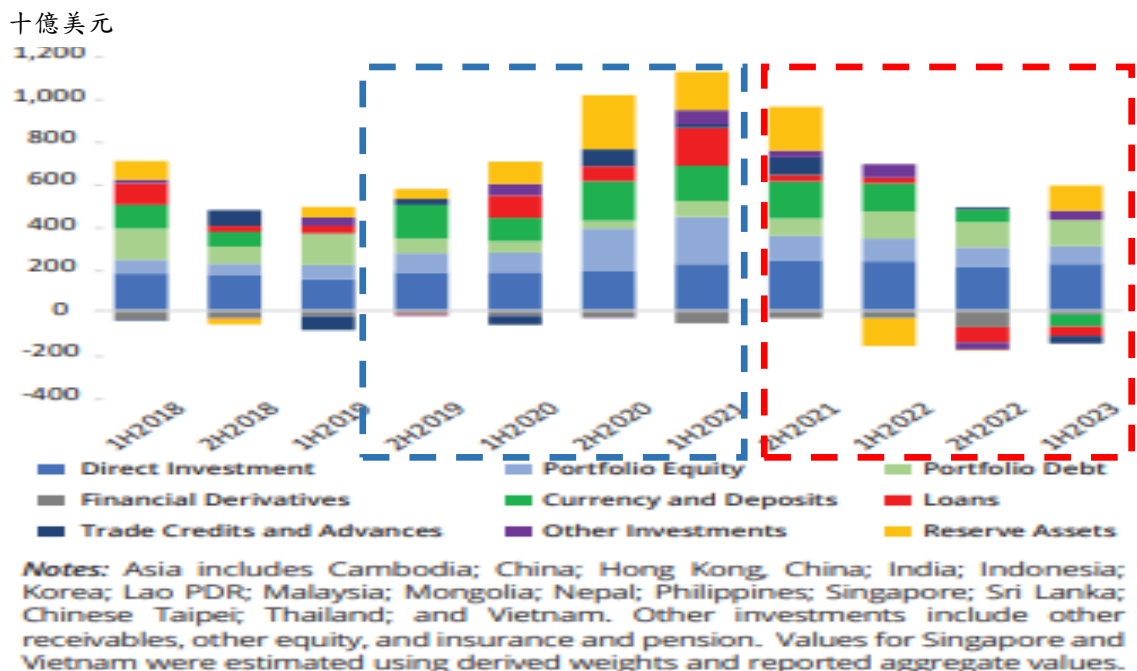
- (1) 美國係全球經濟規模最大國家，GDP 全球占比近 24%，且貿易總額僅次於中國大陸居全球第二，占比近 10%，在全球貿易與實質經濟扮演重要角色。
- (2) 美元為主要國際貨幣，如美元於全球官方外匯存底的幣別占比近 60%，在全球外匯交易量占比近 90%（交易量為成交量之 2 倍，因此所有幣別交易量之占比總與為 200%），對全球外匯市場有重大影響。

二、 SEACEN 經濟體居民之資本移動情形

此外，居民每年淨流出 SEACEN 經濟體金額，亦從 2019 年下半年至 2021 年上半年約 3.3 兆美元，減少至 2021 年下半年至 2023 年上半年約 2.2 兆美元（圖 2），此期間股權證券投資組合資本淨流出減少，債務證券投資組合資本淨流出則增加。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。

居民國外資產淨額以對外直接投資為主，其次是股權及債務證券投資組合資本及官方儲備資產。資產淨額投資最多為先進亞洲經濟體及中國大陸。

圖 2 SEACEN 經濟體居民對外之資本移動



資料來源：SEACEN

參、美國貨幣政策作為亞洲資本移動關鍵驅動因素的重要性

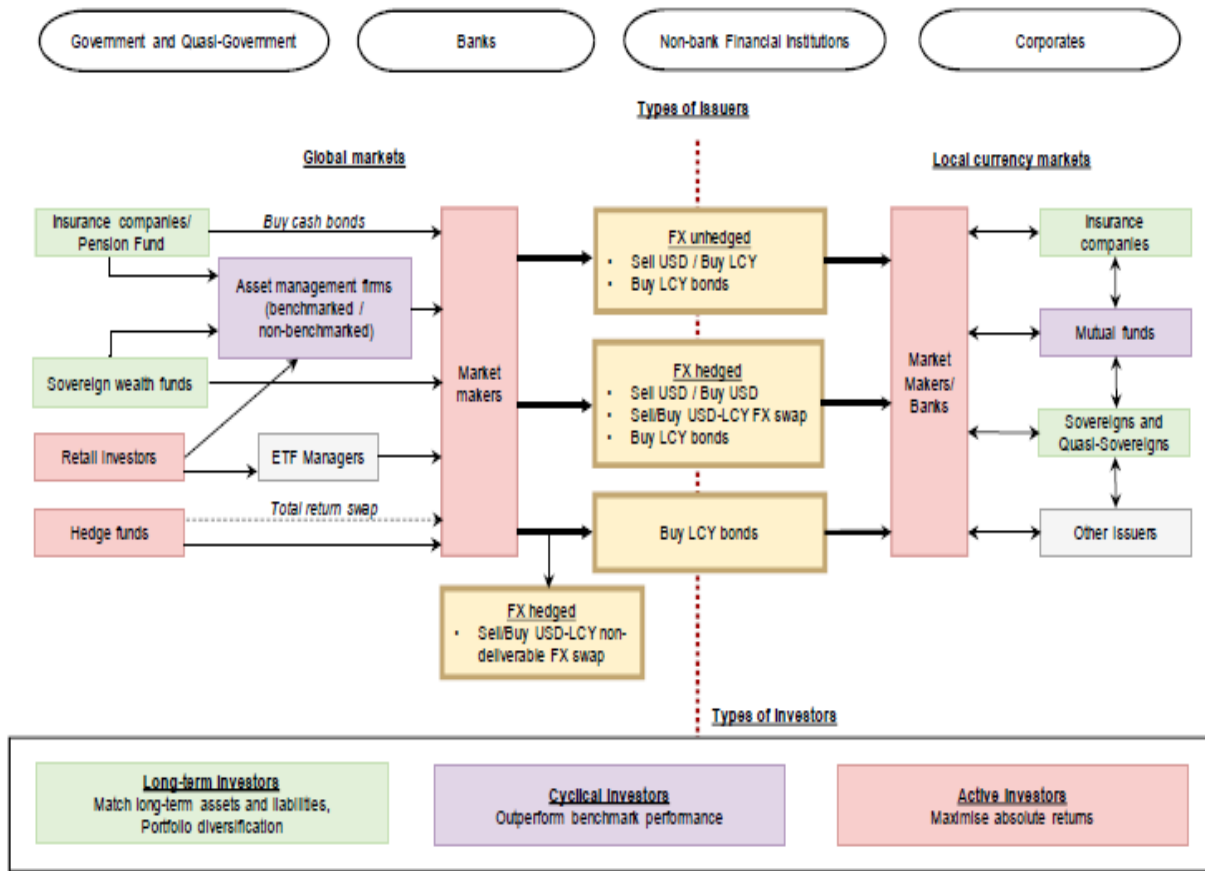
一、2008 年全球金融危機時期，資本大幅流入對新興市場的負面影響

新興市場的資本移動具波動性、順週期性及風險敏感性，自 2008 年全球金融危機以來，由於新興市場經濟成長明顯高於先進經濟體，Fed 實施量化寬鬆 (QE)，歐洲央行 (ECB) 啟動證券市場計畫，加以全球投資者風險偏好較高，新興經濟體歷經多次大量跨境資本流入，帶來諸多負面影響，例如，本幣升值、資產價格泡沫化，以及一旦資本流入突然停止或逆轉引發危機等風險。

由於全球金融危機之後，金融機構所面臨的監管趨嚴，銀行對開展跨境借貸業務更加審慎；加以主要先進經濟體實施 QE，利率處於歷史新低，美元及其他先進經濟體貨幣充足，激勵企業大舉跨境發債籌資，使得新興經濟體的資本流入呈現以下特徵，包括跨境債務證券投資組合資本流入相對 GDP 上升，跨境股權證券投資組合資本流入相對 GDP 比率則下降，以及跨境銀行借貸業務規模縮減等。資本移動的性質逐漸轉變為由非銀行金融部門中介的市場融資，顯著增加資本移動的尾端風險 (Tail Risk)。

該等變化係由全球投資者為追求更高的風險回報，而驅動對新興市場的資產配置。與此同時，新興市場金融逐步深化也引發更高的槓桿及風險承擔，並在風險趨避期間放大衝擊。管理具風險敏感性的資本移動，以及順週期性帶來的總體金融風險，債務及股權證券投資組合資本移動，透過非傳統銀行部門中介渠道加劇利率、資產價格及匯率的波動 (圖 3)。

圖 3 全球投資者及證券發行人之資本移動



資料來源：SEACEN

瞭解投資新興市場的全球投資者本質，及不同類型投資者的行為模式，尤其是在風險偏好及風險趨避期間，俾為總體金融穩定提供有用的決策。基金投資管理機構的重要性日益增長，特別是債券基金，易引發流動性不匹配、短期投資及投資者從眾行為等放大風險為總體金融帶來脆弱性。例如，積極型投資人為追求新興市場資產較高報酬而使用嵌入式槓桿及外匯交易風險承擔，在尾端事件期間可能面臨顯著的贖回壓力。

二、2022 年初，Fed 啟動升息循環貨幣政策之外溢效果

2022 年至 2023 年，隨著美國緊縮貨幣政策，SEACEN 經濟體非居民

資本流入下降，顯示全球利率作為總體資本流入驅動因素的重要性。每當美國政策利率上升，非居民資本流入通常會減少。美國政策利率作為資本流入主要驅動因素的重要性似乎重新浮現，及全球金融循環隨時間演變的重要性。

2023 年美國為抑制通膨壓力多次升息，Fed 在 2023 年四次升息聯邦資金利率，6 個月內累計升息 100 個基點，創下歷史紀錄。同樣地，歐洲央行也升息 200 個基點以控制通膨壓力。SEACEN 經濟體的政策利率大多提高或維持在高位，以控制通膨壓力或將通膨率降至目標水準。在經歷多年的低通膨與低利率後，目前的高利率時期凸顯美國利率在驅動跨境資本流向先進、新興及開發中國家的重要性，與自 2008 年金融危機以來長期低利率形成對比。美國政策利率作為全球資本移動驅動因素的角色再次重要，因其可能影響非居民資本流入新興及開發中國家的規模、數量及波動性。

當美國利率較高時，非居民資本流入往往會減少，換言之，全球高利率將提高新興及開發中國家的資金成本，使借貸成本更高。此外，新興及發展中國家的主權債、銀行及企業的外債償還量也將增加，進而導致債務償還負擔加重。事實上，1980 年代初開發中國家債務危機的原因主要為已開發經濟體的高利率，其中包括美國提高政策利率以降低通膨。由於全球高利率導致借貸成本及違約風險上升，這對全球投資者與銀行造成金融風險，導致其減少海外投資及放款。

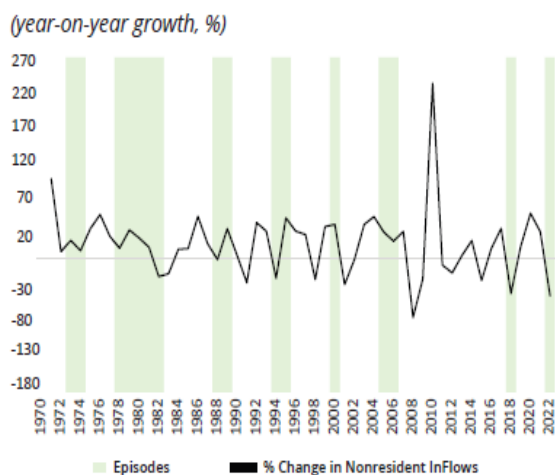
實證文獻提供美國政策利率在推動跨國資本移動的相關性證據。大量關於資本移動的實證文獻使用全球推動（global push）因素（全球金融情勢

變化)及國內拉動(domestic pull)因素(國內金融情勢變化)來評估資本流入的相關決定因素。最常見的推動因素包括全球經濟成長、大宗商品價格、投資人風險趨避程度(以 VIX 衡量)以及外國貨幣政策(包括美國與歐元區)。而拉動因素通常包括國內經濟成長及其他結構性特徵,如資本帳開放、金融發展水準及治理措施的品質。

同時,早期的研究發現(Fernandez-Arias (1996); Calvo et al. (1993)),全球或美國利率下降會引發投資人對報酬率的追求,並提高新興及開發中國家的信用水平,從而增加跨境資本移動。隨著時間的推移,全球(美國)較高的利率與樣本經濟體的資本移動間似乎存在強烈的負相關,即全球利率上升導致非居民資本流入減少。然而,全球政策利率的重要性可能因特定時期而異;同時,由於全球及國內利率分別為非居民資本流入驅動(推動因素與拉動因素)主要因素之一,因此使用利差進行的分析將更加細緻。儘管如此,Ahmed 與 Zlate (2014)表明,較大的利差將造成跨國資本移動的增加,特別是證券投資組合資本移動。

在大多數情況下,美國緊縮貨幣政策立場恰逢高通膨壓力時期,例如1970年代的油價衝擊以及2022年開始的高通膨時期,緊縮期間全球非居民資本移動放緩甚至減速。例如,美國的政策利率從1979-81年開始上調,而全球非居民資本移動成長在1980-81年放緩,最終在1982-83年逆轉(圖4)。由於高通膨,美國在2022年再次升息,同時全球非居民資本流入逆轉約50%。當觀察亞洲地區時,亦呈同樣情形(圖5)。每當美國政策利率上調時,流向亞洲的非居民資本就會下降,在高通膨時期更是如此。

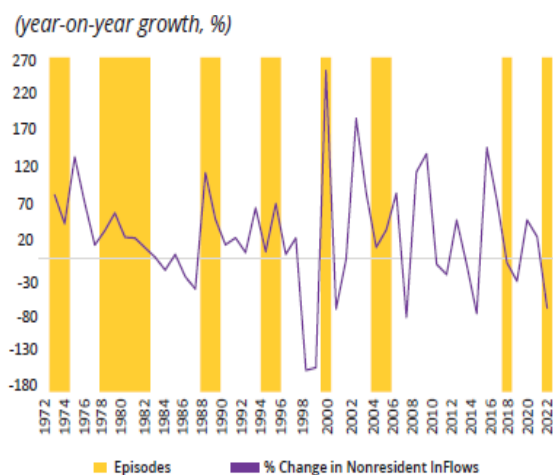
圖 4 美國緊縮貨幣政策對非居民資本移動之變化（全球）



Notes: Shaded bars refer to episodes of U.S. monetary policy tightening. Line refers to the year-on-year growth of total nonresident capital flows for all countries with available data during the period.

資料來源：SEACEN

圖 5 美國緊縮貨幣政策對非居民資本移動之變化（亞洲）



Notes: Shaded bars refer to episodes of U.S. monetary policy tightening. Line refers to the year-on-year growth of total nonresident capital flows for all countries with available data during the period. Asia includes Brunei Darussalam; Cambodia; China; Hong Kong, China; India; Indonesia; Korea; Lao PDR; Malaysia; Mongolia; Myanmar; Nepal; Papua New Guinea; Philippines; Singapore; Sri Lanka; Chinese Taipei; Thailand; and Vietnam, whenever economic and financial data are available.

總括來說，在量化寬鬆政策導致利率多年下降之後，美國政策利率作為資本移動主要驅動力的重要性似乎重新顯現出來，美國升息這個看似單純的政策作為，實際上對全球經濟，尤其是亞洲新興市場，產生了巨大的影響。在全球化的時代，各國經濟體是相互依存的，一國的政策變化可能會波及到其他國家。

三、總結以上內容，歸納出下列重點：

- (一) 亞洲資金外流：當美國利率變高時，全球投資者將資金從風險較高的新興市場（如亞洲）轉移到相對安全的美國市場，這導致亞洲國家的資金外流，對這些國家的經濟成長造成壓力。
- (二) 利率連鎖反應：不僅是美國，其他主要經濟體如歐洲也隨之升息，這表示全球資金成本提高，進一步加劇資金外流的現象。
- (三) 政策外溢效果：過去幾年，全球利率都維持在低點。然而在金融全

球化下，美國升息的影響力比以往更顯著，顯示全球金融市場是緊密相連的，一國的貨幣政策變化會對其他國家產生深遠的影響。

美國政策利率的變化將對跨境投資產生影響，鑑於各國貨幣政策立場的分歧，這可能強化不同步的政策行動，從而引發資本移動的波動。長期高利率可能削弱經濟成長及銀行資產負債表，部分開發中國家報告顯示不良貸款比率的上升及第一類資本對風險性加權資產比率的下降，這些經濟體的高借貸成本及利率，可能抑制經濟成長並對金融穩定構成挑戰。

肆、小型開放經濟體資本移動管理的挑戰及選擇

鑒於資本移動快速變化的環境，政策框架應更加穩健及創新，將貨幣政策與其他政策措施（如總體審慎措施、外匯干預及資本移動管理措施）整合使用。在管理小型開放經濟體資本移動時，單一政策工具往往不足以應對複雜的風險及挑戰。整合貨幣政策、總體審慎措施、外匯干預及資本移動管理措施，能更有效地實現物價穩定、金融穩定及可持續的外部平衡目標。

◆ 外匯干預（Foreign exchange intervention, FXI）：

外匯干預政策在不完美市場條件下，可能更加有效及有利於福利增進，應適當使用。

◆ 總體審慎措施（Macroprudential measures, MPMs）：

總體審慎措施旨在抑制系統性風險，減少金融週期的波動，並在信用及資產繁榮威脅到公共及金融部門資產負債表之前進行抑制。

◆ 資本移動措施（Capital flow measures, CFMs）：

資本移動措施應作為更廣泛政策工具的一部分，因為純粹的國內總體審

慎措施無法完全替代 CFMs。預防性使用資本管制在面臨大量資本流入風險時至關重要。

一、 小型開放經濟體資本移動特性

- (一) 波動性及順週期性：資本移動的波動性及順週期性意味著在經濟狀況良好時資本流入增多，而在經濟狀況惡化時資本迅速流出。
- (二) 風險敏感性及尾端風險性：資本移動對風險的高度敏感性及尾端風險使得在全球金融狀況改變時，資本移動會出現極端變化。
- (三) 市場中介角色的變化：自 2008-09 年全球金融危機以來，資本移動更多係透由非銀行金融部門中介渠道，增加了資本移動的風險。

二、 資本移動對總體金融影響及採行措施

(一) 總體金融脆弱性

自金融危機以來，美元公司債發行量增加，導致債券基金規模迅速增長，同時伴隨市場波動。2020 年 3 月疫情快速傳播及國際油價重挫係導致全球股市崩盤主要原因之一，但最核心的因素為美股在經歷長達 11 年上漲後，全體資產負債表面臨崩潰，在 Fed 緊急降息，造成美國 10 年期公債殖利率急速下跌，全球利率市場的定錨動盪過大，出現不尋常流動性問題與交易機制失靈現象，並衍生信貸、利差迅速擴大，核心債券市場功能嚴重失常，也讓國際社會更加緊迫地解決跨境資本中介機構監管不足的問題。主要新興市場國家的央行積極參與金融穩定理事會的政策討論，特別關注採行新總體審慎工具以抑制非金融公司（特別是國際市場美元債券發行）的風險借貸策略。相關問題還包括當地機構投資者為提升其美元投資組合回報而投資於新興市場企業債務（包括國營企業）的風險。

政策框架需要考慮經濟的順週期性，對銀行施加的資本及流動性比率應考慮全球金融狀況惡化的風險，尤其是美元基準市場收益率上升時引入新國際債券基金規則的情況。國營企業的美元借貸，及上市民營企業的報告需要詳細說明其融資運營所帶來的風險，特別是期間或幣別錯配、表外風險等。

為解決貨幣及期間錯配問題，總體審慎政策範圍將擴展至資本市場融資，原則上，監管機構不鼓勵銀行向沒有相應美元收入的公司提供美元貸款。然而，全球總體審慎政策的一大缺口在於沒有涵蓋由資本市場融資所造成的過度槓桿以及貨幣與期間錯配的風險。例如，前歐洲央行（ECB）副行長 Constancio（2017）表示，除非總體審慎政策能更有效地涵蓋資本市場，否則新的金融危機將無法避免。新的總體審慎措施，如逆週期流動性緩衝，以及對現有政策工具的全面調整，可強化債券基金投資機構的韌性。

國際債券市場的反覆波動加劇貨幣政策的兩難困境。2020 年疫情初期，許多新興市場面臨如何放寬貨幣政策以應對衰退，而不致造成貨幣大幅貶值，從而可能使發行外幣債務之公司陷入困境。在這種情況下，將政策利率降至一定程度可能會對該公司資產負債表造成損害，從而產生緊縮效應，即短期利率越低或為負，對銀行收益的損害越大，從而抵銷了預期的擴張效果。

（二）匯率的角色及外匯干預

在面臨資本外流時，小型開放經濟體匯率採行外匯干預政策，以限制過度的匯率波動，並緩解資產負債表上的幣別錯配影響。資產負債表錯配及金融風險放大係由市場參與者（包括外幣投資者與借款人）行為所造成，

渠等未內化這些風險，從而在整體上成為系統性風險。特別是，個別投資者在危機期間平倉行為，將對匯率波動產生顯著的放大影響，進一步加劇資產負債表壓力。

在資本流入強勁的時期建立外匯存底，並在資本流動逆轉時使用外匯存底來抵抗貶值壓力，可作為新興市場金融機構的重要總體經濟管理工具。週期性繁榮期間高估的匯率增加了金融危機的風險，因此採外匯干預以應對大幅的幣別錯配以減少金融風險，尤其是在外匯現貨及衍生性商品市場深度及流動性不足的情況下，將有助於緩解資本移動對匯率的影響。在全球風險情緒轉變期間，匯率的貶值壓力可透過充足的外匯存底緩解，央行可在外匯存底足夠覆蓋此類需求的情況下，為持有美元債務的銀行提供支持，作為最後貸款人。外匯干預政策與匯率彈性相搭配，符合實際匯率調整的需要；此外，保持匯率彈性以提醒經濟部門管理匯率風險的必要性，這可以對未避險的外幣借貸形成制約，同時限制幣別錯配。

傳統觀點認為，在資本流入的情況下進行外匯干預是合理的，以積累外匯存底，如果外匯存底不足、匯率被高估，外匯干預可以限制過度的匯率波動。儘管新興市場金融機構的外匯市場已經迅速發展，但相比來自多元化投資者、發行人的資本流動，其深度與廣度仍然相對較淺。新興市場亞洲金融機構的央行通常在資金流入激增期間進行干預，以對抗來自週期性投資者的投機性資本流入，這些資本流入與經濟基本面相關性極低，更可能導致突然停止或逆轉，導致顯著的波動與匯率大幅貶值。

外匯干預在新興市場亞洲經常作為政策搭配組合的一部分，鑑於外匯市場淺碟，其主要係建立外匯存底作為應對衝擊的緩衝，並管理由於全球

因素導致的匯率波動。多數小型開放經濟體央行強調，參與外匯市場僅係為確保市場有序運作，減少匯率短期過度波動。但傳統貨幣政策工具在壓力期間可能效果有限，特別是當資本外流帶來尾端風險時（包括外國投資者因退出國內債券市場而造成的賣壓，尤其是債券基金的贖回）。

SEACEN 表示央行係基於下列理由採取外匯干預：

1. 建立外匯存底並管理由全球因素導致的匯率波動；
2. 抵銷匯率變動對通膨或通縮的傳遞效應；
3. 對抗與經濟基本面相關的投機性資本流入，這些流入可能導致突然停止或逆轉；
4. 減少匯率波動，尤其是在貶值壓力時期；
5. 防止貨幣貶值及進一步貶值預期螺旋；
6. 透過對抗匯率的劇烈波動，減少企業部門資產負債表錯配（即幣別及期間錯配）的風險放大；
7. 為淺碟的外匯市場提供流動性。

三、 SEACEN 對政策框架及其操作觀點

在後疫情時代與快速變化的資本移動格局下，需要更強大及創新的綜合政策框架，其中貨幣政策應與其他政策措施（如總體審慎政策、外匯干預與資本移動管理措施）搭配。政策的設計需要確保總體金融穩定，對全球資本移動與風險情緒因素的交互作用變得不過於敏感。此外，考慮到國內外金融週期間的順週期性，美國經濟政策透過美元傳導的外溢效果，需

要進一步考慮適當的政策措施，以及透過政策對話加強全球及區域合作。對於採用通膨目標機制的小型開放經濟體來說，利率政策在管理資本移動的順週期性方面顯得不足，因為通膨及信貸週期已被證明是相互關聯的，因此，物價穩定及金融穩定的工具經常是搭配使用。

除了許多新興市場外，瑞士、以色列及捷克共和國也曾進行大規模的外匯干預，旨在減輕金融市場動盪時貨幣升值的壓力。各國相應機構的政策制定者認為，這些干預成功地削弱了匯率波動程度並促進了實體經濟的增長。例如，以色列前央行行長 Stanley Fischer 曾表示，該行在 2008 年 7 月至 2010 年期間進行的大規模外匯購買，避免出口業受到全球金融危機的衝擊，是以色列經濟衰退為期較短的部分原因。瑞士央行行長 Thomas Jordan 於 2020 年在 IMF 的演講中指出，如未進行外匯干預，則 2010 年中至 2022 年間瑞士可能面臨通縮危機。在這種背景下，外匯干預是除了負利率之外最直接且最有效的工具。

四、 SEACEN 對資本移動管理政策框架觀點

(一) 在公共政策制定的最高層次上，貨幣框架應基於更多的福利理論觀點，可持續性朝向環境、社會及治理（ESG）考量的範疇轉變。因此，公共政策干預將外部性內部化，以增進福利政策，並有效管理目標取捨，建立更具彈性的制度，將資本移動管理政策成為未來整體政策框架的一部分，減輕金融危機帶來的社會成本及資本流入突然停止所帶來的產出損失。

(二) 在總體金融政策方面，提供不同於傳統貨幣政策的工具，以緩衝匯率波動。匯率也是金融變量，對金融市場的失衡敏感，並可能是放

大衝擊，在不完美的市場下，適當使用的外匯干預政策可能更有效並增進福利。

(三) 在管理金融穩定性方面，資本移動管理政策框架強調，必須在信貸及繁榮等金融周期帶來的系統性風險，威脅到整體經濟前進行管理。然而，由於其本質之系統性威脅為“尾部事件”，並代表來自各種渠道的風險聚合。由於量化系統性風險，實現附有時間變異性及有規則的政策，具相當難度，因此，總體審慎政策必須更積極地管理金融週期帶來的系統性風險。

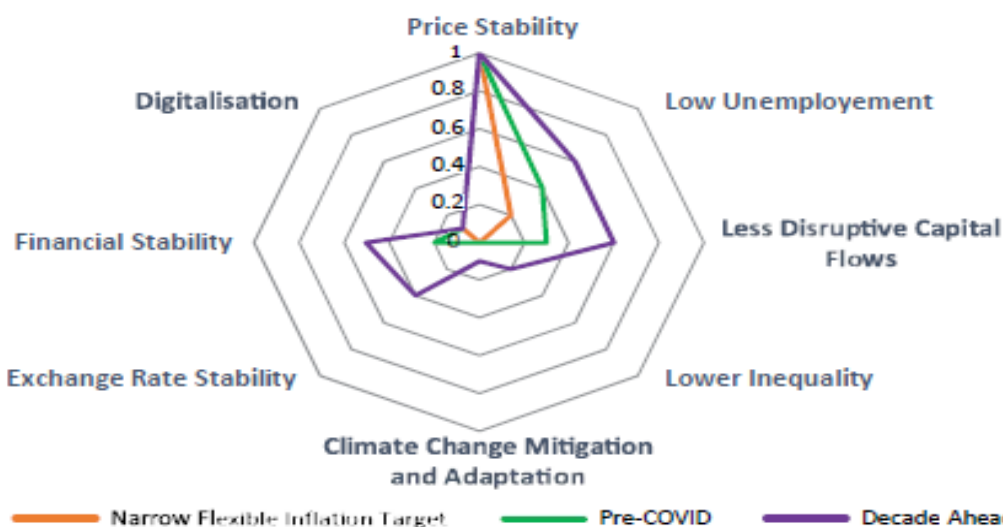
(四) 資本移動措施應成為更廣泛政策工具的一部分，因為純粹的國內總體審慎措施不能充分替代前者，後者較前者更能針對國際資本移動問題的根源，與所有的總體審慎措施一樣，當存在大量資本流入風險時，資本移動管理工具的預防性使用至關重要。事實上，系統性風險通常隨著跨境交互作用及外溢效果的增加而累積。

(五) 隨著更廣泛工具 CFMs 的運用，外匯干預的有效性更加增強。透過 MPMs 與 CFMs 兩項工具組合，可以更容易實現物價穩定、金融穩定及可持續的外部平衡等多重目標。這樣的框架必須足夠彈性，且沒有非常具體的政策規則，以適應尾部不確定性。

央行擁有多個政策目標可能會過度負擔貨幣政策，降低其連貫性，並導致公信力喪失。此外，央行無法持續地僅用一種政策工具（如短期利率）追求並實現多個目標，過度依賴貨幣政策可能會在適當政策涉及其他工具或公共機構時降低其有效性。未來央行或需將更廣泛地目標納入政策考量，從而應對從歷史角度強調的這些新挑戰。

圖 6 顯示央行多重目標的演變及其對未來的潛在影響。橙色線代表小型開放先進經濟體採用狹義通膨目標制的階段，顯示對決策的影響主要在於通膨問題，關注實體經濟中短期（大約一年左右）發展。綠色線顯示貨幣政策框架的擴展，權重放在包括金融穩定、匯率與資本移動等關注點上。隨著時間的推移，大多數央行延長了通膨目標的時間範圍，強調“中期”目標。實際上，這使得央行能夠在短期內對更廣泛的國內及全球經濟發展作出反應。外層的紫色線表明政策任務及其他考慮因素正在快速發展，反映出向更全面的範疇轉變，包括資本移動對社會影響、降低資本移動干擾、減緩或適應氣候變遷等。此外，匯率波動對資產負債表影響也應被納入。

圖 6 SEACEN 中央銀行政策目標蛛網圖



Notes: The weights on different mandates are normalised relative to the inflation goal. This graph illustrates the more complex weighting scheme required for trading off a wider range of mandates. Maximising the welfare of its country also factors in implications for credibility, accountability, and transparency.

Source: Andrew Filardo and The SEACEN Centre

資料來源：SEACEN

因此，在不完美市場中進行外匯干預，以管理因供需不平衡而導致匯率大幅波動，可增進社會福利。由於跨國間的相互影響及外溢效果會造成系統性風險，將資本流動管理措施作為更廣泛工具的一部分可以提高外匯干預的有效性。

五、 貨幣政策三大支柱架構

許多 SEACEN 與其他小型開放型經濟體的貨幣政策已經演變為三大支柱架構（圖 7），這是較僅關注通膨目標而更全面的貨幣政策觀點。因此，三支柱架構在制定貨幣政策時，需考慮更為複雜的取捨運用。

圖 7 貨幣政策三大支柱架構



Note: Each of the three pillars represents key mandates for a monetary policy framework.
Source: Author's elaboration.

資料來源：SEACEN

第一支柱代表貨幣政策的傳統短期總體經濟穩定任務。物價穩定是貨幣政策的主要關注點。在許多方面，穩定的經濟活動是保持通膨目標的關鍵。但當通膨預期非常穩定時，央行可能會抓住機會將經濟回推到其可持續的軌道。歷史也清楚地表明，當央行過於關注產出而忽視通膨時，通膨及產出波動都會增加。

第二支柱針對與國內金融穩定相關的中期風險，但並不限於此。目前普遍接受央行應該在確保金融穩定方面發揮關鍵作用，許多央行也已採用金融穩定任務。全球金融危機讓人們深刻認識到，如 White (2006) 論證僅追求物價穩定不足以實現整體經濟與金融穩定。

第三支柱針對匯率波動與資本移動帶來的特殊挑戰。顯然，匯率與資本移動對物價穩定及金融穩定有相當程度的影響；然而，同樣明顯的是，匯率與資本移動與價格及金融穩定之間的聯繫是非線性且不確定的，鑑於其複雜性，貨幣政策中應對匯率過度升貶（即與總體經濟基本面不一致）及資本移動波動給予特殊處理。

幾十年來，幾乎所有央行都將物價穩定的操作擴展為更具彈性的定義，彈性的通膨目標強調在中期內保持通膨在一定範圍內的重要性。在這種體系下，央行可以在應對短期經濟與金融市場變化時允許一定的彈性。這種更彈性方法的論點係基於以下假設：只要通膨偏離目標是暫時的，中期通膨預期保持穩定，則經過校準的短期自由裁量貨幣政策，將改善整體經濟與金融穩定。

更大貨幣政策彈性還反映央行在應對 2007-08 年全球金融危機方面的經驗，從那時起，央行在設定政策時更加關注金融穩定條件。這一劇烈事件讓央行深刻體認到，穩定的通膨不足以確保整體經濟與金融穩定 (White, 2006)。金融穩定目前被認為是通膨穩定的前提條件，大多央行依賴總體審慎工具來防範金融系統風險，其他央行則透過將金融穩定納入貨幣政策動機的一部分，以補充其貨幣政策框架。

資本移動不僅令實現物價穩定變得更加困難，也更難以確保國內金融

穩定，因此，央行大量依賴外匯干預來緩衝匯率波動；另源自於套利交易動機亦對匯率波動產生顯著作用，而這些動態可能導致資本移動的急劇逆轉。傳統上，央行通過買賣外匯資產進行干預；近年來，央行擴展了其他方法，包括買賣匯率衍生性商品。

最後，貨幣政策在應對資本移動方面的未來角色，必須在使用資本移動管理工具及其他總體審慎工具的背景下權衡。SEACEN 經濟體在過去經驗已經證明，系統性及先發制人的資本移動管理工具部署，可以改善金融穩定條件，並為央行的總體經濟決策取捨提供更多空間。同時，透過外匯干預等系統性的貨幣政策回應資本移動（透過匯率渠道或總流量渠道）可以實現金融穩定目標。換言之，不同的工具在追求經濟與金融穩定方面是互補的。

過去 30 年來，全球央行的主要焦點是物價穩定。然而，隨著時間的推移，央行意識到狹隘的通膨目標框架不足以確保更廣泛的社會福利，即經濟及金融穩定，在新興市場經濟體中尤為明顯。未來的挑戰對於所有央行，特別是在最近國際通膨激增的背景下，將是更廣泛、全面的貨幣政策框架是否能持續實現物價穩定，同時達成其他從屬的政策目標。對於 SEACEN 經濟體而言，這樣的挑戰尤為重要，因為資本移動的環境可能會持續存在甚或加劇。

伍、我國資本移動管理機制

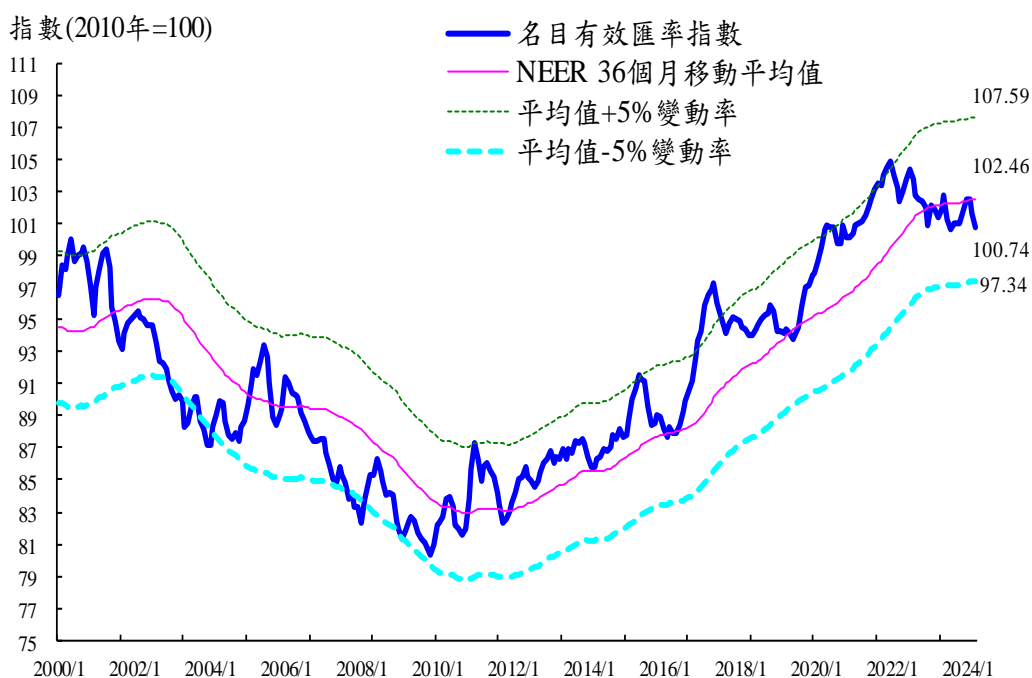
一、因應國內外經濟金融情況，維持新台幣匯率動態穩定

我國為小型開放經濟體，貿易依存度高，且資本移動十分頻繁；若匯率過度波動，將不利國內經濟與金融穩定。此外，我國不是 IMF 會員國，

在發生金融危機時，無法獲得其奧援，更加凸顯維持新台幣匯率穩定的重要性。且由於經濟金融情勢瞬息萬變，新台幣匯率不可能一直固定在一個特定水準，必須因應國內外經濟金融實況，維持新台幣匯率的動態穩定，以反映基本經濟情勢。

央行必要時調節匯市，旨在減緩匯率過度波動，而非扭轉趨勢。就短期間或長期趨勢而言，新台幣對美元匯率有升有貶，呈雙向波動，具有彈性。自 2000 年以來至 2024 年初，新台幣名目有效匯率（NEER）大致維持在過去 36 個月移動平均值上下 5% 的範圍內（圖 8），以反映基本經濟情勢。

圖 8 新台幣名目有效匯率指數月資料



註：匯率的時間數列（O）= 趨勢值×循環性因素×季節性因素×不規則因素，即 $O = (\text{Trend}, T) \times (\text{Cyclical}, C) \times (\text{Seasonal}, S) \times (\text{Irregular}, I)$ 。央行在外匯市場的調節並非扭轉匯率的長期趨勢，而是在匯率變動過大時，減緩其變動幅度，即減輕 C、S 及 I 之影響。

資料來源: BIS

二、 因應資本移動之外匯管理機制

自 1990 年以來，我國開放資本帳，跨境資本交易金額相對商品貿易收支金額由 1990 年之 0.6 倍大幅升至 2022 年之 9.9 倍，顯示短期跨境資本移動已成為影響新台幣匯率之重要因素。特別是大國的貨幣政策會透過短期資本移動形成強大的國外金融衝擊，既不利於其他國家貨幣政策自主性的達成，也無助於金融穩定與經濟發展。為於國內外匯市場供需失衡且新台幣匯價過度波動時，視情勢進行雙向調節，央行建有外匯管理機制，簡述如下：

(一) 大額資金進出通報，掌握匯市供需

運用大額結匯即時通報系統及申報匯入出資料，掌握及分析資金進出情形，若發現異常，即時採取導正措施。平日央行亦會進行外匯稽核管理，若有違反外匯相關法規情事，就會即時查核或立即糾正，如查核發現有故意不申報、申報不實或利用他人額度申報結匯，也將移送相關主管機關查處。

(二) 外資投資國內證券資金管理

外資投資國內證券之資金進出，占國內匯市交易比重達 7 成，因此，為避免外資（熱錢）大量進出台股而衝擊匯市穩定，我國對外資訂有匯入資金須依規定專款專用於投資國內證券、不得辦理新台幣定期存款、投資公債與貨幣市場工具等合計金額不得超過其淨匯入資金之 30%，以及外資從事國內期貨及借券交易應以外幣提撥保證金或現金擔保品等管理措施，避免外資炒作新台幣匯率。

(三) 外匯指定銀行加強匯率風險管理

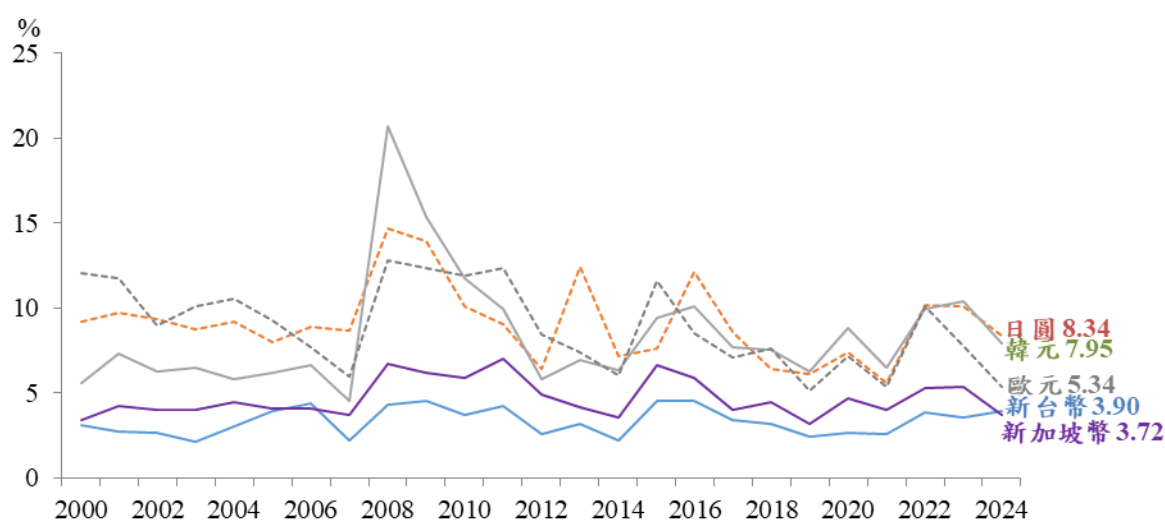
我國採行法定流動準備率與期差配置規定等流動性管理工具外，另

亦採行其他措施以監控金融機構的流動性發展動態。銀行應建立健全之流動性風險管理機制，以維持適足之流動性，並確保於日常與特定壓力情境下具充足資金以履行其支付義務；外幣應有獨立之流動性概述，獨立進行壓力測試，並據以擬定流動性短缺之緊急應變計畫。

三、 新台幣對美元波動度小於其他主要貨幣

台灣為小型開放經濟體，貿易依存度高，且外匯市場屬淺碟型，維持新台幣匯率相對穩定有其必要性。長期以來，新台幣對美元波動度多小於新加坡幣、歐元、日圓、韓元及澳幣等主要貨幣，有利廠商之報價與營運，亦有助國內金融穩定與經濟成長（圖 9）。

圖 9 主要貨幣對美元匯率之年平均波動度



註：1.各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去 20 天期之標準差（並將其年率化）。
2.波動幅度愈大，表示該幣別之匯率走勢較不穩定。
3.2024 年平均波動度係該年 1/2 至 6/7 日資料平均。
資料來源：中央銀行

陸、心得與建議

一、國際重大金融事件對投信海外基金流出及流入之影響

截至 2024 年 6 月底止，國內證券投資信託公司海外基金發行規模從 2020 年底的新台幣 2.82 兆元(跨國股權及跨國債務類型分別為 0.84 兆元及 1.98 兆元)，成長至 2024 年 6 月底之新台幣 4.55 兆元(跨國股權及跨國債務類型分別為 1.46 兆元及 3.09 兆元)，增加新台幣 1.73 兆元或 61.35%，主要係跨國投資債券型指數股票型基金規模從新台幣 1.26 兆元成長至新台幣 2.54 兆元，增加新台幣 1.28 兆元或 101.59%。

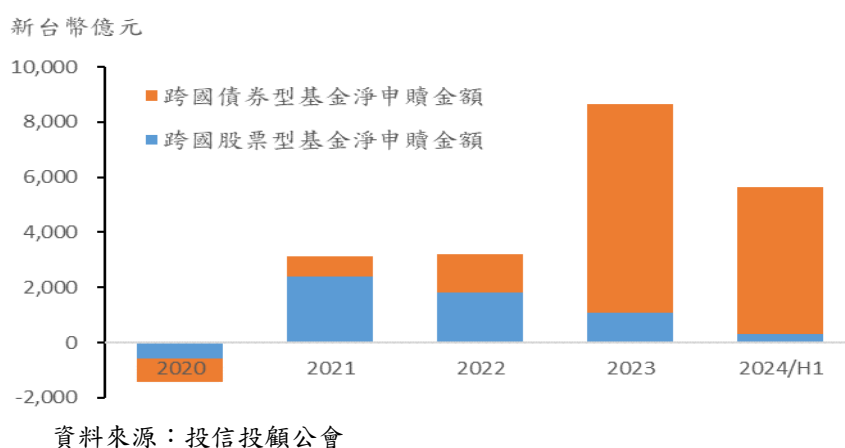
觀察國內證券投資信託基金之跨國股權型基金之淨申贖金額，2020 年初因 COVID-19 疫情全球股市暴跌，國人投資跨國基金呈現淨贖回(淨流入)約新台幣 1,400 億元；隨著疫情造就各地封城，居家辦公人口為雲端伺服器及筆電等相關產品創造龐大需求，加以元宇宙、環保概念股如電動車等題材不斷湧現，推動那斯達克指數由 2020 年 3 月之低點上漲至 2021 年底之高點，2021 年至 2022 年跨國基金均呈淨申購(淨流出)約新台幣 3,000 億元。

嗣後 2022 年 3 月 Fed 啟動升息循環，美國債券殖利率攀升，債券價格下跌，投資人逢低布局，除獲得較高債息分配外，亦期賺取降息後之資本利得，致 2023 年及 2024 年跨國債券型基金呈現大量淨申購(淨流出)現象，金額分別約為新台幣 7,600 億元及 5,300 億元(圖 10)。

投資人藉著跨國投資，可以降低其投資組合的風險，但跨國投資也導致新興國家的股、匯市場系統風險程度的上升。世界各國的經濟發展在全球化的趨勢中早已密切融為一體，各國的經濟表現不再可能獨立於國際經

濟情勢的變化，在受到市場事件的影響時，更需要彈性的政策消弭對金融市場帶來的影響。近二十年來發生許多國際重大金融事件，國際資本移動的影響成為其中重點討論議題，亦即透過分析與研究了解國際資本的特性對於預期、管理、引導方向都具重要意義。

圖 10 投信公司海外基金資本移動情形



上述資本移動情形應證當政經情勢發生重大變化，或主要國家貨幣政策操作所產生之外溢效果，將影響全球經濟金融，我國為一小型開放經濟體，外匯市場屬淺碟型，出口占 GDP 比重達 6 成以上，對外貿易依存度之高可見一斑，故維持新臺幣匯率相對穩定有其必要性，匯率波動度小將有利廠商報價與營運，亦有助於國內金融穩定與經濟成長。

二、 關注先進國家貨幣政策外溢效果對金融機構之衝擊

2008 年金融海嘯前，壽險業資產約新臺幣 8.7 兆元，當時全球利率普遍往下，銀行存款利率相較壽險業儲蓄型保單宣告利率低，資金紛紛湧向保單投資，2023 年底壽險業資產已成長至新臺幣 34.9 兆元，占金融機構資產比率則由 2007 年之 22.08% 成長至 33.27%。

壽險業對保戶承諾為長期、逐年撥付，資金來源主要為長期保險負債，為配合負債特性，資產配置亦多以長期投資為主，受限於國內長天期工具固定收益標的少，業者轉投資國外金融商品，投資標的以公債及投資等級債為主，且投資地區多集中於美國，截至 2023 年底，壽險業可運用資金約新台幣 31 兆 2,480 億元，已投資國外總額 21 兆 8,578 億元，國外投資比重達 69.95%，其中逾 9 成為美元資產。

Fed 為抑制通膨危機，自 2022 年 3 月啟動升息循環以來，至 2023 年 6 月底止已連續 10 次升息，累積升息 20 碼（500bp），聯邦基金利率來至 5%-5.25% 區間，美國 10 年期公債殖利率亦從 2022 年 3 月之 1.8250% 最高陡升至 2023 年 10 月之 4.9898%，壽險業持有之債券部位產生鉅額評價損失，導致其淨值大幅下滑。

壽險業近年為逐步接軌國際規範，壽險業轉銷售保障型等利率敏感度較低之保險商品，造成保費收入減少，而升息導致保戶解約傳統型保單，轉進銀行美元優利定存或外國債券投資，則致保險給付增加。

低利率時代，儲蓄險使得壽險業獲利大增，惟當利率驟升，保戶資金轉抱銀行外幣優利定存或美債而加速解約保單，罕見自 2023 年 2 月至本年 6 月出現保險給付大於保費收入情形（期間僅 2 個月為保險資金淨流入），該流動性困境起因於 2022 年 Fed 展開激進升息，美債殖利率急速衝高，致保費收入減少而保險給付增加。

美國緊縮貨幣政策對我國壽險業資產負債表產生兩大影響，因急遽升息致債券價格下跌，產生鉅額評價損失，導致壽險業淨值大幅下滑；另壽險業可運用資金國外投資占比將近 7 成，存在資產負債幣別錯配情形，如遇新台幣匯率大幅升值，將致兌換損失增加，影響其財務體質。

柒、參考資料

1. The SEACEN Centre (2023), “Challenges and Options in Managing Capital Flows for Small, Open, and Financially Integrated Economies.”
2. The SEACEN Centre (2023), “Capital Flows Monitor 2023”, Dec. 2023
3. 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。
4. 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。
5. 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。