

出國報告（出國類別：開會）

參加 SEACEN 舉辦之「第17屆
SEACEN 資本移動專家小組會議」
出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：曹體仁/處長

許碧純/研究員

黃麗蓉/三等專員

派赴國家/地區：馬來西亞

出國期間：114年7月13日至7月15日

報告日期：114年10月3日

摘要

過去數十年間，隨全球金融情勢變化、新興市場資產類別快速發展及新興亞洲經濟體經濟成長，新興亞洲市場之跨境資本流動顯著增加，其中非居民資本流入及居民資本流出之組成亦產生結構性改變。新興亞洲市場（尤其是小型、開放、金融高度整合之經濟體）長期面臨跨境資本移動挑戰，其資本移動具高波動、順循環、對全球金融情勢與流動性風險高度敏感，以及因時而異之尾部相關性等特徵，尋求適當政策以平衡龐大跨境資本移動之風險與益處，係為新興亞洲經濟體貨幣主管機關之重要議題。

川普政府於2025年1月上任以來，以「美國優先」為核心推動經貿及外交政策，除對進口鋼鐵、鋁材及汽車加徵關稅，於2025年4月2日宣布將向貿易對手國加徵10%至50%不等之對等關稅（Reciprocal tariff），影響全球貿易摩擦升高、加速國際供應鏈重組；此外，隨美中貿易對抗延續、俄烏戰爭僵持，以哈衝突恐進一步擴大為區域對抗，近年全球地緣政治風險持續升高，加以部分國家貿易保護主義抬頭，國際貿易模式與投資監管環境持續調整，重塑全球貿易、經濟及金融之聯結，全球經濟及通膨前景不確定性隨之增加，影響國際投資情緒及跨境資金移動樣態。

SEACEN 建議，小型、開放及高度金融整合之經濟體應採結合貨幣政策、總體審慎措施、外匯干預及資本流動管理措施等整合式政策框架，強調相關政策措施應具預防式、韌性及靈活度，以有效因應資本流動之尾部風險。為因應近期美國關稅政策及全球地緣政治風險攀升等外部衝擊，本次研討會各會員代表並就外匯市場及跨境資本移動管理之實務經驗，進行充分意見交流，提供制定相關貨幣及管理政策之參考。

目錄

壹、過程與目的.....	1
貳、近年 SEACEN 經濟體跨境資本移動情形	2
參、新興亞洲市場之資本移動結構.....	6
肆、SEACEN 經濟體資本移動管理政策	17
伍、心得及建議.....	22
陸、參考資料.....	24

壹、過程與目的

職等奉派於本（2025）年 7 月 13 日至 15 日赴馬來西亞吉隆坡參加東南亞國家中央銀行聯合會（The South East Asian Central Banks, SEACEN）研究與訓練中心（The SEACEN Center，下稱 SEACEN 研訓中心）舉辦之「第 17 屆 SEACEN 資本移動專家小組會議」，共有 14 個會員指派代表出席（SEACEN 共 19 個會員，中國人民銀行、越南國家銀行、尼泊爾國家銀行、緬甸中央銀行及巴布亞紐幾內亞中央銀行等 5 個會員未派員出席會議），包含 SEACEN 代表在內，與會者共計 23 人。

本次會議間，SEACEN 揭露 SEG Capital Flows 資料庫使用情形與改版意見調查結果，該資料庫旨在彙整會員央行或貨幣主管機關統計之資本移動數據，作為各會員執行貨幣政策之參考。SEACEN 研訓中心執行主任 Dr. Cyn-Young Park 於會中發表「地緣經濟不確定性、金融風險與區域合作角色（Goeconomic Uncertainties, Financial Risks and the Role of Regional Cooperation）」專題演講，分析近期 SEACEN 經濟體資本移動及趨勢觀察，指出全球貿易政策不確定性上升影響該區域通膨及經濟發展前景，強調應藉區域合作提升整體金融韌性、強化亞洲銀行體系之重要性。

此外，為因應近期美國關稅政策及全球地緣政治風險攀升等外部衝擊，各會員代表就外匯市場及跨境資本移動管理之實務經驗，進行充分意見交流；SEACEN 研訓中心並於會後發布「2025 年最新資本流動管理報告（SEACEN Capital Flows Monitor 2025 Update）」，揭露截至 2025 年上半年 SEACEN 經濟體相關資本移動情形，以區域視角檢視跨境資本移動影響因素及趨勢，提供 SEACEN 會員制定相關貨幣及資本移動管理政策之參考。

本文共分為六章，除過程與目的外，第二章為近年 SEACEN 經濟體跨境資本移動情形，第三章為新興亞洲市場之資本移動結構，第四章為 SEACEN 經濟體資本移動管理政策，第五章為心得與建議，第六章為參考資料。

貳、近年 SEACEN 經濟體跨境資本移動情形

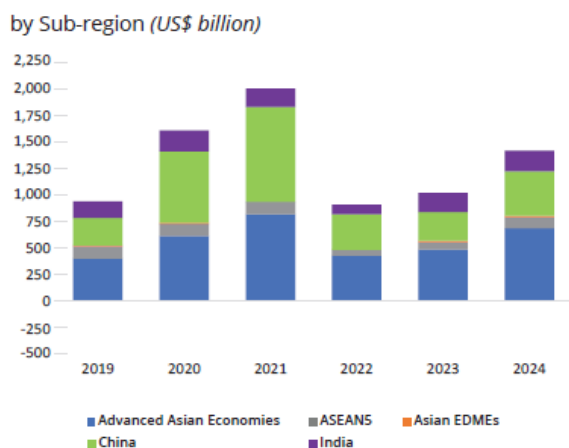
一、2024年 SEACEN 經濟體跨境資本移動顯著復甦

歐美主要經濟體經歷後疫情時期之經濟復甦，加以全球供應鏈緊縮、勞動力緊張及能源價格上漲等因素，帶動通膨水準顯著走升。為抑制通膨，Fed 自2022年3月起啟動升息循環，於2023年7月將聯邦資金利率目標區間升至5.25%至5.50%後，維持限制性利率水準，歐洲央行（ECB）隔夜存款利率亦於2023年9月升至4%高位；歐美主要經濟體之高利率環境影響新興亞洲市場對國際資本吸引力有所下降，跨境資本移動於2022年至2023年期間顯著降溫。

依 SEACEN（2024）統計，2022年至2023年期間 SEACEN 經濟體平均非居民資本流入規模占該區域 GDP 比重為1.7%、居民資本流出規模占該區域 GDP 比重為3.4%，均低於新冠疫情前（2018年至2019年平均非居民資本流入占 GDP 比重4.1%、居民資本流出占 GDP 之4.4%）以及疫情期間（2020年至2021年平均非居民資本流入占 GDP 比重5.2%、居民資本流出占 GDP 之7.1%）之平均水準。

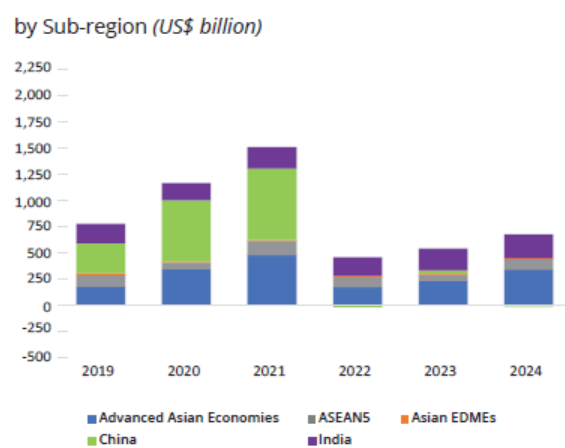
至2024年，全球主要經濟體通膨壓力多已有所趨緩，各國政策利率得以重新校準，加以 SEACEN 區域經濟成長穩健、金融市場表現持續改善，雖 Fed 貨幣政策前景及美國大選結果仍存不確定性，全球投資人避險情緒尚屬溫和，2024年 SEACEN 區域之跨境資本移動顯著復甦（圖1、2）。

圖1：SEACEN 居民資本流出



資料來源：SEACEN（2025a）

圖2：SEACEN 非居民資本流入



資料來源：SEACEN（2025a）

2024年 SEACEN 經濟體非居民資本流入較2023年成長約22%至 6,610 億美元，居民資本流出則較2023年成長近39%至1兆4,150 億美元，整體淨資本流出約為7,540億美元。

二、2024年 SEACEN 經濟體跨境資本移動分析

隨 SEACEN 經濟體經常帳餘額持續累積，其居民資本流出金額多高於非居民資本流入金額，金融帳淨資產逐年成長，係為淨資本流出方，惟區域內各經濟體仍有所差異，其中我國、中國、香港、韓國、尼泊爾、新加坡及泰國為淨資本流出，柬埔寨、印度、印尼、馬來西亞、蒙古及菲律賓則為淨資本流入。

非居民資本流入方面，2024年 SEACEN 非居民資本流入於各國見顯著差異，多集中於先進亞洲經濟體（我國、韓國、新加坡及香港）、印度及東協五國（印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國及越南），其中先進亞洲經濟體非居民資本流入自2023年2,300億美元增至約3,370億美元（占 SEACEN 非居民資本流入51%），印度自2,110億增至約2,250億美元（約占34%），東協五國則自620億美元增至約1,010億美元（約占15%）；非居民資本流入組成以外人直接投資（FDI）為主，其次為債券投資及貨幣存款。

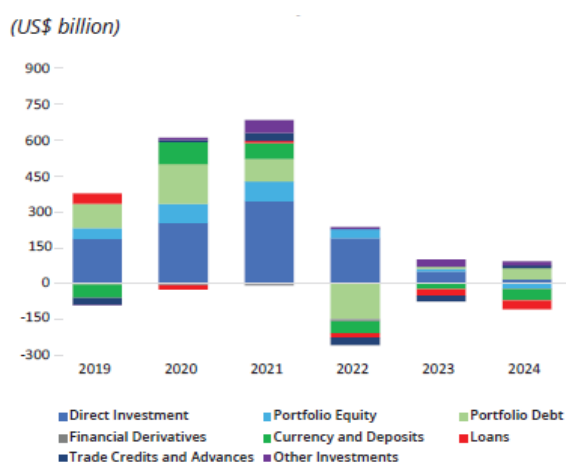
過往中國為外國資本於 SEACEN 區域之主要投資對象（以直接投資及證券投資為主，圖3），其外人直接投資規模並於2021年創歷史新高；惟於後疫情時代因經濟復甦不如預期、政策監管環境不確定性等因素，中國之外人直接投資規模於2022年至2023年間顯著縮減，至2024年仍未見復甦，加以非居民證券投資及貨幣存款亦有所減少，使中國之非居民資本流入金額自2023年之280億美元轉為流出120億美元。

居民資本流出部分，2024年 SEACEN 居民資本流出多集中於先進亞洲經濟體、中國及印度，其中先進亞洲經濟體居民資本流出年增42%至6,850 億美元（占 SEACEN 居民資本流出之48%），中國因對外證券投資部位回升，居民資本流出規模增至4,220億美元（約占30%），印度則增至1,940億美元（約占14%）；新興發展市場經濟體（汶萊、柬埔寨、寮國、蒙古、

尼泊爾及斯里蘭卡）則自2023年之140億美元略降至130億美元。

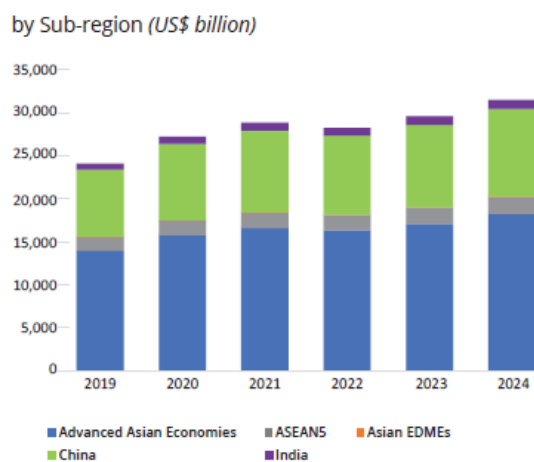
整體而言，2024年底 SEACEN 經濟體國際投資資產總額約為32兆美元，且多集中於部分經濟體（圖4），其中先進亞洲經濟體共持有18.2兆美元，中國持有10.2兆美元，兩者即占整體 SEACEN 國際投資資產總額近90%；其組成主要為對外直接投資（9.6兆美元）、央行外匯存底（6.5兆美元）、證券投資股權（4.7兆美元）、證券投資債務（3.7兆美元）以及貨幣和存款（3.1兆美元）等。

圖3：中國之非居民資本流入組成



資料來源：SEACEN（2025a）

圖4：SEACEN 國際投資資產



資料來源：SEACEN（2025a）

三、2025年 SEACEN 經濟體資本移動預估

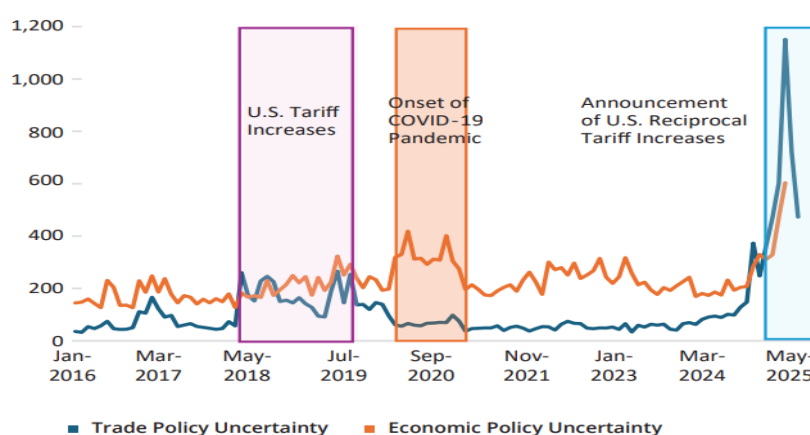
川普政府於2025年1月上任以來，以「美國優先」為核心推動經貿及外交政策，除對進口鋼鐵、鋁材及汽車加徵關稅，於2025年4月2日宣布將向貿易對手國加徵10%至50%不等之對等關稅（Reciprocal tariff），並一度將對中國關稅上調至145%，其後美中雙方於同年5月達成暫緩互徵高額關稅協議，惟貿易政策不確定風險仍居高位。

本次會議間，SEACEN 研訓中心執行主任 Dr. Cyn-Young Park 發表「地緣經濟不確定性、金融風險與區域合作角色（Goeconomic Uncertainties, Financial Risks and the Role of Regional Cooperation）」專題演講，指出自2016年首任川普政府以來，媒體對貿易政策不確定性之關注度逐漸提升，Fed 統計「貿易政策不確定性指數（Trade Policy Uncertainty

Index)」¹於2018年美中貿易戰期間顯著上揚（圖5），並於2025年4月對等關稅政策宣布後急遽攀升至歷史新高，顯示全球貿易政策不確定性已大幅提升。

美國關稅政策影響全球貿易摩擦升高並加速國際供應鏈重組，而川普政府以關稅作為貿易談判工具，他國後續可能之報復性關稅與出口管制等連鎖反應，使政策不確定性風險居高不下，恐令全球經貿環境及金融市場陷入數月以上之混亂時期，加以俄烏衝突延續及中東地緣政治風險升級，均對全球經濟成長及通膨前景造成壓力，進而影響國際投資情緒、金融市場波動及跨境資金流向；而新興市場則因其市場結構特性，面臨匯率波動與資本移動管理之重大挑戰。

圖5：貿易政策不確定性指數



Notes: Economic policy uncertainty index refers to global uncertainty. Trade policy uncertainty computed following Caldara, Iacoviello, Molligo, Prestipino and Raffo (online). Higher values mean higher uncertainty.

資料來源：Fed、SEACEN（2025c）

依 SEACEN（2025a）預期，2025年 SEACEN 經濟體整體仍將呈經常帳順差、淨資本流出，惟因經常帳順差縮減，其淨資本流出規模或較2024年有所減少。此外，全球貿易政策不確定性與地緣政治等下行風險將持續影響該區域經濟成長前景及跨境資本流向，而各經濟體間之分化態勢預計仍將延續。

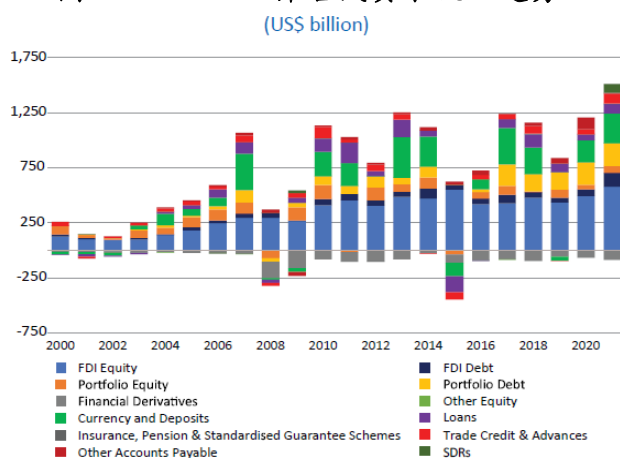
¹ 貿易政策不確定性指數係由 Fed 國際金融研究學者 Dario Caldara 等5名經濟學家，依據 Boston Globe、Chicago Tribune、Guardian、Los Angeles Times、New York Times、Wall Street Journal 及 Washington Post 同時出現貿易政策及不確定性相關術語頻率所構建之指數。

參、新興亞洲市場之資本移動結構

一、非居民資本流入結構及趨勢

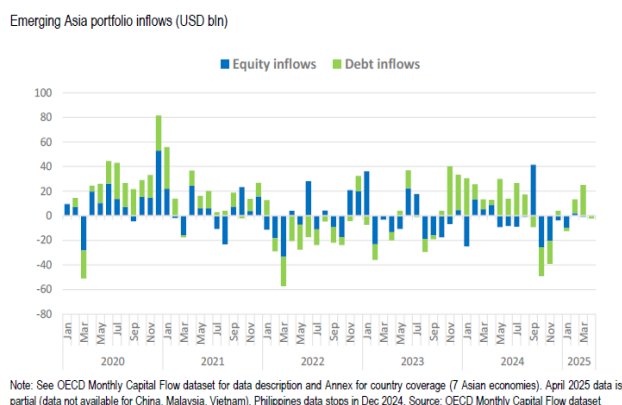
隨全球金融情勢變化、新興市場資產類別快速發展及新興亞洲經濟體經濟成長，過去數十年間流入新興亞洲市場之跨境資本顯著增加。以 SEACEN 經濟體為例（圖6），每年非居民資本流入平均規模由2000年至2010年間約4,000億美元，大幅成長至2011年至2021年間逾9,000億美元，加以新興市場（尤其是亞洲小型、開放、金融高度整合經濟體）長期面臨跨境資本移動挑戰，其資本移動具高波動、順循環、對全球金融情勢與流動性風險高度敏感，以及因時而異之尾部相關性（time-varying tail dependence，即於市場承壓時短期鉅額流出風險顯著上升之極端資本流動不對稱）等特徵（圖7），尋求適當政策以平衡龐大跨境資本移動之風險與益處，係為新興亞洲經濟體貨幣主管機關之重要議題。

圖6：SEACEN 非居民資本流入趨勢



資料來源：SEACEN（2023）

圖7：新興市場非居民資本波動情形



資料來源：OECD（2025）

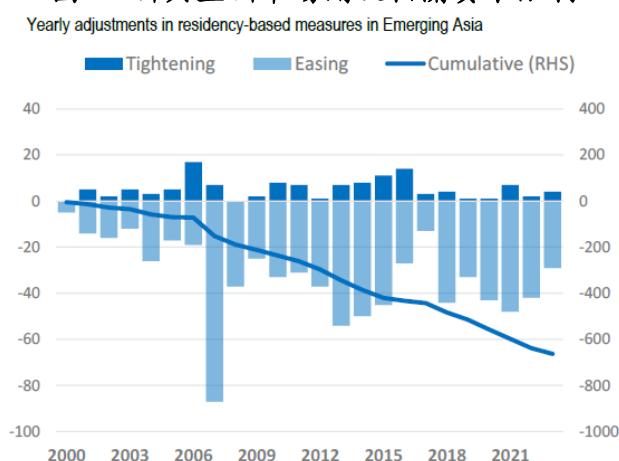
根據 OECD（2025）研究，於過去數十年間經歷數次極端之資本流動事件（尤其是2008年全球金融危機及2019年新冠疫情）後，新興亞洲市場之跨境資本組成及資金移動模式已產生結構性變化，包含以投資組合形式流入之資本比重增加、指數化投資基金發展、國際美元融資模式轉變以及地緣經濟碎片化等，皆顯著影響全球資本於新興亞洲市場之曝險樣態，爰進一步瞭解跨境資本移動趨勢及影響，對貨幣主管機關預先制定因應政策實屬必要。

(一) 以證券（股權與債券）投資組合形式流入之資本比重增加

2008年金融危機後，主要先進經濟體實施量化寬鬆及低利率政策，全球經歷長期低利率時代，國際投資人紛至新興市場追求收益，亦促使新興亞洲市場逐步開放其資本限制（圖8），帶動以直接投資、證券投資形式之外資流入顯著增加；外國投資者所持股票及債券等資產占整體新興亞洲市場之金融負債比重顯著上升，反映新興亞洲市場快速融入全球市場之進程。

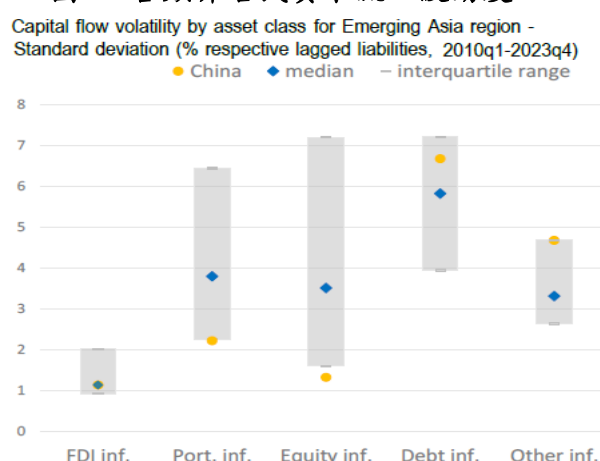
OECD（2025）指出，鑒於證券（股權與債券）投資組合之投資期限（investment horizon）較直接投資為短，且更易受全球不確定性提高、美元升值或投資人避險情緒升溫等外部因素影響，於各項非居民資本流入形式中，證券投資組合為波動性最高者（圖9）；相對穩定之跨境資本流入類型則為外人直接投資，其次為其他投資（包含跨境銀行資金等）。整體而言，新興亞洲市場之外部融資結構轉而依賴期限較短、對全球金融情勢及流動性條件更為敏感之資金來源，使該區域於面臨全球衝擊時，發生驟停（sudden stop）或激增（surge）等極端資本流動事件之潛在風險提升。

圖8：新興亞洲市場開放相關資本限制



資料來源：OECD（2025）

圖9：各類非居民資本流入波動度



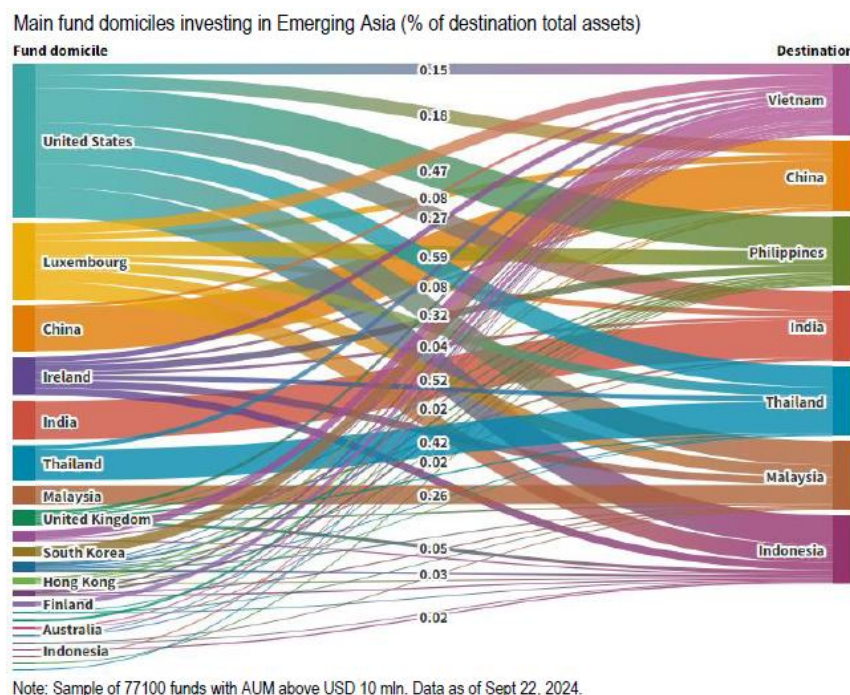
資料來源：OECD（2025）

（二）指數化投資基金發展

隨新興市場資產類別之機構化（institutionalization），2008年金融危機後跨境資金投資形式逐漸轉向共同基金與ETF等由專業機構主導、以市場為本位之非銀行金融中介管道；近年來採指數化投資（被動管理）策略之基金（尤其是開放式債券型基金）蓬勃發展，進一步影響新興亞洲市場之跨境資本波動。

依OECD（2025）統計，截至2023年第2季全球基金投資於新興市場者57%集中於新興亞洲市場（投資中國者即占全球基金新興市場投資總額之38%）。分析其資金來源，投資新興亞洲市場之外國基金主要註冊於美國（圖10），其次為盧森堡及愛爾蘭等國際金融中心，顯示新興亞洲市場尚缺乏區域內投資生態系統，以及先進經濟體資金來源之重要性。基金形態方面，投資特定國家之指定國家基金（Country specific funds）約持有投資於新興亞洲基金規模之57%，其後依序為全球新興市場基金（Global EM funds）、區域基金（Regional funds）與全球基金（Global funds）等。

圖10：美國為新興亞洲市場之主要投資者

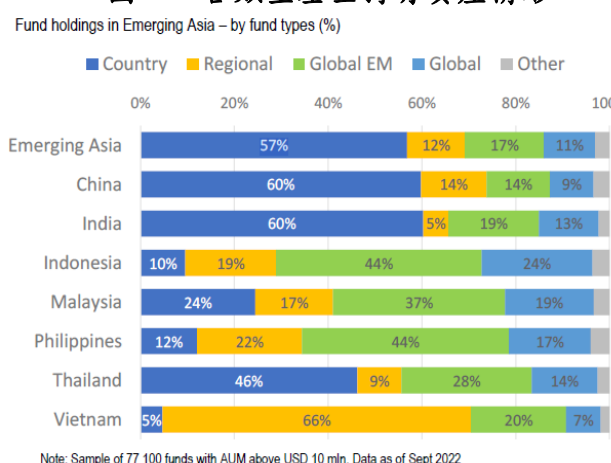


資料來源：Morningstar、OECD（2025）

依基金資產管理規模（Assets Under Management, AUM）觀察，各類基金之投資國別及型態亦有所差異，投資於印度及中國等規模較大之新興亞洲經濟體者以指定國家基金為主，投資印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國等國者則由全球新興市場基金主導；另投資於越南之跨國基金以區域基金為主、泰國則以指定國家基金為主，較為特殊（圖11）。

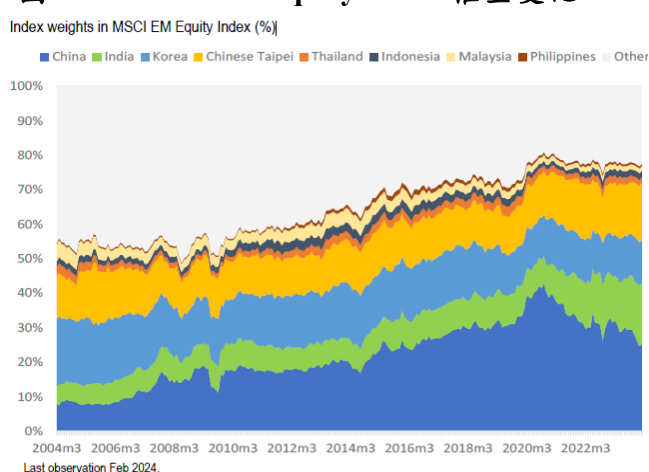
投資決策機制方面，投資新興亞洲市場之大型外國基金多偏好採被動式管理，其資產配置常循 MSCI、FTSE Russell 及 S&P Dow Jones Indices 等編製之基準指數（benchmark index），主要基準指數成分及權重之變化，亦將驅動國際資金於各經濟體間進行系統性再平衡。以 MSCI 新興市場股票指數（MSCI EM Equity Index）為例（圖12），中國權重自2021年之近40%降至2024年約25%，印度（權重自9%倍增至18%）、我國、墨西哥及韓國權重皆有所增加，帶動全球新興市場股票基金之資金重分配。研究並指出，鑒於投資新興亞洲市場之外國基金資金來源具相當集中性，若一國之股、債資產由外國基金（尤其是被動基金及區域基金）所持比重較高，該國跨境資本移動對全球風險敏感性亦相對較高，並可能增加其匯率波動程度。整體而言，鑒於被動式管理基金指數追蹤及資金集中之特性，隨該等基金蓬勃發展，新興亞洲市場對系統性風險之敏感度有所提高。

圖11：各類型基金持有資產情形



資料來源：OECD（2025）

圖12：MSCI EM Equity Index 權重變化



資料來源：OECD（2025）

（三）國際美元融資結構轉變

全球低利率環境及國際投資人對高殖利率投資標的之強勁需求，帶動2008年金融危機後新興市場企業大量發行以美元計價之中、長期債券，或於未充分進行匯率避險下增加外幣借款，國際融資結構亦自跨境銀行貸款轉向發行債務證券（即市場化融資），致使新興亞洲國際美元融資結構與匯率曝險程度明顯改變。

依 SEACEN（2023）研究，2008年金融危機後新興亞洲經濟體之美元計價債券規模大幅攀升，至2019年底約達3.6兆美元，其發行規模占該區域出口比重，亦自金融危機前約40%上升至約65%。於 SEACEN 經濟體中，印尼之美元計價債務增長最為顯著，其發行規模占出口比重自金融危機前之25%躍升至146%。

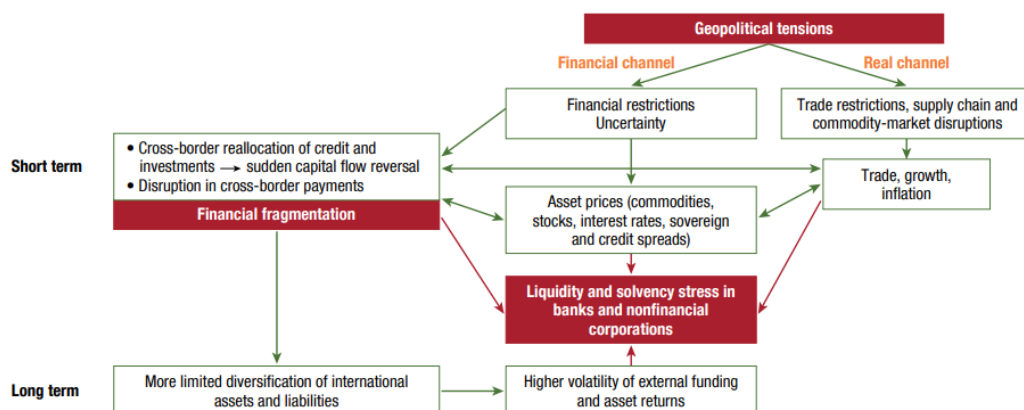
SEACEN 並指出，本國企業持有大量美元計價負債，或從事借入低利率美元投資於更高收益本地貨幣資產之套利交易（Carry Trade），造成過度槓桿、貨幣及期限錯配等多重風險攀升，企業匯率曝險亦同時增加；如遇全球總體經濟衝擊、資本回流美國或美元走強時，除企業淨值受損，未完全避險之美元負債或將觸發本幣走貶、企業於本國貨幣承壓時競購美元，影響本國貨幣進一步走弱之惡性循環，外國流動性風險亦可能藉債務管道傳導至本國金融市場，最終損害本國商業投資活動、經濟成長，並加劇通膨壓力。

（四）地緣經濟碎片化重塑全球經貿聯結

隨美中貿易對抗延續、俄烏戰爭僵持，以哈衝突恐進一步擴大為區域對抗，近年全球地緣政治風險持續升高，加以部分國家貿易保護主義抬頭，國際貿易模式與投資監管環境持續調整，重塑全球貿易、經濟及金融之聯結（圖13），全球經濟及通膨前景不確定性隨之增加，並使亞洲經濟體資本移動樣態更為複雜。

此外，投資人逐漸將地緣政治風險納入資產定價與企業投資決策，其投資行為隨之調整；短期內，地緣政治風險恐使新興亞洲之資本移動規模下降、波動性上升，中長期則可能進一步推動國際貿易夥伴結構轉變，並加劇地緣經濟碎片化（geoeconomic fragmentation）。

圖13：地緣政治風險經由金融及實體經濟管道傳導之短期與長期影響



資料來源：IMF（2023）

IMF（2023）指出，目前尚無證據顯示新興亞洲與主要投資夥伴之直接投資組成出現大規模重組；惟自俄烏戰爭爆發以來，已見地緣政治立場不一致國家間之直接投資流量有所下降，跨國直接投資資本日益集中於地緣政治結盟（Geopolitical Alignment）國家之間，以及美中之間直接投資規模縮減，藉「連接國」延長相關供應鏈（美國增加對印度等國投資，中國增加對東南亞鄰國投資等）之局部變化。

投資政策方面，隨地緣政治緊張局勢升溫，各國政府愈發關注外國直接投資可能危及國家安全相關利益之潛在影響（包含關鍵產業活動、敏感數據之生成或獲取、戰略產業相關經濟及金融依賴性、政府自主權決策等），進而重新評估外國直接投資安全風險機制之必要性及適用範圍；OECD（2025）指出，OECD 及東協國家均已採行識別或降低外資風險之投資政策，OECD 多聚焦於外資併購及其投資審查機制，東協國家則較仰賴包含外資於國內特定企業持股上限、投資事前許可，或藉註冊程序限制外資進入等傳統工具。近年來，新加坡及菲律賓等東南亞國家推動精準化之外國直接投資政策改革，傾向採用更具針對性、安全意識之投資政策標準，取代廣泛且無區別之限制措施，從而達成吸引相對「安全」之外人直接投資（"safe" FDI）目的。

二、居民資本流入之結構及趨勢

SEACEN 經濟體多為相對小型、開放之經濟體，鑒於非居民資金移動之高波動性、對外部因素變動相對敏感及對金融穩定性之潛在不利影響，過往相關政策及研究多聚焦於非居民資金流動之管理。

然依 SEACEN (2025b) 研究，近年 SEACEN 經濟體居民資本流動規模及模式已顯著改變，且 SEACEN 整體呈資本淨流出，SEACEN 建議貨幣主管機關應更關注居民資本流動趨勢及其驅動因素。

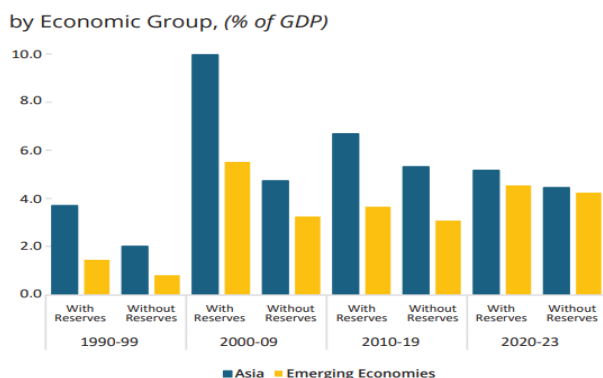
(一) 居民資本流出之規模及結構

自1990年代末期以來，亞洲居民資本流動之規模、組成及成長動因持續轉變；過去數十年間，SEACEN 經濟體居民資本流出規模顯著成長（圖14），與其於亞洲金融風暴過後經常帳盈餘之長期累積（平均約占該區域 GDP 之3%）相呼應。

2020年至2023年間，SEACEN 經濟體居民資本流出年均規模約為1.4兆美元（約占 SEACEN 經濟體 GDP 之5.2%），較2010年至2019年間之年均規模1.1兆美元成長逾25%，亦逾1990年代平均水準12倍之多；相較於全球其他新興經濟體（如巴西、智利、哥倫比亞、匈牙利、墨西哥、波蘭、俄羅斯、沙烏地阿拉伯、南非及土耳其等），SEACEN 經濟體居民資本流出規模增速亦相對較高。

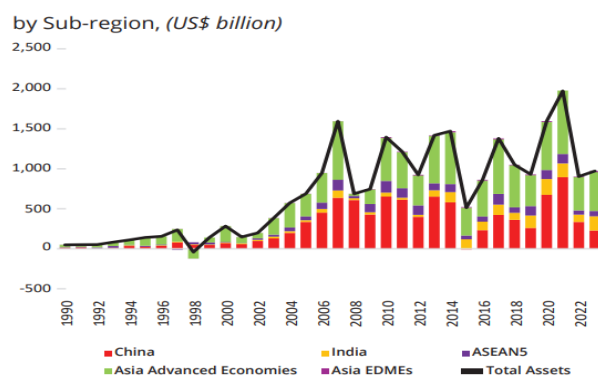
依區域來源而言（圖15），SEACEN 經濟體居民資本流出主要來自中國及先進亞洲經濟體（包含香港、韓國、新加坡及我國）；自2014年起，印度居民流出比重有所增加，東協五國及亞洲新興發展市場經濟體（包含汶萊、柬埔寨、寮國、蒙古、尼泊爾及斯里蘭卡）所占比例則相對較低且大致持穩。

圖14：亞洲居民流出規模較高



資料來源：SEACEN (2025b)

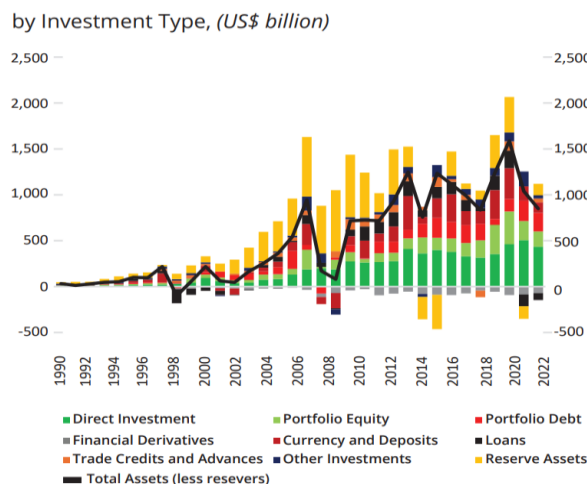
圖15：亞洲居民流出來源集中



資料來源：SEACEN (2025b)

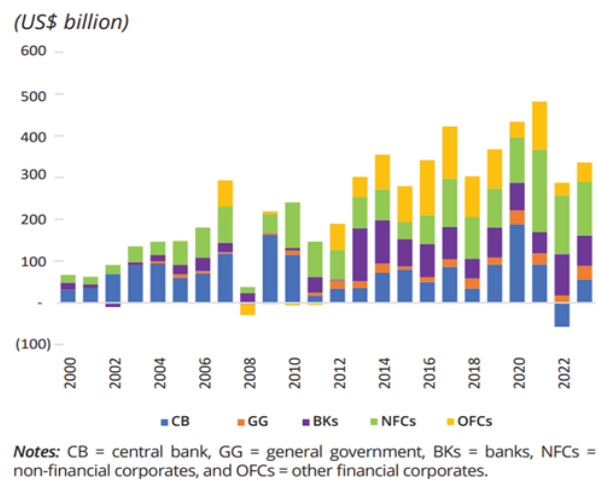
以投資組成而言（圖16、17），2000年至2010年間 SEACEN 經濟體居民資本流出主要係由政府外匯存底投資驅動，平均約占整體居民資本流出之60%，惟該比例於2011年至2023年間大幅降至20%，其中2014年及2015年甚至轉為負值，主要係因中國於2014年至2016年間面臨資本外流壓力所致。

圖16：居民流出組成（資產別）



資料來源：SEACEN (2025b)

圖17：居民流出組成（部門別）



資料來源：SEACEN (2025b)

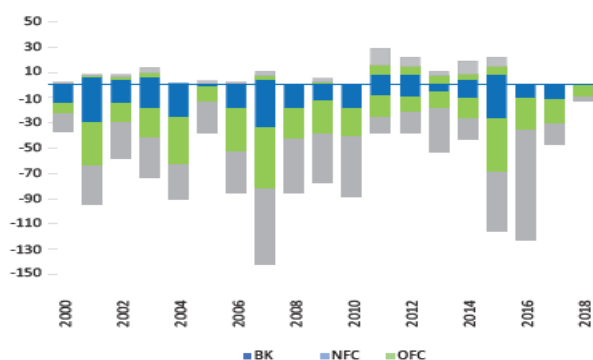
於2011年至2018年間，居民資本流出主要成長動力逐漸轉向金融機構、非金融公司等私部門，對外股權類投資（直接投資及股票投資組合）與債務類投資比重大致相等；自2019年以來，非金融公司則為居民對外投

資之主要動力，股權類投資平均比重增至整體居民資金流出規模之60%，已逾政府外匯存底投資及債務類投資之總和，顯示過去數十年間SEACEN 經濟體之國外投資結構及組成已產生趨勢性變化，對資金移動模式之影響亦值得關注。

（二）居民資本移動因素及其波動性

於2000年至2016年間（圖18），多數新興與發展中經濟體逐步實施居民對外投資自由化（尤其以非金融企業及非銀行金融機構為主），促進國人海外投資部位提高、居民資本流出規模顯著成長；隨其規模增加，波動性亦有所提高。

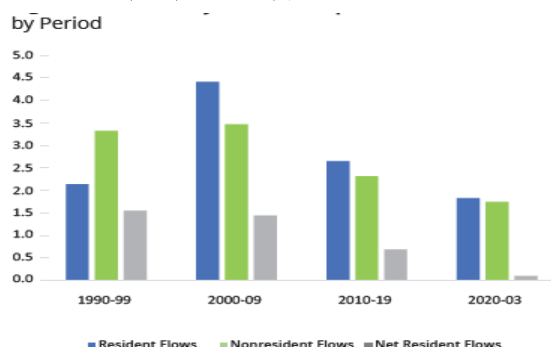
圖18：金融帳自由化政策（部門別）



Notes: BK = banks, NFC = non-financial corporates, OFC = other financial corporates. Values refer to the count of annual changes on sectoral controls for resident sectoral flows. Positive values refer to tightening measures while negative values are easing measures. Sample includes emerging economies in Asia and elsewhere.

資料來源：SEACEN (2025b)

圖19：（淨）居民資本移動波動度



Notes: Values refer to period average of 5-year rolling standard deviation of Asia's resident, nonresident, and net resident flows. Net resident capital flows are computed as resident flows (financial assets) minus nonresident flows (financial liabilities). Asia includes China, India, ASEANs, Asia Advanced Economies and Asian EDMs.

資料來源：SEACEN (2025b)

檢視 SEACEN 經濟體過往數次大規模之居民資本移動事件，其居民資本大幅流入（資本回撤）多與全球避險情緒較高、主要經濟體或本國經濟疲軟等時期有關（如2008年金融危機期間，亞洲之居民資本回撤有助穩定因外國投資人匯出之淨資本移動）；居民資本大幅流出（資本外逃）則多與全球流動性充裕、風險偏好情緒較強、高利率環境，以及全球及本國經濟成長強勁相關（如2006年至2007年間多個亞洲國家資本流出）。然資本外逃亦可能係由本國貨幣貶值或本國特定風險增加所驅動（如2015年8月人民幣大幅貶值引發後續資本外逃事件），於本國貨幣面臨貶值壓力時期，資本外逃將導致本幣進一步承壓，從而具有相當之破壞性。

此外，SEACEN（2025b）研究指出，隨亞洲居民資本流出規模增長，其波動性亦有所提高，其中 2000年至2009 年、2010年至2019 年間居民資本移動波動性均高於非居民之資本移動（圖19），居民投資之自由化雖擴大居民資本流出規模，然亦有助抵銷非居民資本流入效應，而使淨居民資本移動變動相對穩定。當外國投資人匯入資金增持新興與發展中經濟體資產時，居民及政府外匯存底多見資金匯出，非居民資本流入與居民資本流出規模之正向相關隨時間發展而有所增加，自1990年代之0.93，至2020年至2023年間提高至0.99，顯示居民對外投資自由化政策亦屬新興與發展中經濟體穩定資本移動之政策措施之一。

三、跨境資本移動特性

（一）資本流動分布因時轉變

依 SEACEN（2023）研究，於金融市場平穩時期，非居民資本移動分布較接近常態分配，惟當全球金融情勢惡化、投資人避險情緒升溫（如新冠疫情爆發初期）時，非居民資本移動因對風險高度敏感，其分布轉為左尾偏厚（fat left-tails，即短期內出現極端資本外流之尾部風險上升）之不對稱分配。

跨境資本移動形式於各經濟體及相異類別資產間亦有所不同，其中泰國債務投資組合跨境資金移動具正偏態（positive skewness），即於景氣繁榮時期大規模資本流入該國債券市場之可能性較高；韓國及泰國之股權投資組合及印度債務投資組合之跨境資金移動分布則呈負偏態（negative skewness），即於全球金融狀況惡化時，極端資本外流之可能性相對較高。

（二）全球金融衝擊時，股、債資金移動轉為正相關

SEACEN（2023）指出，於全球金融市場遭受衝擊或避險情緒升高時，新興市場非居民之股、債投資組合資金移動轉為正相關，削弱該等資產於金融穩定時期風險分散之投資效益；此外，資金於短期內同步撤出將加劇利率走升、資產價格下跌，以及本國貨幣急遽貶值之複合式衝擊，進而導致本國金融環境緊縮、企業與銀行資產負債表惡化，對新興市場

總體經濟穩定造成更長期的嚴重衝擊。

(三) 開放式基金之資金進出模式擴大資本波動性

開放式基金之每日定價申贖特性，易造成投資人誤認其投資組合具高度流動性之錯覺 (liquidity illusion)，加以許多投資新興市場債券共同基金持有情形相對集中、投資期限較短，當標的資產於市場承壓期間流動性不足時，投資者可能競相贖回 (rush-to-exit)，致使基金經理人被動拋售資產，其群聚效應將對新興市場資產價格造成下行壓力。此外，指數型投資基金之資金進出模式多呈「大規模同步流入、同步撤出」之型態，隨指數型投資基金（尤其是開放式債券基金）近年蓬勃發展，將進一步擴大相關跨境資金移動之波動性。

肆、SEACEN 經濟體資本移動管理政策

一、資本移動管理政策架構演進

隨全球金融市場變遷，中央銀行職責權重於過去數十年間已有所調整；自1990年代以來，多數央行以物價穩定為其貨幣政策之優先目標，然2008年金融危機經驗顯示，通膨目標框架不足以確保全面之經濟與金融穩定，促使中央銀行擴大其政策框架為涵蓋總體經濟穩定（以物價穩定為核心，並考量維持就業及經濟活動穩定）、金融穩定，以及關注匯率波動與資本移動相關風險管理之三大支柱架構（Three-Pillar Approach），SEACEN 及其他小型開放經濟體亦多採用此類貨幣政策框架。

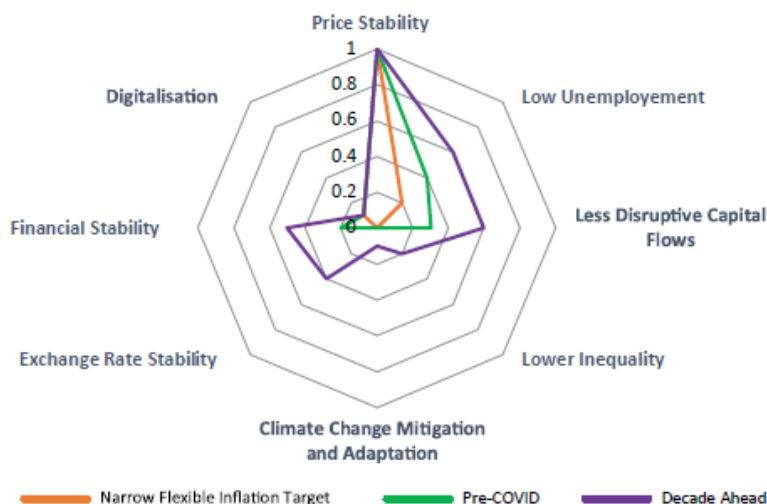
SEACEN 經濟體長期置身跨境資本高度波動之環境，加以近年國際金融情勢震盪、地緣政治風險上升，投資行為複雜性提高及跨境資金移動型態轉變等結構性變化，貨幣主管機關除維持物價與金融穩定外，亦需正視資本流動之週期與尾部風險，以避免極端資本移動衝擊本國金融穩定，進而對通膨及經濟前景構成挑戰。

過往國際貨幣基金組織（IMF）之政策指引係採以彈性匯率為外部衝擊吸收器，屬於單一工具、單一目標之傳統框架，然實證顯示，此傳統框架尚不足完全隔絕外部衝擊；考量美國等主要經濟體政策外溢效應令本國貨幣政策決策環境愈趨複雜，IMF 即於2020年10月發布整合性政策框架（Integrated Policy Framework, IPF），倡導綜合運用多項政策工具，以利各經濟體得因應其金融情勢、結構性條件及外部衝擊性質，選擇最佳之應對政策組合。

SEACEN（2023）亦建議，小型、開放及高度金融整合之經濟體應採結合貨幣政策、總體審慎措施、外匯干預及資本流動管理措施等整合式政策框架，並強調政策應具預防式（pre-emptive）、韌性及靈活度之特性，以有效因應資本流動尾部風險，亦符合 IMF 提倡整合性政策框架之精神。SEACEN 並預期（圖20），除維持物價與金融穩定之既有目標外，未來中央銀行之政策考量或需納入氣候變遷、所得分配、降低資本移動干擾、匯率穩定等更為廣泛之社會福祉及經濟成果，並符合社會期望之政策目標，政策框架之擴展涉及於多個政策目標間進行複雜之權衡取捨（trade-offs），

需憑藉多元政策工具組合，以建立更為穩健、具創新性之整合政策框架，以期同時達成多重政策目標。

圖20：SEACEN 中央銀行政策目標蛛網圖



資料來源：SEACEN（2023）

二、SEACEN 因應外部衝擊之資本移動管理政策

SEACEN 經濟體經濟情勢雖各有差異，然多屬高度依賴出口（如我國、新加坡、越南及泰國等）、區域供應鏈緊密關聯，顯受全球貿易緊張、地緣政治衝擊和金融波動性等外部衝擊影響；為因應相關風險，各會員代表並分享外匯市場及跨境資本移動管理政策經驗、政策工具潛在利弊，以及相應監管技術之改革趨勢。

（一）匯率政策

經歷數次金融危機後，SEACEN 經濟體汲取經驗並修正相應管理政策，逐步導向建立充足外匯存底、具彈性之匯率制度與基於風險之金融監理。SEACEN 與會代表指出，匯率穩定對維持經濟韌性及金融穩定至關重要；常態情境下，彈性匯率制度係為首選之市場緩衝機制，由外匯供需機制決定匯率，以發揮市場自我調節之功能；亦有代表指出，於特定情境下，過度彈性之匯率制度恐放大外部衝擊，故該國亦相當重視外匯干預工具，以利穩定匯市波動。

多數與會代表指出，因受外部衝擊導致匯市失序波動、與經濟基本面不

一致，恐危及本國金融穩定時，外匯干預則屬必要，以維持外匯市場秩序，減緩市場扭曲。與會代表強調，外匯干預旨在平滑市場之過度波動，而非為捍衛特定匯率或扭轉趨勢，相關干預應係透明、適度、具針對性且為有時限之舉措，並以不損害政策框架之可信度為前提。

（二）總體審慎措施

與會代表指出，2008年金融危機突顯建立具備韌性之金融體系的重要性，總體審慎措施係藉採行針對性管理應對特定金融脆弱性，預防性運用相關措施將有助抑制信用過度擴張、資產泡沫之風險，從而增強本國金融體系韌性，降低極端資本移動時之系統性風險。鑒於銀行部門係為外部衝擊傳導至本國金融市場之關鍵渠道，故要求銀行保有充足資本與流動性、管理外幣曝險部位等，藉由強化銀行經營韌性，從而提供因應外部衝擊之有效緩衝，亦屬重要。另有與會代表分享該國於新冠疫情爆發之數年前即採用貸款成數（loan-to-value ratios）、逆循環資本緩衝（countercyclical capital buffers）等總體審慎措施工具調節信貸增長，防止銀行積累過多風險，致使疫情期間該國銀行體系之資本與流動性比率仍得符合最低要求，有助維持金融穩定。

（三）資本移動管理措施

為因應近年來國際市場之外部衝擊，與會代表認為資本移動管理措施係為 SEACEN 經濟體廣泛政策工具之重要一環，然資本移動管理措施僅宜作為外匯干預及總體審慎措施效用不足時之補充工具，並聚焦應對如投機性短期資金流入之特定市場扭曲情境，應係具透明、針對性、特定時效且符合國際規範（如通報國際組織之必要義務）之管制措施，同時維持長期資本開放之投資環境承諾。

SEACEN（2023）亦強調，資本移動管理措施僅係輔助工具，政策制定者不得用以取代或逃避必要之總體經濟改革。

（四）與會代表提及其他政策經驗及建議

1. 政策工具之協調運用

與會成員強調相關政策權衡運用之重要性，過度之外匯干預可能導致匯率失調，干預規模受限於該國外匯存底且成本高昂，結合資本移動

管理措施將有助加強外匯干預成效；然校準不當之資本移動管制措施可能造成外國投資人對該國長期投資與金融開放環境之擔憂。預先採取總體審慎措施有助預防或減緩系統性風險，然因其尾部風險難以量化，過度使用該等工具或將限制本國經濟增長動能。

如何制定因時制宜之政策措施以有效權衡其潛在利弊，並於各項工具間取得最佳平衡係為 SEACEN 經濟體貨幣主管機關之重要議題，與會成員建議，需清晰瞭解潛在衝擊之來源與性質，以及本國經濟與金融市場脆弱性，並與市場參與者維持有效溝通，以及時校準政策運用，且相關決策驅動應以數據為原則，採具前瞻性之政策風險評估。協調運用相關政策工具有助同時達成維持物價與金融穩定、對外投資之可持續性等多重目標。

2. 因應資本移動形式變化，調整分析及資料蒐集形式

部分與會代表分享近期辦理相關壓力測試成果，該等壓力測試係假定全球地緣政治事件及經濟情境下，檢視該國對外部衝擊之曝險程度（信用風險、市場風險及流動性風險等），並將主要國家之政策不確定性、全球市場碎片化等變量納入考量，評估於各該假設情境下，該國之國際收支情形及資本流動韌性。

與會代表並強調，經觀察過往部分有關跨境資本移動行為之長期假設可能已不再適用，隨全球金融市場結構變化及外國投資者偏好持續演變，貨幣主管機關需採用新的分析方法與適應性政策工具，以細分或重塑資本流動之性質，檢視其資本移動模式及特徵，並應持續追蹤外部衝擊及政策變化，與全球金融週期對新興亞洲資本流動之影響。另有與會代表指出，持續研議虛擬資產跨境匯款之規範與解決方案。

3. 加強區域性金融及監理合作

為避免歐美市場波動對亞洲新興市場之外溢效應加劇，與會成員認為應加強區域協作，貨幣主管機關得藉如 SEACEN 等區域跨國合作平台，定期分享政策管理經驗，研析資本流動風險型態，並協調應對措施。

Dr. Cyn-Young Park 於會中專題演講指出，已開發經濟體之流動性緊縮風險係藉由短期跨境資金移動傳遞至新興市場，各國主管機關應強

化總體審慎政策與資本移動管理，加強監管銀行之短期資金波動，並避免其對外國金融機構之過度曝險。研究表示，如短期跨境資金借貸雙方位於同一區域，基於區域性銀行或因更加重視長期客戶關係維護，於金融危機期間相關資金外流幅度相對較小，**顯示強化區域銀行體系之重要性，並得藉區域合作提升金融韌性。**

4. 產業結構性改革

與會代表觀察，**近期全球貿易動態**因受美國關稅政策及地緣政治緊張局勢等外部衝擊影響產生結構性變化，**包含替代（以美國為主之經濟體尋求替代來源以取代自中國進口之商品，或增加本國生產之比重）及轉向（供應鏈持續調整，貿易路徑轉向至東協地區等第三方國家）**，此等動態雖對 SEACEN 經濟體造成相當挑戰，然亦為該區域得於全球價值鏈中增加或重構戰略地位之機運。

部分與會代表強調 SEACEN 經濟體進行產業結構性改革政策之重要性，包含經濟活動多元化、減少對脆弱貿易走廊依賴，分散貿易投資夥伴及發展區域供應鏈等；此外，應致力改善本國政策環境、增加技術與創新研發相關投資、加強數位基礎設施及普惠金融，提振國內消費，以期增強其數位整合與競爭力，減少全球貿易之依賴、創造更為平衡之經濟成長模式，進而有助增強該國經濟與金融韌性，減少對外部衝擊之曝險。

伍、心得及建議

- 一、我國貿易依存度高、跨境資金移動頻繁，2024年外資及本國資金進出規模約達商品貿易外匯收支之19.3倍，短期跨境資本移動已成為影響新臺幣匯率變動之重要因素，又近來全球地緣政治風險攀升、國際政經局勢動盪，觀察全球金融體系連結愈加緊密，主要經濟體金融情勢變化常使新興經濟體股、匯市表現隨之震盪，國際投資情緒敏感度增加，致使新興經濟體資產或於短期內遭大量拋售、市場機能失靈，造成價格急遽變化之可能性有所上升，增加資本流動逆轉風險；我國屬淺碟型外匯市場，維持匯市秩序並建立妥適資本移動管理機制以維持新臺幣匯率之動態穩定，實屬必要。我國資金進出已相當自由（國人外幣資金進出完全自由，涉及新臺幣之經常帳資金進出亦無限制；金融帳方面，經濟部核准之直接投資、外資投資國內有價證券及經金融機構投資國外有價證券之資金亦完全自由），我國資本移動管理健全，係以結匯申報為核心、採行額度管理，配合我國經貿及金融情勢發展，於2024年11月提高國人每年累積結匯金額（團體、個人為1千萬美元，公司、行號為1億美元；貨款、服務收支及經國內金融機構投資國外有價證券等均不計額度），長期以來，新臺幣對美元匯率較日圓、韓元及歐元等其他主要貨幣皆相對穩定，顯示現行資金進出管理機制係屬有效且具彈性，外匯市場有序運作有助維持我國金融穩定，促進經濟發展。
- 二、為因應外部衝擊及潛在之極端資本進出，SEACEN 整合性政策框架提供貨幣政策、總體審慎措施、外匯干預及資本流動管理措施等多項政策工具，各經濟體依其獨特總體經濟條件、產業結構及金融市場發展調整政策組合。鑒於妥適之政策措施應具預防式、韌性及靈活度，研討會部分與會代表提及跨境資本移動之模式產生結構性改變，並已採行如壓力測試、調整資料蒐集模式等相應措施，故於外部衝擊加劇之環境下，對跨境資本移動具備更深入之研究至關重要；因應金融交易樣態與監理科技之持續演變，改善國際收支及投資部位之數據品質，加強資本流動數據之準確性，並考量如穩定幣等新型態監管需求，以及預先捕捉並量化外部衝擊及潛在威脅等，均有助提升資本移動管理措施之有效性，增進政策校準之效。此外，與市

場維持清晰且具信賴之溝通，有助錨定投資人預期並減少相關不確定性，亦應為綜合政策工具之重要一環。

- 三、過往跨境資本移動相關文獻研究與政策討論多關注非居民資本流動形式及其潛在風險，然隨我國常年呈經常帳順差、國人累積超額儲蓄，過去數十年間居民對外投資部位規模顯著上升，相關資金波動度亦隨之增加。觀察我國過往金融市場承壓時，非居民資金多呈流出，本國居民資金傾向回流，居民對外投資部位多被視為有助減緩非居民資本移動對匯市之衝擊。惟如於本國基本面疲弱或因受特殊地緣政治風險影響時，居民資金流向恐較難預期；為提高資本移動管理有效性，除維持充裕之外匯存底，應進一步研析極端情況下之居民資金移動模式，並區分其驅動成因係屬外部影響或本國因素，以利預為規劃因應措施。

陸、參考資料

1. IMF (2023) , “Shocks and Capital Flows Policy Responses in a Volatile World,” October.
2. OECD (2025) , “Capital flow dynamics in emerging Asia : Shocks, structural changes and challenges ahead,” June.
3. SEACEN (2023) , “Challenges and Options in Managing Capital Flows for Small, Open, and Financially Integrated Economies,” July.
4. SEACEN (2024) , “SEACEN Capital Flows Monitor 2024,” July.
5. SEACEN (2025a) , “SEACEN Capital Flows Monitor 2025 Update,” July.
6. SEACEN (2025b) , “SEACEN Capital Flows Monitor 2025,” January.
7. SEACEN (2025c) , 第17屆 SEACEN 資本移動專家小組會議簡報資料