

# 台灣在 WTO 下的金融開放措施及其影響 暨中央銀行貨幣政策的挑戰\*

施遵驊、李榮謙

## 一、前言

長期以來，台灣以循序漸進的方式，逐步推動金融自由化與國際化，並以此一政策作為推動台北成為亞太金融中心計畫的基礎。同時，台灣自 1990 年起在積極申請加入「關稅暨貿易總協定」(GATT)及其後成立之「世界貿易組織」(WTO)的過程中，已陸續推動各項金融服務業自由化項目，更承諾將於入會後，遵守我方與 WTO 簽訂的「特別匯兌協定」(special exchange agreement)，並擴大金融服務業自由化的項目。

伴隨上述的發展，近年來台灣的金融服務業與先進國家達成接軌的工程，金融結構並產生急遽的變化，而預期在加入 WTO 之後，對台灣金融體系的衝擊將更為深遠，同時也將對央行的貨幣政策帶來更大挑戰。鑑於此，本文擬先簡要地回顧台灣 1980 年代以來金融自由化與國際化的發展；接著，則分析台灣加入 WTO 的承諾及其對金融體系可能產生的衝擊；進而，再討論台灣加入 WTO 金融市場更加開放後對央行貨幣政策的挑戰。

## 二、一九八〇年代以來金融自由化與國際化之發展

台灣自 1970 年代後期起即開始推動金融自由化政策，迨入 1980 年代中期，由於內外金融環境的急遽變遷，不僅推動金融自由化的步調加速進行，甚至於將其範圍逐漸擴大至跨境交易。迨至 1990 年代中，為推動台北成為亞太金融

---

\* 本文初稿完成於民國 89 年 10 月，並於 11 月 1 日在北京舉辦的「第六屆兩岸金融學術研討會」中發表。本研討會係由中國大陸金融學會主辦，台北金融研究發展基金會與中華經濟研究院協辦。作者感謝研討會主持人台灣證券集中保管公司林董事長維義，以及評論人中華經濟研究院楊研究員雅惠對本文所提供的寶貴意見。又本文之完成，承蒙本行經濟研究處國際經濟科呂桂玲小姐、方慧娟小姐及金融統計科王正芬小姐之協助，謹致衷心謝忱。惟本文內容純屬作者個人意見，與服務單位無關；如有任何錯誤，亦概由作者負責。

中心計畫，復致力於金融市場的國際化。表 1 即係 1990 年以來台灣金融市場國際化的相關指標。以下僅擬簡要地回顧台灣利率、匯率自由化，以及資本自由移動的推動歷程：

表 1、台灣金融市場國際化相關指標

單位：百萬美元

項目 / 年	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000/ I 季	2000/ II 季
外匯市場平均每日交易量	831	793	879	1,229	2,964	4,181	4,407	4,869	4,722	4,184	5,093	4,967
外匯市場銀行間每日交易量	131	99	119	514	1,748	2,636	2,637	2,813	2,852	2,423	2,836	2,773
外幣拆款市場平均每日交易量	494	770	831	757	1,243	2,280	2,907	3,170	3,451	3,447	3,333	3,294
國人外幣存款餘額	2,732	2,189	3,263	4,180	4,858	7,905	11,271	17,461	18,734	20,828	22,102	23,010
外國人新台幣存款餘額	--	--	--	--	576	972	1,545	1,162	1,041	1,575	2,677	2,586
國內 OBU 家數 (家)	27	30	35	38	43	61	65	71	72	69	70	68
資產合計	20,881	23,543	23,688	26,792	28,658	33,565	36,590	39,126	40,632	41,268	41,806	42,318
本國銀行海外分行及辦事處家數 (家)	--	55	56	69	73	81	81	96	111	112	111	110
資產總額	--	7,574	8,569	11,476	13,567	15,074	17,052	16,733	18,773	20,020	21,307	19,569
外國銀行在台分行及辦事處家數 (家)	45	68	72	78	82	89	95	99	101	98	96	93
資產淨額	9,776	11,398	13,361	13,935	15,660	18,725	21,400	22,402	22,184	23,300	25,503	25,010
海外可轉換公司債發行金額	--	164	200	76	1,787	281	890	2,484	842	475	1,047	150
海外存託憑證 (GDR) 發行金額	--	--	379	35	353	601	616	1,447	391	2,305	365	1,360

資料來源：中央銀行經濟研究處。

## (一) 利率自由化

台灣的利率自由化係採漸進方式逐步撤除各種利率管制。首先係於 1976 年開始建立貨幣市場，成立專業短期票券金融公司，利用貨幣市場利率作為銀行業利率自由化的催化劑，再漸次擴及至銀行業存、放款利率。至於銀行業存、放款利率的自由化過程，則依序為：

1.中央銀行於 1980 年宣佈「銀行業利率調整要點」，允許銀行自訂可轉讓定期存單及金融債券發行利率；同時允許銀行自訂短期票券貼現率。

2.中央銀行自 1984 年 11 月起逐步放寬放款銀行業利率上、下限；1985 年 3 月實施銀行業基本放款利率制度，由各銀行根據本身的情況，自訂基本放款利率並牌告於營業大廳中。

3.1985 年 8 月起允許銀行自訂外幣存款利率。

4.1986 年 1 月起由中央銀行核定存款最高利率之項目由原先的十三種簡化為四種。

5.1989 年 7 月刪除銀行法中管制銀行存、放款利率的規定，銀行業存放款利率完全由銀行自行訂定。至此，台灣的利率已全面自由化。

## （二）匯率自由化

台灣自 1979 年 2 月成立外匯市場，廢除外匯集中清算制度（註 1），取消新台幣兌美元的基本匯率（即固定匯率）制度，改採機動匯率制度，匯率由外匯市場供需決定，並准許外匯指定銀行持有外匯部位。

在採行機動匯率制度之後，為使各界逐步調整以適應新制度的操作，並達成維護對內及對外幣值穩定之經營目標，中央銀行對於匯率之訂價及操作方式，係採多次調整與修正，來逐步達成匯率自由化目標。

### 1.即期匯率（註 2）

#### (1)第一階段(1979 年 2 月 1 日至 1980 年 3 月 2 日)

新台幣兌美元即期匯率，由中央銀行代表及其指定之五家外匯指定銀行負責人組成匯率議定小組（註 3），以銀行與顧客市場外匯供需情況為主要參考，逐日議定美元即期交易之中心匯率及對顧客交易之買賣匯率，其中銀行與顧客買賣即期美元匯率最高與最低差價為前一營業日中心匯率上、下各新台幣 1 角，適用全體外匯指定銀行，且當日不再變動；而銀行間交易之每日即期匯率變動幅度，則不得超過前一營業日中心匯率上、下各 0.5%，稱為上、下限。1979 年

8 月 21 日，銀行與顧客買賣即期匯率的變動幅度放寬為不超過前一營業日中心匯率上、下各新台幣 2.5 角。至於美元以外之外幣兌新台幣即期匯率，則由個別外匯指定銀行自訂。

(2) 第二階段 ( 1980 年 3 月 3 日至 1982 年 8 月 31 日 )

中央銀行退出匯率議定工作，由其指定之五家外匯指定銀行負責人，直接商訂銀行對顧客買賣即期美元之買、賣匯率，並予公告，適用全體外匯指定銀行，取消中心匯率，改稱銀行與顧客買賣中價，仍然維持當日中價匯率不變。每日匯率的變動範圍則限為前一營業日買賣匯率平均中價之上、下各 1%，嗣又於 1981 年 8 月 12 日調整為 2.25%。匯率議定基礎，除仍根據外匯指定銀行與顧客交易之外匯供需外，更以新台幣實質有效匯率指數為匯率訂價之指標。

(3) 第三階段 (1982 年 9 月 1 日至 1987 年 7 月 14 日)

恢復中心匯率制度，即由外匯交易中心根據前一營業日銀行間交易加權平均價格，計算當日美元兌新台幣之中心匯率。匯率調整基礎由銀行與顧客間交易之外匯交易改為銀行間交易。每日匯率變動幅度以不超過前一營業日中心匯率上、下各 2.25% 為限。銀行與顧客交易改為准許議價。個別外匯指定銀行根據中心匯率自訂對顧客交易之買、賣匯率，每筆交易額在 3 萬美元以下者，其買、賣匯率應在中心匯率減、加新台幣 5 分範圍內；每筆交易金額在 3 萬美元以上者，其買、賣匯率應在中心匯率減、加新台幣 1 角範圍內。

(4) 第四階段 ( 1987 年 7 月 15 日至 1989 年 4 月 2 日 )

銀行與顧客之外匯交易匯率，每筆金額在 3 萬美元及以下者，銀行得於中心匯率上、下各 5 分之範圍內與顧客商訂；每筆交易金額在 3 萬美元以上者，擴大為在中心匯率上、下差價各新台幣 2 角之範圍內與顧客商訂。此外，新增美元現鈔買賣匯率之規定，銀行於中心匯率上、下各 4 角之範圍與顧客商訂。

(5) 第五階段 (1989 年 4 月 30 日至 1990 年 12 月 28 日)

為加速推動金融自由化，促使外匯市場運作更能發揮價格機能，中央銀行廢除「指定銀行買賣外匯辦法」，廢止中心匯率制度，取消每日匯率變動不得超

過中心匯率上、下各 2.25%，及銀行與顧客買賣即期美元匯率不得超過中心匯率上、下新台幣 2 角，與買賣美元現鈔匯率不得超過中心匯率上、下新台幣 4 角等限制。自此，銀行與顧客大額交易之匯率已完全由銀行與顧客議價決定，無範圍之限制。惟為維護小額(3 萬美元以下)結匯人之權益，由九家輪值外匯指定銀行共同商訂「小額結匯議定匯率」，在減、加新台幣 1 角的範圍內訂定買賣價格。自 1989 年 7 月 24 日起，小額交易之定義，由 3 萬美元降低為 1 萬美元，並擴大為在「小額結匯議定匯率」減、加新台幣 2 角範圍內訂定買賣匯率。

(6)第六階段 (1990 年 12 月 29 日起)

停止議定小額結匯匯率，買賣匯率由各銀行自行訂定並掛牌公告。惟為保障 1 萬美元以下小額交易者之權益，銀行訂定匯率之買賣差價不得超過新台幣 1 角。至此，匯率可說已完全自由化。

2.遠期匯率 (註 4)

在 1979 年 2 月外匯市場成立以前，外匯指定銀行辦理遠期外匯買賣僅為代理中央銀行性質，遠期匯率亦由中央銀行逐日公告。自外匯市場成立後，遠期匯率之訂定過程大致可分下列五個階段：

(1)第一階段 (1979 年 2 月 1 日至 1980 年 3 月 2 日)

遠期美元買賣匯率，由中央銀行代表及其指定之五家外匯銀行負責人會商訂定，適用全體外匯指定銀行。其他外幣遠期買賣匯率，則由上述五家外匯指定銀行負責人商訂。

(2)第二階段 (1980 年 3 月 3 日至 1982 年 8 月 31 日)

中央銀行不再參與議定匯率工作，所有遠期外匯買賣匯率，均由中央銀行指定之五家外匯指定銀行負責人商訂。

(3)第三階段 (1982 年 9 月 1 日至 1984 年 5 月 8 日)

遠期美元之訂價，改按「指定銀行與顧客買賣差額」及「指定銀行將其買賣轉讓央行之多寡」而調整。

#### (4)第四階段 (1984 年 5 月 9 日至 1987 年 7 月 14 日)

遠期美元匯率之訂價改為每營業日由中央銀行指定之外匯指定銀行負責人，根據各該銀行前一營業日與顧客買賣遠期美元之成交價格，分別加權平均計算，作為當日買入及賣出遠期美元參考匯率。前一營業日若無成交價格，則根據其掛牌價格算術平均計算之，並通知全體外匯指定銀行。各外匯指定銀行根據前述買入及賣出遠期美元參考匯率，在減、加新台幣 2 角範圍內，自行訂定遠期美元買賣匯率，但買、賣匯率間之差價，不得超過參考匯率之 1%，其他外幣之遠期匯率，改由各銀行自行訂定。

#### (5)第五階段 (1987 年 7 月 15 日起)

各幣別遠期外匯匯率，均由個別外匯指定銀行自行訂定，至此遠匯市場已完全自由化。

### **(三)資本自由移動 (註 5)**

台灣自 1987 年以來，即以循序漸進的方式逐步開放資本自由移動。由於審慎推動、逐步漸進的開放原則，台灣的「管理外匯條例」曾經過二次修正。第一次在 1987 年 7 月大幅放寬外匯管制，除短期、投機性資金仍稍有管制外，其餘經常帳收支項目均開放自由進出。第二次在 1995 年 8 月，依「原則自由，例外許可」之精神，完成該條例之修正，使資金進出更自由，只在特定情況下才予管制。而在推動台北金融中心發展計畫上，早期係以「境內、境外區隔」為規劃原則，近年來方改為「境外完全自由、境內逐步開放」。所謂「境外完全自由」係指對不涉及新台幣兌換的外匯業務予以完全開放；「境內逐步開放」則指對涉及新台幣與外幣間兌換的業務，採循序開放方式，以免衝擊台灣經濟金融的穩定。又外資投資台灣股市之比例上限，也採漸進提高之方式放寬。

經過多年的逐步開放，目前資金進出台灣已相當自由。在不涉及新台幣的外幣資金進出方面，已達完全自由；而在涉及新台幣的外幣資金進出方面，除有關經常帳的資金進出已完全自由外，資本帳中經主管機關核准之投資及與貿易有關的資本交易亦已完全自由，僅短期性之金融外匯收支尚有若干限制(詳

見表 2)。

表 2、台灣外匯管理現況

2000 年 11 月

外匯管理規定		結售外匯		結購外匯			
		公司及行號	個人	公司及行號	個人		
項 目	商 品	無額度限制	每筆以免簽證出口限額一萬美元為限	無額度限制	每筆以免簽證進口限額一萬美元為限		
	勞 務	無額度限制		無額度限制	限利用額度結匯**		
	移 轉	限利用額度結匯*	利用額度結匯**	限利用額度結匯*	限利用額度結匯**		
	長期資本直接投資	(經主管機關核准者)	依主管機構核定金額結匯		依主管機構核定金額結匯		
		(未經主管機關核准者)	限利用額度結匯*	限利用額度結匯**	限利用額度結匯*	限利用額度結匯**	
	居 民	證 券 投 資 (經外匯指定銀行辦理之信託資金投資)	無 額 度 限 制		無 額 度 限 制		
		其他資本移動	國內證券投信公司	外資投資國內證券無總額度限制，且除若干特殊行業（如通訊電信業）另有規定外，每一外資及全體外資可持有任一發行公司股份總額之 100%。			
			外國專業投資機構	外國專業投資機構投資國內證券上限為 20 億美元。			
			境內、外一般外國人	境外自然人及一般法人投資國內證券限額分別 5 百萬美元及 5 千萬美元。			
		海外存託憑證及海外可轉換公司債	得申請兌換成新台幣供各項中、長期投資使用者，無額度限制。				
中長期國外借款		一、經央行核准兌換成新台幣供各項中、長期投資使用者，無額度限制。 二、逕自引進國外中長期資金並依規定申報外債者，其結售部分限利用額度結匯；還本付息結購部分無額度限制。					
其 他	限利用額度結匯*	限利用額度結匯**	限利用額度結匯*	限利用額度結匯**			
貨 幣 機 構 資 本 交 易	外匯資金可自由運用，惟綜合部位：由銀行自訂部位限額經董事會（或其國外總行）核定後，洽經央行同意後實施（衍生性金融商品部位限額不宜高於總部位之三分之一）。						
非居民	一、投資證券：其匯入資金之淨額不得超過規定投資國內證券之限額。 二、投資以外之用途：每筆未逾十萬美元得自由結匯，外國金融機構不得以匯入款結售。						

附註：\* 全年累計結售或結購金額不得超過五千萬美元。

\*\* 全年累計結售或結購金額不得超過五百萬美元。

資料來源：許嘉棟、施遵驊（1999）、許嘉棟（1999）、中央銀行外匯局。

1. 對於外資投資台灣境內證券，除若干特殊行業（如通訊電信業）另有規

定外，個別外資及全體外資可持有任一發行公司（含上市與上櫃）股份總額之 100%；

2. 個別外資投資台灣境內證券設有額度限制：外國專業投資機構(QFII)為二十億美元，境外法人為五千萬美元，境外自然人為五百萬美元；

3. 個別外資投資於貨幣市場工具、定期存款、附條件買賣公債及從事期貨交易的總和不得超過匯入資金的 30%；

4. 外資資金進出時應向中央銀行申報，並應定期向中央銀行及證期會列報資金運用情形。

### **三、台灣加入 WTO 的承諾及其對金融體系的衝擊**（註 6）

#### **（一）加入 WTO 時須採行的措施**

1. 台灣入會後，將遵守台灣與 WTO 簽訂的「特別匯兌協定」，其主要內容如下（註 7）：

(1) 使匯率反映經濟基本面，與 WTO 其他會員維持有秩序之匯兌安排，避免競爭性調整措施及操縱匯率。

(2) 非經 WTO 核准，不得對經常帳支付與移轉加以限制，且不得採行差別性通貨措施（discriminatory currency arrangements）或複式匯率（註 8）。

(3) 資本移動有擾亂國際收支及妨礙總體經濟之穩定時，得予限制之。惟制定新資本管制措施或緊縮現行資本管制措施後，應立即與 WTO 諮商。

(4) 須依國際貨幣基金會（IMF）協定第八條規定提供相關資料（註 9）。同時，WTO 與 IMF 就匯兌等進行之磋商，如有涉及我方之案情時，應將我方意見充分轉知 IMF。

#### **2. 台灣加入 WTO 主要的承諾項目**

在台灣申請加入 WTO 之過程中，我方已陸續推動各項金融服務業自由化項



目，包括放寬外人來台設立金融機構之條件與業務限制、取消外商銀行吸收新台幣存款的倍數限制（註 10）、放寬外人投資外匯經紀商之限制（註 11）、放寬外人對我方金融機構之持股限制、取消外匯指定銀行國外負債限額規定並改為提列準備金、放寬外人投資我方股市之限制等。至於台灣加入 WTO 主要的金融服務業承諾項目，主要包括：

(1)加入 WTO 後，將放寬外商銀行來台設立辦事處及分行之設立標準及限制。

(2)加入 WTO 後，外商銀行得在附帶限制條件下，提供「國內備表，國外開戶」之服務。

(3)保險服務業方面，開放外國相互保險公司在台設立分公司，外人得以合資方式在台設立保險公司，外資從事再保險、保險中介與附屬服務業等項目。

## **（二）加入 WTO 後對金融體系的衝擊**

誠如前述，台灣近年來已致力於推動金融自由化與國際化的工作，且在申請加入 WTO 的過程中，亦已陸續推動各項金融服務業自由化項目，因此迨至目前台灣金融體制與金融法規大致上已符合 WTO 之規定，故加入之初，尚不會對金融體系產生立即的重大影響。不過一旦台灣加入 WTO 之後，勢將伴隨出現金融服務業的自由化與國際化的加速進展，其對台灣的金融體系仍將帶來深遠的影響。茲說明如下：

### **1. 對外匯市場之影響**

(1)外匯市場規模會進一步擴大:金融市場對外開放，資金進出規模與市場參與者增加，將促進外匯市場的深度與廣度，從而擴大市場規模。

(2)為因應外匯交易規模的擴大，相關的金融商品種類將趨多樣化，尤其是組合式的避險工具會迅速擴增。

(3)市場管理規範會趨向國際慣例，且中央銀行將加強金融紀律化，讓新台幣匯率更有彈性地反映經濟基本情勢。

## 2. 對銀行業市場之影響

(1) 銀行業將面對直接金融的高度競爭：伴隨金融市場的日益成熟、金融創新、投資者投資型態大幅改變，證券市場規模與效率勢將日益擴增，以傳統銀行業為主的間接金融將面對直接金融更進一步的威脅。

(2) 銀行業將面臨外國銀行強力挑戰：隨著銀行業市場的開放，銀行業將面臨與歐美先進國家之大型銀行競爭的壓力。

(3) 銀行業將進行跨業經營：在歐美日等國紛紛實施銀行、證券、保險業務綜合化經營的發展趨勢下，台灣亦將逐步開放銀行跨業經營，以增加銀行的營業項目，對顧客提供更多樣化的服務（註 12）。

(4) 銀行業將進行大規模併購：由於目前台灣存在銀行規模太小且家數太多的現象（註 13），致使營業利潤持續下降，未來面對國際大銀行的競爭，勢必要進行大規模的併購（相關之法源「金融機構合併法」已於本年 11 月獲立法院三讀通過）。

## 3. 對資本市場之影響

(1) 對股市之影響：(a) 股市將因資本帳大幅開放，以及金融市場發展，致交易金額進一步擴大，並使得股價波動加劇；(b) 外國法人投資台灣股市增加，將帶動台灣股市中法人投資比重提高，自然人散戶比重下降；(c) 台灣資本市場將進一步與國際金融市場結合，因而加深市場國際化程度，更易受國際市場行情之影響。同時，鼓勵國際組織與企業來台發行債券，以及資產證券化，更將帶動台灣債券市場趨於成熟。

(2) 對證券業之影響：(a) 證券業將進行合併與大型化：隨著資本市場規模的擴大與產品的多樣化，證券商將朝擴大資本及業務多元化發展；(b) 證券業將走向國際化：在證券商資本擴大及業務多元化發展之後，台灣證券業將可以與國際性證券商競爭。

## 4. 對保險市場之影響

(1) 政府將鼓勵保險業赴海外設立據點，以拓展海外業務，保險業將更趨國

際化。

(2)在外國保險公司競爭刺激下，保險市場將更趨深化與廣化，而國內消費者則能因而享受到較好的服務品質。

(3)保險業資金將大幅成長，資金運用的空間亦將擴大。

#### 5. 對金融資產管理市場之影響

(1) 金融市場規模擴大之後，投資人對於金融工具與金融服務之需求將日益殷切，致有利於台灣發展金融資產管理市場。

(2) 台灣近年來共同基金市場蓬勃發展，而且公務人員退撫基金、勞工退休基金及勞工保險基金俱已累積充沛的資金(另國民年金也在積極規劃中)，加以繼本年 6 月「信託業法」通過實施後，10 月行政院續通過發展資產管理業務之關鍵性法規 - 「證券投資顧問事業、證券投資信託事業經營全權委託投資業務管理辦法」，此舉將使得台灣的資產管理市場益趨成熟。

(3) 在資本移動自由化的帶動下，台灣未來資金流通將無國界限制，相當有實力發展成為亞太籌款中心及金融資產管理中心。

### 四、加入 WTO 後央行貨幣政策的挑戰

由於近年來金融自由化與國際化的快速進展，益以在積極尋求加入 WTO 過程中所陸續推動的各項金融服務業自由化項目，業已使得台灣的金融體系產生了急遽的改變。此一發展，對於央行在制訂及執行貨幣政策時已帶來若干影響，而預期在加入 WTO 後，因我方已作出進一步開放的承諾，勢必對貨幣政策帶來更大的挑戰。以下擬分析央行貨幣政策目前所面臨，以及未來即將遭遇到的重大難題。

#### (一) 貨幣政策的傳遞機制日益複雜

在早期的金融管制時期，由於以銀行為主的金融中介型制度(financial-intermediary-based system)係扮演較為重要角色，因此藉由對銀行業的利率管制、信貸管制，以及倚重中央銀行的直接融通，貨幣政策的傳遞機制較為單

純，貨幣政策的影響效果主要是透過「信用分配」此一管道來達成。

但是，金融自由化與國際化的發展，金融市場的規模將不斷擴大，貨幣政策的傳遞機制也會變得日益複雜，致傳統的信用分配管道逐漸式微。另一方面，在此一轉變過程中，利率、匯率及股價等資產價格的重要性則將與日俱增。美國聯邦準備理事會主席 Greenspan 即曾提出，資產價格對於貨幣政策的重要性已日益提升，其並認為貨幣當局在評估總體經濟情勢時，已無法僅止於關注商品與勞務的流量，須同時關心資產價格行為，以及評估資產價格對於家計部門與企業決策的影響（註 14）。

資產價格中以股價所誘發的財富效果最值得吾人關注。這是因為，股票價格高漲，帶動財富增加進而促使投資及消費提升，將使得總體經濟受到刺激；反之，當股票價格崩跌，透過財富縮水打擊投資及消費，則使得總體經濟遭致不利影響。鑑於評估股票的合理價位十分困難，且中央銀行對股票市場的直接影響能力也十分有限，再加上中央銀行應否介入股票市場更是迭有爭議，因而即使股票市場的傳遞機制日益重要，但是中央銀行面對股價的暴漲暴跌，經常顯得力不從心。

台灣直接金融的比重由 1990 年底的 12.2% 大幅提升至本(2000)年 6 月底的 28.1%，其中股票市場的明顯成長，無疑是最重要的影響因素(見表 3)。由於台灣股票市場的結構係以散戶投資人為主，因此其波動性向來即相當大，加以近年來外資在台灣股市的比重已不斷提高，外資任何的風吹草動，均易形成國內投資人的群集跟風(herding)，更是加重此一市場的不穩定。緣於此，政府已自本年 1 月起成立「國家金融安定基金」，以因應當國內外發生重大事件(尤其是非經濟因素)而顯著波及台灣人民信心時，得藉以維持資本市場(尤其是股市)或其他金融市場之穩定，並維持國家社會之安定。

縱然直接金融比重不斷上升，已導致貨幣政策的傳遞機制日益複雜，也加重了中央銀行維持金融穩定的負荷，但是歷經亞洲金融危機的衝擊之後，我們也深刻地體認到，以傳統銀行業為主之金融中介的確有其脆弱的一面，因而健全資本市場並發展多元化金融體系(multipillar financial systems)對於降低

金融危機的傷害應有幫助。不惟如此，根據 Allen & Gale (1995) 的研究指出，由於金融市場型體制(financial-market-based system)要求廠商揭露的活動訊息較多，因此可以幫助廠商從事較佳的投資決策，同樣的，亦有助於廠商去決定是否加入此一產業，而且當經濟體系成功地轉型至動態性產業(如高科技產業)，此際金融市場型體制將顯現出較大的競爭優勢。

**表 3、台灣的直接金融與間接金融的相對重要性**  
(直接金融與間接金融存量分析)

單位：新台幣億元

年/月底	主要金融機構授信* (間接金融)(1)				證 券 發 行						證券發行減銀行 投資(直接金融) (2)		合計 (3)= (1)+(2)
	小計	(1)/(3) %	放款	投資	小計	上市 (櫃)股 票(a)	短期票 券(b)	公司 債	海外 債(c)	政府 債券	小計	(2)/(3) %	
1990/12	50,635	87.77	46,494	4,141	11,194	5,293	3,471	516	26	1,888	7,053	12.23	57,688
1991/12	61,897	86.02	56,949	4,948	15,007	6,205	3,446	652	68	4,636	10,058	13.98	71,955
1992/12	79,605	86.95	72,761	6,844	18,795	7,400	3,961	666	454	6,314	11,951	13.05	91,556
1993/12	95,110	87.68	84,390	10,720	24,080	8,945	6,511	604	498	7,523	13,360	12.32	108,470
1994/12	109,556	86.22	99,044	10,512	28,017	10,809	7,286	707	1,088	8,128	17,505	13.78	127,061
1995/12	121,003	84.52	108,028	12,975	35,143	14,976	9,217	922	1,306	8,721	22,168	15.48	143,170
1996/12	130,518	82.24	112,052	18,466	46,656	18,935	13,636	2,504	1,468	10,113	28,190	17.76	158,708
1997/12	141,648	77.82	125,457	16,191	56,570	26,558	14,284	3,232	1,947	10,548	40,379	22.18	182,027
1998/12	152,787	75.06	132,161	20,626	71,398	35,248	18,017	5,189	1,955	10,989	50,772	24.94	203,559
1999/12	157,984	73.24	138,108	19,876	77,597	40,458	15,045	5,901	2,240	13,952	57,721	26.76	215,705
2000/6	160,454	71.92	141,420	19,034	81,668	42,714	15,045	6,598	2,591	14,720	62,634	28.08	223,088

註：\*主要金融機構包括存款貨幣機構(含銀行、信用合作社與農、漁會信用部)及郵匯局。

(a)股票(含金融機構發行)存量資料包括上市(櫃)公司之股票面值加現金增資溢價部分。

(b)短期票券包括商業本票及銀行承兌匯票;政府債券包括公債及國庫券。

(c)海外債包括全球(美國)存託憑證及海外可轉換公司債。

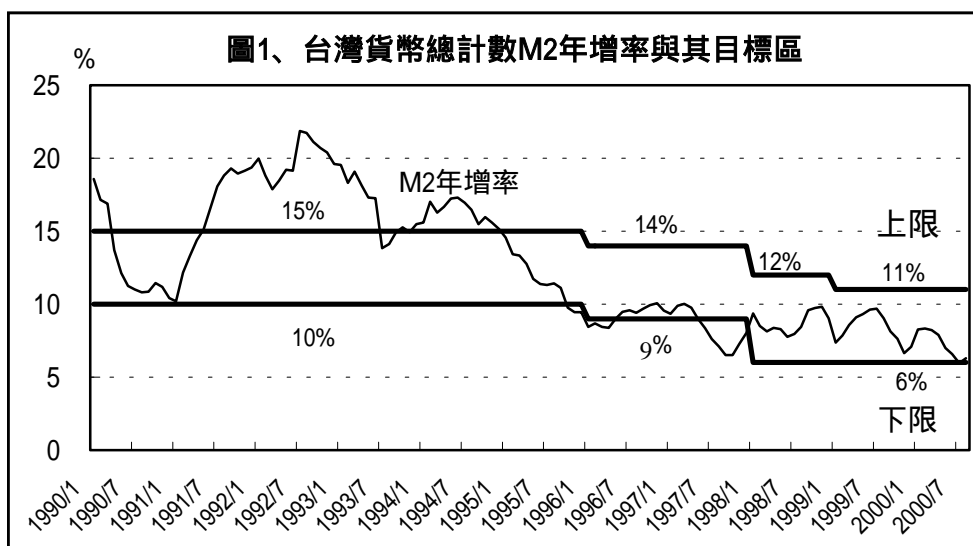
資料來源：中央銀行經濟研究處。

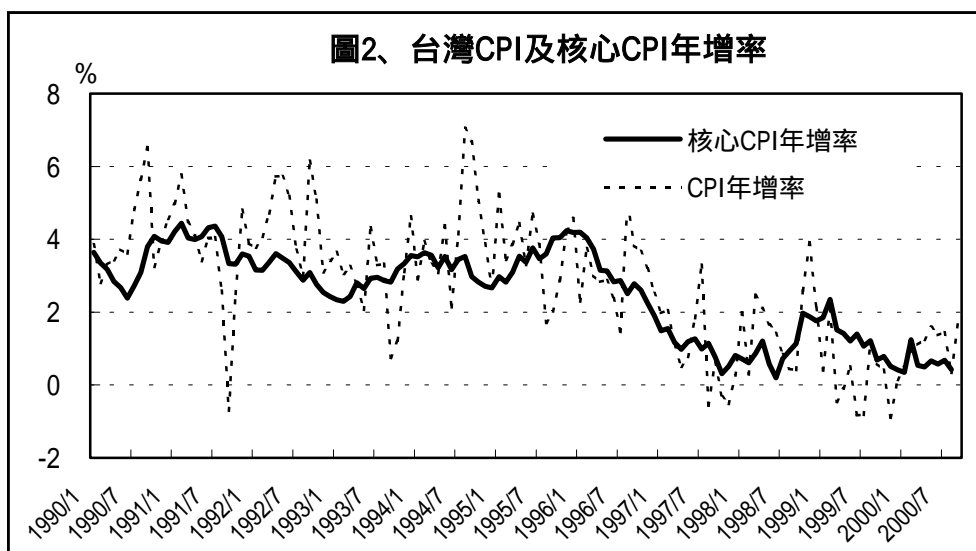
## (二)控制貨幣總計數的困難度提高

台灣自 1990 年以來係以廣義貨幣總計數 M2 作為貨幣政策的主要參考指標，

同時於每年底公佈次年 M2 的成長目標區 (註 15)。多年來，此一控制程序並未遭遇太大的困難，而近一、二年來 M2 的實際成長率大抵皆能落於中央銀行所設定的成長目標區內(見圖 1)，且不論消費者物價指數(CPI)及核心 CPI(CPI 扣除新鮮蔬果，魚介及能源項目)的年增率也都能控制在 4%以下，顯示採行此一傳統貨幣政策機制之績效甚佳 (見圖 2)。

不過，伴隨金融環境的急遽變遷，一方面試圖找出適當的貨幣定義已變得十分困難；另一方面，即使是控制原定義之貨幣總計數，其困難度亦是大幅提高。這是因為，金融創新已導致貨幣性資產與非貨幣性資產的界限日益模糊，至於以控制貨幣總計數為主的貨幣政策，傳統上必須假定存在相對穩定的貨幣需求函數，但是在金融自由化與國際化的衝擊之下，勢將影響貨幣需求的決定因素(所得、物價、利率和匯率等)，進而可能導致貨幣需求函數呈現明顯的不穩定。特別是，若貨幣需求的轉變主要是來自金融體系結構的改變 (例如金融創新與資本帳開放政策)，此時中央銀行將難以正確評估一國適當的流動性(註 16)。





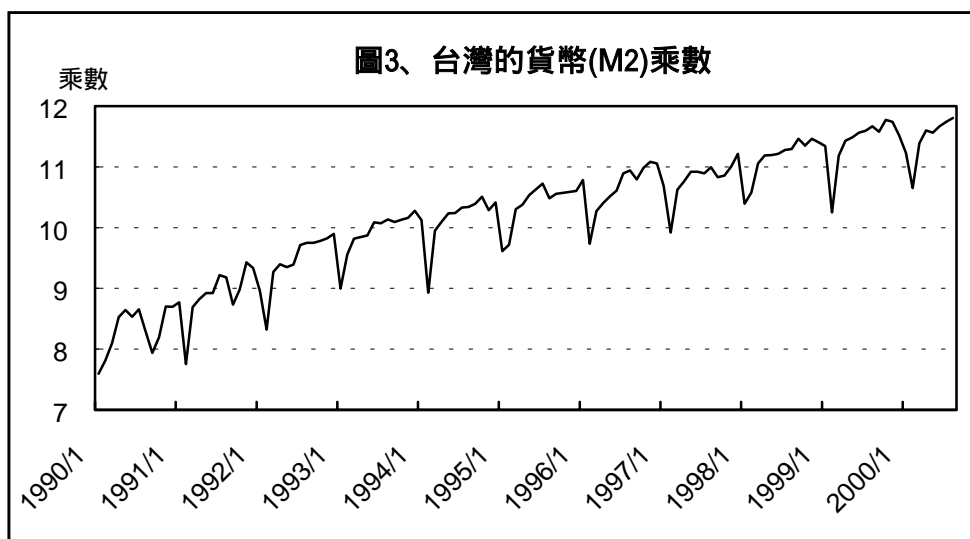
正因為存在此一困難，自 1970 年代以來普受國際間中央銀行重視的貨幣目標化(monetary targeting)政策,迨至 1990 年代初大抵已遭主要國家所放棄，即使是長期以來固守貨幣目標化政策的瑞士及美國也不例外，前者係自本年初起停止公布貨幣總計數 M0 及 M3 之成長目標，並改採類如彈性的通貨膨脹目標化(flexible inflation targeting)政策(註 17)；而後者則自本年 7 月起終止公佈貨幣總計數 M2 及 M3 之成長目標，且實務上是採行以一組訊息指標來指導貨幣政策的彈性策略。除此之外，歐洲中央銀行在 1999 年 1 月歐元上路之後，貨幣總計數 M3 也僅扮演參考指標的功能，並與其他可預示未來通貨膨脹發展的眾多訊息指標，共同用來指引歐元區的單一貨幣政策。

台灣在加入 WTO 之後，金融市場更為開放，預期以貨幣總計數 M2 作為貨幣政策主要參考指標的能力將進一步受到侵蝕，或許也將面臨有若主要國家中央銀行不得不改變的事實。為因應即將到來的挑戰，中央銀行刻正積極研究相關的問題，包括貨幣總計數未來扮演的角色，實施通貨膨脹目標化政策的條件與利弊，以及是否應改採類如美國之彈性策略等。

### (三)以短期利率作為操作目標的重要性日漸增高

在貨幣政策之短期操作目標選擇上，過去，台灣央行主要係以控制準備貨幣(強力貨幣)來達成 M2 的成長目標。此一操作程序，必須建立在貨幣供給的決定過程中，貨幣(M2)乘數是固定的或穩定的前提上。觀之圖 3，台灣的貨幣(M2)

乘數雖呈逐步上升(註 18)，但大抵仍維持相當穩定的局面。



關於貨幣供給的決定過程，在金融自由化之前的時期，信用、利率、匯率及資本移動都受到直接管制，因此傳統上僅簡單設定為準備貨幣的函數，它係假定一般大眾及銀行行為沒有改變，所以貨幣乘數是固定的。但是在金融自由化之後，一般大眾和銀行這二者皆能依市場決定的報酬率和相對風險，相當自由地去選擇資產及負債的組合，此際影響貨幣乘數的那些組成份子，除了法定準備率之外，皆會受到所得、財富，以及各種資產價格(反映機會成本)的影響。因為這個緣故，金融自由化將帶來準備貨幣和貨幣乘數的交互作用，使得中央銀行對貨幣總計數的預測益形困難(註 19)。大抵歸因於此，目前大多數國家的中央銀行，泰半已不再強調以準備貨幣為主的貨幣控制程序，並轉而強調以短期利率來充當貨幣政策的操作目標。

在強調以短期利率作為操作目標的場合，大部份國家的中央銀行係選擇以銀行間市場的隔夜拆款利率為主。其原因是這些國家有功能相當完備的銀行間借貸市場，因此個別銀行可輕易地透過此一市場，進行其在中央銀行存款帳戶餘額的交易。若銀行體系準備金的供給未伴隨其需求作反應，則銀行間借貸市場的隔夜資金成本將立即受到影響。不過要注意的是，雖然中央銀行有能力控制短期銀行間市場的拆款利率，然而此一利率必須擴及至影響銀行信用與貨幣供給量，以及比隔夜利率更長期限的利率，據以影響總體經濟活動，否則中央



銀行控制此一利率並無太大意義。一般而言，中央銀行影響長期利率是透過間接的過程，而且原則上是完全依市場力量來決定。這是因為，理論上長期利率係反映對未來短期利率的預期，從而中央銀行對長期利率的影響，泰半是取決於如何左右這些預期，甚至於可以將影響力及於貨幣市場的利率期限結構。在此一控制程序下，對於中央銀行而言，殖利率曲線(yield curve)所提供的情報內涵相當重要。

不可諱言，強調以短期利率作為操作目標的程序，以目前台灣所具備的條件來看，所需釐清及克服的問題仍多，因此近年來央行已先著手健全金融業存款市場的功能，改革銀行存款準備金制度，並提高支付系統的效率，同時努力導引具代表性的殖利率曲線，據以為構建此一控制機制作做好預先的準備。

#### **(四)間接的貨幣政策工具仍待強化**

金融自由化與國際化的發展，類如管制利率、管制信貸及行政指導等直接的貨幣政策工具將被間接的工具所取代。一般所指的間接工具，包括：公開市場操作、法定準備金政策及貼現窗口政策。雖然法定準備金政策是藉由管制力量所施行，但其貨幣性效果的實現，則是透過影響銀行對準備貨幣之需求來達成。再者，準備貨幣的創造幾乎可全由中央銀行的資產負債表內容來直接監控。因此，法定準備金政策一般仍被視為間接工具（註 20）。

##### **1. 公開市場操作**

公開市場操作是中央銀行最具自主性與彈性運用的政策工具，惟其前提是須具備一發達的金融市場。在金融市場尚不發達時期，靈活、雙向的公開市場操作無法順利進行，此際先透過準公開市場形式的工具(open-market-type instruments)仍可獲致眾多利益。此類準公開市場形式的工具通常是在初級市場中採用，例如中央銀行所發行的單券及政府基於貨幣政策目的而標售的債券等皆是（註 21）。

台灣的公開市場操作過去囿於金融市場規模的限制，因此相當仰賴準公開市場形式的工具，這些工具包括財政部及中央銀行所發行的國庫券，中央銀行所發行的儲蓄券及定期存單，甚至於中央銀行利用郵政儲金轉存制度的運作（註

22)，亦可以視為此種類型。近年來，伴隨金融市場規模的不斷擴大，透過公開市場操作來調節市場資金狀況已愈見重要，至於靈活、雙向的公開市場操作能力雖仍待加強，惟其發揮的功效確已大為提高，這其中尤以自 1990 年初起已能積極透過公開市場操作的重購回協定交易，來調節季節性資金的變化。關於重購回協定交易，非但為中央銀行貨幣政策的重要工具，也可提供中央銀行獲取市場對短期貨幣政策預期的資訊來源(註 23)。另為提高公開市場操作的效率，中央銀行亦自本年 1 月起實施主要交易商制度(註 24)，透過這些符合資格的主要交易商來進行公開市場操作，而這些交易商則有提供市場訊息、積極參與標售、有效創造市場及提供雙向報價的義務。

此外，誠如前述，處於新的金融環境之下，殖利率曲線的情報內涵十分重要。鑑於此，中央銀行自本年 2 月起開始定期標售中央銀行發行的定期存單，據以建立市場利率基準指標(benchmark)及調節市場多餘流動性；其中 91 天期及 182 天期係按週發行，而 273 天期及 364 天期則每四週發行一次，至於 2 年期則是每二個月發行一次。迨自本年 7 月 1 日起，中央銀行已停止標售 273 天期，而 91 天期，182 天期及 364 天期改為每兩週發行一次，至於 2 年期則改為每四週發行一次。央行發行之定期存單亦有採由央行設定利率者，則可據以向市場表達央行對當前資金情勢的看法與貨幣政策的立場。

## 2. 法定準備金政策

法定準備金制度由於迫使銀行相較於非銀行之其他金融機構係處於競爭劣勢，況且調整法定準備率也將嚴重干擾銀行的資產負債配置，因此近年來許多先進國家已朝向大幅調降法定準備率，甚或完全廢止法定準備金制度。但是，法定準備率的規定如設定適當的話，不但可以使得貨幣乘數較穩定，有助於改善中央銀行控制貨幣總計數的能力，而且對於金融同業拆款市場之資金供需與短期利率(常被視為貨幣政策之短期操作目標)的穩定性俱有助益。況且，根據先進國家在大幅調降法定準備率或廢止法定準備金制度後卻發現，法定準備金制度的維持，實務上確實有助於強化貨幣政策的效力。美國聯邦準備當局的研究就指出，即使大多數國家轉而以控制短期利率來達成對貨幣總計數的控制，

惟若缺乏法定準備金制度，則準備貨幣之需求將呈現較大的波動，從而中央銀行為穩定短期利率所採行之公開市場操作和貼現窗口政策之效力將大打折扣(註 25)。

台灣長期以來僅要求新台幣存款須提存法定準備金，係一傳統操控貨幣與信用增長，維持物價與金融安定的強力貨幣政策工具。1970 與 1980 年代間，台灣之金融管制程度尚高，民間之儲蓄理財工具有限，以銀行存款為主，為防範鉅額貿易出超帶來對貨幣供給過度擴充的壓力，法定準備率均較國際水準為高，故加權平均的存款準備率在 1990 年代初期仍高達 15%左右，其後則由於經濟金融環境的變遷即呈大幅下降，迨至本年 9 月已降至 6.33%(見表 4)。此一發展，對於合理減輕銀行資金成本的負擔幫助甚大，也有助於發展台北成為亞太金融中心的計畫。至於 1987 年 6 月為防範大量熱錢流入，而對外匯指定銀行實施的國外負債限額之規定，則於 1997 年 5 月取消，惟自 1999 年 7 月起改納入法定準備金制度之列，目前的適用準備率暫訂為零。按照新制，應提準備金的基礎並擴及至存款以外之其他負債，且將規範對象由銀行擴及至適用銀行法之金融機構。在此一規定下，未來加入 WTO 後，一旦出現短期外資大量流入，則中央銀行仍有能力透過提高國外負債準備率的方式，來降低熱錢的不利衝擊。

表 4、台灣 1990 年以來台幣存款應提準備率的調整狀況

單位：%

項 目 準 備 率	支 存	活 存	活 儲	定 存	定 儲	加權平均 準備率
1990/08/01	28.80	26.50	19.00	10.000	12.000	14.98
1991/09/11	27.75	25.75	18.25	10.000	12.000	14.15
1991/09/21	27.75	25.75	18.25	9.250	11.250	13.62
1991/11/18	27.25	25.25	17.75	9.250	11.250	13.39
1992/01/09	27.25	25.25	17.75	8.875	10.875	13.31
1993/09/17	26.25	24.25	16.75	8.125	10.125	11.72
1994/08/12	25.25	23.25	15.75	9.625	7.625	11.09
1995/09/25	24.25	22.25	14.75	9.125	7.125	10.42
1995/11/07	23.75	21.75	14.25	8.875	6.875	10.10
1996/03/08	22.50	50.50	13.00	8.525	6.525	9.46
1996/08/24	22.00	20.00	12.50	8.400	6.400	9.26

1997/09/25	21.25	19.25	11.75	8.250	6.250	9.10
1997/10/17	19.75	17.75	10.25	7.750	5.750	8.31
1998/08/03	19.25	17.25	9.75	7.550	5.550	8.00
1998/09/29	18.75	16.75	9.25	7.350	5.350	7.71
1999/02/20	15.00	13.00	5.50	7.000	5.000	6.41
2000/10/01	13.50	13.00	6.50	6.250	5.000	6.33

資料來源：中央銀行業務局。

亞洲金融危機在 1997 年 7 月於泰國引爆以來，餘波盪漾，台灣亦受國際傳染效應(international contagion effect)感染，1998 年第 4 季復發生本土型金融風暴，金融機構不良債權劇增，經營體質呈現惡化現象。其間若干銀行出現弊端致發生存戶擠兌事件，陷入流動性不足困境，囿於其市場工具不足，中央銀行即以該行存入央行之存款準備金額度為擔保品，對這些銀行進行窗口緊急融通，助其渡過難關，而化解醞釀成系統性危機的風險，因而顯示法定準備金制度對於金融體系面臨危機時之緊急流動性支援有其存在的價值。雖如此，準備金提存對銀行而言無異被課「鑄幣稅」(seigniorage tax)，增加其營運成本，為提升銀行獲利率，以促進金融體系之健全發展，中央銀行乃於 1998 年 11 月起三度提高對銀行存款準備金之給息率（註 26），由 2.4%提高至 4%（2000 年 7 月），惟所增加之收入須用於打銷呆帳用途。

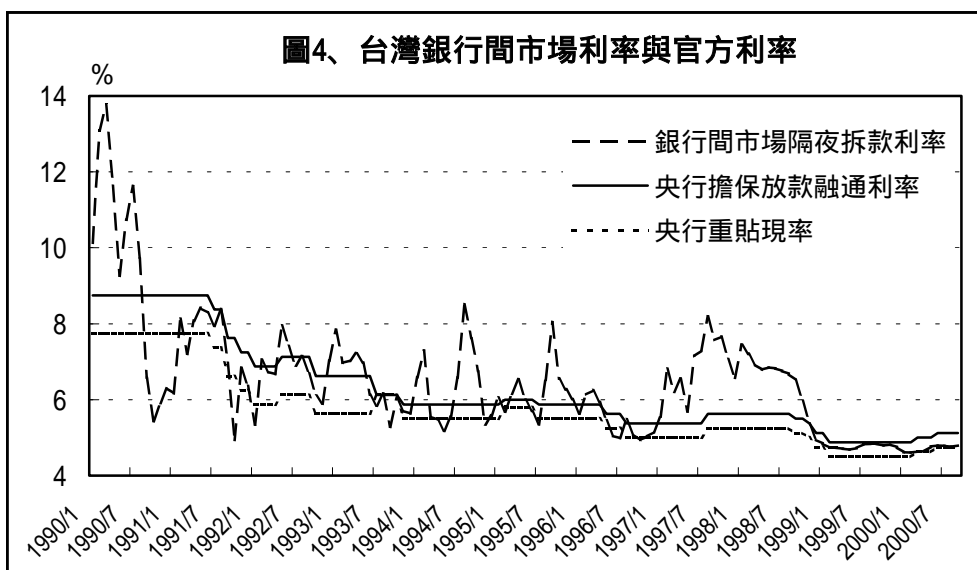
外匯存款應否提存準備金是另一個值得關注的問題。當外匯存款占存款總額的比重很高，且本國幣別存款與外匯存款間替代性很大時，將外匯存款包含於廣義的貨幣總計數，可提高貨幣總計數之穩定性，且要求外匯存款提存準備金，也有助於貨幣乘數整體之穩定（註 27）。以台灣的情況而言，外匯存款約僅占 M2 的 4%左右，為維持本地銀行吸收外幣資金的國際競爭力，因此中央銀行以往將外匯存款的適用準備率設定為零，尚不致礙及整體貨幣控制的成效。惟當金融自由化與國際化的腳步在加入 WTO 後加速進行，則外匯存款的規模勢必大幅提升，其與新台幣存款的替代性也將更加增高，對匯市之敏感度與影響力亦將加劇，此際須慎重考慮規定外匯存款的適當準備率水準。近月來，鑑於外匯存款明顯擴增，中央銀行為維持外匯指定銀行收存外匯存款之適當流動性，乃率先自本年 12 月 8 日起，就外匯指定銀行收受外匯活期及定期存款新增部份(含到期續存)提存 5%之準備金，並以原幣存放央行。

### 3. 貼現窗口政策

過去主要國家中央銀行的貼現窗口政策由於過份被動，且其調整大抵落後於市場利率的變動之後，因此被認定為並非主動有效之貨幣政策工具，通常只是徒具宣示效果之用途而已。但是，當 1990 年代起各國中央銀行逐漸瞭解到維持短期利率穩定的重要性時，有效構建一靈活運作之貼現窗口機制遂日益受到重視。

不惟如此，近年來為了降低金融市場高度整合所加諸於支付系統的風險，各國的支付系統大都朝向建立即時總額清算(Real-Time Gross Settlement, RTGS)制度來取代過去的淨額清算或固定時點清算制度，惟此一發展卻不可避免地增加了銀行的支付清算成本，並將導致銀行間市場的拆款利率波動幅度加大。此際，中央銀行更需要建立賦予較大彈性之貼現窗口機制，同時中央銀行也應考慮提供銀行充分的日中流動性。

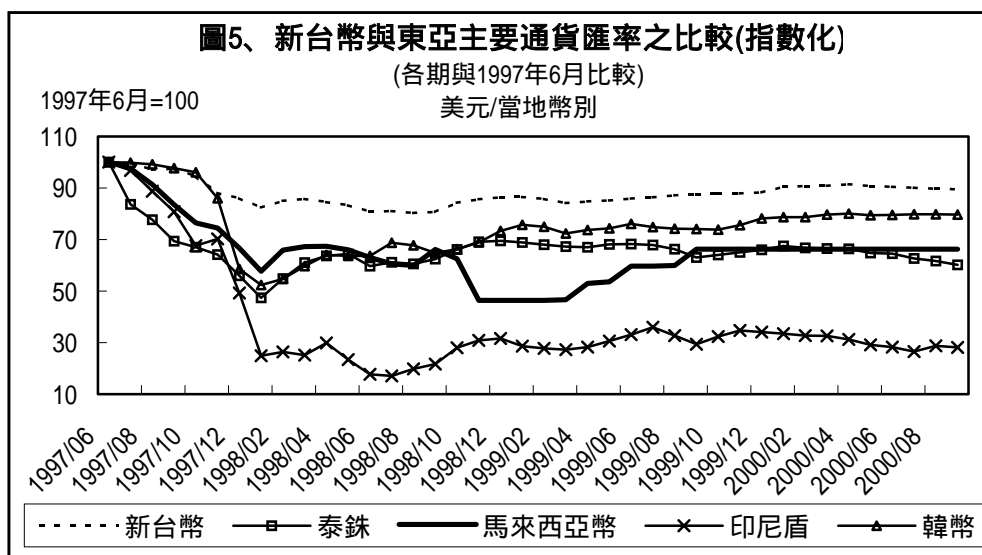
近年來台灣的貼現窗口機制已逐步朝向上述目標改革中，惟 1999 年之前因欠缺足夠的靈活度，因此與主要國家相較，銀行間市場的隔夜拆款利率係呈現較大的波動，之後隔夜拆款利率已能控制在央行的擔保放款融通利率與重貼現率間(見圖 4)，市場利率結構趨於合理化；至於配合 RTGS 提供日中流動性的機制，則可望於明(2001)年初付諸實施。按照目前的規劃，中央銀行提供的日中信用，將要求銀行提交十足的擔保品，不計息(一旦銀行不能在日終軋平，致成隔夜融資時方予以罰息)。



## (五) 構建防範資本移動衝擊的安全機制不可或缺

對於許多開發中國家而言，藉由資本移動的自由化來吸引大量資本流入，據以補充國內儲蓄之不足，不僅可以改善其國際收支，同時可以緩和對所得和消費的暫時性衝擊，有效減緩景氣循環之波動幅度，進而配合引入國外先進生產、管理技術，帶動產業經濟成長。但是資本移動的自由化並非完全沒有風險。如果無法有效率地使用流入的資金，反而會破壞金融體系的安定（註 28），同時市場參與者可能會對是否持續投資，以及對資本流入國償付外債的能力產生質疑，一旦喪失信心，且將引發流入的資本反轉流出，造成國際收支困難，易導致通貨和金融危機。

為了使資本移動自由化的優點充分發揮並減少風險，必須詳加考慮資本移動自由化的速度和順序。就此而言，台灣是採取循序漸進的方式逐步去推動資本移動的自由化，而且在推動的順序上，係先開放長期資本移動，再開放短期資本移動；先開放外人直接投資，再開放證券投資；同時也未採行有鼓勵引進短期外資的偏失政策（註 29）。而在歷經了亞洲金融危機的考驗之後，由於台灣所受到的不利衝擊遠較周圍鄰國為小，例如新台幣相對於亞洲其他國家通貨仍能維持動態穩定的局面（見圖 5），因此此種資本移動的開放策略，堪稱為成功的典範（註 30）。最近，根據 Bosworth & Collins (1999) 的實證研究顯示，外人直接投資對一開發中國家之投資、儲蓄，乃至於該國經常帳的正面效用最為明顯，而金融性資本流入則無任何明顯的貢獻。由於有效利用外人直接投資無須透過資本完全的可兌換性，因此此一實證結果也支持我們的作法，亦即資本移動自由化宜採取循序漸進方式，且在金融市場對外完全開放之前，必須先調整金融市場的基本結構，強化金融機構之風險內控機制，以及採取適當審慎的金融監理標準和檢查程序。即使一貫強調資本帳自由化的 IMF，於經歷先前的幾次國際性金融危機教訓後，其立場已出現調整，亦主張開發中國家宜根據其自身擁有的條件，審慎循序開放跨國性資本的流動（包括 Johnston and Otker-Robe(1999); Eichengreen, Mussa 等人(1998); 以及 Ariyoshi, Habermeier 等人(2000)）。



台灣在加入 WTO 之後，我方已承諾進一步開放資本的自由移動，但是我方在與 WTO 的「特別匯兌協定」中亦表明，一旦資本移動有擾亂國際收支及妨礙總體經濟穩定時，得予以限制。其主要的考慮在於，藉由限制某些類型的資本交易來抑制非理性之過度投機型資金移動，以排除若干導致「市場失靈」(market failure)的因素，維持市場紀律機制，並爭取時間對金融市場的結構從事必要的調整。

以下擬試舉一例，說明必要時宜限制某些類型的資本交易。中央銀行為提供投資避險管道，曾於 1995 年 7 月開放國內外法人承作無本金交割之遠期外匯交易(Non-Delivery Forward, NDF)，惟為避免投機客藉 NDF 炒作新台幣匯率，於開放之初規定外匯指定銀行衍生性金融商品(含 NDF)部位不得超過其外匯部位總額的三分之一。NDF 運作之初交易情況良好，但在亞洲金融危機期間，部份外匯指定銀行為規避中央銀行的此項規範，於出售 NDF 額度已滿時，即尋求國內法人充當人頭，向其買入 NDF，同時賣出傳統遠期外匯(Delivery Forward, DF)，遂使其承作 NDF 金額不受到限制；而賣出之 DF，亦未依規定檢具實質交易文件(註 31)。由於外匯指定銀行在賣出 DF 時，即在即期外匯市場搶購美元，致使新台幣面臨貶值壓力，中央銀行乃於 1998 年 5 月暫停國內法人承作 NDF，將此一扭曲市場機制之因素予以排除，新台幣匯率隨即呈現動態穩定局面。源自此一經驗，即便未來加入 WTO，我方認為，資本移動在必要時仍宜加以限制。

固然在制度面上及管理面上作適當的調整，將有助於防範資本自由移動的可能傷害，但是這在面對快速、鉅額的短期資本移動下，仍是不充分的。尤其是，1990 年代以來所爆發的通貨危機皆具有跨國傳染效應的本質，因此區內任一經濟體出現隱憂，透過區內貿易及(或)金融的聯結關係，甚至理性或非理性的群集行為與喚醒(wake-up calls)效應，均極易迅速蔓延至全區（註 32）。處此，實有必要加強區內中央銀行間的外匯合作及協調，據以構建防範資本快速、鉅額移動衝擊的安全機制。最近，亞洲區內若干經濟體已達成建立多邊換匯協定的共識，我們認為這是正確的發展方向。

## 五、結語

在金融自由化與國際化的發展趨勢，與台灣加入 WTO 的效應下，中央銀行在制訂及執行貨幣政策時，已面臨更大的挑戰。因此為了兼顧金融效率與金融穩定，中央銀行除了將責成金融機構構建完善的流動性暨風險管理機制，並善盡其「最後貸款者」角色外，中央銀行與財政部並將採行下列政策以資因應：首先，為掌控大額交易資訊，維持市場秩序，及為防範異常資金進出，維護台灣金融穩定，外匯指定銀行辦理大額外匯交易應即通報中央銀行，供立即稽核之需。其次，建立進出監視制度，以避免外資資金進出過於頻繁，而影響台灣股、匯市的穩定。再者，政府也已成立「國家金融安定基金」，俾於非經濟因素影響金融市場時，用以穩定金融市場(尤其是股市)與民心士氣。此外，本年 11 月立法院已三讀通過「金融機構合併法」，另財政部刻正研擬制訂「金融控股公司法」，據以鼓勵金融機構跨業經營及併購，強化競爭力。不過，在此同時，為了提高金融監理的效率並降低市場的道德冒險(moral hazard)，將積極推動金檢一元化及嚴格實施市場退出機制。

展望未來，台灣金融機構將因合併與多樣化經營而改善競爭力。同時，引進外國金融機構參與我方金融市場，除可引進先進金融機構經營理念與操作技術外，尚可促進境內金融機構之良性競爭，提高境內金融市場效率。此外，由於金融服務效率提高，將可促進實質生產部門的成長，進而帶動台灣整體經濟的發展。





## 附 註

1. 在外匯集中清算制度下，外匯係集中於中央銀行，民間及商業銀行均不能持有外匯，各項外匯集中由中央銀行統籌運用。關於外匯集中清算制度及早期台灣外匯管理的演進過程，請參閱周阿定（1996）。
2. 主要取材自梁國樹(1994)。
3. 這五家外匯指定銀行分別是台灣銀行、第一銀行、華南銀行、彰化銀行及中國國際商業銀行。
4. 同 2。
5. 主要取材自許嘉棟、施遵驊（1999） 許嘉棟(1999)。
6. 本節主要取材自彭淮南（1999） 中央銀行(2000)。
7. 依據 GATT 協定第十五條第七款規定，非 IMF 會員國加入 WTO 者，應與 WTO 簽訂「特別匯兌協定」。
8. 依據 IMF 協定第八條第三款規定，除經 IMF 批准外，其會員國不得實施任何有差別待遇之通貨措施，或實施複式匯率。
9. WTO 要求我方依據 IMF 協定第八條第五款規定提供相關總體經濟金融資料。
10. 外商銀行吸收新台幣存款不得超過其營業資金 15 倍之規定，已於 1997 年廢止。
11. 外國貨幣經紀商來台設立分公司或參與合資經營公司，自 1995 年起即無任何持股限制。
12. 台灣的銀行業藉由成立信託部早已兼營證券業務(票券業務亦自 1992 年 7 月起開放)，也容許轉投資保險公司及其他金融服務業。目前財政部則正研議制定「金融控股公司法」，俾透過金融控股公司，有效促進金融機構間的跨業經營。
13. 1900 年時台灣本地銀行(含一般銀行與中小企銀)總、分支機構平均服務人口尚達 20,000 人，迨至本(2000)年 10 月已減至僅 8,100 人，遠較先進國家平均水準低，顯示銀行家數過多(overbanking)、競爭過度現象。另台灣五大主要銀行之市場集中度僅及 29%，亦較新加坡(95%)，加拿大(88%)與瑞士(87%)等金融先進國低落許多。
14. 見 Greenspan(1999)。
15. 台灣貨幣總計數 M2 所含蓋的資產項目，自 1997 年起係包括:通貨淨額、支票存款、活期存款、活期儲蓄存款、定期存款、可轉讓定期存單、定期儲蓄存款、外幣存款(包括外幣活期存款、外幣定期存款及外幣定期存單)、外國人新台幣存款、重購回協定及郵政儲金。又 1990 年之前，中央銀行原係強調較狹義貨幣 M1B(=通貨淨額+支票存款+活期存款+活期儲蓄存款)的重要性，嗣因其需求函數日趨不穩定，方轉而重視 M2。
16. 詳見李榮謙、李勝彥(1997)。
17. Svensson (1999)對彈性的及僵固的通貨膨脹目標化政策有深入的討論。
18. 貨幣乘數的不斷上升，與此段期間中央銀行持續調降法定存款準備率有關，詳下文。另每年一、二月間，適逢農曆年關，通貨需求大舉增加，以致存在貨幣乘數季節性下挫現象。對於此一年節例行性資金缺口，通常央行均透過公開市場操作釋出資金予以充分支應。
19. 同 16。
20. 關於法定準備金政策及其他間接工具的進一步介紹，請參閱 Alexander, Balino and others

(1995)。

21. 準公開市場形式的工具，其進一步的介紹，請見 Axilrod (1997)。
22. 台灣的郵儲制度依法不得進行一般性放款，郵匯局所吸收的郵政儲金主要係轉存於中央銀行及其他銀行。在此一轉存制度下，中央銀行透過轉存央行比率的調整與利息之釋出，即可影響準備貨幣的數量。
23. 重購回協定市場對中央銀行的政策涵義，詳見 BIS(1999)。
24. 目前國際間已有不少開發中國家之中央銀行建立主要交易商制度，這些國家包括：巴西、捷克、印度、馬來西亞、菲律賓、泰國、波蘭及俄羅斯等。
25. 請參見 Feinman(1993)。
26. 根據現行中央銀行的規定，金融機構所提存的準備金分為甲、乙兩戶，其中準備金甲戶為隨時存取、不計利息之存款；準備金乙戶(法定準備額之六成)為非依中央銀行規定或依規定設定之質權實行時不得存取之存款，得酌予給息。
27. 見 IMF(1995)。
28. 台灣在 1980 年代後半曾遭逢鉅額短期資本流入的重大衝擊，先前所論及 1987 年 6 月中央銀行對外匯指定銀行國外負債限額的規定，即在降低來自這方面所帶來的不利影響。
29. 關於資本移動自由化最佳順序的討論，請參閱李榮謙、李勝彥(1997)，以及 Johnston(1998)。
  
30. 台灣因應亞洲金融危機的政策反應，詳見許嘉棟、施遵驊(1999)；至於亞洲金融危機所引發的其他相關議題，則請參閱李榮謙、游淑雅(2000)。
31. 引自許嘉棟(1999)。
32. 有關通貨危機的傳染效應之研究，最近的文獻較關注由貿易及金融的聯結關係所肇致。這方面的討論，請見 Caramazza, Ricci and Salgado (2000)與 Chang and Majnoni (2000)。

## 參考文獻

- 中央銀行(2000), 中央銀行年報:中華民國八十八年, 中央銀行經濟研究處, 頁 32-134。
- 李勝彥(1999), 「我國金融自由化與紀律化」, 中央銀行季刊, 第二十卷第三期, 9月, 頁 4-12。
- 李榮謙、李勝彥(1997), 跨世紀的金融體制改革與貨幣政策, 手稿(初稿曾發表於 1996 年 4 月的跨世紀國家發展研討會), 5月。
- 、游淑雅(2000), 「亞洲金融危機:政策反應、展望與啟示」, 中央銀行:國際金融參考資料, 第四十五輯, 4月, 頁 15-26。
- 許嘉棟(1999), 「開放資本自由移動之影響與因應」, 中央銀行季刊, 第二十一卷第四期, 12月, 頁 19-22。
- 、施遵驊(1999), 「台灣因應亞洲金融危機的金融政策」, 中央銀行季刊, 第二十一卷第二期, 6月, 頁 1-32。(in English)
- 周阿定(1996), 「台灣外匯體制的沿革—台灣外匯自由化的經驗」, 第三屆兩岸金融學術研討會, 11月5日~6日。
- 梁國樹(1994), 「外匯自由化與金融發展」, 中央銀行季刊, 第十六卷第三期, 9月, 頁 8-20。
- 彭淮南(1999), 「中央銀行有關我國加入 WTO 後對金融服務業之衝擊與因應之道」, 中央銀行季刊, 第二十一卷第四期, 12月, 頁 19-22。
- Alexander, William E., Thomas J.T. Balino, et al. (1995), "The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy," *IMF Occasional Paper* 126, June.
- Allen, Frankin and Douglas Gale (1995), "A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US," *European Economic Review*, Vol. 39, PP. 179-129.
- Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, et al. (2000), *Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Controls*, IMF Website, Jan.
- Axilrod, Stephen H. (1997), "Introducing Open Market Operations, Reforms in Markets, and Policy Instruments," in Thomas J.T. Balino and Lorena M. Zamallon (eds.), *Instruments of Monetary Management: Issues and Country Experiences*, IMF, PP. 173-219.
- BIS (1999), *Implications of Repo Markets for Central Banks*, March.
- Bosworth, Barry P. and Susan N. Collins (1999), "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, PP. 143-169.
- Caramazza, Francesco, Luca Ricci, and Ranil Salgado (2000), "Trade and Financial Contagion in Currency Crises," *IMF Working Paper* 55, Mar.
- Chang, Roberto and Giovanni Majnoni(2000), "International Contagion: Implications for

- Policy,” Paper Presented at World Bank Conference on *Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped?*, Washington D.C., Feb. 3-4.
- Eichengreen, Barry, Michael Mussa and Others (1998), “Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects,” *IMF Occasional Paper* 172.
- Feinman, Joshua W. (1993), “ Reserve Requirement: History, Current Practice, and Potential Reform,” *Federal Reserve Bulletin*, June, PP.569-589.
- Greenspan, A. (1999), “ New Challenges for Monetary Policy,” Paper Presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Conference, Jackson Hole, Wyoming, Aug.
- IMF (1995), *Reserve Requirements on Foreign Currency Deposits*, IMF: Monetary and Exchange Affairs Department, Mar.
- Johnston, R. Barry (1998), “Sequencing Capital Account Liberalization,” *IMF: Finance & Development*, Vol. 35, No. 4, Dec., PP.20-23.
- Johnston, R. Barry and Inci Otker-Robe (1999), “ A Modernized Approach to Managing the Risks in Cross-Border Capital Movements,” *IMF Policy Discussion Paper*, No. PDP/99/6, July.
- Svensson, Lars E.O. (1999), *Inflation Targeting in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting*, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, Nov.