

台科大財金所
金融機構管理與監理實務課程(5/26)

資本移動、匯率與外匯政策 —兼論資本管制議題

中央銀行

李榮謙

大 綱

- 一. 熱錢不足懼？
- 二. 匯率重要嗎？
- 三. 資本移動的利弊與匯率制度的抉擇
- 四. 近年來台灣央行的外匯政策
- 五. IMF與資本管制
- 六. 尖鋒對話
- 七. 參考資料

一、熱錢不足懼？

● 熱錢

- 熱錢(hot money or refugee capital)係指在國境間快速移動的短期國際資金，這些資金旨在追求短期的高利，非著眼於長遠的經濟利益。
- 根據反全球化人士的估算，目前每天在全球流竄的熱錢高達3兆美元左右(見表4-1)：

表4-1 國際間熱錢規模的估算

	全球外匯交易量(日平均量)			依此估算每天流通的熱錢規模
		與實質經濟活動有關的比重(%)	熱錢的比重(%)	
1970年代	180億美元	80%	20%	36億美元
1990年代以來	3.98兆美元 (2010年4月) 5.35兆美元 (2014年4月)	10%~30% (與商品貿易有關 僅688億美元或 1.73%)	70%~90%	2.79兆~3.58兆美元

2

● 實務上，央行為何不歡迎熱錢？

- 熱錢的不穩定性甚高，常肇致匯率的過度波動。當熱錢大舉流入，將帶來一國貨幣的大幅升值，影響其出口的國際競爭力；反之，當熱錢快速流出，又將肇致一國貨幣的大幅貶值。根據Combes et al.(2011)的研究，對實質匯價的升值壓力而言，證券投資較外人直接投資(FDI)高出7倍。
- 熱錢是不具生產性的國際資金，對一國實質經濟的助益不大，不若FDI有助於一國的經濟成長，同時可提高全球的經濟產出，並帶來較大資源配置效率。
- 熱錢的投機氣焰過於濃厚，不僅導致一國的資產價格泡沫，妨礙金融穩定，更加深流入國的通膨壓力。
- 熱錢經常加重一國在管理總體經濟上的困難。例如，亞洲國家正邁向經濟復甦的步伐，惟熱錢大舉流入，如以貨幣升值、財政緊縮，以及利率走高來因應，均不利於現階段的經濟復甦。
- 熱錢豪取掠奪龐大的金融利益。

3

二、匯率重要嗎？

● 匯率的表示方式

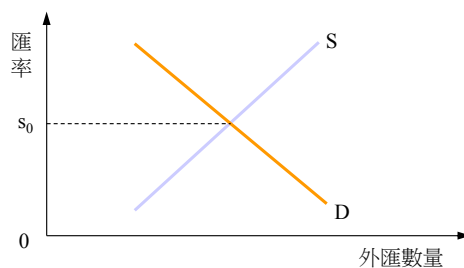
- 匯率就是外匯的交易價格，代表一國貨幣與另一外國貨幣兌換的比率。
- 在各國習慣上，有2種匯率表示方式：
 - 直接報價法(direct quotation)或付出報價法(giving quotation)，也稱為**美式報價法**，匯率表示的型態是1單位外國貨幣折合若干單位的本國貨幣。
 - 間接報價法(indirect quotation)或收進報價法(receiving quotation)，也稱為**歐式報價法**，其匯率表示的型態是1單位本國貨幣折合若干單位的外國貨幣。
 - 以新台幣兌美元為例，若1單位美元折合新台幣30元，則在直接報價法下，美元兌新台幣的匯率為30；至於根據間接報價法，1單位新台幣折合1/30美元，則新台幣兌美元的匯率為1/30。
- 目前國際上各種貨幣兌美元匯率，除英鎊、歐元及SDR係以間接報價法表示外，其餘大抵以直接報價法為主。

4

● 外匯市場供需模型

- 外匯市場模型下的短期均衡匯率(s_0)，是由外匯市場的供給曲線(S)與需求曲線(D)共同決定(見圖4-1)。
- 外匯供給來源主要來自商品出口、外資投資國內證券市場；至於外匯需求來源主要則是來自商品進口、對外直接投資及證券投資。

圖4-1 外匯供需決定短期匯率



5

□ 外匯市場供需模型的應用

➢ 外匯需求增加(圖4-2)

➢ 外匯供給增加(圖4-3)

圖4-2 外匯需求增加對匯率之影響

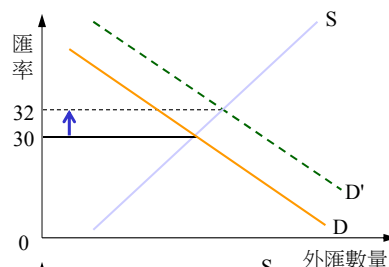
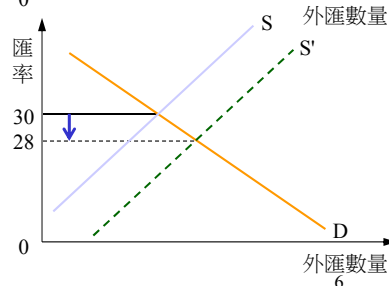


圖4-3 外匯供給增加對匯率之影響



● 有效匯率指數

□ **有效匯率**(effective exchange rate)是一複合匯率的概念，它不是指兩種貨幣的兌換比率，而是用一組外國貨幣價格的加權平均，來反映地主國貨幣與他們之間相對強弱的變化。

□ 有效匯率通常以指數型態來表示，以新台幣有效匯率指數而言，由於它是根據間接報價匯率來計算，因此當指數高於100，代表相較於基期，新台幣對一組外國貨幣升值，有高估情形；反之，當指數低於100，代表相較於基期，新台幣對一組外國貨幣貶值，有低估情形。

□ 名目有效匯率 vs. 實質有效匯率

➢ **名目有效匯率**(Nominal Effective Exchange Rate, NEER)：未考慮各國物價的相對變動。

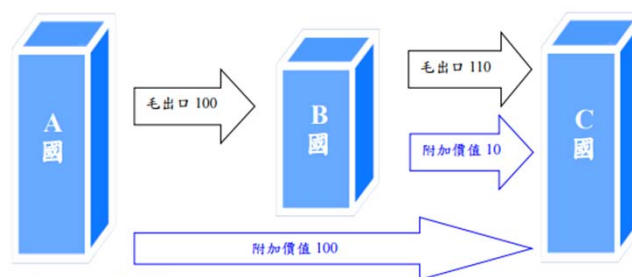
➢ **實質有效匯率**(Real Effective Exchange Rate, REER)：考慮各國物價的相對變動，較能反映一國國際價格競爭力的變化。

● 哪一種方式編製的REER較佳？

- REER目前被廣泛用來衡量一國的對外競爭力。但傳統REER的問題，在於其假設一國與其他國家競爭的出口品，完全在國內製造且只使用國內的原料或在製品等，但這顯然與現實世界背道而馳。
- 最近幾年，經濟學者另提出**加值型REER**(Value-Added Real Effective Exchange Rate)，並建議國際間應調整傳統REER的計算方式，以確實反映國際生產分工日益普遍的情況，精確衡量各國商品的對外競爭力。
- **以iPhone為例，證明傳統REER的假設未臻完善**
 - 以iPhone為例，傳統REER將iPhone分類成中國大陸「產品」，並認為中國大陸在全球市場與其他智慧型手機的供應商競爭；在傳統REER的定義下，若iPhone的價格上漲，則中國大陸的競爭力將下滑。
 - 較有意義的REER，應是將中國大陸的「產品」定義成，中國大陸為iPhone創造的附加價值(Value-added)。因此，考量**全球供應鏈**(global supply chain)的加值型REER勝出。⁸

- 舉例來說，A國對B國出口100元的財貨，該財貨完全在A國製造；B國再將該財貨加工後，附加10元價值出口至C國。傳統衡量方法會顯示，全球出口總值為210元，但在生產過程中，僅創造出110元附加價值(見圖4-4)。

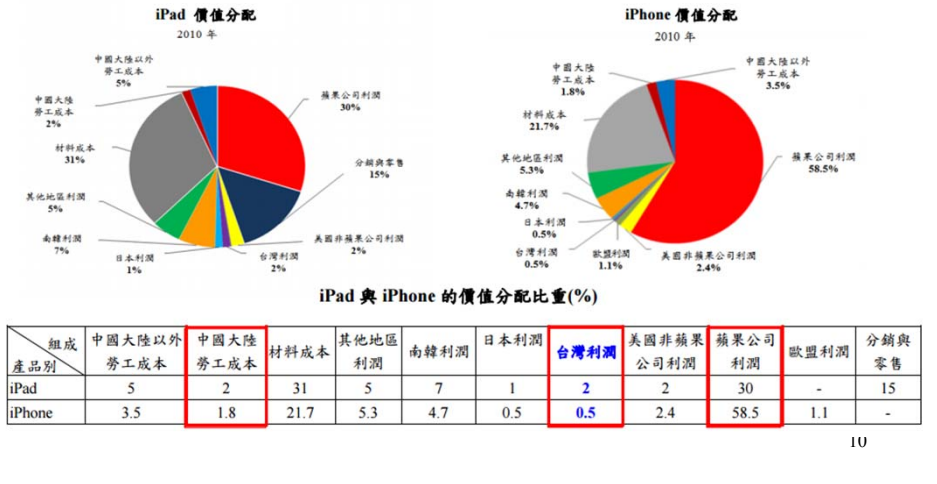
圖4-4 貿易流量中，隱含的附加價值貿易



資料來源：OECD (2013)

➤ iPad 與 iPhone個案研究

- iPad 與 iPhone為例，其關鍵零組件主要由美國以外的地區生產製造，至於產品設計、研發、管理及行銷等高 附加價值業務，則保留於美國。
- 從 iPad 與 iPhone 的價值分配可知，其經濟利益多數仍由美國所擷取。

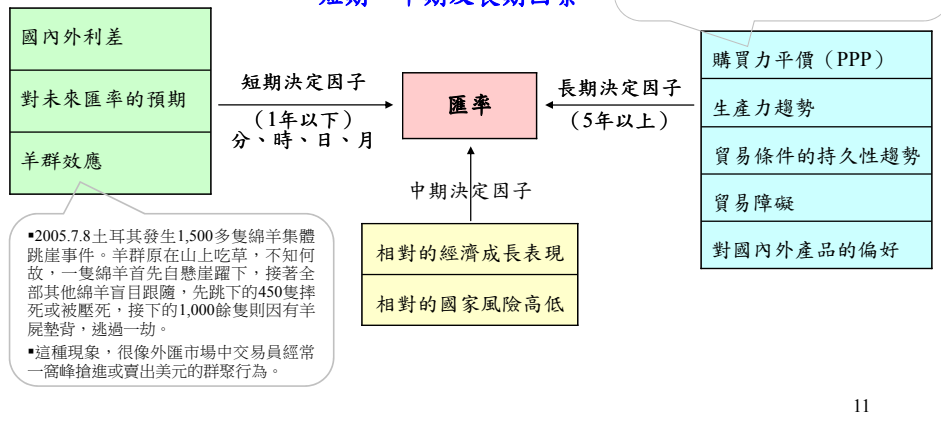


10

● 匯率的決定因素(見圖4-5)

- 短期較難理解，且通常與經濟基本面因素無關。
- 長期主要反映經濟基本面。

圖4-5 匯率的決定因素 短期、中期及長期因素



11

● 均衡匯率

- 有效匯率指數可用來衡量一國匯價的國際競爭力，惟並非**均衡匯率**(equilibrium exchange rate)的概念。
- 學界有數個廣泛使用的**均衡匯率模型**(equilibrium exchange rate model)，包含**購買力平價**(Purchasing Power Parity, PPP)、**貨幣分析**(monetary approach)及**基本面均衡匯率**(Fundamental Equilibrium Exchange Rate, **FEER**)等。
- **OECD**於2010年11月時表示，對於評估一國幣值是否過高或過低，**FEER所能提供的指引不多**。OECD並以人民幣為例，根據其當時推估，人民幣從低估60%到稍微高估都有可能，中值大約落在低估20%。這也顯示，使用**單一模型**來估計均衡匯率**有其侷限**。
- **SEASEN**於2011年4月的報告指稱，每個均衡匯率模型都有其優缺點，故應同時使用**多個不同的模型**來估計**均衡匯率**，而非僅使用單一模型，且應考量採用「區間」(range)來估算均衡匯率，而非以單一值表示。此外，多個模型所得出的不同均衡匯率，應該更能幫助我們了解匯率波動的來源。

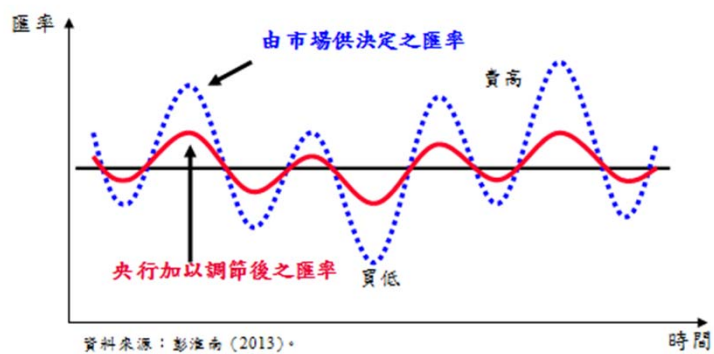
12

● 實務上，央行對新台幣匯率的觀點

- 目前投資台灣股市的外資約6,000戶，其中僅**20戶**，其資金進出占全體外資資金**進出的比率約達40%**。全體外資進出金額占台北銀行間外匯交易之比率更高達65%。
- 國際資本移動已成為決定新台幣匯率的主要因素，惟大量且進出頻繁的短期資金，常會干擾國內經濟及金融之穩定；在此情況下，**具有彈性的匯率機制較能減輕外來的衝擊**。
- **新台幣採行具有彈性的管理浮動匯率制度**，具有彈性的匯率，**正如柔軟的柳樹**，於颱風來臨時不會折斷；匯率波動幅度擴大，可減輕外資大量進出對國內經濟金融穩定的衝擊。
- 長期以來，央行均表示新台幣匯率**原則上由外匯市場供需決定**，惟基於動態穩定的考量(見圖4-6)，若有偶發、不規則因素(如短期資金大量進出)及季節因素，導致匯率過度波動與失序變化，不利經濟與金融穩定時，央行將維持外匯市場秩序。
- 央行表示，2000年初以來，各月新台幣實質有效匯率指數與過去36個月移動平均數相當接近(見圖4-7)，顯示新台幣匯率維持動態穩定。

13

圖4-6 央行調節前後的匯率



14

圖4-7 新台幣實質有效匯率指數



15

● 外匯市場的理論與實際：全球金融危機後的轉變

□ 危機前的主流思維：接受理性預期，相信效率市場假說、市場機制

- 接受**理性預期**(rational expectation)：經濟個體是理性且具有充分資訊，可深度瞭解這個高度複雜的世界。
- 相信**效率市場假說**(efficient market hypothesis)、**市場機制**(market mechanism)。
 - 市場可迅速對新資訊作出反應並進行調整，根據亞當·斯密(Adam Smith)**那隻看不見的手**(an invisible hand)在自利心的驅使下，能有效達到最大的經濟福祉。
 - 因此，市場價格會自動達成均衡，資源能有效率配置，不會有價格泡沫、資源無效率配置的問題。
- **尊重市場力量決定的匯率。**
- **不容政府干預市場**：市場只可能出現暫時性的偏離，政府不需干預，即使干預也無效。

16

□ 危機後的省思：理性預期、效率市場不切實際，市場機制不完美

- **金融市場不同於商品市場**(見表4-2)，在貪婪的自利心與不理性行為下，市場機制只會讓金融資產價格愈來愈偏離基本面。此與**市場基本教義派**(market fundamentalism)認為，市場供需會迅速調整價格、恢復供需平衡的假設，完全不符。況且即使是商品市場，在**商品金融化**(financialization of commodities)的快速發展下，近10餘年來商品價格走勢亦偏離基本面；商品金融化係指更多的金融投資者出於金融動機參與商品市場。

表4-2 商品市場與金融市場之比較

項目	一般商品市場	金融市場
市場參與者的行動依據	市場參與者的行動，係依據分散的資訊來源。	市場參與者的行動，係依據集中化的資訊；大多數人基於同樣資訊，採取非常相似的投資操作。
市場參與者所關心層面	企業家關心創造具提昇生產力且增加所得潛力之新的、實在的資產。	市場參與者主要關心有效運用現有資產的資訊優勢。
價格發現方面	基於眾多獨立個體的喜好。	依據少數可共同觀察到的事件，甚至基於那些運用過去資訊來預測價格的數學模型。

資料來源：李榮謙、黃麗倫(2013)。

17

➤ **金融市場的不理性、沒有效率，可由諸多的證據，得到充分的支持。**

- 危機前，貪婪自利心使投資人堆砌出市場榮景的假象。
- 危機期間，恐慌情緒則引發投資人的**動物本能**(animal spirits)。牛頓說過：「我能夠正確計算天體的運行，卻**沒有辦法預測人類瘋狂的行為**」
- De Grauwe(2009)改寫牛頓的名言，來形容主流總體經濟學危機，「**總體經濟學家可以計算單一理性個體的行動，但無法計算一群瘋狂民眾的行動**」。
- 非理性的**群聚行為**(herding behavior)，造成金融市場的大起大落。Nirei et al.(2011)透過實證分析，證實金融市場的投資人的確存在群聚傾向。

➤ **政府干預是必要的**(見表4-3)，且政府的影響力絕不亞於市場力量。

➤ **外匯市場干預有效，新興市場國家應善加利用。**

- 匯率大幅波動對新興市場國家經濟的衝擊甚大。
- IMF列舉諸多**實證研究，證實新興市場國家央行干預外匯可降低匯率的波動度，且能影響匯率**(見表4-4)。

18

表4-3 國際組織建議應對不理性的外匯市場進行管理與干預

國際組織	聯合國 (2011/9)	IMF (2012/2/29、 2010/2/19)	BIS (2009/1)	ADB (2011/11/7)
建議事項	管理浮動匯率制度 + 外匯干預	善用外匯干預 資本管制具正當性	調節每日匯率波動幅度	管理匯率的操作，未妨礙貨幣政策的自主性
主要理由	<ul style="list-style-type: none"> - 有助於確保投資人的金融行為無法左右匯率。 - 可提高貨幣政策的自主性，並達成內部均衡及外部均衡。 	<ul style="list-style-type: none"> - 新興市場國家干預外匯，確實可影響匯率，並降低匯率波動度。 - 資本管制具正當性、有效，且可補強總體經濟政策與審慎監理的不足。 	<ul style="list-style-type: none"> - 新興市場國家最好能使名目匯率波動趨勢與基本面一致。 	<ul style="list-style-type: none"> - 亞洲國家的經驗證實，即使放棄自由浮動匯率制度，透過積極的累積外匯存底政策，仍能追求獨立的貨幣政策。 - 相較於外匯市場的參與者，東亞新興國家更加瞭解均衡匯率之所在。

資料來源：同表4-2。

19

表4-4 新興市場國家外匯干預的實證研究結果

研究報告	國家	干預效果	
		匯率水準	波動度
Stone, Walker, and Yosuke (2009)	巴西	有效	有效
Tapia and Tokman (2004)	智利	有效	
Mandeng (2003)	哥倫比亞		有效(視情況而定)
Kamil (2008)	哥倫比亞	有效(不明顯)	有效
Hohub (2004)	捷克	視情況而定	
Disyatat and Galati (2005)	捷克	有效(不明顯)	無效
Barabas (2003)	匈牙利	視情況而定	
Pattanaik and Sahoo (2003)	印度	有效(不明顯)	有效
Rhee and Song (1999)	南韓	有效	
Domac and Mendoza (2002)	墨西哥、土耳其	有效	有效
Guimaraes and Karacadag (2004)	墨西哥、土耳其	有效(不明顯)	墨西哥有效、土耳其無效
Abenoja (2003)	菲律賓	視情況而定	有效(視情況而定)
Sangmanee (2003)	泰國	無效	
Adler and Tovar (2011)	拉丁美洲	有效	

資料來源: Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, and Marcos Chamon (2012)。

20

三、資本移動的利弊與匯率制度的抉擇

- **資本跨越全球的自由移動**，能為一國及全球經濟，帶來**重要利益**：
 - 資本移動能協助一國的金融體系，變得更具競爭力、發展得更成熟。
 - 就全球層面而言，資本移動能達成更佳的資本配置，進而促進更高的經濟成長，並協助緩和國與國之間經濟失衡的調整過程。
- **資本移動的風險**：
 - 資本移動反覆無常，且相對於一國的金融市場或經濟體，可能過於龐大。
 - 資本移動能肇致一國信用或資產價格的暴漲暴跌(booms and busts)。
 - 資本移動使一國對來自全球不穩定的傳染，更加難以防禦。
- **路卡斯矛盾(Lucas paradox)**：為何資本不是從富國流向窮國？

21

□ 為何開發中國家無法受到國際投資人的青睞？

- 低所得國家通常存在較差的治理、較不友善的商業環境，以及市場較不具競爭力的情況，這些因素都會降低投資的邊際報酬，阻礙投資。
- 即便投資在開發中國家有較高的邊際生產力，但一開始所需的投入成本可能比在已開發國家所需者，還要高出許多。
- 資本管制、差別化租稅政策及匯率控管等，使得投資較沒那麼有利可圖。
- 從歷史經驗來看，開發中國家較易發生金融危機，且一旦發生，就會遭受重大損失；開發中國家主權債務違約的歷史，也使得投資較不具吸引力。

□ 為何資本會從開發中國家流出？

- 開發中國家的儲蓄率通常比已開發國家高，但投資機會卻比較稀少，因此資本會有效率地從開發中國家流出。
- 最重要的原因，或許是開發中國家政府在促使資本流出所扮演的重大角色，尤其在累積外匯存底方面。

22

● 全球金融危機後對資本移動的看法

□ 資本移動的效益被誇大

- 倫敦商學院教授瑞(Hélène Rey)於2013、2015年所發表的論文指出，國際資本移動的好處，無論理論或實證上均不明確。
- 再者，美國等居於國際貨幣體系核心國家的貨幣政策，透過國際資本移動外溢至其他國家，擾亂其他國家的資產市場及金融中介。
- 瑞指出，**三難困境**或**不可能的三位一體(impossible trinity)**其實並不存在。在國際資本自由移動的場合，一國即使採自由浮動匯率制度，亦無法確保貨幣政策的自主性；不過，只要資本移動被管制，則不管採哪一種匯率制度，都可獲得貨幣政策的自主性。所以，對新興市場國家而言，彼等所面對只有**兩難困境(dilemma)**，而沒有**三難困境(trilemma)**的問題。

□ 國際組織建議採行資本移動管理措施

- 近年，國際組織建議採行資本移動管理措施，其所涉及的層面相當廣泛(見表4-5)。
- **托賓稅(Tobin Tax)**是用來緩解國際短期投機資金急劇膨脹，所造成的匯率不穩定的工具。

23

表4-5 國際組織建議採行的資本帳管理措施

全球金融危機以來，國際組織建議採行之資本移動管理措施

- 調整對資產組合或業務活動的限制規定。
- 對非居民的當地幣別存款施以準備金提存要求。
- 租稅工具。包括以租稅工具來限制金融機構國外借款，以及托賓稅(Tobin Tax)*。
- 對銀行外幣淨暴險部位設限。
- 對銀行的外幣放款與證券投資相對於外幣借款之比率設限。
- 對特定放款施以資本計提要求。

* 托賓稅係由諾貝爾經濟學獎得主 James Tobin 於 1970 年代所提出。當時 Tobin 主張對任何跨境的短期資本移動課稅，以避免短期資本移動的不利影響；惟全球金融危機過後，國際討論範圍已跳脫最早的「托賓稅」概念，將範圍擴及所有跨境的金融性交易。

資料來源：中央銀行(2015b)。

24

● 全球金融危機後對匯率制度的看法

- 開放程度高的小型開放經濟體，不宜採自由浮動匯率
 - 台灣、新加坡及香港的輸出/GDP 的比率很高，且經濟規模小(見表4-6)，匯率波動程度不宜過大。因此台灣採取管理浮動匯率制度、新加坡釘住一籃通貨，而香港則採取比固定匯率制度更嚴格的聯繫匯率制度。
 - 南韓雖採浮動匯率制度，但在 2008 至 2009 年全球金融危機期間，因資本大量流出、韓元劇貶，幾乎再次發生金融危機，因此在 2010 年及以後，也降低韓元匯率波動的程度。

表4-6 主要國家的貿易依存度
2014年

	台灣	南韓	新加坡	香港	中國大陸	日本	美國	英國
輸出/GDP	129.3	97.2	350.9	429.9	45.2	40.2	29.8	58.6
各國 GDP 相對台灣的規模(倍數)	1.0	2.7	0.6	0.6	19.5	8.7	32.9	5.5

資料來源：中央銀行、主計總處、IFS、南韓央行、中國大陸外匯管理局、香港政府統計處、IHS Global Insight

25

□ 台灣適合採管理浮動匯率制度

- 著名國際金融學者佛蘭克(J. Frankel)、艾欽格林(Barry Eichengreen)均指出，沒有一個匯率制度可在任何時期適用於任何國家。
- 前IMF首席經濟學家羅高夫(K. Rogoff)及IMF多位經濟學者的研究指出，近年來國際間採行管理浮動匯率制度的國家不僅沒有減少，反而愈來愈多。事實上，自2004年以來，採行管理浮動匯率制度已成為國際間主流的發展，明顯推翻亞洲金融危機後，許多經濟學家認為**中間匯率制度**(Intermediate Exchange Rate Regimes)無法存活的論點。
- 全球金融危機爆發後，聯合國貿易暨發展會議(UNCTAD)及經濟學者認為，由於管理浮動匯率制度允許匯率浮動與外匯干預，可減輕或避免投機客的攻擊，有助於達成政策目標，因此較適合新興市場經濟體與開放經濟體採行。
- 匯率制度的選擇，必須順應國內經濟金融情勢與發展階段。由於管理浮動匯率具有彈性，最適合台灣的情況。

26

四、近年來台灣央行的外匯政策

● 彭三條

- 2009.10.8央行提供參考資料三則。媒體稱「彭三條」。

彭三條		
	國際熱錢	熱錢無法帶動經濟成長，對投機熱錢沒興趣。 翻譯自Joseph Stiglitz接受泰國家報(The Nation)訪問稿(2009/8/25)。
	資本管制	新興市場經濟體資本管制並非無效或有害。大量流入的資本非經濟強勁徵兆，而可能導致經濟失衡。 翻譯自聯合國「Trade and Development Report 2009」概論(UNCTAD,2009/9/7)。
	匯率	匯率過度波動及失序變化，會對經濟金融穩定造成負面影響。 摘譯自G7聯合公報(2009/10/3)
資料來源：央行 藍鈞達 / 製表		

彭三條示警：炒匯止步

- 2012年3月12日中央銀行彭總裁在立法院指出，**熱錢**的規模宛如**大魚**，**新興國家的資本市場**則如**小池塘**，**不僅無法吸納，反而水花四濺**(原出處Haldane, 2011)。

27

● 央行與相關部會採資本移動管理措施(見表4-7)：

- 2009.11.10取消外資匯入資金得投資於新台幣定期存款之規定。
- 2010.8.2起外資從事借券交付之保證金以美元為之。
- 2010.11.11將外資投資公債金額恢復併入不得超過其淨匯入資金30%限額之原先規定。
- 2010.11.12由財政部、金管會及央行協商決議：「連續實施上述幾項規定後，熱錢狀況已見改善，將觀察一段期間後，視情況必要再研訂相關管理措施」。
- 2010.12.27修正「銀行業辦理外匯業務管理辦法」，將無本金交割新台幣遠期外匯及匯率選擇權二者合計之部位限額，由原先不得逾總部位之1/3，修正為不得逾1/5。
- 2010.12.29央行約見兩家外匯指定銀行主管，瞭解其異常操作的原因，並已轉請主管機關查詢這些外資的最終受益者。約見主要原因是，少數外匯指定銀行集中在特定時間大量拋售外匯，造成外匯市場恐慌，經查其資金來源，均來自特定幾家外資的匯入款。
- 2011.1.1起，金融機構收受境外「華僑及外國人與大陸地區投資人」之新台幣活期存款餘額超過2010.12.30餘額之增加額，按準備率90%計提準備金；未超過該日餘額部分，按25%計提準備金；源自該存款之準備金乙戶金額全部不給付利息。
- 2015.4.22將外資投資公司債及金融債券，納入不得超過其淨匯入資金30%限額規範。

28

表4-7 央行(及相關部會)採行的資本帳管理措施

—亞洲通貨危機期間

亞洲通貨危機期間	
1997年9月01日	規定銀行辦理遠期外匯訂約每筆達100萬美元以上的交易，應填報「大額遠期外匯日報表」。
1997年9月13日	規定銀行於受理個人、團體50萬美元或公司行號100萬美元以上的即期結購、結售外匯，應立即填報「大額結匯款資料表」；但進出口結匯除外。
1998年5月25日	規定無本金交割遠期外匯(NDF)交易的承做對象，以國內指定銀行及指定銀行本身的海外分行或總行為限。
1998年7月期間	要求銀行加強內部風險控管，包括強化匯率風險管理、適度降低外匯交易部位限額、責成銀行依法填報正確資訊，以及要求銀行交易部門配置電話錄音設備來強化內部控制等。

資料來源：同表4-2。

29

表4-7 央行(及相關部會)採行的資本帳管理措施

—全球金融危機爆發後

全球金融危機以來	
2009年11月10日	取消外資匯入資金得投資於新台幣定期存款之規定。
2010年08月02日	即日起外資從事債券之保證金，由原來以新台幣交付，改以美元為之。
2010年11月11日	將外資投資公債金額恢復併入不得超過其淨匯入資金30%限額之原規定。
2011年01月01日	即日起，非居民新台幣活期存款餘額超過2010年12月30日餘額之增加額，按準備率90%計提準備金；未超過該日餘額部分，按25%計提準備金。
2015年4月22日	將外資投資 公司債 及 金融債券 ，納入不得超過其淨匯入資金30%限額規範。

資料來源：同表4-2；中央銀行(2015b)。

30

● 央行的外匯干預措施

- 長期以來，央行對外匯干預的正式宣示：
 - 新台幣匯率**原則上由外匯市場供需決定**。
 - 如遇**不規則因素**(如短期資金大量進出)及**季節性因素**，導致匯率**過度波動**與**失序變動**，而有**不利於經濟與金融穩定**之虞時，央行將本於職責**維持外匯市場秩序**。
- 2015年6月24日首度表明外匯干預的基本立場：
 - 為避免其他國家量化寬鬆對國內外匯市場的干擾，央行於採取**逆風操作**(leaning against the wind)消除匯率的過度波動，以維持新台幣匯率的動態穩定。央行表示，根據**行為總體經濟學**(behavioral macroeconomics)之分析，逆風操作能有效消除匯率的過度波動，促使外匯市場更有效率。
 - 央行一向持續密切注意國際資金動態，若有**資金大量頻繁移動**，致新台幣匯率過度波動與失序變動，而有不利於台灣經濟與金融穩定之虞時，央行將維持匯市秩序。
 - 央行運用**大數據**(big data)方法，分析外匯市場逐日各項交易資料，有助維持外匯市場秩序。

31

● 美國財政部批評央行的外匯干預

□ 美國財政部於2016年4月29日發布最新報告，點名台灣「**持續且單向干預外匯市場**」。

- 美國財政部依據「1988年貿易暨競爭法案(Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988)」及「2015年貿易促進及貿易執行法案(Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015)」，於美東時間4月29日下午4時左右首次發布「美國主要貿易對手國之外匯政策」報告。
- 美方報告以下列三項標準檢視貿易對手國是否採行不公平的匯率政策。
 - 該國與美國雙邊**商品貿易**存在顯著貿易順差，達**200億美元**以上(約美國GDP的0.1%)。
 - 該國**經常帳順差**對GDP比率逾3%。
 - 該國**持續進行單邊干預匯市**，淨買入金額逾該國GDP 2%。
- 被美國財政部點名採行不公平的匯率政策之國家(見表4-8)，包括：**中國大陸、日本、德國、南韓、台灣**。

32

表4-8 美國財政部認定有無採不公平匯率政策

主要貿易對手國	衡量標準1： 對美貿易順差	衡量標準2： 本國經常帳順差	衡量標準3： 持續且單邊干預匯市	
	2015年與美國雙邊 商品貿易餘額 (億美元)	2015年經常帳 餘額相對GDP比 (%)	淨買入金額 相對GDP比 (%)	是否持續 買入外匯
中國大陸	3,657	3.1	-3.9 ²	N
德國	742	8.5	-	N
日本	686	3.3	0.0	N
墨西哥	584	-2.8	-1.8	N
南韓	283	7.7	0.2 ²	N
義大利	278	2.2	-	N
印度	232	-1.1	1.8	N
法國	176	-0.2	-	N
加拿大	149	-3.3	0.0	N
台灣	149 (53) ¹	14.6	2.4 ²	Y
英國	15	-5.2	0.0	N
巴西	-43	-3.3	0.1	N
註：歐元區	1,302	3.2	0.0	N

(圓圈內數字代表超過美方衡量標準)

註 1. 依我國財政部資料，我國對美國商品貿易順差僅53億美元。

註 2. 美國財政部單方自行估計數字。

資料來源：中央銀行新聞稿，2016年5月1日。

- 2015年1月~10月平均每月淨買入13億美元。
- 存在尾盤干預情形。

33

□ 各界對美國財政部報告的反應

➤ 央行新聞稿

- 美方報告指出，並無任何國家符合操縱匯率以阻止其國際收支有效平衡，或在國際貿易中獲得不公平競爭優勢的標準；
- 僅將中國大陸、日本、南韓、台灣及德國列入「觀察名單」(Monitoring List)。

➤ 央行外匯局局長

- 央行外匯局局長顏輝煌指出，台灣被美國財政部列入外匯操縱國觀察名單，不會影響台灣「跨太平洋夥伴協定」(TPP)的談判，因為談判內容裡，並沒有「匯率」這個項目；不過完成簽署且生效後，須遵守聯合宣言規定，內容包括匯率透明、公布干預數字、不能競貶等。
- 顏輝煌解釋，只有被認定匯率操縱國，才有所謂的一年觀察期，期間內會加強分析與進行雙邊諮商，若一年後仍未改善，美國將採取懲罰措施。但目前沒有一個國家被列入，自然也沒有觀察期的問題。

34

➤ 國內各界

- 政治大學金融系教授殷乃平直言，央行確實要收斂點，或採取更高明的「技巧」，否則，說不定會有貿易上的制裁。「央行玩魔術要再高明些！」殷乃平表示，央行透過尾盤作價來干預新台幣匯率，是非常粗糙的作法，有些國家央行進場不留痕跡，台灣央行卻明顯被抓到。
- 元大寶華綜合經濟研究院院長梁國源也認為，畢竟美國是大國，國際上又不希望干預匯率，台灣還是儘量別被點名比較好。
- 前央行副總裁許嘉棟表示，美國財政部會點名台灣干預匯率，是因為台灣「貿易出超占GDP(國內生產毛額)」超過10%，美國才會認為「新台幣該升值卻未升值」；但他說，台灣目前困境出在內部投資不夠，導致內需不振，這不是光靠讓新台幣升值就能解決的問題。
- 實踐大學講座教授沈中華指出，美國實施QE，是間接操縱匯率的最大國，且亞洲國家不同於美國，「美國印鈔票就好了，亞洲要防範投機客，必須累積外匯存底來作戰」，美國不能將自己的情況套用到別國身上。

35

- 淡江大學財金系教授李沃牆指控美國，「作賊的喊捉賊」。2008年的次貸風暴，釀成全球金融海嘯，導火線就在美國；包括美國在內，全球各國經濟遭逢嚴峻的衝擊而一蹶不振。美國聯準會主席柏南克（Ben Bernanke）宣布實施QE，直至2014年10月底才退場。平情而論，QE是一種以鄰為壑的手段，透過大量的印鈔，讓資金流入新興市場，並藉此引導美元貶值救出口，刺激經濟。「這不是匯率操縱，那什麼才是匯率操縱」？

➤ 荷蘭Rabobank Bank分析師Michael Every

- 美國財政部的這份報告，是暗示日本應接受日圓兌美元匯價處於107日圓或更強的水準；德國則應接受歐元兌美元接近1.15美元的水準；中國大陸則應接受美元兌人民幣處於6.47的水準。
- 美國傳達的訊息是，這些國家應透過結構性改革與財政激勵，而非匯率戰爭，來提高經濟成長速度；同時公開警告這些國家，不要為了解決本國的經濟趨緩問題，而進一步讓本國匯價貶值。

36

五、IMF與資本管制

● 什麼是資本管制？

- Kokenyne(2010)指出，目前尚無一個被普遍接受的、唯一的有關**資本管制**(capital control)的法律定義。
- 廣義的資本管制是指對資本流入與資本流出的調控措施。

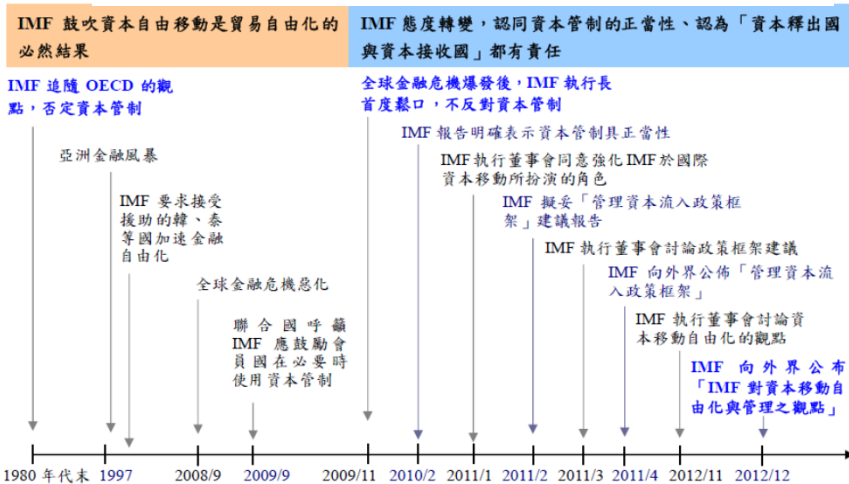
● 資本管制的類型

- **行政調控措施**：禁止或強制執行明確的資本交易的數量限制。
- **市場調控措施**：如無息準備金的提列要求；或對資本移動課稅，亦即一般所稱的**托賓稅**(Tobin Tax)。
 - 諾貝爾經濟學獎得主托賓(James Tobin)在1971年於普林斯頓大學的課堂上首先提出對所有的外匯交易課徵小額稅金(稅率約為0.1%-0.5%)的主張，並建議將此資金用來解決全球貧窮問題。
 - 托賓亦主張，此類稅負之稅率的有效成本與交易時間長短應成反比，即稅收所衍生的交易成本對於短期交易而言偏高，但隨著交易時間延長，該成本即會迅速下降。因此，托賓稅的設計可以抑制短期資本的異常移動，又不會妨礙具有生產性的長期資本移動。
- 由於行政調控措施通常要求交易必須獲得有關當局的核准，因此與市場調控措施相較，它的透明度較低。

37

● IMF認同資本管制正當性的進展過程(見圖4-8)

圖4-8 IMF從鼓吹資本移動到認同資本管制態度的轉變歷程



資料來源：同表4-2。

38

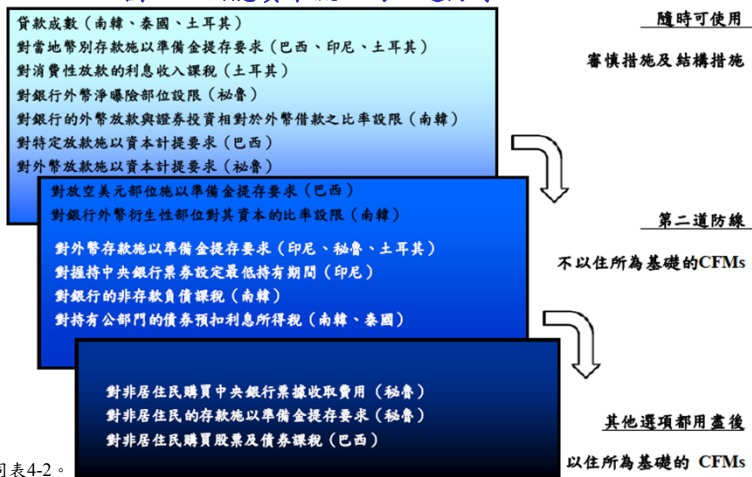
- 1940年代一手擘劃IMF組織的凱因斯(John Maynard Keynes)與懷特(Harry Dexter White)，兩人均體認到資本自由移動的利益與風險，並都贊成對資本移動的兩端進行管制。
- 1980年代末期～2008年全球金融危機前：IMF信仰資本自由移動的利益。不認同並譴責採資本管制的舉措。
- 2008年金融危機～2009年11月：在各界呼籲IMF應進行檢討，以及IMF內部深入研究後，IMF終於承認資本自由移動是釀成危機的主因之一。
- 2009年11月迄今：IMF認同資本管制、進而提出指導原則。
- 2012年12月3日發布「IMF對資本移動自由化與管理之觀點」，提出認同資本管制的新觀點，贊同資本管制在特定情況下是有效的政策工具。

39

● IMF 提議之「管理資本流入政策框架」

□ 因應資本流入的三道防線(見圖4-9)

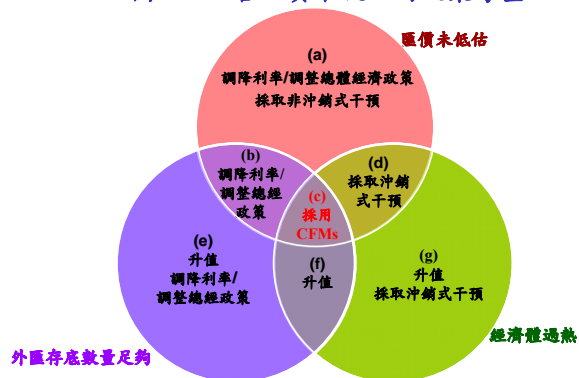
圖4-9 因應資本流入的三道防線



□ 採行CFMs的先決條件

- 匯價未低估；
- 外匯存底數量足夠；
- 經濟體過熱，無法採行寬鬆性貨幣政策，並且也沒有緊縮財政政策的空間(見圖4-10)。

圖4-10 管理資本流入的政策考量



● IMF「管理資本流入政策框架」引發的爭議

- 對於資本接收國而言，是帶來更多的限制而不是支持；目前的討論是為IMF欲干涉新興市場國家的政策預先鋪路。
- 對資本移動的處理不公平，規範接收國，卻淡化釋出國的責任。
 - 先進國家極度寬鬆的貨幣政策，是導致全球流動性氾濫的元兇。
 - 美國的QE，明顯是藉由自利的貨幣政策來操縱美元；大國透過貨幣政策操縱匯率，遠比指控小國操縱匯率容易。
- 就新興國家過去採行資本管制的經驗來看，就算沒有符合IMF所訂的指導原則，資本管制是有效的；一套全體適用的指導原則似乎沒有必要。
- IMF應把重點放在協助需要資本管制的國家執行相關措施，而不是著重在訂定指導原則。

42

● 「IMF對資本移動自由化與管理之觀點」政策報告

- 資本移動可持續為一國帶來顯著利益，同時亦帶來風險，即使對那些長久以來維持開放、且自資本移動獲益的國家，亦是如此。
- 通常，若一國的金融發展及制度發展已到達某種程度或跨越某種門檻，那麼資本移動自由化(liberalization)的利益較高、風險較低。
- 自由化的步驟、時間及順序須妥善規劃，俾確保自由化所帶來的利益超過成本。
- 擁有廣泛的常備措施來限制資本移動的國家，較可能在有序推動之下，自進一步的自由化中獲益；然而，不能據此冒然推定，完全自由化(full liberalization)在所有時間、對所有國家，都是一個妥適的目標。
- 迅速的資本湧入，或是破壞性的資本外流，都會帶來政策挑戰。須採取妥適因應對策者，包括資本移動的接收國，以及釋出資本的來源國。

43

- 對於須管理資本湧入或破壞性外流之相關風險的國家而言，**總體經濟政策**須扮演**關鍵角色**。
 - **總體經濟政策**包括**貨幣政策**、**財政政策**與**匯率管理政策**；另外，一國尚可輔以健全的**金融監管措施**，以及強而有力的制度性安排。
 - 在**特定情況**，**資本移動管理措施**會有所助益；惟資本移動管理措施，不應取代必要的總體經濟調整。
- 所有國家的決策者，包括那些創造大量資本移動的國家，都應考量其政策會如何影響全球經濟與金融之穩定；**跨境的政策合作**，有助於**減輕資本移動的風險**。
 - Mohan and Kapur(2014)指出，實證結果顯示，先進國家的貨幣政策透過不穩定的資本移動及匯率，確實外溢至新興市場，對彼等經濟帶來不利衝擊。
 - Mohan and Kapur(2014)強調，國際性貨幣政策的協調的確有必要。Lagarde(2014)則表示，此次全球金融危機顯示，國際性貨幣政策合作的潛在效益相當龐大；至於承平時期貨幣政策合作的效益，雖然不甚清楚，但須致力於檢視政策合作的效力、**外溢效應**(spillover effect)，以及對全球福祉的意涵。

44

● 學界對IMF資本管制態度轉變的迴響

- 2008年諾貝爾經濟學獎得主克魯曼(Paul Krugman)盛讚，IMF富有令人驚訝的**理智彈性**；IMF首席經濟學家布朗查德(Olivier Blanchard)則認為，IMF**回歸**至1944年的**創立宗旨**；哈佛大學經濟學教授羅德里克(Dani Rodrik)，則誇IMF**迷途知返**、面對現實。
- 不過，羅德里克與波士頓大學教授蓋勒許(Kevin Gallagher)等指出，IMF現在雖認同資本管制，但**仍將資本管制視為最後手段**，只有在嚴格條件下才能實施，這種看法大有商榷餘地，蓋勒許進一步引用近期經濟理論的研究結果指出，事實上，資本管制可說是最佳政策抉擇。
- 羅德里克另以美國長年爭論不休的槍枝管制，據以說明為何需要資本管制，因為政府無法完美地監控與約束人類行為，而監控與約束失敗的代價十分高昂，因此只能選擇監管或禁止交易的次佳策略。

45

六、尖鋒對話

— 熱錢無法衡量；熱錢無法追蹤；管制熱錢注定無效。

陳沖、薛琦、施光訓(2010) 蘋果日報, 2010.11.04

— 根據基本均衡匯率，中國大陸、香港、台灣、新加坡，匯價分別低估20%~40%。

Cline and Williamson(2010)

— 新台幣長期被低估，妨礙科技創新與技術進步，並造成產業外移。

沈中華、林建山(2010) 聯合報, 2010.10.08、工商時報, 2010.10.12

— 資本管制有害，因為恐影響生產性資本移動，對經濟將帶來傷害，得不償失。

OECD、IMF的長期看法

— 當然可以衡量；碳足跡都可追蹤，遑論熱錢；管制熱錢經驗，有效！

彭總裁、李桐豪(2010) 中央日報, 2010.01.21

— 評估一國幣值是否過高或過低，基本均衡匯率所能提供的指引不多；應多檢視幾種模型。

OECD(2010)、UNCTAD(2011)

— 根據新台幣匯率反應函數，新台幣反映基本面，產業外移與新台幣匯價無關。

李榮謙(2010)、李榮謙、黃麗倫(2013)

— 資本管制無害，對生產性資本移動影響不大，卻能夠有效抑制短期資本的肆虐。

Magud, Reinhart and Rogoff (2011)

46

七、參考資料

- 中央銀行(2015a)，9月24日央行理監事會後記者會參考資料，9月24日。
<http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/593011393871.pdf>
- 中央銀行(2015b)，6月25日央行理監事會後記者會參考資料，6月25日。
<http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/562711313671.pdf>
- 中央銀行(2013)，「IMF對資本管制的態度改變了嗎？」，網資短評No.1，中央銀行網路金融資訊工作小組，2月。
- 中央銀行(2011)，後金融危機時代總體經濟學的省思，中央銀行網資小組，6月30日。
<http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/17117142171.pdf>
- 李榮謙(2015)，新時代的貨幣銀行學概要，二版，智勝文化，9月，第6、18章。
- 李榮謙(2015)，當代國際金融學概論，初版，智勝文化，9月，第2、3、7章。
- 李榮謙(2010)，「新台幣真的廉價嗎？」(上、下)，工商時報，10月15日、19日。
<http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/0101914584871.pdf>

47

- 李榮謙、黃麗倫(2013)，「外匯市場理論與實際：全球金融危機給了什麼答案？」，台北外匯市場發展基金會專案研究報告，12月。
- 彭淮南(2013)，「健全匯率政策及穩健經濟發展」，立法院財政委員會專題報告，11月20日。
- 黃麗倫(2011)，「IMF認同資本管制，並欲扮演仲裁者」，*集保結算所雙月刊*，第197期，8月。
- Cline, William R. and John Williamson(2010),“Notes on Equilibrium Exchange Rate,” *PIIE Policy Brief*, Jan..
- Combes, Jean-Louis, Tidiane Kinda, and Patrick Plane(2011),“Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate,” *IMF Working Paper*, WP/11/9, Jan..
- Dadush, Uri and Bennett Stancil (2011), “The Capital Flow Conundrum,” *VoxEU*, July 5.
- De Grauwe, Paul(2009), “Economics Is in Crisis: It Is Time for A Profound Revamp,” *Financial Times*, July 21.
- Gallagher, Kevin P.(2012), “The IMF's Half Step,” *Project Syndicate*, Dec. 5.
- Gallagher, Kevin(2011), “Regaining Control- Capital Controls and the Global Financial Crisis,” Political Economy Research Institute, Feb.

48

- Gallagher, Kevin & José Antonio Ocampo(2011), “The IMF’s Welcome Rethink on Capital Controls,” *guardian.co.uk*, Apr. 6
- Haldane, Andrew G(2011), “The Big Fish Small Pond Problem,” Speech at *New Economic Thinking Annual Conference*, Bretton Woods, New Hampshire, April 9.
- IMF(2012), “The Liberalization and Management of Capital Flows - An Institutional View,” IMF Policy Paper, Nov. 14.(12月3日發布)
- IMF(2011), “Recent Experiences in Managing Capital Inflow: Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework,” Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department, Feb. 14.(4月5日發布)
- IMF(2010), “Capital Inflows: The Role of Controls,” IMF: *Staff Position Note*, Feb. 19.
- IMF(2010),“Chapter I: Moving to Sustainable Growth: Risks and Challenges,” *Asia and Pacific Regional Economic Outlook*, Oct..
- Kokenyne, Annamaria(2010), “Data Spotlight: Coping with Capital Inflow Surges,” *IMF Finance & Development*, Vol. 47, No. 3, Sept..
- Krugman, Paul (2013), “Hot Money Blues,” *The New York Times*, Mar. 24.
- Lagarde, Christine (2014), “Navigating Monetary Policy in the New Normal,” Speech at the ECB Forum on Central Banking, May 25.

49

- Magud, Nicolas, Carmen Reinhart & Kenneth Rogoff(2011), “Capital Controls: A Meta-Analysis Approach,” *VoxEU.org*, Mar. 24.
- Mohan, Rakesh and Muneesh Kapur(2014), “Monetary Policy Coordination and the Role of Central Banks,” *IMF Working Paper*, WP/14/70, Apr. 29.
- Nirei, Makoto, Theodoros Stamatiou and Vladyslav Sushko(2012), “Stochastic Herding in Financial Markets - Evidence from Institutional Investor Equity Portfolios,” *BIS Working Papers* No. 371, Feb..
- OECD(2010), “Briefing on Exchange Rate Developments,” *OECD Economics Department Briefing*, Oct..
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, and Marcos Chamon(2012), “Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies,” *IMF Staff Discussion Note*, SDN/12/01, Feb. 29.
- Park, Donghyun and David Dole(2008), “Managing the Hot Money Inflows of the People’s Republic of China,” *ADB Briefs*, No. 2, Dec..
- Rey, Hélène (2015), “Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” NBER Working Paper No. 21162, May.

50

- Rey, H. (2013), “Dilemma or Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” paper prepared for the 2013 Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, Aug. 13.
- Rodrik, Dani(2012), “Global Capital Rules,” *Project Syndicate*, Dec.13.
- Rodrik, Dani(2008), “We Must Curb International Flows of Capital,” *Financial Times*, Feb. 25.
- Ryan, Jennifer(2011), “BOE’s Haldane Says Global Capital Flows Pose Stability Risk,” Bloomberg News, April 9.
- Siregar, Reza(2011), “The Concept of Equilibrium Exchange Rate : A Survey of Literature,” *SEACEN Staff Paper No.81*, Apr..
- UNCTAD(2011), “Global Imbalance : The Choice of the Exchange Rate-Indicator Is Key,” *UNCTAD Policy Briefs* No. 19, Jan..

51