

國際資金流動對我國股票市場的影響

謝中琮·李淑麗
經濟研究處
2001年12月24日

國際資金流動對我國股票市場的影響

壹、前言	1
貳、國際資金的種類與涵義.....	1
參、國際資金移動的利、弊分析.....	2
一、開放國際資金自由移動之利.....	2
二、開放國際資金自由移動之弊.....	3
肆、1990 年代外資流入新興經濟體概況.....	4
一、國際資金流動型式和流向的變化.....	4
二、亞洲金融風暴後國際資金移動的情形.....	4
伍、外資投資我國股票市場的近況.....	7
一、我國開放外資投資股票市場的歷程.....	7
二、外資投資我國股票市場的現況.....	9
三、外資投資我國股票市場的重要性.....	12
陸、外資對我國股票市場之影響.....	15
一、外資對我國股票市場的影響.....	15
二、外資對我國總體經濟的影響.....	18
柒、結論與建議.....	19

國際資金流動對我國股票市場的影響

摘要

過去二十年來，自由化的潮流襲捲全球經濟體，國際資金自由流動可導引資金使用在最有效率的投資上的理念盛行，許多新興國家確曾受惠於大量外資，然而仰賴外資的經濟發展不是沒有代價，尤其開放外資投資股市，短期資金若大量進出股市時，對股市及總體經濟必有相當程度的衝擊。由於開放外資是我國既定政策，在我國於 2002 年元月加入世界貿易組織後，資本市場將更加開放，故本研究將探討外資對我股市及總體經濟的影響，並提出我國未來開放外資的政策方向。

壹、前言

多年來，在自由市場經濟思潮的主導下，金融自由化與國際化，包括資本移動的自由化，已成為世界各國的重要政策方向。一般咸認為資本移動的自由化可以促使資源有效利用，促進投資，有助於經濟發展。然而，在國際間資金移動屏障逐漸撤除，全球資本自由移動的理想即將實現之際，90年代陸續發生墨西哥金融風暴、亞洲金融危機、俄羅斯金融危機等，讓世人在未享受到資本移動自由化的甜美果實之前，即先見識到資本自由移動對經濟的驚人傷害，我國在亞洲金融危機中雖受創較輕，但也受到相當程度的影響。近年來，我國循序漸進的開放外資，加上2002年元月我國將加入世界貿易組織，國際資金進出勢必更自由且快速，因此，本研究在探討短期外資進出對我國股市及總體經濟的影響，並提出我國未來開放外資的政策方向。

貳、國際資金的種類與涵義

一個國家在消費與投資支出比所得高時，就必須動用過去累積的儲蓄，或引進外資來挹注。一般而言，國際資金型態可分為民間資金和官方資金。民間資金包括淨直接投資（亦稱實質投資）、淨證券投資（亦稱間接投資或金融投資）及其

他長短期投資（含銀行貸款、官方與私人借款）。官方資金是指世界銀行與國際貨幣基金等國際性金融機構提供的貸款，或由外國政府對地主國提供的貸款。

由定義來看，淨出口等於淨國外投資（即 $NX=NFI$ ），又所得等於消費加上投資加上政府支出加上淨出口（即 $Y=C+I+G+NX$ ），所以， $Y-C-G=I+NX$ ，得 $S=I+NX=I+NFI$ ，表示儲蓄（ S ）等於投資（ I ）加上淨國外投資（ NFI ），亦即超額儲蓄（ $S>I$ ）時資金會外流，儲蓄不足（ $S<I$ ）時，外資會流入，故有外資發展經濟之理論。一個有出超及超額儲蓄傾向的國家，較不須依賴外資發展經濟，但是影響外資流入的因素，除是否有超額儲蓄外，尚包括國內、外實質利率的高低、持有國外資產政治經濟風險的大小，和地主國外資政策是否開放等。由於影響外資流動的因素相當廣泛，因此，外資自由流動對一國經濟亦有深遠影響。

參、國際資金移動的利、弊分析

一、開放國際資金自由移動之利

理論上，金融自由化、國際化可以消除金融市場的不完全競爭，進而降低資金成本，將資金引導至最有利的投資機會，提高資金的配置效率。就外人直接投資而言，由於直接投資是為取得一家公司的所有權或經營權，是屬廠房機器設備之長期性投資，因此，外資的流入，除提高資金運用效率外，也為資金流入國帶來資本累積、技術移轉、引進管理技術、建立行銷網、創造就業、促進經濟成長等好處，進而也可改善各國之間的貧富差距、促進全球經濟發展。在外資投資證券市場方面，外資的投入可帶動資金流入國股市的蓬勃發展，而有間接鼓勵公司上市或增資的功能，也可透過外國專業投資機構的參與，提升證券市場的效率。

二、開放國際資金自由移動之弊

國際資金移動，以證券投資與短期借款等短期性資金的移動較快，較易造成不利的影響如下：

(一)威脅金融穩定

證券投資通常是短期性投資，由於其移動快速、追逐短利的特性，顯得頗不穩定。當外資大量、快速進出一國，不但會影響該國的匯率、貨幣供給、物價、股價、利率、外匯存底等變動，甚至可能引起金融市場劇烈波動。尤其是開發中國家的金融市場規模大多很小，屬於淺碟型市場，更難以承受外資大量進出之衝擊。短期借款之進出，對開發中國家金融市場之穩定性，亦有類似的影響。

(二)可能不利於財富在國家間之重分配

外國專業投資人以其高明的投資理財技巧，在開發中國家的證券市場多有高於本地投資人的獲利表現，且多扮演市場領導者的角色，故外國法人在相當程度內具有影響市場的能力。此種市場競爭的結果，極可能肥了外資、瘦了本地投資人，對財富的國際重分配可能不利。

(三)可能對國家安全有潛在威脅

在中國大陸對我仍存有敵意的情況下，我國應警戒對方可能會藉資金自由進出干擾我國金融的安定。過去，台灣受到兩岸關係不穩定的政治因素干擾，已不乏前例。開放資本自由移動，若台灣資金大量流入大陸，勢將使中共有「以商圍攻」之機可乘；而陸資若借外資名義流入台灣，則可能以銀彈配合飛彈操作，影響金融安定與國家安全。兼以我國國情特殊，並非國際貨幣基金與世界銀行等國際金融組織之成員，一旦面臨金融風暴時，難獲奧援，故對敞開國際資金自由進出大門，導致東亞金融風暴主因之一的開放資本移動措施，更需審慎。

肆、1990 年代外資流入新興經濟體概況

一、國際資金流動型式和流向的變化

國際資金流動型式和流向隨著國際情勢的改變而不同。1970 年代以前，資金流動以直接投資和官方借貸為主，並由先進國家流向開發中國家。1980 年代開發中國家爆發債務危機，而工業國家的官方援助和優惠貸款的減少，造成資金回流先進國家，而資金移動的型態多為銀行存放款。1990 年代，因東亞國家經濟快速成長，蘇聯、東歐的解體，以及中國大陸的經濟改革等，需要大量的國外資金融通。同時，國際債務問題紓緩，以及開發中國家金融改革與放寬資本移動限制，國際資金再度流入開發中國家。其中以流向亞洲的比重較大，主要原因為(一)1990 年代工業國家景氣衰退，利率較開發中國家為低；(二)工業國家的金融結構逐漸由間接金融轉為直接金融，亦即人民儲蓄由銀行存款轉向基金、保險、證券等機構投資人。(三)工業國家的共同基金、退休基金、銀行、保險公司和證券公司推行國際化業務，提供資金流入開發中國家的中介；(四)此期間多數亞洲開發中國家採經濟改革與放寬資本帳，加上經濟表現較佳，吸引國際資金投資。(五)此期間大量的銀行和基金在新興市場從事借貸和證券投資活動。亞洲金融危機後，拉丁美洲及非洲因有龐大消費市場成為國際投資者的目標。此外，工業國家的證券市場健全，加上先進國家經濟表現佳與跨國公司盛行併購，以致國際資金再回流先進國家。

二、亞洲金融風暴後國際資金移動的情形

1990 年代是國際資金大量流入新興市場經濟體的高峰期。自 1991 年以來，流入新興市場經濟體之民間資金呈逐年增加趨勢，至 1996 年達 2,242 億美元。惟受 1997 年亞洲金融風暴和 1998 年俄羅斯金融危機的影響，1998 年國際資金流入減少至 530 億美元，顯示資金自亞洲大幅流出

1,712 億美元。1999 年後資金流入雖升降互見，但已難回復亞洲金融風暴前資金大量流入的榮景（參表一）。

以全體外資流入各新興市場經濟體比重來觀察，1990 年代以來流入亞洲地區的資金比重一向居各區域之冠，1996 年甚至高達 50.8%，惟受金融風暴影響，1998 年以來，除 1999 年資金些微回流外，亞洲均呈現資金淨流出現象，尤其亞洲金融危機受創國自 1997 年迄今已連續 5 年呈現資金淨流出現象，其中以 1998 年資金淨流出比重高達 61.7% 最為嚴重（參表二及圖一）。其他地區，拉丁美洲成為亞洲金融風暴下外資主要替代區域。而中東、馬爾他及土耳其地區於 2000、2001 年資金淨流出比重分別高達 49.7% 和 19.1% 最為顯著，此乃與 1998 年俄羅斯金融危機、1999 年土耳其發生大地震，又於 2001 年年初發生金融風暴有關。國際資金對新興市場的資本累積與經濟成長貢獻卓著，但也造成國際金融市場的波動，近年來幾次的金融風暴，讓人體會到短期外資流動的風險。

表一 1990 年代民間資金淨流入新興市場經濟體概況

單位：10 億美元

年	新興市場 經濟體	亞洲金融危 機受創國	其他亞洲 新興市場	非洲	中東、 馬爾他 及土耳其	西半球 (拉丁美洲)	轉型中國家
1993	124.5	20.7	20.9	3.2	25.1	37.3	17.4
1994	141.3	33.4	33.7	11.4	15.1	42.8	4.8
1995	189.0	38.9	35.6	12.3	11.1	41.6	49.6
1996	224.2	64.0	50.0	12.3	14.6	62.8	20.5
1997	120.3	-9.0	22.4	16.8	19.4	68.1	2.5
1998	53.0	-32.7	-14.3	10.9	8.1	61.8	19.2
1999	69.8	-9.1	9.6	12.7	3.7	40.4	12.5
2000	32.6	-10.2	8.4	8.6	-16.2	39.2	2.8
2001(f)	56.5	-16.8	3.4	14.7	-10.8	60.6	5.4
2002(f)	106.2	0.2	13.1	14.0	0.2	70.7	8.2

註：1. 新興市場經濟體包括開發中國家、轉型中國家、韓國、新加坡、台灣和以色列。香港無資料。

2. 亞洲金融危機受創國是指印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓和泰國。

資料來源：IMF, World Economic Outlook, May 2001.

表二 1990 年代全體外資流入各新興市場經濟體的比重

單位：%

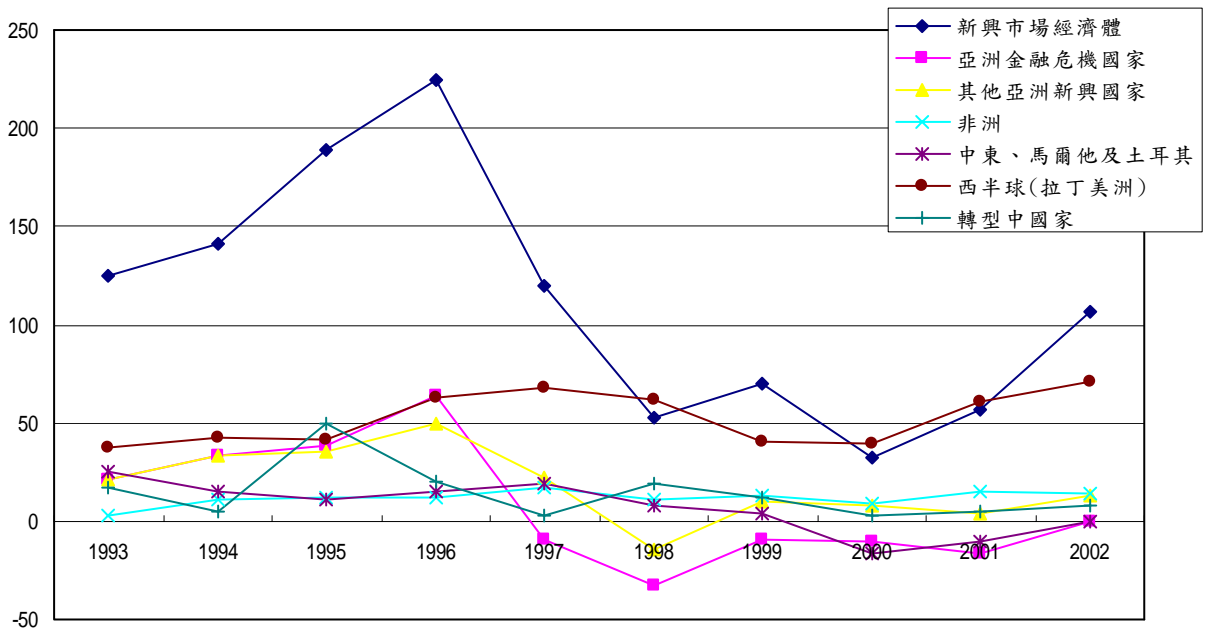
	亞洲開發中國家		非洲	中東、馬 爾他及 土耳其	西半球 (拉丁美洲)	轉型中 國家
	亞洲金融危 機受創國	亞洲其他新 興經濟體				
1993	33.4	16.6	2.6	20.2	30.0	14.0
1994	47.4	23.6	8.1	10.7	30.3	3.4
1995	39.4	20.6	6.5	5.9	22.0	26.2
1996	50.8	28.5	5.5	6.5	28.0	9.1
1997	11.1	-7.5	14.0	16.1	56.6	2.1
1998	-88.7	-61.7	20.6	15.3	116.6	36.2
1999	0.8	-13.0	18.2	5.3	57.9	17.9
2000	-5.5	-31.3	26.4	-49.7	120.2	8.6
2001(f)	-23.7	-29.7	26.0	-19.1	107.3	9.6
2002(f)	12.5	0.2	13.2	0.2	66.6	7.7

註：負號表示淨流出比重，正號表示淨流入比重。

資料來源：依據 IMF2001 年 5 月 World Economic Outlook 報告上之資料彙製。

圖一 1990 年代民間資金淨流入新興市場經濟體概況

億美元



資料來源：依據 IMF 2001 年 5 月 World Economic Outlook 報告上之資料彙製。

伍、外資投資我國股票市場的近況

一、我國開放外資投資我國股票市場的歷程

一般而言，外資可分為三種，分別為外國專業投資機構（QFII）、外國自然人和國內投資信託機構到海外募集的資金。目前股票市場所稱的外資，主要是以外國專業投資機構的動向為主，故本研究除有特別說明，所稱外資係指外國專業投資機構之資金。根據「華僑及外國人投資證券管理辦法」第三條第一項的規定，外國專業投資機構包括：外國銀行、保險公司、證券商、基金管理機構及其他符合證券主管機關所規定資格條件的投資機構。

我國引進外資投入資本市場的開放政策是漸進的。1967年5月行政院發布「華僑及外國人投資證券實施辦法」，正式開啟華僑及外國人投資國內證券之門。之後因貨幣供給額增加的壓力，為維持金融穩定，乃由財政部於1973年1月建議經濟部停止受理國外匯入款購買證券。至1980年5月修正公布「華僑回國投資條例」，其中分別明訂「投資證券及其結匯辦法，由行政院訂之」。在1982年行政院核定的「引進僑外資投資證券計畫」中，就將引進僑外資投資證券的步驟分為三階段：第一階段先採取僑外資間接投資證券，第二階段是准許僑外專業投資機構直接投資國內證券，第三階段是全面開放僑外資直接投資證券。

為施行第二階段引進僑外資直接投資證券，行政院於1990年12月28日修正公布「華僑及外國人投資證券及其結匯辦法」，開放外國專業投資機構得經證券主管之許可直接投資國內證券。此外，為進行第三階段全面開放僑外資直接投資證券，行政院於1996年3月1日核定發布修正結匯辦法，全面開放僑外資直接投資證券。自1995年2月全面取消外資投資總額限制後，投資個股的投資額限制也陸續放寬，至2001

年 11 月 13 日已提高至 30 億美元。外資總持股及個別持股比例的限制，除特殊產業外，已於 2000 年 12 月底完全解除（參表三）。

表三 我國開放外資投資國內股市歷程

日期	開放類別	總持股比例	個別持股比例	投資總額	個別投資額度
72 年 5 月 26 日	SITE	未限制	10%	未限制	未限制
80 年 1 月 2 日	QFII	10%	5%	25 億美元	0.05~0.5 億美元
82 年 1 月 16 日	QFII				1 億美元
82 年 8 月 19 日	QFII			50 億美元	
82 年 11 月 19 日	QFII				2 億美元
83 年 4 月 19 日	QFII			75 億美元	
84 年 2 月 8 日	SITE 及 QFII			取消額度限制	
84 年 7 月 8 日	SITE 及 QFII	12%	6%		
84 年 9 月 13 日	SITE 及 QFII	15%	7.5%		
84 年 12 月 29 日	QFII				4 億美元
85 年 3 月 3 日	GFII				1. 境內外國人無限制 2. 境外外國人： 自然人：500 萬美元 法人：2000 萬美元
85 年 3 月 3 日	SITE、QFII 及 GFII	20%			
85 年 11 月 20 日	SITE、QFII 及 GFII	25%	10%		
85 年 12 月 19 日	QFII				6 億美元
86 年 6 月 2 日	QFII				境外法人：5000 萬美元
87 年 1 月 7 日	SITE、QFII 及 GFII	30%	15%		
88 年 3 月 3 日	SITE、QFII 及 GFII	50%	50%		
88 年 11 月 20 日	QFII				12 億美元
89 年 10 月 20 日	QFII				15 億美元
89 年 11 月 21 日	QFII				20 億美元
90 年 11 月 13 日	QFII				30 億美元

註：SITE=證券投資信託事業；QFII=外國專業投資機構；GFII=一般外國人。

資料來源：整理自證券暨期貨管理委員會，我國開放外資投資國內證券簡史。

二、外資投資我國股票市場的現況

根據證期會的統計，截至 2001 年 10 月底止，共核准 593 家外國專業投資機構（QFII）直接投資國內證券。2001 年 1 至 10 月間，核准外國專業投資機構（QFII）的投資件數共 189 件、累計匯入淨額 332.5 億美元；華僑及外國自然人（NON-QFII）核准投資件數 391 件、累計匯入淨額 62.1 億美元；總核准件數為 580 件、總累計匯入淨額 394.5 億美元，較上年同期增加 39.4%（參表四）。

以 QFII 投資國內股市的匯入、匯出金額來觀察，自 1991 年以來，QFII 投資國內股市的匯入及匯出金額呈逐年增加趨勢，且除了 1997 年受亞洲金融風暴影響 QFII 呈淨匯出 3.5 億美元之外，其餘各年都呈淨匯入現象。1998 以後，QFII 投資國內股市的匯入淨額呈穩定增加走勢，惟自 2000 年 4 月以後，受全球景氣趨緩和國內股市下滑影響，QFII 各月呈淨匯出或淨匯入互見的情況，以致 2000 年全年的淨匯入較 1999 年減少 28.6% 為 68 億美元。然而 2001 年 1 至 10 月 QFII 淨匯入 72.9 億美元，較上年同期增加 29.4%，顯示外資投資我國股市並無明顯減少趨勢（參表五）。

由集中市場股票成交金額投資人類別比重來看，歷年來本國自然人所佔比重一向最大，約達 80% 以上；本國法人所佔比重約為 10%；僑外法人所佔比重在 2000 年以前未超過 5.5%，惟近年有逐漸增加趨勢，2001 年 7 月已增至 8.9%；我國雖已於 1996 年完全開放外國自然人投資我國股市，但外國自然人投資我國股市仍相當有限（參表六）。綜上觀之，由於外國人在我國股市投資所佔比重不到一成，故外資資金規模不致對我國股市有很大影響，但基於外國法人機構的專業能力，外資動向仍成為國內投資人買賣股票的重要參考指標。

表四 外資直接投資國內證券概況

單位：億美元

年月	外國專業投資機構 (QFII)		境外華僑及外國人 (NON-QFII)		合計數	
	核准件數	累計匯入淨額	核准件數	累計匯入淨額	核准件數	累計匯入淨額
1991年	19	4.48	-	-	19	4.48
1992年	23	8.78	-	-	23	8.78
1993年	58	26.40	-	-	58	26.40
1994年	42	42.75	-	-	42	42.85
1995年	106	62.89	-	-	106	62.89
1996年	268	86.49	-	3.27	-	89.62
1997年	312	83.00	327	9.82	639	94.42
1998年	209	96.29	274	14.28	483	107.23
1999年	333	191.61	371	37.28	704	216.29
2000年	386	259.63	612	53.89	998	313.52
2001年1-10月	189	332.45	391	62.05	580	394.54
1月	22	278.32	47	55.06	69	333.38
2月	31	286.18	46	57.28	77	343.50
3月	35	291.62	49	58.22	84	349.88
4月	22	294.66	51	58.65	73	352.35
5月	16	308.11	55	61.05	71	369.20
6月	17	314.31	31	61.83	48	376.18
7月	14	321.30	29	61.12	43	382.45
8月	14	324.40	38	62.24	52	386.68
9月	9	321.44	17	61.45	26	382.93
10月	9	332.45	28	62.05	37	394.54

註：1. 證期會自1990年12月28日起開放QFII投資我國股市；自1996年3月起開放NON-QFII投資我國股市。

2. 2001年11月13日起已將每一QFII直接投資國內證券之最高限額由20億美元提高至30億美元。

資料來源：財政部證券暨期貨管理委員會編印，證券暨期貨市場重要指標，90年11月15日。

表五 外國專業投資機構(QFII)直接投資國內證券概況

單位：億美元

年月	申請		核准		匯出入金額			
	件數	金額	件數	金額	匯入	匯出	淨額	累積匯入淨額
1991年	25	12.45	19	5.22	4.48	0	4.48	4.48
1992年	27	11.89	23	5.69	4.47	0.17	4.30	8.78
1993年	74	47.09	58	27.88	18.59	0.97	17.62	26.40
1994年	65	76.36	42	45.54	22.79	6.34	16.45	42.75
1995年	105	97.17	106	99.91	35.20	15.06	20.14	62.89
1996年	239	253.47	268	271.10	62.28	38.88	23.60	86.49
1997年	346	488.14	312	433.77	113.20	116.69	-3.49	83.00
1998年	220	308.59	209	283.84	104.05	90.76	13.29	96.29
1999年	382	461.11	333	379.98	183.61	88.29	95.32	191.61
2000年	412	595.89	386	489.81	269.91	201.89	68.02	259.63
2001年1-10月	207	281.85	189	225.26	226.37	153.51	72.86	332.45
1月	30	35.81	22	19.61	26.21	7.52	18.69	278.32
2月	27	39.25	31	40.10	24.48	16.58	7.90	286.18
3月	45	59.40	35	35.75	23.26	17.82	5.44	291.62
4月	18	26.99	22	37.69	17.71	15.67	2.04	294.66
5月	17	19.37	16	13.42	30.25	15.80	14.45	308.11
6月	16	14.70	17	28.41	25.17	18.97	6.20	314.31
7月	14	29.95	14	10.20	26.25	19.26	6.99	321.30
8月	18	32.12	14	20.12	20.15	17.05	3.10	324.40
9月	7	8.00	9	17.00	9.21	12.17	-2.96	321.44
10月	15	16.26	9	5.46	23.68	12.67	11.01	332.45
合計	2,102	2,634.01	1,945	2,268.00	1,045.04	712.59	332.45	

註：匯入匯出金額資料，自87年7月份起，每月6日彙總自21家保管銀行。

資料來源：財政部證券暨期貨管理委員會編印，證券暨期貨管理，第十九卷第八期，90年11月16日。

表六 集中交易市場成交金額投資人類別之比重

單位：億元，%

年 度	本國自然人		本國法人		外國自然人		僑外法人	
	金 額	百分比	金 額	百分比	金 額	百分比	金 額	百分比
1994 年	364,152.4	93.5	22,609.9	5.8	33.2	0.0	2,644.6	0.7
1995 年	189,400.2	91.9	13,783.1	6.7	26.1	0.0	2,839.9	1.4
1996 年	234,451.6	89.3	22,654.3	8.6	26.7	0.0	5,567.3	2.1
1997 年	684,282.1	90.7	56,948.6	7.6	108.5	0.0	12,890.2	1.7
1998 年	534,805.1	89.7	51,442.5	8.6	90.8	0.0	9,647.5	1.7
1999 年	520,431.8	88.2	55,204.9	9.4	81.1	0.0	14,201.1	2.4
2000 年	528,553.2	86.1	63,065.1	10.3	57.0	0.0	22,221.5	3.6
2000 年 1 月	80,828.1	88.2	8,738.4	9.6	11.8	0.0	2,054.2	2.2
2 月	57,274.4	87.6	5,849.2	9.0	6.4	0.0	2,272.3	3.4
3 月	73,909.3	85.9	9,211.4	10.7	5.6	0.0	2,896.3	3.4
4 月	68,816.3	88.3	7,020.1	9.0	8.5	0.0	2,125.3	2.7
5 月	44,955.8	87.7	4,559.8	9.0	3.9	0.0	1,724.8	3.3
6 月	36,828.2	85.8	4,468.0	10.4	2.1	0.0	1,625.9	3.8
7 月	29,514.5	82.8	4,663.8	13.1	3.0	0.0	1,462.0	4.1
8 月	30,174.2	85.2	3,773.7	10.7	2.2	0.0	1,474.7	4.1
9 月	32,088.3	83.7	4,329.8	11.3	1.7	0.0	1,905.2	5.0
10 月	27,126.3	82.7	3,895.4	11.9	1.5	0.0	1,788.9	5.5
11 月	31,250.1	83.7	4,079.1	10.9	5.2	0.0	1,976.7	5.3
12 月	15,787.7	82.3	2,476.4	12.9	5.1	0.0	915.2	4.8
2001 年 1-10 月	227,327.2	84.1	26,426.5	9.8	26.2	0.0	16,605.0	6.1
1 月	30,799.1	84.8	3,931.7	10.8	3.7	0.0	1,598.7	4.4
2 月	39,594.8	86.1	4,364.4	9.5	2.8	0.0	2,022.8	4.4
3 月	38,542.1	87.4	3,788.1	8.6	5.4	0.0	1,780.7	4.0
4 月	24,281.5	84.8	2,749.8	9.6	2.4	0.0	1,600.2	5.6
5 月	18,615.8	82.7	2,085.7	9.3	2.4	0.0	1,802.2	8.0
6 月	15,445.6	82.0	1,741.7	9.3	3.0	0.0	1,625.6	8.7
7 月	14,397.7	80.9	1,801.9	10.2	1.2	0.0	1,583.6	8.9
8 月	19,139.3	82.2	2,325.8	10.0	1.4	0.0	1,817.6	7.8
9 月	10,363.3	78.8	1,638.9	12.5	3.2	0.0	1,138.7	8.7
10 月	16,148.0	81.6	1,998.6	10.1	0.7	0.0	1,634.9	8.3

資料來源：.財政部證券暨期貨管理委員會編印，證券暨期貨市場重要指標，90 年 11 月 15 日。

三、外資投資我國股票市場的重要性

在 1997 年爆發的亞洲金融風暴中，我國相對其他國家受害較輕的原因之一乃是我國對資本帳的開放採取循序漸進式的策略，然而對於外資的各項管制措施隨著國內經濟金融情勢逐步放寬而扮演著很重要的角色。金融自由化與國際化是我國既定政策，並且由於我國長期經濟穩健成長，基本面相當健全，故累計外資淨匯入自 1991 年底的 4.5 億美元增加

至 2001 年 10 月的 332.5 億美元，成長近 73 倍(參表七)。累計外資淨匯入占貨幣供給額 M1B 及外匯存底之比重由 1991 年的 0.6%及 0.5%分別大幅上升至 26.0%及 28.6%。由此顯示未來在國際金融整合、資本自由快速移動的環境下，外資動向對我國貨幣政策的影響有增加的趨勢，而且隨著累計外資淨匯入占外匯存底之比例的升高，未來外資的匯出入將會對外匯市場產生一定程度的影響。

外資(QFII)在我國買賣股票占股票市場總成交值的比重由 1994 年的 0.7%上升至 2001 年 10 月的 8.3%，且其所持有股票占總市值的比重也升至 8.5%。此二比重雖不高，但呈逐年上升走勢，且外資在股票市場具有相當的示範作用及領先效果，因此外資在股市之進出或買超或賣超常成為國內股市投資人參考之對象。過去經驗顯示，外資的密集買超往往伴隨著股價的上漲，例如 1997 年 11 月至 1998 年 2 月，1999 年 3 月至 2000 年 3 月以及 2001 年 10 月至 12 月(見圖二)。另外，過去經驗亦顯示外資的賣超亦常常伴隨著股價之下跌，例如 1997 年 7 月至 10 月，1998 年 4 月至 9 月，2000 年 4 月至 9 月。然而 2001 年 1 月至 7 月間，外資呈淨買超走勢，股價指數卻呈下跌走勢，此可能與台股呈現超跌而吸引外資買進、2000 年 11 月摩根士丹利資本國際公司(MSCI)調高台股權值比重¹等因素有關。

¹ 摩根士丹利資本國際公司於 2000 年 11 月 30 日將台灣股價指數計算權重，由市值 65%升高至 80%，顯示外資可增加台股資金的配置。

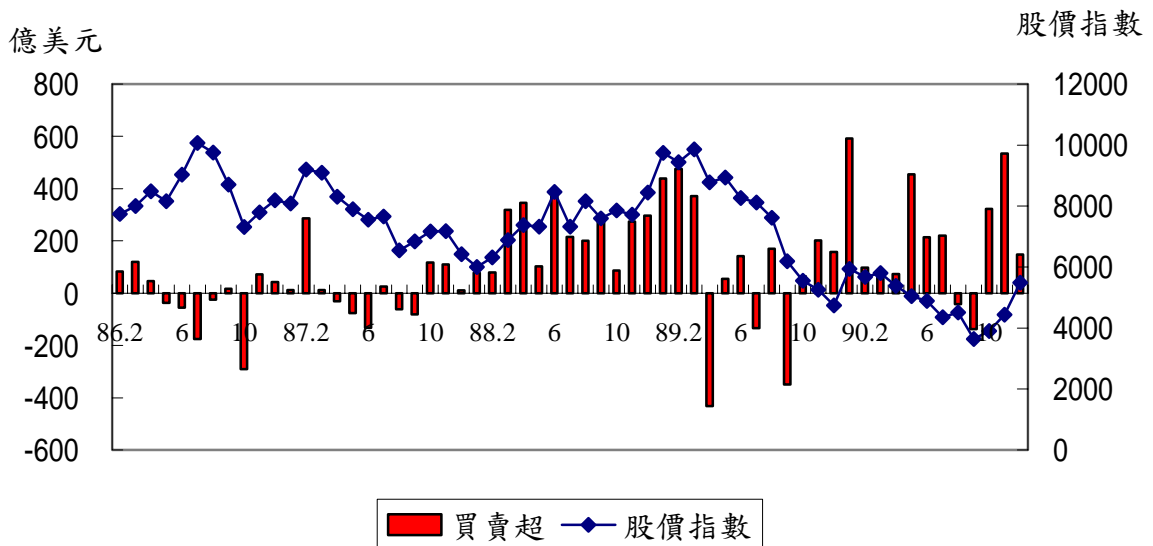
表七 累計外資淨匯入占貨幣供給及外匯存底之比例

年/月	累計外資淨匯入 (十億美元)	貨幣供給額 MIB (十億新台幣)	外匯存底 (十億美元)	累計外資淨匯入占 MIB 之 比例(%)	累計外資淨匯入占外匯存底 之比例(%)	外資買賣股票占 股市總成交值之 比重(%)	外資持有股票 占股市總市值 之比重(%)
1991	0.448	1,983	82.41	0.6	0.5	N.A.	N.A.
1992	0.878	2,290	82.31	1.0	1.1	N.A.	N.A.
1993	2.640	2,478	83.57	2.8	3.2	N.A.	N.A.
1994	4.275	2,898	92.45	3.9	4.6	0.7	N.A.
1995	6.289	3,036	90.31	5.5	7.0	1.4	2.8
1996	8.649	3,161	88.04	7.5	9.8	2.1	3.4
1997	8.300	2,598	83.50	6.6	9.9	1.7	4.1
1998	9.629	3,689	90.34	8.7	10.7	1.7	3.5
1999	19.161	4,053	106.20	15.3	18.0	2.4	6.3
2000	25.963	4,482	106.74	18.1	24.3	3.6	6.1
2001/10	33.245	4,414	116.20	26.0	28.6	8.3	8.5

資料來源：1.中央銀行經研處編印，中華民國台灣地區金融統計月報，各期。

2.財政部證券暨期貨管理委員會編印，證券暨期貨管理，第十九卷第八期，90年11月16日。

圖二 外資各月買賣超與台灣股價指數之變動



資料來源：依據台灣經濟新報資料庫 (www.tej.com.tw) 之資料彙製。

陸、外資對我國股票市場之影響

由於我國資本市場以股票市場的規模為最大，且發展相對較成熟，故本章將以探討外資對我國股票市場的影響為主，然而股票市場是經濟的櫥窗，其與總體經濟環境的關係密不可分，故以下將就外資對我國股票市場以及我國總體經濟的影響分別探討之。

一、外資對我國股票市場的影響

理論上，投資股市的外資是屬短期資金，其對於市場基本面、總體經濟表現、政治穩定及消息面等因素的反應較敏感，較容易造成市場的不穩定。當外資流入股市時，對股票市場的需求增加，在供給不變下，將導致股票價格的上漲。一旦市場基本面轉壞時，也可能造成資金迅速的流出而導致股價快速下跌，加重市場的波動。支持外資對股市有不穩定影響的國外學者有：Stiglitz（1998）認為外資可能對股票價格有不穩定效果，因而各國政府對於資本流動應有更多規範。Dornbusch 和 Park（1995）認為國外投資者會採取正向回饋的交易²策略，以致於即使是基本面的改變也會產生過度反應現象。Radelet 和 Sachs（1998）認為國外投資者的行為和東亞金融危機所導致經濟不穩定有關，削減了國際化的好處³。

為觀察我國股市受外資影響的情況是否符合理論所述，以下將整理相關實證研究的結論做為探討的基礎。由於我國漸進的開放外資，且外資占股票市場的比重較東亞其他國家為低，因此，國內較關注開放外資的議題。迄目前為止，國內研究多在探討引進外資對我國股票市場的影響，而少有探

² 正向回饋交易是指買進強勢、賣出弱勢股票的行為。

³ 劉玉珍等，金融風暴後如何提升資本市場競爭力之研究（行政院經建會經研處委託研究計畫，1999年2月），頁88。

討外資流出對我國股票市場的影響。以下就外資買賣超及外資持股比例對我國股市的影響分別陳述之。

(一) 外資買賣超對我國股市的影響

國內相關研究利用亞洲金融風暴前的資料進行研究，結果發現外資有穩定市場的功能。李詩文(1996)發現外資偏向分批買、賣的中長期投資方式。由於外國法人與本國法人買賣方向不相關，有助於股市加速趨向穩定⁴。

李又剛與施旭時(1998)研究發現，主導國內股市短線脈動的力量為指標性自營商當週買賣超金額；而主導中長線力量者為外資累積買賣超金額。同時，外資累積買賣超金額是主導國內股市產生結構變遷的關鍵變數⁵。黃嘉興及許月瑜(1999年)研究發現，開放公佈外資每日買賣超金額資訊後，無論以開始公佈外資買賣超金額的1994年或以我國全面取消投資總額限制的1996年為分界點，台灣股市日報酬率的波動性顯著降低，且市場效率亦提高⁶。李光輝等人(2000)研究發現，外資買賣超的變動在當月與我國股價的變動有非常顯明的正向互動關係⁷。

(二) 外資持股比例對我國股市的影響

國內有關外資投資股市持股比例對股價指數的影響的研究結論不盡相同。蘇晉弘(1996)的研究是把外資持股比例低的個股當作研究的控制組，和外資持股比例高的個股作比較，探討外資引進對股市波動性的影響。其研究發現無論那一組外資開放後其報酬率變異數都顯著下降。此外，外資持股高的組別，在外資開放後，其殘差變異數降低，意味著外資開放後，外資持股比例高的組別其非系統

⁴ 劉玉珍等，頁 89。

⁵ 謝秀津等，「外資在對單一公司持股比例高低與股價變動程度之實證研究：以台灣證券市場為例」(證券公會雙月刊，1999年1月)，頁 35, 36。

⁶ 黃嘉興等，「外資對台灣股票市場的影響」(台北銀行月刊，1999年4月)，頁 58。

⁷ 李光輝等，「外資與我國股市互動關係之探討」(中央銀行季刊，2000年12月)，頁 77。

風險降低，而外資持股比例低的組別，在外資開放後殘差變異增加，但是結果不顯著⁸。

李又剛與陳鉉文(1997)研究發現法人機構在台灣股票市場上投資比重增加後，對匡正國內股票投資風氣，確實發揮良好的功效。在1989年，投資人所矚目的高投資報酬率個股具備營收成本率較高、實收股本較小與每股淨值較低的特性，此足以看出當時的市場是以掌握籌碼為主要訴求，至於上市公司的財務結構是否健全則加以漠視；但到1993年因採行加強法人投資比重後，投資人多選擇營收成長與每股盈餘較高的股票，大型股也成為投資人選擇的標的之一。由此可知，法人在股市投資比重增加，對匡正國內股票投資風氣，確實發揮良好功效⁹。

謝秀津等人(1999)研究外資單一公司持股比例高低對其股價變動之影響，發現外資持股比例確實與價格變動率有關聯，當外資個別上市公司持股比例增加一水準，價格變動率小的家數比其他價格變動率大的家數多出0.28倍，且當價格變動率增加一水準，外資個別上市公司持股比例小的家數比其他外資持股比例大的家數多出0.26倍。由此可知，當外資投資某上市公司的持股比例較高時，其所產生的價格變動呈現較穩定的趨勢，且相對地，當上市公司的股票價格變動也較穩定時其外資持股比例也多維持在一較高的水準¹⁰。

(三) 小結

由上述研究得知，雖然學理上指出外資開放過度或迅速時，可能會導致股市的波動，但由亞洲金融風暴前後的台灣股市表現看來，開放外資對我國股市具穩定、正面作用。這可能是政府採取逐步開放的外資管理措施與臺灣股

^{8,9,10} 謝秀津等，頁 25, 35, 36。

市流動性佳之故。再者，台灣對於外資開放相對較謹慎，外資進入台灣股市之數量也不大，不似東南亞國家外資比重相當高的情況。因此進一步開放外資所受之衝擊也應較小；另一方面，我國股市法人所占比例不大，但外資法人，較偏重基本面分析，也較清楚股票基本面價值，當股市跌至基本面下時，外資將會進入股票市場，因而對股市具有穩定功能。

二、外資對我國總體經濟的影響

資本市場是企業主要的資本來源，因此，不論外資直接投資生產與進入股市投資實質上對一國的經濟都有助益。就我國而言，1980年代前的外國直接投資資金，或是1980年代中期以後的外人證券投資資金，對我國的經濟發展與金融市場的健全發展都有極大的助益。此外，1999年年中「兩國論」對股市的衝擊，卻因摩根史坦利調漲台股權值比重的效應而大幅淡化。此足證明外資對我國金融亦具穩定作用。

然而，外資也可能對我國經濟有不利影響。若匯入的資金為短期資金，如證券投資資金，則因流動性大，較不穩定。若短期資金大量流入，可能造成總需求過度擴張與經濟過熱現象，出現國內資本與信用快速擴張、通貨膨脹、實質匯率升值等總體經濟問題。例如：1986、1987年我國因貿易鉅額出超，民間預期新台幣持續升值心理濃烈，導致國外短期資金大量流入，而造成1987年貨幣供給額年增率高達44.8%，物價上漲壓力增大，國內資金氾濫，股市及房地產市場交易熱絡，形成泡沫經濟。

反之，當短期資金大量流出時，也可能導致貨幣、利率、匯率、物價的劇烈波動及資源配置錯誤。這種現象將導致消費和投資水準的改變，影響經濟發展的穩定性。例如：1997年中因東亞金融危機，導致短期資金大量撤離東亞國家。我

國金融帳顯示，外資自我國證券市場也大量撤資，1996 年投資我國證券市場的外資為淨匯入 32.6 億美元，於 1997 年轉為淨匯出 12 億美元，由於外資大量流出會有誘發國內資金大量流出的「群羊」(herding)效應¹¹，因此，國內流到國外證券市場的資金由 1996 年的 43 億美元，劇增至 1997 年的 67.5 億美元，台灣股市敏感反映此一現象，股價指數曾於 1997 年 7 月的 10,066 點重挫至 10 月的 7,313 點。1998 年金融危機的骨牌效應持續擴散，致使我國商品出口衰退 9.4%，經濟成長率僅為 4.8%，為 1983 年以來最低成長水準。

資本流入的影響會因流入資本的性質、資本接受國的經濟規模、外匯交易量及對外開放程度等有所不同。由於我國屬小型而高度開放的經濟體，商品及勞務出口比重高，對於資金匯入所造成的影響更為敏感。然而由於我國長期存在著經常帳順差及超額儲蓄現象，相對於東南亞各國的經常帳逆差、儲蓄相對不足的狀況，外資的引入和撤出對台灣的衝擊相對較低。

柒、結論與建議

資本移動固然能為我國帶來方便企業籌資、促進投資、提高資源有效運用、有助經濟成長等好處，但不可諱言的，資本流動的不穩定與易變性特質也可能帶來股、匯市和整體經濟的不穩定，甚至金融危機的發生。我國 1987 年熱錢造成泡沫經濟，以及在 1994 年的墨西哥金融危機和 1997 年的東亞金融危機中，國際資本移動一直被認為是造成危機的罪魁禍首¹²，實足以為殷鑑。在外資對我國股市的影響方面，本研

¹¹ 群羊效應，亦即股市散戶會有跟隨其他機構投資人買進(賣出)相同股票的效應。

¹² 殷乃平，「國際資本流動、金融危機與資本流動的管制」(華僑金融季刊，2000 年 6 月)，頁 61。

究歸納分析所得結論為：

- (一)外資投資我國股票市場採中長期投資方式，並與本國法人反向操作，有助於股市穩定，並提高市場效率。
- (二)外資買賣超的變動在當月與我國股價變動呈明顯正向關係。
- (三)外資持股比例與股價變動率有關聯。外資開放後，不論外資持股比例高或低的個股對股價都具有穩定作用，且外資持股比例高的個股非系統風險會降低。
- (四)雖然許多實證研究發現外資對我國股市具正面作用，惟依過去經驗，外資大量、快速流動會造成我國股市震盪，再加上外資的移動會誘發國內資金做同步大量的流動，進而影響整體金融經濟的不穩定。

在全球資金自由化的潮流下，加上 2002 年初我國將加入世界貿易組織，資本市場之持續開放更是不可避免。為使我國能獲得資本移動的利益並減少對國內金融、經濟環境的衝擊，針對未來開放外資政策方向提出下列幾點建議：

- (一)應營造一個良好的市場環境做為大幅開放外資的先決條件，包括健全資本市場機制，維持總體經濟的穩定、穩定的匯率政策、經常帳盈餘、促使資訊之公開等，均有助於促進市場效率。
- (二)2002 年初我國將加入世界貿易組織，開放外資的腳步勢必加快，惟仍應以循序漸進式的開放原則，一方面可促使民間部門享有較大的適應空間以調整並增進其營運實力，另一方面，也可避免外資大量、快速進出，造成貨幣市場及資本市場之不穩定。
- (三)未來短期外資可能持續流入我國股市，政府可適時釋出官股，不但可以充裕政府收入，改善財政赤字，也可以儲備未來投資所需之資金。
- (四)對於外資進入國內金融市場的各种部位（包括其資產負

債的各相關部位)，建議主管機關建立預警的觀測指標，由監控小組列管，對外資不正常的部位做較深入的瞭解，以便提早預防不正常資金對我國金融市場之干擾。

(五) 小型開放國家較易受國際資金的大量進出而造成金融的不穩定，而這類波動雖有不少是國際投機性資金所引起，但依過去經驗，本國資金被誘發的移動往往是造成重大波動的重要原因。建議加強研擬促使國內資金流向國內投資的政策，以使更多的儲蓄資金流向國內生產性投資¹³。

¹³ 陳博志、鍾俊文，引導資金積極支持國內投資之可行性（中央銀行委託研究計畫，2000年1月），頁6。

參考文獻

- 1.謝秀津、陳一如、熊漢琳。「外資在對單一公司持股比例高低與股價變動程度之實證研究：以台灣證券市場為例」，收錄於證券公會雙月刊。台北：台北市證券商業同業公會，1999年1月25日。
- 2.黃嘉興、許月瑜。「外資對台灣股票市場的影響」，收錄於台北銀行月刊第29卷第4期。台北：台北銀行，1999年4月21日。
- 3.何棟欽。「外資流入新興市場的研究—兼論我國外資管理政策」，收錄於證券金融季刊第67期。台北：復華證券金融股份有限公司，2000年11月。
- 4.馬千惠。「資本管制開放與資本移動關係的再探討」，收錄於中央銀行季刊第23卷第1期。台北：中央銀行，2001年3月。
- 5.劉玉珍、周行一。金融風暴後如何提升資本市場競爭力之研究。台北：行政院經濟建設委員會委託研究報告，1999年2月。
- 6.陳博志、鍾俊文。引導資金積極支持國內投資之可行性。台北：中央銀行委託研究報告，2000年1月。
- 7.當前國際資本移動問題分析。台北：中央銀行，1999年11月。
- 8.林祐民、張詩韻。「從金融全球化看外資投入台灣資本市場」，收錄於台灣經濟研究月刊第24卷第5期。台北：台灣經濟研究院，2001年5月。
- 9.林文琇。「金融穩定論壇報告—對跨國資本移動、境外金融中心與高槓桿金融機構三議題之意見」，收錄於中央銀行季刊第23卷第1期。台北：中央銀行，2001年3月。
- 10.王儷容。國際資金流動對亞洲(含我國)經貿及金融市場之影響。台北：行政院經濟建設委員會委託研究報告，2000年6月。
- 11.左峻德。「推動提升國家競爭力—諮詢及顧問服務」計畫—資本

市場自由化措施現況之探討。台北：行政院經濟建設委員會委託研究報告，2000年12月。

12. 殷乃平。「國際資本流動、金融危機與資本流動的管制」，收錄於華信金融季刊第10期。台北：華信商業銀行，2000年6月。
13. 中央銀行年報 89 年。台北：中央銀央，2001年2月。
14. 李光輝、歐興祥、張炳耀。「外資與我國股市互動關係之探討」，收錄於中央銀行季刊第22卷第4期。台北：中央銀行，2000年12月。
15. 胡春田。「由東亞金融風暴看資本帳之結構問題與開放政策——中、泰、印、韓之比較」，收錄於中央銀行季刊第21卷第3期。台北：中央銀行，1999年9月。
16. Krol, Robert, “the Case for Open Global Capital Markets,” A trade briefing paper issued by the Center for Trade Policy Studies, Washington, D.C.: Cato Institute, March 15, 2001.