



# 影響外資在台灣股票市場動態之分析\*

郭秋榮\*\*

- |                           |                          |
|---------------------------|--------------------------|
| 壹、緒論                      | 參、金融海嘯後影響外資進出台灣股市的主要因素分析 |
| 貳、我國政府開放暨管理外資證券投資之相關政策與措施 | 肆、結論與建議                  |

## 摘要

金融海嘯後的台灣加權股價指數，迄今尚未突破 2008 年 5 月 20 日執政黨就職以來的最高點 9,309.95 點，同期間表現雖較東京與香港股市為佳，但若與股價指數已經越過金融海嘯前高的美國 NASDAQ 指數及南韓綜合指數相較，表現並非理想。

本文除探究上一現象外，基於法人機構與外資投資台灣股票之比例有增加趨勢，因此進一步以過去有關外資進出台灣股市之文獻為基礎，探討我國開放暨管理外資投資國內證券之相關政策與措施，據以解析影響台股漲跌主要原因，俾政府擬定相關政策與措施之參考。

\* 本文參加經建會 2011 年研究發展評選，榮獲財金政策類佳作。

\*\* 經濟研究處專門委員。本文承蒙洪處長瑞彬、朱副處長麗慧、吳組長明蕙、李專門委員政達、劉科員欣姿提供諸多寶貴建議，謹此致謝。惟文中若有任何疏漏，當屬筆者之責。

## Analysis of the Impact of Foreign Investment on the Dynamics of Taiwan's Stock Market

Chiu-Jung Kuo

*Senior Specialist*

*Economic Research Department, CEPD*

### Abstract

Since the 2008 financial crisis, the Taiwan Weighted Stock Index has failed to rebound to the peak of 9,309.95 that it reached on May 20, 2008 when the new administration of President Ma Ying-jeou was inaugurated. Although it has outperformed the Tokyo and Hong Kong stock markets during this time, its performance does not look so ideal when compared with such indexes as NASDAQ and the Korea Composite Index, which have already risen above their pre-crisis levels.

In this paper, in addition to investigating the above phenomenon, we note that there has been a rising trend in the proportion of Taiwan's stocks owned by institutional and foreign investors. Hence, taking the past literature on foreign buying and selling of Taiwan stocks as a starting point, we further examine policies and measures related to opening and managing foreign investment in domestic securities. Based on this, we analyze the main factors affecting the rise and fall of the stock market in Taiwan, for reference by the government in formulating related policies and measures.



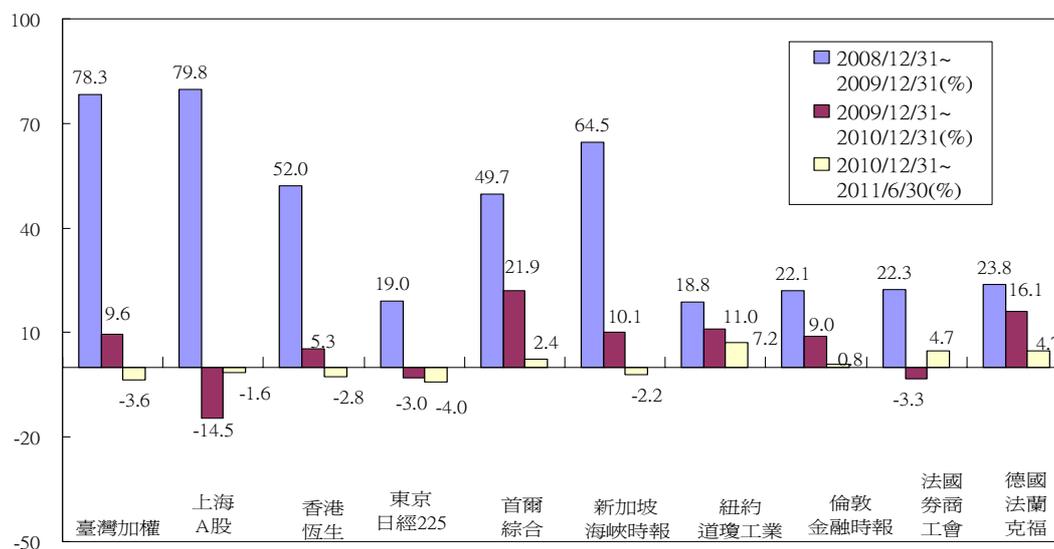
## 壹、緒 論

### 一、研究動機

金融海嘯後，亞洲等主要新興市場股市漲幅優於歐美股市，2009 年大陸股市與台灣股市漲幅名列前茅，惟 2010 年歐美股市後來居上，表現已經持穩，大陸股市表現轉為最差，台灣股市上漲近一成。

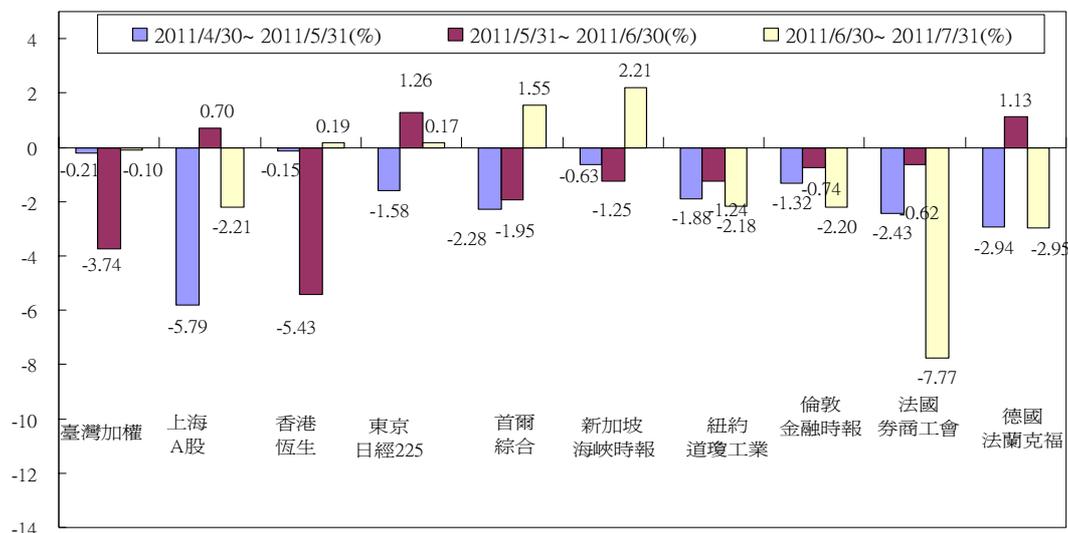
2011 年上半年，歐美股市漲幅更明顯，台灣股市跌幅達 3.6% 僅略優於受 311 大地震衝擊的日本東京 225 指數(跌幅 4%)。其中，2010 年 2011 年 5 月台灣加權股價指數下跌 0.21%，跌幅相較於其他主要股市為輕，與香港恆生指數跌幅 0.15% 相當，惟兩者之跌幅在 6 月份明顯擴大。

圖 1 主要股市漲跌幅(2008-2011 年)



資料來源：路透社。(以下圖 2~圖 6 均同)

圖 2 主要股市漲跌幅(2011 年)



台股 2011 年上半年相對國際股市表現確實不理想，惟 7 月份跌幅縮小至 0.1%，遠較歐、美與大陸股市跌幅逾 2% 為輕。

無論學理上或實務上，股市表現好的時候，比較不會有人留意股市制度上是否還有改進之處，而多是在股市重挫時，比較有人會關心股市到底是出了甚麼問題，甚至最後乾脆將矛頭指向政府。尤其是金融海嘯後的台灣加權股價指數，迄今尚未突破 2008 年 5 月 20 日執政黨就職以來的最高點 9,309.95 點，同期間表現雖較東京與香港股市為佳，與美國道瓊工業指數、英國倫敦金融時報指數之表現相當，但若與美國的 NASDAQ 指數及亞股的南韓綜合指數(已經越過金融海嘯前最高點<sup>1</sup>)、新加坡海峽指數相較，表現並非理想。

<sup>1</sup> NASDAQ 指數及南韓綜合指數均已經超越 2008 年 4 月底之指數，且均已突破 2007 年高點。東京日經 225 指數與香港恆生指數 2011 年最高點分別為 10,891 點及 24,988 點，與 2008 年 4 月底 13,850 點及 25,755 點相去甚遠。



本文除擬探究上一現象外，基於法人機構與外資投資本國股票之比重有增加趨勢，尤其是在金融海嘯發生當年度更高，因此亦擬進一步以台灣股市中三大機構投資人<sup>2</sup>之一——外資——的進出與台灣股市表現之相關文獻為基礎，觀察外資在台灣股票市場的動態，探討我國開放暨管理外資投資國內證券之相關政策與措施，據以解析影響台股漲跌主要原因，俾政府研擬相關政策與措施之參考。

圖3 台股與美國道瓊工業股價指數走勢

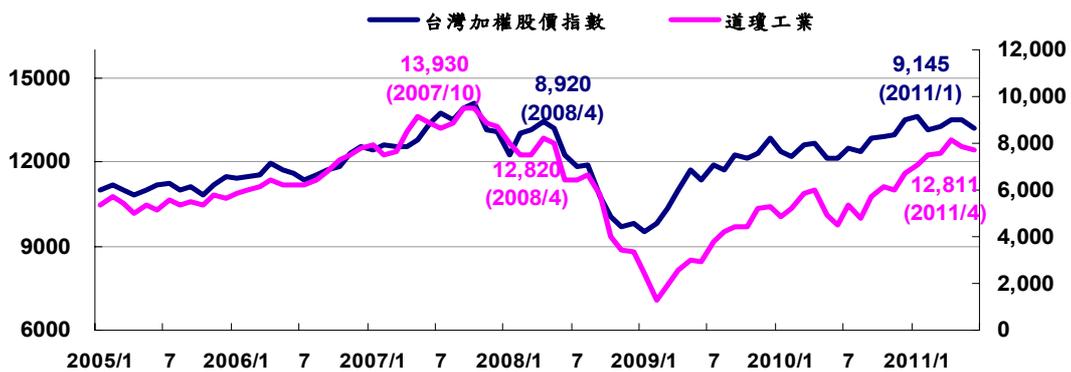
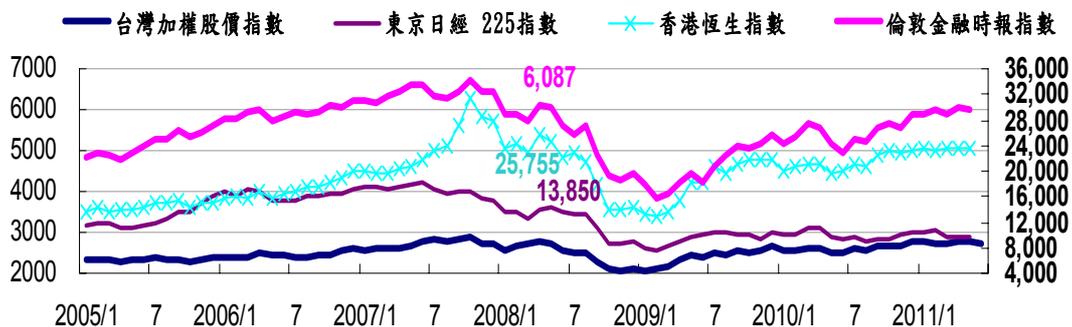


圖4 台、日、港、英股價指數走勢



<sup>2</sup> 含外資及陸資、投資信託、證券自營商，下簡稱含外資、投信、自營商之三大法人。

圖 5 台股與美國 Nasdaq 股價指數走勢

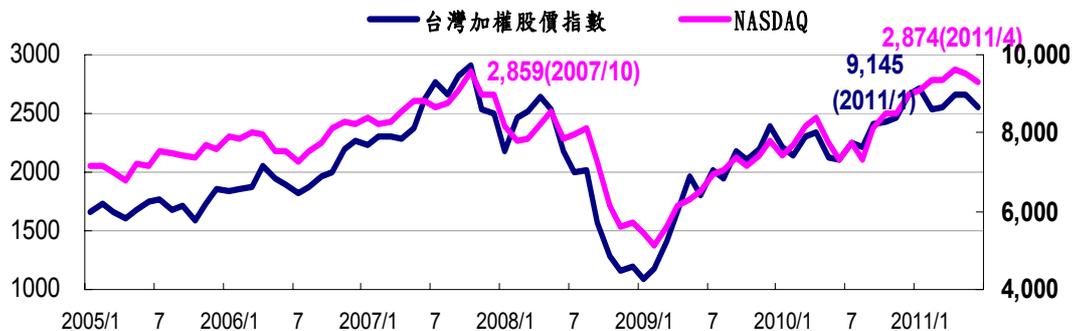


圖 6 台、星、港、韓股價指數走勢



圖 7 自然人與法人投資上市公司交易金額比例



資料來源：行政院金融監督管理委員會網站。(以下圖 8~圖 11 均同)

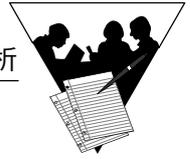
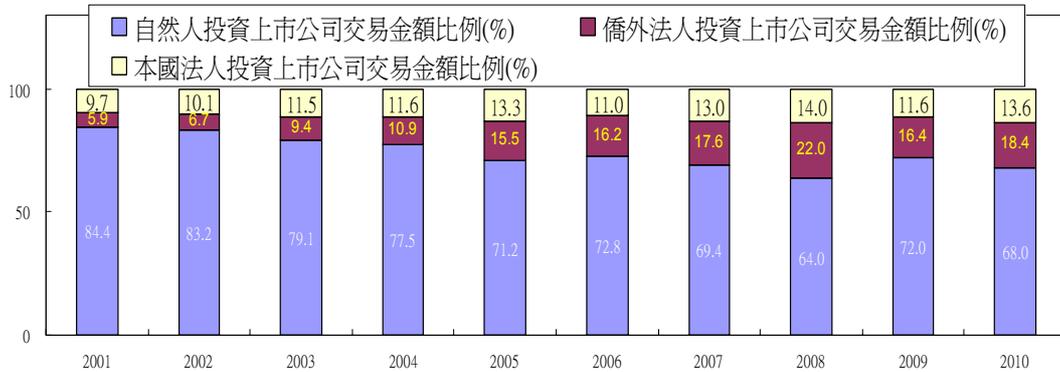


圖 8 自然人、僑外法人與本國法人投資上市公司交易金額比例



## 二、文獻探討

### (一) 外資在台灣股市進出與台灣股市之表現

#### 1. 外資具帶頭作用，但台股表現也會影響外資進出的流量。

台股三大法人之間的交易互動，外資是領導者(黃懷慶，2000)。

由實證結果發現，股票市場報酬率雖然不是由單一外資來決定，但市場的共同行為卻常常由外資來發動。透過因果關係檢定得知外資的流量並不會影響到台灣股市的報酬率，但台股報酬率會影響外資的買賣，即外資會追隨市場報酬的漲跌而作追漲及追跌的動作(鐘國忠，2005)。

加權股價指數報酬率對於外資買賣超金額仍維持相當顯著之影響關係，而外資買賣超金額對於加權股價指數報酬率影響之顯著性，則隨著落後期數加長而有減弱現象；另外資買賣超金額亦隨著台灣 50 股價指數報酬率之漲跌幅高低而變動(石桂鳳，2008)。

2. 三大法人具有穩定股市之作用，但外資與投信比較會追漲殺跌。

三大法人的進出與股價指數報酬之間的關係，外資與投信都會追漲殺跌，而自營商則是追跌殺漲，比較有穩定股市的效果；外資、投信及自營商前期買賣超的波動率與後期股價指數報酬的波動率呈負相關，亦即三大法人的買賣行為確實存在降低股市波動率的證據，因此建議政府財經當局，繼續致力於穩定擴大三大法人在台灣股市的投資比例(黃懷慶，2000)。

## (二) 外資對台灣股市之影響

1. 外資對於台灣股市成交量的影響較對於加權股價指數的影響明顯。

針對外資動態對股市的影響，過去的一些研究並無一致性的結果。外資買賣超與加權股價指數成交量互有因果關係，且有回饋效果。當外資對股市買超時，會使股價上漲，股價上漲時，也會使外資買超增加；當外資對股市賣超時，會使股價下跌，股價下跌時，也會使外資賣超增加，但外資買、賣超對加權股價指數成交量的影響幅度較對於股價指數的影響大(林佳樺，2007)。

2. 外資在台灣股市表現不佳時，更具影響力。

當市場走勢不佳，市場各類投資人的進出意願不高，因此外資的動作反而對大盤的影響就更為明顯，當大盤下跌時，外資與大盤的相關度反而較大盤上漲時高，也就是外資在大盤下跌時，較具有影響性(鐘國忠，2005)。

3. 外資進出會影響新台幣匯率，但反之不然。

外資買賣超與匯率只有單向因果關係，即外資買超時，會顯著地使台幣升值，外資賣超時，會顯著地使台幣貶值，但是台幣



升、貶值時，雖然外資買、賣超可能會增加，但是影響幅度非常小，而且也不顯著(林佳樺，2007)。

### 三、研究限制與未來研究方向

影響外資進出之因素很多，本文僅從台灣「總體面」、「產業面」切入，非從外資實際投資的個別上市、櫃「公司」切入。未來可擴大研究範圍，甚至延伸到外資在全球股市的動態，對政府全盤了解外資的影響力與股市之發展，定有很大之助益。

## 貳、我國政府開放暨管理外資證券投資之相關政策與措施

### 一、開放外資投資國內證券之相關政策與措施

#### (一) 引進外資的進程

1. 過去為配合整體經濟及資本市場之發展，我國引進外資分為三階段：
  - (1) 1983 年開放四家證券投資信託事業發行，並於國外銷售信託基金受益憑證。
  - (2) 1991 年正式開放「外國專業投資機構」(Qualified Foreign Institutional Investors, 簡稱 QFII)，可在一定額度內直接投資國內證券。
  - (3) 1996 年 3 月 1 日全面開放僑外資直接投資國內證券。
2. 為簡化外資投資國內證券之作業程序，2003 年 9 月 30 日取消 QFII 制度，將原先事前審核之許可制度，改為事後管理之採登記制度。

自此，外資只區分為境外的外國機構投資人(Foreign Institutional Investors, 簡稱 FINI)及境外華僑及外國自然人(Foreign Individual Investors, 簡稱 FIDI)，外國機構投資人可直接向證交所辦理登記，取得投資台灣證券市場的資格，不需先申請許可，無投資額度上限，也就是資格的認定上從寬；換句話說，境外的華僑及外國自然人投資台股仍有額度限制外，其他的境外外國法人投資台股都無額度限制。2004年6月15日配合修正「華僑及外國人投資證券管理辦法」，要點如次：

- (1) 放寬外資參與期貨市場，除空頭避險外，增加多頭避險，俾增加其投資操作策略之靈活性。
- (2) 簡化外資投資國內證券市場程序，放寬境外外國機構投資人申請辦理登記，無須再取得中央銀行外匯局之同意。
- (3) 允許外資參與有價證券借貸市場借券賣出之價金可予匯出，以便於外資資金調度、降低資金成本，提升其資金之運用效率。

綜上，我國早期對外資介入是抱持著「戒慎恐懼」的態度，引進外資是採取循序漸進的方式，期發揮正面效益，若外資一旦流出，不利因素可降至最低。因此，隨著經濟發展，對外資已愈來愈開放。

## (二) 金融海嘯後開放外資相關措施

政府持續檢討放寬外資投資限制，鼓勵外資來台投資的措施，簡要說明如次：

1. 2009年放寬外資資產移轉條件、開放境外華僑及外國人得與國內證券商及銀行從事股權衍生性商品交易、取消境外華僑及外國自然人投資國內證券之限額規定等。



2. 中央銀行與主管機關金管會協商同意放寬外資投資國內有價證券範圍，如：2009年6月9日同意外資得投資期貨信託基金受益憑證；9月10日為因應開放上市(櫃)、興櫃股票公司發行國內附認股權公司債(特別股)得將認股權與公司債(特別股)分離發行，開放外資得投資前述分離後之認股權證。
3. 2010年開放境外外資得透過我國期貨商從事國外期貨交易，以及期貨經理事業得接受外資以外幣全權委託期貨交易業務。

### (三) 外資投資國內資金匯入情況

#### 1. 外資累積淨匯入金額創新高

2003年9月我國政府取消QFII以來，外資累積淨匯入金額除2008年發生金融海嘯而減少近130億美元外，其餘年度均呈現逐年增加。截至2011年6月底止，境外外國機構投資人暨境外華僑及外國自然人共累計匯入淨額約1,713.04億美元(境外外國機構投資人累積淨匯入：1,711.68億美元；境外華僑及外國自然人累積淨匯入：1.36億美元)，較2010年底累計匯入淨額1,657.58億美元持續增加約55億美元。

#### 2. 外資持有台灣股票帳上獲利金額已高達近800億美元

近十年來，外資持有股票總市值占國內股票總市值之比例由2001年底18.51%攀升至2011年6月底31.39%，換算成外資持有之股票總市值，除2002年、2008年分別受到SARS與全球金融海嘯之衝擊而減少外，均呈現逐年增加。2011年6月底外資持有股票總市值高達2,508億美元，亦創歷史新高，與外資累積淨匯入金額1,713.04億美元之差，隱含著外資持有台灣股票帳上獲利金額已高達近800億美元。

圖 9 近年外資持有股票市值比例



圖 10 外資累積淨匯入金額與外資持有股票總市值比較圖



## 二、金融海嘯後管理外資相關政策與措施

### (一) 管理資金進出之政策

中央銀行向來對外宣佈外匯管理主要係依市場機能運作，對於資金進出已幾無限制。



目前對於不涉及新台幣兌換之外幣資金進出完全自由；涉及新台幣兌換之外幣資金進出方面，有關商品、勞務之外匯收支及經主管機關核准之資本交易(包括直接投資與證券投資)均已完全自由，僅對短期資金進出管理的結匯額度訂有限制，包括公司、行號及團體、個人每年累積結匯金額未超過 5 千萬美元及 5 百萬美元者；以及非居民每筆結匯金額未超過 10 萬美元者，得逕行向銀行業辦理結匯，超過上述金額者，得經由銀行業向中央銀行申請後辦理結匯。

## (二) 管理外資證券投資相關措施

美國為首的主要國家於金融海嘯後採取財政擴張與貨幣寬鬆政策之後，新興國家於 2009 年第四季起，明顯感受到短期資本流入的壓力。雖然開放是經濟發展的條件之一，但若外資進出波動過劇，大部份屬於投機性質的外資(俗稱「熱錢」)，極可能會造成國內資產價格泡沫之虞，因而對於外資進出仍有管理之倡議與作為<sup>3</sup>。

### 1. 國內疑似熱錢金額高達新台幣 3,700 億元

2010 年第四季起傳出國際炒手索羅斯對沖基金有意突擊台灣，台灣益顯緊張氣氛<sup>4</sup>。中央銀行數度指出「熱錢」環視，並在立法院、記者會或以新聞稿方式不厭其煩地說明。根據 2010 年 10 月 20 日中央銀行彭總裁在立法院的業務報告，已流入台灣之外資而尚未投入股市之資金計有新台幣 1,200 億元，若加計停泊在公債約新台幣 2,500 億元，共 3,700 億元。

<sup>3</sup> 巴西已率先於 2009 年 11 月規定外資投資該國固定收益債券的稅率提高至 6%，泰國、南韓都相繼提出類似一計畫，南韓、馬來西亞甚至考慮管制資本，就是不希望已開發國家的熱錢激情流入造成匯市動盪，甚至引發資產泡沫。

<sup>4</sup> 國際炒手索羅斯對沖基金瞄準台灣，甫於香港設辦事處，準備大炒台幣匯率、台股，中央銀行密切注意各外資動向，勢將正面迎戰。參見《聯合報》2010 年 11 月 11 日。

表 1 疑似匯入台灣的熱錢

單位：新台幣

A.合理週轉金 1500 億元			
B.疑似炒匯熱錢 3700 億		B1.公債部位 2500 億元	
	B2.存款部位 1200 億元		B21.借券保證金 600 億元
		B22.存款	600 億元

資料來源：中央銀行彭總裁淮南 2010 年 10 月 20 日在立法院業務報告。

## 2. 新興國家擬採取資本管制措施或提高稅負之方式因應熱錢之威脅

新興市場的國家除紛紛擬採取資本管制措施外，亦有採取「熱錢稅」之手段，以防止熱錢快速進出所造成的後遺症。如南韓企劃財政部自 2011 年下半年起課徵所謂的銀行稅，正式名稱為「總體健全稅(Macro-prudential Stability Levy)」，惟南韓特別強調推動此項措施並非作為資本管制之手段，實施主要理由如下：

- (1) 係為因應總體經濟環境與預防危險發生，同時提升金融健全性，並可隨著外債的衝擊，擴大南韓經濟之變動性，藉以緩和危機之安全體系。
- (2) 據判斷南韓經濟危機係起因於對外部門快速的資本流出所致，2009 年在加拿大多倫多舉辦 G20 領袖會議以後，共同決議各國按其情況推動課徵銀行稅，英國、法國及德國等主要先進國自 2011 年起實施。

## 3. 我國對短期資本移動之管理措施

- (1) 中央銀行除於其例行性的理監事聯席會議決議書中不斷說明將密切注意熱錢進出狀況，請外資匯入資金務必依規定用



途使用<sup>5</sup>外，另亦自 2009 年底陸續發布各界對亞洲資產泡沫及管制國際資本移動之意見<sup>6</sup>，甚至特別披露外資匯入資金與股市買超金額，緊盯外資動向<sup>7</sup>。

(2) 金管會對於已匯入國內市場投資的資金，限定其用途。舉如：

- 2009 年 11 月 10 日規定外資匯入之資金不准存放到定期存款。
- 2010 年 8 月 2 日修改外資借券保證金制度，將外資借券交易之保證金改以外幣或已持有之證券。
- 2010 年 11 月 11 日恢復 1995 年之規定，外資投資超過 1 年以上之公債須納入其投入公債與貨幣市場總金額不得超過匯入資金 30% 的限制。
- 2010 年 12 月 27 日修正「銀行業辦理外匯業務管理辦法」第 42 條及第 52 條，限縮無本金交割新台幣遠期外匯(NDF)及新台幣匯率選擇權二者合計的部位，由原先的不得逾總部位限額的三分之一，限縮至五分之一，以避免國外投機資金干擾台北匯市。
- 2011 年 1 月 1 日依據「華僑及外國人與大陸地區投資人投資證券管理辦法」，訂定金融機構收受境外「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 年 12 月 30 日餘額之增加額時，按準備率 90% 計提準備金。

<sup>5</sup> 2009 年 12 月 31 日中央銀行發布新聞稿：密切注意外資匯入之資金有無依「投資國內有價證券」之申報用途使用。對於未符合申報用途之外資，將送請主管機關處理。

<sup>6</sup> 2010 年 1 月 4 日中央銀行發布新聞稿：諾貝爾經濟學獎得主 Joseph Stiglitz 於 2010 年 1 月 3 日表示，新興國家應該要有能力管制來自已開發國家的資本流入，以避免資產泡沫。2010 年 1 月 12 日中央銀行發布「近期各界對亞洲資產泡沫及管制國際資本移動的意見」參考資料。

<sup>7</sup> 2010 年 1 月 4 日中央銀行發布新聞稿：近日來，外資匯入資金遠多於購買股票的金額；2009/12/31-2010/1/4 外資匯入資金與股市買超分別為新台幣 490.31 億元及新台幣 177.73 億元。

#### 4. 台灣 2011 年已採取奢侈稅因應資產泡沫風險而非直接課徵熱錢稅

2010 年底有部分國內學者以國外正在課徵「熱錢稅」為由，認為台灣「該課『熱錢稅』了」，而建議「直接禁止熱錢進入債市不失為釜底抽薪之計；若有意以租稅手段對抗熱錢，應報經行政院同意，立即將外資之各類所得扣繳率提高。」<sup>8</sup>

其後，政府為避免打擊面太大，2011 年 6 月 1 日起針對短期非自用不動產之交易、高價貨物與勞務之消費加徵稅負，即所謂的「奢侈稅」<sup>8</sup>，而非「熱錢稅」，主要理由應與以下之論述或有關係：

- (1) 熱錢就像蝗蟲，一旦過境，雖不至於片甲不留，卻會造成金融市場的波動，但若把所有外資都當成熱錢恐也會錯殺無辜，更無法吸引外資投資國內股市，何況外資(非熱錢)投資國內債券市場比重極低，若像巴西對外資投資債券課稅，可能達不到效果，還會讓真正想投資國內市場的外資遭受池魚之殃。
- (2) 大部分國家因應熱錢湧入的方式還是阻升幣值與沖銷超額流動性，周小川的「小川池子」<sup>9</sup>就是如此。

<sup>8</sup> 「特種貨物及勞務稅條例」於 100 年 5 月 4 日經 總統公布，將持有 2 年以內之房屋及其坐落基地，或符合一定條件之土地移轉及符合一定金額之小客車、遊艇、飛機、直昇機、超輕型載具、家具及龜殼、玳瑁、珊瑚、象牙、毛皮及其產製品(不包括非屬野生動物保育法規定之保育類野生動物及其產製品)與入會費納入課稅範圍。

<sup>9</sup> 中國大陸央行行長周小川日前提出的“池子論”引發了各方議論，該央行副行長馬德倫作出了解釋，他說“池子是一個政策的組合”，包括存款準備金率調整、對外匯結匯的管理、公開市場操作等調控工具。馬德倫還表示，年內會否再加息將視形勢變化而定。參見《上海證券報》2010 年 11 月 13 日。



## 5. 外資當月份匯入資金與其在台股進出之金額仍具同步調

為避免日資料過於波動，茲以月資料進一步比較外資當月份匯入之金額與其在台股進出之金額，發現兩者變化方向幾近於同方向變動，尚具同步調；惟兩者金額大小自然以外資買賣超之波動較大，因為外資匯入資金係在看好台股之前提，逐步增加，而外資買賣超金額則易受台股波動之影響。

圖 11 外資買賣超與匯入淨額



7. 外資自 2005 年以來持有台股占總市值比重即已維持在 3 成以上，惟 2011 年積極調整類股，致平均持股比例略降，持有家數占總上市櫃公司家數約 9 成。

表 2 近三年來外資持有台灣股票家數及平均持股比例變化

時間	2008 年底		2009 年底		2010 年底		2011 年 7 月底	
	家數	持股比例	家數	持股比例	家數	持股比例	家數	持股比例
外資	1,096	23.9%	1,150	25.7%	1,191	26.8%	1,203	26.2%
台股上市櫃公司家數	1,257 家		1,287 家		1,322 家		1,348 家	

資料來源：本文取自台灣證券交易所網站後整理而得。

綜上，除 2008 年下半年受到金融海嘯之衝擊而出現外資匯出 50~70 億美元外，其他月份鮮少看到大額匯出。因此，若未見到外資月匯出金額逾 50 億美元，顯示其對台灣證券投資仍具信心或興趣，惟 2011 年平均持股比例略降，值得留意其未來動態。

### 參、影響外資進出台灣股市的主要因素分析

股票市場如同一國經濟發展的縮影，通常市場價值越大，就被認定其經濟發展越興盛，但影響股票價格的因素多，除總體經濟因素外，諸如影響資金動態的政府政策、貨幣供給、通貨膨脹、利率、匯率等因素，對股價之影響亦舉足輕重。一般實務上說明影響股價之因素包括「基本面」、「技術面」、「籌碼面」、「心理面」等，本文則為了便於說明影響外資進出台灣股市的主要因素，茲分別就國際資金之移動、國內金融帳之變化及其他因素(含基本面、技術面、籌碼面及心理面等)，簡要說明如次。

#### 一、國際資金之移動

##### (一) 2010 年流入新興市場與開發中經濟體之證券投資金額大幅減少

根據 2010 年 10 月份國際貨幣基金(IMF)公佈的全球經濟展望報告(World Economic Outlook: Recovery, Risk, and Rebalancing)，預估 2010 年資金淨流入新興市場與開發中經濟體將高達 3,396 億美元，較 2009 年之 2,348 億美元增長 45%，並創下 2008 年以來的最高水準。直接投資、證券投資及其他金融活動三大分類中，分別淨流入 2,963 億美元、328 億美元及 105 億美元，其中證券投資較 2009 年的 915 億美元大幅減少 64%，對新興市場證券投資降溫，應與 2009 年強勁反彈、基期墊高有關。



根據彭博新聞社(Bloomberg)2011年7月中之統計，近年來外國機構在亞洲主要國家之股市的買賣超情況，除在泰國仍賣超外，其他國家均呈現買超，惟近期在台灣明顯賣超。

## (二) MSCI 指數牽引國際資金移動

2011年5月MSCI降低台股權重，致投資人趨向保守而採取避險操作，6月台股投資評等再遭MSCI調降為減碼。由於MSCI公司編制的指數會牽引國際資金移動，每年6月及12月會針對個別市場做出調整，一旦有重大變動，必牽動國際資金之動向，尤其是被動式基金常以該指數做為地區別投資組合的標準。

MSCI公司迄今仍未將台灣列入「已開發市場」，其理由依舊在於金融管制，尤其是因外資對台灣外匯市場之管理仍有疑慮所致。

表3 2011年上半年全球主要市場基金之資金流向情況

單位：百萬美元

地區		第一季	第二季	上半年
新興市場	全球新興市場	(9,012)	10,115	1,103
	亞洲(不含日本)	(8,161)	4,614	(3,514)
	拉丁美洲	(1,821)	(977)	(2,798)
	新興歐、非、中東	2,865	(1,084)	1,781
	金磚四國	(2,262)	(781)	(3,043)
成熟市場	美國	43,243	862	44,105
	歐洲	3,640	1,213	4,853
	日本	3,434	(1,438)	1,996

註：括號金額係指資金流出。

資料來源：摩根富林明投信(2011/07/04 20:20 鉅亨網)。

2011 年上半年全球主要市場基金之資金流向中，第二季流入成熟市場的資金，已較第一季大幅減緩；全球新興市場基金由第一季淨流出 90 億美元，第二季轉為淨流入 101 億美元，其中在不含日本的亞洲市場淨流入 46 億美元，回流最為明顯。

### (三) 美國第二波量化寬鬆政策(QE2)已於 2011 年 6 月底結束

雖然 IMF 預估 2011 年新興市場證券投資淨流入金額變動不大，惟美國 QE2 已於 2011 年 6 月底結束，市場預期將不再採行量化寬鬆政策，原大舉移向新興市場的國際資金是否轉向，值得留意。反之，若美國一旦再實施第三波量化寬鬆政策(QE3)，恐將被市場解讀為景氣仍未明顯復甦，甚至 2009 年以來的景氣係由資金面堆積而成的，亦值得關注其未來動向。

## 二、國內金融帳變化

### (一) 金融帳證券投資之資產部分與負債部分恰成對比

十餘年來，除 2008 年外，金融帳證券投資之資產部分均呈現淨流出，而證券投資之負債部分均呈現淨流入，兩者恰成對比。

2008 年居民投資國外證券(即金融帳證券投資之資產部分)呈淨流入 35.3 億美元，是 1987 年外匯管制放寬以來首次淨流入。主要係因當年 9 月 15 日美國雷曼兄弟控股公司(Lehman Brothers)倒閉，金融危機擴大，致第三季居民對外證券投資自國外撤資而出現首次淨流入 41.70 億美元；以及隨著後續美國大型國際知名的金融保險公司巨額虧損，股市重挫，國外基金淨值大幅縮水，連動債投資人求償無門，致第四季對外證券投資淨流入擴大至 130.39 億美元所致。



## (二) 金融帳之證券投資金額與國際資金移動息息相關

2008 年非居民投資國內證券(即金融帳證券投資之負債部分)創下歷年最大的淨流出 157.77 億美元，主要亦係因金融海嘯之衝擊，外國投資機構為挹注母公司之流動性需求，以及基金經理人為因應投資人之贖回，大量賣超台股(新台幣 4,700 億元)及減持公債所致。

2009 年金融帳證券投資之負債部分轉為淨流入 213.72 億美元，較 2008 年淨流出 157.77 億美元增加 371.49 億美元，2010 年持續流入 128.11 億美元，惟較上年減少 85.61 億美元。綜上，金融帳證券投資之負債部分，與國際資金移動之方向息息相關。

圖 12 近年證券投資淨流出(入)金額



資料來源：中央銀行網站。

## 三、其他影響外資進出台股之因素

### (一) 外資連續兩年買超台的多空因素

自 2009 年以來，外資連續兩年買超台股分別達新台幣 4,801 億元及 2,812 億元，茲就其進出台股之主要多空因素，簡要說明如下：

## 1. 看多因素

2009年3月至9月外資連續七個月買超，主要係因全球景氣復甦態勢日益明確，美股自3月中旬起持續走強，以及兩岸關係大幅改善，兩岸經貿開放題材持續發酵等利多因素激勵；11月及12月則由於兩岸金融MOU與ECFA題材升溫，以及美股表現強勁，頻創2009年新高，因而激勵外資出現買超。

2010年1月由於美股走高及兩岸金融MOU簽訂，激勵外資出現小幅買超；3月、4月及7月則因南歐債信危機趨緩、美股走強而激勵外資出現買超；自9月起連續4個月，由於美國Fed推出QE2，國際資金湧入亞洲，激勵外資連續大舉買超台股。

2011年1月延續2010年末多頭氣勢，外資偏好金融類等權值股而出現明顯買超；4月則在日本311大地震與南歐債信危機趨緩後，再激勵外資出現買超。

## 2. 看空因素

2009年1月、2月及10月三個月外資出現賣超，1月、2月主要係因全球景氣惡化，致全球股市重挫，促使外資也看空台股；10月因國際股市回檔，且台股短線漲幅已大，而導致外資賣超。

2010年2月、5月、6月及8月四個月外資出現賣超，主要係因南歐債信危機衝擊、美國QE1退場、美股走弱影響全球股市等不利因素，促使外資出現賣超。

2011年2月因台股短線漲幅已大，促使外資看空台股；3月則在預期南歐債信危機可能重現，以及日本311大地震與其核災



效應之衝擊下，導致外資大幅賣超；5月、6月因國際股市回檔、美國QE2退場，以及希臘債信危機擴大可能影響美國經濟之預期下，促使外資再出現賣超；7月外資因美債上限調高期限(8月2日)將屆、市場信心脆弱等不利因素而在台股賣超擴大。

(二) 綜上，影響外資進出台股的因素，歸納為下列五大層面：

1. 基本面，包括兩岸金融MOU與ECFA題材、南歐債信危機、全球景氣變化等經濟性因素。
2. 技術面，主要受國際股市表現、台股短線波動等股價或動能因素。
3. 資金面，主要受到美國等主要國家採行之量化寬鬆或財政緊縮政策、國際資金之動向，以及國內資金鬆緊等因素影響。
4. 心理面，包括匯率、利率、通膨、兩岸經貿及景氣變動等各種預期。
5. 籌碼面，外資、主要交易人在現貨、期貨、選擇權市場之進出。

## 伍、結論與建議

### 一、結論

經觀察金融海嘯後的台灣加權股價指數迄今尚未突破2008年5月20日執政黨就職以來的最高點9,309.95點，應與市值占約七成的電子類指數及金融保險類指數走勢較弱有關，而同期間未含金融電子股指數則於2011年屢創新高，股市表現實即反映出產業結構調整。尤其是外資2011年上半年調整持股更積極，由電子類股調整至金融保險類與未含金融電子股，一消一長頗為明顯。此外，其他研究發現尚包括：

(一) 衍生性金融商品愈來愈開放，外資進出國內股市靈活度加大。

隨著國內證券借貸交易市場及期貨、選擇權等衍生性金融商品的蓬勃發展與開放，國內外特定機構法人可供其避險、套利之工具增加，進出國內證券市場靈活度持續加大，由其交易愈來愈活絡，以及借券餘額創歷史新高可知一斑。因此，除現貨市場外資買賣超與借券餘額可作為台股中長期多、空市場變化之參考外，在衍生性金融市場，外資與國內大交易人之動態，亦值得留意。

(二) 受惠於兩岸關係朝正常化發展，外資更積極匯入台灣並進出股市。

外資在 2008 年度匯入台灣金額雖一度受到金融海嘯之影響而減少 128 億美元，惟近兩年半來淨匯入金額將近 470 億美元，2011 年 6 月底累積淨匯入金額創新高達 1,713 億美元，亦已高於金融海嘯前累積淨匯入金額之最高水準 1,536 億美元。台灣加權股價指數迄今雖未突破金融海嘯前高點，惟外資持有台灣股票帳上獲利已高達近 800 億美元，足證外資肯定兩岸關係正常化發展，進出國內股市亦更積極。

(三) 我國因應熱錢湧入之方式仍偏向阻升幣值與沖銷超額流動性。

我國為避免短期資本移動妨礙總體經濟之穩定，目前對於短期資本移動所採取的管理措施，仍與 WTO 所訂定之資本移動準則相符<sup>10</sup>，目前雖已有部分新興國家已採取銀行稅或其他稅負之方式

<sup>10</sup> WTO 規範資本移動之主要依據有二：「服務業貿易總協定」(General Agreement on Trade in Services, GATS)與「特別匯兌協定」。其實 GATS 僅要求在金融服務貿易自由化下，採取有限度的資本移動自由化；而「特別匯兌協定」甚至允許在資本移動有擾亂國際收支和妨礙總體經濟之穩定時，得以限制資本之移動。因此 WTO 僅是規範資本移動之準則，而非完全主張資本移動自由化。



因應熱錢湧入之威脅，惟我國貨幣主管機關仍認為大部分國家之因應方式為阻升幣值與沖銷超額流動性。另對於已匯入國內市場投資之外資，係要求匯入資金應依申報用途使用，並再嚴格限制外資購買債、票券金額不得超過匯入資金 30% 之規定等。

(四) MSCI 對台灣外匯市場之管理仍存疑慮，未將台灣升等為已開發市場。

MSCI 編制的指數例行性會針對個別市場做出調整，一旦有重大變動，將會牽動龐大的國際資金流動，惟 2011 年 6 月仍未將台灣列入「已開發市場」，其主要原因依舊在於金融管制，尤其是外資對於我國外匯市場之管理仍存疑慮所致。

(五) 2011 年下半年全球資金寬鬆之大環境不在，台股走勢將視國際景氣變動與法人機構對國內大選前各項變數之預期而定。

短期內，全球股市將隨著美國國會 2011 年 8 月 2 日調高債務上限與否，以及南歐債務危機之後續發展等因素而波動；下半年全球資金寬鬆之大環境不在，國際景氣變動是否受到歐洲債務危機衝擊，以及大陸股市能否脫穎而出，對於台股走勢將有決定性影響。另，國內 2012 年初總統大選，一般預期將對於股價具支撐作用，惟台股未來走勢仍視國際景氣變動與法人機構對國內大選前各項變數之預期而定。

## 二、建議

「政策準備好了」的真正涵義是「做好了『萬一．．．不幸發生的話』，市場機制仍能夠運作」，而非處處害怕後果而採取限制、防堵措施，舉凡過去的「戒急用忍」即為「政策準備好了」的反證。鑒於此，主管機關宜加速強化市場可以隨時承受不利方

向之變動的基礎建設，茲分別就政策上應有的作為以及具體可行做法，臚列於后：

- (一) 政策上應積極、正面看待外資在國內的證券投資活動，更應持續國際化，回歸到國際市場，以「鼓勵」取代「管理」、以「開放」取代「管制」，外資才會積極轉變短期的證券投資為長期的直接投資。

未來兩岸關係正常化之發展，仍有賴政府加速促成兩岸投資保障協議，而長期發展應回歸到國際市場，外資才會積極轉變短期的證券投資為長期的直接投資，共同壯大台灣經濟發展。因此，向國內、外企業招商，並加速產業結構轉型，為正確之方向，尤其是外資在投資上是考量市場發展潛力及產業前景，以地小的台灣市場規模，惟有持續國際化，回歸到國際市場，才能跨入並主導未來亞洲新世紀。

- (二) 資本流入管理宜突破管制思維，透過結構性政策及總體與個體審慎監理，是因應外資大量流入的不二法門。

歷史經驗告訴我們，對熱錢或短期資本流入管理的不同作為，對一個國家總體經濟會產生不同的影響；放寬相關金融管制將能有效吸引國外資金投資，且能增加台灣在全球資本市場的能見度，惟開放也將使台灣金融體系面對更多的國際金融體系風險。

2011年初，OECD 經濟展望報告指出，資本管制的效果尚待檢驗，且會造成資源扭曲，惟有結構性政策才可降低大量資本流入所產生的風險；如果資本帳開放、金融愈自由化，則因大量資本流入而引生的銀行危機之機率較低；總體與個體審慎監理，可降低整體過度從事風險性行為，亦可視特定需要調整，是解決大量資本流入正本清源之道。



(三) 加速鼓勵金融機構研發新金融商品，抑或透過海外分行或併購取得子公司之方式，直接引進新金融商品，增加國內的投資管道。

金融海嘯之經驗，再次證明優先穩定股市有助於房市及企業資金籌措，避免爆發骨牌效應之危機，惟其後國際熱錢之流竄，亦對房地產等資產價格造成泡沫隱憂。我國國情不同於南韓與歐洲，應無需跟進實施銀行稅，惟宜加速鼓勵金融機構研發新金融商品<sup>11</sup>，抑或透過海外分行或併購取得子公司之方式，直接引進新金融商品，增加國內投資管道。因為實質投資的方式可以透過購買股票成為大股東，也可以透過金融商品之連結，導引資金成為生產性事業的股東。

(四) 恢復過去信用交易制度曾經採行的自動調整機制，是股票市場「逆景氣循環」的一種思維與做法，有益於股市穩健成長。

外資進出台灣股市的主要考量因素除其整體資金配置外，獲利與否仍是其投資最終目的。為避免外資一旦大舉匯出資金或在台股賣超而造成金融市場不當之波動，除既定的開放暨管理政策外，應建立完善的風險預警系統與防火牆機制，俾能承受市場不利方向之變動，金融海嘯之經驗，再次證明採行「逆景氣循環」做為緩衝器的必要性。反之，我國股票市場信用交易的融資比率與融券保證金成數從 1997 年 10 月 21 日起，不再按股價指數連動，

<sup>11</sup> 亞銀 2011 年 5 月提出「實現亞洲新世紀的策略架構」報告中，亞洲應該對金融體制創新更加開放，也迫切需要金融工具的開發和創造一個有利的環境，對亞洲巨大的基礎設施融資；透過公營夥伴關係和公共金融市場，以滿足城市發展需要。在東北亞，需更注意老齡化社會的特殊需求。

而改由主管機關依市場及經濟環境之需要而作改變<sup>12</sup>。過去信用交易採行隨股價指數變動而變動的自動調整機制，是有效結合市場機制與政府角色之典範，不僅可以矯正長久以來重融資、輕融券而產生的「跛足」現象，也是股票市場「逆景氣循環<sup>13</sup>」的一種思維與做法，有益於股票市場穩健成長。

表 4 融資比率及融券保證金成數調整參考指標(1996年6月29日)

台灣加權股價指數(點)	最高融資比率	融券保證金成數
6,200	六成	90%
7,400	五成	80%
8,600	四成	70%
9,600	三成	60%

(五) 鼓勵國內金融機構擴大資本規模，並由公營金融控股公司帶動整併，可望加速吸引 FDI 來台。

各國在金融海嘯期間的救市措施，再度驗證「愈大愈不能倒」的道理，雖然違背自由競爭原則，卻讓企業體認到規模必須夠大，

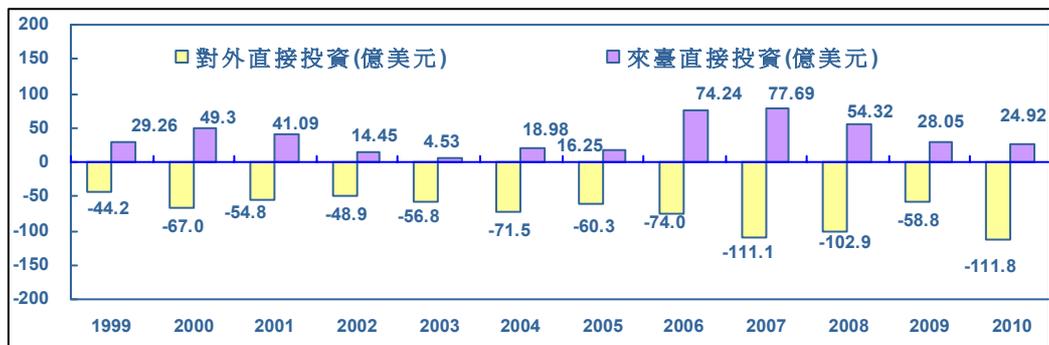
<sup>12</sup> 經常被拿來作為市場散戶指標的融資、融券餘額，一直都是市場研判行情的重要指標，也是切入「籌碼面」很重要的依據。目前台灣對於信用交易保證金比率的規定為：上市股票的融資成數為 60%，上櫃股票的融資成數為 50%，融券保證金成數均為 90%；最低維持擔保率為 120%；轉融通的成數不得超過證券商對客戶融資融券的成數。

<sup>13</sup> 如果市場不允許融券(short sell)或對融券交易限制較為嚴格，則會呈現單邊運行態勢，一旦出現嚴重的供需失衡，市場便會產生巨幅振盪。引進融券交易機制或放寬對融券交易之限制，將會增加證券的供給彈性。當證券價格因為投資人過度追價或惡意炒作而顯得高估時，市場中理性的投資人會及時察覺到這種現象，融券這些價格被高估的股票，從而使得這些股票的供給量明顯增加，一方面可以緩和市場上對這些股票供不應求的一窩蜂局面，抑制股價泡沫的繼續形成與膨脹；另一方面，也等於對其他投資人傳遞出股價被高估的訊號，促使過度飆漲的證券市場重新趨於理性。此外，當這些被高估的股票因泡沫破滅而出現價格下跌時，先前融券這些股票的投資人因為到期交割或資金需求又會重新買回，一方面會增加市場對這些股票的有效需求，在某種程度上產生“支撐市場”的作用；另一方面也會向其他投資人傳遞股價被低估的訊號，促使股價回復到真實價值之上，從而達到穩定證券市場的效果。



才能與政府共渡金融風暴。證諸經驗，市場愈來愈開放，金融機構的規模更有必要擴大，才有基礎與能力因應外來金融機構之競爭。另，亞洲開發銀行 2011 年提出的「實現亞洲新世紀的策略架構」報告中，金融系統改革亦為國家政策優先事項之一<sup>14</sup>。另根據 OECD 報告，雖然資本帳開放的衝擊尚無一定論，但外人直接投資(FDI)的比例愈高，大量資本流入而衍生的銀行危機之機率較低。

圖 13 近年對外直接投資與外人來台投資金額



資料來源：中央銀行網站。

目前台灣的 FDI 金額與台商直接投資中國大陸<sup>15</sup>不成比例，2006 年、2007 年因有外商來台併購金融機構、有線電視公司及高爾夫球頭廠商等，而使當年 FDI 數據大幅提升<sup>16</sup>。其中金融業件數

<sup>14</sup> 亞洲需要制定自己的金融模式，避免過度依賴一個自我規範的市場，過高的中央政府所控制，以及銀行主導的金融系統。

<sup>15</sup> 根據經濟部投資審議委員會統計資料顯示，2010 年對中國大陸投資 518 件高達 122 億美元。2011 年前五個月已有 249 件將近 54 億美元，金額均遠高於同期准華僑及外國人投資金額 38 億美元及 17 億美元。

<sup>16</sup> 近五年來投審會審理之較大跨國併購案件中，金融業有美商新橋集團於 2006 年投資台新金融控股公司約新台幣 200 億元，2007 年則有荷蘭商 COOPERATIEVE MEADOWSTREAM INVESTMENT W.A.(凱雷集團)分別投資大眾與安泰銀行約新台幣 140 億元、92 億元，以及荷蘭商 S.A.C. PTE TAIWAN HOLDINGS B.V. 投資萬泰銀行約新台幣 33 億元。另，2006 年、2007 年外商投資有線電視公司及高爾夫球頭廠商分別達新台幣 483 億元及 224 億元。

雖然少，但金額大，除 2008 年外，約占全部 FDI 金額的四分之一。因此，若能持續鼓勵國內金融機構擴大資本規模，並由公營金融控股股公司帶動整併，可望加速吸引 FDI 來台。

表 5 近五年來核准華僑及外國人投資金額統計

單位：千美元

年度(月份)	准華僑及外國人投資金額		金融業	
	件數	金額	件數 (占全部件數%)	金額 (占全部金額%)
2006	1,846	13,969,247	202(10.9)	3,164,682(22.7)
2007	2,267	15,361,173	243(10.7)	3,869,156(25.2)
2008	1,845	8,237,114	122(6.6)	1,194,991(14.5)
2009	1,711	4,797,891	91(5.3)	1,780,605(37.1)
2010	2,042	3,811,565	11(0.5)	969,933(25.4)
2011(1~5)	887	1,728,816	5(0.6)	466,729(27.0)

資料來源：經濟部投資審議委員會。



## 參考文獻

1. 石柱鳳(2008), 外資買賣超行為與台灣股價變動之研究, 國立政治大學行政管理碩士學程論文。
2. 何棟欽(2010), 「從智利經驗看熱錢控管」, 工商時報, 11月18日。
3. 呂帛晏(2011), 「MSCI 調整對台灣金融市場之影響」, 國家政策研究基金會, 6月2日中央網路報。
4. 林佳樺(2007), 外資動向對台灣股市與外匯市場之影響, 朝陽科技大學財務金融系碩士論文。
5. 莊慶仁、許南溪(2002), 「台灣股市相關政策對股市之影響」, 證交資料。
6. 彭淮南(2010), 「中央銀行業務報告暨 100 年度中央政府總預算案行政院歲入預算有關中央銀行股息紅利繳庫部分之說明」, 中華民國 2010 年 10 月 20 日立法院財政委員會會議。
7. 黃明聖(2010), 「該課『熱錢稅』了」, 2010 年 11 月 9 日完稿。
8. 劉憶如(2010), 「怕熱錢 不如留住熱錢」, 經濟日報, 第 A3 版, 1 月 6 日; 「台應加強長期吸引力」, 旺報, 第 A10 版, 1 月 8 日。
9. 鐘國忠(2005), 外資買賣台股時點之研究, 國立成功大學高階管理碩士在職專班碩士論文計畫。
10. OECD (2011), “GETTING THE MOST OUT OF INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS,” *OECD Economic Outlook Volume 2011/1*.
11. ADB (2011), *Asia 2050 – Realizing the Asian Century*, Asian Development Bank.
12. Richard Duncan (2003), *The Dollar Crisis*.
13. <http://www.twse.com.tw/ch/trading/indices/TWT91U/TWT91U.php> ;  
[http://www.twse.com.tw/ch/trading/indices/EFTRI/EFTRI\\_HIST.php](http://www.twse.com.tw/ch/trading/indices/EFTRI/EFTRI_HIST.php) ;  
[http://www.twse.com.tw/ch/products/SBL/SBL\\_hm.php](http://www.twse.com.tw/ch/products/SBL/SBL_hm.php)
14. <http://www.taifex.com.tw/chinese/3/3.htm>
15. [http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/prices\\_indices\\_statistics/derivatives/delayed\\_prices/futures](http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/prices_indices_statistics/derivatives/delayed_prices/futures)