

天主教輔仁大學
社會學系

天主教私立輔仁大學社會學系學士論文

學士論文

全球舞台上絢爛的殺戮—
熱錢的社會學研究

The Impact of Hot Money and How It Works

全球舞台上絢爛的殺戮—
熱錢的社會學研究

學生：周彥伶撰

指導老師簽名：

中華民國一百年六月

系所章戳：

周彥伶撰

2012

天主教私立輔仁大學社會學系學士論文

全球舞台上絢爛的殺戮—
熱錢的社會學研究

The Impact of Hot Money and How It Works

學生：周彥伶撰

指導老師簽名：

中華民國一百年六月

系所章戳：

謝辭

在這個時間點回顧過去這段寫作的歷程，論文能夠如期順利完成，要感謝的人實在太多了。打開電腦裡叫做學士論文的資料夾，裡面有各式各樣思考過的痕跡，從主題的訂定、問題意識的釐清、相關研究文獻、歷年金融統計資料還有點點滴滴累積的與老師討論、批改過的文章，心裡是五味雜陳的。

還記得剛起步時，謝宏仁老師說過的一句話：這論文可能是人生最後一次按自己的意識進行自由的思考，所以請好好把握。我可以隨著我的思路找到感興趣的主題，深入探索然後從中獲取了知識也體悟到社會學與其他學科不同的地方。社會學的道路是寬廣無邊的，對於任何一個問題幾乎都是沒有定論，取決於行動者自身對此關注的面向。

周彥伶 于輔仁大學 中華民國一百年十月

摘要

資本主義邏輯的運作下，數次的金融創新，以及全球化思維慢慢滲透到大大小小的經濟體的同時，資訊、貨幣、大宗物資等都逐漸能夠自由地在各經濟體間移轉。本研究尤其關注國際間資金的移動，這種流竄於國際間的資金俗稱為熱錢（Hot Money），也有人稱作流資或遊資（Refugee Capital）。

這些遊走於國際的資金流(capital flow)對於投資標的所在的經濟體造成的影響可以是正面也可能會是負面的，當一個經濟體正在發展時，倘若資金流入會帶來短期的正面效果，因此加快當地發展速度，但長期而言，當資金外逃時，當地資產價格變產生波動甚至暴跌。本研究以 1997 年亞洲金融風暴作為個案的實證研究，而研究結果指出：造成各經濟體所受熱錢之衝擊的嚴重程度之主要原因是該經濟體的市場規模，市場規模越大，所受到衝擊的程度越小，或是能夠越快恢復到原本的水準。這樣的結論與大部分的人的看法與預期有所分歧，以往的看法是認為受熱錢影響程度的強弱取決於當地法規的嚴格程度，然而，本研究之結論打破了以往社會上對於熱錢所存在的迷思，釐清金融管制程度可能對於熱錢規模、數量有所影響，但真正造成影響程度不同的因素是當地的市場規模。

關鍵字：國際資金、熱錢、亞洲金融風暴、避險基金、基金規模

The Impact of Hot Money and How It Works

Yen-Ling Chou

Abstract

With the capitalism logic, several of financial innovations take place in the era. Globalization trickle to the economies, so information, the commodity and also money can gradually freely transfer and move between country and country. The study is particularly concerned about the international capital flow, which is known as hot money and also called refugee capital.

The movement of the capital flow may make impact of economies. Then the effects are sometimes positive but sometimes negative. When the economy is developing, in the short-term approach, the effects can be positive, but at long-term view the capital flow may shift away one day. At the very moment, this capital flow brings negative effect. The study take 1997 Asian financial crisis as a case of empirical research. To find the suffered of impacts of smaller extent or sooner return the original level. The study tends to give a variable which is the very term relates to the final conclusion.

key words : capital flow, hot money, Asian financial crisis, hedge fund, fund assets

目次

第一章 引言	6
第二章 文獻探討	9
第一節 資本為什麼有力量	11
第二節 熱錢的正面負面作用	12
第三節 論規模的水池效果	16
第三章 研究方法與步驟	18
第四章 研究結果分析	19
第一節 熱錢的負面效果	20
第二節 熱錢的正面效果	21
第三節 個案分析	23
第五章 結論與檢討	25
第六章、附錄	26
第七章、參考書目	27

表次

表 1、相關論文彙整-----	14
表 2、Man AHL Diversified PLC 成立以來基金績效-----	21
表 3、2000 年一月世界主要證券市場比較-----	24
表 4、東亞十國股價高低點比較表-----	25

第一章、引言

在全球化的浪潮下，資源、人口、資訊的流動已逐漸脫離空間的限制，而產生以整個地球作為金融部門運作之舞台——也就是金融市場的全球性整合，使得資本的流動也跟著跳脫國境的侷限與框架。在全球網絡中，市場與市場間的有效連結使得資本具有高度的移動能力，搭配上資本主義的自由市場之價格機制邏輯的擴散，各國對於市場的管制解除或寬鬆後，無論是交易性或是投機性的資本流動，都對於整個社會造成很大的影響。

一個最貼近我們生活的事例是發生在 1997 始於泰國，而後波及整個的亞洲的金融風暴即是經典的例子，在金融風暴中各國的產業經濟、民生都面臨極大的危機，先排除掉這些國家本身內部經濟結構性問題的體質問題，當時金融禿鷹尖銳的眼察覺到亞洲的套利空間，這些禿鷹也就是那些擁有豐厚資金的國際炒家，其中最具代表性的，像是素有金融巨鱷之稱的避險基金(huge fund)操作人——索羅斯(George Soros)。在 1997 年 5 月 14 日至 15 日，在這些包含索羅斯的量子基金(Quantum Fund)在內的國際避險基金大舉放空泰銖，而泰銖市場超額供給的狀況下，泰國政府當局被迫用貨幣政策來穩定泰銖的匯率，但還是抵擋不了這些國際資金龐大規模的攻勢。

國際資金在獲利空間入場，並在獲利機會消失前脫手、逃出。由於這些國際性的投資資金之規模都相當地大，佔泰國總投資中的權數很高，因此在資金進出的過程中，對於這些亞洲國家的股市等金融部門造成了極大的影響，其中是以印尼盾及南韓韓圓較為嚴重。然而金融部門連帶連動著整個國家的景氣，甚至是大宗物資的價格也跟著波動，波及民生經濟的程度很大。在此以亞洲金融危機作為

我們認識投機性資本的短期流動對於整個社會經濟的引導與啟蒙。

由上面的例子，我們可以給熱錢下一個定義：熱錢（Hot Money），也可稱為流資或遊資（Refugee Capital）。交通、資訊全球化背景下，漸漸滲透到全球各個角落，同時也推動著資本市場的一體化逐漸形成。在固定利率制度下，國際間不斷找尋國際間利率差收益大於匯率風險的空間，也就是可套利機會，因此促成了大規模的短期資本流動，而這些短期流動的資本便是我們熟知的熱錢。這些資金流動速度非常地快，一旦投資尋求到短線的投資機會，找到套利的空間，這些俗稱為熱錢的國際資金就會湧入；反之，投資者一旦獲得預期盈利或者發現套利空間已經消失，這些資本又會迅速匯出。

此外，熱錢的形成之因素也是值得我們關注的，因為金融市場的全球化和國際性投資基金快速擴張等原故。很多資金充裕國家的基金除了做中長線投資外，還保留部分流動資金尋找短期投資的機會，以在保本的基礎上額外得到高報酬率的績效。再加上全球信息技術的發展，在效率市場假說¹的前提下，一旦出現利多的投資機會，全球的投資者都會發現，而且幾乎同時得到資訊，所以大量的流動資本就會進入當地市場，買進當地利多之標的，而此標的之價格也因此水漲船高了，再者，除了這個標地物以外，當地其他的物價也跟著被牽連，消費者物價指數因此產生波動，進而影響了人民的生活。此外，這些資本大多來自於金融投信投顧公司的對沖基金（又稱作避險基金），因此這些熱錢的規模都相當的大，動輒百億元的資本流動，會對當地市場的匯率、利率產生很大影響。如通貨膨脹、匯率波動劇烈、股市過熱或者因為資金都在投資流動而造成儲蓄率下降等金融面的影響，但波及到民生面的影響更是棘手的。舉一個身邊的例子，原本一條價格大約新台幣五十、六十元的土司，在民國一百年三月，台北最大連鎖麵包店（順

¹效率市場假說（Efficient Market Hypothesis），該假說由 Eugene Fama 提出，認為投資者在買賣股票時會迅速有效地利用可能的信息。所有已知的影響一種股票價格的因素都已經反映在股票的價格中，因此根據這一理論，股票的技术分析是無效的。

成蛋糕)一條土司價格卻要價新台幣三位數(一百多元),麵包店負責人表示該月一條土司的成本就漲了百分之七,這是因為國際熱錢的大量買進炒作之後的結果,主要是因為投資人對小麥價格上漲的預期,因此帶動著由小麥現貨衍生出來的小麥期貨價格跟著飆漲。在這個事件中,熱錢的投資標的物是小麥期貨或小麥遠期契約,投資人在發現小麥期貨與遠期契約具有套利空間時,此時熱錢便流入小麥作為標的物的衍生性金融商品市場,伴隨著履約期限的到來,小麥農便以當時約定好的規格與價格賣給小麥契約的持有人,但因為熱錢炒熱了整個小麥的遠期市場,因此影響整個原物料(小麥)的價格,原物料價格爆漲因而導致了吐司漲價,這是民生物資價格受到熱錢的影響的實例。

至於這些國際資金的標的並不只是侷限於利率與匯率的套利,在金融商品的推陳出新之下,市場上出現了很多衍生性金融商品²(financial derivatives),比較傳統的衍生性金融商品有期貨和期貨選擇權這兩大類,像是前文提及的小麥期貨即是、相對應的是以小麥期貨作為標的物的小麥期貨選擇權,投資人可以藉由買進小麥期貨買權組成與買進小麥期貨相似組合的小麥期貨多頭部位,另外選擇權的變化除了買進買權以外,還有買進賣權、賣出買權及賣出賣權這四大類,然而,金融創新的背景下金融商品日新月異,金融機構的投資組合越來越複雜,可以藉由上面所提及的四種選擇權操作方式進行更高階的操作,像是買進蝶式策略的作法是「買進一組履約價較低的多頭價差(即買進低履約價選擇權,同時賣出高履約價選擇權),同時買進一組履約價較高之空頭價差(即賣出低履約價選擇權,買進較高履約價選擇權),且多頭價差部位的較高履約價須與空頭價差部位之較低履約價相同,而多頭價差之履約價間距亦須等於空頭價差之履約價間距」,所以該策略由一共有三種不同履約價的四口選擇權來組成。以上只是其中一種選擇權的操作方式,另外還有賣出蝶式策略,而且還分成多頭跟空頭兩種買

² 由某標的資產衍生出隻另一金融商品,其價值取決於該標的資產的高低。區分為遠期期貨契約、期貨、選擇權及交換契約等幾種。

賣方向。除了蝶式以外，另外還有跨式部位、鷹式部位、勒式部位等等，以上還只是選擇權類型之衍生性金融商品。另外，比較有名的像是在金融海嘯前炙手可熱的信用違約交換就是最典型的例子了，信用違約交換簡單而生動地來說就是銀行家們將大小債務打包裝進精美禮盒中，然後銀行再花錢請信用評等公司替代上架的禮盒綁上漂亮的蝴蝶結，以便賣給廣大的投資大眾。因此金融創新產生了新商品，所以運用資金就更加方便了，只需要一通電話或是敲幾下鍵盤在幾秒之內就能完成幾次的資金移轉。綜上所述，我們不難看出金融衍生性商品的原理與操作可以說是具有某總程度的「進入障礙」的，欲操做這些衍生性金融商品，因此也正好說明了當時金融海嘯下，為什麼有那麼多只是買基金或儲蓄型保險作為儲蓄或是長期投資的大眾，在一夜之間、什麼都不知情下眼睜睜看著一生的儲蓄變成泡影了。由以上的論述，可以知悉金融創新的腳步相當快，而且這些新知識大部分是被壟斷的，因此投資獲利大多是這些在高階金融圈子的族群。

這些伴隨著熱錢而造成的衝擊均無法在短期內獲得解決，因此，熱錢最終帶走了投資利益，留下了經濟發展速度不穩定、物價異常波動等等相關問題。而各國家證券市場所受衝擊的程度以及造成如此現象的因素便是本研究欲探索與著墨的部分了。

第二章 文獻探討

探討資本主義下的資金流動有著相當多的研究與實證，在這裡筆者以秘魯裔社會學家 Hernando De Soto 對於的資本累積的運作機制作為研究的起始，釐清熱錢作為各地資本的集合，如何為標的經濟體帶來劇烈衝擊。接著藉由 Braudel 鐘罩的概念對於國際資金流的形成進行概念上的定位，再從 Castells 對於金融管制的觀點得到啟蒙，並推展到各國家因為市值規模大小不一，受熱錢這些國際資金流的衝擊程度因此有所不同，正式進入本研究問題意識，進行深度的探討。

第一節、資本為什麼有力量

「資本」可以提高生產力，可以創造國家財富，是資本主義的生命線，但在相對後進之國家，例如正在發展中的新興市場國家，其人民就算熱烈參與所有與資本主義經濟特徵相關的活動，他們都不可能為自己創造出額外的資本，其原因是他們在資本主義的體系裡不久，在法制、人民習慣都尚未發展成熟，因此造成這樣結果的原因將著眼於外部的整個大環境、社會制度結構層面的影響因素。

引用 Hernando De Soto 在「資本的秘密」對於「資本的力量」之觀點，書中提及第三世界國家與前共產主義國家之所以沒辦法如成熟國家的當今的發展程度，De Soto 提供的解釋：這些國家沒有「使資產在所有權文件中得到表述的過程」，因此他們就算有資產，也只是 De Soto 所謂的「僵化的資本(dead capital)」，僵化資本指的是資本缺乏資本原本應有的「潛能」。在 De Soto 的認知裡「資本＝物質的存在＋潛在的力量」。首先，資本不等於貨幣，資本是資產的物質存在（例如家畜或是房屋）再加上它們可以創造出剩餘價值的潛能。至於

資產的潛能，De Soto 利用了一些生動的譬喻來說明和解釋：

資產像高山上的湖泊，除了水本身的物質存在以外，還包含了因為位在高處而具有的位能，可以藉由湖水從高往下流產生能量，由靜止時的位能轉換成動態的動能，而水的下流可以帶動渦輪旋轉，使渦輪帶動電磁石，將動能轉換成電能，以供應人們日常生活用電。這是水力發電的基本能量轉換概念，其中值得注意的是，湖水本身除了水資源的存在外，還存在著其他潛在的力量。

而在這些前共產主義國家等開發中國家，人民有房屋，但沒有所得憑證；他們有產出，但沒有契約；他們有企業，但沒有法人地位。這些因素導致他們無法透過所有權文件來表述他們的資產，因而就沒辦法從資產中提取出額外的資本了。但在資本主義制度下的經濟體，資產(例如是一棟房子)可以作為貸款的抵押物，而貸到的錢可以用來開辦企業，繼續創造更多的額外資本。資產也可以用來發行有價證券或是公司債，以得到更多的資本，更方便得到更多的利潤以積累財富。這裡提供一個可怕的數字做為參考：關於開發中國家與前共產國家的那些「僵化的資本」，這些國家的僵化資本為數高達 9.3 兆美元(De Soto:2001)，這也就是指「沒有把物質資產轉化成資本的數額」。

由此可以推知，資本的存在也是有一種潛在的價值的，而這價值是超過貨幣所附帶的價值的。筆者認為這個概念可以用來說明在全球的資本主義體制下的金融體系。這些持有巨額資本的投機者，可利用遊走資本主義世界長年的經驗，運用各種提高槓桿比例的方式以小搏大，把手中強大資本的力量放大並發揮得淋漓盡致，他們手中豐厚的資本來創造更多剩餘價值的過程，是資本的力量在作用。本研究著手於探討國際資金流(capital flow)對各經濟體造成的影響及其程度，進行評估與分析。

在相對微觀的層面，對創造資本的阻礙：Fernand Braudel的「鐘罩」的說法：「鐘罩」把資本主義變成了一個私人俱樂部，只對少數有特權的人開放，而且十億的人想進來而進不來被拒絕在鐘罩外的狀況下，他們因而一直處於相對弱勢的處境，然而這些處於相對弱勢的人們因為生活在鐘罩之外，他們可能因為身邊的人都被隔絕在外，過個同等的生活，因此不知道自己處於這個社會的相對弱勢的位置，甚至不知道資本主義體制下存在有一個將他們隔離在外的鐘罩結構。在弱勢者不知情之下，此鐘罩的運作將更為容易。另外，這裡有一個批判觀點的看法：在鐘罩內的那些相對優勢的既得利益者，他們的資產綜合在一起，可以透過互換形成合作的網絡，並且受到所有權制度的保護。而且，幾乎只有他們可以請得起律師或是可以透過收買、遊說等方式來打通官僚主義的中間連繫人，繼續壟斷整個鐘罩的運作，也鞏固了他們一直是處於鐘罩內的地位。而這種鞏固在鐘罩內的運作方式就是熱錢的代理變項－避險基金³之募集方式的運作類型，關於這一部份的論述在第三節將有詳細的說明。

第二節、金融管制與市場的交互作用

國家投入於經濟的長期發展，產業升級是必要條件，而產業要升級就要國內個別企業的獲利能力就要相對地提高，累積資本以擴張生產規模和增加盈餘收益，所以企業想要增加利潤就有拓展新市場的需求。在全球網絡中，欲達到市場與市場之間有效的連結，其中資本要有極高的流動能力，而公司要有良善的資訊通訊能力（Manuel Castells：1998）。而且對於一家營運順利的企業，資本周轉的速度加快也是關鍵的要素之一。至於如何加速資本的移動能力，Castells 提供了以下途徑－市場管制之解除(deregulation)。這裡有一個關於市場管制與干預的

³ 關於避險基金的特色與募集資金的方法，在下節即有說明與分析。

例證，可以支持他的論述：在日本平成泡沫經濟（1992年八月）後，政府的政策方針：日本政府先以「10.8兆日圓之綜合經濟刺激」，日本政府的第二步是「以資金注入股市的護盤政策」，但在此經驗後，對沖基金或稱避險基金(hedge fund)為了躲日本主管機關的監視，改變了操作手法。他們將融券轉換成操作股價指數的方式，使得資本(也就是熱錢)的流動性更好了。(保田圭司：1999) 這些積極的投機性資金找尋短期的套利空間來卡位，對全球資本市場、金融市場造成極大的衝擊。

此外，一個台灣市場管制解除的例子，在2003年十月初的時候取消了QFII⁴(Qualified Foreign Institutional Investors)對於外資的資金流動的數量管制，由同年台灣境外專業投資機構淨匯入152.28億美元，而且其中有一百多億美元都是在第三季也就是在2003年十月台灣取消了QFII合格境外法人匯進台灣的額度限制之後，外資因此大量湧進，這顯示了國際資金流入與流出與當地政府對於金融管制有著顯著的關係。而關於中國對於外資的管制，中國對於外資的管制如同早期台灣的管制一樣，對於外資他們以QFII來約束。他們明定外資要進入中國一定要通過審核機構核准才能以固定額度的資金匯入中國，而且要匯出中國也要通過層層的考核，也因此像是旺旺食品在中國設廠有了盈餘之後並不會把公司的保留盈餘匯回台灣，一方面是考量到匯出中國的手續十分繁複也不一定成功通過考核，一方面是因為若未來旺旺企業在中國要擴廠或是再投資，有資金需求時要匯錢到中國又有只能匯一定額度的限制。

值得注意的是，已發展的成熟國家的政府對於整個金融體系的規範會比較自由，因為這些國家早在很久以前就熟悉了資本主義這套邏輯的運作機制。但是相

⁴它是一國在貨幣沒有實現完全可自由兌換、資本項目尚未開放的情況下，有限度地開放資本市場、引進外資的一項過渡性的制度。原每一外國專業投資機構投資國內證券最高金額六十億美元，在2003年10月2日宣佈放寬外資投資台股限制，取消投資上限，但仍須以專業投資機構來台投資，並且申報證期會審查。

對地，新興市場國家他們才剛在資本主義的運作機制下起步，政府會因為怕整個金融市場的波動太大，所以會利用許多法令來規範防止市場失控。當市場過冷、股價過低或過高的時候，多數新興國家政府會採取公開市場操作等護盤的手段來讓整個股市不要太難看，怕國內的企業會受到傷害，但以基金經理人的立場，他們仍然希望政府不要干預市場機制，因為政府干預會讓他們對於整個市場的預期產生偏誤。因此這也就是新興市場國家相對於成熟國家而言，波動性較大的原因之一了。雖然說新興的後進國家相對於成熟國家政府更常介入市場，以政府的力量改變市場原有的走勢，但是這種政府干預市場的作法並不是後進國家的專利。就拿當今美國央行所實施的量化寬鬆政策（QE1 & QE2）就是一個適合的例子，美國央行印了很多鈔票購買美國的長期公債，在國內自己印鈔票來買自己發行的債券，在一買一賣之下憑空創造了許多資金。這就是成熟國家政府公開操作的例子，故政府干預市場的操作不僅侷限於新興市場國家，而是取決於該經濟體當時的狀況，但還是得再次強調的是：成熟國家在資本主義下運作時間較長，對於政府政策的相關經驗也較多，故成熟國家的政府干預市場的政策更有可能比後進國家的政策較為細緻，簡而言之就是成熟國家政府政策對於該國的市場所造成之額外的波動會比後進國家政府政策來得小。

第三節、論規模的水池效果

至於為什麼發展中國家的政府對於外資要有那麼多的規定，主要的原因是鑑於國家市場規模大小。成熟國家的股市市值很大，例如美國的 14.045 兆美元的規模，日本也有 3.453 兆美元的規模，而新興國家中，股市市值最高的就是中國了，中國的股市市值是 5.711 兆美元、南韓的 9290 億美元以及台灣的 6360 億美元，相對於巴西的 5400 億美元、泰國的 2430 億美元與印尼的 640 億美元，我們不難發現這之中規模的差距很大。規模大小對於受外資的影響有很大的關聯，若

我們把成熟國家的股市比喻成標準游泳池，那麼新興市場國家的股市可能就只是一瓢子的水，如果同樣丟入一顆拳頭大的石子，在游泳池裡產生的漣漪一定會比在水瓢所產生的漣漪小，簡單來說，規模大的市場例如美國，在美國股市是沒有一個機構投資人可以影響整個市場的走勢，但是在規模相對小很多的新興市場，卻會產生很大的衝擊，這樣的現象筆者稱做水池效果。水池效果將一經濟體看作大大小小的容器，像是水瓢、浴缸、池塘、游泳池等，而這些水容器裡裝了水。將遊走於國際間的資金喻為是一顆顆拳頭大的石頭投入個水容器內，這水容器水面升高的程度會有所不同，而水面產生波紋的大小也會不同。水池效果主要描述這些國際資金的流動對於各經濟體造成影響之程度的差異。為了分析上的方便，將石頭也就是國際資金的規模設為控制變因，以清楚觀察操作變因—經濟體的規模與產生的漣漪、波動現象之關係。

再者，筆者發現熱錢這個主題在文獻回顧的部分，以財務、經濟領域居多，但大都是著重於熱錢的規模估計(尹宇明、陶海波(2005)，謝春凌(2009)，任海觀(2009))、或是熱錢對於當地金融體系的波動性研究(黎友煥、龔成威、郭文美(2010)、李翀(2009) 趙永祥(2010))，以及利用財務模型分析熱錢進入新興國家市場後是投資在哪些資產部門(蔣頌華(2010))等。如下表所示：

表 1、相關論文彙整

篇名/作者/年份	主題	觀點
《熱錢規模及其影響》，尹宇明、陶海波(2005)	規模估計	利用直接法計算資本外逃的規模。 熱錢會引起國內資產價格泡沫化、匯率波動

<p>《淺析流入我國境內的國際熱錢規模的估算方法》，謝春凌(2009)</p>	<p>規模估計</p>	<p>熱錢造成證券價格上漲、樓房價格上漲。從各種熱錢進入管道進行規模估計。</p>
<p>《金融危機背景下熱錢流入我國的規模測算與趨勢分析》，任海觀(2009)</p>	<p>規模估計 與熱錢造成金融市場波動</p>	<p>1990年代以來每次的金融危機都跟熱錢的流進流出有關。認為人民幣單向預期升值加上境內A股保持牛市、管制放寬是吸引外資進入的原因。</p>
<p>《熱錢流入中國動因的實證分析》，蔣頌華(2010)</p>	<p>熱錢流入 動因分析</p>	<p>熱錢在歷次金融危機皆扮演重要角色甚至是導火線，使用ARMA模型分析外資流入動因：套利-套匯-套價之實證分析，發現套利與套匯是主要的原因，而在股市房市的套價交易則不顯著。</p>
<p>《境外熱錢對中國金融體系的影響及對策》，黎友煥、龔成威、郭文美(2010)</p>	<p>熱錢造成金融體系的波動。</p>	<p>國際熱錢造成金融市場的波動，增大中國對貨幣政策的實施成本。從利率、匯率、儲蓄面向進行改革以防控熱錢的侵襲。</p>
<p>《我國境內的熱錢問題研究》，李翀(2009)</p>	<p>熱錢造成金融體系的波動。</p>	<p>熱錢投資在股市和房市，推動匯率上升，造成資本泡沫化。主張政府應該防止熱錢再進入，並讓以在國內的熱錢難以逃出，以避免波動。</p>
<p>《熱錢對中國金融市場發展影響之探討》，趙永祥(2010)</p>	<p>熱錢造成資本泡沫化與市場波動。</p>	<p>國際熱錢會造成資本的泡沫化，而國際資金流進流出引起流動性過剩或短缺，都將造成整個市場的波動。認為熱錢進入中國在於人民幣升值、美金</p>

		貶值的預期。
《國際熱錢與國際資產價格波動》，韓立岩、謝飛、楊捷(2010)	對沖基金規模與資產價格的關係。	以對沖基金作為熱錢的代理變項。發現對沖基金規模(即熱錢規模)與資產價格不具有長期的因果關係，短期因果關係卻是顯著的，原因在於熱錢的運作模式是短期的獲利邏輯。
《外資交易行為對台灣股市之影響》，黃于珍(1999)	外資買賣行為產生的資訊效果與不定性效果	外資買(賣)超對當期股市報酬率具有正(負)向的資訊效果。 由 GARCH-M 的實證發現，外資買超賣超對台股具有不穩定效果，尤其在 1997 東南亞金融風暴之後更為顯著。

資料來源：筆者整理自各期刊、論文

從表 1 的整理中，可以發現這些研究主要是以量化的方式對於股市、房市及當國貨幣的匯差等資產部門進行分析技術面的研究問題，過度專注於資本與技術性的問題，而忽略了外資的社會本質，鮮少從「外資為何要看中這個國家這個資產，究竟吸引外資禿鷹的那股『血腥味』即『吸引外資投入的拉力』的來源是什麼」的角度進行深度的省思，以及「一樣規模的熱錢進入美、日等成熟國家抑或是匯入新興市場國家對當地造成的影響有什麼差異？為什麼這些新興市場國家受到外資傷害程度會不一樣，而造成這些傷害程度差異的指標又是什麼呢？」本研究企圖以 1997 年亞洲金融危機各國的失血程度之差異作為探究的基礎，再一般化到近年來外資投資新興市場所造成傷害程度的差異，進行指標性的探索與並修正既有對於熱錢的偏見與了解。

第四節、熱錢的正面與負面作用

不只在財務、經濟領域，在物理學、社會科學等所有科學的學術研究中，往往少不了特定的對於環境或其他條件做的假設，在整份研究的開頭，都有「假設其他條件不變（*ceteris paribus*或*other thing being equal*）」作為前提。對於熱錢的研究也不例外，由於不存在對於各國的熱錢規模、數量等資訊進行估測的直接數據或指標，因此一些學者如韓立岩、謝飛、楊捷等（2010）將對沖基金（*hedge fund*，又稱為避險基金）作為衡量國際熱錢的規模之代理變量，避險基金是一種相對其他基金來得神秘的基金種類，避險基金的招募對象往往都是握有巨大規模資金的機構投資人，例如全球級的富豪、各國皇室、中東產油國等多是熱錢的提供者，與我們一般熟知的共同基金、傘型基金⁵不大一樣，避險基金可運用放空投資標的、使用槓桿及買賣衍生性金融商品等非傳統技術及工具來規避風險增加收益。再者，避險基金沒有公開的績效甚至是沒有所謂的公開說明書，對於投資標的資訊揭露也是相當有限，正因為如此，這樣隔了一層規避監理的神秘面紗，此基金類型完全符合特定投資人追求的需求。此外，對沖基金經理人的利潤採「分成」方式刺激了經理人的操作效益（因為減少了代理成本）。以上兩個性質：投資的隱密性與基金經理人的操作效益。這也就是第一節中Braudel的鐘罩概念，只有這些握有巨大規模資金的機構投資人才能進入避險基金這個小圈子，一般大眾是被隔在高獲利投資機會的圈子外的。

有了對於避險基金的基本認識之後，本研究主軸將引導到這些避險基金做為國際流資，對於整個世界各經濟體的影響。然而文獻與報導中，我們發現這些國

⁵ 並不是新型態的基金，而是在一個總基金名稱下，由具有不同投資策略、標的、風險的子基金所組合成的集合，由於各個子基金的管理是獨立的，因此系統風險較低。

際資金投資新興市場所造成的結果，存在有兩種背道而馳的理論。

其一，外資對於當地股市具有正向的影響：認為外資能穩定標的資產所在的證券等資產的市場(Clark 與 Berkol1997)股市風險因為外資的投入而分散掉了，除此之外，外資也活絡了當地的股市，因為成交量變大後，使得標的商品的流動性較佳，證券資產的買賣轉手較為容易，也為當地政府賺得了不少的證券交易的稅收，此外也創造了不少商機與工作機會，如券商、期貨商、經紀商賺取的手續費、管理佣金等。

其二，有些學者則認為外資是造成標的所在股市波動的元兇。Stiglitz 與 Joseph(1998)就將 1997 年的亞洲金融風暴歸因於這些「投機性的資金流 (speculative capital flow)」，原因就是當地大規模的國際資金大舉買進或賣空當地貨幣或資產，在大規模買進下產生資產泡沫化，或是大舉拋售造成的貨幣、資產貶值，外資會使當地股市波動劇烈甚至像 1997 的亞洲金融風暴中泰國的整個經濟體崩潰。

此外，Kent (2007) 指出對沖基金的資產規模佔整個金融市場的 2%但由於對沖基金使用的槓桿比率高，再加上交易十分地頻繁，因此佔大多數市場 30%~50%的交易額。Stulz 發現對沖基金比其他共同基金更頻繁地調整投資組合，而且採用收益與市場風險呈非線性關係的策略，再加上對沖基金以小搏大的高槓桿比率，使它與資本市場、貨幣、債券、衍生性商品等金融市場都具備了強烈的衝擊力。這也就是熱錢之所以會對整個全球資本市場和大宗物資價格造成巨大衝擊的原因了。

韓立岩、謝飛、楊捷等 (2010) 研究發現，證券市場反映了資本市場與實體

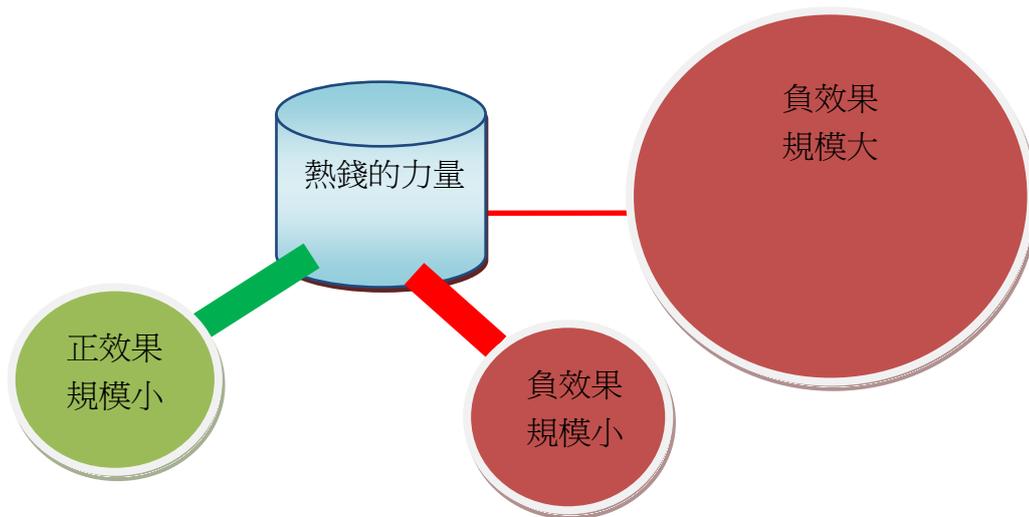
經濟，對沖基金規模資金的規模與基金投資組合中的資產價格呈正相關，主要是因為對沖基金引導大量資金進入，在需求大增下，資產的價格會提高，導致全球大宗物資與其他資產價格暴漲，形成資產泡沫，以及全球結構性的物價上漲；反之，若投資者將資金贖回，或是槓桿資金來源受到法規等的限制，造成對沖基金規模變小，將導致基金縮水，投資標的的資產價格下降，引發 Khndani & Lo (2007/8) 所說的惡性循環：股價下跌→基金縮水→股價再度下跌的現象。

第三章、研究方法與步驟

本研究主要是以「文獻比較分析」和「個案分析」為主，以個案訪談為輔。首先，本論文收集的資料主要以台灣證券市場的境外投資機構、新興市場國家的外資活動等相關期刊論文、官方檔案（如行政院金融管理委員會證期局、台灣證券交易所、中央銀行和證券暨期貨發展基金會等出版的相關數據與資料）、書籍與相關的報章雜誌之報導為主，以事件分析法(event study)探討某一事件發生時，所引起外資的投資行為的影響，分別對於各階段重要事件按照年代的推移，本研究著眼於 1997 亞洲金融風暴的歷史進程，將相關數據與資訊做時間序列上的歸納整理與比較，進而導出研究結論。

其次，對於相關理論文獻觀點進行建構，主要以「熱錢對標的所在經濟體所造成是正或負面影響」與「各經濟體受熱錢影響的程度不同之原因」作為問題發問的訪談主線。藉由這些金融結構內具專業知識的人士(insider)的觀察訪談，原則上以筆記與錄音做為輔助工具，並在訪談之後將錄音轉換為文字檔案，以便運用來幫助資料詮釋以便研究者的邏輯推演，以進行與既有理論的對話。

下頁為研究概念圖：



上圖線段表示該經濟體受熱錢影響之強弱，而圓型大小為市場規模。其中線段越粗表是影響程度越高，線段越細表是受影響程度越低。

由上圖可以清楚看出本研究的結構，筆者從熱錢為什麼有力量著手，進而探討此力量會對各經濟體造成正面或是負面的影響，然後釐清造成影響程度高低的主要變數是什麼。

第四章 研究結果分析

第一節、熱錢的負面效果

基於管制，目前在臺灣大部分的基金都只採取多頭的資產部位投資，但鑑於市場的流動性與金融市場的多樣性與金融管制做了妥協，只有一檔開放買多賣空的基金：1996年成立的Man AHL Diversified PLC（台灣譯為曼氏AHL避險基金），以它歷年的報酬率作為測量避險基金報酬率的指標：

表 2 Man AHL Diversified PLC 成立以來基金績效

年度	重大事件	當年度年化報酬率 ⁶
1997年	亞洲金融風暴、香港回歸 泰銖大貶	23.5%
1998年	俄羅斯金融危機、美國長期資本危機	41.1%
1999年	歐元上市	6.5%
2000年	美國網路科技泡沫化	19.9%
2001年	911 美國恐怖攻擊事件	19.7%
2002年	-	11.4%
2003年	SARS 風暴	22.3%
2004年	美國總統大選	5.1%
2005年	-	16.8%
2006年	-	6.4%
2007年	信用泡沫危機（次貸）	19.6%
2008年	次級房貸席捲全世界	33.2%

⁶年化報酬率(Annualized Return)為該基金過去的歷史績效的幾何平均值，提供基金投資人對於該基金績效之參考值。

2009 年	-	-16.9% (唯一一次年度負報酬)
2010 年	-	14.8%

資料來源：筆者整理(2011)，其中年化報酬率源自於 Man AHL Diversified PLC 公開說明書。

由上表的整理，顯著指出每當全球經濟體發生了重大事件，尤其是像金融危機、政局不穩之類的負面的事件發生時，曼氏 AHL 避險基金的報酬率走勢都會不跌反漲，而在清平之時反而表現平平甚至衰退。這樣的績效表現可以推論：在這些負面發生之時，市場上的資產價格（例如股票價格、貨幣匯率）大部分都會下跌，拿 1997 年亞洲金融風暴下的作為例子最為明顯，在 1997 年 7 月到 12 月這段時間內，印尼盾對美元貶了 61.1%，馬來西亞林吉特對美元也貶了 41.5%。而在股市上也有很嚴重的傷害，例如泰國股市重挫了 70%（劉憶如、何佳，1999），這些數據說明了允許買空賣空的避險基金對於危機發生時的各種資產價格下滑有著加乘的效果。綜上所述，熱錢對於危機發生時的經濟體會投以類似「落井下石」的操作方式進行獲利，進而對於當地市場造成嚴重的衝擊。

第二節、熱錢的正面效果

承第一節，財物學領域 Clark 與 Berko(1997)對於國際資金的另一個觀點，認為游資有助於穩定經濟體，筆者認為這主要是來自資金規模的概念，由於外資投入了當地市場，加大了當地證券市場交易量與總市值，也就是當地的市場規模，在水瓢擴展成水塘的同時，受到外界投進石子的影響程度因而變小了，因此這又回到水池效果（此即筆者提供的「規模論」之觀點）所提供的實際應證了。

然而熱錢對於當地市場有穩定效果的這種論調是有瑕疵的，重要概念在對於效果的分析期間之長短，倘若分析時間相對是短的，Clark 與 Berko 的觀點是能夠被接受的，但若是我們將分析時間拉長，Clark 與 Berko 所說的這種正效果就可能是存在瑕疵的。以下是受訪人 f 對於此觀點的見解：

短期來看，熱錢的湧入確實會推動股價上漲，讓所有有投資的股民都賺到錢，但中長期來看，這就像是「一夜情」式的爽快所帶來的並不是幸福的生活，反而是一生的惡夢。金融海嘯的中國股市就說明了這個道哩，從 6124 跌到 1664 點，讓所有人失去的不只是金錢，甚至是生命。（受訪人 f）

綜上所述，這種正面效果只侷限於短期的分析，其原因以台股為例，學術界眼中的台股在熱錢的洗禮下，大都是「短多長空」的評價，「短多」是指熱錢投入台股初期，市場上因為需求加大大舉買進的背景下，買壓促進證券資產價格上漲，交易量也因此而大幅增加。交易量規模加大也隱含了證券資產的流動性大增，因此替市場上廣大投資人規避了某程度的流動性風險，宏觀角度來看，不僅活絡了台灣股市的交易，也給上市募集資金的公司獲得了更多的資金，使業務能順利運作極拓展，進而促進各產業的發展。然而，長期而言，在整個投資環境與標的資產的狀況不變的假設下，熱錢對於台灣股市的影響是看空的，原因在於資金匯入必有匯出的一天，外資外逃產生賣壓，進而造成資產價格下跌。大舉買進台股造成股價上漲，短期內到處無不是牛市的繁榮景象，然而在國際資金找到更好獲利空間時便會售出持有之證券資產，轉向其它的投資標的。歷史上有太多經驗是持有鉅額資金的外資法人在相對低點時分次買入，而這買入帶動當地投資人（通常指追隨公開資訊的散戶）的跟進。然而，在追求獲利的驅動下，即便是長線的投資，外資有買進當然有賣出，因此他們會在相對高點時賣出，因為規模相當大，資金的逃離造成台股波動劇烈甚至大幅暴跌，這便是受訪人 f 所說的「好也只好一下子的一夜情效應」了。

第三節、個案分析

從台灣與韓國看股市規模與受熱錢衝擊之關係

上一章提到的水池效果提供了一個簡單的概念：我們可以將熱錢也就是這些在流動於國際間的資金流視為投進游泳池或水瓢的石頭，那麼要探究水面波動大小、時間長短等，假設投入的國際資金規模固定，則重點就在於裝水的容器容量有多大了。但鑑於整個研究的可行性，研究前得先控制住其他的變項，才能鎖定關注的自變項與結果的依變項的交互關係。本研究認為經濟體受熱錢影響的程度與其市場規模有直接的關係，又因為股票市場的規模可以利用個股股價與發行股數的乘積計算出此經濟體的總市值，此總市值便可視為該經濟體的規模。

表 3 2000 年 1 月世界主要證券市場比較

交易名稱	上市家數	上市市值	市值/GDP (%)	期終指數	成交量
紐約 New York	2592 (1999.12)	11441 (1999.12)	120.69(1998.12)	10940.53	18831(1999.10)
東京 Tokyo	1932 (1999.12)	4455 (1999.12)	64.74(1998.12)	19539.70	14501(1999.11)
巴黎 Paris	1144 (1999.12)	1503 (1999.12)	69.19(1998.12)	3650.78	—
德國 Germany	9017 (1999.12)	1432 (1999.12)	51.29(1998.12)	6835.60	—
香港 Hong Kong	701 (1999.12)	608 (1999.12)	206.61(1998.12)	15532.34	190063(1999.12)
台灣	464 (2000. 1)	456 (2000. 1)	140.52(2000. 1)	9744.89	88483(2000. 1)

Taiwan					
南韓 S.Korea	712 (1999.12)	306 (1999.12)	35.67(1998.12)	943.88	6003(1999.12)
泰國 Thailand	392 (1999.12)	57 (1999.12)	30.90(1998.12)	477.57	5110(1999.10)
吉隆坡 Kuala Lumpur	752 (1999.12)	140 (1999.12)	134.21(1998.12)	922.10	3760(1999. 9)

(註:括弧內數字表是公元年、月)

資料來源：筆者整理自台灣證券交易所國際股市月報

表 4 東亞十國股價高低點比較表

	股價指數最高點		股價指數最低點			1999年5 月17日 指數
	日期	指數	日期	指數	跌幅	
馬來西亞	97.02.26	1271	98.09.01	263	79%	763
泰國	97.01.24	849	98.09.04	207	76%	468
菲律賓	97.02.03	3448	98.09.11	1082	69%	2454
南韓	99.05.10	814	98.06.16	280	66%	718
印尼	97.07.09	738	98.09.21	256	65%	591
新加坡	97.02.17	2130	98.09.04	805	62%	1880
香港	97.08.07	16673	98.08.13	6660	60%	12588
台灣	97.08.26	10117	99.02.05	5475	46%	7599
中國	97.05.12	1569	97.01.13	914	42%	1132

日本	97.06.16	20681	98.10.09	12880	38%	16421
----	----------	-------	----------	-------	-----	-------

資料來源：筆者整理自 Bloomberg 與台灣證券交易所國際股市年報

(1997 年 1 月 1 日~1999 年 5 月 17 日)

由表 5 與表 6 可以提供我們一個實證上的結論，以南韓與台灣在股市的表現為例，說明了上一個章節所提及的一個概念。以表 5 是 2000 年各國股市總市值，比較台灣與南韓的總市值也就是股市規模，在 2000 年 1 月的台股總市值是 456 相較於南韓在 1999 年 12 月的 306 是足足多大了 1.49 倍。同其他自然、社會科學研究的先決條件，先排除掉各國內部的生變數，在假設其他條件不便的前提下，值得注意的是，將表 5 的股市規模對應表 6 中兩國的股價指數的跌幅，南韓的股價指數在風暴中跌幅高達 66%，而台灣股價指數跌幅為 46%，較南韓的跌幅較小。由亞洲金融危機的實證經驗可以導出一個結論：一國經濟體的規模大小與受到外在因素（指區域連動性的金融危機）的衝擊呈負相關。股市規模越大，股價指數受到波及的程度越小。

進行分析之前，先排除各國國內各自的因素，由於 1997 年的亞洲金融風暴開端來自於外資對於各國資產、貨幣的買進與拋售，如印尼在 1998 年投資資金大幅萎縮，六月時官方紀錄的投資案僅有 180 件，總計是 30.9 兆印尼盾，而相較於 1997 年同期的 75.4 兆印尼盾而言，印尼的投資銳減了一半之多，而且利用 GDP 扣除國內投資與其他項目的方法估計出印尼在這一年間減少的投資額度近百分之八十都是境外投資機構的資金逃出，這也就是我們所謂的國際游資，就是俗稱的熱錢。有了這個現象的釐清，可以進行進一步的推廣：一個國家、經濟體的規模越小，受到外資影響的程度便會越大，如印尼在 1997 至 1998 年間的經驗，印尼之所以會在金融風暴中股價指數有那麼大的跌幅，原因在於印尼的股市總市值相當的小(排在上述前十大之外)，因此對於熱錢的侵襲才会有如此大的反應。

第五章 結論與檢討

本研究從資本力量的來源作為研究的基礎，本研究旨在探討熱錢作為流通於國際間的資金，究竟對投資標的所在市場是存在著正面的影響或負面影響以及造成影響強弱的主要原因。筆者以 1997 年亞洲金融風暴作為個案實證研究的切入點，藉由歷史經驗來釐清國際資金流對於東亞十國所造成的衝擊。在這些國家中，受熱錢衝擊的強度在股價指數的表現上是顯著有差異的。研究結果指出，熱錢對於經濟體不只會造成當地資產價格波動、泡沫化；同時也可能具有加速助長當地經濟蓬勃發展的效果，然而這種有助於加速其成長的效果，僅侷限於短期的分析期間。此外，熱錢對於各個國家的股市影響程度與當地證券市場的總市值有關，與一般所認為的金融管制之程度關係較小。此結論打破以往對於熱錢的看法。

有了現階段的結論，筆者認為對於金融管制的法規之訂定，可以在進行更進一步的認識與分析各國政府當局對於金融市場開放程度的看法與其施政方針，並且可以從成熟國家與發展中國家這兩種角度，探討在資本主義體系下這兩類國家對於金融管制政策的差異與其內涵的原因。

附錄

訪談時間：9/30/2011

訪談者：周彥伶(以下簡稱研究者)

受訪者：受訪人（以下簡稱 W）

W：新興市場會有一些資金管制嘛，比如說中國她就你要申請 QFII，QFII 就是 Qualified Foreign Institutional Investors，就是合格的境外機構投資人，很多國家都有這種制度啦，台灣其實也有，到現在都還有。只是台灣現在的審核是很輕、很不嚴...，就沒有什麼管制，他就是你要申請，但是只要申請都會過，你申請以後他會給你許可，你可以匯進來做投資，那以前早期台灣的就是你要申請就是比較不容易的，喔那現在中國就像以前台灣一樣、二三十年前的台灣一樣，中國現在她很嚴格地限制外資要把錢匯到中國大陸，那她就是透過這個叫做 QFII 這種管制，喔比如說喔通常她對這些 QFII 就是你一些國外的機構投資人，如果你是個人不行喔！不能以個人名義怎麼樣的，比如說像我們 Manulife 我們的亞洲區域總部這個這個 legal entity 這個公司，他就有去申請，那他就得到兩億美金的額度

研究者：這樣算多還是少？

W：喔他每一次都給兩億美金，過去以來，他一次就是給你兩億美金，這是標準的 quota 標準的額度，他就是給你兩億美金的額度之後，我們就可以匯到中國境內，買中國的 A 股，或是買任何中國境內的債券

研究者：A 股和 B 股到底有什麼差別啊，看到基金名稱很多都附註 A 股 B 股？

W：A 股就是只給境內投資人買阿，B 股就是可以給境外的投資人買，但是 A 股

就是流動性、流動比較好的市場，所以大家比較想要買 A 股，所以她就是透過 QFII 的方式管制外國人買 A 股，就是拿到這個額度你才可以在這個兩億美金的範圍裡面你去買中國境內的投資，不然的話現在很多國外的投資人像台灣的基金公司他只能在香港買 H 股

研究者：H 股是什麼？

W：嗯.....H 股就是在香港掛牌跟中國....的中國企業，有些公司不是只有在境內掛牌，到香港掛牌，這樣海外的籌資比較那個...就是...所以大家就是可以透過境外的方式投資他，但是你真的要投資到中國你就是要要有這種額度，那很多國家也都是這樣限制，像印度、像巴西，像巴西還有課這個稅嘛，就是你會進去呀，一百塊進去他就先給你扣兩塊，匯率的稅，所以新興市場國家通常是會有這種資本管制，或者是有些國家你會進去，你要匯出來是很麻煩的，你要匯出來要限定你是什麼用途或是你怎麼樣的情況下才能讓你匯出去，基本上就是這些管制，那為什麼要有這些管制方式就是...因為這些新興市場的經濟體他比較不成熟，它的經濟規模也比較不大，所以他很容易受到國際資金大筆移動，有一些...造成金融市場的波動很大，那...所以他才會有這些管制，成熟的國家他為什麼不需要，因為他反正他什麼東西都是很自由吼，所以他整個市場已經對這種波動的機制已經很能夠承受了，而且比如說美國規模那麼大，基本上沒有任何一個基金投資人，也就是單一投資人能夠影響這個市場的走勢，那小的市場不一樣，比如說有些股是他的規模很小，可能只有台幣幾兆的規模，所以那對一些外國大的投資人來講，可能會去影響到一個市場的波動度會很大，所以這些新興市場國家在發展過程中都會採取這樣一個方式的管制，但是隨著他的自己本身的經濟成長的成熟度越來越好，像台灣就會自己慢慢好，他就會把這類管制慢慢放鬆，但是台灣也不是說都沒有管制，他還是有一些限制，比如說去年就有一些限制說：錢進來不能買台灣

的「債」(大聲)

研究者：爲什麼？

W：因爲台灣的債收益率是很低的，買債並不是真的要買債，你只是要賺匯差，台幣升值你要馬上跑掉，所以即使像台灣也還有很多這種的管制，所以說新興市場普遍存在.....所以你說這兩類國家受到外資侵入、抽離之後的影響程度之不同，你的研究不是一種很量化的研究，所以你也不會呈現一種很怎麼樣的數值阿，因爲你這些問題其實都不大容易有數據的數據的...不大容易有數據，就是一些文字性的描述？

研究者：對阿，所以我得找一些數據，作爲文字論述外的佐證。

W：可是因爲這些問題很...你你...你這些問題其實都是一些很 general 的問題，它不是一個說...比如說我自己念金融，像你這些問題我們可能是...像你這個問題我們的做法...第六題可能就可以是一個論文題目了，它就是要蒐集新興市場的國家比如說五十個或五個，他過去幾年的每個月的的外資淨匯入、淨匯出那跟他股價、債市的關聯性，以讀金融的人來講這樣就是一個題目啦，第七題也是一個論文，第九題也是一個論文

研究者：太廣泛了

W：對！你是廣泛但是因爲你不是財金你本來...你你就不是要做數量化的研究嘛

研究者：是，我是要做質化研究，只是我發現這個議題，大陸的學者很多人都有

做研究，他們都是拿對沖基金當作熱錢的代理變項，然後跑迴歸，然後再講他有沒有關係這樣，全部都不是用質化研究的，然後我就在想這樣有沒有辦法做出度同層面的結果...因為社會學...

W：你你是大學部嘛？

研究者：大四

W：大學部為什麼要寫論文？

研究者：我們學校就要寫啊，老師蠻不同意的，他說沒意義啊什麼～
（兩人大笑）

W：那比如說這個第六題，我回答道你要的嗎？要知道你的需求是什麼

研究者：嗯～我想要知道說外資投入之後對於...哦...可能有回答到吧

W：對，因為你的問題很 general，所以我沒辦法...對，假設你問我說97年金融風暴亞洲金融風暴的外資對東南亞市場的影響，那就是 specific 那也許我就可以找人幫你找一些資料針對這個東西，那因為你的問題不是一個像這樣某一個 case 的問題，所以你得到的答案會像我這樣

研究者：喔可能我今天訪談回家之後會發現其他更細的問題，然後到時候再麻煩您，然後我現在想從第一題開始問可以嗎？

W：可以啊

研究者：嗯，新興市場跟一般市場有沒有什麼差別，就是在於法規上或是立法嚴格度上有沒有什麼差別，進而導致基金經理人對於基金的決策有影響

W：有！你做新興市場的人喔，會比較重視一些你在已開發市場可能沒那麼重視的東西、不大需要重視、擔心的東西，比如說政治風險，新興市場的政局絕大多數都比較有變化，不像美國歐洲那樣上軌道，政治風險大概不大需要考慮到，第一個，新興市場大概會考慮到政治面的風險，第二個大概是政策的風險，就是說比如說印度前幾年也曾經暫停外資匯出，因為她不要讓外資在那邊跑來跑去，那妳覺得有沒有風險，錢在印度就有流動性風險啊，投在印度的錢就拿不回來吼，他們新興市場一定會多了很多管制，用不成熟的市場政府管越多，這是金融市場不變的原理，即使在台灣，現在政府也管了滿多他不需要管的東西，但是因為這些新的國家在金融市場剛開放的時候他都會...政府他都會站在一個怕損及國家利益啊或者怕損及這些個別投資人的權益的這種角度做了很多各個方面的限制。第三個比如說新興市場這些國家的公司的財報的嚴謹度也是比較差的，所以當經理人當在做這些國家的公司的時候他就必須要多花時間去分析，因為有一些財報是造假的，有些是做一些 **window dressing** 讓財報比較好看這樣等等等，加上那些國家訊息也比較不充足，你要得到他們真正的營運狀況啊之類的變化也沒有項投資美國或台灣那麼容易，你隨時都可以知道公司有什麼變化，其他的新興市場你不在當地本來就比較難掌握這些資訊。另外像是你說經理人投資這兩類國家會不會有什麼差別是不是...你也要考慮他的財政狀況啊匯率風險，新興市場的匯率也比較有可能有比較大的波動，那對於投資真正回來的報酬可能就沒有那麼好，假設以買了巴西的什麼賺了 10%但匯率又貶了 8%那你實際上拿回了 2%的 return，差不多這個意思。

研究者：好～謝謝

W：喔我跟你講！我也覺得我可能沒辦法全部答完，我先回答，時間差不多的時候我會請我們同事，你可以重頭到尾再問他一次，就是你前面問過我的問題還想在知道多一點，可以再問他一次沒關係

研究者：然後我要問投資在新興市場的那些基金，因為我有看一些網路上的簡式公開說明書，裡面都沒有寫他實際上買什麼還是說本來就不會寫？

W：你是說標的嗎？因為投資組合每天都會變啊，他不可能靜態的寫在那裏，比如說台灣的基金，台灣的基金有規定說，你每三個月每一季啊季底隔...比如說四月十五號之前要把三月底號所有的明細公布在網站上，七月十五號之前要把六月底所有的持股公布，每一季要公告一次，但因為它不會把他公布在公開說明書上面，因為公開說明書主要是要招募基金的資料，那你說...我想你在問的是他們會投資一些什麼東西對不對？

研究者：對！

W：這個東西是沒辦法這樣回答你的，因為每一個基金他本來就有不同的主題或不同的市場或不同的標的，所以他每個不一樣的基金本來又有不一樣的...比如說有個基金叫什麼新興市場原物料基金，那他投的就是原物料，因為他自己的訴求就是那樣，那如果是新興市場裡面民生消費基金，比如說什麼永豐新興市場民生消費基金，那他就一定是買消費...民生消費類別，所以你這個問題不大能夠這樣子問，但是我想要知道你這樣子問你的目的是什麼？

研究者：我的目的是想要知道說，如果你跟我說是房地產，那我會聯想到外資炒房，會不會造成房市過熱、哄抬房價之類的問題

W：喔...嗯我覺得他不是這樣子的...資金不是這樣子的流，資金比如說假設說到巴西，因為巴西本身就是原物料的行業，我可以這樣子跟你講，外資到巴西一定會一大部分都是投原物料的行業，那我問你，外資大部分來台灣都是投什麼行業？他一定投科技業啊！因為台灣就是科技業最有名阿

研究者：所以外資是找波動很大的嗎？

W：不是！他就是找一些有競爭力的行業和公司阿，他會尋找有成長潛力的標的，所以每一個國家他想要投的東西也會不一樣，比如說我跟你講，他在台灣假如就投電子股，那他去印尼他會不會投科技股？印尼根本沒有什麼科技公司阿，他一定投資原物料、橡膠啊、糧食啊。所以說他的...所以你這個問題不能夠這樣問，這樣問沒有答案，應該講外資他在新興市場，他就是會尋找相對有競爭力產業公司，你說他會不會買房地產？我跟你說，很少有外資到國外買房地產，尤其是新興市場，不大可能的

研究者：蛤？是喔

W：因為第一個房地產本身的限制就比較多，流動性比較差，不是說你今天想賣，像股票那樣黑板上那個價位我要賣就馬上賣掉，明天前就拿到，房地產不好賣，而且它的風險是比較高的，流動性風險很高。所以呢國際資金只有呢幾乎只有在那些非常國際化的城市才對，比如說香港那些商業用的房子，他比較好賣，而且流動性也很高、租金收益也很高，我到現在目前為止又我的印象，我沒有看到任

何一個新興市場的國家的房地產是被外資所.....像你講的炒起來的，因為大部分的新興市場的房市的管制是比股票來的多的，所以都不大可能，新興市場的房價上升幾乎都是本土的有錢人在買賣的投資工具。

研究者：謝謝，然後我要問的是像印度跟巴西那些排出中國的新興市場政府有沒有像台灣一樣的護盤政策？

W：嗯.....新興市場政府大都是會干預市場，所以說你可以說絕大部分都有，對！

研究者：那有的話是不是對外資的進出是比較好的？就如果比較低的話，政府護盤把它買下來，就比較高，然後外資就可以逃出？

W：這個我也不會跟你講是或不是，這個...你要了解市場基本上是市場機制決定的，所以說即便是政府護盤對於市場的影響都是比較短暫的，而且效果很有限的，你看台灣，靠政府護盤有效果嗎？有的話你看台灣股市也不會跟全球股市脫勾，並不會大家都在跌，因為台灣有護盤就沒有跟著跌，這也不可能，可能只有一天的效果，所以我不認為政府的護盤對於當地市場會有很大的效果，這是第一點。那第二點是這個影響你說對國外資金是好是壞，我覺得也沒有一定，阿你從你剛剛的論點是政府買可以讓外資賣，這個效果是第一個這個效果是很有限的吼，台灣的股票市場現在有大約十九兆的市值，那外資持有大概 32%大概就是六兆多，六兆多的股票要賣誰能讓他跌？這沒有人能夠阻擋的，那一般的國際性資金通常都希望是自由度高的，不希望看到政府有太多的干擾，假設我是一個外資，今天就是大跌然後你說我想要賣，政府來護盤，然後股票比較沒有那麼跌，那我賣的價格就比較...可能多個 0.5%有可能！但就那麼一天，但是第二天，我還是一直賣，政府還是擋不住的，沒有什麼太大幫助，長期來講，我會希望政府不要干預

市場嗎？是的，因為股票金融市場就是要他反映經濟的真實狀況，你政府來干預會讓我本來正確的判斷結果市場的反應不是那樣，我也不願意見到那樣，所以說這個回答你問題的本身，第一個這個問題本身是不大的。第二個，這個有小小好也有小小的壞。

研究者：好謝謝。那就是你剛剛提到新興市場的風險會比一般市場還要高，就是流動性風險或是政治風險，那它的風險會不會來自於他的經濟正在成長？因為經濟成長會有波動

W：經濟成長對於市場是有幫助的阿，所以你不能說...

研究者：但是他成長的速度可能不一樣啊，就是說你會不會預期說他會不會以某速度成長，但他卻沒有如你預期在成長或是突然衰退？

W：嗯。問題是它在其他任何國家都存在啊，你在美國你也可能預計他復甦結果他衰退，對，所以他沒有...這樣的差別，只能說新興市場國家對於市場的掌握度沒有那麼的好，比如說美國的聯邦準備局、財政部對於資本主義這套東西已經非常了解了，在美國已經 run 了一百多年了，他知道該怎麼樣做政策上的調整，他知道什麼時候該調一下怎麼樣，也不是說每次都對，但他犯錯的機率比較少，但像新興市場國家對於這個比較沒有那麼熟悉，他可能步伐踩錯了，那會讓她整個經濟研究者期的循環，因為政府的任務啊，當然政府整個貨幣政策、財政政策的目的是降低這個波動，當他過熱的時候你想辦法打他整個壓下來，當他過差的時候你想辦法把他整個提升，政策的目標就是這個樣子，那新興市場的國家有可能就是比較沒有那麼那個，包括可能合約可以用的工具沒那麼多或者他這個管理的經驗沒那麼成熟、或著他受外在的影響比較大所以他有可能在還不應該要踩煞車

的時候他就先踩煞車，造成衰退的可能，或是以至於他其實還不需要擔心經濟衰退時，他就很急於要把經濟推上去就造成通貨膨脹、就造成其他經濟過熱的問題產生，所以新興市場比較有這樣政策面的風險

研究者：謝謝，那股票型基金和債券型基金就是他們兩個的比較可以跟我說一下嗎？

W：股票型基金就是投資股票啊

研究者：對阿，我的意思是他們有沒有哪個績效比較好，或是哪個波動比較大？
（兩人大笑）

W：股票市場的波動性當然比較大啊，那.....

研究者：因為我有讀過一些公開說明書上面的線圖，新興市場的都是畫往下的耶，我不知道為什麼

W：往下的？你說淨值啲？

研究者：對

W：為什麼？最近阿？

研究者：我也不知道耶，但就是淨值大都是負的

W：你有沒有學過統計？所以你知道波動性跟報酬跟波動這些東西你知道嘛？

研究者：知道！

W：你這題是數據性的啦，是有些數據可以提供給你啦，就是股票基金比如說過去十年的一些數據有些指數，因為它有些指數、新興市場股票指數、新興市場債券指數那這個指數假設抓過去十年他可以抓他的 return、年化報酬率、每年的波動性，這個你可以找我們的 James 來幫忙妳，基金經理人，你跟他要、你請他幫你找這個數據沒問題

研究者：謝謝

W：因為這個股票的東西是很 **stuff word** 因為股票的波動性比債券大這是一定的，那報酬率來講，理論上投資學就是高的波動性就是報酬率比較高嘛，才值得去承擔這個波動性，但實際上，過去十年來講過去十年股票是一個向下的啦，因為十年有經過一個 2001 年的資訊泡沫、然後有九一一然後又有 2008 年，所以股票會有機率都是負報酬，那債券都是正報酬，所以債券變成是...如果你用過去十年來看，債券變成是低波動性而且高報酬

研究者：那那種高收益債券那個基金的名稱是代表買希臘那種嗎？不然為什麼叫做高收益債券？

W：嗯....高收益是一種投資名稱，就是債券的名稱它有分等級，如果評等公司...

研究者：就是不是投資等級？

W：對！就是不是投資等級，就是三個 B 以下的就叫做高收益，他不一定是代表…
就是妳的 rating、妳的債券的等級是在三個 B 以下的就叫做高收益債…

研究者：那所以說如果他是基金的話，它的標的是在投資等級以下他的基金名稱
就叫高收益債券基金？

W：對！

研究者：那如果說是成熟國家的債券型基金和新興市場國家的債券型基金他們倆
個有沒有什麼比較顯著的差別？績效上或者是…

W：這一樣是兩個資產的比較就是，喔…新興市場就是報酬率比較高、波動性比
較大，同樣是這種東西有些指數可以說明

研究者：嗯，那就是剛才講的那兩種基金他們…外資投入或者匯出對於他們會不
會有不一樣的影響？就是說…這是我的猜測會不會對於歐美那些國家他們恢復
得比較快，然後新興市場他們恢復得比較慢，會這樣嗎？

W：妳再說一次妳的問題

研究者：喔好，歐美那些國家的債券型基金跟那些新興市場的債券型基金他們倆
個就是…會不會在外資進入、出來的過程中，至於恢復的時間，會不會是成熟國
家比較快，然後新興市場國家恢復得比較慢然後波動性也比較大這樣？

W：嗯…對阿！是啊！那其實妳這問題最主要的原因是新興市場的經濟規模比較

小，妳今天一個比較小的水池，跟一個大湖，同樣丟一個時候當然是小水池的漣漪比較明顯啊，這只是這樣的差別而已，通常我們講外資喔，通常不會說外資對成熟市場...因為我們講外資就是講來自於成熟國家的資金，他們就是從美國出來然後再回去，市場不好他就回去，他就市場上有什麼風吹草動不利了，它就會賣掉亞洲的資產、賣掉拉丁美洲的資產，賣掉然後換成美元，買美國的公債，或者是買美國的債券或是美國的股票，那如果真的是狀況差的時候他就會把錢拿回去買美國的公債，這就是為什麼妳從七八月到目前看到美元一直在升值的原因，因為他們把國外的資產都賣掉換成美元，所以美元就升值了，然後他們的美國公債也漲得很兇，因為他們大都回去，因為他們覺得外面的風險比較高，他只是做一個風險的趨避啦！因為妳講外資其實就是美元嘛，因為不可能對美國市場的影響就是我剛剛跟你講的

研究者：所以說外資根本沒有投資在已發展國家的市場囉，幾乎沒有？

W：沒有沒有！不能這樣講，美國的資產當然大多數都投資在美國阿，但是他就是他投資在美國就是投資在美國阿，它就是沒有所謂的進進出出的問題啊，它就是存在在美國的股市、在美國的債市，在美國房地產，這些東西都在美國，當然這些東西在美國比較不好的時候喔當新興市場比較好的時候呢，他們這些錢呢就會有一些往外移，尋求比較高的報酬，那如果覺得外面不大好呢，治安不好啦就會趕快回來，他們就是這樣子的，絕大部分的資產都是在國內，我只是跟妳說，這樣的東西就不能叫外資嘛，它就是在國內的東西。

研究者：那可不可以幫我解釋一下，新興亞洲、新興拉美和新興歐洲這三個地區在投資環境或是法令上或是制度上有沒有什麼差別？是不是外資比較喜歡新興亞洲？因為它有匯率和利率的雙重優勢？

W：基本上現在的環境就是說，如果說國際型的資金在這三種地區的選擇，為什麼會喜歡亞洲多一點，其實說他的原因滿多的喔，第一個，一來全球的經濟成長的動力妳覺得在哪裡？

研究者：中國嗎？

W：中國、印度、印尼嘛，或者說有一些巴西，你會發現印度、阿亞洲是這個區域是以比較高的成長的 **potential**，所以就基本上亞洲是有較好的，拉丁美洲跟美國的經濟關聯性比較高，東歐跟歐盟的經濟關聯性也比較高，那新興亞洲跟中國的關聯性比較高，中國、歐盟跟美國毫無疑問，十年大家都認為中國是比較高成長，所以新興亞洲跟中國關聯性高，毫無疑問就是大家會認為你比較可能高成長，這是第一點。第二點，這是亞洲這些國家呢，在九七年經過金融風暴之後，政府的財政和制度有很好的改革、改善，我手上沒有數字吼，如果你需要數字再跟我們同事在討論，就是比如說政府舉債的比例，亞洲在這三類國家類的比例是最低的。另外，外匯存底是最高的，所以國家的基本面，如果你把國家當作一個公司來看，這三個公司它的資產負債表也是亞洲國家最好，所以她的成長性也會最好，所以她就是在一個這樣子的條件下，那另外亞洲妳看在 08 年的金融海嘯之後這三個市場上的速度就是亞洲，亞洲最快...2009 年整個工業的產出啊已經超過 07 年高峰的 125%不只恢復，還超過原先 25%，拉丁美洲剛回到金融風暴前的高峰，東歐始終沒有回來，歐盟跟美國還差很遠，所以上一次的復甦亞洲是帶動的，現在的狀況還是一樣，假設這次的下來，還是一樣是亞洲來帶動，所以這個是對整個市場基本面的看法，倒不是說是所謂匯率利率...像你說利率，像巴西的利率比亞洲國家都高啊，並不是說...並沒有所謂的...利率或匯率的因素，那匯率來講，當然也是反映一個國家的財政的健全度、和它的對外貿易和他的成長的幅度，所以這個匯率大家會看好，那你知道匯率跟利率其實是要反向的嘛？妳應

該知道嘛？應該投資學就是說妳利率高，理論上妳匯率就要貶值。

研究者：嗯，所以這也是數據可以實證的？

W：嗯～你也許可以看看這些國家的外在比率啊，市場對它的經濟成長率的預估，然後你說這些市場的債券型基金的差異...另外一個差異就是行業別的差異啦

研究者：就是你剛才說的，會投資在每個國家比較優勢的產業類別？

W：對，拉丁美洲的公司就一定是 material 的公司比較多

研究者：所以說剛才說的那些利率和匯率的優勢就是不是那麼…重要的？

W：不是那麼的……嗯……匯率是一個重要的因素啦，就是說但是我跟你講喔，不管你講匯率還是講利率，它的根源就是那些因素，因為這些國家要有好的經濟成長和有好的貿易盈餘它的匯率才會支撐，才有辦法支撐他的匯率是往上的，所以它的關鍵並不是他是不是具有匯率和利率的優勢，因為匯率和利率的狀況其實是一個…結果，並不是一個…並不是因為它覺得你的利率是一個怎麼樣所以我才要投資在你這個區域，因為一般來講，在高成長的環境下，利率是會比較高的，因為政策上是要抗、控制通膨的嘛。

研究者：突然覺得問題好龐雜喔！

W：你的問題是比較比較…廣一點喔，你可能還是要想想看你這些，妳回到你剛剛跟我講的，妳的研究是要看國際資金的流動嘛對新興市場國家的…金融市場的影響嗎？

研究者：對，那可能會延伸到大眾物資物價或是其他社會面的東西

W：那因為這種東西，妳沒有做實證的話，其實只有很理論的東西而已啊，因為外資匯入你會造成你的匯率升值，升值就有助於降低通貨膨脹，會有助於減少輸入型通貨膨脹，那但是你可能又因為國內的資金過剩，造成對物價有推升的作用，所以關鍵是在於國家的政策而已，比如說你匯率利率要採取什麼政策，比如說今年以來，新興市場國家都是採取、上半年都是採取讓...升息，因為基本上對通貨膨脹的疑慮是很大的，升息然後又升值，雙管齊下。那在現在大家覺得上半年或明年上半年景氣沒有那麼好時，大家就開始不升息了，那匯率也因為資金的流動，最近美元漲嘛，其他貨幣就貶嘛，所以會有這樣子的變化在裡面，但是這都是理論上是這樣的，那實際上反映，其實金融市場也就是這樣而已了...就變成說你比較難在具體上有什麼數據上面來提出一些佐證。那我覺得你可以跟我們經理人談一下喔，你可以就妳跟我談過的東西再深入問他，如果你覺得...你也可以就你的這樣子的主題看看他有沒有什麼建議阿整個架構啊？看看有什麼需要數據的東西你可以，我想他如果拿得到的話我想應該可以幫你啦

研究者：喔謝謝！

W：好不好～好謝謝妳

研究者：謝謝～（兩人笑）

W：找不到工作！（大笑）那你我再帶你到這邊，我們基金經理人....JXXXX～

研究者：謝謝！（劈哩啪啦（走到會客室的途中的噪音））

訪談時間：9/30/2011

訪談者：周彥伶(以下簡稱研究者)

受訪者：受訪人 J (以下簡稱 J)

J：欸妳好！我叫 JXXXX！

研究者：我有錄音喔

J：喔好可以錄音

研究者：我發現我的問題有點廣泛，可能到時候整理好，如果你有數據的話可不可以請你幫忙提供我？比如說新興市場和一般市場有什麼異同？還有他們債券型基金的績效有沒有什麼顯著的差異？

J：你所謂的異同是指說？

研究者：像是立法上或是法規的嚴謹度…

J：這是一定會有的阿，像是你想一下，像是就整個金融體系，就是金融歷史的發展都是歐美走在最前面啊，那其實在新興市場尤其是管理這塊，其實新興國家都是大部分都是在 follow 那個先進國家的，所以像是一些法規的制定都是就是看過去歐美過去發生過什麼問題，那這些法規基本上就是根據那些問題去進行修正的，那其實新興國家的法規就是 follow 這些新興國家的法規，但是他可能去針對當地的需要可能再去一點點修改，但他的法規基本上是落後這些先進國家的法規的，尤其是監理的法規，所以就法規的制度上一定會有一些不一樣的地方，當然

你如果是在比較新興市場和那些所謂成熟的歐美國家來講的話，對啊他一定有不
一樣的地方。

研究者：嗯，我的論文題目大概是在探討外資在新興市場國家流動對於這些國家
所造成的衝擊，像是影響到金融市場的波動性和他們的民生社會面的東西，喔不
好意思忘了說，我是輔大社會系的學生

J：喔我知道，AXXXXX 有跟我說過，因為妳這樣問題是很廣泛的，你說這些全
球的熱錢也好，這種這種 capital flow 也好，如果進來這種新興市場國家裏面對
他們民生、或是說當地經濟也好，這種影響一定是有的阿，但是你要看你想要探
討的層面是哪裡，就金融市場來講，他一定會造成他比較大的波動，像是今天，
那種新興國家那種資本管制越鬆散的國家它的波動性一定會比較大的，對阿，但
是你說對阿你要比較新興市場和成熟市場國家對於人民的生活上有什麼影響的
話，那可能又是對於不同的角度去看這種全球的 capital flow 的問題啊，所以說
對於…

等於說....我是覺得...

研究者：就是比較難有什麼證據來佐證這個論點對不對？

J：對！不容易有資料，當然如果說是它對於金融市場的波動來講的話，你可以
我們可以抓歷史的資料來佐證說，欸可能過去可能 1980、1990 的時候這些新興
市場或是跟這些新興市場比較相關的 commodity 它可能的波動沒那麼大，那可
能最近比較接近現在可能 2000 年以後新興市場的那個這個經濟....簡單來講假設
股票好了，那個能 2000 年之後這些股票的波動性可能就比較大，就變大了，那
是不是我們就可以認為說這個是不是因為對於這種全球資本開放的程度越來越

高，當然也就造成它金融市場的波動越來越大。是可以有一些資料去佐證，但是你影響一整個國家的...假設你是拿一整個股票市場來看或是以哪一個國家的金融市場穩定性來講的話有很多很多不同的原因啊，舉例你看台灣就是過去這段時間台灣的股市對外資是逐漸得開放的，那你要說外資進來之後台股的波動有沒那你要說外資進來之後台股的波動有沒加大？阿當然你如果看過去的資料妳不見得可以得到這樣子的推論，因為在更久以前，可能民國七零八零年代那時候整個台灣的股票市值比較小，所以說基本上 local 的 flow 就可以讓整個市場波動很大，那之後可能市值越來越擴張之後，再加上外資進來之後那它的波動或許搞不好更小，但事實上...但這個並不是因為...並不是因為嗯那種資本進出而造成的，而是它本身的結構性的問題啊

研究者：是因為市值變大了，所以沒有任何一個單一的投資者可以影響整個股市？

J：對！就是說...對阿~就是說當你整個股票的市值變大的時候要人為操控就比較不容易，單一的...或是說受資金的影響就不會那麼明顯啊，要回去看那些數字啦，但我的意思是說當你看到那些數字，發現說欸越靠近現在市場的波動性越大但這個結果不一定代表是因為資本結構的改變、就是說對外資的開放而造成的波動，就是說他不一定有這樣的因果關係。

研究者：因為太多原因了，沒辦法直接推論說是開放外資的原因？

J：對對對對對對對!你沒有辦法直接推論出這個，但是如果你就我們看到的情況來看的話，對於這個熱錢來講，他一定是會造成這個整個金融市場的波動的、波動幅度更大。

研究者：那因為我之前有看過幾個基金的公開說明書，它上面就是只有淨值和一些線圖之類的，發現近期新興市場的債券基金的淨值大都是往下的，為什麼呢？我不懂的是股票型基金與債券型基金這兩種都投資在新興市場上，這兩種資產他們有沒有什麼顯著的差異？

J：喔這就要從你股票跟債券本身它的...因為基本上這是兩個不同本質的金融商品啊，對阿那就它的 **nature** 來講的話股票它的波動性一定會比較大，你如果有興趣你可以去那個 **yahoo**，**yahoo** 不曉得有沒有啦，不然你可以去美國的 **yahoo** 裡面會有一些股票的波動跟債券的波動。

研究者：各個國家的嗎？

J：不見得是各個國家的，但是就這兩個投資工具而言它的本質上來講就是股票的波動一定是比債券來得大，因為你從它的 **nature** 來看股票的話是那個，你等於是一個公司的股東嘛，那你等於是一個公司的股權持有人，那就債券來講的話，你是債權的持有人，那你如果一個公司倒閉的話....

研究者：有優先權對不對？

J：對對對對對！債權持有人的優先權一定是比股東股權持有人啊，所以說就本質上來看的話，債券的波動一定是股票來得低啦。

研究者：那有沒有哪個績效比較好的差別？

J：嗯....沒有所謂績效！嘖！當然你要說績效好或不好你...應該這麼說啦，你股票的風險比較高，所以當景氣比較好的時候它就會有比較好的績效，但景氣差的

時候它的績效就會比較差，相對的。所以說它沒有說哪一個績效好哪一個績效差，就是說以債券來講的話就是相對波動性比較低，簡單來說，我不知道你有沒有看過這種東西就是人家在講說阿法跟貝塔，就是說股票來講的話就是貝塔比較高

研究者：就是說市場每變動一單位它變動多少單位的意思啊？

J：對對對對對！他的 volatility 就會比較大，所以說當景氣好它就會 up perform 當景氣差就會 under perform

研究者：那就是剛才問得這個問題有沒有辦法有什麼數據...其實我做的是質化研究，

我現在也不知道要怎麼...剛才跟投資長聊完，覺得問題太龐雜了，對阿整個研究有點散掉了(笑)

研究者：可能只要抓住一個點不要那麼大

J：對阿當然簡單的是你要做論文來講，比較簡單的就是做量化啊，對！你做質化你很少東西可以去做，但是你還是可以找到一些量化的東西來佐證你的質化的東西，例如說你剛剛講的那個股票還是債券的波動性哪一個比較大，當然我們可以去抓過去股票的指數和債券指數來做比較，其實你如果把那個線圖拿出來看就很明顯，債券一定是比股票來得低的，就債券來講的話你還要看債券的屬性是屬於什麼，如果你是政府公債的話基本上你抓出來的走勢就是跟股票相反，就是當股票不好的時候公債就會好，因為這兩個是相對的，一個是高風險一個是低風險甚至是無風險的，所以當你在高風險的地方你覺得你要逃離的時候，就是人家講的 fly to equity，你要逃離股市錢就會轉入債市，但是限於公債或是投資等級的債，

那還有一些像是...基本上你可以把債券分成三類啦，一個就是政府公債嘛，一個就是投資等級債，那一個就是非投資等級債，那非投資等級債就是人家講的高收益啦，以前人家講的垃圾債券，那你如果是拿高收益債跟股票比的話就是跟股票走勢是一致的，但就是它的波動就是比較小的。

研究者：那它的 return 呢？

J：當然 return 不會是一樣的阿

研究者：高收益的（債）比較低嗎？

J：因為你很明顯，你看到它往上的時候，股票的斜率會比較高，那高收益債的斜率比較低，那如果往下的時候相反阿.....喔!!!!沒有相反啊一樣啦(笑)你股票負斜率會比較大，那高收益債的負斜率會比較低啦，對！所以你如果畫一條線出來的話，基本上你會看到的是說....(此時他正在畫圖)股票可能是這樣子....然後高收益債可能是這樣子，但是你看到的可能是這樣子...這種他下來的時候可能都是一點點...這是因為這個東西本身的特性使然，對阿那你如果，當然這是跟高收益債比，就像我剛剛講的如果跟公債比呢，它就會相反，如果股票往上的話它（公債）就會往下，股票往下公債就往上，懂嗎？

研究者：嗯！那我還想要再問一個，這個！

J：你說這個嗎？成熟國家債券型基金跟新興市場債券型基金的差別....嗯~

研究者：喔我想要問的是在外資投入者兩種國家之後，對於這兩種國家所造成的

影響上有沒有什麼顯著的差異，比如說成熟型國家它的恢復速度比較快之類的。

J：嗯～這個問題～這個問題的 point 是在說在成熟國家裡面債券的波動度會比較小，那在新興市場的債券型基金的波動會比較大是這樣嗎？

研究者：嗯～我也不知道耶，但我想要問的是簡單的來說，熱錢投入這兩種國家，對於這個國家的影響有沒有什麼差別這樣？

J：你說影響是對哪方面的影響？

研究者：比如說對金融市場的影響或是對大宗物資的影響...

J：嗯～先這樣說好了啦，歐美國家的債券市場跟新興國家的債券市場的差別，先不講債券型基金，差別就是在所謂的市場規模，那歐美國家的債券市場規模是相當大的，相對來講，新興市場國家的基金市場規模相對很小，舉個例子來講好了，目前來講美國是全球債券市場規模最大的，全部的新興市場國家的債券市場規模加起來都還不到它的一半，對！從這個角度去想，它就像是一個很大的池子，你同樣一杯水倒進去它可能不會有影響，但在新興市場倒同樣一杯水進去，它可能水位上下的那個變化很大，對阿一樣那這些熱錢進到這些成熟國家的債券市場的話，基本上對它的影響很小，並不會造成太大的影響

研究者：還是說美國的資金在美國投資根本就不算熱錢對不對？根本又沒這個問題是嗎？

J：嗯～其實也不能這樣講，因為當然我們講的是同樣一個 capital flow 它會在

一個同樣的全球的市場裡面去流竄，像你看最近其實...如果你有稍微注意那些報章雜誌或是新聞來講就是這些錢現在就是全流回美國

研究者：所以美元升值了

J：對！所以美元升值！那美國公債的價格一直往上升嘛，對就是因為大家覺得歐洲的問題還有很多...所以說大家對於風險的偏好就降低了，所以所有的錢就回美國去了，有的人是說避險啦，也就是說現在就是市場動盪的時候它就都回美國去了，那你說這些錢回去會不會造成美國市場的影響？也是會啊，因為你看美國公債現在漲幅很大阿都是受到這些錢的影響，但是美國受到這些錢的影響程度絕對是不會像新興市場的國家大，因為妳看新興市場國家的股市最近的跌幅你就知道了，你看美國從美股去年的...就是說從今年以來他的跌幅不超過七八個%，但是你看台股已經跌了二十幾個%了，從今年年初到現在已經跌了二十幾個%了，所以還是回歸到之前的問題啦，就是說你這些熱錢到這些國家造成的影響造成的波動嘛，當然歐美的市場規模比較大，所以說基本上這些熱錢對它的影響就會比較低，那你剛剛又講說跟 commodity 的影響，還是一樣啦，就是說這些熱錢就是哪裡有它可以賺錢它就會跑過去，那這段時間就是很多熱錢一直一直往所謂的 commodity 去跑，對阿就變成說 commodity 的價格就一直往上走得很高，那如果熱錢離開，離開還是會跌阿，很正常啊你看最近黃金的價格阿，對阿對阿，從高點一千九百塊一盎司，到現在一千六百塊一盎司，在一個月之內，大概只有兩三個禮拜而已

研究者：從八月底那個時候？

J：對差不多，對阿這種就是熱錢對於全球商品的影響，對阿就是這些熱錢到處

在市場中流竄

研究者：所以說可以把論文題目縮小到熱錢對於全球商品、金融商品的影響啦哈哈哈哈哈

J：哈哈哈哈哈這個你可能還要跟妳老闆討論一下啦！因為這種東西...我想你會定這個題目應該也是有跟他討論過的，那你要把範圍縮小到單純只討論熱錢來講的話，那可能就跟你們一開始的設定就不太一樣了，對阿對阿對阿

研究者：我本來是以為到時候會推倒出來的結論是說...那個架構是先找出熱錢流動的動因什麼，再來就是一些歷史的證據，就比如說 2001 年的時候怎麼樣然後造成怎麼樣，然後最後加入這些訪談的內容，做一些編碼整理，最後就可以推導出結論和建議，原本是想要這樣的結論本來想說是熱錢對於那些新興市場國家他們物價會波動...之類的結果寫下來...

J：對你如果只是單純要討論熱錢對於新興國家的物價、通貨膨脹來講的話，那最簡單最快的就是熱錢對於全球的那個 commodity 全球商品還有油價的影響，那些商品阿就是類似黃豆啊大豆啊有的沒有的這些

研究者：那那些東西有沒有辦法找到直接的數據？

J：有阿那些東西是有辦法找到直接的數據的，對對對對阿，但是就這樣來講，對於一個國家來講，通貨膨脹來講最基本的就是供給跟需求嘛，那當然如果你這個國家，假設全球就只有你一個國家，當然你的產出如果過低需求過高自然就會有通貨膨脹的問題，那當然現在全球有很多個國家嘛，那就會牽扯到很多的外匯、

國際商品的原物料的問題，那因為你可能會需要進口一些原物料，對！來你的國內做生產啊，所以就會再牽涉到一些原物料的問題，那基本上對於原物料來講的話，當然你新興市場原物料價格漲了對於通貨膨脹都是會有壓力阿，但是每個國家對於原物料的需求會不一樣，所以通貨膨脹的壓力會不一樣。那另外還有另一個通貨膨脹造成的原因是薪水造成的。

研究者：薪水？

J：對！wage inflation 阿，你今天你的薪水提高了你就會想要多消費，對那當然這就會回到供給與需求，通常這種薪水的提高也會造成通貨膨脹。

研究者：因為可支配所得變多了，原本可以用十元買到的東西現在變成要用更多的錢來買，因為其他的人錢也變多了，就會有點像競標的狀況是不是？

J：這是一個原因，那另外一個原因是當你的可支配所得增加了，那你可能之前的需求沒有被完全滿足，但是現在所得增加了你就可以去增加你的消費，很簡單，最簡單的例子是看中國最近，他們的物價指數一直在往上走，基本上這變成是它們國家很擔心的問題，對阿其實它一個很大的 inflation 驅動的來源就是因為她今年的工資漲很多，其實你看報紙，像是富士康就是調薪十幾二十個%這樣子阿，對阿那基本上就是受到工資調高的影響，那今天我可能本來一個月都賺兩百塊的人民幣，我可能三餐都在家裡吃，或許說每兩個禮拜才會煮一次有肉的...

研究者：阿好可憐阿...

J：喔沒有啦！舉例啦當然不是這樣子啦！對阿！（兩人大笑）

J：對阿當然你說我的所得從一個月兩百塊變到五百塊了，那可能我就變成一個禮拜就可以吃一次肉了，所以說肉的價格就會往上竄高阿，這種 wage inflation 在新興市場或者說比較落後的國家會很明顯，對因為你通常在計算 inflation 的指標裡面，那個 index 裡面的話一些民生物資占的權重都會比較大，像是衣服阿然後那個一些蔬菜水果阿或者一些食品阿，占的權數都會比較大，所以說一些基本需求還沒有被滿足的時候，你國內的新資一提高基本上會造成你的物價上漲，但是你一旦是發展到一定的程度之後，這種的薪資提高就不會造成讓你的物價上漲得那麼快，因為你本身的需求就已經被滿足了，對阿。

研究者：謝謝...那我剛才跟 W 談到關於新興亞洲國家的利率和匯率的優勢，我不大懂為什麼我看到的一些商品的說明或是簡述都說新興亞洲國家有雙率的優勢？但為什麼剛才 W 跟我說他覺得匯率有，可是利率可能還好，因為例如巴西的利率就比新興亞洲的還高阿...就是這部分...

J：嗯～應該這樣講喔就是說，利率跟匯率來講的話，基本上利率就是你借錢的成本對不對？那匯率就是這個國家的貨幣跟其他國家作交換的價值啊，那你.....

研究者：或者是問說新興亞洲的優勢是什麼呢？是政治風險相對低嗎？

J：應該是這樣講，匯率跟利率的優勢，你所謂的優勢是指？你所謂的優勢使哪一方面的優勢？

研究者：就是利率高阿，利率高比較方便套利阿

J：喔利率高不見得代表優勢喔，利率高背後隱含的是這個國家的通貨膨脹比較

大，基本上利率是反映你這個錢未來的 value 嘛，假設說你今天的利率低於你的通貨膨脹率的話妳就是實質負利率阿，那你持有台幣來講，持有的時間越長對你來講是越不利的阿，對阿假設你今天去銀行存定存只有 1.1 個%，但是通貨膨脹是每年 1.3 個%阿，對阿每一年台幣對你來講它的價值就是減少 0.2 個%阿，對阿，所以所謂利率跟匯率的優勢應該說是高利率不代表他有什麼優勢阿，那匯率來講的話，你所謂的優勢應該是指說過去這段時間新興市場這些國家的貨幣都是一直在升值，基本上匯率的升值或貶值跟他的長期的國家的基本面比較有關係，一個很簡單的問題就是說嗯今天為什麼二十塊的台幣為什麼可以跟人家換一瓶飲料，人家為什麼願意跟你換，對同樣的道理，今天對於外國人來講，它如果沒有要在台灣消費的話，新台幣對他來講只是一張廢紙而已，他不會需要新台幣呀，今天對於一個美國人來講他全部的生活起居都是在美國，他所有的消費都是用美金計價的那他為什麼要來持有台幣？

研究者：因為有一天可以賣掉阿。

J：對！假設今天都不管匯率的升貶來講的話，都沒有預期它會升值還是貶值，那他為什麼要持有台幣？他就沒有理由要持有台幣了嘛，所以說他會持有台幣就是表示他看好台幣會升值嘛，同樣的你今天持有這個台幣，對外國人來講，他來持有台幣其實它每年都是虧損的，如果只管匯率跟商品還講的話，它每年都是虧損的，因為台幣的利率跟不上每年的物價膨脹的速度嘛，那今天因為台灣的通貨膨脹率是很低的，所以對於這個狀況你要很長的一段時間才感覺得出來，但今天如果妳像之前辛巴威的例子，今天如果你是外國人的話你會想要去持有辛巴威的貨幣嗎？

研究者：他們是不是某一天政府突然把貨幣上好幾個零槓掉？

J：對！他們是原本他們因為通膨太嚴重了，原本兩千塊的面額的紙幣他爲了... 因爲國家一直印錢阿，因爲通貨膨脹一直可能是 50%，你今年可能是要買一台車一百塊，今年沒買明年變一百五十塊，這種就是你一個國家財政失去控制的時候你是一直印鈔票，那對於辛巴威來講，印鈔票不用本錢阿，他只是去買那個紙來印就好了阿

研究者：那可是不用提存款準備嗎？

J：不用不用～不需要阿，就像台灣政府他要印鈔票就一直印鈔票阿，它如果不考慮什麼財政紀律的話他就是一直印鈔票阿，就是把紙買一買就一直印阿，問題是它的人民也不是笨蛋阿，我是賣東西的人我也不是笨蛋阿，今天鈔票那麼多我本來一隻雞要賣一百塊的我就要賣兩百塊或是五百塊阿，不然你一塊錢的供給量變成五塊，那我這東西要維持原本的價值阿，所以我要提高我的價格阿對阿，那你對外國人來講的話，那我更慘啊，第一個我又不會在你那裏消費，那你這個購買力又一直很急速的降低，對阿就是變成說通膨對於這個國家的那個外匯不見得是好是，就是說你的通膨失去控制的時候你的匯率會非常嚴重的貶值，所以說回到剛才的問題阿，匯率的優勢基本上還是要從很多不同的角度去看啦，那最近大家一直在講說新興市場的國家他的過去匯率的升值，當然是主要兩個原因嘛，主要就是說嗯，新興市場的國家很多都是因爲它是原物料的出產國，那原物量來說的話最近這段期間他的漲幅很大，大家就會預期他的經濟表現會很好，就是會預期他的匯率會升值，所以就是相對來講大家就是會越想要去持有那個國家的貨幣，因爲大家都預期它的經濟成長會很好這樣。對阿這樣講知道嗎？

研究者：懂！謝謝！

J：嘿。

研究者：那關於基金投資在新興市場他們都會投資在....比如說巴西、印度就會投資在什麼產業？原物料？

J：對！很簡單你看台灣，那些外資一定都是投資在電子科技產業阿，韓國一樣也是阿，那俄羅斯大家可能就會買石油相關的嘛，那拉丁美洲一些產油國像是委內瑞拉、墨西哥大家就是會比較偏向是原油或者是那個石油公司阿，就是說還是要看那些國家他的強項在哪裡啦

研究者：那印度哩？

J：印度應該主要是 focus 在它們的內需產業，像是一些電信阿，因為大家都要打電話阿，或者是說什麼食品阿、輕工業阿加工的東西。

研究者：我有看過一個東西叫做群益印度中小型企業債券什麼的基金

J：對！

研究者：那個是中小型企業公司債嗎？

J：看那個名字應該是阿，因為中小型的公司.....

研究者：不是風險相對很高嗎？

J：對！是風險很高，但是市場上有風險偏好者阿，對阿所以說高風險隱含高報酬阿

研究者：然後剛才我有問 W，亞洲政府的負債比率.....會不會有些數據可以證明亞洲政府的財政狀況比較好，還是說你知不知道有什麼網站可以找得到這些資料我自己去找找看

J：嗯～你剛剛的問題應該是要問亞洲為什麼相對穩定嗎？

研究者：對對對

J：因為其實你看基本上亞洲的財政狀況相對來說都是比較好，當然日本不算啦，因為日本它有他很長的歷史和那個，當然他也不算亞洲的新興市場啦，那亞洲的國家基本上政府的財政狀況都不錯，那負債佔他的 G D P 的比重或是赤字佔他 G D P 的比重都是相對比較低，對阿像台灣其實你看他，政府負債佔他 G D P 的 35%~36%而已，對阿你看最近大家一直在討論歐洲的那些嘛，以希臘來講就是超過百分之百嘛，亞洲的政府基本上財政狀況都不錯，因為之前 1997 年經歷過亞洲金融風暴，那那個時候基本上亞洲政府都把他的政府轉型變成出口為主的，那個時候在財政上面都比較節制，在財政節制的結果下，現在的負債比率都比較低，那他轉型成出口的結果是你看亞洲這些國家的外匯存底基本上都是蠻高的，那你外匯存的高的結果就是當你的貨幣受到金融市場有比較大的波動的情況下，那你的央行就會比較有空間來做阻升或是阻貶。

研究者：那是怎麼做？

J：很簡單啊，你有多少外匯存底就是你央行手上持有多少美金嘛，對阿那今天就是如果有人想要來攻擊台幣的話，不管什麼方向，它如果想要台幣貶值的話，它就會在市場上賣出台幣，相對的另外一頭就是買進美金嘛，對他一直在賣台幣的時候台幣就會貶值嘛，那今天央行如果想要阻貶台幣的話他是避就是要在市場上買進台幣嘛

研究者：它就會把外匯存底的美金賣掉

J：對！！賣掉，央行有四千億的美金，那基本上市場上的投資客沒有人有這麼多、這麼大的資金跟央行對作嘛，對阿到最後的結果就是它還是賣台幣，賣到他手上都沒有錢的時候，央行手上還有很多錢可以跟他拚阿，所以說一個國家的外匯存底他的央行在穩定它的外匯市場就會有比較大的空間。所以你看 97 年的時候亞洲金融風暴就是索羅斯的量子基金去攻擊一些亞洲的貨幣，那基本上他的資金就兩百億美元而已，那你說跟央行的四千億來比的話，對阿是好幾十倍耶

研究者：那那個時候也有很多國家沒辦法啊？像泰國，那是因為他們的外匯存底很少嗎？

J：對對！！那時候的泰國他基本上幾乎沒有所謂的外匯存底，對阿如果我沒記錯他是只有幾十億的外匯存底而已，幾十億美金的外匯存底，那當然就沒辦法抵擋他們的外匯攻擊阿，對阿

研究者：喔謝謝，我現在得到很多資訊我回去整理，如果我回去有問題可以再問你嗎？

J：喔可以阿可以阿，對你可以寫 email 給我或是直接打電話就可以了。

研究者：喔好！謝謝！謝謝！

J：阿不會不會～

這個時候 J 打開門，然後 W 走了過來。

W：喔那你如果有什麼需要協助的再跟 JXXXX 聯絡

研究者：喔好好！謝謝～

W：謝謝妳喔。

研究者：謝謝。

訪談結束。

W 請 J 送我到電梯口。

（因為當時已經停止錄音了）

在行徑的過程中，JXXXX 建議我如果需要總經的數據可以到美國的雅虎或是台灣的財政部或主計處的網站上都可以得到相關的資訊跟數據。如果不懂再問他。

其中，受訪者 F 之訪談記錄基於當事人要求以及研究的保密原則，附錄中無完整對話記錄，該訪談核心概念在本文中經受訪人同意方加以引用。

第七章、參考書目

- Biggart, Nicole Woolesy and Risk Delbridge. 2004. Systems of Exchange. *Academy of Management Review*. 29(1):28-49.
- Castells, Manuel. (1996) *The Rise of Networks Society*. oxford: Blackwell
(夏鑄九等譯(1998)《資訊時代：經濟、社會與文化 第一卷—網絡社會之崛起》, 臺北市: 唐山)
- Fligstein, Neil. 1996. Markets as Political-Cultural Approach to Market Institutions. *American Sociological Review* 61:656-73
- Khandani E. 、Lo A. (2008) What Happened to the Quants in August 2007: Evidence from Factors and Transaction Data, NBER Working paper, 2008, No. 14465.
- Kent J.. *Financial Evolution and Stability---The Case of Hedge Funds{J}*.
- Polanyi, Karl. 1994. *The Great Transformation: The Political and Historical Origins of Our Time*. BOSTON: Beacon. (黃樹民、石佳音、廖立文譯, 1989, 《鉅變：當代政治、經濟的起源》 臺北市: 遠流)
- Shiller, Robert. 2000. *Irrational Exuberance*. Princeton: Princeton University Press. (周翠如、齊思賢譯, 2000, 《葛林史潘的非理性繁榮：股市危機的挽救行動》, 臺北市: 時報文化)
- Swedberg, Richard. 2003. *Principles of Economic Sociology*. Princeton: Princeton University Press. (周長城, 2007 《經濟社會學原理》 臺北市: 巨流)
- 保田圭司 (1999) 熱錢-席捲全球經濟的資金巨獸。臺北: 財訊。
- 赫爾南多·德·索托(2007)資本的秘密—為什麼資本主義在西方成功, 在其他地

方失敗。華夏出版：北京。

董國振、王春雨(2008)影響糧價的「非農因素」。瞭望

韓立岩、謝飛、楊捷(2010)國際熱錢與國際資產價格波動，北京：中國流通經濟(2010 第一期)，文章編碼:10078266(2010)01-0069-04：69-72

董國振、王春雨(2008)影響糧價的「非農因素」，瞭望

唐旭、梁猛(2007)中國貿易順差中是否有熱錢，有多少？，金融研究 2007(2)1-19

黃于珍(1999)外資交易行為對台灣股市之影響，台北：輔仁大學金融研究所碩士論文

劉憶如、何佳(1999)東亞十國-金融風暴前與後，台北商鼎財經顧問股份有限公司

劉憶如(2003)外資在台灣證券交易市場角色之研究，台北市：台灣證券交易所

蔣國屏(1991)中國證券市場發展史之研究(1883-1991)，國立政治大學歷史研究所碩士論文

李育儒(2005)市場作為一種利益鬥爭結構：外資在台灣股市的利益社會學分析，東海大學社會所碩士論文

段承樸(1994)台灣戰後經濟，臺北市：人間

朱雲鵬(1999)經濟自由化之探討，收錄於《一九九〇年代以來台灣經濟發展經驗》施建生主編，臺北市：中華經濟研究院

尹宇明、陶海波(2005)熱錢規模及其影響《財金科學》總第 213 期，文章編號：1000-8306(2005)06-0131-07：131-137

謝春凌(2009)淺析流入我國境內的國際熱錢規模的估算方法《宏觀經濟》總第 248 期，文章編號：1006-1770(2009)010-021-03：21-23

黎友煥、龔成威、郭文美(2010)境外熱錢對中國金融體系的影響及對策《雲南財經大學學報》2010 年第六期，總第 146 期：88-93，文章編號：

1674-4543(2010)06-0088-06

李翀(2009)我國境內的熱錢問題研究《社會科學研究》文章編碼：

1000-4769(2009)02-0060-05：60-64

趙永祥(2010)熱錢對中國金融市場發展影響之探討《東亞論壇季刊(East-Asia Review)》no. 470：43-58

任海觀(2009)金融危機背景下熱錢流入我國的規模測算與趨勢分析《海南金融》

2009 第三期，總第 244 期，文章編號：1003-9031(2009)03-0004-06

蔣頌華(2010)熱錢流入中國動因的實證分析《湖南農業大學學報》社會科學版，

第十一卷第四期：58-64，文章編號：1009-2013(2010)04-0058-07

民國 89 一月至民國 100 年一月之國際股市月報，台灣證券交易所

民國 89 一月至民國 99 年 12 月之國際股價指數概要，台灣證券交易所

民國 100 年十月，國際主要證券市場比較（簡表）月報，台灣證券交易所

民國 94 年二月之市值周報，台灣證券交易所

證券統計要覽，財政部證券暨期貨管理委員會編