

中華民國 112 年 5 月 10 日

立法院第 10 屆第 7 會期

財政委員會第 2 次公聽會

「中央銀行法第二十條及第三十三條條文修正草案」

公聽會報告



中央銀行

主席、各位委員先進，大家好：

今天大院第 10 屆第 7 會期貴委員會召開「中央銀行法第二十條及第三十三條條文修正草案」公聽會，承貴委員會邀請提出報告，至感榮幸。以下謹就本次公聽會討論提綱提出本行意見，敬請各位委員指教。

本次公聽會討論提綱：

一、一國維持外匯儲備流動性與安全性之最適數額？(包括占 GDP、進口金額、M2、短期外債或其他指標之比例)

(一) IMF 指出一國外匯存底之最適水準，最終取決於個別國家的特殊需求；BIS 調查指出，多數新興市場經濟體持有之外匯存底較 IMF 模型估算值高

1. 國際貨幣基金(International Monetary Fund，以下簡稱 IMF)常以**經濟指標**(Economic Factors)，包括廣義貨幣(M2)、短期外債、進口金額、出口收入、非居民股權投資與中長期債務等建立模型，估算一國外匯存底適足性；惟 IMF 亦指出，評估一國外匯存底之最適水準，**最終取決於個別國家的特殊需求，並無各國一體適用的標準模型。**

2. **國際清算銀行**(Bank for International Settlements，以下簡稱 BIS)調查指出，在**缺乏全球金融安全網之援助**(如**IMF 貸款機制、貨幣交換 SWAP 協議**)與考量地緣政治風險等非經濟因素後，**多數新興市場經濟體持有之外匯存底較 IMF 模型估算值高**；該報告亦援引南韓基於近年來金融危機之

經驗及說法，指出充裕的外匯存底，有助主權信用穩定，降低匯率波動，進而穩定國內金融與經濟條件¹。

(二) 我國國情特殊，並非 IMF 會員國，因此，我國宜持有更充裕的外匯存底，以因應資金大量進出之衝擊

1. 新加坡參考國際指標與自身國情，將該國最適外匯存底規模，設定在外匯存底對 GDP 比率之 65% 至 75% 區間內²。
我國 2022 年底外匯存底對 GDP 比率為 73%，同樣在此區間內。
2. 此外，我國經濟**對外開放程度高**，2022 年商品進出口合計占 GDP 比重高達 113%³，且本(2023)年 4 月底外資持有我國國內股票及債券市值(類同國家的流動負債)約當外匯存底的 96%⁴。加以我國國情特殊，**並非 IMF 會員國**，因此，**我國宜持有更充裕的外匯存底，以因應資金大量進出之衝擊**。
3. 歷經 2020 年疫情爆發、2022 年全球地緣政治風險與金融市場動盪，我國經濟金融仍相對穩定；另，我國能安然度過 1997 年亞洲金融風暴與 2008 年全球金融危機，充裕的外匯存底扮演重要角色。

¹ 調查報告中南韓央行表示，2008 年全球金融危機時，其外匯存底急遽下降，韓元大幅貶值，直到與美國聯邦準備銀行簽署貨幣交換協議(currency swap agreement)，該國外匯市場不穩定才顯著舒緩；此外，強化全球金融安全網之協助，有助降低累計外匯存底之需求(參見 BIS (2019), “Reserve Management and FX Intervention,” *BIS paper No.104*, Oct.)。

² 新加坡金管局(MAS)表示，此衡量範圍係參考國際上使用之外匯存底適足率衡量標準，非以明確之公式計算之(參見“Monetary Authority of Singapore (Amendment) Bill,” *Second Reading Speech* by Mr Lawrence Wong, Minister for Finance and Deputy Chairman of the Monetary Authority of Singapore, Jan. 11, 2022)。

³ 2022 年美國、中國、日本與南韓等國之商品進出口合計占 GDP 比重分別為 21%、34%、38%及 82%。

⁴ 2021 年因外資巨額流入臺灣及股市上漲，該比率曾一度高逾 130%。

二、臺灣外匯儲備高達 5,602 億美元、全球第四，其成因為何？ 是否有數額過高與貨幣政策失靈之問題

(一) 我國貿易依存度高且經濟規模小，易面臨全球金融循環的風險，本行採行管理浮動匯率制度，除了維護匯率穩定外，並可保有一定程度的貨幣政策自主性，有助經濟金融穩定

我國貿易依存度高且經濟規模小，在資金自由進出環境下，易面臨全球金融循環衍生的風險。因此，本行基於職責，適時進場雙向調節，採行管理浮動匯率制度，除了維護匯率穩定外，並可保有一定程度的貨幣政策自主性。根據本行實證分析顯示，長期而言，新臺幣匯率維持動態穩定(新臺幣對美元匯率波動度小於主要貨幣)，且具反通膨及反景氣循環功能，有助經濟金融穩定，例如當物價上漲時，新臺幣匯率升值，可緩和物價上漲壓力；而當景氣衰退時，新臺幣匯率貶值，有助景氣復甦。

(二) 我國外匯存底規模擴增，主要來自於外匯存底投資運用收益；另本行基於法定職責適時進入外匯市場調節，以避免大型經濟體採量化寬鬆貨幣政策之外溢效應，影響我國金融市場穩定

我國外匯存底規模擴增之原因，主要來自於外匯存底投資運用收益。另每逢全球景氣衰退，大型經濟體採量化寬鬆貨幣政策之外溢效應，促使資金巨額且集中流入臺灣，導致外匯市場供需嚴重失衡且新臺幣匯價偏離基本面，造成經濟金融不穩定，本行基於法定職責進入外匯市場調節，以避免外溢效果影響我國金融市場穩定，進而影響我國經濟發展。

1. 2001~2004 年受全球網路泡沫破滅經濟不景氣，加上美國 911 恐攻事件，以美國為首之主要經濟體採行貨幣寬鬆政策，而 2003 年臺灣又發生 SARS 疫情，經濟成長走緩；面對國內經濟不景氣，但外資持續匯入，本行因而調節匯市。
 2. 2008~2010 年全球經濟金融危機拖累國內經濟景氣，而大型經濟體接續採行極度寬鬆貨幣政策致外資持續匯入，本行適時進場調節匯市。
 3. 2020~2021 年因全球肺炎疫情、主要國家央行擴大寬鬆貨幣政策及擴張財政政策的外溢效果，致外資大量流入，加以美中貿易衝突持續致廠商資金大量匯回，新臺幣匯率波動較大，本行基於職責，適時進場雙向調節，維持新臺幣匯率動態穩定。
- (三) 長期以來，在本行採行妥適貨幣、信用及外匯政策下，已達成法定經營目標，因此並無貨幣政策失靈之問題；三大國際信評公司等向來給予本行高度評價

長期以來，在本行採行妥適貨幣、信用及外匯政策下，已達成法定經營目標。例如，國內並未出現金融危機，且國內銀行業逾放比率持續下降，資本適足率持續提升，獲利表現穩健；臺灣通膨低且穩定，新臺幣對美元匯率波動度亦小於主要貨幣；且近 20 多年來臺灣經濟平均成長率亦高於全球平均，因此並無貨幣政策失靈之問題。三大國際信評公司及德國民間最大智庫德國貝特曼基金會向來對本行貨幣、信用、外匯及總體審慎政策給予高度評價(詳附錄一)。

三、臺灣外匯儲備歷年持有美債之數額及比例為何？在近期利率上升及美元全球通貨主導地位弱化下，央行可能面對之問題

(一) 為支應國內匯市流動性，央行外匯存底幣別組合比率，需反映國人之外幣使用需求

根據央行統計資料，國人對外貿易與投資所使用之幣別以美元為主，占比超過 80%；為支應國內匯市流動性，央行外匯存底幣別組合比率，需**反映國人之外幣使用需求**。

(二) 近年來美元仍在全球經濟金融活動中扮演最主要國際貨幣之角色，美國公債市場流動性無虞，利率上升，有助本行提升收益

1. 近年來**美元仍在全球經濟金融活動中扮演最主要國際貨幣之角色**：(1) BIS 2019 年及 2022 年統計**美元交易占全球外匯交易量之比率**均逾 88%⁵；(2) 近 5 年**美元占官方外匯存底之比率**仍約 60%；**美元占 SWIFT 支付貨幣之比率**，2018 年為 39.3%，2022 年略升至 41.3%；(3) 2022 年**美元占全球貿易報價貨幣比率**達 50%，**美元貸款占全球跨境貸款比率**為 52.5%，**美元計價債券占國際債務證券比率**約 48.5%。
2. 此外，**美國公債市場之深度與廣度居世界之冠**，**流動性無虞**。目前美國公債殖利率水準仍高於德國及日本；**利率上升**，本行每年到期債券本金與利息之**新投資收益率**也會較高，**有助提升收益**。

⁵交易量為成交量之 2 倍，因此所有幣別交易量之占比總和為 200%。

(三) 本行外匯資產管理運用機制嚴謹，適時評估國際經濟金融情勢發展，持續動態調整幣別配置及投資組合

本行訂有**嚴謹的外匯資產管理運用機制**，定期或視需要召開外匯資產管理運用會議、投資操作會議與風險控管會議，**適時評估**國際經濟金融情勢發展，依利率、匯率走勢**持續動態調整幣別配置及投資組合**。

四、臺灣是否應仿效他國，設立國家主權基金，透過靈活投資提高外匯盈餘，以增加國庫收入及支應預算支出

(一) 國家主權財富基金投資目的在於創造更多的財富，操作原則偏重承擔較大的短期價格風險，因此，國家主權財富基金之歷年收益波動性大，未必能穩定增加國庫收入及支應預算支出

1. 國家主權財富基金顧名思義為**政府的基金**，資金來源多為國家財富(如石油等自然資源收入、政府財政盈餘)；其投資目的係以**當代及未來國民之永續福祉**為重要考量，目的在於**創造更多的財富**。
2. 基此，國家主權財富基金之**操作原則偏重較高風險與低流動性**的資產，以換取較高報酬率；**投資標的多元**，涵蓋股票、債券、私募股權、房地投資等，**惟承擔較大的短期價格風險**。
3. 例如挪威政府退休基金(GPFG)於 2008 年全球金融危機時損失 907 億美元，另於 2022 年主要經濟體採積極緊縮貨幣政策時損失 1,670 億美元，當年度報酬率為-14.1%。因此，

國家主權財富基金之歷年收益波動性大，未必能穩定增加國庫收入及支應預算支出。

(二) 臺灣是否應仿效他國，設立國家主權財富基金，宜由政府整體考量，審慎衡酌

臺灣是否應仿效他國，設立國家主權財富基金，宜由政府整體考量我國是否具備其他成立主權財富基金等國之條件(如石油等自然資源收入、穩定的財政盈餘)，審慎衡酌。事實上，我國的勞保、勞退、國民年金及退撫基金，雖無主權財富基金之名，但已有主權財富基金之實。

五、臺灣成立主權基金之最適監管機關及監管方式

(一) 主權財富基金之設立及運作，各國多以專法規範，尚無以央行法規範者

設立主權財富基金之國家，多以專法規範主權財富基金之設立及運作，尚無以央行法規範者。如韓國「韓國投資公司法」(Korea Investment Corporation Act)、挪威「政府退休基金法」(Government Pension Fund Act)、愛爾蘭「國家退休準備基金法」(National Pensions Reserve Fund Act)、澳洲「未來基金法」(Future Fund Act)、紐西蘭「養老基金及退休基金法」(Superannuation and Retirement Income Act)等。

(二) 本行對政府設立主權財富基金向來持正向、開放的立場，並建議應訂立專法規範

1. 就我國而言，主權財富基金之設立宜訂立專法，由政府全額出資，設立具獨立法人資格的「主權財富基金管理機構」，

且明訂管理機構的**政策目標**；並於**專法制定完善的治理及監理架構**，俾使該機構的董事會能確保營運目標與政策目標一致。

2. 新加坡、韓國、中國均由政府全資成立國家投資公司，其制定公司治理架構及運作之經驗，可供借鏡(詳附錄二)。

六、基於聖地牙哥原則，來進行主權基金的對外投資，其利、弊為何

(一) 聖地牙哥原則設立之目的，在於導正主權財富基金投資目的與意圖不明之弊病，使其組織架構、投資與監管方式及公司內部治理等有所依循

1. 早期由於主權財富基金擁有龐大的資金，但**投資目的與意圖不明**，因此易引起被投資國有關**國家安全與經濟利益之疑慮**，如政治方面，主權財富基金可能被用做投資國**對外之政策工具**；經濟方面，可能有**扭曲國際金融市場運作**或是**補貼特定產業**的疑慮。例如：2006年阿拉伯聯合大公國(UAE)政府所掌控的「杜拜環球港務集團(Dubai Ports World)」，欲買下美國六個主要海港，便引起美國國會有關國家安全的疑慮，進而否決該收購案。而在2008年全球金融危機期間，中東和亞洲國家主權財富基金對摩根史坦利(Morgan Stanley)、花旗銀行(Citibank)、瑞士銀行(UBS)等歐美國家重要金融機構的大額投資，更是引起歐美國家對主權財富基金實際投資目的之疑慮。

2. 有鑑於主權財富基金在國際金融市場上的影響力漸增，以

美國為首的西方國家透過 IMF 等國際組織提出倡議，建議國際間應針對主權財富基金之投資訂定規範。爰此，2008 年 26 個主權財富基金在 IMF 協助下成立工作小組，並提出了聖地牙哥原則⁶。

3. 聖地牙哥原則是一套適用於主權財富基金的**自願性指導原則**⁷，自願簽署聖地牙哥原則的主權財富基金，視同承諾其將遵循該原則所規範的內容。

(二) 主權財富基金遵循聖地牙哥原則，將有利於提高公司治理程度，避免外界對其之疑慮與不良觀感。其弊，則是限縮投資自主性，政府將難以藉由主權財富基金，進行帶有政策目的的投資

1. 從主權財富基金本身的角度而言，基於聖地牙哥原則進行對外投資之**利**，在於能**提高**自身的**公司治理程度**，建立更為透明的資訊和監理架構，形塑更為適當的投資操作、風險管理和問責制度；同時由於其投資主要基於商業目的考量，而非達成政治目標，故可**避免外界對其之不良觀感**。
2. 其**弊**，則是**限縮了投資的自主性**，換言之，一旦遵循聖地牙哥原則，一國**政府將難以藉由主權財富基金，進行帶有政策目的的投資**。因此，有關國內部分專家學者建議透過

⁶ 26 個 SWF 在 IMF 的協助下成立了主權財富基金國際工作組(International Working Group of Sovereign Wealth Funds, IWG-SWF)，其所提交之聖地牙哥原則於 2008 年經國際貨幣與金融委員會(International Monetary and Finance Committee, IMFC)審核通過。主權財富基金國際工作組現已由國際主權財富基金論壇(International Forum of Sovereign Wealth Funds, IFSWF)取代。截至 2023 年 5 月 2 日，至少已有 38 個 SWF 簽署聖地牙哥原則。

⁷ 聖地牙哥原則 4 項指導宗旨包括：(1)幫助維護一個穩定的全球金融體系以及資金和投資的自由流動；(2)遵守其所投資國家所有適用的監管與揭露要求；(3)從經濟和金融風險以及相關的收益考慮出發進行投資，以及(4)制定一套透明和健全的治理結構，以便形成適當的操作控制、風險管理和問責制。

主權財富基金，取得關鍵技術發展戰略產業，或是本次修正草案總說明中所提出，投資世界優秀關鍵企業的股權，藉由參與董事會獲得高層次全球軟性外交的機會，幫助國家政策之推展等做法，恐與聖地牙哥原則的精神與訴求相悖離，而難以實現。

以上報告，敬請各位委員惠予指教與支持，並祝各位委員身體健康，萬事如意，謝謝！

附錄一、本行近年經營成效受到國際間高度肯定

<p>標準普爾(S&P) 信評 (2023、2022、2021)</p>	<p>臺灣對外淨資產部位強勁及央行貨幣政策極具彈性，持續支撐信用評等。</p> <p>臺灣貨幣政策極具彈性，貨幣管理健全，使得通膨率低且穩定，維持亞洲國家最低之一，且相對具彈性的新臺幣匯率，有助舒緩經濟與金融衝擊。</p>
<p>穆迪(Moody's) 信評 (2022、2021)</p>	<p>長期以來臺灣財政與貨幣政策保持制度有效性。臺灣經濟雖仰賴能源及半導體關鍵零組件之進口，但強而有力的貨幣政策有效性維持了總體經濟穩定。</p> <p>央行貨幣政策在維持臺灣之總體經濟與金融穩定上表現優異；彈性匯率制度提升面對外部衝擊之緩衝能力，且充裕的外匯資產有助維持外匯市場秩序及金融市場穩定之法定職責。此外，臺灣平均通膨率與波動度低於其他類似評級之經濟體。</p> <p>臺灣充裕的外匯存底，加以具彈性的匯率制度，支撐臺灣經濟吸納衝擊的能力，並提高貨幣政策與總體經濟政策的有效性；總體審慎措施有效運用，減緩家計部門債務上升以及房價上揚帶來的金融穩定風險。</p>
<p>惠譽(Fitch) 信評 (2021)</p>	<p>央行延長中小企業貸款專案融通至 2021 年底，並提高融通額度至 2 倍，有助中小企業度過疫情難關。強勁的經濟成長前景，以及遏制不動產投機行為的總體審慎措施，可望減輕疫情對銀行資產品質及獲利能力的影響。</p>
<p>德國貝特曼基金會 (Bertelsmann Stiftung) (2022、2020、2018、2016)</p>	<p>臺灣央行採行與經濟金融穩定的目標一致之審慎外匯政策，帶領臺灣安然度過全球金融危機，以及其後危機蔓延、餘波盪漾的期間。臺灣央行具有完全獨立性(fully independent)，利率政策亦謹慎而可靠，為亞洲國家中聲譽最好的央行之一。</p>

附錄二、星、韓、中主權財富基金公司治理之簡介

<p>新加坡政府 投資公司 (GIC)</p>	<ul style="list-style-type: none"> □ 公司性質：1981 年依《新加坡公司法》設立，為政府全資擁有(財政部獨資注資)的資產管理公司。 □ 營運目標：替客戶(新加坡政府)追求長期投資報酬。 □ 公司治理： <ul style="list-style-type: none"> — 董事長為新加坡總理(李顯龍)，董事會成員包含政府官員(如新加坡副總理、財政部長、貿易工業部長)； — 經理階層自民間聘任； — 董事會監督經理階層使其營運符合政策目標； — 經理階層就其投資結果對董事會負責。
<p>韓國投資 公司 (KIC)</p>	<ul style="list-style-type: none"> □ 公司性質：2005 年 7 月依《KIC 法》設立，為政府全資擁有(財政部獨資注資)的資產管理公司。 □ 營運目標：替客戶(南韓政府)追求長期投資報酬，並促進國內資產管理與金融市場發展。 □ 公司治理： <ul style="list-style-type: none"> — 指導委員會(Steering Committee)：為 KIC 政策方向的最高決策單位，包含財政部長、央行總裁、KIC 總經理及 6 位民間專業人士，6 位人士由總統任命；指導委員會主席(Chairman)由 6 位民間人士產生，故委員會由民間人士主導，而非政府官員主導。 — 董事會：董事會成員經指導委員會審議後，由 KIC 總經理指派及解任。 — 總經理：由總經理推薦委員會向指導委員會推薦，經指導委員會審議後，再由財政部長向總統推薦，總統任命產生。總經理負責實際投資，召開董事會議。
<p>中國投資 公司 (CIC)</p>	<ul style="list-style-type: none"> □ 公司性質：2007 年 9 月國務院依《中華人民共和國公司法》批准設立，兼具資產管理公司與投資控股公司。直接隸屬國務院，位階等同於財政部、中國人民銀行。 □ 營運目標：實現國家外匯資金多元化投資，在可接受風險範圍內實現股東權益極大化，以服務國家宏觀經濟發展與深化金融體制改革之需要。 □ 公司治理：設有董事會、監事會、執行委員會；三者之間權責明確，獨立履職，有效制衡。 <ul style="list-style-type: none"> — 董事會成員任用及免職由國務院核准；董事會主席及副主席均由國務院指派。董事會決定 CIC 發展策略、營運及投資指導綱領。 — CIC 公司內部跨部門及平台責任與可究責性均清楚地界定。