

中華民國 112 年 5 月 24 日

立法院第 10 屆第 7 會期

財政委員會第 14 次全體委員會議

審查吳欣盈委員等 64 人擬具「中央銀行法第二
十條及第三十三條條文修正草案」報告

中央銀行總裁 楊金龍

主席、各位委員先進，大家好：

今天大院第 10 屆第 7 會期貴委員會第 14 次全體委員會議審查吳欣盈委員等 64 人擬具「中央銀行法第二十條及第三十三條條文修正草案」，承貴委員會邀請提出報告，至感榮幸。

關於委員提案內容主係為避免龐大外匯存底無效率的使用，要求央行應提撥外匯儲備總額的一定比例(10%)，設立外匯投資基金做為我國之主權財富基金，強化國家競爭力與安全，並累積國家財富，另指定央行為主管機關。爰委員提案修正央行法第二十條及第三十三條條文。謹就本行對修正草案設立主權財富基金之立場、對修正草案總說明部分內容之釐清與說明，以及近期各界對修正草案之意見，說明如下，敬請各位委員指教。

壹、本行對修正草案設立主權財富基金之立場

一、各國主權財富基金是由政府非央行主導成立

主權財富基金顧名思義為政府的基金，各國由政府主導成立專責機構，就國家財富(如石油等自然資源收入、財政盈餘)，或受政府委託(如退休金)進行投資管理。

二、主權財富基金的投資目的與外匯存底不同，且非央行經營目標

- (一) 主權財富基金以創造財富為投資目的。外匯存底的主要功能在挹注國際收支發生短絀時的外匯需求，及維持外匯市場的秩序，其投資操作原則首重安全性與流動性，不宜承擔高風險。
- (二) 央行法第二條規定，央行之經營目標為促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，以及於上列目標範圍內，協助經濟之發展，其中並無創造財富。
- (三) 草案建議設立之基金，係為強化國家競爭力與安全、累積國家財富而設立，並投資於策略性產業、關鍵技術等事業或計畫，其目的及業務均與央行不同，且可能影響央行法定目標之達成，自不宜由央行主管或於央行法規範。

三、修正央行法無法達成設立主權財富基金之目的

- (一) 草案擬授權央行成立我國主權財富基金管理機構—外匯投資基金公司，惟此一公司之人事、預算、組織均極具特殊性，現行人事法規、國營事業管理法、預算法、決算法及其他相關法規等尚無法因應其需求，須另由政府制定專法規範處理，修正央行

法第二十條及第三十三條無法達成設立之目的。

- (二) 設立主權財富基金之已開發國家，尚無以央行法規範主權財富基金之設立及運作，多以專法規範，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)等。而新加坡之主權財富基金雖依新加坡公司法組織設立，因經營政府資產，為新加坡憲法規定之「政府公司」，其董事任免、任期與預決算等事項，係於憲法規定之。

四、本行對政府設立主權財富基金向來持正向、開放的立場，惟不宜無償撥用外匯存底

- (一) 國家主權財富基金既為「政府」的基金，我國是否設立主權財富基金，宜由政府整體考量，審慎衡酌。
- (二) 長期以來，本行對政府設立主權財富基金持正向、開放的立場，政府如決定設立，建議應由政府制定專法並全額出資，設立獨立專業管理機構，並明訂管理機構的政策目標、治理及監理架構等。
- (三) 外匯存底是央行資產的重要構成項目，其所對應的主要是民間部門所持有之新臺幣通貨、金融機構轉存款及央行 NCD 等負債項目，故在未減少新臺幣負債下，不宜無償撥用外匯存底予政府獨資之投資

公司。

- (四) 政府如要設立主權財富基金，在不影響金融穩定、經濟與國家安全之前提下，宜編列預算或透過發行政府公債籌資，取得新臺幣再於外匯市場購買外匯，如此央行新臺幣負債與外匯資產方可同步減少，才會產生縮表之實質效果。
- (五) 事實上，無論是採草案所定之提撥外匯儲備總額的一定比例(10%)，設立外匯投資基金，或將外匯存底委託給主權財富基金投資，均無法如修正草案所稱，將使央行資產負債表出現縮表之效果。

五、主權財富基金遵循聖地牙哥原則，恐限縮投資之自主性，政府將難以藉由主權財富基金，進行帶有政策目的之投資

- (一) 本次修正草案所提，授權央行設立之外匯投資基金，對外投資於策略性產業、關鍵技術等以財務目標為前提之事業或計畫；然主權財富基金係以創造財富為投資目的，策略性產業、關鍵技術等事業或計畫之投資，均非主權財富基金投資之重要範疇。
- (二) 依聖地牙哥原則，主權財富基金應承諾從經濟金融風險及收益的考量進行投資，即投資是出於商業目的，而非達成政治目標。基此，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。

貳、本行對修正草案總說明部分內容之釐清與說明

一、本行經營目標符合國際潮流及我國需要，並具前瞻性

(一) 2007 年全球金融危機爆發前，國際間普遍認定央行的主要職責應在「維持物價穩定」，而忽略「促進金融穩定」的重要性；在歷經全球金融危機後，許多央行才陸續透過修法，將「促進金融穩定」納為經營目標。

(二) 我國央行法早在 1979 年，已將「促進金融穩定」納為經營目標；此外，「協助經濟發展」亦在當時即納為經營目標，足見我國央行法極具前瞻性，並無管制色彩較濃情形。

二、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，並受三大國際信評公司等高度肯定

該修正草案總說明提及「本行貨幣政策易產生金融市場相對安全的假象或長期低利率低匯率政策帶來我國經濟成長緩慢等代價」，與事實不符，謹說明如下：

(一) 國內利率走低，主要受到 2008 年全球金融危機後，全球經濟均有投資不足、低通膨、低利率之現象；

臺灣為小型開放經濟體，亦受全球影響，加以國內通膨低且穩定，超額儲蓄持續增加，名目利率因而維持在低檔。惟與主要經濟體相較，臺灣實質利率(名目利率減去通膨率)並未偏低。

- (二) 新臺幣匯率原則上由外匯市場供需決定，長期呈升值趨勢，如本(2023)年4月底新臺幣名目有效匯率指數(NEER)相對於2010年初已上升23.2%，遠逾韓元(3.8%)及日圓(-22.1%)等，顯示本行並未刻意壓低匯率。
- (三) 由於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。
- (四) 近20多年來，臺灣遭遇無數的挑戰，尤以1997年亞洲金融危機、2008年全球金融危機及近年新冠肺炎(COVID-19)疫情為最。本行適時採取有效的貨幣、信用、外匯政策與總體審慎措施，有助臺灣安渡危機，且國內未發生金融危機。近20多年來，臺灣

經濟表現優於全球平均值，亦高於韓、日，事實上可稱為「穩定、成長的 20 年」¹。

(五) 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；2022 年諾貝爾經濟學獎得主戴蒙(Douglas Diamond)於本年 5 月受訪時即表示，對臺灣在 1997 年亞洲金融危機期間的金融穩定印象深刻，臺灣央行在亞洲的表現很好；三大國際信評公司及德國貝特曼基金會向來亦給予本行高度肯定(詳附錄)。

三、我國外匯存底規模擴增主要來自投資運用收益及基於法定職責適時進場調節；我國國情特殊，並非 IMF 會員國，充裕外匯存底，可因應資金大量進出之衝擊

(一) 本行適時採取有效的貨幣、信用、外匯政策與總體審慎措施，有助我國經濟金融穩定成長，並避免發生金融危機，而無須採行如歐美等國大規模之量化寬鬆政策，本行資產並未大幅擴增

1. 我國外匯存底規模主要來源為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

¹ 詳見 2022 年 9 月 7 日本行楊總裁於中華民國工商協進會「近 20 多年來臺灣的經濟發展與央行扮演的角色」之專題演講。

成經濟金融不穩定，本行基於法定職責進入外匯市場調節。

2. 自 2008 年全球金融危機爆發後，美國聯準會(Fed)、歐洲央行(ECB)、日本央行(BOJ)、瑞士央行(SNB)、香港金融管理局(HKMA)及新加坡金融管理局(MAS)，因實施大規模量化寬鬆(QE)或大舉買進外匯，使 2022 年底 Fed、SNB、BOJ、ECB、HKMA 及 MAS 資產規模，分別較 2007 年底增加 8.6 倍、5.9 倍、5.3 倍、4.3 倍、2.1 倍及 1.7 倍；同期間本行並未實施 QE，資產規模僅增加 1.0 倍，增幅明顯小於前述主要央行，並無擴張太快之問題。

(二) 衡量外匯存底適足程度無各國一體適用之標準，惟多數新興市場經濟體持有之外匯存底較 IMF 模型估算值高；此外，我國非 IMF 會員國，充裕的外匯存底，有助主權信用穩定及因應資金大量進出之衝擊

1. IMF 常以經濟指標(Economic Factors)及模型²，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. BIS 調查報告指出，多數新興市場經濟體持有之外匯

² 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。

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³。

3. 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⁴。我國 2022 年底外匯存底對 GDP 比率為 73%，同樣在此區間內。

4. 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%⁵，且本年 4 月底外資持有我國國內股票及債券市值約當外匯存底的 96%⁶。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。

5. 歷經 2020 年疫情爆發、2022 年全球地緣政治風險與

³ 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.)。

⁴ 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)。

⁵ 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%。

⁶ 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%。

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。

四、外匯存底與主權財富基金功能不同，報酬率不能逕自比較；與其他央行相較，本行經營績效表現毫不遜色

- (一) 外匯存底的主要功能在挹注國際收支失衡的外匯需求，及維持外匯市場的秩序，其投資操作原則首重安全性與流動性，不宜承擔高風險；而主權財富基金以創造財富為投資目的，偏重較高風險與低流動性的資產，以換取較高報酬率。基此，主權財富基金與外匯存底之報酬率不能逕自比較。
- (二) 長期以來，在本行採行妥適貨幣、信用及外匯政策下，已達成維護金融穩定、物價穩定與匯率穩定之法定經營目標。
- (三) 本行對於外匯存底之管理運用，向來恪盡善良管理人之責任，在優先確保安全性與流動性無虞後，再追求收益之提高。與其他央行相較，本行之經營績效毫不遜色，對外匯存底已有效管理運用。
- (四) 許多國家央行外匯存底投資承擔高風險，致每年繳庫數忽高忽低不穩定，而我國外匯存底管理運用穩

健，歷年繳庫數穩定。與外匯存底高的國家相比⁷，以近 8 年每年繳庫數占政府歲入比率之平均數而言，日本為 0.66%、瑞士 4.3%、我國 8.96%、印度 4.8%、俄羅斯 0.11%、韓國 1.1%、新加坡 5.96%、巴西 2.1%，我國平均數高顯示我國外匯存底管理運用之謹慎穩健。

五、新加坡政府投資公司及香港金融管理局外匯基金之設立及運作，均由政府而非央行主導

- (一) 新加坡政府投資公司 (Government of Singapore Investment Corporation, GIC) 係新加坡之主權財富基金，其最主要之資金來源為新加坡中央公積金(係新加坡之退休基金)與財政盈餘，前者主要是由新加坡中央公積金認購新加坡財政部所發行之特別公債，財政部再將前述發債所得向新加坡金融管理局購買外匯，並委託 GIC 代為管理。
- (二) 香港財政司握有香港外匯基金的控制權，香港金融管理局總裁獲財政司司長授權運用外匯基金及管理基金的投資，並向財政司司長負責。香港金融管理局將外匯基金分為四個不同的組合加以管理，其中「支

⁷ 中國大陸因未公布其外匯存底經營績效，故未列入比較。

持組合」係為維持港府建立之聯繫匯率制度⁸，而握有流動性極高的美元資產；「投資組合」主要投資於債券和股票市場，但必須注意且說明的是，「投資組合」之所以能投資股票(占基金 16%)，那是因為其資金來源為香港政府的財政儲備(占基金 20%)，及數年累積於帳上的保留盈餘(占基金 17%)，是真正的「國家財富」，沒有對應的民間部門負債，所以風險承受度較高，可從事積極型的股票投資，與本行外匯存底有顯著不同。

參、總結

- 一、本草案擬累積國家財富之目的，投資策略性、關鍵技術產業，及設立外匯投資基金公司等事項，均非本行法定經營目標，無法由本行設立此基金，亦無法由本行主管此公司。
- 二、此外，本草案擬設立之外匯投資基金公司，既是由政府獨資，即屬國營事業管理法第三條所定之國營事業，其人事、財務(預決算)、業務等均有相關規範，無法依本草案之授權排除相關規定，自無法達成本草案之目的。

⁸ 香港當局為維持港幣匯價穩定，於 1983 年 10 月開始採行與美元掛鈎的貨幣發行局制度(Currency Board System)，之後常稱其為聯繫匯率制度(Linked Exchange Rate System, LERS)。且自 2005 年起設定 1 美元對港幣匯率在 7.75 至 7.85 區間波動。

三、長期以來，本行對政府設立主權財富基金向來持正向、開放的立場，惟強調不宜無償撥用外匯存底。倘若政府經審慎衡酌決定設立主權財富基金，建議應由政府制定專法並全額出資，設立獨立專業管理機構，並明訂管理機構的政策目標、治理及監理架構等。

四、公聽會之多數專家學者、相關政府部會代表及近期輿論，多支持由政府制定專法設立主權財富基金，以免影響央行貨幣政策之獨立性

(一) 貴委員會於本年 5 月 10 日召開之「中央銀行法第 20 條及第 33 條條文修正草案」公聽會中，與會之多數專家學者及相關政府部會代表多與本行立場相同，政府如決定設立主權財富基金，建議應由政府制定專法規範，以免影響央行貨幣政策之獨立性。

(二) 綜合近期輿論及主要媒體社論之論點，臺灣若要成立主權財富基金，應先思考如何定位、須參考何種模式，以及能否達成預定的目的。僅用修正中央銀行法予以規範，並不妥適，而是應該循序漸進，另外由政府制定專法，逐步建立主權財富基金才是負責任的做法。

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、本行近年經營成效受到國際間高度肯定

國際 信 評 公 司	標準普爾(S&P) (2023、2022、2021)	<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>
	穆迪(Moody's) (2022、2021)	<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>
	惠譽(Fitch) (2021)	<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>
	德國貝特曼 基金會 (Bertelsmann Stiftung) (2022、2020、2018、2016)	<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>
諾貝爾經濟學獎得主 戴蒙(Douglas Diamond) (2023/5/19 經濟日報)	<p>即使在多年前的亞洲金融風暴期間，金融穩定性也令人印象深刻。在當時的亞洲金融風暴期間，貨幣釘住美元的國家受傷慘重。臺灣很幸運，貨幣沒有釘住美元，也沒有借短債去支應長債，基本面不錯，臺灣的央行在亞洲也表現得很好，可以得個 A。</p>	