

龐大資本在短期間流入 對新加坡的影響分析

中央銀行經濟研究處

黃也欣、鍾秉彥

2019年10月

龐大資本在短期間流入對新加坡的影響分析

摘要

- 一、新加坡設有亞洲通貨單位（Asian Currency Units, ACU）制度，以優惠稅率吸引跨國資本建立境外金融中心。本（2019）年8月 ACU 資產規模較上（2018）年底增加707億美元，惟其係吸收外幣存款進行投資，未涉及結匯活動，不致對新加坡匯率、貨幣數量及總體經濟造成衝擊。
- 二、境內銀行（Domestic Banking Units, DBU）方面，本年以來新加坡元存款餘額穩定上升，境內貨幣情勢仍屬穩定，7、8月非銀行客戶外幣存款與境外居民存款增加，或與該國擴大單一家族辦公室（Single Family Office, SFO）制度優惠措施及香港反送中抗議加速惡化有關。
- 三、ACU 或 DBU 外幣存款部分不影響匯率變動，惟流入之資本若結匯為新加坡元則將造成新加坡元升值壓力。面對持續之經常帳順差且本年以來國際資本流入，新加坡貨幣管理局（Monetary Authority of Singapore, MAS）在 BBC 貨幣政策架構下，為維持新加坡元名目有效匯率指數（S\$NEER）升值政策，進場干預買入美元，致本年以來新加坡元對美元略貶。
- 四、外匯干預將增加外匯存底，MAS 本年5月宣布移出部分外匯存底從事較長期之投資；流動性管理則以6個月期國庫券代替24周 MAS 票券，滿足日益增加之境內短期投資工具需求。
- 五、過去經驗顯示，國際資本流入房地產市場會對其總體經濟及金融穩定造成巨大影響，而新加坡政府亦會以總體審慎措施因應之。

一、前言

本（2019）年 10 月 7 日《今周刊》「香港資金逃走中 台灣為什麼接不住」一文指出，根據新加坡國際收支金融帳扣掉直接投資，顯示本年第 2 季新加坡有大筆資金匯入，約 820 億新加坡元，創历史新高。惟其計算似有誤¹，因**根據新加坡國際收支金融帳「負債面」淨額總數扣掉外資直接投資，本年第 2 季新加坡金融帳國外資金（直接投資以外）淨流入約 361 億新加坡元**。因此，該周刊的論述似過於誇大。然而，近期龐大資本流入新加坡係不爭之事實，以下將分析其流入情形及新加坡貨幣管理局（Monetary Authority of Singapore, MAS）之因應方式。

二、新加坡資本流入情形說明

（一）資本持續流入新加坡境外金融中心

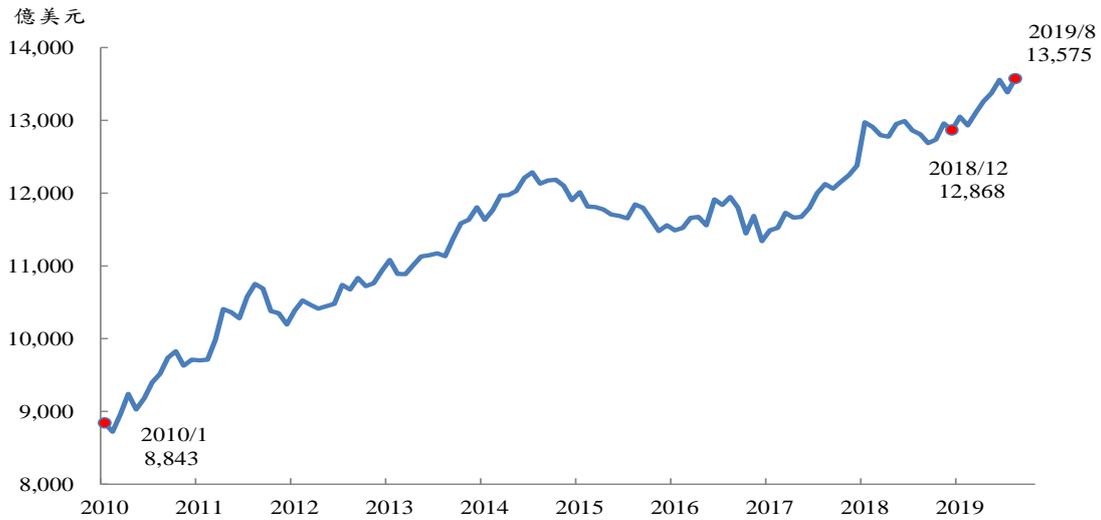
新加坡銀行體系設有**亞洲通貨單位（Asian Currency Units, ACU）**制度²，以優惠稅率**吸引跨國資本移入建立境外金融中心**，並隔離新加坡境內銀行（Domestic Banking Units, DBU）。

2010 年以來 ACU 資產規模持續上升，本年 8 月資產規模達 13,575 億美元，較上（2018）年底增加 707 億美元（見圖 1）。由於 ACU 係吸收外幣存款後進行理財投資，**並未涉及結匯活動，不影響境內貨幣情勢**，惟有助提升銀行業獲利。

¹ 《今周刊》所計算出之 820 億新加坡元，應係新加坡金融帳（直接投資以外）淨資產增加金額，表示資金「淨流出」，而非「淨流入」。

² 新加坡 ACU 類似於台灣的國際金融業務分行（Offshore Banking Units, OBU），ACU 制度係指，在新加坡境內的金融機構若要從事境外金融交易，須在內部成立一個單獨營運、記帳的單位。

圖 1 ACU 資產變動



資料來源：新加坡貨幣管理局（MAS）

(二) 本年以來 DBU 存款餘額穩定上升，7 月後外幣存款大幅增加

境內銀行體系部分，觀察 DBU 存款結構變化，本年以來新加坡元存款餘額穩定上升，且 7、8 月外幣存款與境外居民存款明顯增加（見表 1），原因說明如下。

- 1、本年以來 DBU 新加坡元存款餘額穩定上升，8 月存款餘額年增率為 7.5%，高於上年 8 月之 2.1% 及 2017 年 8 月之 4.3%。
- 2、本年 7、8 月 DBU 的非銀行客戶存款中，外幣存款餘額月增率分別達 43.9% 及 14.4%，另境外居民存款（deposit of residents outside Singapore）月增率分別達 5.5% 及 4.3%，可能原因如下：

(1) 本年 2 月該國財政部宣布降低單一家族辦公室（Single Family Office, SFO）制度成立門檻及擴大所得免稅範圍，吸引富有家族資金投資；例如本年 1 月 22 日英國 Dyson 正式宣布將總部遷至新加坡，近期創辦人家族亦於新加坡置產³。

³ CNN (2019), "James Dyson Reportedly Buys Singapore's Most Expensive Penthouse," Jul. 10

(2) 香港反送中抗議自 6 月底後加速惡化，Goldman Sachs⁴估計自香港流入新加坡資金最多約 30~40 億美元（約 40~55 億新加坡元）⁵。

表 1 DBU 非銀行客戶存款結構變動

單位：億新加坡元

月份	存款總額	新加坡元存款	月變動率(%)	外幣存款	月變動率(%)	境外居民存款	月變動率(%)
2018/12	6,278	6,190		87		435	
2019/01	6,364	6,290	1.6	74	-15.2	436	0.1
2019/02	6,429	6,356	1.1	72	-2.1	438	0.5
2019/03	6,525	6,452	1.5	72	-0.1	430	-1.8
2019/04	6,581	6,510	0.9	70	-2.7	433	0.8
2019/05	6,608	6,537	0.4	71	1.2	443	2.2
2019/06	6,646	6,568	0.5	78	9.1	443	0.1
2019/07	6,668	6,557	-0.2	112	43.9	468	5.5
2019/08	6,728	6,600	0.7	128	14.4	490	4.7
本年以來變動	451	410		41		54	

資料來源：MAS

三、MAS 因應資本流入之政策分析

若資金流入 ACU 或 DBU 外幣存款，由於未結匯成新加坡元，不影響匯率，且該等外幣所承做之交易，除可擴大金融活動外，金融業尚可賺取手續費收入。

惟若流入的資本結匯為新加坡元，將造成新加坡元升值壓力，MAS 基於以匯率為基礎之貨幣政策架構（多簡稱 BBC 架構，詳附錄 1），將於外匯市場直接買入美元進行干預操作，而干預產生之流動性則透過在貨幣市場進行沖銷操作，確保銀行體系流動性維持在適當水準。

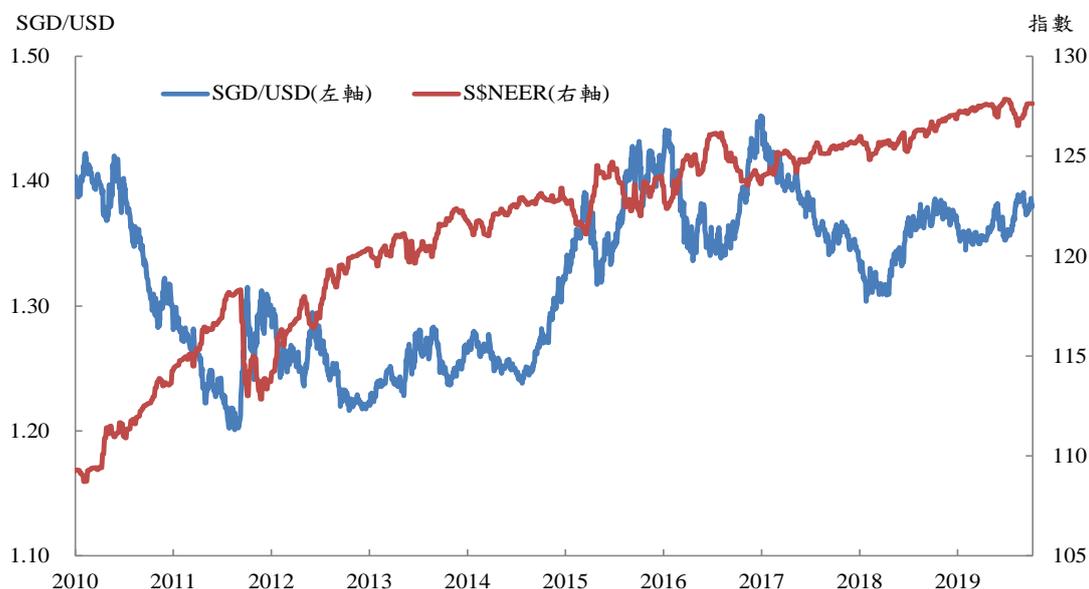
（一）面對持續之經常帳順差且本年以來國際資本流入，MAS 在 BBC 貨幣政策架構下，為維持新加坡元名目有效匯率指數

⁴ 參考 Sahi, Gurpreet Singh and Yingqiang Guo (2019), "Deposit Tracker: August Saw Modest Outflows," Goldman Sachs, Sep. 30; Bloomberg (2019), "Goldman Says Up to \$4 Billion Moved from Hong Kong to Singapore Amid Unrest," Oct. 3.

⁵ Nomura 表示，本年 8 月香港銀行之港元存款雖下降，惟美元存款上升，因此無法完全證實新加坡資金流入係來自香港資金流出，參考 Chan, Craig and Wee Choon Teo (2019), "Hong Kong: Pick Up in August USD Deposits," Nomura, Oct. 7。

(S\$NEER) 緩慢升值政策，進場干預買入美元，致本年以來新加坡元對美元略貶（見圖 2）。

圖 2 新加坡元對美元及 S\$NEER 指數變動

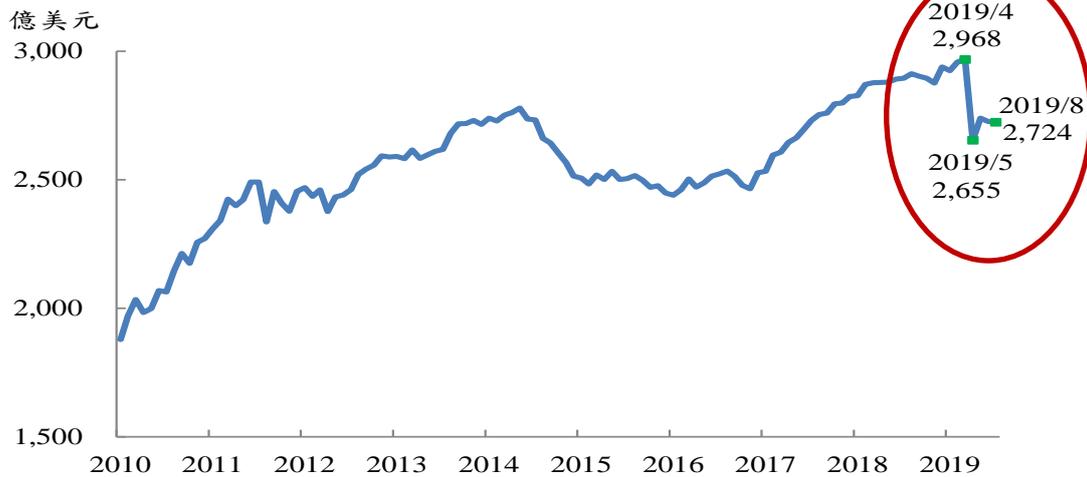


資料來源：Refinitiv Datastream

(二) MAS 買入美元將造成其外匯存底大幅增加，本年 5 月 MAS 評估官方外匯準備 (official foreign reserves) 最低水準為 GDP 65% 以上，而當時已超過該最低水準，故自官方準備中移出 450 億新加坡元 (約 314 億美元，其中絕大部分係外匯存底) 予新加坡政府投資公司 (GIC) 從事較長期之投資⁶ (見圖 3，新加坡外匯存底管理方式詳附錄 2)。

⁶ 參考 MAS (2019), "MAS Transfers S\$45 Billion to the Government for Long-term Investment," *Media Releases*, May 8.

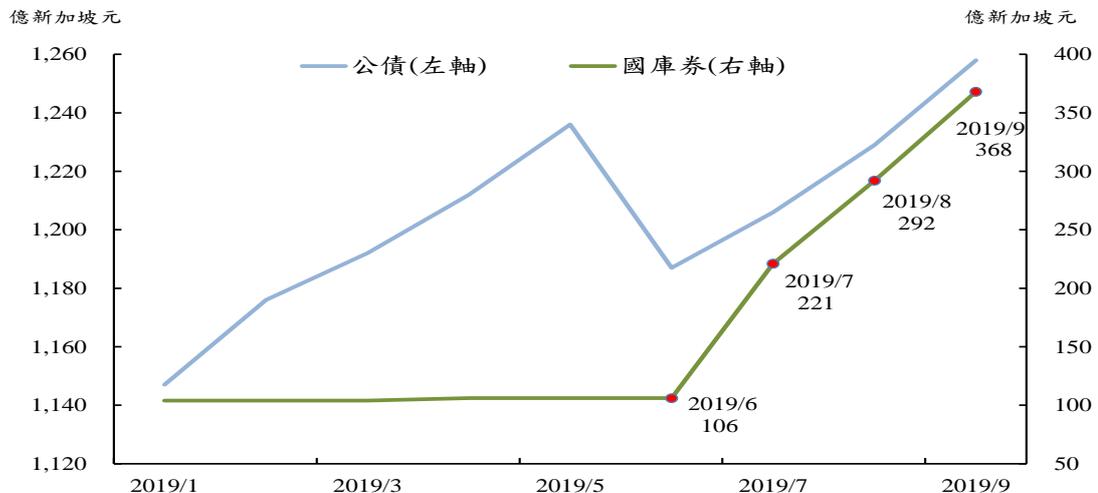
圖 3 新加坡外匯存底規模變動



資料來源：MAS

(三) 購買美元所釋出之流動性，MAS 主要以買賣斷公債、附買回操作，以及發行短期票券等貨幣市場工具進行調節。另本年 5 月 MAS 宣布為滿足市場對境內短期投資工具日益增加之需求，7 月起發行可由一般投資大眾持有之 6 個月期國庫券，逐步取代僅能由法人持有之 24 周 MAS 票券 (MAS Bills)⁷。本年 9 月底新加坡政府公債及國庫券之流通在外餘額較 6 月底分別增加約 71 億新加坡元及 262 億新加坡元 (見圖 4)，其中國庫券所增加者，大部分係來自 6 個月期國庫券。

圖 4 新加坡公債及國庫券流通在外餘額



資料來源：MAS

⁷ 參考 MAS (2019), "Issuance of 6-month Singapore Government Treasury Bills from July 2019," Media Releases, May 24。

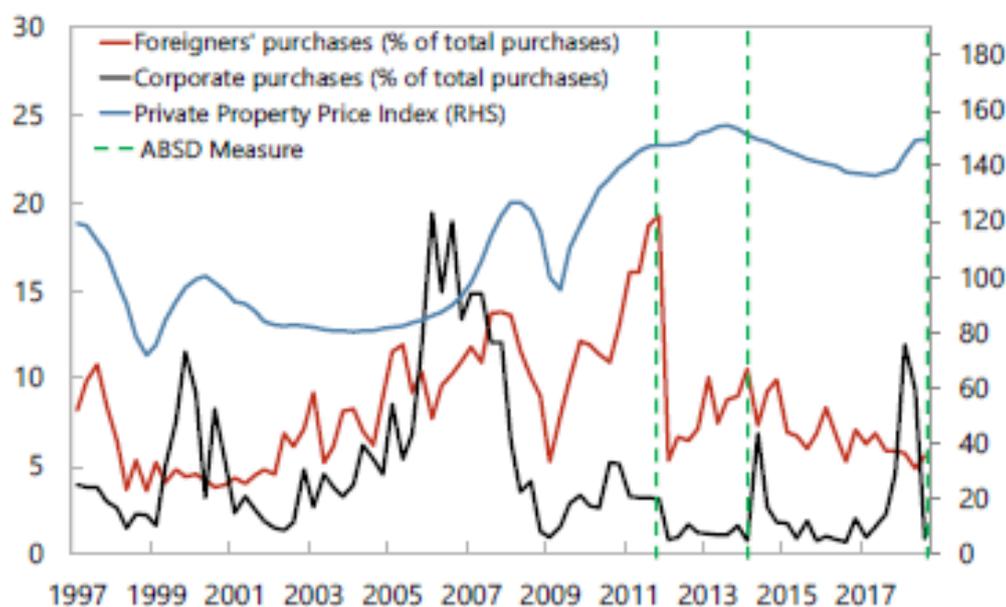
四、資本流入若推升房價，MAS 或採總體審慎措施因應

MAS 肩負該國金融監理職責，金融穩定為其法定任務之一；由於房地產市場對新加坡總體經濟與金融部門影響巨大，MAS 總體審慎措施多集中於房地產市場部門。

IMF 指出，2009 年美國推行量化寬鬆政策後，當時大量國際資本流入新加坡，國外買家進入該國房地產市場而推高房價，新加坡政府及 MAS 因此於 2011 年推出買方附加印花稅（Additional Buyer's Stamp Duty, ABSD）⁸等總體審慎措施，有效降低國外買家熱度，嗣後亦持續運用相關政策抑制房地產過熱現象（見圖 5）。

若本波國際資本流入再度進入該國房地產市場，預期有關當局亦將推出相應政策避免房地產出現泡沫化現象。

圖 5 MAS 總體審慎措施與新加坡房地產市場變動



資料來源：IMF (2019)

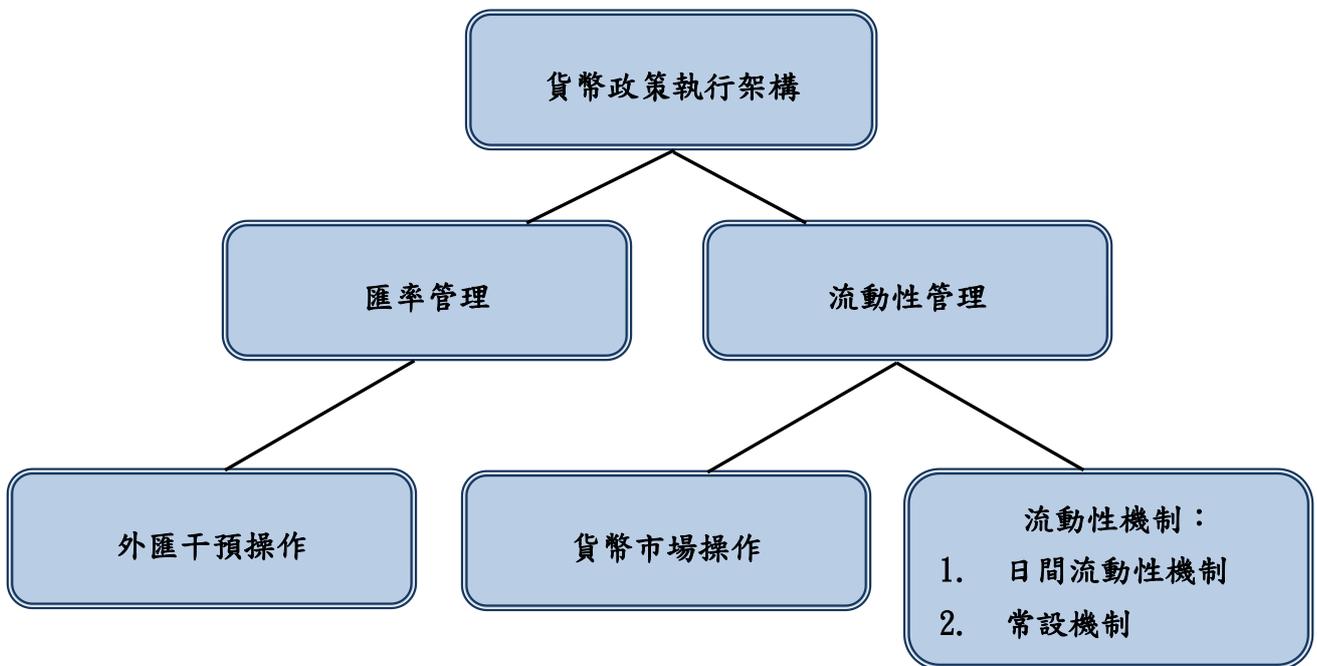
[資本流入;新加坡貨幣管理局;貨幣政策;外匯存底;總體審慎措施]

⁸ 外國人及非個人身分購買住宅物件均須繳交成交價或市值 10%(二者中取較高)的附加稅；已擁有住宅者的新加坡公民則須繳交 3%的附加稅。

附錄 1 新加坡貨幣政策架構簡介

MAS 採以匯率為基礎之貨幣政策，即管理新加坡元對一籃貨幣之名目有效匯率指數 (SSNEER) 之變動，MAS 主要依通膨預期壓力強弱，於外匯市場直接買入或賣出美元進行干預操作，引導匯率朝政策目標 (由每半年舉行一次之貨幣政策會議決定) 移動。外匯市場干預產生之流動性波動，則透過貨幣市場進行沖銷操作，另以流動性管理機制確保銀行體系流動性維持在適當水準 (見附圖 1)。

附圖 1 MAS 貨幣政策執行架構



資料來源：新加坡貨幣管理局 (MAS)

一、匯率管理

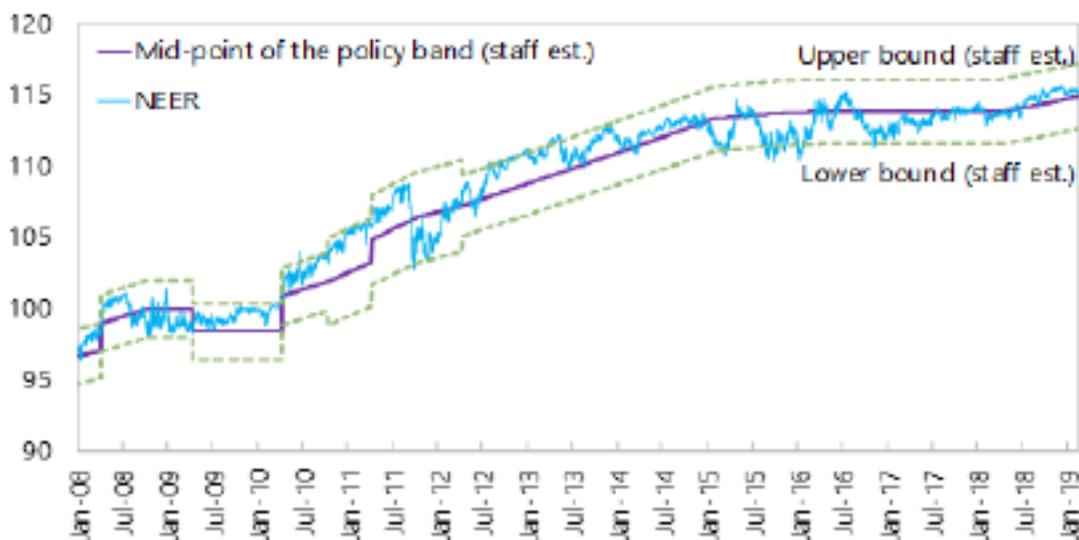
MAS 匯率管理機制的主要特點為，管理一籃貨幣 (Basket)、允許新加坡元匯價在特定區間 (Band) 波動，並逐步朝 MAS 匯率政策目標爬行調整 (Crawl)，故簡稱為 BBC 管理浮動匯率制度 (見附圖 2)。

Basket 係指 S\$NEER **一籃貨幣**指數之幣別組成，其權重主要考慮兩國間貿易重要性，如主要進口來源國或主要貿易競爭國之權重較高，惟 MAS 不對外揭露詳細幣別組合內容，僅於網站上公布 S\$NEER 指數歷史資料。

Band 係指管理 S\$NEER 指數於**目標政策區間**(target policy band)內波動，使匯價在有界的路徑 (bounded path) 內變動，以**強化 MAS 達成貨幣政策目標的能力**，同時允許 S\$NEER 在區間內由市場力量主導變動，亦為緩衝短期市場波動的機制。

Crawl 係指 S\$NEER 政策區間的斜率，**每半年舉行之貨幣政策會議決議區間斜率與寬幅**，確保匯率政策目標能符合經濟基本面。

附圖 2 IMF 估計之 S\$NEER 政策區間



資料來源：IMF (2019)

二、流動性管理

(一) 貨幣市場操作

MAS **每日執行貨幣市場操作**，惟並非如其他央行以調控利率或貨幣供給水準為目標，主要係用來**確保國內銀行體系具有充分的流動性**，得以滿足預防性 (precautionary) 與維持基本交割餘額 (settlement balances) 的需求。

每日貨幣市場**操作規模受 MAS 與銀行間的資金流動影響**，影響因子包括外匯市場**干預操作**、券幣發行、退休公積金與政府基金間的資金移轉，以及公債發行等因素。MAS 可使用之**貨幣市場工具**包含**直接銀行借貸、外匯互換、買賣斷公債、附買回操作**，以及**發行短期票券**等。

(二) 流動性管理機制

每日貨幣市場操作提供廣泛的流動性調控，MAS 另以**日間流動性機制**（Intraday Liquidity Facility）及**常設機制**（Standing Facility）微調銀行體系流動性，以**最小化隔夜利率之日間波動**，並確保**可提供銀行體系急迫的流動性需求**。

日間流動性機制適用於參與新加坡即時總額交割系統（MEPS+）之金融機構，以公債或 MAS 票券之附買回交易取得日間新加坡元融資需求。

常設機制則為雙向貼現機制，由 MAS 提供 MEPS+會員隔夜存款或以擔保品借款。

附錄 2 新加坡外匯資產管理簡介

新加坡財政部表示，準備資產為該國未來發展的關鍵資源，除作為因應未知天災、戰爭、經濟危機的防禦外，其投資收益亦為政府財政的重要來源，並分別委由**新加坡貨幣管理局 (MAS)**、**新加坡政府投資公司 (GIC Private Limited)** 與**淡馬錫控股 (Temasek Holdings)** 管理⁹；其中**GIC** 係 1981 年獨立於**MAS** 外另行成立之外匯資產投資機構，主要係時任副總理兼 MAS 主席吳慶瑞 (Goh Keng Swee) 認為，該國**外匯存底快速增加**，應善用於**投資長期、高收益商品以增進國家財富**。該國外匯資產管理機構說明如次。

一、新加坡貨幣管理局 (MAS)

MAS 負責**管理官方外匯準備** (official foreign reserves, 即 SDR、存放 IMF 準備、黃金與外匯存底)，以傳統保守方式**投資流動性較高之金融資產**。

二、新加坡政府投資公司 (GIC Private Limited)

GIC 為新加坡政府持有之私部門企業，依新國**財政部撥補之外匯準備進行投資**¹⁰，目的係為**維持該國外匯準備資產之國際購買力**，**投資股權或類股權商品比率超過 50%**。GIC 以賺取基金管理費為其收益，性質可歸屬於**主權財富基金** (sovereign wealth fund)。

GIC **不公布其資產規模**；新國財政部表示，MAS 與淡馬錫均揭露管理資產規模，公布 GIC 管理資產規模等於完全揭示該國所有準備資產，此將使新幣在金融動盪時期更容易遭受投機性攻擊，故僅公開表示其資產規模超過 1,000 億美元。

⁹ 參考新加坡財政部網站說明文件。

¹⁰ GIC 管理資產中部分係移轉自新加坡中央公積金 (CPF) 投資部位。CPF 僅能投資新加坡政府發行之特殊新加坡政府公債 (SSGS)，政府發行 SSGS 取得之資金由 MAS 轉換為外幣後委由 GIC 進行投資管理，此部分所要求報酬率至少為 SSGS 之票面利率 (利率與 CPF 退休金會員帳戶保證利率相連結，平均利率估計約 3~4%)。

三、淡馬錫控股 (Temasek Holdings)

淡馬錫成立於 1974 年，為新加坡政府獨資成立之投資公司，主要進行策略性股權投資，成立初期係為協助新加坡本土企業發展，2002 年開始投資亞洲國家標的，2011 年擴大全球投資；2018 年投資組合中先進經濟體配置 60%，新興國家配置 40%。