

# 匯率論劍：央行的繳庫任務

- 主題：匯率政策研討會
- 時間：2014年1月17日(星期五)
- 地點：中央研究院經濟研究所慕寰廳



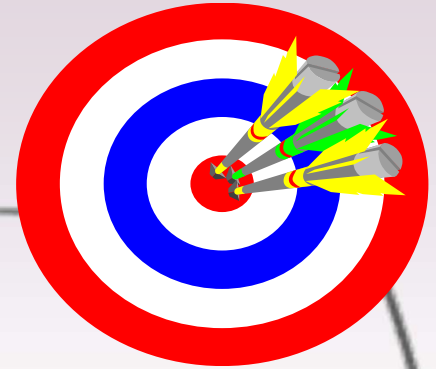
- 林建甫 Chien-fu Jeff Lin
- 台灣大學經濟學系教授
- 台灣大學人文社會高等研究院副院長
- Facebook e-mail: [clin@ntu.edu.tw](mailto:clin@ntu.edu.tw)
- Blog: <http://www.wretch.cc/blog/clinjeff> 無名小站
- URL: <http://homepage.ntu.edu.tw/~clin/>

# 林建甫簡歷

- 其他現職：
  - 經濟部產業發展諮詢委員
  - 財政部所屬事業移轉民營評價委員會諮詢委員
  - 考試院退撫基金委員會諮詢顧問
  - 陸委會諮詢委員
  - 海基會顧問
  - 國家政策研究基金會財金組召集人
  - 台灣經濟研究院董事
  - 台灣櫃買中心董事
  - 台灣競爭力論壇總召集人
  - 台灣經濟學會理事
  - 中國時報、工商時報、經濟日報、旺報、理財周刊主筆
- 經歷：
  - 台灣證券交易所常駐監察人 2012~2013/7
  - 總統府財經諮詢小組委員 2008~2012
  - 行政院經濟部貿易調查委員 2006~2012
  - 金融消費爭議案件評議委員會委員 2008~2011
  - 行政院衛生署健保精算委員 2006-2010
  - 台灣經濟學會副理事長 2007
  - 台大經濟系主任 2000/8~2004/7
  - 行政院國家發展研究班第三期結業(副學員長) 2003/7~2003/9
  - 德國自由大學客座教授 2003/1至 2003/2
  - 德國DAAD獎學金訪問教授 2003
  - 考試院考選部典試委員 2000至 2003, 2002年為高考三級暨普考財經組召集人
  - 台灣經濟學會理事 2000/1至 2002/12; 2006/1至 2007/12
  - Salzburg Seminar 研究員 1998, 2005
  - 美國芝加哥大學 (University of Chicago) 研究 1995/9至1996/8
- 博士論文指導教授 Clive W. Granger 2003 榮獲諾貝爾經濟獎



# 大綱



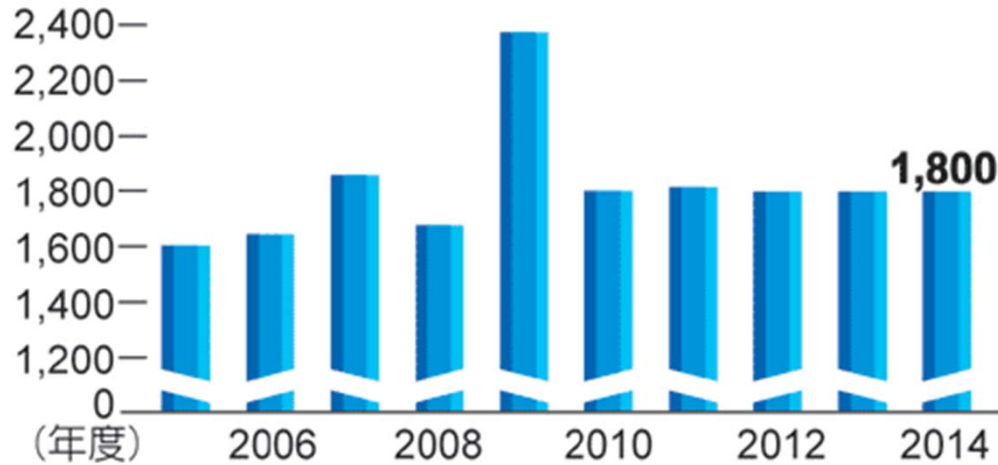
- 前言
- 績效
- 王伯達觀點
- 學術文章
- 貨幣超發？
- 問題
- 政策建議

# 前言

- 匯率是兩國貨幣交換比率
- 匯率是兩國貨幣的購買力比較
- 匯率應以國際收支平衡為目標
- 外匯存底多寡值得討論
- 流血輸出不應該
- 政府不該依賴央行繳庫來彌補稅收的不足或財政的赤字——**央行的繳庫任務**。

## 央行近十年繳庫盈餘

單位：億元

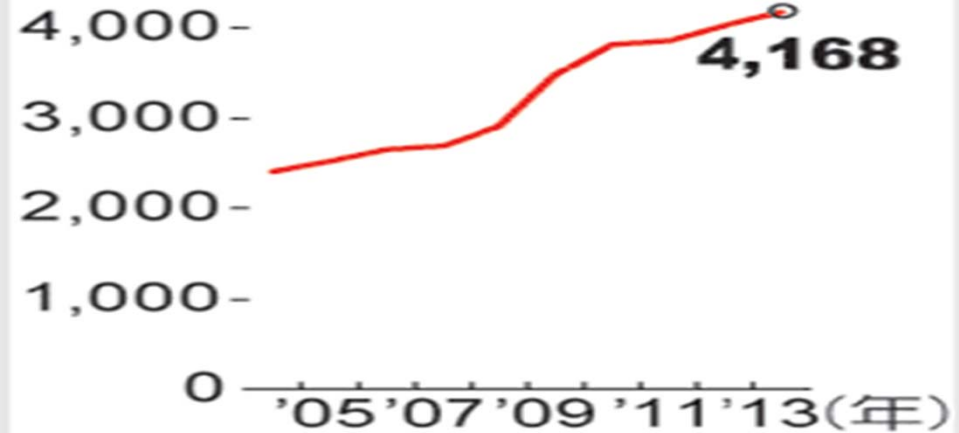


註：2013、2014年是預算數

資料來源：中央銀行

## 我國外匯存底

單位：億美元



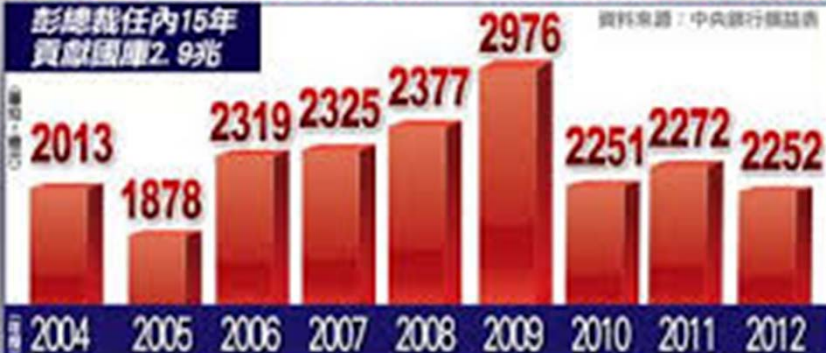
註：統計為各年期末餘額

資料來源：中央銀行

## 每年暴賺2000億 央行賺錢神話

彭總裁任內15年  
貢獻國庫2.9兆

資料來源：中央銀行儲蓄表



三立新聞網

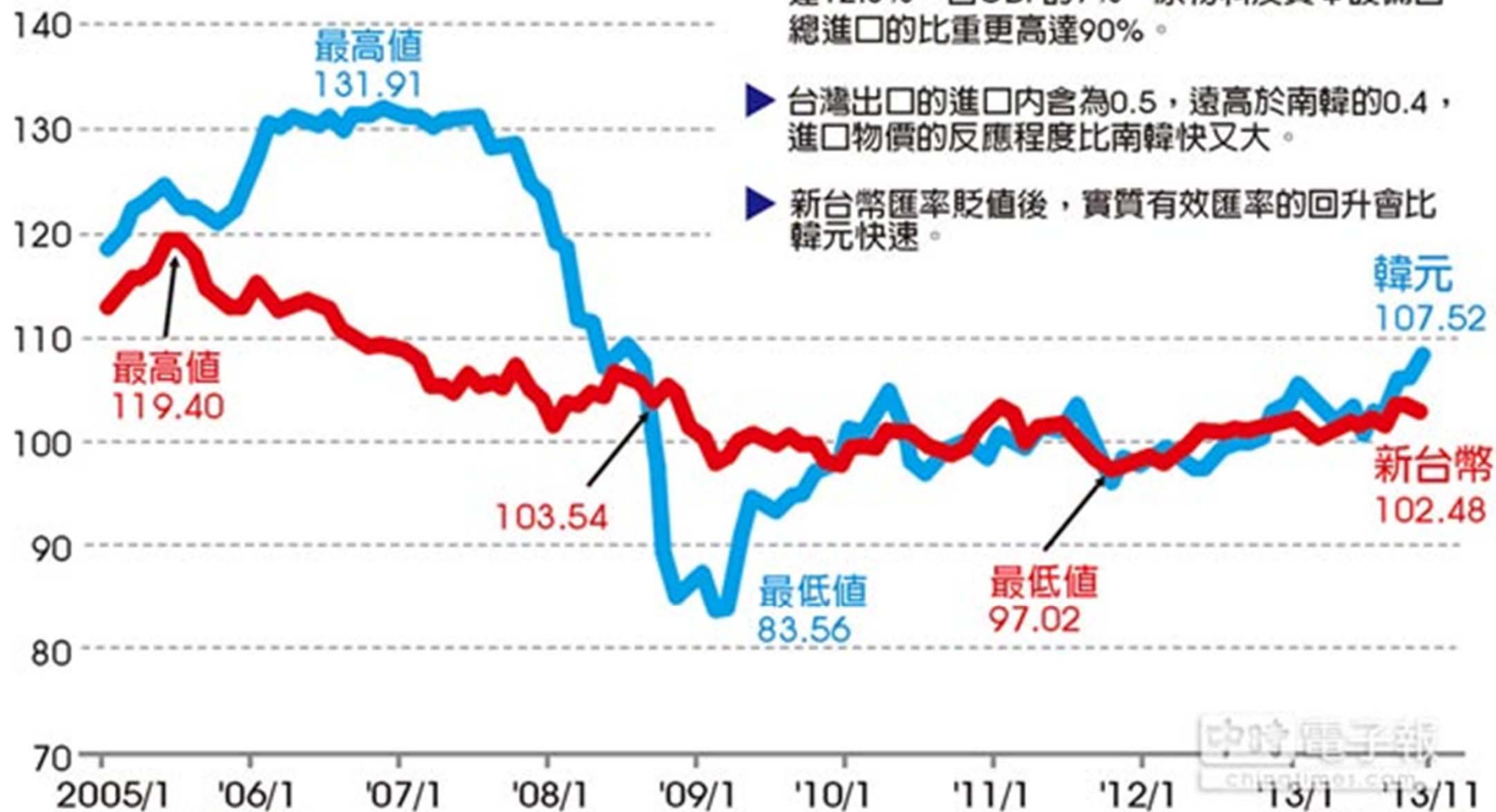
## 央行賺錢 卻衝擊經濟民生

- 衝擊一 該升息而未升 讓民眾存款縮水
- 衝擊二 台幣匯率不升 對外購買力大減
- 衝擊三 存放款利差低 金融業獲利困難
- 衝擊四 賺不到利息 全民競逐高風險資產
- 衝擊五 匯率長期偏低 扼殺內需產業
- 衝擊六 台幣續貶 全民身陷外匯風險

三立新聞網

# 新台幣與韓元實質有效匯率指數比較

BIS指數 (2010年=100)



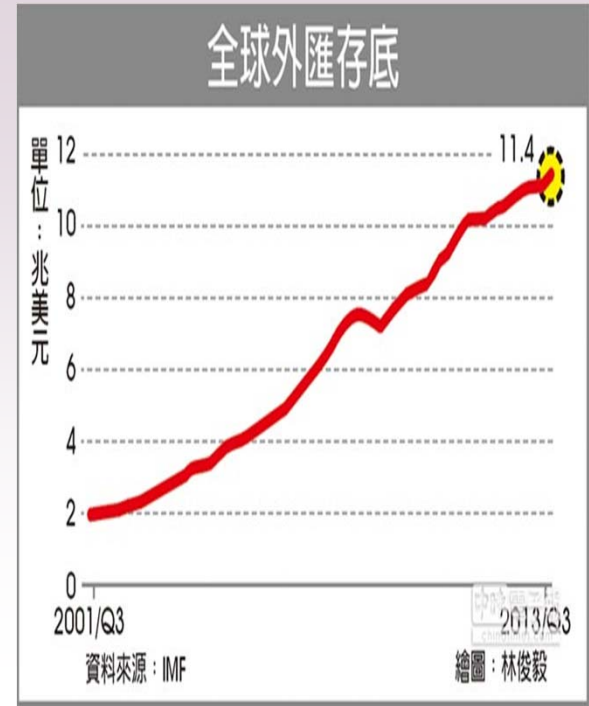
- ▶ 台灣缺乏天然資源，原油進口占總進口的比重達12.3%，占GDP的7%。原物料及資本設備占總進口的比重更高達90%。
- ▶ 台灣出口的進口內含為0.5，遠高於南韓的0.4，進口物價的反應程度比南韓快又大。
- ▶ 新台幣匯率貶值後，實質有效匯率的回升會比韓元快速。

資料來源：中央銀行

繪圖：陳友齡

# 流血輸出

- 兩岸都一樣
- 經濟發展了，賺一大堆外匯存底，  
環境污染了，只見到國在山河破，  
社會貪婪了，更見到不均的嚴重。



匯率論劍

央行的繳庫任務  
探討



# 績效： 一年兩千億

- 為國庫賺2千億...存款增46萬

- 記者崔慈悌 中時電子報 - 2013年4月11日

....中央銀行每年為國庫賺進2千億元，不過監察院昨（10）日公布廉政專刊，央行總裁彭淮南申報的財產，與去年相較，一年來存款僅略增46萬元，有價證券仍然掛零。理財方式同樣只靠存款的主計長石素梅，則是增加了168萬元。

....

審計部日前公布去年度國營事業經營情況，中油等7個國營事業虧損達1,067億餘元，還好中央銀行操作績效良好，外匯投資債券等收益達2,253億元，不僅全數賺了回來，還讓全體國營事業去年盈餘達到1,779多億元，超出預算數。

....

# 績效： 央行15年賺2.9兆

- 博士級團隊操盤 央行15年賺2.9兆
- 記者盧冠誠 自由時報 2013-4-9
- 中央銀行自結盈餘出爐，去年盈餘達二二五三億元，連續七年突破兩千億元大關。央行總裁彭淮南（見圖，資料照）上任至今十五年來，央行累計為國庫賺進二·九兆元，可蓋六條台灣高鐵，或五十座台北一〇一大樓。
- 彭淮南自一九九八年二月臨危受命接下央行總裁一職，當年央行盈餘僅八七五億元，但由他領軍的外匯局，全年無休透過國際金融市場操作，央行盈餘已連續七年突破兩千億元。.....
- 5.6%報酬率 操作高竿
- 據了解，央行有一組十餘人，多是博士級的外匯交易團隊，其中一組去年以五億美元操作，獲利達兩千八百萬美元（逾台幣八億元），面對詭譎多變的國際匯市，繳出五·六%報酬率，操作能力算相當高竿。
- 央行並非一直都是國庫金雞母，像一九八七到一九九〇年就沒有盈餘繳庫。翻開央行損益表，外幣資產運用收益為營業收入主要來源，營業支出則會受到沖銷政策的利率費用影響。
- 央行去年大舉沖銷市場游資，發行定存單未到期餘額一度突破七兆元歷史新高，龐大利息費用壓力下，要維持盈餘表現，就必須從收入面著手，這也是彭淮南只要國際金融市場有營業，即使假日都會自動到央行加班原因之一，除了關注全球經濟動態外，他不想放棄任何幫國家賺錢的機會。對於外界常誤解央行為達成盈餘目標，進一步壓低雙率（匯率、利率），實際上卻無必然關係，去年新台幣兌美元升幅近四%，不過央行盈餘仍與前年二二七三億元相當。....

# 王伯達的觀點

- 央行在2012年賺了新台幣2,273億，而在過去的十五年賺了2.9兆新台幣，就絕對金額來看這確實是十分驚人的，因為台灣政府在2013年的歲出預算也不過是1.94兆新台幣而已，也就是說政府花的100塊裡面就有11.7塊是央行賺來的。
- 以2011年的央行損益表來看，央行最主要的收入是利息收入，支出的部分則是利息費用。也就是說，央行的獲利方式就是來自於外幣資產的利息收入以及新台幣負債之間利息費用的差額。當外幣利率越高，新台幣利率越低，那麼央行就能夠創造更多的獲利。

<http://www.potawang.com/central-bank-stole-your-mone/> (王伯達的相談室)

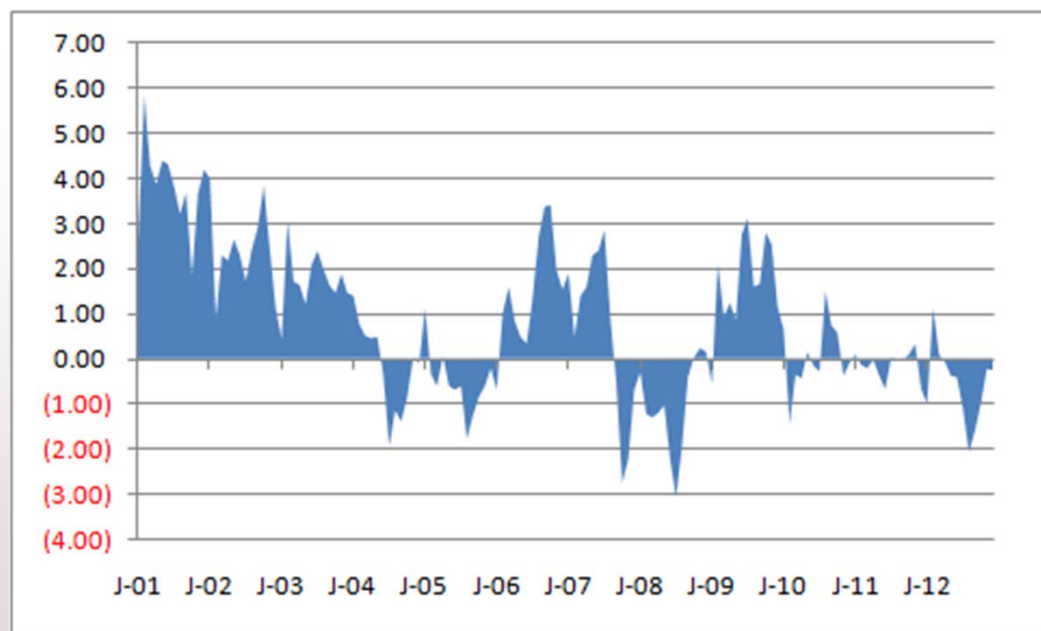


作者：王伯達

著有民國100年大泡沫、美元圈套、預見未來及誰把台灣經濟搞砸了等書。現為壹週刊及Money雜誌專欄作家。聯絡方式: pota.wang@gmail.com

## 王伯達的觀點(續)

- 自2004年6月以後到2012年12月的103個月間，台灣有56個月是處於負利率的環境，也就是一年期的定存利率低於消費者物價指數年增率的狀況。



註:實質利率為一年期定存利率-消費者物價指數年增率，一年期定存利率係採用台灣銀行的數據

## 王伯達的觀點(續)

- 央行與一般老百姓之間出現了利益衝突的問題，因為央行持有新台幣負債，而我們則是持有新台幣資產。如果新台幣的利率提升，央行的利息會增加，獲利就會因而減少，但這對於持有新台幣的我們來說其實是比较有利的。
- 央行在2012年創造了2,273億新台幣的獲利，這一年的一年期定存利率是1.3555%，而全年的消費者物價年增率是1.93%。同一年度，台灣的定期存款總額約為21.16兆新台幣(M2-M1B)，台灣整體民眾因為負利率而損失的利息收入為1,215億新台幣，這還不計入活期儲蓄存款的部分。

## 王伯達的觀點(續)

- 從絕對金額來看是很驚人沒錯，然而從投資報酬率來看，12兆新台幣的資產創造了2,273億新台幣的獲利，報酬率不過是1.894%而已(2273億/12兆)。
- 驚人的獲利數字不是來自投資的效率，而是來自龐大的外匯存底基礎。只不過如果還富於民，讓民眾能夠獲得應有的利息，對於這整個經濟體所能夠創造出來的利益，應該是遠遠的大過於這1.894%吧。
- 當然，若再考量弱勢匯率與負利率所帶來的危害，台灣所付出的代價可是遠遠的超過這每年2,000多億的盈餘。

## 王伯達的觀點(續)

- 當國際收支出現順差，一則反應在貨幣的升值，不然就是反映在外匯存底的累積，中間的差異就取決於各國的央行是否進場買匯干預匯率。

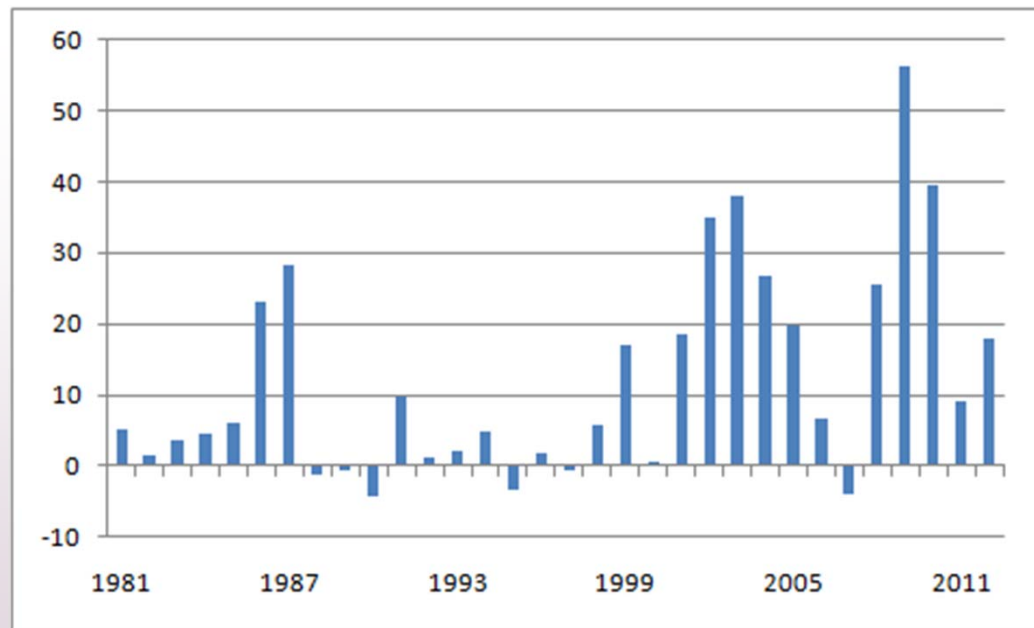


圖:台灣國際收支呈現長年順差 單位:十億美元

## 王伯達的觀點(續)

- 2000年的實質有效匯率指數約在125左右，而到了2012年則是滑落到了100上下，新台幣的實質購買力並不像前述兌美元呈現升值的狀態，反到是貶值了將近20%左右，而是從1990年來看更是貶值了近35%。所以，與其說新台幣是相對穩定的貨幣，實際上應該說新台幣是一個穩定貶值的貨幣更為貼切一點。



圖：新台幣實質有效匯率1990~2013



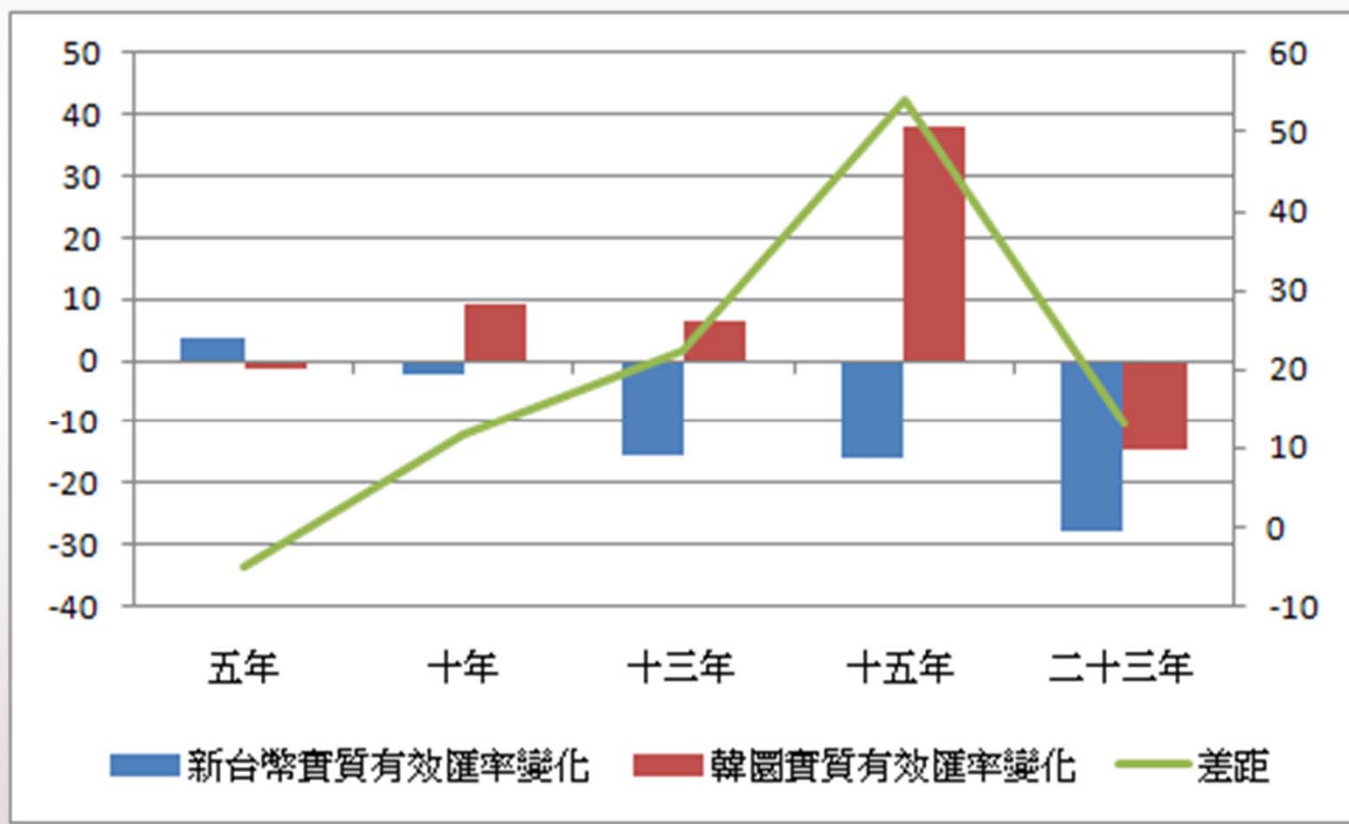
圖：新台幣實質有效匯率2000~2013

[www.digalpha.com](http://www.digalpha.com)



## 王伯達的觀點(續)

- 韓圓在過去20幾年升值幅度遠超新台幣



左軸：新台幣與韓圓升貶幅度，單位：%；右軸：新台幣與韓圓升貶幅度差距，單位：%

## 王伯達的觀點(續)

- 新台幣被人為控制阻升期間，外匯存底快速累積

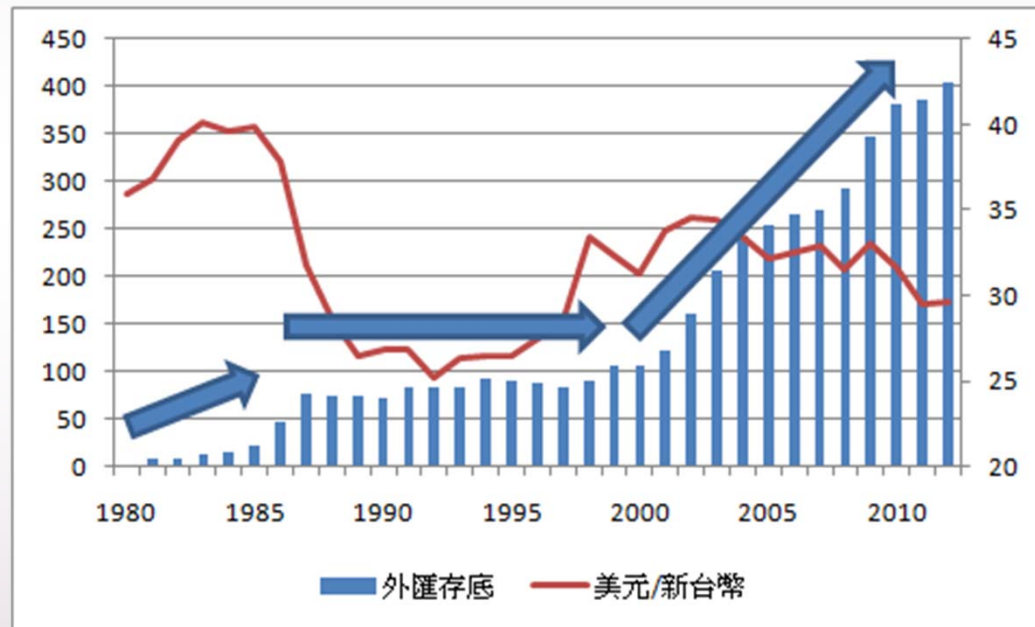


圖:新台幣匯率與外匯存底  
左軸:外匯存底，單位:十億美元；右軸:美元/新台幣，單位:元

# 學術文章

## (一)

### 繳庫盈餘與央行的貨幣及匯率政策

作者：劉彥汝, 碩士論文, 指導教授：王泓仁; 陳南光

本研究探討繳庫盈餘對台灣央行貨幣及匯率政策的影響。首先建構一個小型開放總體經濟模型，推導出加入繳庫盈餘限制的利率及外匯干預反應函數。由理論發現，繳庫盈餘對央行政策執行的影響會與央行主要經營目標相抵觸。接著，使用 Caner and Hansen (2004) 以及 Kourtellos et al. (2011) 門檻迴歸模型，分別以匯率及繳庫盈餘為門檻變數，估計台灣央行的雙率政策。結果發現，央行的政策對於匯率及繳庫盈餘具不對稱性反應。在台幣升值或繳庫盈餘上升期間，央行採行寬鬆貨幣政策以降低利率或買進外匯讓台幣貶值，進而提高盈餘；反之，在台幣貶值或繳庫盈餘下降期間，則無顯著的相同反應。這些影響說明央行的政策可能會因要達成繳庫盈餘的目標而改變。此外，本研究更發現，1998年後繳庫盈餘對央行政策執行的影響更加顯著。

## 學術文章(二)

- 台灣匯率制度初探
- 陳旭昇與 吳聰敏, 2008, 經濟論文 36 卷 2 期P147~182
- 本文的目的是分析台灣1980年以來的匯率政策。台灣央行宣稱, 匯率政策的目標是追求「動態穩定」, 但一般咸認, 防止升值也是央行的重要政策。本研究以匯率及外匯存底變動的資料證實以上的看法。央行的匯率干預是否有效, 文獻上一直有爭議。本文的實証分析發現, 阻升政策對於經濟成長並無明顯助益, 而央行的匯率干預政策也無法有效地穩定匯率波動。最後, 我們發現央行的匯率干預, 特別是1986--1989年間的「緩升政策」, 造成龐大損失。

## 學術文章(三)

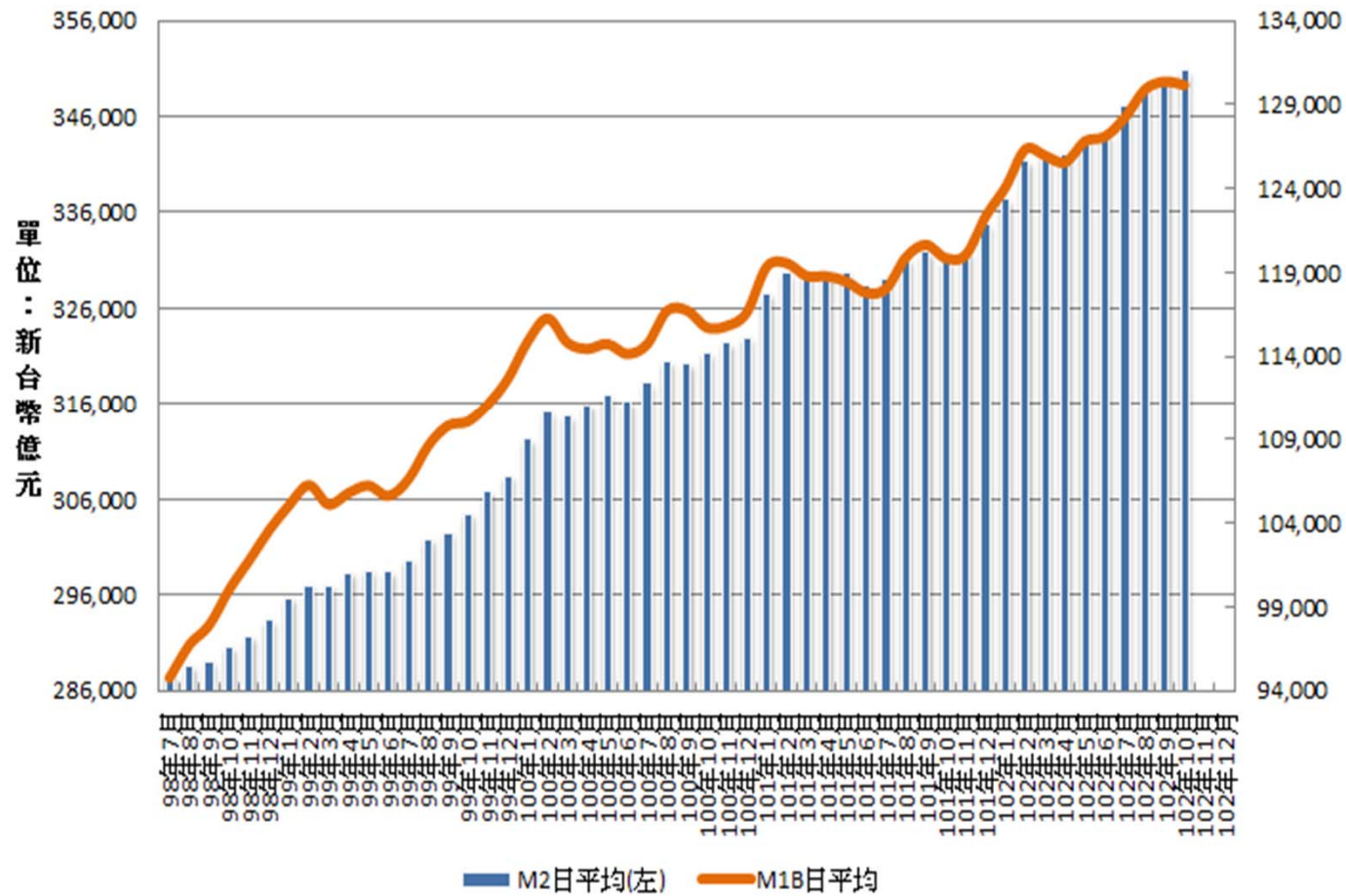
- 再探台灣匯率制度
- 吳致寧·黃惠君·汪建南·吳若瑋, 2008, 經濟論文 40 卷 2 期 P261~288
- 貨幣高估或低估取決於均衡匯率與名目匯率間之相對變化。本文以考慮 Balassa-Samuelson 效果之貨幣學派模型, 重新探討台灣1980年以來的匯率制度與政策, 分析匯率干預是否有助於匯率穩定與經濟成長, 及探討央行匯率干預的利潤與損失。實證結果指出央行在1980:12-1987:05之期間採新台幣阻升政策, 在1987:06-1997:11之期間採阻貶政策, 然在1997:12-2010:06之後亞洲金融危機期間則採維持匯率均衡穩定政策。新台幣阻升政策使名目匯率波動加劇, 使央行蒙受巨額之干預損失, 然阻升政策有助於經濟成長。在後亞洲金融風暴期間 (1997:12-2010:06) 及全樣本期間下, 匯率干預大致縮小名目匯率波動, 且央行在此二時期之干預利潤為正。

## 學術文章(四)

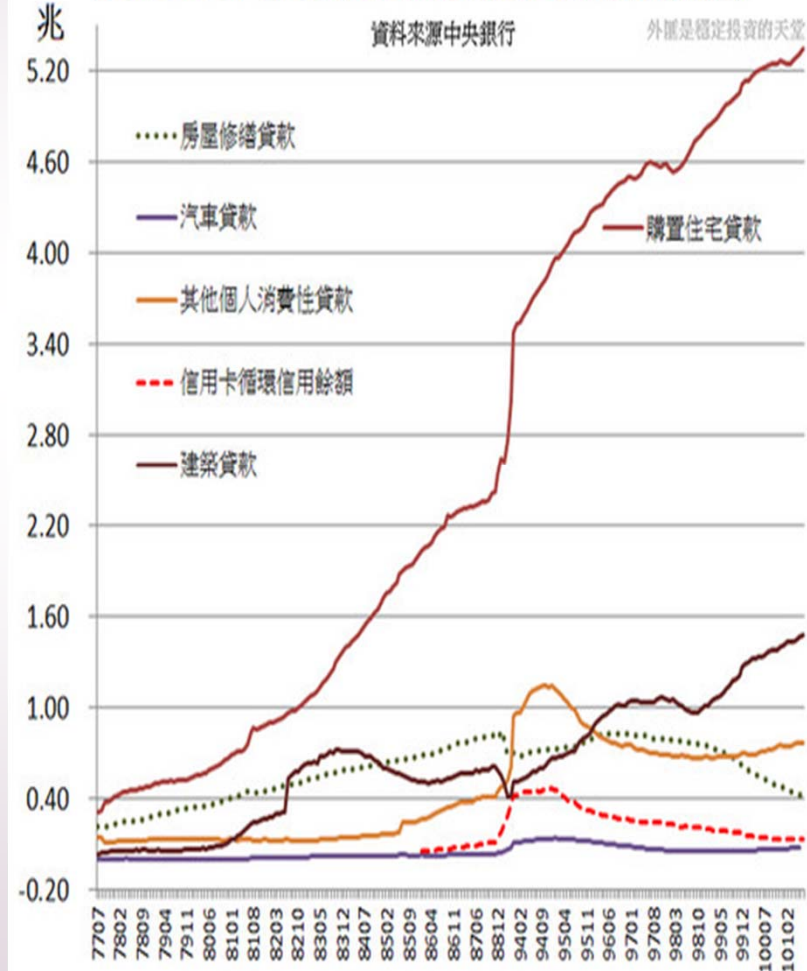
- 台灣貨幣政策法則之檢視
- 陳旭昇與 吳聰敏, 2010, 經濟論文 38 卷 1 期P33 – 59
- 本文的目的是分析台灣1981年以來的貨幣政策法則(monetary policy rule)。透過估計貨幣政策反應函數，我們有如下的發現：(1)1981-1997年，台灣央行的貨幣政策可用貨幣成長率法則(money growth rule)予以刻劃，反之，1998-2008年，則以利率法則(interest rate rule)較能適切說明台灣貨幣政策。(2)台灣央行於1999年後可能採用不對稱的非線性利率法則。亦即新台幣升值時，干預外匯市場，採寬鬆貨幣政策；新台幣貶值時，央行不阻貶，甚或可能推波助瀾地助貶。

# 貨幣超發？

## 台灣貨幣總計數



## 1988~2012年台灣消費貸款及建築貸款總額變化圖



# 孫震觀點

- 2013-5-14 旺報
- ...1980年代開始商品價格卻始終不上漲，因為全球化後商品的擴大大自由流動，關稅也降低，各種管制放寬，你一漲，別國的商大自由流動，關稅也降低，各種管制放寬，你一漲，別國的商品就進來競爭，所以商品價格的膨脹率下降。這幾年利率下降、貨幣數量增加，商品價格卻還是不上漲，但資產價格卻拚命上漲。彭淮南總裁把利率弄得那麼低，怎麼能怪民眾一直去買房呢？利率低借錢便宜、房價又注定上漲，當然要去買房子。金融決策者看到貨幣數量增加物價卻不漲，以為自己太厲害了，就鼓勵更多國家增加貨幣供給，造成貨幣氾濫，成為現在許多經濟問題的主要根源。

Read more: <http://www.want-daily.com/portal.php?mod=view&aid=73222#ixzz2qIdWs97t>



# 林建山觀點

## 超發貨幣 台灣經濟未爆彈

林建山 2011/03/09 經濟日報名家觀點

....至於台灣的情況，1986年M1占比19.08%、M2 38.1%，屬於「極其健康」的國家。但在新台幣廉價貶值之後，1999年M1升到48.99%，M2則衝高到192.9%；2005年M1達67.78%，M2破211.05%。到了2011年第一季度，M1占比已直逼77.6%的高標，M2占比更是誇張到了259.3%，已是所有亞洲國家之最。

先進國家一向對M2年均成長率設定玻璃天花板上限，嚴格控制在與GDP成長率同步的個位數水準。但在最近幾年，央行阻升新台幣，等同給予外匯炒家「特別提款機」，更進一步來看，則是犧牲外匯存底，變身為龐大的國內貨幣供給，使M2年成長飆升到20%以上，埋下經濟不安定的超級炸彈。

M2膨脹結果，必會導致一國貧富差距擴大，結果就會像今天的台灣社會一樣，政府愈來愈關注貧富差距問題，並信誓旦旦地承諾要改善這問題，以致引起富人恐慌，加速海外置產甚至移民。不過，更值得重視的是M2/GDP指標值所可能引發的通貨膨脹問題。.....

# 央行觀點

## 勿僅以貨幣數量斷言會發生通膨

- 許國勝(央行經濟研究處金融統計科科長) 經濟日報 2011.03.16  
...經詳查IMF的官方文獻，迄今尚未發現有林文中所提到以M2/GDP判斷經濟體是否健康的原則或建議數值。

事實上，因國情不同，各國貨幣定義有別，如我國的M2含郵匯局存款、外匯存款、退休優利存款及基層金融機構存款等，與其他國家的M3或更廣義之貨幣定義較接近；林文以M2/GDP比率做國際比較，並不恰當。例如，我國因沒有M3，如果將其他國家歸類在M3定義中的郵政儲金、退休優利存款、基層金融機構存款及外匯存款從M2中剔除，則我國2010年M2/GDP比率將由221%大幅下降至153%。

此外，因金融體系結構不同，各國的金融中介方式不一，英、美等國金融中介依賴直接金融，該比率一般較低；我國、中國大陸及日本金融中介則依賴間接金融，由於金融機構為辦理放款，吸收存款較多，該等國家M2/GDP比率因此較高。

香港則因金融交易量大，資金流入較多，其M2/GDP比率亦較高。正因為這個緣故，經濟學家通常以M2/GDP比率來說明各國金融結構或發展的差異。鑒於影響各國M2/GDP比率的原因不盡相同，因此在採用此比率衡量一國貨幣數量的合宜程度時，也應考量各國經濟結構與金融體系的差異，僅以單一比率的高低來評估一國經濟金融現象，難免容易產生偏差。....

# 問題：

## 繳庫貢獻可能不穩定

- 彭把央行變金庫 14年貢獻國庫2.67兆
- 記者盧冠誠 Aug 22 2012

.....

央行主要收入來自外匯存底投資運用收益，支出則是利息費用和提存準備，**外界常誤解央行為達成盈餘目標，進一步壓低匯率及利率，實際上並無必然關係**，因為去年新台幣匯率升值○·三%，央行利息費用也較前年增加二二○億元，但盈餘還是提升。

央行官員強調，央行以穩定物價及促進金融穩定為主要目標，營運特性須考量總體經濟面，盈餘則受國內外金融情勢影響甚鉅，具高度不確定性。官員表示，外幣資產運用收益為營業收入主要來源，影響收益的各項因素，包括營運量、主要外幣利率及匯率，均非央行所能完全掌握，而營業支出也會受到沖銷政策的影響。

儼然為國庫金雞母的央行，近幾年都編列一八○○億元繳庫目標，但央行今年預算盈餘僅一二三二億元，扣除提存法定公積二四八億元後，距離一八○○億元還差八一六億元，這部分則由過去的累積盈餘來補。

央行繳庫盈餘 占歲入逾十%

**不過，財金官員表示，央行繳庫盈餘占政府歲入已突破十%，凸顯國家財政並不健康，一旦央行無法達到盈餘目標，就會嚴重衝擊財政，因此，政府歲入仍應以稅收為主。**

# 問題：公積金該留多少？

- 立委批央行獨善其身 彭淮南：盈餘有高度不確定性 該繳已繳庫
- 鉅亨網記者尹慧中 2013-10-29

行政院長江宜樺今(29)日率內閣於立院答詢。民進黨立委薛凌質詢指國家財政困難之際央行不能「獨善其身」年度盈餘、法定公積是否確實繳庫。央行總裁彭淮南則引述中央銀行法指出一切依法，該繳的7月就已繳庫，另考量央行盈餘有高度不確定性、央行的營運健全有助於國家穩定，因此保留法定公積有必要性。

立委薛凌今天質詢江揆部會是否不應自己有「小金庫」，江揆贊同。而立委話鋒一轉提及國家財政困難之際，央行不能「獨善其身」。

隨後，由央行總裁彭淮南親上火線回應立委質疑有816億元未繳庫，他先引述中央銀行法指出一切依法，委員所提去年度累積盈餘應提816億元部分，當時依法移撥下個年度，且今年7月初就已全數繳庫。

他強調，央行盈餘有高度不確定性，央行在76至79年四年間當時因「新臺幣對美元大幅升值」使當時外幣資產折成新臺幣大幅減少，為沖銷「兌換差價準備借差」曾無盈餘繳庫，且當時財政部國庫署曾要求應考量匯率對盈餘之影響，減少預算盈餘編列。

立委又追問，央行累積法定公積已是相當資本額8倍之數部分。彭淮南則回說，由於外匯存底4000億美元以上，且另有提列外幣資產的兌換損失準備，保存法定公積有必要，央行的營運健全有助於國家穩定。

據行政院今年8月22日院會通過明年度國家總預算與施政計畫，中央政府總預算歲入歲出差短2099億元，總差數為2739億元；而歲入編列1兆7308億元，其中，央行繳庫為1800億4627萬元，佔歲入比重逾1成。

# 問題：委外操作多少？可能虧損？

20年來首見 外匯存底委外操作虧損

記者羅兩莎 聯合報 2013.11.12

中央銀行總裁彭淮南昨天說，央行外匯存底有百分之三是委外操作，今年受到美國量化寬鬆（QE）退場疑慮影響，美國公債價格下跌，一至九月委外操作部分出現虧損，這是過去二十年來第一次出現虧損。不過，他表示，央行已經採取因應措施，把縮短持有公債的存續期間，以降低風險，十月分已經由虧轉盈。

國民黨立委羅明才昨天質詢彭淮南，央行外匯存底操作是否有委外？績效如何？彭淮南回答，外匯存底委外操作，過去五年來平均投資報酬率為百分之五點七七；但因美國聯準會主席柏南克在今年五月分釋出量化寬鬆可能退場訊息，造成公債價格下跌，導致今年前九月外匯存底委外操作績效出現負數。

彭淮南說，跟四大政府基金不同，央行外匯存底不能投資股票，只投資公債，風險較低；以往委外機構的報酬率非常高，甚至比美國公債兩年期公債高出三、四個百分點。十月底外匯存底為四千一百五十六億美元，其中百分之三委外操作，委外金額約一百二十四餘億美元。央行官員說，從整體比例來看，委外損失影響非常小，且目前狀況已經回歸穩定，民眾不需擔心。

彭淮南表示，委外操作的好處是：第一、央行可以拿委外機構的操作績效與央行績效做評比。第二、委外機構會提供很多資訊給央行。第三、央行可以注意對方的策略、互相切磋，以及提供培訓人才等等。

# 問題：績效好只得年度模範公務人員

- 央行首席交易員張壽福 3年為國庫賺進20億
- 鉅亨網新聞中心（來源：聯合報系） 2012-12-28  
行政院長陳冲昨（27）日頒獎給年度模範公務人員，讓中央銀行外匯首席交易員張壽福首度曝光。

張壽福不僅多次襄助央行總裁彭淮南力退投機熱錢，他率領的外匯小組近3年為國家賺20億元，在景況低迷時刻績效耀眼。

張壽福表示，彭總裁授權5億美元「本金」給操作小組，光今年獲利即達2,800萬美元（約新台幣8億元），算下來獲利率約5.6%。

至於操作外匯屢戰屢勝的秘訣，張壽福歸功於彭淮南領導，以及幕後有10餘人、多是博士的專業研究分析團隊；他也指出，外匯操作難免有當沖，但多半長期持有，因此特重趨勢分析以求「持強汰弱」。

張壽福舉例，像歐債危機，外匯小組很早就根據團隊研究得出的趨勢，拋出手中持有的歐洲國家弱勢貨幣；近期日圓遽貶，也早在趨勢研判之中。

張壽福獲獎，也揭開央行操作外匯的神秘面紗。根據他的得獎事蹟，從1990年迄今，每當新台幣匯市異常波動，張壽福即協助央行捍衛新台幣匯率，成功擊退外來投機炒作資金，並維持匯率動態穩定。

# 政策建議

- 匯率不宜造成流血輸出
- 匯率不宜造成再累積大量外匯
- 央行不應有繳庫任務
- 已經造成的大量外匯存底應成立**主權基金**，進行外匯操作，讓績效更提升，全民共享
- 現階段，操盤優異的官員，應給予更好的(實質)獎勵

謝謝各位  
敬請指教

---

