

四、本行貨幣政策操作策略與執行成效

(一)前言

根據「中央銀行法」，中央銀行的經營目標為：(1)促進金融穩定、(2)健全銀行業務、(3)維護對內及對外幣值之穩定，以及(4)在上述目標範圍內，協助經濟發展。所謂對內幣值的穩定係指國內物價穩定，而對外幣值的穩定係指新台幣匯率的動態穩定，據以維持新台幣對內及對外的購買力。

為達成前述目標，本行經由檢視多樣化的經濟金融指標，包括經濟成長、通膨預測、產出缺口、利率與匯率走勢、貨幣數量、銀行信用、資產價格等，綜合評估國內外經濟金融與貨幣信用情勢及其未來風險，進行貨幣政策決策；並透過三大面向貨幣政策操作策略(monetary policy operational strategy，圖 1)—利率操作、採取管理浮動匯率制度，以及貨幣與信用管理，以影響資金借貸成本及數量等金融情勢，進而影響實體經濟活動，落實維持物價穩定、匯率動態穩定、金融穩定，並協助經濟發展等多重目標。

本行透過貨幣政策操作策略，並持續加強與各界溝通(communication)，以利大眾及企業決策，降低經濟金融不確定性，進而提高貨幣政策有效性。長期以來，台灣的通膨率低且穩定，確保貨幣的購買力，並有利於營造經濟成長；新台幣匯率維持動態穩定，且具有反通膨及反景氣循環的功能，有助於經濟金融穩定。此外，本行採取針對性的總體審慎措施，強化不動產授信風險控管，促使銀行健全經營與維持金融穩定；而在亞洲及全球金融危機期間，由於本行適時採取有效的貨幣與外匯政策，使台灣受創相對輕微，經濟得以迅速復甦。以下簡述本行貨幣政策操作策略、貨幣政策溝通與執行成效，以供各界瞭解本行貨幣政策實務面的運作。

圖 1 本行三大面向貨幣操作策略



資料來源：中央銀行

(二)本行貨幣政策操作策略

1. 本行利率操作架構

台灣**金融體系**以**間接金融**¹為主，民眾與企業主要透過銀行取得所需資金；因此，本行係以**銀行為主要操作對象**，透過公開市場操作²，**調控銀行體系準備金之供給**，**影響準備貨幣**³與**短期市場利率**，進而影響銀行信用與貨幣存量，再傳遞至其他經濟金融變數。

然而，隨著存款準備率調降⁴、**銀行準備金需求波動增加**，**影響銀行體系準備部位之可控性**；加以金融創新持續發展，**以市場利率計價之金融商品逐漸增加**；再者，銀行放款的信用管道在貨幣政策傳遞過程中扮演重要角色⁵，為強化此傳遞效果，**2002年本行推動銀行放款利率制度改革**，使**銀行放款利率可隨存款利率或市場利率機動調整**(詳附錄1)；因此，除調整貨幣數量外，**短期市場利率管理**於本行貨幣政策操作策略的**重要性日益增加**。

(1)本行經由審慎評估重貼現率與各天期央行存單發行利率的妥適水準，以反映本行貨幣政策方向。

- ①**重貼現率為本行主要政策利率**，於每季理事會，經**綜合考量**當前物價、通膨展望及產出缺口等**國內外經濟金融情勢變化後訂定**，具有宣示作用。本行透過重貼現率之調整，向市場傳達貨幣政策之基本立場，藉以**引導市場利率走向**。此外，由於**重貼現率為銀行取得最後融通的利率**，具懲罰性質，**近年也成為本行利率操作架構的上限**(圖2)。

¹ 我國**間接金融**的比重高達八成。此間接金融比重主要係衡量國內企業由間接金融(金融機構)管道籌資相對於自資本市場管道籌資的重要性，計算公式=金融機構授信餘額/(金融機構授信餘額+證券發行餘額-金融機構證券投資餘額)。其中，金融機構授信包括放款及證券投資；證券發行包括上市(櫃)股票、短期票券、公司債、海外債(含海外存託憑證(GDR))、政府債券、資產證券化受益證券。

² **公開市場操作**係指本行與金融機構在公開的**金融市場**進行買賣有價證券或發行央行存單的交易。

³ **準備貨幣**係存款貨幣機構(如銀行、信合社、農漁會、郵局)之準備金，以及民眾持有的通貨所構成，係央行創造貨幣供給的基礎。

⁴ **存款準備金制度**係本行依法要求**金融機構**依其存款負債提存一定比率的**準備金**，以因應相關流動性需求，**保護存款人資金**。本行透過調整法定存款準備率及應提存款負債項目，改變銀行準備金應提的額度，**直接影響銀行可用資金數量**，並透過信用創造進而影響貨幣數量；因此，調整法定存款準備率，可直接產生信用緊縮或寬鬆效果，宣示效果明確，且政策效果反應迅速。惟存款準備金提存類似對銀行存款負債課稅，為避免增加銀行經營成本，**近年各國央行(包含台灣)均調降存款準備率至較低水準**，存款準備金功能轉而著重在提供銀行日常週轉及清算所需，同時創造穩定的準備金需求，以協助穩定市場利率。

⁵ 詳張天惠與朱浩榜(2016)，「台灣貨幣政策執行及傳遞機制之探討」，中央銀行季刊，第38卷第4期，頁11-42。

②本行存單發行利率配合本行政策利率調整，以引導短期市場利率。

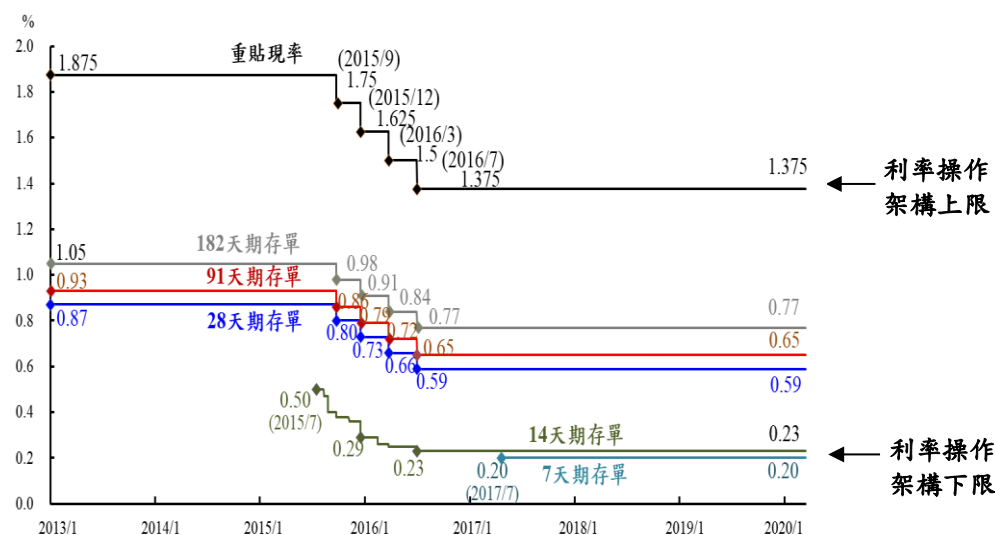
一公開市場操作具有較高之市場性與操作彈性，有利本行主動、迅速因應市場資金情勢，為本行最常使用的操作工具。台灣因經常帳長期順差，反映國內存在龐大超額儲蓄，銀行體系資金充裕；因此，公開市場操作主要係每日發行央行存單方式，回收市場餘裕資金，適度調節銀行體系資金，調控準備貨幣於適當水準。

一本行存單發行利率係隨重貼現率調整(圖 2)，其調幅則由本行參酌經濟金融情勢與市場資金狀況而訂，為市場重要參考利率，並為外界觀察本行貨幣政策動向的重要變數。

一目前本行每日發行之存單以 28 天期為主，並搭配發行 91 天期、182 天期存單，以調節銀行體系較長天期資金，此 3 種天期存單發行利率已形成相近天期之市場利率參考指標。

一另為協助銀行調節極短期餘裕資金⁶，本行每 7 天發行 1 次 7 天期存單、每 14 天發行 1 次 14 天期存單⁷。實務上，金融業隔夜拆款利率與 7 天期之貨幣市場利率差距有限，故 7 天期央行存單利率尚可形成極短天期市場利率的下限⁸(圖 2、圖 4)。

圖 2 本行重貼現率與本行存單發行利率



註：資料至 2020 年 3 月 16 日止。

資料來源：中央銀行

⁶ 我國銀行業為因應存款準備金、流動性覆蓋率(Liquidity Coverage Ratio, LCR)及資本比率等法規需要，必須持有流動性較高的資產，以因應市場不確定因素；另受每年農曆年關、稅款繳庫等季節性因素影響，市場資金供需易於特定時點出現大幅波動情形。

⁷ 另本行為因應金融機構對高品質流動資產之配置需求，亦視資金情勢按月標售 364 天期及 2 年期存單；並因應特殊資金情勢(如新農曆年關前)，發行彈性天期存單，調節存單到期落點，均化市場資金分配。

⁸ 2008 年前，本行公開市場操作主要係以 28 天期存單發行利率為短期操作利率，引導金融業隔夜拆款利率貼近此一利率水準；惟 2008 年 9 月全球金融危機爆發後，本行為穩定金融及激勵經濟，採取寬鬆貨幣政策，7 度調降政策利率，並引導金融業隔夜拆款利率低於本行 28 天期存單利率，目前貼近本行 7 天期存單發行利率。

(2)本行利率操作架構對貨幣市場利率及存放款利率具引導效果，可強化貨幣政策利率與銀行信用管道的傳遞效果。

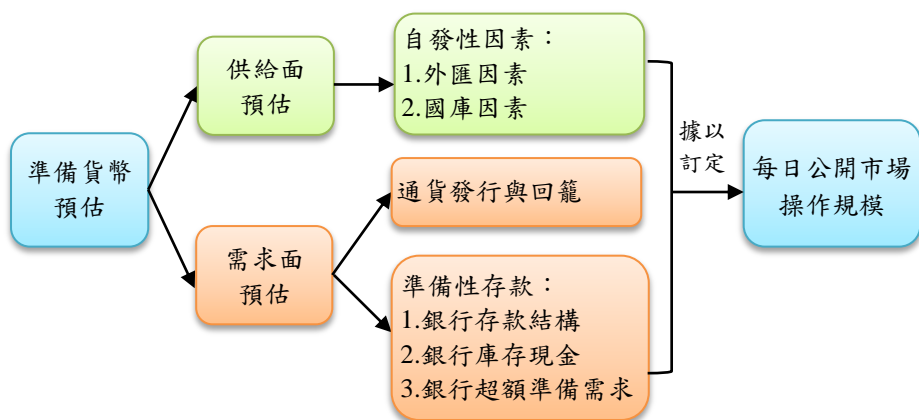
①為增進本行利率操作架構對市場利率之引導效果，本行每日密切掌握銀行準備金、國庫、外匯及通貨等資訊，據以預估銀行體系資金供需變動情形(圖 3)，訂定每日本行存單發行規模，避免市場利率波動過大。

②本行透過發行不同天期存單，可引導相近天期之短天期市場利率於適度水準；進而影響市場對未來短期利率之預期及風險貼水，使其反映於長期公債殖利率，有助強化貨幣政策利率管道的傳遞效果。

—以央行 28 天期存單利率⁹為例，目前發行利率為 0.59%，對相近天期之貨幣市場利率形成有效之利率指標。如 2019 年 1 月以來(至 2020 年 3 月 16 日)，30 天期商業本票次級市場利率介於 0.44%~0.71%、平均為 0.54%¹⁰(圖 4)。

—以央行 7 天期存單利率為例，目前發行利率為 0.20%，形成市場極短天期利率之下限。如 2019 年 1 月以來，金融業 2~7 天期拆款利率介於 0.20%~0.52%、平均為 0.32%，2~10 天期附買回(RP)利率則介於 0.32%~0.57%、平均為 0.46%(圖 4)。

圖 3 本行對銀行體系資金預估之考量因素



資料來源：中央銀行業務局

圖 4 本行存單發行利率與貨幣市場利率(加權平均利率)



註：資料至 2020 年 3 月 16 日止。

資料來源：中央銀行、台灣證券櫃檯買賣中心、金融業拆款中心、台灣集中保管結算所

⁹ 28 天期存單利率為本行主要操作利率，目前本行存單發行餘額 7.7 兆元，其中 58% 為 28 天期存單。

¹⁰ 30 天期貨幣市場利率大多低於本行 28 天期存單利率，主要係因貨幣市場參與者除本行存單發行對象之銀行業外，尚包括投信業、壽險業等非屬本行存單發行對象之金融機構，其餘裕資金大多流入貨幣市場，成為低利率資金之主要供給者。

③本行存單發行利率亦成為銀行存款利率的訂價基準，並帶動銀行調整放款利率(附錄 1、圖 5)；多年來銀行放款與投資年增率持續成長，顯示貨幣政策銀行信用管道之傳遞機制順暢。

一以央行 28 天期存單利率為例，目前發行利率為 0.59%；五大銀行一個月期存款牌告利率則為 0.60%(圖 5)。

(3)本行利率操作架構與時俱進，將持續定期檢視各項操作工具之完備性，強化利率傳遞效果

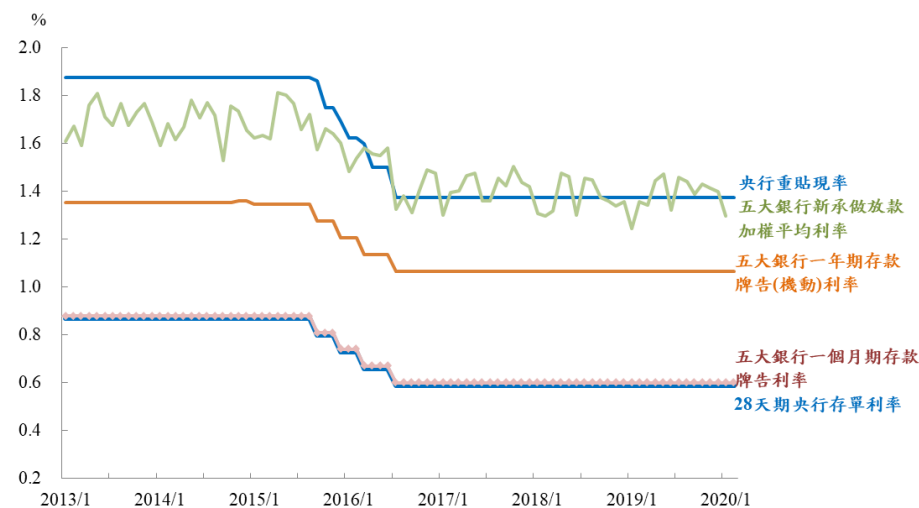
鑑於近期國際經濟金融情勢變化快速且波動加劇，本行將持續定期檢視各項操作工具之完備性，包括存單之發行機制(含期限、利率、頻率)與附買回操作機制等，適時進行測試操作，以利及時因應各種突發狀況。

2. 本行採管理浮動匯率制度，維持新台幣匯率動態穩定

(1)在資本移動近乎完全自由化下，考量台灣貿易依存度高，匯率波動不宜過大，同時為保有若干程度的貨幣政策自主性與彈性，以因應國內外經濟金融衝擊，本行採行較具彈性的管理浮動匯率制度(managed floating regime)。

①在管理浮動匯率制度下，新台幣匯率原則上由市場供需決定；惟如遇不規則因素(如短期資金大量進出)及季節因素，導致匯率過度波動與失序變動，而有不有利於經濟與金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序¹¹。

圖 5 本行重貼現率、本行存單發行利率與銀行存放款利率



註：1.五大銀行係指臺灣銀行、合作金庫銀行、第一商業銀行、華南商業銀行及臺灣土地銀行。

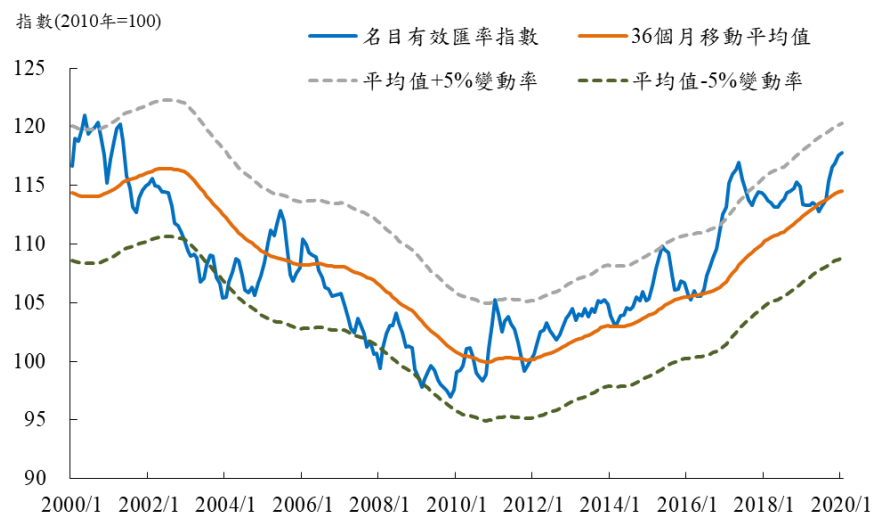
2.五大銀行新承做放款加權平均利率資料至 2020 年 1 月，其他資料至 2020 年 2 月。

資料來源：中央銀行

¹¹ 本行執行匯率政策的法源依據為「中央銀行法」第 33、34 及 35 條與「管理外匯條例」第 5 條，條文明訂中央銀行調度外匯、調節外匯供需及辦理外匯業務之規範。

- ②為避免短期國際資本(熱錢)大量移動對台灣外匯市場的干擾¹²，本行在必要時調節匯市、採取資本移動管理之總體審慎措施，以維持外匯市場秩序。而在本行調節匯市的同時，也會運用公開市場操作(如發行央行存單)進行沖銷操作，俾維持國內貨幣數量在適當水準。
- ③本行必要時調節匯市，旨在減緩匯率過度波動，而非扭轉趨勢。就短期間或長期趨勢而言，新台幣對美元匯率有升有貶，呈雙向波動，具有彈性。自2000年以來，新台幣名目有效匯率(NEER)大致維持在過去36個月¹³移動平均值上下5%¹⁴的範圍內(圖6)，以反映基本經濟情勢，這也是本行評估新台幣匯率動態穩定所觀察之變動範圍¹⁵。

圖6 新台幣匯率維持動態穩定



資料來源：BIS Effective exchange rate indices (Broad indices)

(2)本行維持新台幣匯率動態穩定，有助維護新台幣幣值穩定與金融穩定、物價穩定與協助經濟發展的法定目標

- ①維持新台幣匯率穩定，有助促進金融穩定。例如，亞洲金融危機期間，本行為遏阻投機資金炒作，停止銀行辦理顧客間新台幣 NDF(無本金交割遠匯)業務，並阻貶新台幣；全球金融危機期間，阻升新台幣，並實施總體審慎措施，以減緩資金之流入，協助台灣度過當時的經濟金融動盪。

¹² 如美國財政部匯率政策報告指出，2008 年全球金融危機後，台灣的跨境資本移動波動度增加一倍。詳 Department of the Treasury (2018), "Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States," Report to Congress, Apr.。

¹³ 採取 36 個月的原因包括：(1)符合中期的概念；(2)台灣自第 9 次景氣循環後(1996 年 3 月起)的每一個循環期間介於 33 至 49 個月，平均大致接近 3 年。新台幣 NEER 的 36 個月移動平均可去除循環性、季節性與不規則性等干擾因素，以反映經濟基本面，客觀地呈現新台幣匯率走勢的趨勢性。

¹⁴ 假設新台幣 NEER 變動呈常態分布(normal distribution)，5%區間約當 1.50 倍標準差，前述移動平均上下 5%區間值約可涵蓋新台幣 NEER 的 86.64%變動情形。另依據歷史經驗，將區間值設定為上下 5%，可提供當前新台幣 NEER 合適的彈性空間，並避免區間值設定過大或過小而無法反映新台幣匯率長期趨勢的情況。

¹⁵ 詳中央銀行(2019)，「本行匯率政策相關議題之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 20 日。

②根據本行對於匯率反應函數(reaction function)的實證研究¹⁶，**新台幣匯率具有反通膨(anti-inflationary)及反循環(counter-cyclical)的特性**，代表**國內物價上漲**時，新台幣呈**升值趨勢**(有助減輕輸入性通膨壓力)；**景氣衰退**時，新台幣則呈**貶值趨勢**(有助提振出口)，此特性**有助避免國內物價出現高通膨或通縮**的現象，及台灣**經濟產生過熱或過冷**的情形，有助維持物價穩定與協助經濟發展。

3. 貨幣與信用管理

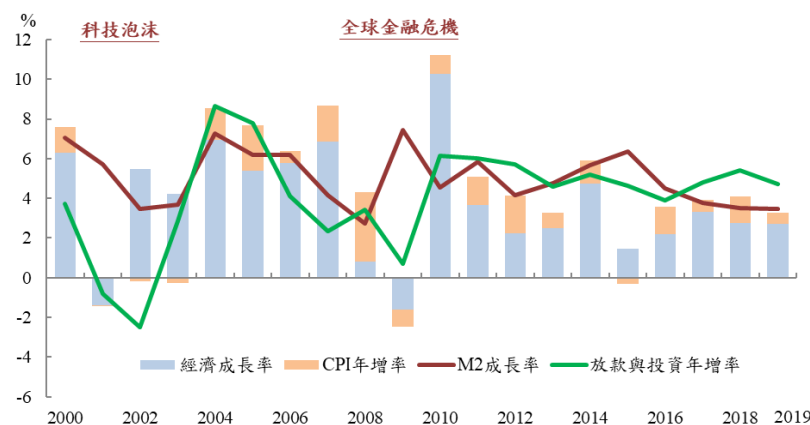
(1)貨幣數量管理在本行貨幣政策操作角色的演變：自 2020 年起，將 M2 年成長目標區調整為成長參考區間，且不再逐年設定

①**貨幣總計數 M2(貨幣數量)成長攸關經濟活動所需資金**，與信用存量為一體兩面，加以與物價關係密切(圖 7)，本行自 1992 年起，於每年底對外公布次年 M2 成長目標區¹⁷；同時選擇與 M2 關係密切且本行能夠直接控制的準備貨幣做為操作目標，據以達成「中央銀行法」賦予之職責。

一在操作面，本行**雖然逐月監控準備貨幣成長**，以促使 M2 落在年成長目標區內，**惟為避免短期利率波動太大**，妨礙正常經濟金融活動，**實際上賦予準備貨幣有較大的操作彈性**。

一長期而言，因國內物價平穩，M2 成長率大致與代表經濟活動指標(經濟成長率與 CPI 年增率之合計數)相當，**反映 M2 足以支應經濟活動所需**(圖 7)。

圖 7 台灣貨幣信用成長與經濟活動之關係



資料來源：中央銀行、主計總處

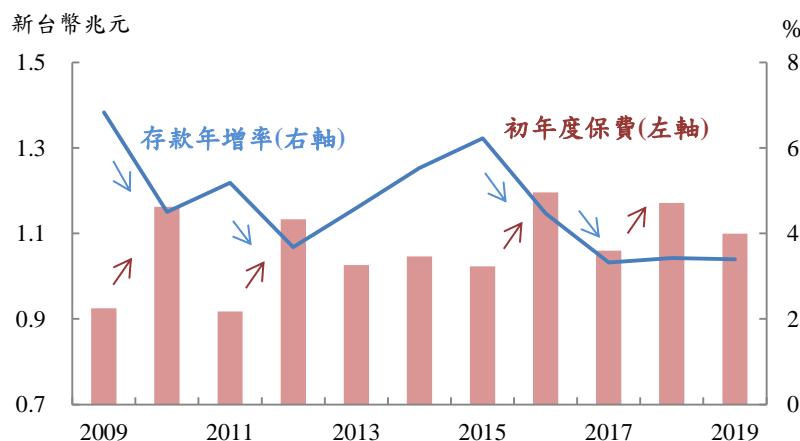
¹⁶ 詳林依伶、張志揚與陳佩玗(2013)，「新台幣匯率反應函數之實證分析—兼論與主要亞洲國家之比較」，中央銀行季刊，第 35 卷第 1 期，頁 35-62。本行引用該研究，樣本期間為 1994 年第 1 季至 2019 年第 3 季。

¹⁷ 本行每年底依據次年經濟成長率與物價年增率預測值等變數，推估 M2 貨幣需求，並考量其他影響 M2 成長的不確定因素，例如國際經濟金融情勢及影響資金動能的外在環境變化，來訂定次年的 M2 成長目標區。

②台灣係屬小型開放經濟體的特質，M2 成長時常隨外資變動而起伏，加以民眾資產選擇趨於多樣化、金融創新等因素影響，致 M2 成長的不確定性升高，增加本行貨幣政策操作的挑戰。

— 民眾資產配置多元化，不再侷限於存款，增加投資壽險保單¹⁸及連結海外之指數型證券投資信託基金(ETF)¹⁹等未計算在 M2 內之其他資產(圖 8、圖 9)，增加本行掌握 M2 成長率的困難度。

圖 8 近年存款年增率下滑及新增壽險保費收入上升

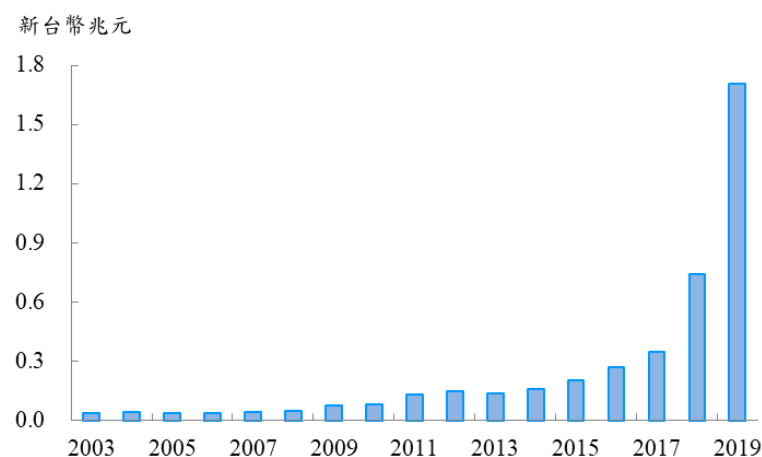


註：1.初年度保費為壽險公司之傳統型與投資型保險商品的保費收入合計；最早資料為 2009 年。

2.存款年增率係指全體貨幣機構平均存款年增率。

資料來源：中央銀行金融統計月報、壽險公會

圖 9 ETF 淨資產價值持續上升



註：自 2003 年起第 1 檔 ETF 掛牌上市。

資料來源：金管會

— 外資淨匯出入、全球金融整合、金融科技發展²⁰與特殊事件衝擊，亦增添 M2 成長之不確定性。

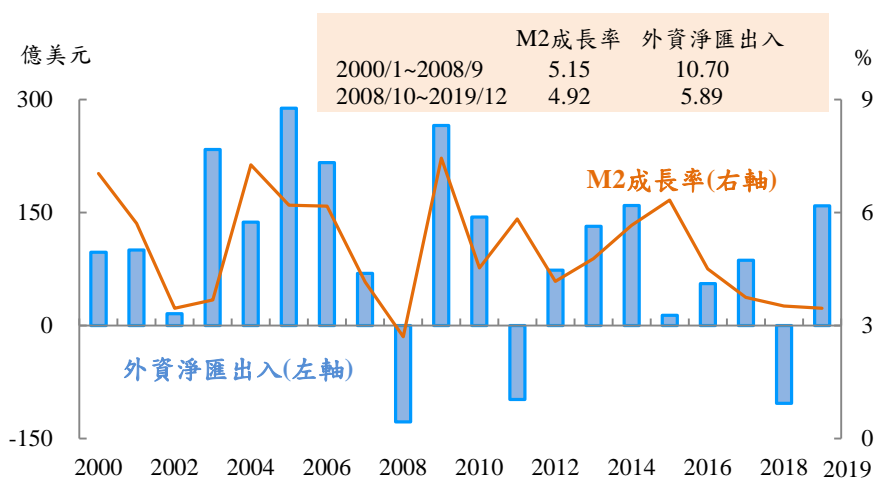
¹⁸ 由於壽險保單的預定利率高於存款利率，民眾將部分存款資金轉為購買壽險商品。

¹⁹ 部分民眾將存款轉向固定配息的 ETF，加以部分新台幣計價的 ETF 係連結海外長債標的(如美債)，具備長期資產配置的功能，壽險公司亦投入資金，致 ETF 規模急遽擴大。

²⁰ 虛擬通貨、P2P 借貸及群眾募資等新型金融蓬勃發展，可能影響貨幣政策的傳遞管道；惟我國金融體系以銀行的間接金融為主，新型態金融的規模較小，影響效果仍屬有限。

- 以外資淨匯出入的月平均數觀察，在 2008 年第 3 季(全球金融危機)前，淨匯入約 10.70 億美元；危機後，則降為 5.89 億美元，M2 平均成長率亦下降，顯示**外資淨匯出入影響 M2 成長率**²¹(圖 10)。
- **全球金融整合程度加深，大國貨幣政策造成的全球金融循環(global financial cycle)會透過跨境資本移動外溢他國，影響他國的貨幣與信用情勢。**
- **特殊事件**，例如，2000 至 2001 年的**網路科技泡沫**、2005 至 2006 年的**雙卡風暴**、2008 至 2009 年**全球金融危機**²²等，**衝擊總體經濟環境**，亦會**左右 M2 成長率**(圖 11)。展望未來，**嚴重特殊傳染性肺炎(COVID-19)疫情擴散、主要經濟體貨幣政策動向、台灣三大投資方案進展**，均可能影響國際資金移動及國內資金需求，**增添未來 M2 成長之不確定性**。

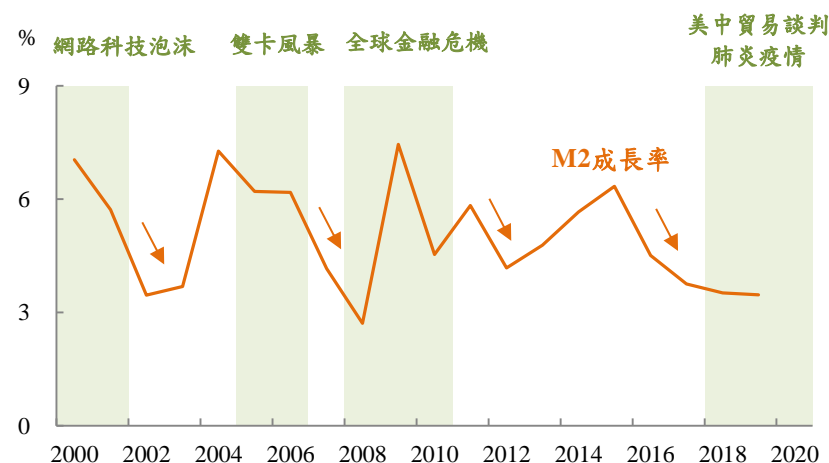
圖 10 M2 成長率與外資淨匯出入



註：2000/1~2008/9 與 2008/10~2019/12 之 M2 成長率與外資淨匯出入係以各月簡單平均計算。

資料來源：中央銀行金融統計月報、金管會

圖 11 M2 成長率與特殊事件



資料來源：中央銀行金融統計月報

²¹ 2000 年至 2019 年 M2 成長率與外資淨匯出入之相關係數約為 0.43。

²² 2009 年外資大幅匯入 265.78 億美元，加以本行刻意維持貨幣寬鬆，以刺激景氣，M2 成長率因而明顯成長至 7.45%。

③**全球金融危機後，短期貨幣成長對物價的預測能力弱化**²³(附錄 2 之附表 2-1)，意味短期的 M2 成長目標對於穩定物價作用似變得模糊；惟 M2 與產出、物價在較長期間仍具有穩定關係，維持 M2 適度成長，仍有助達成物價穩定的目標(附錄 2 之附表 2-2、2-3)²⁴。此外，貨幣總計數 M2 蘊含市場信用存量的資訊，透過檢視貨幣數量與其組成的變化，可協助評估資金移動狀況，提供有關金融穩定的重要訊息。

—根據本行實證研究²⁵，**調控 M2 成長率於適當水準，可促使銀行放款不致過熱**，進而達成維護金融穩定、健全銀行業務的法定目標。

④**考量台灣係小型開放經濟體，為確保貨幣政策的自主性與彈性；鑒於 M2 具備中長期指標的特性，自 2020 年起，本行將 M2 年成長目標區調整為成長參考區間、且不再逐年設定的作法，可賦予操作目標較大的彈性，亦容許 M2 在適度的成長區間內變動，以因應總體經濟金融變數的不確定性**(此亦是實務上的作法)，有助於本行達成物價穩定、金融穩定、匯率動態穩定及協助經濟發展的多重目標。

—雖然本行不再逐年設定 M2 成長參考區間，惟 M2 指標仍有其參考價值，本行每月的貨幣估測會議將持續關注其走勢變化，每年底亦將回顧當年 M2 成長情形，同時檢視次年貨幣需求展望，以做為擬訂貨幣政策之參考。

—國際資金移動頻繁、民眾資產配置多元化、金融科技快速發展等不確定因素，均可能造成 M2 成長率偏離參考區間。**未來 M2 成長率若持續偏離當前 2.5%至 6.5%區間或發生結構性改變，本行將會加以檢討，分析影響 M2 變動或使其偏離的潛在原因，並適時作出調整。**

²³ 本行參考 Filardo et al.(2014)實證方法，以不同落後期(2 季、4 季、8 季)與樣本期間(全樣本期間為 1992 年 Q1~2019 年 Q4，縮短樣本期間為 2008 年 Q1~2019 年 Q4)，探討貨幣成長預測通膨率之效果。詳 Filardo, Andrew, Hans Genberg and Boris Hofmann (2014), “Monetary Analysis And the Global Financial Cycle: an Asian Central Bank Perspective,” *BIS Working Papers*, No.463, Sep.。

²⁴ 本行以共整合模型檢視 M2 與產出、物價之間長期(共整合)關係，估計結果顯示(以最大特性根檢定(Max-eigenvalue Test)來檢定顯示模型 1、2 中各變數之間具有 1 個共整合關係)，產出與物價之係數估計值大致具統計顯著性，與名目 M2 貨幣餘額的變動方向均為同向，符合理論預期，顯示 M2、產出與物價間確實存在著長期共整合關係(附錄 2 之附表 2-2)。另以 Granger 因果關係檢定，檢視 M2、產出與物價之關係，估計結果顯示，M2 仍然對產出與物價具有顯著影響力，惟經濟成長率與 CPI 年增率並未顯著地影響 M2 成長率(附錄 2 之附表 2-3)。

²⁵ 由 M2 年增率與銀行放款與投資年增率間 Granger 因果檢定顯示，樣本期間為 1995 年 1 月~2019 年 12 月，兩者存在相互影響的關係，M2 中的各種存款為銀行的負債面，作為銀行放款與投資的資金來源；而放款與投資則透過貨幣創造，影響 M2 年增率。

(2)本行選擇性信用管理，有助達成維護金融穩定、健全銀行業務的目標

全球金融危機後，國際間更加關注金融穩定，許多國家採行總體審慎措施(macprudential measures)，以抑制金融體系或特定部門信用過度暴險。根據「中央銀行法」與「銀行法」規定，本行可採行的**選擇性信用管制措施**包括不動產信用管制、消費者信用管制、直接信用管制與貸放比率的限制等²⁶。例如，本行自2009年10月起曾採行一系列**針對性總體審慎措施，強化金融機構控管不動產授信風險**²⁷，有助維護金融穩定、健全銀行業務。

(三)本行貨幣政策溝通與執行成效

本行透過三大面向**貨幣政策操作策略**，並致力於**透明化與對外溝通**，來增進外界對本行貨幣政策的瞭解、信任，從而強化貨幣政策的有效性；以落實政策目標。本行貨幣政策的執行成效良好，長年以來受到國際肯定。以下依序說明本行對外溝通的實施概況及貨幣政策執行成效。

1. 本行對外溝通的實施概況

本行對外溝通主要包括**貨幣政策決策的揭露**、**貨幣政策操作策略的透明化**、**業務及財務的公開**，及**向立法院財政委員會提出報告**；此外，本行總裁、副總裁不定期對廣泛大眾(如學者、金融業者及產業界)進行**對外演說**²⁸，該等做法多與國際間主要央行之**溝通與透明化**作為²⁹一致。

²⁶ 本行實施選擇性信用管制措施(含針對性總體審慎措施)的法源依據為「中央銀行法」第 28 條(信用管制—擔保放款最高貸放率)、第 29 條(信用管制—付現條件及信用期限)、第 31 條(信用管制—最高貸放限額)；以及「銀行法」第 37、40、130、132、134 條。

²⁷ 有關本行採行不動產貸款針對性審慎措施之過程及成效，詳中央銀行(2016)，「以美國次貸危機為鑑，台灣採行不動產針對性審慎措施具有成效」，央行理監事會後記者會參考資料，6月30日。

²⁸ 詳本行網站「首長演講辭」<https://www.cbc.gov.tw/tw/lp-303-1.html>。

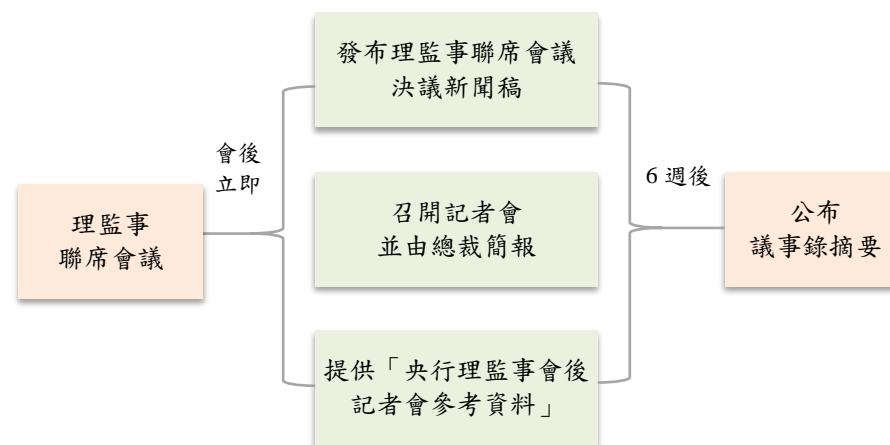
²⁹ 如公布通膨及重要總體經濟變數的預測、決策者通常會參考政策法則(policy rule)、清晰公開陳述貨幣政策的目標，並解釋政策委員會如何實現該等目標、公布貨幣決議新聞稿與議事錄摘要等，並舉行記者會、貨幣政策委員會主席對外演說與向國會報告等。詳美國聯準會網站<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/monetary-policy-strategies-of-major-central-banks.htm>。

(1)本行致力於貨幣政策決策的揭露

①**每季中央銀行理監事聯席會議結束後**，本行**立即**對外發布會議決議**新聞稿**，並**召開記者會**，由**總裁簡報**，對貨幣政策決策作充分的說明與溝通；自 2014 年 6 月起提供「央行理監事會後記者會**參考資料**」，說明決策背景，並回應外界關心議題；自 2018 年 6 月起，理監事會議後舉行之記者會進一步透過**網路直播**，加強與民眾溝通貨幣政策。

②2017 年 6 月起，本行於**理監事聯席會議召開後 6 週**，**公布議事錄摘要**。內容包含與貨幣政策有關之案由、議程、決議內容、出席會議成員名單及表決結果等，廣供參閱，使貨幣決策過程更加透明化與制度化(圖 12)。

圖 12 本行貨幣政策決策透明化流程



資料來源：中央銀行

(2)本行持續強化貨幣政策操作策略的透明化

①本行**公布貨幣總計數 M2 成長參考區間**³⁰，作為管理準備貨幣之中長期監控區域。並自 2017 年第 1 季起，按**季公布**當年及/或次年之**國內通膨率預測數**；自 2017 年第 3 季起，按季公布當年及/或次年之**國內經濟成長率預測數**。

②2008 年起即發布「**金融穩定報告**」，闡述金融體系現況、潛在弱點及可能風險，並揭露促進金融穩定之具體措施。

(3)本行亦致力於業務及財務的公開

①本行透過記者會，發布新聞稿或參考資料，對當前貨幣政策操作、外匯市場交易等予以詳細說明，並**主動釐清外界對中央銀行政策相關議題的疑慮**。

³⁰ 1992 年起，中央銀行對外公布次年 M2 成長目標區，且於 1997 年起每年第 4 季季刊公布貨幣成長目標區之設定說明；2020 年起將 M2 年成長目標區調整為成長參考區間，並對外公布，且於 2019 年第 4 季季刊說明調整理由。

②依政府規定**揭露中央銀行財務報表**；並定期**公布**貨幣金融、國際收支、國際投資部位及資金流量等**統計**，**出版**季刊、年報等**刊物**，**公開中央銀行研究與業務執行成果**。

③本行亦致力於透過網站揭示業務經營相關訊息，並自2019年1月**成立官方臉書(Facebook)**，以利各界即時掌握中央銀行最新訊息，並進一步強化與各界溝通(表1)。

(4)每年兩次向立法院財政委員會提出「中央銀行業務報告」

①每年立法院上下兩個會期期間，本行均**向財政委員會提出「中央銀行業務報告」**，由**總裁說明**國內外經濟金融情勢現況及展望、貨幣政策之執行，以及外匯政策與管理等主要業務；並**接受委員提問答詢**。

②本行亦常就立法院各委員會所提當前經濟金融議題，提出**專題報告**³¹。

2. 本行貨幣政策執行成效

(1)國內通膨率低且穩定

個別商品價格雖然不是本行所能完全掌控(如**蔬果**價格受天候影響、**油價**受OPEC影響等)，但維持**整體物價穩定是本行的法定職責**。在審視通膨衝擊來源³²，採取妥適貨幣政策操作下，**2000~2019年國內CPI平均年增率為0.98%**(剔除蔬果與能源之核心CPI平均年增率為0.83%)，每年CPI通膨率**波動幅度亦僅1.03%**，顯示**新台幣購買力長期保持穩定**。且與主要國家比較，**我國CPI通膨率維持低且穩定**(圖13)。

表 1 本行經營之社群網站

Facebook	https://www.facebook.com/cbc.gov.tw/
YouTube	https://www.youtube.com/user/TheCBCTube
Flickr	http://www.flickr.com/photos/cbcbank
Android	https://play.google.com/store/apps/details?id=hyweb.mobilegip.gip_cbc
iOS App	https://appsto.re/tw/LyAH6.i

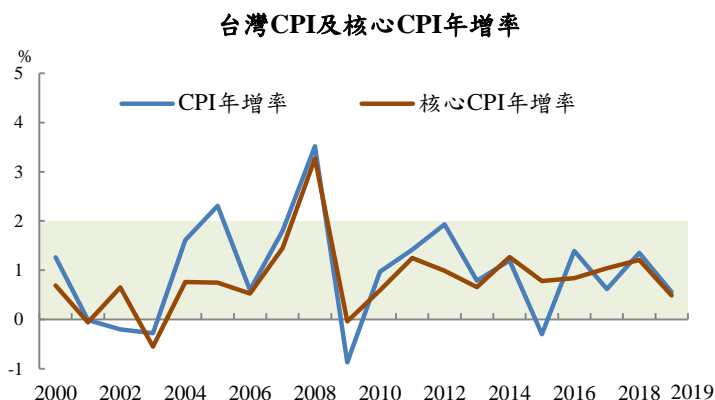
³¹ 如 2019 年 11 月 18 日「海外資金回臺現況及後續管理，投資標的與因應策略」專題報告。

³² 對於供給面因素(例如國際原物料等生產成本上漲)，造成國內物價大幅上揚，中央銀行此時若採緊縮貨幣措施，固然可控制通貨膨脹，但會付出經濟成長進一步下降的昂貴代價。因此，在面對這一類的供給面衝擊，宜以供給面措施因應(例如，2008 年國際油價高漲之際，財政部減徵汽油、柴油貨物稅，降低油品成本)。

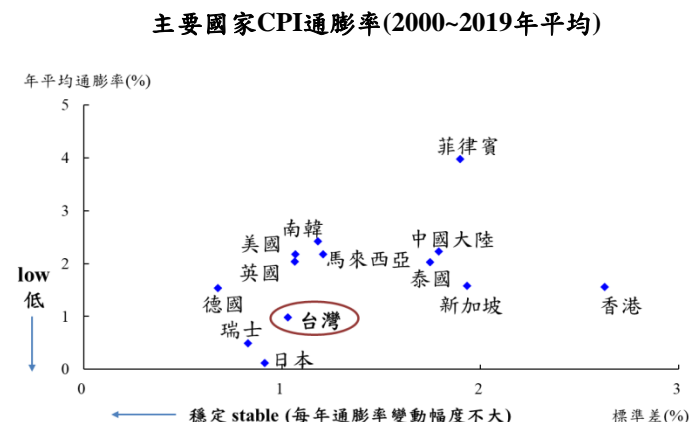
(2) 新台幣匯率維持動態穩定，波動度低於主要貨幣

長期以來，新台幣對美元匯率波動度小於新加坡幣、歐元、日圓及韓元等主要貨幣(圖14)，反映本行採行管理浮動匯率制度成效良好。匯率波動低，便於進出口企業對外報價、民眾從事跨國理財與旅遊，協助國內經濟成長³³。

圖 13 台灣通膨率低且穩定

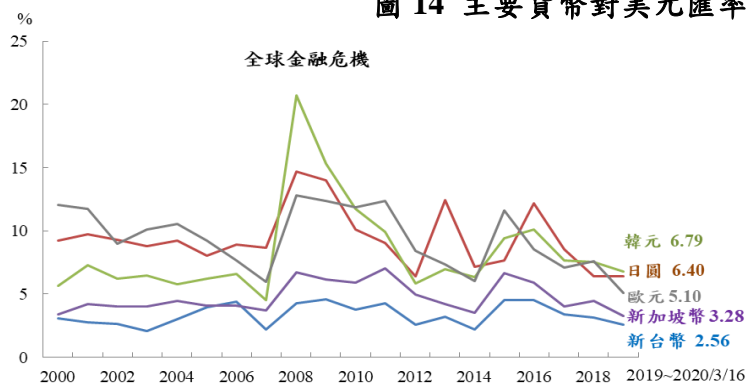


資料來源：主計總處



資料來源：主計總處、IHS Markit

圖 14 主要貨幣對美元匯率平均波動度



註：各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去 20 天期之標準差(並將其年率化)；波動幅度愈大，表示該幣別之匯率走勢較不穩定。
資料來源：台北外匯經紀股份有限公司、Reuters

各幣別匯率 波動幅度	期間	單位：%	
	2019年迄今 (2020/3/16)	倍數	
新台幣(NT\$/US\$)	2.56	1.00	
新加坡幣(S\$/US\$)	3.28	1.28	
歐元(US\$/EUR)	5.10	1.99	
日圓(YEN/US\$)	6.40	2.50	
韓元(KRW/US\$)	6.79	2.66	

³³ 2012年11月14日，諾貝爾經濟學獎得主Mundell教授出席香港理工大學建校75周年會議，發表專題演講“Risk Factors in the World Economy and the Exchange Rate System”中指出，匯率穩定有助於經濟發展。

(3) 銀行業務健全且金融穩定

① 本行加強控管不動產貸款風險，有助銀行健全經營及維持金融穩定³⁴

2009年下半年起，國內房市交易熱絡，房價持續上漲，銀行不動產貸款集中度升高，本行適時採行不動產貸款針對性審慎措施，搭配房地產合一課稅等措施，抑制了投機炒作，不動產授信風險控管得以強化。銀行不動產貸款占總放款比率(集中度)由2009年底之37.5%降至2019年底之35.4%³⁵(圖15)。

② 銀行經營情況穩健

亞洲金融危機後，台灣的銀行業逾放比率一度高逾11%；其後，在政府調降金融營業稅及本行調降存款準備率下，始逐步走低；近年銀行業逾放比率維持在約0.2%的較低水準，備抵呆帳覆蓋率則維持較高水準逾600%，顯示銀行資產品質及承受壞帳能力良好；獲利表現亦屬穩健；銀行流動性覆蓋率則均高於法定最低標準³⁶(圖16)。

圖 15 台灣的銀行不動產貸款占總放款比率



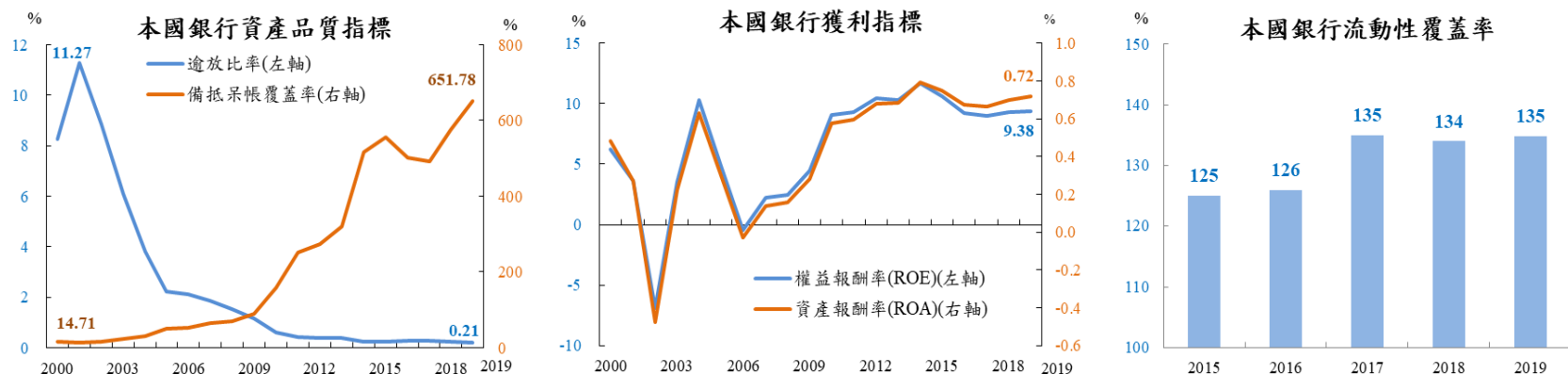
註：銀行放款資料涵蓋本國銀行與外國及大陸銀行在台分行，為年底資料。不動產貸款包括購置住宅貸款，房屋修繕貸款與建築貸款。
資料來源：中央銀行

³⁴ 為促進金融穩定，依「中央銀行法」第 38 條規定，本行於必要時，得辦理金融機構業務之查核及金融機構與「中央銀行法」第 3 章規定有關業務之專案檢查，以落實本行對貨幣、信用、外匯相關規定的執行成效。不過，金融穩定的範圍相當廣泛，本行、金管會等相關部會均負有維持及促進金融穩定的法定職責，惟本行主要重視「總體」金融穩定，並自 2008 年 6 月起定期發布金融穩定報告；目前本行、金管會、中央存款保險公司及其他相關部會已設置金融監理聯繫小組，建立有關金融監督、管理及檢查事項之合作與聯繫機制；金融監理聯繫小組原則上每月集會一次，必要時得隨時召集會議。

³⁵ 有關中央銀行採行不動產貸款針對性審慎措施之成效，詳中央銀行(2016)，「以美國次貸危機為鑑，台灣採行不動產針對性審慎措施具有成效」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 30 日。

³⁶ 根據「銀行流動性覆蓋比率實施標準」，自民國 104 年 1 月 1 日起不得低於 60%，105 年 1 月 1 日起不得低於 70%，106 年 1 月 1 日起不得低於 80%，107 年 1 月 1 日起不得低於 90%，108 年 1 月 1 日起不得低於 100%。但工業銀行自 104 年 1 月 1 日起，各年度不得低於 60%。

圖 16 本國銀行經營情況穩健

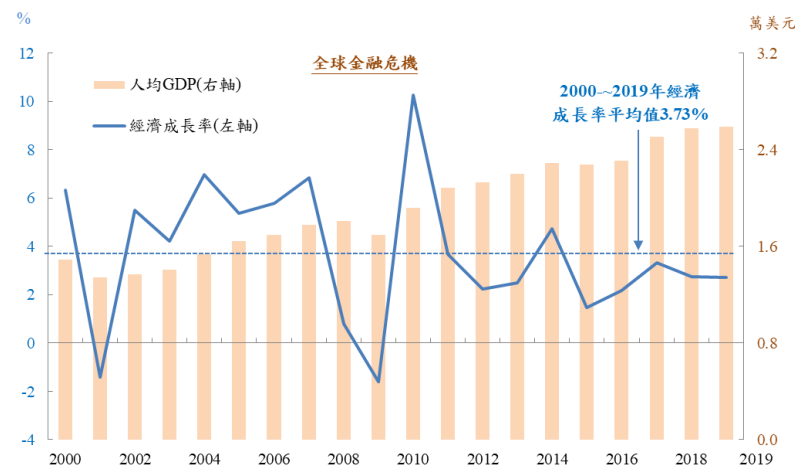


註：本國銀行逾期放款比率及備抵呆帳覆蓋率為年底數；備抵呆帳覆蓋率=備抵呆帳/逾期放款，該比率越高表示銀行承受壞帳之能力越高。流動性覆蓋率(Liquidity Coverage Ratio, LCR)自 2015 年起適用。LCR=合格高品質流動性資產總額/未來 30 個日曆日內淨現金流出總額。
資料來源：金管會、中央銀行

(4) 彈性貨幣政策操作，協助國內經濟成長

- ① 本行採取妥適的貨幣、外匯、信用政策，有效維持新台幣的購買力，促成國內物價穩定及金融穩定，並協助經濟成長；**2000~2019 年台灣經濟成長率平均為 3.73%**，2019 年人均 GDP 為 25,909 美元(圖 17)。
- ② 1997 年亞洲金融危機及 2008 年全球金融危機期間，本行政策因應得當，使台灣受創輕微，並未發生信用緊縮，經濟迅速復甦。以全球金融危機期間為例，本行 7 度調降政策利率，引導金融業隔夜拆款利率走低，並維持銀行有較高的超額準備，充分提供金融機構流動性，增強金融機構的韌性；亦搭配實施資本移動管理措施，維持新台幣匯率穩定，協助國內經濟成長(圖 18)。

圖 17 台灣經濟成長率及人均 GDP



資料來源：主計總處

圖 18 本行彈性調整貨幣政策，協助台灣安度全球金融危機



資料來源：中央銀行、主計總處

(5) 國際間對本行貨幣政策的肯定

① 德國貝特曼基金會(Bertelsmann Stiftung)及三大國際信評公司對本行貨幣政策的肯定

— 德國貝特曼基金會曾指出，台灣央行採行與經濟金融穩定的目標一致之審慎外匯政策，帶領台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；台灣央行利率政策謹慎而可靠、資本移動管理措施相當成功，為亞洲國家中聲譽最好的央行之一³⁷。

— 標準普爾(S&P)信評機構則表示，台灣貨幣政策極具彈性，維持低且穩定的通膨，而且相對有彈性的新台幣匯率，有助舒緩經濟與金融衝擊³⁸。穆迪(Moody's)信評機構亦表示，央行審慎的貨幣政策及資料揭露高度透明化，有助

³⁷ Bertelsmann Stiftung (2016), Bertelsmann Stiftung's Transformation Index 2016, Feb. ; 中央銀行(2016),「中央銀行業務報告暨 106 年度中央政府總預算案行政院歲入預算有關中央銀行股息紅利繳庫部分之說明」,立法院財政委員會會議,11月9日。

³⁸ Standard and Poor's (2019), "Summary: Taiwan" May 3; Standard and Poor's (2018), "Research Update: Ratings On Taiwan Affirmed At 'AA-/A-1+'; Outlook Stable" Apr. 30; Standard and Poor's (2017), "Research Update: Ratings On Taiwan Affirmed At 'AA-/A-1+' And 'cnAAA/cnA-1+'; Outlook Stable" Apr. 2.; Standard and Poor's (2016), "Research Update: Ratings on Taiwan Affirmed at 'AA-/A-1+' and 'cnAAA/cnA-1+'; Outlook Stable." Apr. 27.

台灣體制架構之強健；台灣物價長期維持穩定，表現優於 Aa 與 Aaa 評級的大多數國家³⁹。另惠譽(Fitch)信評機構指出，台灣通膨率長期維持個位數；總體政策架構有利其維持通膨率低於 A 與 AA 評級同儕國家⁴⁰。

② 國際貨幣基金(IMF)及國際清算銀行(BIS)肯定本行採取的總體審慎措施

- 央行針對不動產市場採行的總體審慎措施，IMF(2011)認為有效限制金融風險的攀升，有助於強化金融體系的韌性⁴¹。
- IMF 研究人員 Zhang and Zoli(2014)對台灣等亞洲國家進行事件分析(event study)後發現，與不動產相關之總體審慎措施，有效抑制房價成長，有助於抑制銀行槓桿程度⁴²。
- BIS(2017)報告指出，包括台灣等亞洲國家，實施貸款成數(LTV)限制或債務所得比(DTI)限制等總體審慎措施，能直接防止個人貸款契約的曝險程度增加；發生危機時能為借貸兩方提供保護⁴³。

③ 國際間對本行外匯政策與資本移動管理措施給予高度評價

- 諾貝爾經濟學獎得主 Mundell(2005)：台灣在亞洲金融危機時新台幣匯率的穩健操作，允許適度浮動，這種動態穩定是不錯的外匯管理策略⁴⁴。
- 著名經濟學家 McKinnon(2005)：開放程度高的經濟體容易受到匯率波動的影響，牽一髮而動全身，因此主張這一類經濟體應採固定匯率(匯率穩定)；如台灣等東亞國家所採取的軟性釘住美元(soft-dollar pegs)之匯率政策，係朝正確的方向前進⁴⁵。

³⁹ Moody's (2015), "Credit Analysis: Taiwan, Government of," July 10; 此外，該機構於 2019 年及 2018 年亦均指出，通膨及通膨波動是該機構對政策信譽及有效性的評估，而台灣在確保價格穩定表現也優於 Aa 與 Aaa 評級的大多數國家，詳 Moody's (2019), "Government of Taiwan – Aa3 stable Annual credit analysis," July 2; Moody's (2018), "Government of Taiwan – Aa3 stable Annual credit analysis," July 3。

⁴⁰ Fitch Ratings (2013), "Taiwan – Full Rating Report," July 24。

⁴¹ IMF (2011), "Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets", *IMF Staff Discussion Note SDN/11/10*, Apr.。

⁴² Zhang, Longmei and Edda Zoli (2014), "Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia," *IMF Working Paper*, WP/14/22, Feb. 6。

⁴³ BIS (2017), "Macroprudential Frameworks, Implementation and Relationship with Other Policies," *BIS Papers*, NO. 94, Dec. 28。

⁴⁴ Mundell 於 2005 年 10 月應經濟部邀請來台發表演說，他於會後面對媒體提問時指出，亞洲貨幣應該緊釘美元，如台灣在亞洲金融危機時，新台幣匯價的穩健操作，一路緊釘美元，但允許適度浮動，這種動態穩定是不錯的外匯管理策略。見經濟日報(2005)，「孟岱爾：人民幣升 6% 不傷中國經濟」，10 月 13 日。

⁴⁵ McKinnon, Ronald I.(2005), *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue*, The MIT Press, Jan.。

- 野村證券首席經濟學家**辜朝明**(2013)：**台灣央行讓台灣自 1997 年亞洲通貨危機中幾近全身而退**，對今日新興經濟體的啟示是，主管當局需要**有限制資本流入的勇氣**⁴⁶。
- 聯合國亞太經社委員會**(UNESCAP)(2011)：**肯定台灣自 2009 年以來所採行的資本帳管理措施**⁴⁷。
- 波士頓大學教授 **Gallagher** 與哥倫比亞大學教授 **Ocampo**(2011)：以 2009 至 2011 年初就開始採行**資本帳管理措施**的新興國家而言，巴西、**台灣**及南韓這三個國家**最有成效**⁴⁸。
- 聯合國發展計畫署**(UNDP)亞太中心主任 Chhibber(2010)：**台灣防堵投機性資本流入，是在做正確的事**⁴⁹。
- 哈佛大學教授 **Rodrik**(2010)：**台灣管理資本移動的相關措施相當成功**，係因台灣有關當局具備高度的行政管理能力⁵⁰。

⁴⁶ Weisenthal, Joe (2013), “Richard Koo: Emerging Markets Are In For A ‘Tumultuous New Era’,” *Business Insider*, Aug. 27。

⁴⁷ UNESCAP (2011), *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2011*, May 5。

⁴⁸ Gallagher, Kevin and José Antonio Ocampo (2011), “The IMF’s Welcome Rethink on Capital Controls,” *guardian.co.uk*, Apr. 6。

⁴⁹ Yong, David (2010), “Taiwan Right in ‘Jaw-Boning’ to Cut Speculative Funds,” *Bloomberg*, Jan. 20。

⁵⁰ Rodrik, Dani (2010), “The End of An Era in Finance,” *Project Syndicate*, Mar. 11。

附錄 1 本行推動銀行放款利率訂價制度改革，強化銀行信用管道之傳遞效果

2000 年底至 2001 年底，本行 12 度調降政策利率，惟銀行基本放款利率僅微幅調整，未隨市場利率下降，致出現銀行放款利率向下調整之僵固性，引發銀行放款訂價資訊不透明問題。**2002 年本行推動銀行放款利率訂價制度改革，鼓勵銀行參考市場利率，採多元化訂價策略，以強化銀行信用管道之傳遞效果。**

- (一)目前**銀行 1 個月期、3 個月期、6 個月期存款利率**，主要係參考**本行 28 天期、91 天期及 182 天期存單發行利率**訂定，可適時反映貨幣政策調整方向。
- (二)**銀行放款利率**可依客戶屬性，選擇**銀行存款利率**或主要**貨幣市場利率**為訂價基準，而兩者均與本行貨幣政策利率具相當之連動性，**可有效反映本行貨幣政策方向**。
- (三)依據 2018 年 6 月底 10 家銀行填報資料⁵¹，**銀行放款約 84%係採銀行存款利率**為訂價基準，**16%則採貨幣市場指標利率**為基準，顯示銀行放款利率可隨存款利率與貨幣市場指標利率變動，具有高度連動性，有助提升貨幣政策之傳遞效果。

附表 1-1 銀行放款訂價採用之指標利率

客戶類別	採用之指標利率
房貸戶	多家銀行 1 年期存款平均利率(如指數型房貸利率)
中小企業戶	銀行存款利率或貨幣市場利率(如基準利率)
大型企業戶	貨幣市場利率(如 TAIBOR、TAIBIR*)

註：*TAIBOR 為台北金融業拆款定盤利率，係由 15 家指定報價銀行於每日上午 11:00，對各期別拆款利率進行報價，並由金融業拆款中心計算而得；TAIBIR 係臺灣短期票券報價利率指標，由票券公會委託臺灣集中保管結算所編製。

資料來源:中央銀行整理

⁵¹ 10 家銀行包括：臺灣銀行、第一銀行、兆豐銀行、國泰世華銀行、台北富邦銀行、中國信託銀行、德商德意志銀行、法商法國巴黎銀行、美商摩根大通銀行、日商三菱日聯銀行。

附錄 2 台灣貨幣成長與物價、產出關係之實證

附表 2-1 不同落後期與樣本期間，貨幣成長預測通膨率之效果

變數 \ 落後期	k=2		k=4		k=8	
	1992~2019	2008~2019	1992~2019	2008~2019	1992~2019	2008~2019
常數項	0.56***	0.91***	0.95***	1.59***	0.77***	-1.34***
超額貨幣成長率(m_{t-k})	0.06***	0.01	0.13***	0.01	0.04	0.08
產出缺口(\tilde{y}_{t-k})	0.25***	0.30***	0.26*	0.25**	-0.09	-0.16
通膨率(π_{t-k})	0.46***	0.11	0.04	-0.49***	0.27**	-0.13
adj R ²	0.44	0.38	0.14	0.24	0.11	0.01

註：1. 參考 Filardo et al. (2014) 實證方法。全樣本期間為 1992Q1~2019Q4，縮短樣本期間為 2008Q1~2019Q4。

2. 超額貨幣成長率，根據 Filardo et al. (2014) 係以 M2 成長率減實質 GDP 成長率來表示。

3. *：10% 顯著水準、**：5% 顯著水準、***：1% 顯著水準。

4. 參考文獻：詳 Filardo, Andrew, Hans Genberg and Boris Hofmann (2014), "Monetary Analysis And the Global Financial Cycle: an Asian Central Bank Perspective," BIS Working Papers, No.463, Sep.

資料來源：中央銀行

附表 2-2 共整合向量估計結果

	模型 1		模型 2	
名目 M2 貨幣餘額 (ln(M2))	1		1	
實質國內生產毛額 (ln(GDP))	-1.14	(-13.75)***	-0.97	(-9.16)***
消費者物價指數 (ln(CPI))	-0.57	(-1.77)*	-1.00	(-2.68)***
持有 M2 機會成本(OC_M2)	--		0.21	(3.14)***
常數項	2.64		2.07	

註：1. 樣本期間為 1992Q1~2019Q4，表格中「--」代表未使用此變數，ln 代表變數取自然對數。

2. 持有 M2 機會成本，係以其他本國資產報酬率與持有 M2 自身報酬率之利差代表，其中本國資產報酬率以 1-30 天期商業本票次級市場利率代表，M2 自身報酬率則以一年期定期存款利率代表。

3. 括弧內為 t 值，***、** 分別表示在 1% 和 5% 顯著水準下，係數估計值顯著異於 0。

4. 共整合向量的估計結果，實證變數係數符號為負，移項後表示與名目貨幣餘額為同向關係。

資料來源：中央銀行

附表 2-3 Granger 因果關係檢定

虛無假設(null hypothesis)	Chi-square 統計量
M2 成長率 → 經濟成長率 (M2 成長率不 Granger Cause 經濟成長率)	21.58**
經濟成長率 → M2 成長率 (經濟成長率不 Granger Cause M2 成長率)	11.99
M2 成長率 → CPI 年增率 (M2 成長率不 Granger Cause CPI 年增率)	15.04**
CPI 年增率 → M2 成長率 (CPI 年增率不 Granger Cause M2 成長率)	6.82

註：根據 AIC 準則，選取最大落後期數分別為 8 與 5，樣本期間為 1992Q1~2019Q4。經濟成長率及 M2 成長率為對上年同期之年增率。*：10%顯著水準、**：5%顯著水準、***：1%顯著水準。

資料來源：中央銀行