

主要國家貨幣政策操作程序簡介

游淑雅、連欣儀、施禹岑、鍾秉諺、
高超洋、朱美智、黃也欣

摘 要

各國中央銀行依其經濟金融環境採取最適貨幣政策架構，並運用政策工具進行操作，以期達成最終政策目標。本文彙編近年國際主要央行貨幣政策操作之演變及最新發展，以供本行制定貨幣政策參考。

在資本市場發展成熟下，包括美國、英國及瑞典等主要國家央行採價格型為主的貨幣政策架構，以公開市場操作引導市場利率趨近政策利率，並設置常設工具（standing facilities）形成一利率區間（interest rate corridor，或稱利率走廊）以降低利率波動，使傳導機制有效發揮。

全球金融危機後，主要國家之寬鬆貨幣政策注入金融市場大量流動性，致央行調控利率難度上升，美國與英國等央行進入地板型之利率下限體系（floor system）操作。

日本央行長期與該國低迷之經濟成長與通貨緊縮奮戰，為維持貨幣政策效力，因應時勢不斷調整其貨幣政策架構。1999 年實施金融史上首見的零利率政策，2001 年後推出貨幣寬鬆政策，改以數量型架構取代價格型

架構，嗣後在通膨率回升下一度回歸價格型架構，2013 年黑田總裁上任推出量質兼備寬鬆貨幣政策（QQE），再度轉為數量型架構，利率亦在金融危機後進入下限型操作。

中國人民銀行目前採數量型貨幣政策架構，運用存款準備金、公開市場操作等政策工具進行調控，近年陸續推出如常備借貸便利、中期借貸便利等新型貨幣政策工具，並試圖推動轉向價格型為主之貨幣政策架構，嘗試逐步訂定主要政策利率及建立利率區間，以期引導市場利率走向，抑制利率過度波動。

新加坡貨幣管理局考量該國為高度依賴進出口貿易之小型經濟體，且為主要國際金融中心之一，基於開放經濟體之不可能三位一體理論，採行以匯率為基礎之貨幣政策架構，於外匯市場直接進行干預操作，引導匯率朝其政策目標移動，並以貨幣市場沖銷操作及流動性管理機制確保銀行體系流動性維持在適當水準。

壹、美國

一、美國聯準會之貨幣政策利率與調控工具

（一）貨幣政策利率目標

美國聯準會（Fed）之政策利率為聯邦資金利率（Federal funds rate）目標，於 2008 年後係以寬幅為 25 bps 之範圍（range）表示，目前為 2.00%~2.25%。聯邦公開市場委員會（FOMC）決議後設定聯邦資金利率目標，用以引導聯邦資金利率（亦即金融機構間拆借準備金所需支付之隔夜利率）趨近目標值。

（二）貨幣政策調控工具

全球金融危機前，Fed 主要透過貼現窗口、法定存款準備及公開市場操作等政策工具，影響準備金供給，引導聯邦資金利率趨近目標值。惟金融危機後，Fed 實施量化寬鬆措施（QE）造成銀行體系準備金劇增，Fed 無法再利用公開市場操作調控準備金供給，以影響聯邦資金利率，故而陸續採行數種新的操作工具，以有效地暫時收回市場流動性及調控聯邦資金利率，主要工具包括超額準備金利率（interest rate on excess reserves, IOER）、隔夜附賣回操作（overnight reverse repurchase agreement, ON RRP）及定期存款機制（Term Deposit Facility, TDF）（表 1-1）。

目前 FOMC 改變聯邦資金利率目標時，通常亦同步調整其他短期利率（如超額準備

金利率及隔夜附賣回利率），促使聯邦資金利率調整至接近聯邦資金利率目標之水準。

二、貨幣政策利率目標上下限之演進

（一）主要融通利率原為聯邦資金利率目標上限

Fed 於 2003 年 1 月實施貼現窗口融通新制（註 1），對營運健全存款機構且取得主要融通資格者融通資金，係 Fed 供應貼現窗口資金之最主要工具，融通之利率稱為主要融通利率。主要融通利率通常高於短期市場利率，初期實施時設定為聯邦資金利率目標加 100 bps，係為懲罰性貼現率概念（penalty discount concept）。在價格誘因考量下，銀行在使用央行主要融通窗口前，會尋求市場較低利率之資金。而在資金緊俏時期，Fed 可及時供應資金滿足需求，避免聯邦資金利率攀升至超越主要融通利率，因此具聯邦資金利率目標上限功能。

（二）超額準備金利率（IOER）為聯邦資金利率目標理論下限，惟實務上無法有效運作

2008 年 10 月，Fed 開始對準備金支付利息，其中對超額準備金付息讓存款機構較不願以低於此之利率貸出資金，使 IOER 理論上可作為聯邦資金利率目標的下限，強化 Fed

（註 1）廢除原先調節性融通以低於市場利率之貼現率計息之舊制，改採市場價格導向及合格融通對象為基礎之融通機制。

表 1-1 Fed 貨幣政策工具

政策工具	說明
貼現窗口 (discount rate)	■ 為金融機構向 Fed 申請各項融通的機制，目前分為主要融通（最主要貼現窗口工具）、次級融通、季節性融通等 3 種擔保放款融通。 ■ 目前主要融通利率(primary credit rate)為 2.75%。
法定存款準備 (reserve requirement)	■ 為 Fed 依法要求金融機構對其負債提存一定比率的準備金，以因應支付需求的制度。
公開市場操作 (open market operations)	■ 與主要交易商買賣有價證券，為 NY Fed 依 FOMC 政策指示所執行。 ■ 交易可能為永久性的，例如：買賣斷；或是暫時性的，例如：附買回、附賣回操作。
超額準備金利率 (IOER)	■ 2008 年 10 月實施，係對存款機構之超額準備支付利息。 ■ 目前 IOER 為 2.20%（低於目標區間上限 5 bps）。
隔夜附賣回操作 (ON RRP)	■ 為強化以 IOER 調控短期利率效果所增設之輔助工具，係由 FOMC 設定固定利率，與傳統操作（通常為固定金額且利率由市場決定）不同，可使 Fed 以固定利率回收市場流動性。 ■ 目前 ON RRP 利率為 2.00%。
定期存款機制 (TDF)	■ Fed 透過標售 TDF 使存款機構將準備金轉為定期存款，有助 Fed 調控存款機構之準備金。 ■ 由於 TDF 支付利率高於 IOER 及 ON RRP，因此多為輔助之用。

資料來源：Fed

調控利率的能力。此時主要融通利率與 IOER 成為聯邦資金利率目標之上下限，形成完整之利率區間。惟因 QE 使市場流動性大增，加以準備金付息制度僅適用於存款機構，其他市場資金供給者如房利美（Fannie Mae）與房地美（Freddie Mac）等政府贊助機構（Government-sponsored enterprises, GSEs）及貨幣市場基金等無法獲取超額準備利息，故仍有意願以較低的利率拆出資金，導致 IOER 無法形成有效下限。

（三）以固定利率隔夜附賣回操作（ON RRP）協助建立聯邦資金利率目標下限

Fed 為強化以 IOER 調控短期利率之效果，2009 年 12 月起，與主要交易商進行小規模附賣回（RRP）操作測試，藉此回收市場流動性。測試初期為定期操作，天期介於 1~6 日，利率以競標方式決定。2013 年 9 月起，開始實施 ON RRP，除逐步提高交易額度（註 2），亦逐漸擴大交易對象範圍，目前對象包括主要交易商、貨幣市場基金、政府贊助機構及存款機構等。

在市場的套利動機下，ON RRP 的交易對手通常不會以低於 ON RRP 之利率水準在聯邦資金市場拆出資金，加上市場參與者涵蓋存款機構、政府贊助機構與貨幣市場基金，相較於 IOER 僅適用於存款機構更具全面性，因此可形成短期利率之有效下限，強

化控制聯邦資金利率的能力。

（四）確立以 IOER 及 ON RRP 作為聯邦資金利率目標上下限

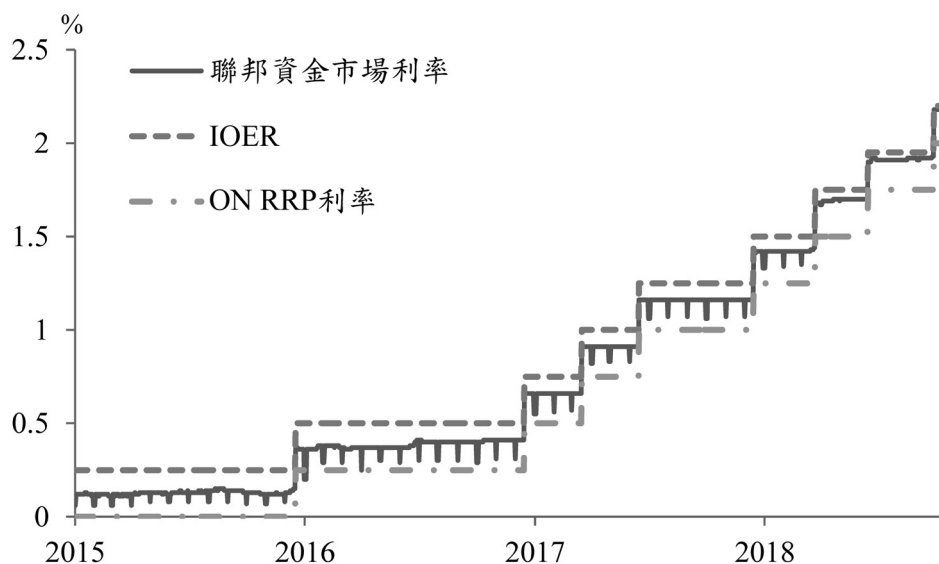
Fed 於 2014 年 9 月發布及 2015 年 3 月擴充說明之「政策正常化原則與計畫」（Policy Normalization Principles and Plans）指出，聯邦資金利率目標範圍將維持 25 bps 之寬幅，並將 IOER 及 ON RRP 利率分別設定為聯邦資金利率目標之上下限，未來將運用 IOER、ON RRP 及其他政策工具，協助調控聯邦資金利率，影響短期市場利率及維持金融穩定。

FOMC 於 2015 年 12 月至 2018 年 3 月共升息 6 次，除於貨幣政策會議聲明稿宣布調升聯邦資金利率目標外，亦於同時發布之政策執行說明（Implementation Note）宣布，調升 IOER 至聯邦資金利率目標上限值，調升 ON RRP 利率至目標下限值，以協助市場利率趨近聯邦資金利率目標。由近 3 年 IOER、ON RRP 利率，以及依每日交易量加權計算之聯邦資金市場利率（effective Federal funds rate）走勢可知，Fed 調整 IOER 與 ON RRP 利率，確實成為聯邦資金利率目標的上下限，有效控制聯邦資金利率的變動（圖 1-1）。

惟 2018 年 5 月 FOMC 會議紀錄指出，近期聯邦資金市場利率上揚，並已趨近聯邦

（註 2）2015 年 12 月起，Fed 取消操作總規模上限，惟目前仍有單一機構承作額度上限。

圖 1-1 聯邦資金利率目標上下限及聯邦資金市場利率



資料來源：Fed

資金利率目標上限，主要係反映美國短期公債發行規模上升及市場對附買回操作之需求增加，而 Fed 進行資產負債表正常化，伴隨準備金下滑，亦恐持續推升聯邦資金利率。自 2015 年底 Fed 開始升息以來，IOER 平均約較聯邦資金市場利率高出 10 bps，惟近期該差距已縮小至 5 bps 以下。Fed 於 6 月調升聯邦資金利率目標 0.25 個百分點至 1.75%~2.00%，同時決議將 IOER 僅上調 0.2 個百分點至 1.95%（低於聯邦資金利率目標範圍頂點 5 bps，Fed 稱此為技術性調整），ON RRP 利率則上調 0.25 個百分點至 1.75%。9 月 Fed 再度調升聯邦資金利率目標 0.25 個百分點至 2.00%~2.25%，同時決議將 IOER 及 ON RRP 利率分別上調 0.25 個百分點至 2.20% 及 2.00%，以確保聯邦資金市場利率落在聯

邦資金利率目標範圍內（表 1-2）。

三、貨幣政策操作轉變之原因

金融危機前，存款機構之準備金餘額偏低，2006 年時平均規模約 100 億美元，為控制聯邦資金市場利率不偏離 FOMC 設定之目標值，Fed 需分析市場準備金需求，運用固定金額（平均單次操作規模約 50 億~100 億美元）之公開市場操作買賣證券，調整準備金的供給水位，使市場利率不致偏離目標，貨幣政策操作近似於利率區間體系（corridor system）（圖 1-2）。

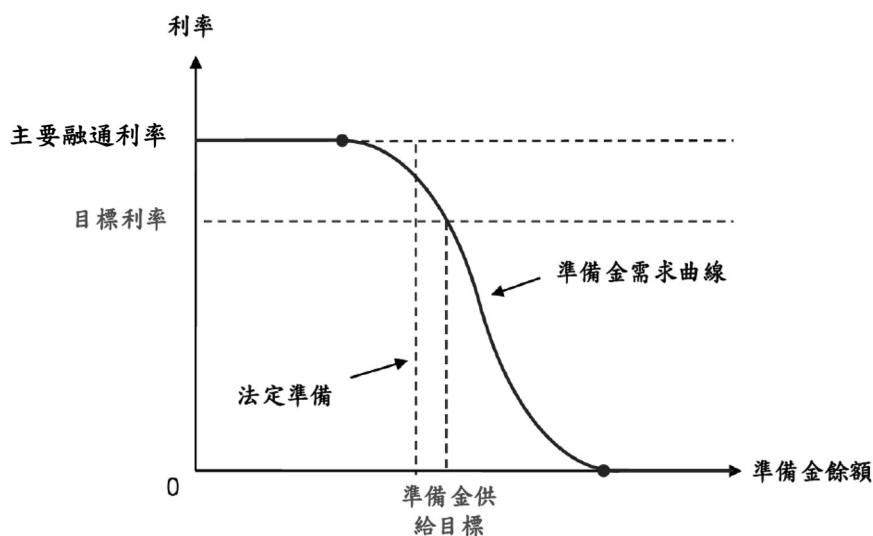
金融危機後，QE 使準備金餘額大幅增加，高峰值接近 2.8 兆美元，致準備金需求的利率彈性極大，需求曲線接近水平線。Fed 調整準備金供給，僅會改變金融機構持有超額準備的數量，無法影響聯邦資金利率，聯

表 1-2 Fed 政策利率目標及上下限

政策利率目標及上下限		目前水準
上限	超額準備金利率 (IOER) (低於聯邦資金利率目標範圍頂點 5 bps)	2.20%
政策利率	聯邦資金利率 (Federal funds rate) 目標	2.00%~2.25%
下限	隔夜附賣回利率 (ON RRP rate)	2.00%

資料來源：Fed

圖 1-2 金融危機前美國準備金市場模型

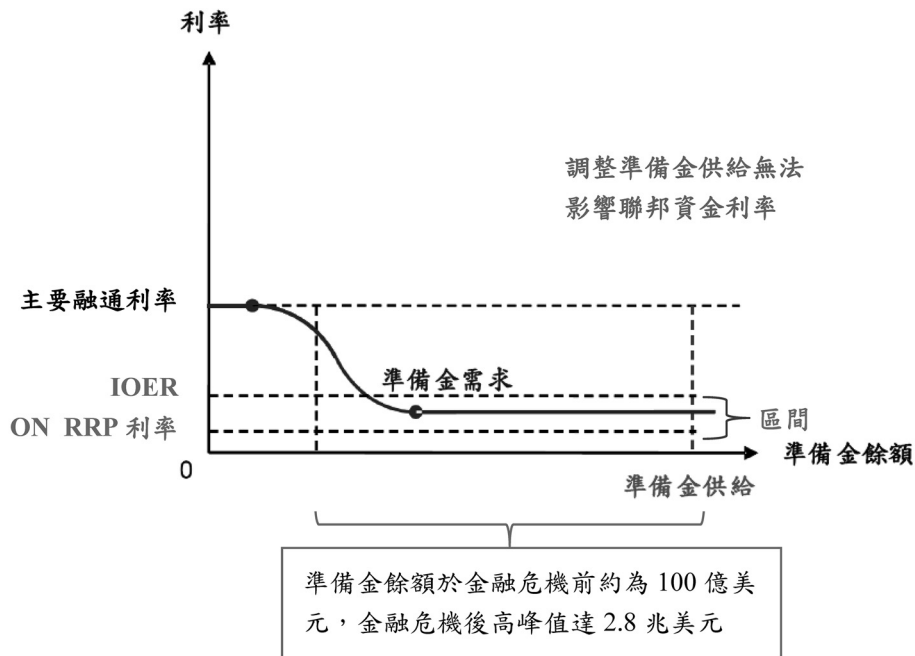


資料來源：Martin, Antoine (2017), "Monetary Policy Implementation with a Large Central Bank Balance Sheet," *Federal Reserve Bank of New York*, May 22

邦資金利率因而與準備金供給數量脫鉤，貨幣政策操作轉為利率下限體系（floor system），Fed 係透過同時調整 IOER 以及 ON RRP 利率，控制聯邦資金利率於目標範圍內（圖 1-3）。

目前 Fed 不再需要持續預測影響準備金供需的因素，並頻繁地進行公開市場操作，以調控準備金供給量，反而著重在分析金融機構於市場上針對準備金調配運用之變化，從而了解政策工具如何影響金融機構的準備

圖 1-3 目前美國準備金市場模型



資料來源：Martin, Antoine (2017), “Monetary Policy Implementation with a Large Central Bank Balance Sheet,” *Federal Reserve Bank of New York*, May 22

金變化，以及金融市場發展如何影響貨幣政策的執行，據以調整操作工具，維持貨幣政策的有效性。

貳、英國

一、目前貨幣政策利率目標及操作上、下限
英格蘭銀行（Bank of England, BoE）之政策利率為官方利率（Bank Rate），係 BoE 支付商業銀行準備金之利率，目前為 0.75%（表 2-1）；操作上、下限分別為操作性常設工具放款利率（Operational standing facilities lending rate）及操作性常設工具存款利率（Operational standing facilities deposits

rate），目前係官方利率加、減 25bps，為 1.00%及 0.50%。

二、貨幣政策利率區間操作之演變

BoE 貨幣政策目標，為透過貨幣政策操作，使隔夜拆款市場利率（sterling overnight index average, SONIA）穩定於政策利率附近，儘可能降低 SONIA 波動幅度。

1997 年英國央行法修訂通過後，BoE 獲

表 2-1 BoE 目前政策利率目標及操作上、下限

政策利率及區間		目前水準	差距
上限	操作性常設工具放款利率 (Operational standing facilities lending rate)	1.00%	25bps
政策利率	官方利率 (Bank Rate)	0.75%	
下限	操作性常設工具存款利率 (Operational standing facilities deposits rate)	0.50%	25bps

資料來源：BoE

得獨立制定貨幣政策之權利，並採零準備金制度（zero reserve system），銀行於每個營業日結束時，須維持略高於零之準備金，準備金不計息，若銀行準備金不足，可利用利率較政策利率高之隔夜放款工具（overnight lending facility）向 BoE 融通（當時隔夜放款工具利率較政策利率高 100bps）。

為提供完整之貨幣市場工具，2001 年 6 月 BoE 增設隔夜存款工具（overnight deposit facility），供銀行以較政策利率低之利率存放多餘準備金（當時隔夜存款工具利率較政策利率低 100bps），隔夜放款及存款工具利率形成 SONIA 波動之上、下限。

2006 年 5 月起，BoE 改採平均準備金制度（reserves averaging system），以每月為檢

視週期，銀行須於每個週期前設定準備金目標，並在週期內將平均準備金維持於目標水準，可容許誤差為目標水準金額增減 1%，於容許範圍內之準備金依政策利率計息。若準備金短缺或過剩，同樣可用隔夜放款或存款工具調整。此外，BoE 為避免每月最後一個營業日之 SONIA 波動幅度過大，遂將每月最後一個營業日之放款及存款工具利率縮小至政策利率加及減 25bps。

嗣後，全球金融風暴來襲，銀行為維持流動性，準備金需求暴增且難以預期，因此 BoE 調高銀行每月平均準備金偏離目標金額之容忍區間，2007 年 9 月一度高達目標金額增減 60%。2008 年 10 月 BoE 開始發行 7 天期短期票券（1-week sterling bills）吸收超額

準備，至 2009 年初，銀行每月平均準備金偏離目標金額之容忍區間已降至 10%。

由於 BoE 當時每日公告前一日使用存、放款工具之金融機構及金額，金融風暴期間，銀行為避免被貼上體質脆弱標籤，較不願透過隔夜放款工具融通資金，致 SONIA 波動擴大，政策利率上限恐失靈，因此 BoE 自 2008 年 10 月起，將存、放款工具更名為操作性常設工具（operational standing facilities）（註 3），強調該工具僅為吸收或融通極短期間內因貨幣市場及支付系統發生技術性問題之資金，非提供問題銀行之長期融通，並改為僅每月公布一次使用情形（註 4）。

2009 年 3 月 BoE 開始進行量化寬鬆，銀行獲得大量超額準備，BoE 暫時停用平均準備金制度，改為對銀行存放央行之所有準備金均依政策利率計息，因此銀行便沒有動機將多餘準備金存放於利率較低之操作性常設存款工具，即使擴大量化寬鬆，準備金供給曲線向右移動，也無法再壓低 SONIA，SONIA 以政策利率為下限，故稱為利率下限體系（floor system，圖 2-1）。

三、目前利率區間操作方式及成效

目前 BoE 仍延續採用利率下限體系，對

銀行存放央行之所有準備金依政策利率計息，因此雖有操作性常設放款和存款工具，其利率分別為政策利率之上、下限，但銀行將準備金存放央行之利率較高，沒有使用存款工具之誘因，另因量化寬鬆政策供應銀行充足準備金，亦鮮有使用放款工具之必要，自 2009 年 4 月以來 BoE 之存、放款工具月平均餘額多為零（圖 2-2）。

2006 年 5 月以前，因銀行須每日調整準備金餘額，SONIA 波動較大（圖 2-3），2006 年 5 月改採平均準備制度後，銀行調整準備金餘額操作改為每週一次，並於每個週期最後一日進一步調整，確保當月平均準備金可達目標水準，大幅降低 SONIA 波動幅度。2009 年 3 月轉為實施利率下限體系後，SONIA 波動幅度進一步縮小，近 3 年來與政策利率差距多未超過 5bps。

實施利率下限體系後，理論上 SONIA 應不低於政策利率，然而實務上因部分參與隔夜拆款市場之機構於 BoE 沒有準備金帳戶，例如貨幣市場基金及部分小型銀行等，渠等議價能力較弱，可能透過隔夜拆款市場以較低利率放款予大型銀行，因此 SONIA 偶略低於政策利率，惟差距不大（註 5）。

（註 3）期限仍為隔夜。

（註 4）Bank of England（2008），“The Development of the Bank of England's Market Operations,” Oct.

（註 5）Osborne, Matthew（2016），“Monetary Policy and Volatility in the Sterling Money Market,” *Bank of England, Staff Working Paper*, No. 588, Apr.; Bowman, David, Etienne Gagnon and Mike Leahy（2010），“Interest on Excess Reserves as a Monetary Policy Instrument: The Experience of Foreign Central Banks,” *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, No. 996, March.

圖 2-1 利率下限體系示意圖

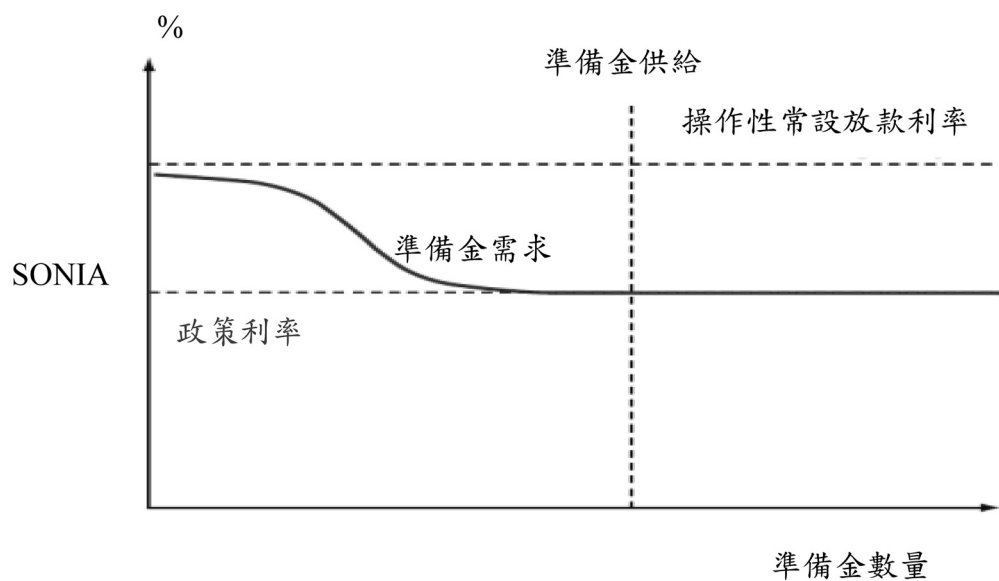
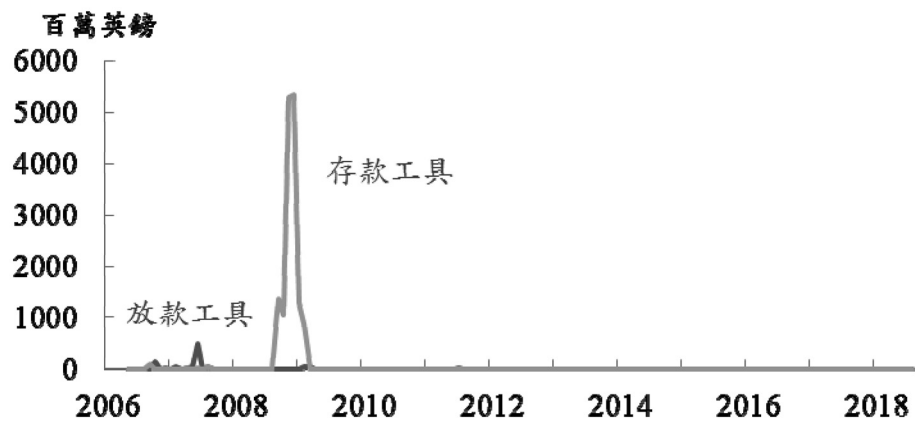
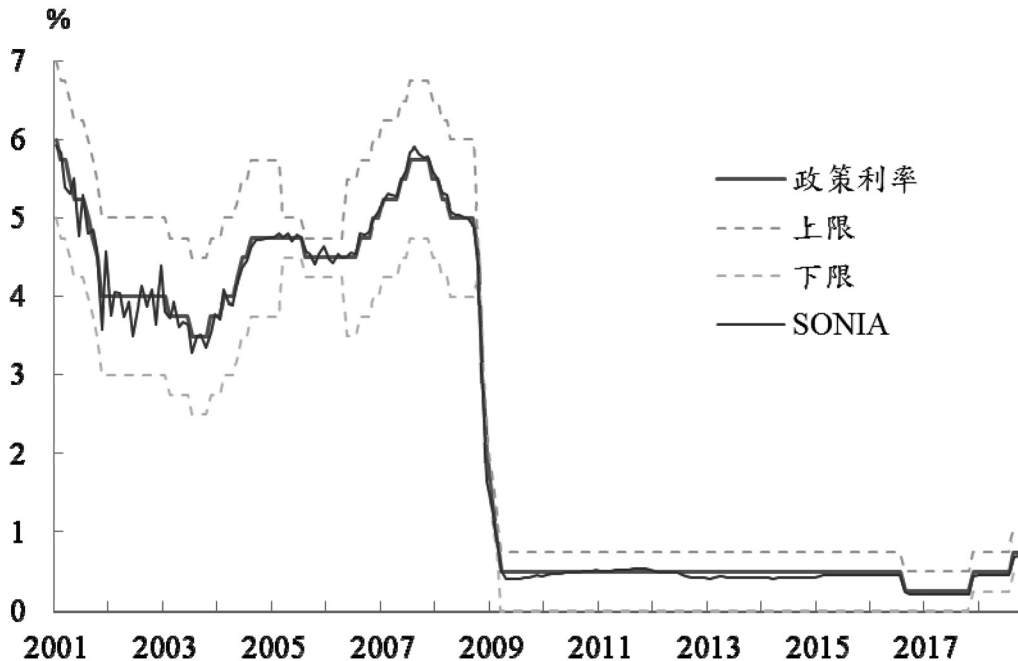


圖 2-2 BoE 存、放款工具月平均餘額



資料來源：BoE

圖 2-3 BoE 政策利率



註：2006 年 5 月至 2009 年 2 月間，BoE 採用平均準備金制度，為避免每月最後一個營業日之 SONIA 波動幅度過大，將該日之利率上、下限幅度縮小為政策利率加、減 25bps。

資料來源：BoE

參、瑞典*

一、貨幣政策採通膨目標化機制

1992 年瑞典央行（Sveriges Riksbank）放棄固定匯率制，改採浮動匯率制（註 6），並建立藉由通膨目標達成物價穩定之貨幣政策架構。1993 年瑞典央行決定自 1995 年起採

用通膨目標化機制，以消費者物價指數（CPI）年增率衡量通膨。惟政策利率調整將影響家計部門之房貸利率，直接影響 CPI，且恐導致反效果，例如降息本應提振通膨，惟於短期因降低家計部門房貸支出，反使通

* 參考瑞典央行網站；黃富櫻（2006），「瑞典央行的組織設計與貨幣政策操作」，國際金融參考資料，第五十四輯，中央銀行，11 月。

<https://www.riksbank.se/en-gb/>；

<https://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/831819302.pdf>。

（註 6）惟過去 20 年瑞典克朗（Swedish Krona）與歐元匯價走勢相近。

膨走低，因此自 2017 年起正式改以剔除房貸利率變動效果之固定利率 CPI (CPIF) 衡量通膨。

現行瑞典央行通膨目標為 CPIF 年增率 2%，可容忍變動範圍為 1%~3%，並聲明該範圍非所謂目標區間，2018 年 9 月 CPIF 年增率為 2.5%。

二、採利率區間操作模式以達通膨目標

自 1994 年 6 月 1 日起，瑞典央行之政策利率為 7 天期附買回利率 (repo rate) (註 7)，貨幣政策操作工具為常設工具 (standing facilities) 及公開市場操作，用以引導銀行間隔夜拆款利率接近所設之政策利率，最終達成通膨目標。

(一) 目前之常設工具

1. 融通工具：營業時間結束時，清算帳

戶餘額為負之銀行，自央行以有擔保方式借入隔夜資金所支付之融通利率 (lending rate) 為 7 天期附買回利率加 75 基點；

2. 存款工具：餘額為正之銀行，存放隔夜資金於央行所獲得之存款利率 (deposit rate) 為 7 天期附買回利率減 75 基點，若該存款利率為負，表示銀行須付保管費予央行。

瑞典央行採利率區間操作模式，以 7 天期附買回利率作為中線，上、下限分別為常設工具之融通利率及存款利率，控制銀行間隔夜拆款利率於該區間內波動 (表 3-1)。

(二) 公開市場操作

公開市場操作主要分為主要操作 (main operations) 及微調操作 (fine-tuning)

表 3-1 瑞典央行之利率區間

利率區間		目前水準	差距
上限	融通利率	0.25%	75 基點
中線	7 天期附買回利率	-0.50%	
下限	存款利率	-1.25%	75 基點

註：近年瑞典於消費及住宅投資帶動下，內需表現雖轉佳，惟通膨仍低緩，因此

自 2015 年起，瑞典央行決定採取負利率政策，並持續至今。

資料來源：整理自瑞典央行網站

(註 7) 此前係採邊際利率 (marginal rate)，銀行自央行借款愈多，其邊際成本愈高，而最高利率級距即為邊際利率。

operations)，分述如下。

1. 主要操作

於銀行體系資金過剩之情況下，每週二央行以 7 天期附買回利率發行央行單券（Riksbank Certificates），收回銀行體系過多之流動性，目前瑞典銀行體系係處於此種情況。

於銀行體系有資金需求之情況下，每週一次央行與銀行間進行附買回交易，以 7 天期附買回利率自銀行買入證券，或以 7 天期附買回利率提供有擔保放款，提供銀行體系流動性。

2. 微調操作

為減緩金融體系對央行存、借資金需求之波動，穩定銀行間隔夜拆款利率水準及釋放更清楚之貨幣政策訊號，央行與銀行間以附買回交易、隔夜有擔保放款、存款及外匯交換等方式不定期進行微調操作。目前，銀

行將過剩資金存入央行，利率為附買回利率減 10 基點，央行對流動性不足之銀行以有擔保方式貸放資金，利率為附買回利率加 10 基點，控制銀行間隔夜拆款利率於更窄區間內波動。

茲將前述瑞典央行之貨幣政策工具整理如表 3-2。

三、實際操作情形

以斯德哥爾摩銀行間次日交割拆放利率（Stockholm interbank offered rate Tomorrow/Next, STIBOR T/N）作為銀行間隔夜拆款利率觀之，除金融危機期間有升破區間上限外，其餘期間大抵位於區間內，且大致貼近中線波動（圖 3-1）。

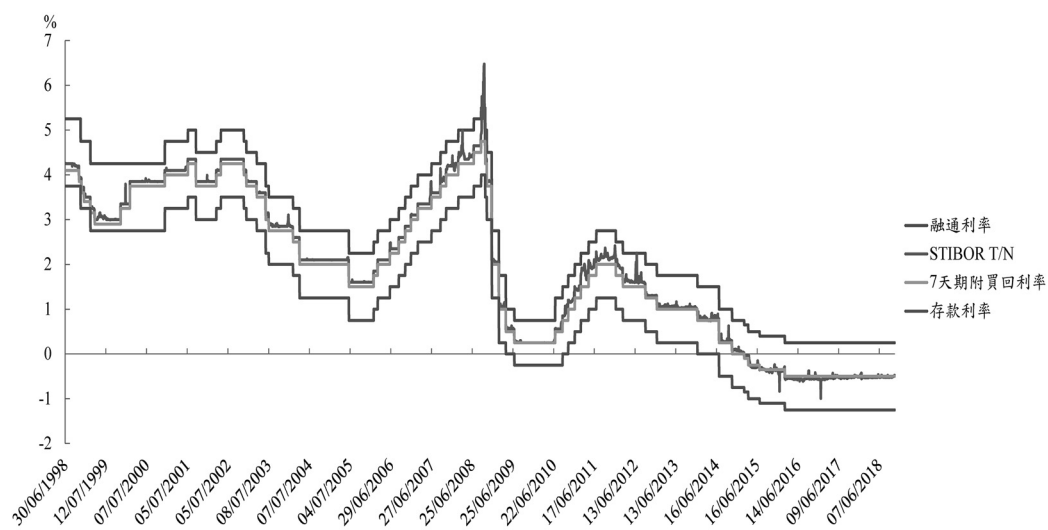
進一步以 STIBOR T/N 與中線差異觀之，除金融危機期間外，其餘期間均位於中線加減 75 基點範圍內，最近 5 年來更大抵位於中線加減 10 基點範圍內（圖 3-2）。

表 3-2 瑞典央行之貨幣政策工具

	提供流動性	收回流動性	期限	發起者	使用頻率
常設工具					
融通工具	有擔保放款		隔夜	銀行	不定期
存款工具					
公開市場操作					
主要操作	附買回交易 有擔保放款	發行央行單券	標準化	央行	定期
微調操作	附買回交易 有擔保放款 外匯交換	存款 外匯交換	隔夜或非標準化	央行	不定期

資料來源：整理自瑞典央行網站

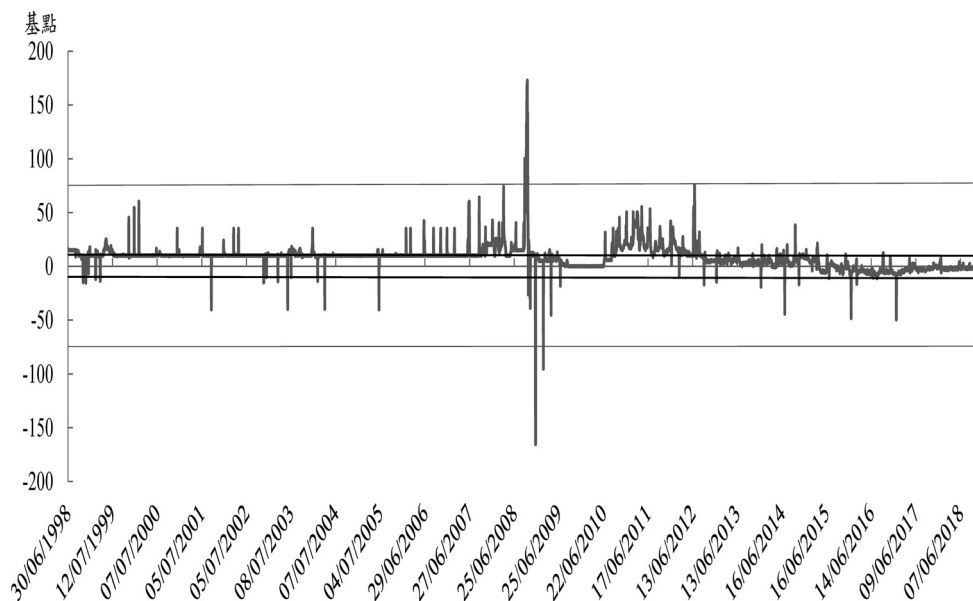
圖 3-1 瑞典央行之利率區間及銀行間隔夜拆款利率走勢



註：STIBOR T/N 自 1998 年 6 月 30 日起開始報價。

資料來源：整理自瑞典央行網站

圖 3-2 瑞典銀行間隔夜拆款利率與中線差異之走勢



註：紅線及黑線區間分別表示中線加減 75 及 10 基點範圍。

資料來源：整理自瑞典央行網站

肆、日本

一、當前 BoJ 之貨幣政策架構

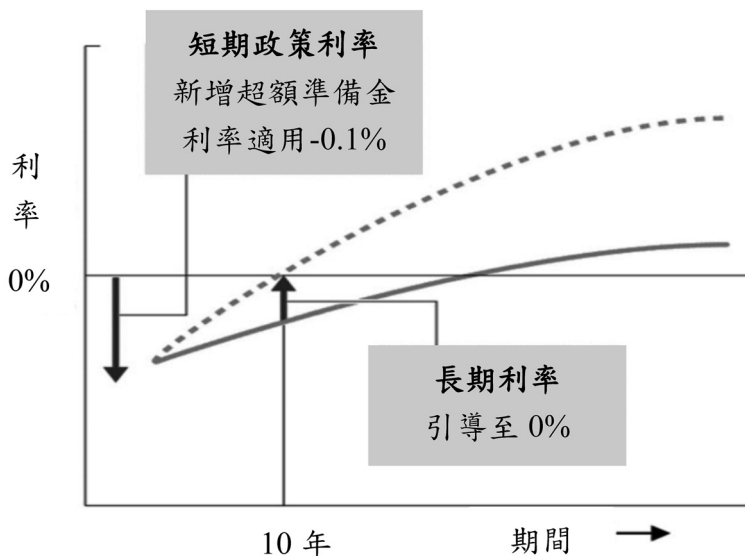
為儘早達成 2%通膨目標，2016 年 9 月日本央行（BoJ）宣布除繼續採行量質兼備寬鬆貨幣政策（Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE）之外，再導入殖利率曲線控制（Yield Curve Control, YCC）操作，其中短期政策利率（金融機構新增超額準備金適用利率）操作目標為-0.1%，長期利

率操作目標為控制 10 年期公債殖利率趨近 0% 水準（圖 4-1），並於 2018 年 7 月 31 日決議允許長期利率波動幅度由目前 0.1%~-0.1% 區間，擴大至 0.2%~-0.2% 左右（註 8）。

二、BoJ 貨幣政策之演進過程

BoJ 為適應各時期經濟及金融環境之劇烈變化，維持貨幣政策效力，不斷調整貨幣政策操作目標，演進過程如表 4-1 並說明如

圖 4-1 BoJ 控制殖利率曲線使 10 年期公債殖利率趨近零



資料來源：日本經濟新聞

（註 8）市場分析 BoJ 擴大長期利率目標波動幅度之目的，除為恢復因 BoJ 長期大規模購買公債而逐漸僵化之公債市場功能外，亦有意緩解目前地區性銀行因長期實施超低利率政策導致利差持續縮小致面臨營運困境之副作用。

後（註9）。

（一）1999年2月至2000年8月之零利率政策

受泡沫經濟破滅之衝擊，以及少子高齡化之快速發展，日本經濟潛在成長率由1990年代初期之4%下降至1990年代後期之1%左右，中性利率（natural rate of interest）亦伴隨持續走低。為促使實質利率低於中性利率以刺激經濟成長，擺脫長期通縮困境，於1999年2月將貨幣政策操作目標—無擔保隔夜拆款利率由0.25%降至接近0%，實施金融史上首見的零利率政策（Zero Interest Rate Policy）。

（二）2001年3月至2006年3月之量化寬鬆政策

2001年3月，鑑於零利率政策仍無法帶領日本經濟脫離長期停滯及通貨緊縮，BoJ改以「量」（金融機構在BoJ的活期存款帳戶餘額）取代「價」（無擔保隔夜拆款利率）作為貨幣政策操作目標，並承諾此量化寬鬆貨幣政策將持續實施，直至核心CPI年增率穩定維持於零以上，較零利率政策時期之承諾更具體，BoJ稱此為政策時間軸效果（policy duration effect），可說是近年歐美中

央銀行實施前瞻性指引之先驅。2006年起日本CPI年增率恢復正成長，2006年3月BoJ解除量化寬鬆政策，回歸以無擔保隔夜拆款利率為操作目標。

（三）2010年10月至2013年4月之廣泛的貨幣寬鬆政策

2008年爆發全球金融危機，為避免日本經濟再度陷入通縮情勢，2010年10月BoJ推出廣泛的貨幣寬鬆政策（Comprehensive Monetary Easing Policy），主要措施為1、將無擔保隔夜拆款利率操作目標降至0.0~0.1%；2、採行資產購買計畫：（1）購買公債，另為壓低風險溢價開始購買商業本票（CP）、公司債、指數型證券投資信託基金（ETF）、不動產投資信託（J-REIT）等風險性資產，及（2）以固定利率提供金融機構較長期資金（註10）；3、強化前瞻性指引，承諾維持零利率至中長期核心CPI年增率穩定於2%水準以下。

（四）2013年4月之量質兼備貨幣寬鬆政策（QQE）

上述資產購買計畫及前瞻性指引，仍無法讓日本完全擺脫經濟低迷及通縮困境，2013年3月黑田總裁上任即於4月推出量質

（註9）參考 Kuroda, Haruhiko（2016）, “The Battle Against Deflation: The Evolution of Monetary Policy and Japan's Experience,” Speech at Columbia University in New York, April 13；Nakaso, Hiroshi（2017）, “Evolving Monetary Policy: The Bank of Japan's Experience,” Speech at the Central Banking Seminar Hosted by the Federal Reserve Bank of New York, October 18；Kuroda, Haruhiko（2017）, “Quantitative and Qualitative Monetary Easing and Economic Theory,” Speech at the University of Zurich in Switzerland, November 13.

（註10）類似英國央行之貸款融資計畫（Funding for Lending），以及歐洲央行之長期再融資操作（TLTRO）制度。

表 4-1 BoJ 貨幣政策之演進過程

期間	貨幣政策	操作目標	短期利率目標	影響長期利率走勢	影響風險溢價	負利率政策	影響通膨預期
1999/2~2000/8	零利率政策	無擔保隔夜拆款利率	儘可能壓低利率(實質為0%)	政策時間軸效果(policy duration effect, 後稱前瞻性指引)	—	—	—
2001/3~2006/3	量化寬鬆政策	BoJ 活期存款帳戶餘額	維持於0%左右	前瞻性指引	—	—	—
2010/10~2013/4	廣泛的貨幣寬鬆政策	無擔保隔夜拆款利率	0~0.1% (實質為0%)	1.購買公債/以固定利率供應長期資金 2.前瞻性指引	購買風險性資產	—	導入 2% 通膨目標 (自 2013/1)
2013/4~	量質兼備貨幣寬鬆政策 (QQE)	貨幣基數	0%左右 ↓ 負利率 (自 2016/1)	大規模購買公債	購買風險性資產	金融機構新增超額準備適用 -0.1% 利率 (自 2016/1)	強力且明確承諾兩年內達成 2% 之通膨目標
2016/9~	附帶長短期利率控制之 QQE	長短期利率 (短期政策利率、10 年期公債殖利率)	負利率	殖利率曲線控制 (操作目標: 10 年期公債殖利率)	購買風險性資產	金融機構新增超額準備適用 -0.1% 利率	承諾儘早達成並穩定維持 2% 之通膨目標

資料來源：Nakaso (2017)

兼備寬鬆貨幣政策 (QQE)，將操作目標自隔夜拆款利率改為貨幣基數 (表 4-2)，透過更大規模之公債購買以壓低長期利率，且擴大 ETF 等資產之購買以強化降低風險溢價之效果，同時承諾兩年內實現 2% 通膨目標以期

提高民眾之通膨預期，達到進一步壓低實質利率之目標。

BoJ 之後數度擴大 QQE (表 4-3)，強化寬鬆貨幣力道 (註 11)，以防好轉之物價走勢再度回跌。2016 年 1 月，為因應自 2014

(註 11) 2018 年 7 月底 BoJ 資產負債表規模相對名目 GDP 比率已由 2013 年底之 35% 大幅上升至 109%，遠高於 Fed 之 22% 及 ECB 之 40%。

表 4-2 2013 年 4 月 4 日 BoJ 實施 QQE 之主要內容

重 點	內 容
(1) 政策操作目標	■以貨幣基數* (monetary base) 取代隔夜拆款利率
(2) 通膨目標	■兩年內實現通膨目標 (核心 CPI 年增率) 2%
(3) 購買標的	■政府公債、指數股票型基金 (ETF)、日本不動產投資信託基金 (J-REIT)
(4) 貨幣基數及資產餘額	■貨幣基數餘額 (兩年 2 倍): 2012 年底 138 兆日圓; 2014 年底達 270 兆日圓 ■總資產餘額 (兩年 2 倍): 2012 年底 158 兆日圓 (公債:89 兆日圓); 2014 年底達 290 兆日圓 (公債:190 兆日圓)
(5) 債券購買期限	■擴大至 40 年期政府公債, 使平均剩餘到期年限由當時之 3 年延長至 7 年 ■促使長短期殖利率一致下降

* BoJ 對貨幣基數 (monetary base) 之定義為: 流通中之鈔券+流通中之硬幣+金融機構於 BoJ 之活期存款。

資料來源: BoJ

表 4-3 BoJ 擴大 QQE 之目標

目標/資產	2013.4.4 目標	2014.10.31 目標	2015.12.19 目標	2016.7.29 目標
貨幣基數	每年增加 60~70 兆日圓	每年增加 80 兆日圓	維持不變	維持不變
公債	每年增購 50 兆日圓 (平均剩餘到期年限 由 3 年延長至 7 年)	每年增購 80 兆日圓 (平均剩餘到期年限 由 7 年延長至 7~10 年)	維持不變 (平均剩餘到期年限 由 7~10 年延長至 7~12 年)	維持不變 (平均剩餘到期年限 7~12 年)
ETF	每年增購 1 兆日圓	每年增購 3 兆日圓	每年增購 3.3 兆日圓*	每年增購 6 兆日圓
J-REIT	每年增購 300 億日圓	每年增購 900 億日圓	維持不變	維持不變
商業本票	持有餘額 2.2 兆日圓	維持不變	維持不變	維持不變
公司債	持有餘額 3.2 兆日圓	維持不變	維持不變	維持不變

* BoJ 表示, 新增之 0.3 兆日圓購買目標的以積極進行設備及人力資源投資之企業所發行股票組成之 ETF 為主, 以支援企業進行設備及人力資源投資。

資料來源: BoJ

年夏季以來國際油價下跌，2015 年至 2016 年新興市場國家經濟成長趨緩及全球金融市場動盪，BoJ 跟隨歐洲國家之央行採行負利率政策，宣布金融機構新增超額準備金適用-0.1%之利率，試圖進一步壓低殖利率曲線之起點。

(五) 2016 年 9 月附帶長短期利率控制之 QQE

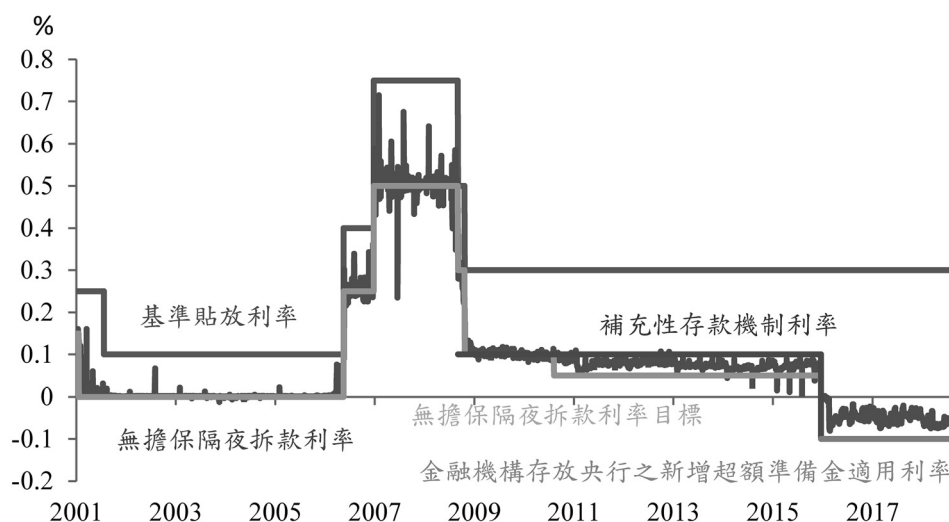
QQE 雖然讓日本之經濟有所改善，惟 2% 之通膨目標仍未達成。且為壓低整條殖利率曲線，BoJ 之前訂出 1 年內購買公債之數量目標，惟利率下降幅度亦取決於經濟與物價

狀況，以及當時金融市場之情勢，因此降幅可能不足亦或太多。另一方面，若殖利率曲線過度下降及平坦，可能降低保險與年金產品之收益率，對經濟產生負面衝擊，且金融業盈餘亦將受到壓縮，影響金融中介。

為解決上述殖利率曲線過度下降及平坦等問題，BoJ 於 2016 年 9 月實施殖利率曲線控制操作，控制 10 年期日本公債殖利率趨近 0% 水準，並導入固定利率操作，以特定的利率水準無限量進行公債操作，藉以形成適當的殖利率曲線型態。

三、BoJ 之政策利率目標操作（註 12）

圖 4-2 BoJ 之政策利率目標操作



註：1. 2010 年 10 月 5 日~2016 年 2 月 15 日無擔保隔夜拆款利率目標調整為 0~0.1%，故以 0.05% 之平均數表示。

2. 2016 年 2 月 16 日起，短期政策利率由無擔保隔夜拆款利率目標改為金融機構存放央行之新增超額準備金適用利率。

資料來源：Thomson Reuters Datastream

（註 12）參考朱美智（2018），「國際間實施利率走廊經驗之探討」，中央銀行經濟研究處內部報告，5 月。

BoJ 於 2001 年 3 月實施補充性放款機制（Complementary Lending Facility），其基準貼放利率（basic loan rate），形成無擔保隔夜拆款利率目標操作區間上限。2008 年 10 月再建立補充性存款機制（Complementary Deposit Facility），形成區間下限（圖 4-2）。

2008 年 12 月 BoJ 將基準貼放利率自 0.5%

降低至 0.3%，無擔保隔夜拆款利率目標自 0.3% 降低至 0.1%，存款機制利率仍維持 0.1%，即操作目標利率等於利率區間下限，從此進入下限型操作。

2016 年 2 月 16 日起，BoJ 將短期政策利率由無擔保隔夜拆款利率目標改為金融機構新增超額準備金適用利率（-0.1%），亦即補充性存款機制利率。

伍、中國大陸

一、目前人行採行數量型的貨幣政策調控架構

目前中國人民銀行（以下簡稱人行）採行以數量型為主的貨幣政策調控架構。自 1996 年採用貨幣供給量指標以來，貨幣供給量即成為貨幣政策的中間目標。近年來，股票、債券等直接金融及銀行表外業務大幅發展，傳統的貨幣指標難以全面反映金融對實體經濟的支持，社會融資規模統計（註 13）應運而生。2016 年社會融資規模與貨幣總計數 M2 開始共同成為貨幣政策的中間目標（註 14）。

人行運用以下政策工具影響數量型中間目標，以達成維持幣值穩定及促進經濟成長之最終目標。

（一）存款準備金

存款準備金除能調節貨幣寬鬆以外，亦具結構性調整功能。自 2008 年 10 月開始，根據金融機構屬於大型或中小型，實行差別存款準備率。另外，為緩解小微企業「融資難、融資貴」之問題及支持三農（註 15）之發展，人行從 2014 年以來共宣布 11 次定向降準（附表 5-1）。而且，為落實定向降準政策，引進存款準備率動態調整機制。該機制

（註 13）社會融資規模統計包括：金融機構之人民幣放款、外幣放款、表外業務（包括信託放款、委託放款、未貼現銀行承兌匯票），加上企業債、非金融企業股票，以及其他融資；以台灣的用語而言，相當於間接金融及直接金融的合計。

（註 14）2016 年政府工作報告提出「2016 年 M2 及社會融資規模餘額預期成長 13% 左右」，惟年底實際分別成長 11.3% 及 12.8%；2017 年政府工作報告提出「2017 年 M2 及社會融資規模餘額預期成長 12% 左右」，惟年底實際分別成長 8.2% 及 12.0%；2018 年政府工作報告即未再提出 2018 年 M2 及社會融資規模餘額的成長目標，僅表示維持 M2 及社會融資規模合理成長。

（註 15）三農係指農村、農民及農業。

自 2015 年起，每年 2 月針對銀行上一年對小微企業及三農放款等情況進行考核，並根據考核結果動態調整存款準備率。

（二）再貸款

再貸款主要分為流動性再貸款、信貸政策支持再貸款等，前者對符合總體審慎要求的金融機構提供流動性支援，後者則包括支農再貸款、支小再貸款等，引導信貸資金流向三農及小微企業等。

（三）存放款基準利率

目前貨幣政策工具雖以數量型為主，然亦採行存放款基準利率之價格型工具，主要係因中國大陸儲蓄率高且金融體系以信貸交易為主，透過調整存放款基準利率來直接調控資金價格，可傳遞鬆緊貨幣之意圖。惟利率管制逐步放鬆，自 2015 年 10 月進一步完成利率市場化（附表 5-2）以來，人行均未調整存放款基準利率（註 16），逐步弱化上述利率所發揮的直接調控作用。

（四）公開市場操作

自 2013 年以來，外匯流入速度放緩，國內流動性持續存在缺口，致人行進行公開市場操作使基礎貨幣的淨回籠轉變為淨投放。2016 年 2 月起公開市場操作從每週 2 次改為

每日進行，建立以逆回購操作為常態化的流動性供給方式。

（五）新型貨幣政策工具

自 2013 年下半年起，陸續推出一系列新型貨幣政策工具，主要包括短期流動性調節工具（Short-term Liquidity Operations, SLO）、常備借貸便利（Standing Lending Facility, SLF）、中期借貸便利（Medium-term Lending Facility, MLF）、抵押補充貸款（Pledged Supplementary Lending, PSL）及臨時性流動性便利（Temporary Liquidity Facility, TLF）等（附表 5-3），用以調節市場流動性。

2015 年 8 月 11 日進行匯制改革以後，外匯流出規模擴大，新型貨幣政策工具使用頻率亦伴隨上升。

二、人行推動轉向價格型為主的貨幣政策調控架構

在金融市場及金融產品更趨複雜下，M2 的可測性、可控性及與實體經濟的相關性均下降，促使人行推動從數量型轉向價格型為主的貨幣政策調控架構（註 17）。

伴隨貨幣政策工具多樣化，2013 年初人行設立常備借貸便利（SLF）（註 18），且

（註 16）信貸市場、貨幣市場及債券市場的利率傳導尚未完全暢通，仍須倚賴各自市場的政策利率來引導，致人行須讓存放款基準利率持續存在，並將視情勢需要決定是否調整。不過，未來隨著金融市場發展至一定階段，人行應會取消存放款基準利率，讓單一政策利率引導金融市場所有利率。參考馬駿、管濤（2018），「利率市場化與貨幣政策框架轉型」，《中國金融雜誌》，第 12 號，6 月。

（註 17）中國人民銀行（2018），「2017 年第四季度貨幣政策執行報告」，2 月 14 日。

（註 18）SLF 是人行創設的常設性放款工具，用以滿足金融機構臨時性的短期流動性需求；2015 年人行將 SLF 推行地區從 10 個省（市）擴展至全國。

將公開市場操作成為常態化，並嘗試逐步訂定主要政策利率（key policy rate）來引導市場對利率的預期，及透過利率區間（interest rate corridor）的建立，來引導市場利率走向及抑制利率過度波動（註 19）。

目前人行計劃依以下三步驟建立利率區間操作：（1）在不公布主要政策利率之情況下建構區間；（2）逐步縮窄區間寬度；（3）促使市場形成某種利率為主要政策利率的預期（註 20）。

人行將常設性放款工具—常備借貸便利（SLF）之利率作為利率區間上限，由於 SLF 使用機構的範圍廣泛，該利率能扮演穩固的上限角色（註 21）。區間下限，因沒有設立常設性存款工具，推測為超額準備金利率，由於參與存款準備金制度之金融機構眾多，該利率應可發揮牢固的下限之作用。

就區間寬度而言，目前 7 天期 SLF 利率為 3.55%，超額準備金利率為 0.72%，上、下限利差為 283 個基點，屬過寬水準，不利於抑制市場利率的波動性。因此，人行暫將尚未對外公布之政策利率（可能為 7 天期公開市場逆回購之利率（註 22））視為實質下限。之後，再進行縮窄區間寬度的改革。

惟目前仍未確定何種利率為貨幣市場基準利率。不過，根據學者研究或人行報告，可能為下列三種之一：7 天期銀行間拆款利率（China Interbank Offered Rate, Chibor），7 天期貨幣市場回購利率（註 23），7 天期存款機構（註 24）回購利率（以國債為抵押）（註 25）。後二者的差別在於前者不限定交易機構及抵押資產，後者則限定交易機構為存款機構，且抵押品為國債（圖 5-1）。

就具體操作而言，人行透過推升公開市

（註 19）中國大陸貨幣市場利率波動幅度大，以變異係數（標準差除以平均利率）來衡量，2012 年 1 月至 2015 年 6 月期間，隔夜上海銀行間同業拆款利率（Shibor）的波動幅度是美元、日圓及韓元隔夜利率波動幅度的約 2~4 倍。參考牛慕鴻、馬駿等（2015），「利率走廊、利率穩定和調控成本」，*人民銀行工作論文*，第 12 號，11 月。

（註 20）參考牛慕鴻、馬駿等（2015），「利率走廊、利率穩定和調控成本」，*人民銀行工作論文*，第 12 號，11 月。

（註 21）根據主要先經濟體實施利率走廊的經驗，使用常設性放款及存款工具之市場參與者範圍越廣泛，利率走廊的上限及下限就會越牢固。

（註 22）人行前行長周小川曾表示，未來政策利率將採用公開市場操作所產生的利率，即主要向貨幣市場釋放流動性的 7 天期公開市場逆回購之利率。參考中國人民銀行（2016），「中國人民銀行行長周小川記者會文字實錄」，*新聞發布稿*，2 月 26 日。

（註 23）由於 Chibor 及貨幣市場回購利率有獨立的運作體系，並具有較大的影響力，且央行的政策利率對渠等有較好的可控性，另外渠等對央行政策利率有較佳的反應，致可能成為貨幣市場基準利率。參考楊迪川（2016），「利率走廊的國際經驗與我國利率走廊構建研究」，*金融監管研究*，第 11 期，銀監會。

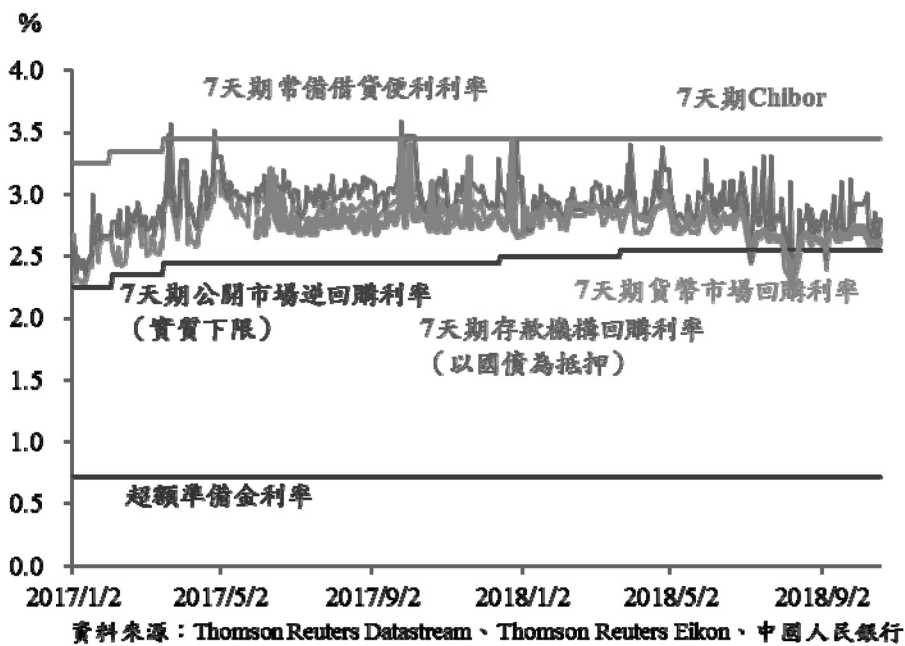
（註 24）存款機構包括：儲蓄機構（資金來源多為儲蓄存款，多運用於長期的投資與放款）、信用合作社及商業銀行。

（註 25）人行指出「7 天期存款機構回購利率（以國債為抵押），可降低交易對手信用風險及抵押品品質對利率定價的干擾，能反映銀行體系流動性鬆緊狀況，對於培育貨幣市場基準利率有積極作用。」參考中國人民銀行（2016），「2016 年第三季度貨幣政策執行報告」，11 月 17 日及中國人民銀行（2017），「2017 年第一季度貨幣政策執行報告」，2 月 16 日。

場逆回購的得標利率來引導貨幣市場利率上升，進而傳遞收緊貨幣之意圖；反之，則透過壓低公開市場逆回購的得標利率來引導貨幣市場利率下降，傳遞寬鬆貨幣之意圖。因此，隨著供給側結構性改革的深入，去槓

桿、抑泡沫及防風險成為金融工作的重心，加以為防範美國升息導致資金大幅外流，2017 年以來人行透過 4 次提升 7 天期公開市場逆回購利率，引導貨幣市場利率上升。

圖 5-1 中國大陸模擬的利率區間操作



附表 5-1 2014 年以來人行宣布之 11 次定向降準政策

宣布日期	定向降準政策
2014年4月25日	●下調縣域農村商業銀行人民幣存款準備率2個百分點 ●下調縣域農村合作銀行人民幣存款準備率0.5個百分點
2014年6月16日	●對符合審慎經營要求且三農和小微企業放款達到一定比例的商業銀行（不含2014年4月25日已下調過準備率的機構）下調人民幣存款準備率0.5個百分點
2015年2月5日	●對小微企業放款占比達到定向降準標準的城市商業銀行、非縣域農村商業銀行額外降低人民幣存款準備率0.5個百分點 ●對中國農業發展銀行額外降低人民幣存款準備率4個百分點
2015年4月20日	●對農村信用社、村鎮銀行等農村金融機構額外降低人民幣存款準備率1個百分點，並統一下調農村合作銀行存款準備率至農村信用社水準 ●對中國農業發展銀行額外降低人民幣存款準備率2個百分點 ●對符合審慎經營要求且三農或小微企業放款達到一定比例的大型商業銀行和股份制商業銀行可執行較同類機構法定水準低0.5個百分點的存款準備率
2015年6月28日	●對三農放款占比達到定向降準標準的城市商業銀行、非縣域農村商業銀行降低存款準備率0.5個百分點 ●對三農或小微企業放款達到定向降準標準的大型商業銀行、股份制商業銀行、外資銀行降低存款準備率0.5個百分點
2015年9月6日	●降低縣域農村商業銀行、農村合作銀行、農村信用社和村鎮銀行等農村金融機構存款準備率0.5個百分點
2015年10月24日	●為加大金融支持三農和小微企業的正向激勵，對符合標準的銀行降低存款準備率0.5個百分點
2017年9月30日	●對推動普惠金融相關貸款達一定標準的銀行降低存款準備率0.5個或1.5個百分點（自2018年1月1日起開始實施）
2018年4月17日	●為協助銀行償還到期之中期借貸便利，及減輕市場流動性壓力，對部分銀行降低存款準備率1個百分點
2018年6月24日	●為支持對小微企業的放款及支援推動企業「債轉股」，對部分銀行下調人民幣存款準備率0.5個百分點
2018年10月15日	●為支援償還到期的中期借貸便利及支持小微企業、民營企業與創新型企業，對部分銀行下調人民幣存款準備率1個百分點

資料來源：中國人民銀行

附表 5-2 中國大陸利率市場化過程

利率	時 間	市 場 化 措 施
銀行間拆款利率	1996 年 1 月	銀行間拆款市場（Chibor）成立。
	1996 年 6 月	取消同業拆款利率上限規定，改由市場決定。
	1997 年 6 月	銀行間債券回購利率及現券交易利率由市場決定。
	2007 年 1 月	上海銀行間拆款市場（Shibor）成立。
人民幣存款利率	2004 年 1 月	人民幣之存放款利率管制自 2004 年起開始逐步開放。 人民幣放款利率浮動區間上限調整為放款基準利率之 1.7 倍，下限調整為 0.9 倍。
	2004 年 10 月	取消人民幣放款利率上限，下限仍維持於基準利率的 0.9 倍。 取消人民幣存款利率下限。
	2012 年 6 月	人民幣存款利率上限調整為存款基準利率的 1.1 倍。 人民幣放款利率下限調整為放款基準利率的 0.8 倍。
	2012 年 7 月	人民幣放款利率下限調整為放款基準利率的 0.7 倍。
	2013 年 7 月	全面取消人民幣放款利率下限。
	2014 年 11 月	人民幣存款利率上限調整為存款基準利率的 1.2 倍。
	2015 年 3 月	人民幣存款利率上限調整為存款基準利率的 1.3 倍。
	2015 年 5 月	人民幣存款利率上限調整為存款基準利率的 1.5 倍。
	2015 年 8 月	取消 1 年期以上（不含 1 年期）存款利率上限之規定，活存及 1 年期（包含 1 年期）以下仍為存款基準利率的 1.5 倍。
	2015 年 10 月	全面取消人民幣存款利率上限。

說明：1995 年以前，中國人民銀行對利率統一管理，金融機構不得自行決定利率，因此將 1996 年開放銀行間拆借利率作為利率市場化的起點。

資料來源：中國人民銀行

附表 5-3 中國大陸新型貨幣政策工具

名稱	發起時間	政策目標	抵押品	對象	期間	利率
短期流動性調節工具 (SLO)	2013 年初	因應銀行體系流動性的臨時性波動	國債、央行票據、政策性金融債、政府支持機構債券、商業銀行債券	公開市場業務一級交易商中符合特定條件的部分金融機構	1-7 天	招標
常備借貸便利 (SLF)	2013 年初	● 滿足大額流動性需求 ● 引導市場利率	高信用評級的債券類資產及優良資產	政策性銀行、全國性商業銀行	隔夜、7 天、1 個月	根據貨幣政策調整
中期借貸便利 (MLF)	2014 年 9 月	● 調節金融機構中期融資成本 ● 提供符合國家政策之經濟部門低廉成本資金（如小微企業和三農等）	國債、央行票據、政策性金融債、高等級信用債等優良債券	政策性銀行、合格金融機構	6 個月、1 年	根據貨幣政策調整
抵押補充貸款 (PSL)	2014 年 4 月	支援街廓改造工程，提供長期穩定、成本適當的資金來源	高等級債券資產及優良資產	政策性銀行、合格金融機構	3、4 年	優於市場利率
臨時性流動性便利 (TLF)	2017 年 1 月	保障年節資金的集中性需求，以改善市場流動性	無	大型商業銀行	28 天	接近同期公開市場操作利率

資料來源：中國人民銀行

陸、新加坡

一、新加坡貨幣政策發展背景

新加坡貨幣管理局（MAS）之貨幣政策，係以達成中期物價穩定以輔助經濟成長為目標。新加坡為缺乏天然資源之小型開放經濟體，民生物資與經濟發展高度依賴進出口貿易，匯率為主要影響物價穩定因素，故有別傳統央行以貨幣供給或利率調控執行貨幣政策，MAS 採行以匯率為基礎之貨幣政策，以達成政策目標。

開放經濟體之不可能三位一體理論（impossible trinity）指出，一國無法同時達成匯率穩定、開放資本市場與獨立執行國內利率政策。新國為主要國際金融中心之一，1978 年開放資本自由移動，1981 年執行以管理匯率為中心之貨幣政策，此隱含國內利率與貨幣供給為內生變數（endogenous），主要受國際利率與市場預期所牽動（註 26）（圖 6-1）。

二、貨幣政策執行架構

以匯率為基礎之貨幣政策係指管理新加坡元對一籃貨幣之名目有效匯率指數（S\$NEER）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（圖 6-2）。

（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），故多簡稱為 BBC 管理浮動匯率制（圖 6-3）。

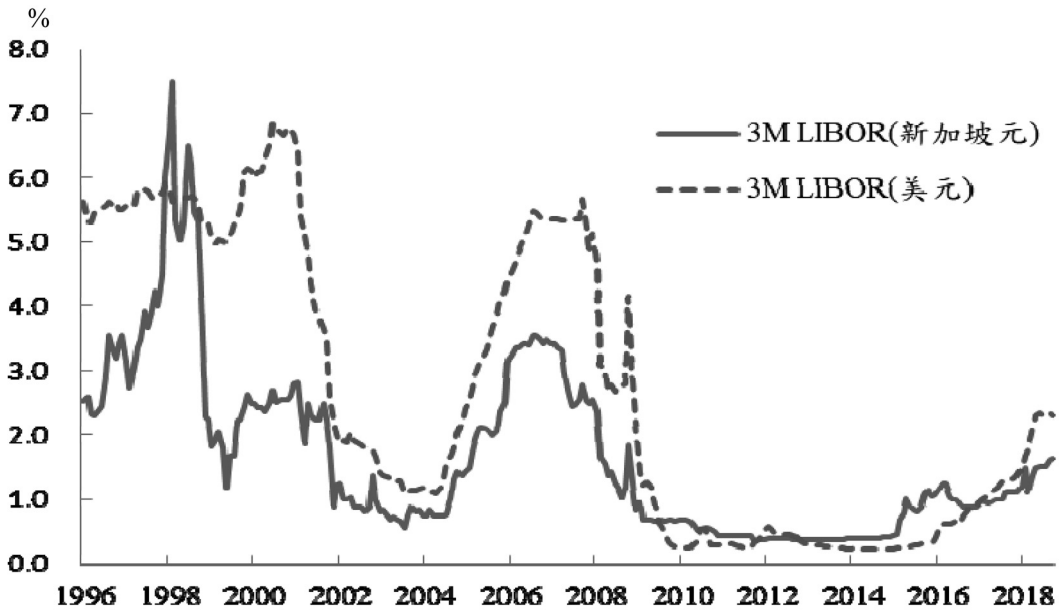
Basket 係指 S\$NEER 一籃貨幣指數之幣別組成，其權重主要考慮兩國間貿易重要性，如主要進口來源國或主要貿易競爭國之權重較高，惟 MAS 不對外揭露詳細幣別組合內容，僅於網站上公布 S\$NEER 指數歷史資料。

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，如 2018 年 4 月 MAS 基於預期核心通膨

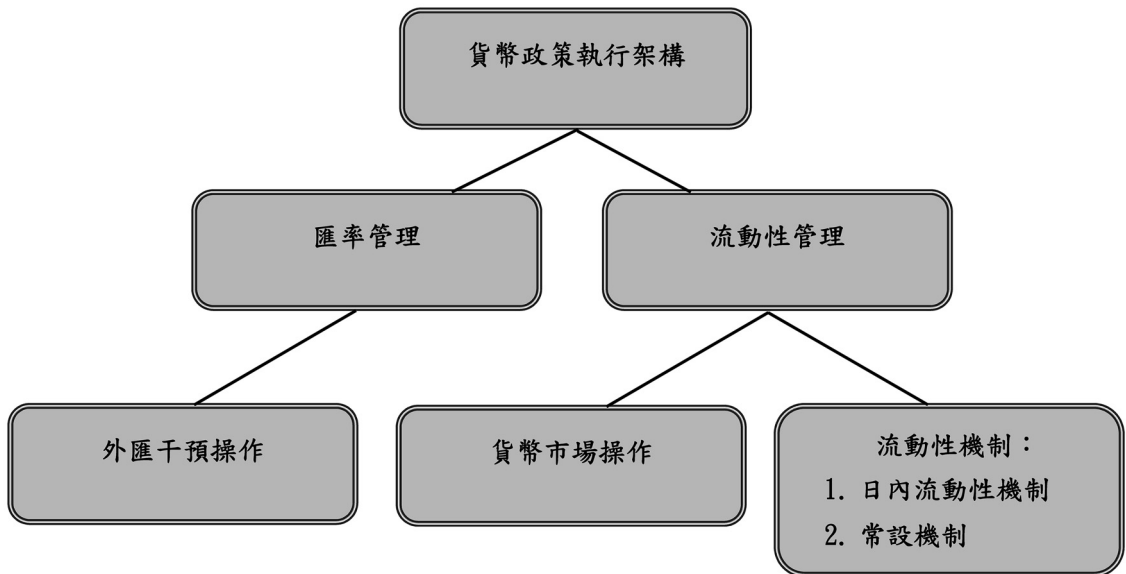
（註 26）Monetary Authority of Singapore（2018），“Monetary Policy & The Economy,” *Economics Explorer Series*, Jan.

圖 6-1 新加坡元與美元之 3 個月期銀行間拆款利率



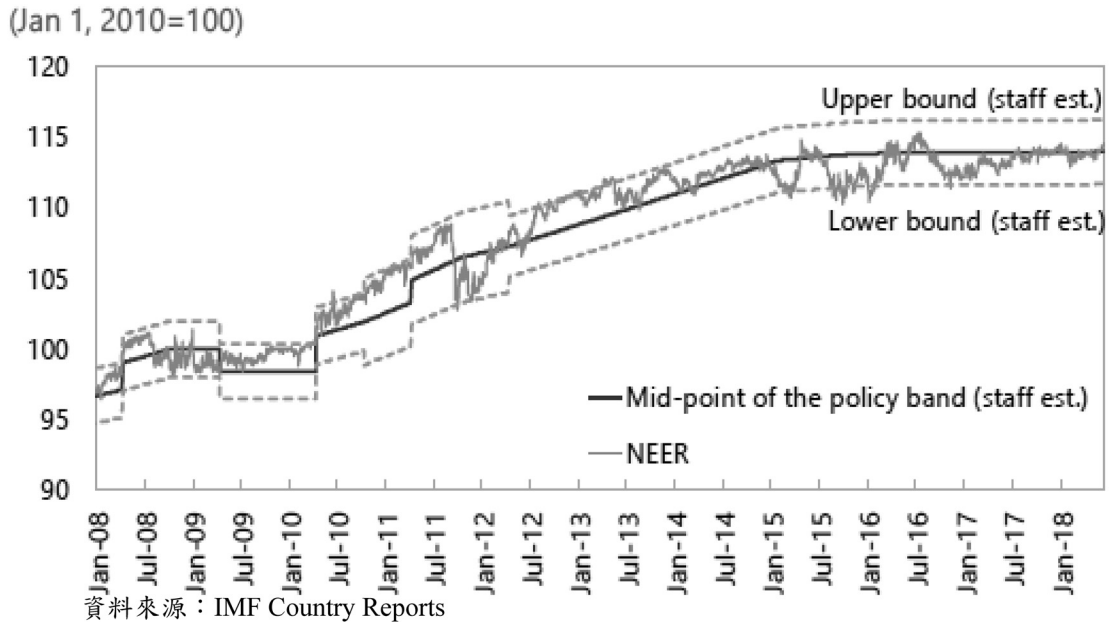
資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖 6-2 MAS 貨幣政策執行架構



資料來源：Monetary Authority of Singapore

圖 6-3 IMF 估計之 S\$NEER 政策區間



上行壓力持續，決議小幅緊縮貨幣政策，即將 S\$NEER 區間之斜率由零小幅調升（即小幅升值），並於 10 月決議再度小幅調升 S\$NEER 區間之斜率。

IMF 與投資銀行 Citi 所估計之 MAS 政策反應函數（policy reaction function）顯示，MAS 貨幣政策對通膨預期的考量權重高於潛在產出（註 27），即當預期通膨具有上行壓力時，上調 S\$NEER 政策區間斜率，歷史數據亦顯示，新加坡消費者物價指數與 S\$NEER 指數之年變動率具高相關性（圖 6-4）。

（二）流動性管理

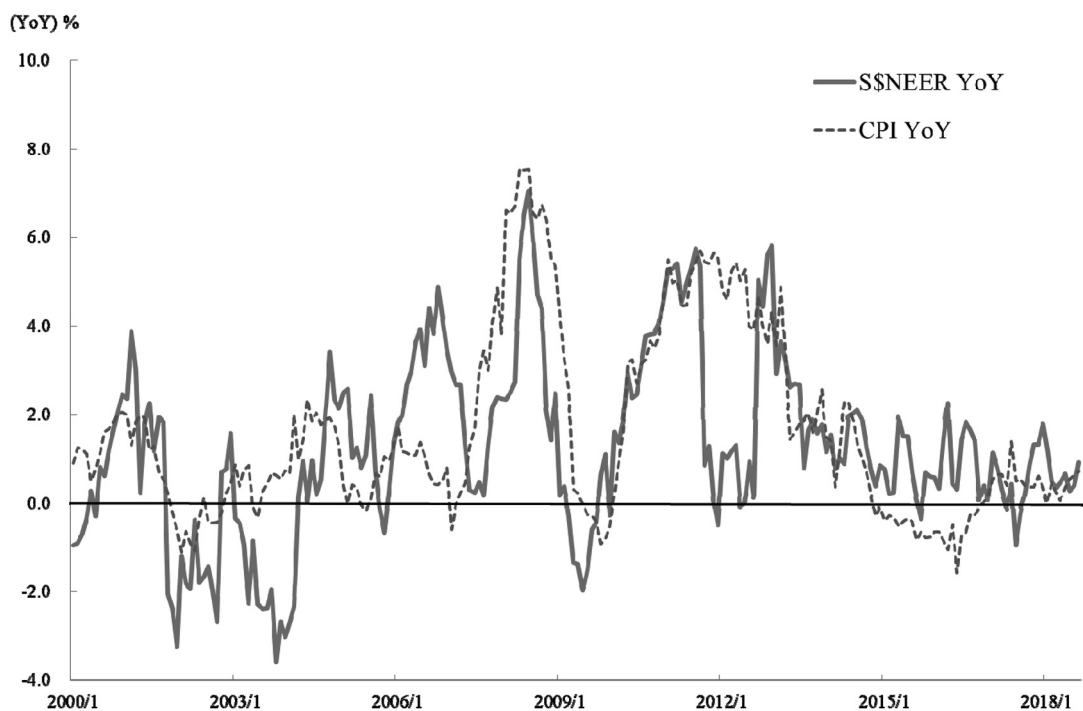
1. 貨幣市場操作

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，包括如外匯市場干預操作、券幣發行、退休公積金與政府基金間的資金移轉與政府公債發行等因素。可使用之

（註 27）IMF（2018），“Singapore, 2018 Article IV Consultation,” *IMF Country Report No. 18/245*, July 27；Kit, Wei Zheng and Kai Wei Ang（2018），“Alert: Monetary Policy Highlights from IMF Article IV Consultation,” *Singapore Economics Flash*, July 30。

圖 6-4 S\$NEER 與消費者物價指數年變動率走勢



資料來源：Thomson Reuters Datastream

貨幣市場工具包含直接銀行借貸、外匯互換（fx swaps）、政府債券買賣斷或附買回操作與發行 MAS 票券（MAS Bills）等。

2. 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 另以日內流動性機制（Intraday Liquidity Facility）及常設機制（Standing Facility）微調銀行體系流動性，以最小化隔

夜利率之日內波動，並確保可提供銀行體系急迫的流動性需求。

日內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內新加坡元融資需求。

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。

參考文獻

中國人民銀行（2016），「中國人民銀行行長周小川記者會文字實錄」，新聞發布稿，2 月 26 日。

中國人民銀行（2016），「2016 年第三季度貨幣政策執行報告」，11 月 17 日。

中國人民銀行（2017），「2017 年第一季度貨幣政策執行報告」，2 月 16 日。

- 中國人民銀行（2018），「2017 年第四季度貨幣政策執行報告」，2 月 14 日。
- 牛慕鴻、馬駿等（2015），「利率走廊、利率穩定和調控成本」，人民銀行工作論文，第 12 號，11 月。
- 朱美智（2018），「國際間實施利率走廊經驗之探討」，中央銀行經濟研究處內部報告，5 月。
- 馬駿、管濤（2018），「利率市場化與貨幣政策框架轉型」，中國金融雜誌，第 12 號，6 月。
- 黃富櫻（2006），「瑞典央行的組織設計與貨幣政策操作」，國際金融參考資料，第五十四輯，中央銀行，11 月。
- 楊迪川（2016），「利率走廊的國際經驗與我國利率走廊構建研究」，金融監管研究，第 11 期，銀監會。
- Bank of England（2008），“The Development of the Bank of England's Market Operations,” October.
- Bowman, David, Etienne Gagnon and Mike Leahy（2010），“Interest on Excess Reserves as a Monetary Policy Instrument: The Experience of Foreign Central Banks,” Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 996, March.
- IMF（2018），“Singapore, 2018 Article IV Consultation,” IMF Country Report No. 18/245, July 27.
- Kit, Wei Zheng and Kai Wei Ang（2018），“Alert: Monetary Policy Highlights from IMF Article IV Consultation,” Singapore Economics Flash, July 30.
- Kuroda, Haruhiko（2016），“The Battle Against Deflation: The Evolution of Monetary Policy and Japan's Experience,” Speech at Columbia University in New York, April 13.
- Kuroda, Haruhiko（2017），“Quantitative and Qualitative Monetary Easing and Economic Theory,” Speech at the University of Zurich in Switzerland, November 13.
- Martin, Antoine（2017），“Monetary Policy Implementation with a Large Central Bank Balance Sheet,” Federal Reserve Bank of New York, May 22.
- Monetary Authority of Singapore（2018），“Monetary Policy & The Economy,” Economics Explorer Series, January.
- Nakaso, Hiroshi（2017），“Evolving Monetary Policy: The Bank of Japan's Experience,” Speech at the Central Banking Seminar Hosted by the Federal Reserve Bank of New York, October 18.
- Osborne, Matthew（2016），“Monetary Policy and Volatility in the Sterling Money Market,” Bank of England, Staff Working Paper, No. 588, April.

（本文完成於 107 年 10 月，作者為本行經濟研究處國際經濟科同仁）