

## 五、主要經濟體貨幣政策架構的現況、問題與挑戰

央行為達成法定職責，須建構一套明確的制度性安排(institutional arrangement)，包含央行可動用哪些工具(instruments)、透過何種操作程序(operation procedures)，來實現法令所賦予的最終目標職責，這就是一般所稱的貨幣政策架構(monetary policy framework)。

貨幣政策架構如果設計得當，有助於提供經濟體系有效的名目制約(nominal anchor)功能，亦即央行藉由設立明確的短期目標，包括操作目標(operating target)(如準備貨幣或短期利率等)、中間目標(intermediate target)(如貨幣總計數、信用總計數、匯率或中長期利率等)，據以強化央行與外界的溝通、引導外界的預期，並促使央行在執行貨幣政策時，提高其透明化(transparency)與權責化(accountability)要求，俾實現諸如物價穩定等最終目標。

1970年代~1980年代中，主流的貨幣政策架構是貨幣目標化(monetary targeting)機制，1990年代以迄於全球金融危機爆發前，通膨目標化(inflation targeting)機制較為流行。不過，全球金融危機後，主要國家央行所採的通膨目標化機制已面臨亟需修正的壓力，而近期國際間復要求央行應多對氣候變遷議題做出貢獻(例如應將氣候變遷列為央行法定職責、應在貨幣政策工具中考慮綠色債券等)，更是加重主要央行貨幣政策架構在設計上的挑戰。

為利各界瞭解主要經濟體央行的貨幣政策架構，本文擬簡介美國聯邦準備體系(Fed)、歐洲央行(ECB)、日本央行(BoJ)、瑞士央行(SNB)與本行的貨幣政策架構之現況、面臨的問題與挑戰，另說明大型經濟體與小型開放經濟體特性相異、經濟金融結構不同，導致貨幣政策架構的設計未盡相同，並仰賴不同的貨幣政策工具與操作程序。

### (一)先進經濟體貨幣政策架構與操作策略說明：Fed、ECB 及 BoJ

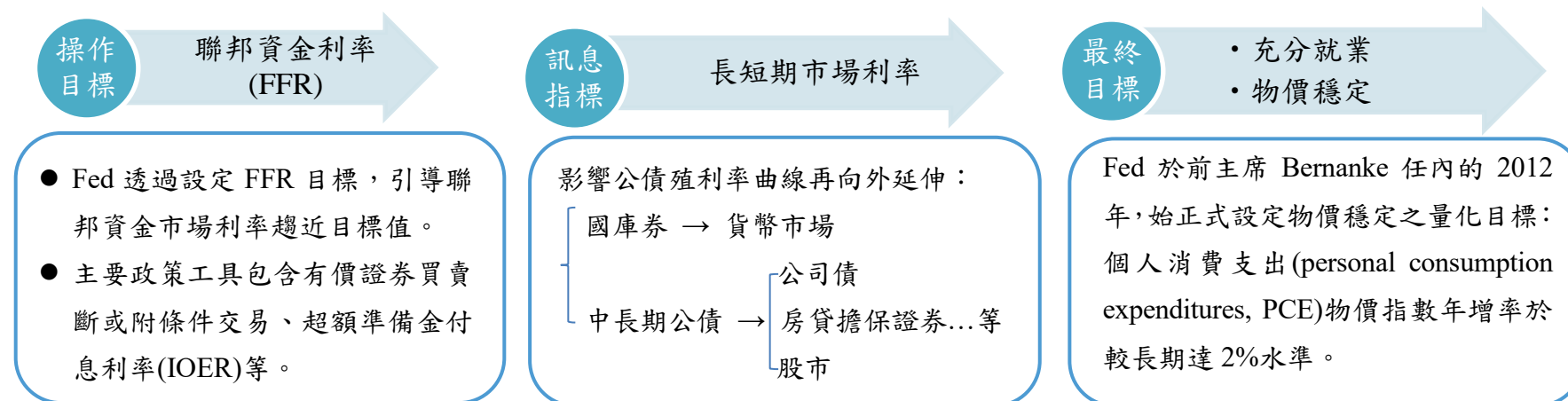
目前 Fed、ECB 及 BoJ 雖不採典型的通膨目標化機制，但因追求 2%的通膨率目標，外界大多將彼等視為採彈性通膨目標化(flexible inflation targeting)架構，且都側重短期利率區間的操作策略。

## 1. 美國聯邦準備體系(Fed)

(1) 貨幣政策最終目標包含雙重任務，在以直接金融為主情形下，美國貨幣政策多透過金融市場傳遞至實體經濟

- 美國「聯邦準備法」(The Federal Reserve Act)明訂 Fed 之法定政策目標為充分就業、物價穩定及適宜的(moderate)長期利率，惟因長期利率設定在適宜水準須在充分就業及物價穩定下之環境達成，故**一般將充分就業及物價穩定稱為 Fed 的雙重目標(dual mandate)**，也就是 **Fed 執行貨幣政策之最終目標**。
- 在美國屬**直接金融體制**的情形下，**Fed** 為確保貨幣政策傳遞有效性，**主要透過設定聯邦資金利率(Federal Funds Rate, FFR)目標**，藉以影響美國公債殖利率曲線，傳遞至實體經濟來達成最終目標(圖 1)。
  - 美國**直接金融**(由發行公債、公司債等取得資金)**比重將近 8 成**<sup>1</sup>，資本市場深且廣，**公債市場規模大**；
  - 加以**信評體系完整成熟**<sup>2</sup>，且美國**長短期公債殖利率**可作為訂價參考指標，**具有市場指標意義**，公司債及房貸機構債券利率多與公債殖利率曲線連動，Fed 政策多透過資本市場傳遞至實體經濟。

圖 1 Fed 之貨幣政策架構與政策傳遞機制



資料來源：Fed 網站、Sbordone, Argia M.(2017), "The Federal Reserve in the 21<sup>st</sup> Century: Implementation and Transmission of Monetary Policy," Federal Reserve Bank of New York, March 27

<sup>1</sup> 以 Bloomberg 及 BIS 等數據推估。

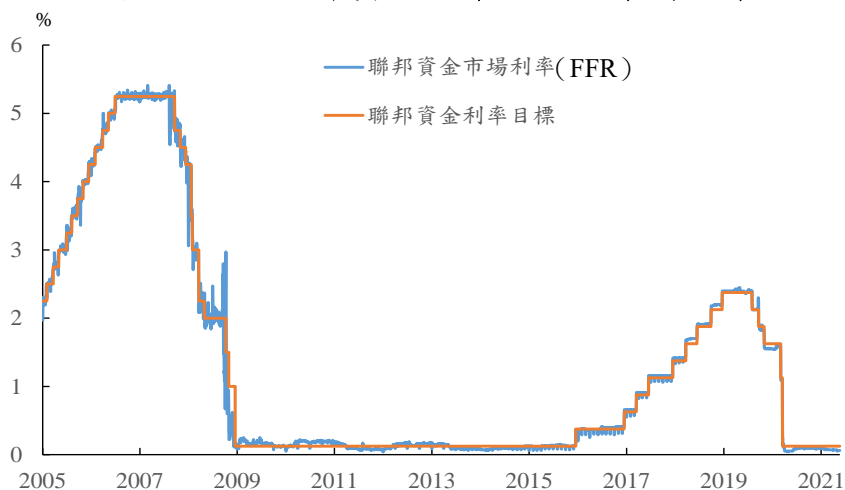
<sup>2</sup> 標準普爾、穆迪及惠譽等美國三大信用評等公司在全球主要國家市場均有絕對性的領先地位，據統計，三大信評合計在美市占率為 95%，在歐盟為 91%，參考 SEC (2020), "Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations," Dec. ; ESMA(2020), "Report on CRA Market Share Calculation," Dec. 14。

## (2) 全球金融危機後，銀行準備金大增，Fed 貨幣政策操作策略，係以準備金付息利率引導 FFR 趨近目標值

- 全球金融危機前(2008 年以前)：銀行體系準備金餘額偏低，2005~2007 年平均規模約 187 億美元。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，調節準備金供給量，引導 FFR 趨近目標值(圖 2、圖 3)。
- 全球金融危機後：Fed 的非傳統貨幣政策致銀行體系準備金劇增，迄今規模已達 3.9 兆美元。Fed 無法再利用公開市場操作調控準備金供給來引導 FFR。2008 年 10 月 Fed 開始向合格存款機構之準備金付息，因此開始透過調整超額準備金利率(interest rate on excess reserves, IOER)，以及陸續推出之新型操作工具如隔夜附賣回操作(overnight reverse repurchase agreement, ON RRP)等(表 1)，調節市場流動性及調控 FFR。

—理論上 IOER 應為 FFR 的下限，惟因非存款機構不能使用 IOER 機制以獲取利息，而出現該等機構與存款機構之間的套利機制<sup>3</sup>；也因此，IOER 轉變為 FFR 的有效上限。

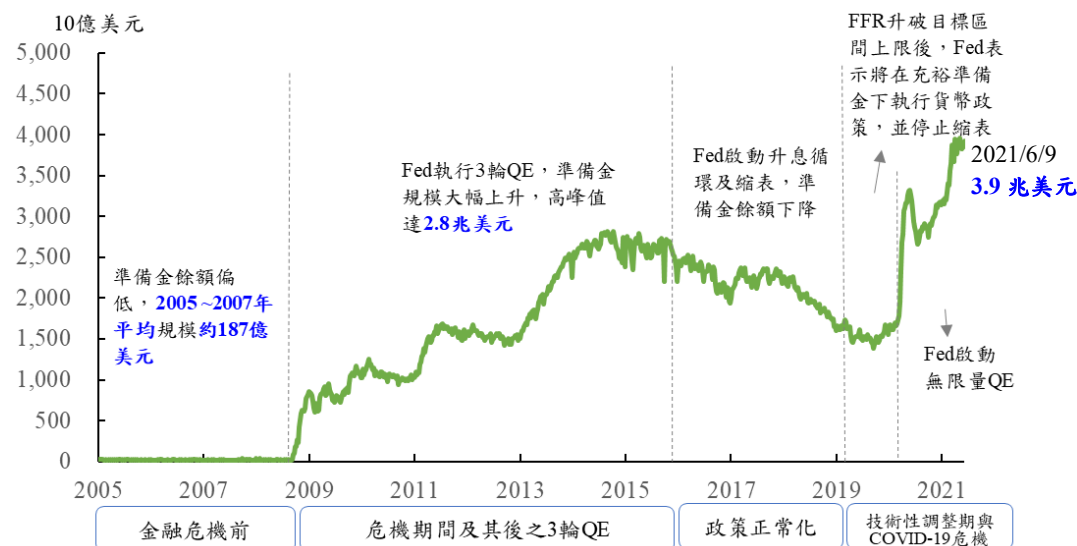
圖 2 美國聯邦資金利率目標及市場利率



註：2008 年後聯邦資金利率目標為一區間，故以區間上限及下限之平均數表示。

資料來源：Fed

圖 3 美國銀行體系準備金變動情形



資料來源：Fed

<sup>3</sup> 整體超額準備金充沛，且存款機構可賺取 IOER 利息，拆出資金意願下降；非存款機構無法獲得 IOER 利息，惟可以低於 IOER 的利率（以  $r$  表示）拆出資金賺取報酬，存款機構此時可以較低利率（ $r$ ）拆入資金後，存入 Fed 準備金帳戶獲得 IOER 隔夜利息，賺取額外報酬（ $= \text{IOER} - r$ ）。

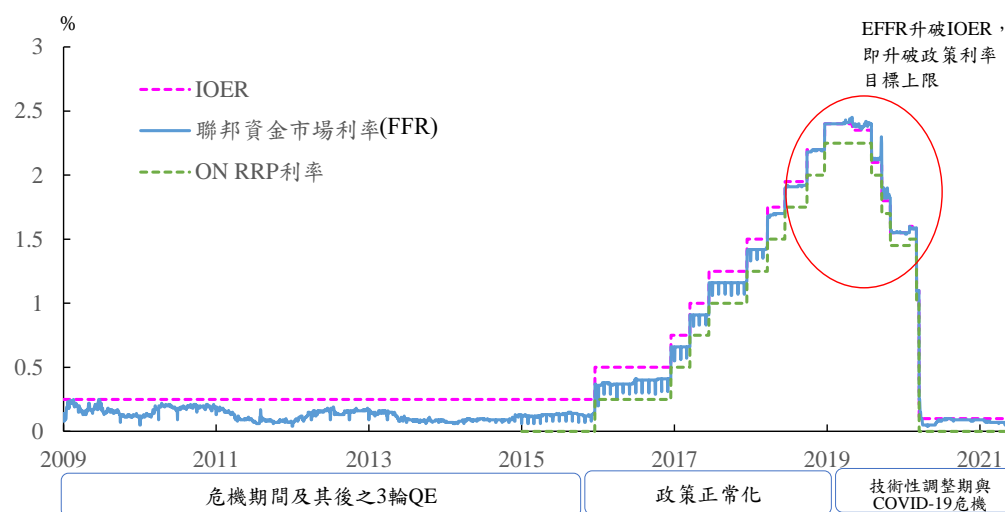
- Fed 考量在貨幣政策正常化期間，若僅調升 IOER，前述套利空間擴大可能使 FFR 無法同步上升，因而推出 **ON RRP 操作**，吸納非存款機構餘裕資金，將 FFR 維持在 ON RRP 利率之上，自此，**ON RRP 利率成為 FFR 有效下限**。2015 年 12 月至 2018 年 3 月 Fed 共升息 6 次，其間均同步調升 IOER 及 ONRRP 利率。由實際走勢可見，**IOER 與 ON RRP 利率確實成為聯邦資金利率的上下限**(圖 4)。
- Fed 升息及 2017 年 10 月起啟動資產負債表正常化程序<sup>4</sup>，**整體準備金水準明顯下降**(圖 3)，造成市場利率大幅波動，**聯邦資金市場利率不時超過 IOER**(即當時政策利率目標上限值)；**Fed 遂自 2018 年 5 月起，針對 IOER 進行多次技術性調整**，例如，調降 IOER 使其略低於 FFR 目標上限值，目的在促使 FFR 落在政策利率目標區間內，**此後 IOER 與 ON RRP 利率的調整，不一定伴隨 FFR 目標區間進行等幅調整**(圖 4)。
- 2020 年 3 月，Fed 為因應 COVID-19 疫情，**宣布無限量 QE 並緊急降息 1.5 個百分點迄今**，FFR 目標區間降至 0~0.25%，IOER 及 ON RRP 利率分別為 0.1% 及 0%(圖 4)，**致近期銀行體系準備金餘額已升至 3.9 兆美元**(圖 3)。

表 1 全球金融危機後 Fed 之主要政策工具

超額準備金利率 (IOER)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■2008 年 10 月實施，對存款機構之超額準備支付利息。</li> </ul>
隔夜附賣回操作 (ON RRP)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■為強化以 IOER 調控短期利率效果所增設之輔助工具，係由 FOMC 設定固定利率回收市場流動性。</li> </ul>
定期存款機制 (TDF)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■透過標售 TDF 使存款機構將準備金轉為定期存款，有助對準備金之調控。</li> <li>■由於 TDF 支付利率高於 IOER 及 ON RRP，因此多為輔助之用。</li> </ul>

資料來源：Fed

圖 4 聯邦資金市場利率與 IOER、ON RRP 利率變動



資料來源：Fed

<sup>4</sup> 資產負債表正常化程序俗稱縮表，亦即 Fed 持有之證券到期後，停止部分本金再投資。

### (3) Fed 將 2%通膨率目標，調整為彈性平均 2%通膨率目標引發質疑，如何更有效對外溝通將成為後續挑戰

#### ➤ 美國長期以來通膨率未達物價穩定之量化目標等問題，促使 Fed 進行貨幣政策架構檢討

美國通膨率多數期間未達 2%通膨目標，一旦通膨率持續疲弱，可能拉低通膨預期，恐使利率維持在目前之低水準，讓未來因應經濟衰退採取降息激勵經濟的政策空間受限。為因應前述問題，Fed 遂於 2018 年 11 月宣布針對涵蓋貨幣政策策略、工具及溝通方式之貨幣政策架構進行廣泛檢視。

#### ➤ 2020 年 8 月 Fed 將原先長期通膨率 2%之目標，改為力求一段時間內平均通膨率達 2%

2020 年 8 月 27 日，聯邦公開市場委員會(FOMC)公布修訂之「長期目標與貨幣政策策略聲明」，在物價穩定目標方面，改為力求達成一段時間內平均通膨率 2%，因此，在通膨率持續低於 2%的時期之後，適當的貨幣政策可能會在一段時間內以使通膨率適度高於 2%為目標，為彈性形式的平均通膨目標；另在充分就業目標方面，將原先考量就業水準高於或低於充分就業之情況，改為主要關注低於充分就業之情況。

#### ➤ 部分人士對 Fed 之新架構提出質疑，Fed 後續恐須提出更詳盡說明以增進對外溝通<sup>5</sup>

一部分論者質疑，新架構恐削弱 Fed 對通膨預期的制約、損及貨幣政策有效性。

✓ 前費城 Fed 總裁 Charles Plosser 擔憂，此一架構調整，恐損及 Fed 對通膨預期的制約能力，從而可能陷入通膨率偏高的危險。

✓ 前 Fed 理事 Frederic Mishkin 認為，若 Fed 不針對平均通膨率的計算方式提供明確說明，可能損及其貨幣政策架構的有效性。

✓ 英國《金融時報》專欄作家 Martin Wolf 認為，Fed 改變貨幣政策架構的想法，雖能理解但不具說服力：新貨幣政策架構欲彌補過去不足的意圖如同「一邊開車，一邊看後視鏡」，但新架構如何彌補過去則帶來不確定性。

— 觀察家大抵認為，為說服大眾與金融市場參與者認同此一新架構，Fed 仍有許多工作要做；關於 Fed 計劃如何激勵通膨率至較高水準並使其平均值達 2%，以及如何定義新就業目標等細節，Fed 須提供更詳細的說明。

<sup>5</sup> 參見 Towning, William (2020), “Fed’s New Framework Splits Opinion,” *Central Banking*, Oct.6；Wolf, Martin (2021), “There are Reasons to Worry About US Inflation,” *Financial Times*, May 19。

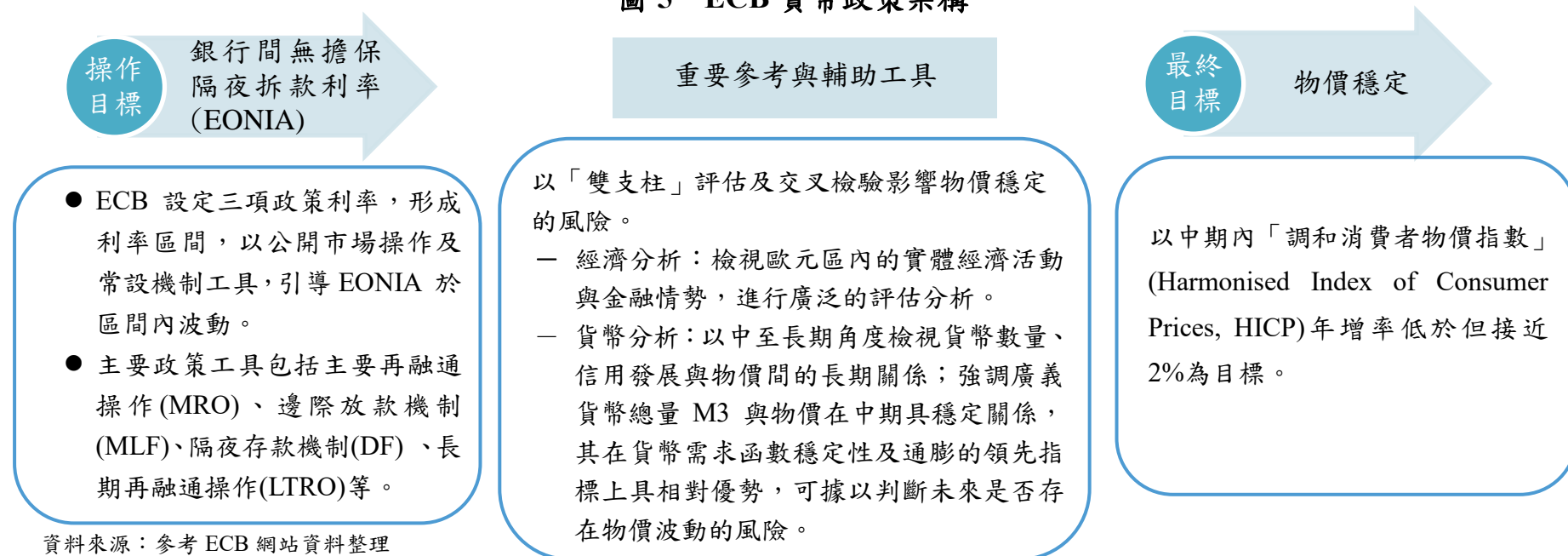
## 2. 歐洲央行(ECB)

(1) ECB 以物價穩定為最終目標，以「雙支柱」評估物價穩定風險，且以銀行間無擔保隔夜拆款利率為操作目標

ECB 以物價穩定為首要法定目標，並在不牴觸物價穩定下，支持經濟成長與創造就業。ECB 管理委員會(Governing Council)以中期調和消費者物價指數(harmonised index of consumer prices, HICP)年增率低於但接近 2%，作為物價穩定的量化目標；並以包含經濟分析(economic analysis)與貨幣分析(monetary analysis)的「雙支柱」分析架構，評估多樣化的經濟金融指標，作為衡量物價穩定與貨幣決策的依據(圖 5)。

由於歐元區經濟間接金融比重約 40%，主要成員國德國該比重更高達 49%，遠高於美國僅約 22%<sup>6</sup>，銀行放款係非金融企業的主要融資來源，銀行等信用機構在貨幣政策傳遞過程扮演關鍵角色。因此 ECB 貨幣政策操作主要透過調整政策利率區間，以引導歐元區銀行間無擔保隔夜拆款利率(Euro Overnight Index Average, EONIA)於區間內波動，進而透過銀行利率、資產價格、信用取得、匯率等各種管道影響消費與投資，最終影響物價發展(圖 5)。

圖 5 ECB 貨幣政策架構



<sup>6</sup> 以 Bloomberg 及 BIS 等數據推估。

## (2) ECB 利率操作策略因經濟金融情勢演變而調整

ECB 設定邊際放款利率、主要再融通操作利率及隔夜存款利率等**三項政策利率**，**形成利率區間**，以政策工具引導 EONIA<sup>7</sup>於區間內波動(表 2)，**影響市場利率走勢並管理市場流動性**，以有效調控金融情勢；自全球金融危機及歐債危機以來，其利率操作策略亦因經濟金融情勢演變而有所調整。

表 2 ECB 三大政策利率

政策利率	內容說明
<b>邊際放款利率:0.25%</b> (Marginal lending rate)	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融機構可以<b>合格擔保品</b>向 ECB 借入<b>隔夜資金</b>，係 ECB 提供流動性的<b>應急借貸工具</b>。</li> <li>通常為<b>EONIA 的上限</b>。</li> </ul>
<b>主要再融通操作利率: 0%</b> (Main refinancing rate)	<ul style="list-style-type: none"> <li>操作頻率為每週，金融機構以<b>合格擔保品</b>向 ECB 借入<b>資金之利率</b>，係 ECB 提供大量流動性之管道。</li> <li>授信機構之<b>最低準備金</b>亦適用此利率<b>計息</b>。</li> </ul>
<b>隔夜存款利率:-0.5%</b> (Deposit rate)	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融機構可將<b>超額準備金</b>以<b>隔夜存款</b>的方式存放於 ECB。</li> <li>通常為<b>EONIA 的下限</b>。</li> </ul>

資料來源: ECB

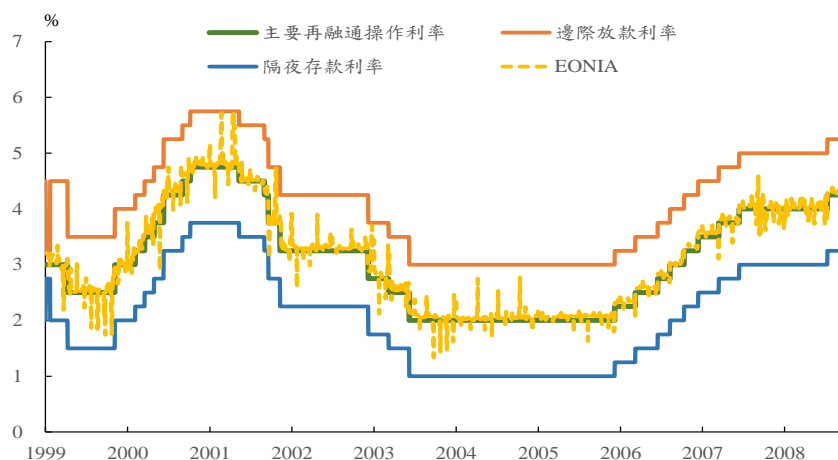
- **全球金融危機前**：銀行多僅維持最低準備部位，ECB **以對稱式利率區間調控銀行體系流動性**，將主要再融通操作利率各加、減 100 個基點，作為邊際放款利率(上限)及隔夜存款利率(下限)，EONIA 於主要再融通操作利率附近穩定波動，形成利率走廊(圖 6)。
- **全球金融危機至歐債危機期間**：ECB 大幅調降政策利率，**縮小利率上下限區間**，另啟動證券市場計畫(Securities Markets Programme, SMP)釋出流動性，並於 2012 年 7 月將利率下限之隔夜存款利率調降至 0.0%，**2013 年底利率區間轉呈不對稱**<sup>8</sup>，此段期間 **EONIA 不再於主要再融通操作利率附近穩定波動**(圖 7)。

<sup>7</sup> EONIA 將於 2022 年廢除，以歐元短期利率(Euro Short Term Rate, ESTR)取代之。由於 ESTR 市場參與者包含銀行與非銀行部門，較 EONIA 之銀行同業拆款市場更廣泛，目前因流動性過剩，非銀行部門願以低於存款機制利率拆出資金，致 ESTR 低於 EONIA，亦低於隔夜存款利率，然仍與隔夜存款利率緊密連動。

<sup>8</sup> 自 2013 年 11 月 7 日後，邊際放款利率及隔夜存款利率分別為主要再融通利率加 50 個基點及減 25 個基點，自此轉變為不對稱利率區間；隨後 ECB 持續視金融及經濟情勢調整利率區間不對稱之上下幅度，目前邊際放款利率及隔夜存款利率分別為主要再融通利率加 25 個基點及減 50 個基點。

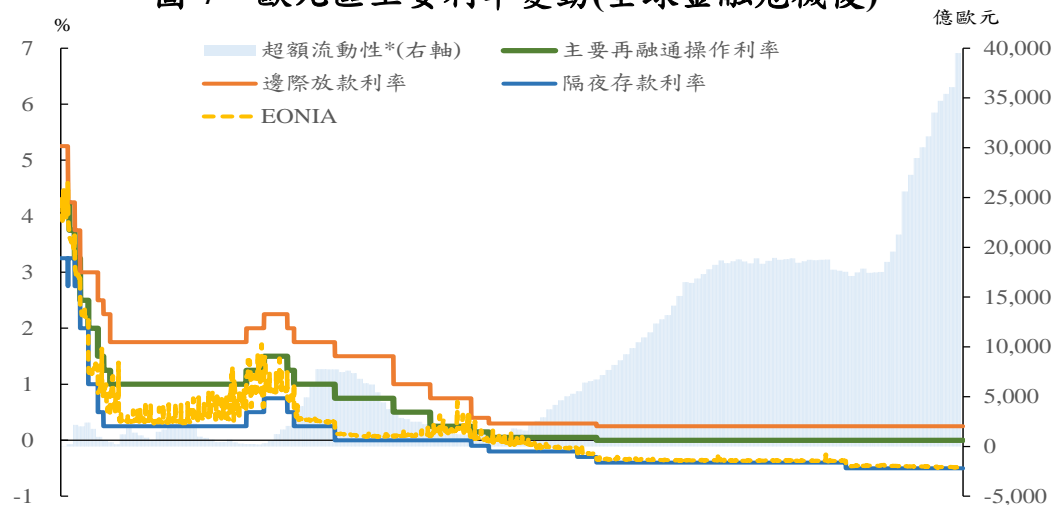
➤ **負利率政策期間**：2014 年歐元區經濟有陷入通縮之虞，ECB 於當年 6 月宣布**實施負利率政策**，將利率下限之隔夜存款利率調降至-0.1%，嗣後持續調降至-0.5%迄今<sup>9</sup>，**並推出**定向長期再融通操作(TLTROs)，**以較低之融資利率鼓勵銀行放款**，且於 2015 年 1 月啟動資產購買方案(Asset Purchase Programme, APP)，逐步**擴大債券購買規模**，銀行體系**超額流動性大增**，**至本年 4 月已逾 3.9 兆歐元**，復以融資成本大幅下降，**EONIA 因此貼近區間下限**(圖 7)。

圖 6 歐元區主要利率變動(全球金融危機前)



資料來源：Refinitiv Datastream 轉引自 ECB 資料庫

圖 7 歐元區主要利率變動(全球金融危機後)



2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020  
\* 歐元區超額流動性之定義為銀行扣除法定準備後之經常帳戶(current accounts)餘額與隔夜存款機制(deposit facility)餘額合計。

資料來源：Refinitiv Datastream 轉引自 ECB 資料庫

### (3) ECB 貨幣政策策略檢討

➤ **2003 年第一次貨幣政策策略檢討(strategic review)**，主要檢視雙支柱策略的適用性<sup>10</sup>

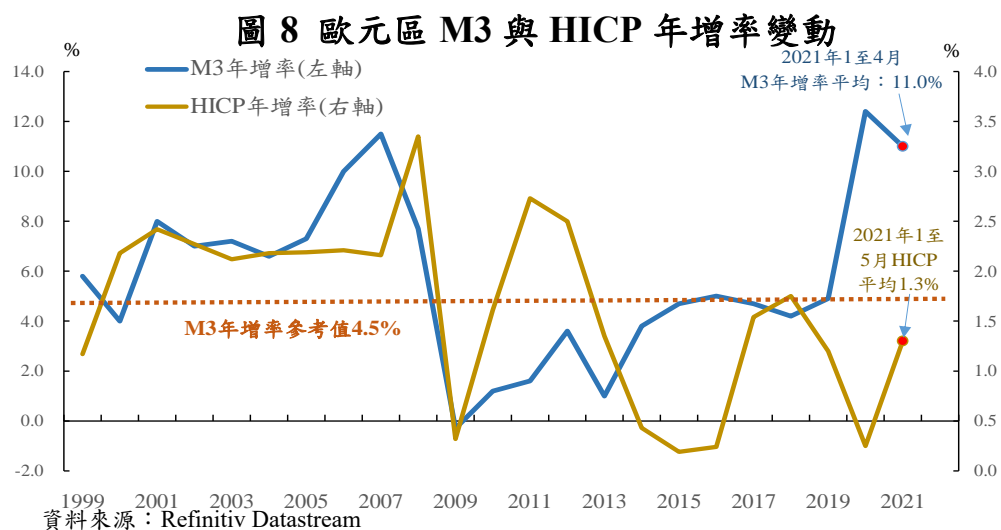
—ECB 成立後即以「雙支柱」的訊息評估及交叉檢驗，來制定貨幣政策，惟 **2000 年代初期**經濟不確定性升高，**投資者將資產轉為安全及流動性高的廣義貨幣總計數 M3 組成份子**，導致 **M3 年增率**至 2003 年 3 月已連續 22 個月**高於 ECB 所設定之 4.5% 參考值**(圖 8)，部分觀察者因此質疑公布參考值的必要性。

<sup>9</sup> 為緩解負利率政策影響，2019 年 10 月 30 日起，金融機構存放於 ECB 之存款，除法定準備金適用 0% 利率外，另允許法定準備 6 倍內的存款以 0% 計息(即豁免適用負利率)，超過部分才適用隔夜存款利率。

<sup>10</sup> 參考游淑雅(2003)，「歐洲中央銀行之貨幣政策策略檢討」，國際金融參考資料第四十九輯。



—ECB 檢討結果，仍肯定 M3 成長參考值的作用，強調其作為貨幣發展評估基礎係具較長期特性，M3 短期內偏離參考值，不一定代表物價穩定受到威脅，ECB 不會對 M3 偏離參考值時採取機械化的反應，而應仔細分析偏離原因，以找出造成偏離的干擾因素。另 ECB 管理委員會決定不再逐年檢討 M3 年增率參考值，改為必要時再檢討，以避免外界將之誤解為每一年的貨幣目標。惟嗣後之貨幣政策會議新聞稿，擬先從短期的經濟分析確認短至中期的物價穩定風險，接續以貨幣分析評估通膨中至長期趨勢，交叉檢驗評估影響物價穩定的風險。



➤ 2020 年 1 月啟動第二次貨幣政策策略檢討，預計本年 9 月公布檢討結果

—自全球金融危機以來，ECB 採取非傳統貨幣政策，HICP 年增率長期低於目標，觀察者質疑雙支柱策略未發揮作用，特別是貨幣方面，2020 年 COVID-19 疫情爆發後，投資者將資產移轉至具高度流動性資產，加以銀行信用大幅擴張，致 M3 年增率大幅攀升，不僅高於 4.5% 參考值，且與通膨走勢明顯分歧(圖 8)。

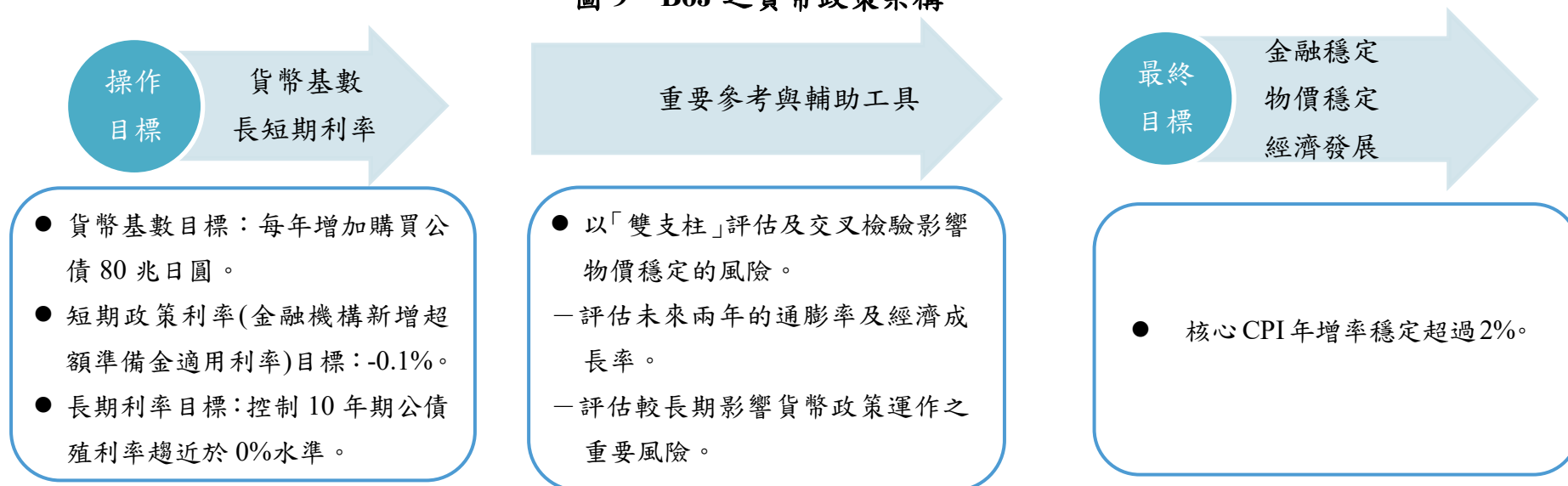
—此次策略檢討聚焦於：(1)在持續低通膨情勢下，是否需要調整物價穩定的量化目標？(2)是否需要調整中期目標的達成時間？是否允許通膨短暫過熱以彌補過去未達目標的缺口？(3)以 HICP 作為物價變動的衡量指標是否需要調整？另將檢視包含政策工具、政策溝通、數位化、氣候變遷影響等廣泛議題，檢討結果預計於本年 9 月公布。

### 3. 日本央行(BoJ)

#### (1) BoJ 運用搭配殖利率曲線控制之量質兼備貨幣寬鬆政策，以達成物價穩定及協助經濟發展之最終目標

- 「日本央行法」第 1 條及第 2 條規定，貨幣政策之法定目標旨在維持**有秩序的金融體系**，追求**物價穩定**，並因而有助**經濟發展**。
- BoJ 於 2013 年 1 月將**物價穩定目標(price stability target)**設定為**核心(剔除生鮮食品)CPI**年增率 2%。為儘早達成**2%之目標**，2016 年 9 月 BoJ 宣布採行**搭配殖利率曲線控制之量質兼備貨幣寬鬆政策**(Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control)。此一貨幣政策架構涵蓋兩個要素：**(1)擴大貨幣基數政策**，藉由持續執行大規模增加貨幣基數，以展現 BoJ **對通膨超標之承諾**(inflation-overshooting commitment)，直至核心 CPI 年增率穩定超過 2%；**(2)殖利率曲線控制**，短期政策利率(金融機構新增超額準備金適用利率)目標為-0.1%，長期利率目標為控制 10 年期公債殖利率趨近於 0%水準(圖 9)。
- BoJ 透過大規模購買公債及公開市場操作來達成貨幣基數及長短期利率於目標水準。

圖 9 BoJ 之貨幣政策架構



資料來源：參考 BoJ 網站資料整理

## (2) 操作目標之調整及原因

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(表 3)。

表 3 BoJ 貨幣政策操作目標之演進過程

期間	貨幣政策	操作目標	調整原因	短期利率目標
1999/2~2000/8	零利率政策	無擔保隔夜拆款利率	擺脫長期通縮困境，將無擔保隔夜拆款利率降至接近 0%。	儘可能壓低利率(實質為 0%)
2001/3~2006/3	量化寬鬆政策	BoJ 活期存款帳戶(current deposits)餘額	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，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。	維持於 0% 左右
2010/10~2013/4	廣泛的貨幣寬鬆政策	無擔保隔夜拆款利率	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 月推出廣泛的貨幣寬鬆政策，除將無擔保隔夜拆款利率降至 0~0.1%，並採行資產購買計畫，且強化前瞻性指引。	0~0.1% (實質為 0%)
2013/4~	量質兼備貨幣寬鬆政策(QQE)	貨幣基數	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，因此將操作目標自隔夜拆款利率改為貨幣基數，透過更大規模之公債購買以壓低長期利率。	0% 左右 ↓ 負利率(自 2016/1)
2016/9~	搭配長短期利率控制之 QQE	長短期利率(短期政策利率、10 年期公債殖利率)	QQE 雖讓日本經濟有所改善，惟 2% 之通膨目標仍未達成，因此實施殖利率曲線控制操作，控制 10 年期公債殖利率趨近 0% 水準。	短期利率目標：-0.1% (長期利率目標：10 年期公債殖利率趨近於 0% 水準)

資料來源：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

## (3) 長短期利率走勢<sup>11</sup>

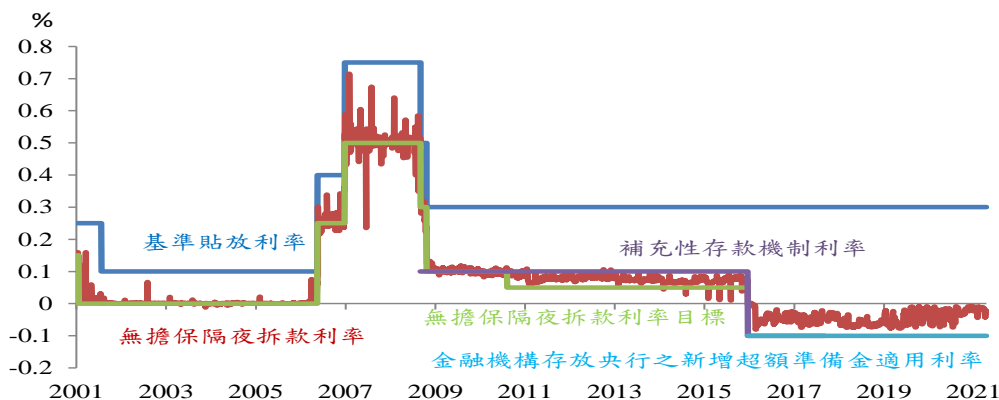
- BoJ 於 2001 年 3 月實施補充性放款機制(Complementary Lending Facility)，設定之基準貼放利率(basic loan rate)形成無擔保隔夜拆款利率目標操作區間上限。2008 年 10 月再建立補充性存款機制(Complementary Deposit Facility)，形成區間下限。
- 2008 年 12 月 BoJ 將基準貼放利率自 0.5% 降低至 0.3%，無擔保隔夜拆款利率目標自 0.3% 降低至 0.1%，存款機制

<sup>11</sup> 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。

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，**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**(圖 10)。

- BoJ 分別於 2018 年 7 月及 2021 年 3 月將 **10 年期公債殖利率目標之波動幅度**由 0.1%~ -0.1%區間，**擴大**至 0.2%~ -0.2%左右及 **0.25%~ -0.25%左右**(圖 11)。

圖 10 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：Refinitiv Datastream

圖 11 日本 10 年期公債殖利率

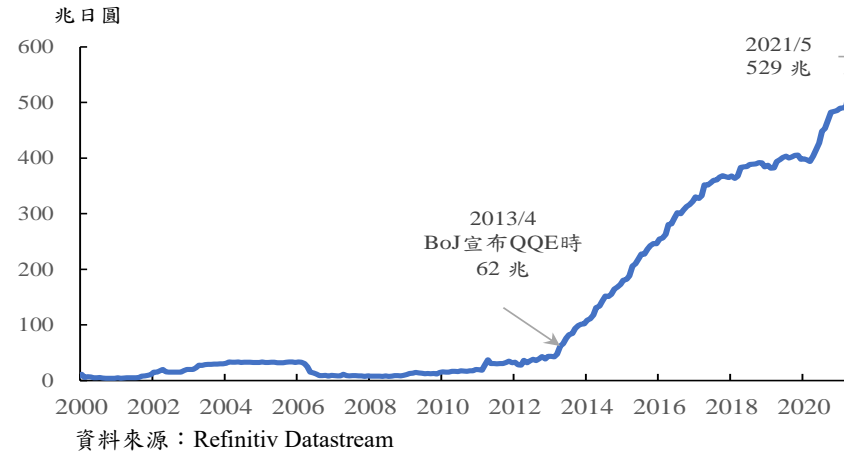


資料來源：Refinitiv Datastream

#### (4) 2013 年 4 月採量質兼備貨幣寬鬆政策(QQE)，銀行體系準備金餘額大增

- **BoJ 鑑於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**，且為**支持前首相安倍**上任後提出之**三箭計畫**(擴大貨幣寬鬆、財政支出及經濟結構改革)，於**2013 年 4 月開始實施 QQE**，期盼於 2 年內達成 2%通膨目標、貨幣基數增加為 2 倍及長期公債及總資產餘額增加為 2 倍。因此，BoJ **透過更大規模之公債購買**，且**購買標的更擴及商業本票(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**，致**銀行體系準備金餘額大幅攀升至 2021 年 5 月之 529 兆日圓**(圖 12)。

圖 12 BoJ 之銀行活期存款帳戶餘額



### (5) BoJ 貨幣政策之挑戰

BoJ 近年採 **QQE 搭配殖利率曲線控制操作**，在提升預期通膨率方面截至目前似**未發揮太大效果**。其挑戰在於，**人們對持續低通膨的預期根深蒂固**；當 BoJ 開始實施殖利率曲線控制操作時，**銀行業已充斥流動性**，且**長期殖利率已接近於 0%**<sup>12</sup>。依過去經驗，**BoJ 欲掌握及控制預期通膨率均非易事**，因此 BoJ 之政策操作將遭遇困難，而不易達成其 **2% 通膨目標**<sup>13</sup>。惟 BoJ 認為該架構運作良好，並強調不會改變現行 QQE 搭配殖利率曲線控制調控的貨幣政策架構<sup>14</sup>。

此外，**BoJ 之 QQE 政策大規模購買公債**，**2020 年底 BoJ 握持公債占資產比重高達 76.2%**，且已成為日本公債市場之最大持有者，促使長期公債殖利率走低，雖有助壓低政府借款成本，但亦使壽險業經營益加困難；再者，BoJ 積極購買 ETF，**所持有的 ETF 規模已達日本東證 1 部上市企業總市值的 10%**<sup>15</sup>，除股價下跌將可能使 BoJ 遭受帳面損失之外，亦引發各界質疑其金融性操作恐嚴重扭曲日本股票市場，**妨礙金融體系的長期健全發展**<sup>16</sup>。

<sup>12</sup> 參見 Higgins, Matthew and Thomas Klitgaard (2020), “Japan’s Experience with Yield Curve Control,” Federal Reserve Bank of New York *Liberty Street Economics*, Jun. 22。

<sup>13</sup> 參考須田美矢子(2015),「量的・質的金融緩和の先行きと出口戦略について—量的緩和時代の経験を参考に—」, *資本市場月刊* No. 359, 7 月；須田美矢子曾經長期任職 BoJ 貨幣政策委員會委員，是日本著名的貨幣政策學者。

<sup>14</sup> 參考 Harding, Robin (2020), “BoJ Lauches Policy Review after Covid Dashes Inflation Hopes,” *Financial Times*, Dec. 18。

<sup>15</sup> Plender, J. (2021), “Central banks’ action on climate change raises mission creep concerns,” *Financial Times*, Jun. 7.

<sup>16</sup> 參見中央銀行(2021),「後疫情時代主要經濟體貨幣政策與財政政策的協調問題」, *央行理監事會後記者會參考資料*, 3 月 18 日；中央銀行(2020),「因應新冠肺炎疫情主要央行所採之貨幣信用措施」, *央行理監事會後記者會參考資料*, 6 月 18 日。

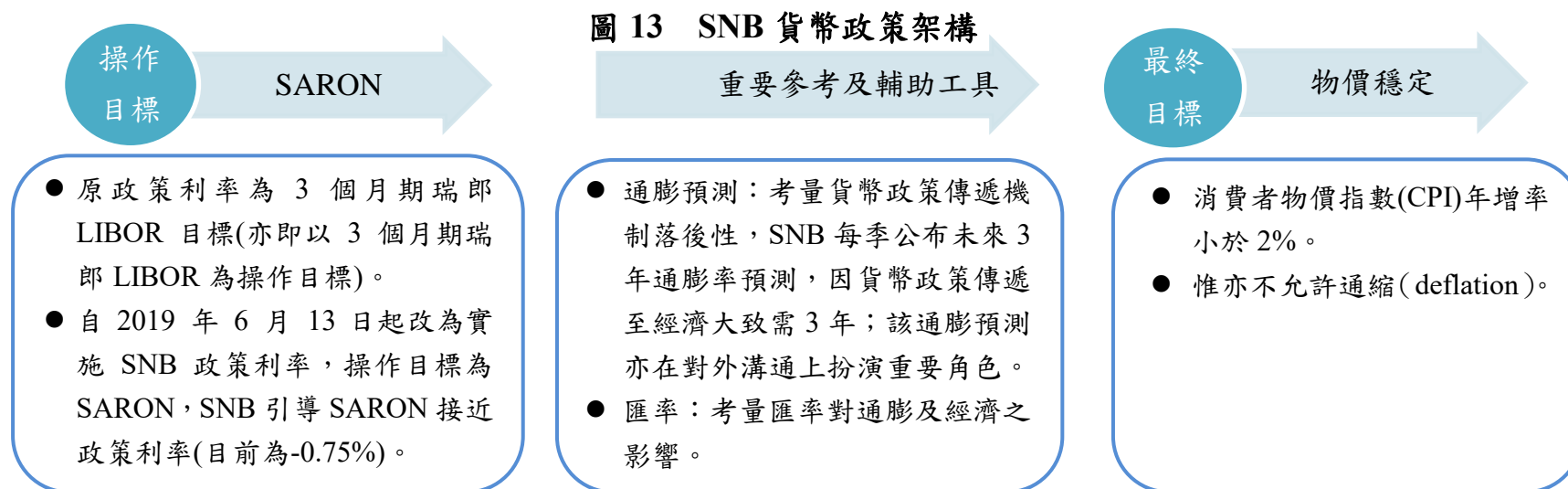
## (二)小型開放經濟體貨幣政策架構及操作策略之說明：瑞士央行、本行

瑞士央行與本行早期均採貨幣目標化機制。之後，**瑞士央行**因金融創新、資本移動導致貨幣需求函數不穩定，進而**放棄貨幣目標化**，近年來**朝向彈性的通膨目標化機制**，不過，仍以貨幣總計數(M3)為重要參考指標；至於**本行**長期以來均採**貨幣目標化機制**，為確保貨幣政策的自主性與彈性，自**2020年起**將**M2年成長**目標區調整為**成長參考區間**，並透過**利率操作**、採取**管理浮動匯率制度**，以及**貨幣與信用管理**之**三大面向**操作策略，以**落實最終目標**。

### 1. 瑞士央行(SNB)

(1) SNB 為達物價穩定之最終目標，以隔夜拆款利率為操作目標，並考量匯率對通膨及經濟之影響

- 「瑞士央行法」第 5 條第 1 項明定 **SNB 之主要職責為確保物價穩定**，並於此過程中考量經濟發展。
- SNB 於 **1975 年~1999 年**採行**貨幣基數或貨幣總計數(M1)成長目標**；惟貨幣需求於 1990 年代後期不穩定上升，SNB 自 **2000 年起**改採基於中期通膨預測的**利率目標架構**(圖 13)。相較於貨幣總計數成長目標，SNB **更重視未來 3 年物價變化**。
- 為達成法定最終目標，SNB 的**貨幣政策策略涵蓋**三大要素：

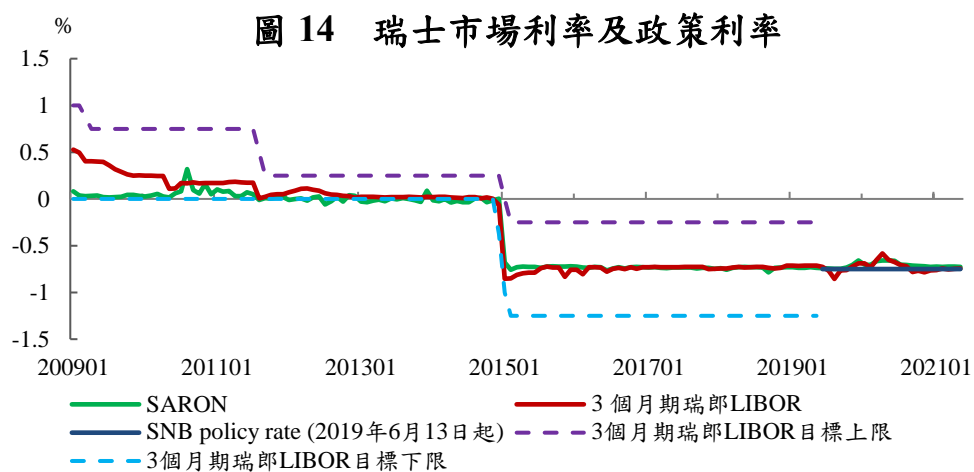


資料來源：參考 SNB 網站資料整理

- 明確定義物價穩定，將消費者物價指數維持在年增率 2% 以下，且不允許通縮；
  - 每季發布未來 3 年之通膨預測<sup>17</sup>，用以作為利率決策的主要指標，且有助 SNB 對外進行溝通；
  - 設定政策利率，引導瑞士隔夜(擔保)拆款平均利率(Swiss Average Rate Overnight, SARON)接近政策利率。
- 不同於典型的通膨目標機制，SNB 的中期通膨目標為 0%~2% 區間，但並未訂定特定通膨目標值，如中間值等。由於瑞士屬於小型開放經濟體，其物價經常受到外來因素(如油價、進口物價及匯率波動等)的短暫影響，因此，具彈性的物價穩定定義較適合瑞士等小型開放經濟體。
- 瑞士為高度開放經濟體，匯率不僅藉由進口影響國內物價水準，亦透過出口影響國內生產的產能利用率，故 SNB 將匯率視為貨幣政策決策的重要因素之一，在追求物價穩定的目標下，應搭配較彈性的匯率政策。

## (2) 利率操作策略

- 為達物價穩定之最終目標，SNB 運用其貨幣政策工具，引導操作目標(3 個月期瑞郎 LIBOR)貼近政策利率(3 個月期瑞郎 LIBOR 目標)；惟因應 LIBOR 將於 2021 年停止發布，自 2019 年 6 月 13 日起，SNB 改以 SARON 取代 LIBOR 作為操作目標，並以 SNB 政策利率代替上下限區間(圖 14)。



<sup>17</sup> SNB 通膨預測為條件式預測(conditional forecast)，亦即在貨幣政策不變的假設下，預測消費者物價未來 3 年的走勢。該預測反映 SNB 貨幣政策對中期經濟活動之展望，同時有助民眾判斷未來貨幣政策態勢。SNB 將未來 3 年通膨預測及其他重要經濟指標作為貨幣政策決策之主要依據。

➤ SNB 主要運用公開市場操作(包括外匯交易、換匯操作、附買回(RP)交易、發行 SNB 票券(SNB Bills))(表 4)、常設機制(表 5)及存款準備金制度等工具<sup>18</sup>，引導 SARON 趨近 SNB 政策利率。

表 4 SNB 公開市場操作工具

政策工具	說明
外匯交易、換匯操作	SNB 可在金融市場以瑞郎買賣外幣，大多數交易係以即期或換匯方式進行。
RP 交易 <sup>19</sup>	
主要融通操作 (main financing)	➤ 每日上午 SNB 透過 RP 方式，參考前日 SARON，設定固定利率，以數量標方式執行 RP 釋金操作。
流動性緊縮操作 (liquidity absorbing)	➤ SNB 透過附賣回(reverse repo, RRP)方式，以固定利率數量標方式緊縮資金。
微調操作 (fine tuning operations)	➤ 每日下午 SNB 以雙邊 RP 報價方式 <sup>20</sup> ，提供或緊縮資金。
發行 SNB 票券 <sup>21</sup>	採公開競標(數量標或利率標)或非公開方式配銷，以貼現方式發行，SNB 亦於次級市場買回或再售出 SNB 票券。

表 5 SNB 常設機制

常設機制	說明
流動性不足融通機制 (liquidity-shortage financing facility) (亦稱特別利率(special-rate)附買回融通)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 當市場面臨非預期資金短絀，且銀行不易取得資金時，SNB 此種操作可確保銀行在存款準備金期末時可順利達成其提存目標。</li> <li>➤ 利率為政策利率加 50 個基點(惟下限至少為 0%)。</li> </ul>
日中融通機制 (intra-day facility)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ SNB 以 RP 方式，提供日中透支給金融機構。類似本行之日中透支制度。日中透支不計息，惟提供之擔保品價值須逾透支金額之 110%。</li> </ul>

資料來源：SNB

<sup>18</sup> 依 SNB 訂定之貨幣政策工具指導原則(Guidelines of the Swiss National Bank on monetary policy instruments)。

<sup>19</sup> RP 交易採數量標(固定利率)或浮動利率標等競標方式提供市場流動性，期限自 1 天(隔夜)至數月不等，交易對手必須提存交易金額 100%之合格擔保品予 SNB。

<sup>20</sup> 雙邊操作係指 SNB 於 Eurex Repo 電子交易系統進行 Bid-Ask 之利率報價，SNB 以 Ask 利率釋出資金給有需求銀行；或以 Bid 利率吸收銀行餘裕資金。

<sup>21</sup> SNB 發行 SNB 票券以 7 天期為主，尚有 28、84、168、336 天期，以調節市場流動性；2020 年 SNB 未發行或買回 SNB 票券。

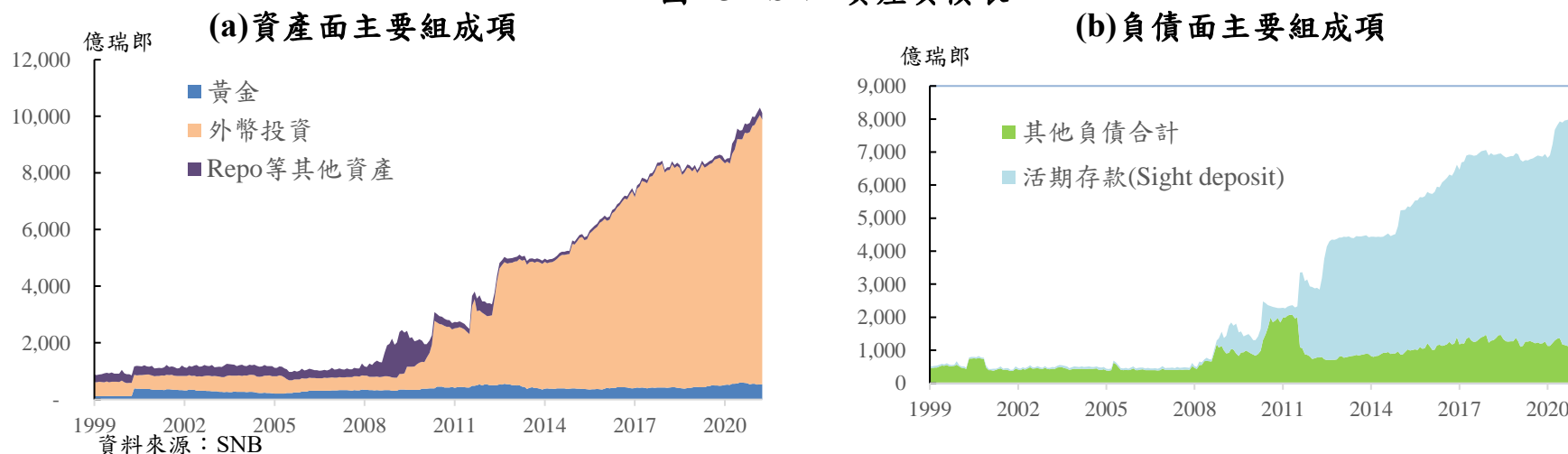


- SNB 自 2000 年後，RP 取代換匯交易(SWAP)，成為貨幣政策最重要的工具。SNB 藉由逐日**設定 RP 利率**，進行 RP 操作以有效**影響貨幣市場利率**，且必要時將進行反向 RP 操作，達成吸收流動性之目的。
- SNB 自 **2015 年 1 月 22 日**實施負利率以來，改由**銀行存放央行存款之付息利率**作為**主要政策工具**，進一步引導 SARON 接近 SNB 設定之負利率政策<sup>22</sup>。

### (3) 近 10 年來 SNB 資產負債表大幅擴增

- **2011 年歐債危機**，大量**資金持續流入瑞士**，**瑞郎**面臨**升值壓力**，SNB 自 2011 年 9 月 6 日起**實施最低匯率制**(即歐元兌瑞郎匯價 1.2 下限)，透過**無限量買入外匯**，抑制瑞郎升值，致 SNB 資產負債表大幅擴增，即使後來取消最低匯率制，瑞郎升值壓力仍持續，央行資產持續累增，資產面主要組成多為**外幣投資**(圖 15(a))。
- **SNB** 為抑制瑞郎升值之操作而對市場釋出大量流動性，銀行多將資金存放於央行活期存款；2015 年 1 月採行負利率政策，但為減緩負利率政策**造成市場追逐收益**(search for yield)而**危及金融穩定**之副作用，SNB 遂採最低準備金**豁免額度門檻**<sup>23</sup>，致使銀行存放央行活期存款大幅上升，為負債面主要組成項(圖 15(b))。

圖 15 SNB 資產負債表



<sup>22</sup> SNB 之負利率政策係指銀行存放於 SNB 活期存款帳戶的超出餘額所需繳交之利息，若帳戶餘額低於豁免額度以內則不計息。目前 SNB 政策利率與銀行存款超出豁免額度部分之利率皆為-0.75%。

<sup>23</sup> 豁免額度為銀行最低法定準備金之 25 倍，最低為 1,000 萬瑞郎。適用最低準備金規定者主要為瑞士本國銀行，外國銀行僅享有豁免額度 1,000 萬瑞郎。

#### (4) 貨幣政策面臨之問題

- 瑞士係小型開放經濟體，高度暴露於外部干擾，加以**瑞郎**被金融市場視為**避險通貨**，經常因**國外情勢發展造成匯率升值**，進而**衝擊國內物價及經濟活動**。對此，SNB **難以單靠**其貨幣政策工具完全**消除**外部的**外溢效應**(spillovers)，故在**物價穩定**定義方面給予一定程度的**彈性**空間。
- 近數十年來，**全球利率**因結構性因素而明顯**下滑**，且**主要央行**為因應全球金融危機，進一步**調降政策利率**接近零利率底線，使其他國家與 SNB(目前政策利率為-0.75%)間的**利差縮小**，進而**對瑞郎形成升值壓力**。與此同時，瑞士的**通膨率**一再**落入負值**，造成 SNB 面臨**低利率及低通膨的困境**。
- 自全球金融危機以來，主要大型經濟體之央行相繼採行**量化寬鬆政策**(QE)，反觀**瑞士的資本市場相對較小**，對 QE 構成限制。其次，瑞士大型企業鮮少透過資本市場籌資，故**資本市場在貨幣政策傳遞機制中僅扮演次要角色**。再者，瑞郎的**升值壓力**有時係**造成國內物價極度偏低**的主因。
- 在此背景下，SNB 藉由**採行積極外匯市場干預、設定短期最低匯率制度及負利率等政策**，以**緩解升值壓力及穩定物價**<sup>24</sup>，惟因過度介入外匯市場干預被美國列入匯率操縱國。然**瑞士央行總裁 Jordan 指出**<sup>25</sup>，該行**基於其物價穩定職責所採的貨幣政策，係屬必要且合法**；並強調為避免瑞士出現通縮，維持物價穩定至關重要。

---

<sup>24</sup> SNB 實施負利率政策的主要目的在於緩解瑞郎的升值壓力，並非基於負利率對信用需求之效果。

<sup>25</sup> 參見 Bosley, Catherine (2020), “SNB Defies U.S. Criticism to Renew Currency Intervention Vow,” Bloomberg, Dec. 18。

## 2. 本行(CBC)<sup>26</sup>

### (1) 本行貨幣政策的最終目標

根據「中央銀行法」，本行的貨幣政策經營目標，亦即貨幣政策最終目標，包含**促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定**，以及在上述目標範圍內，協助經濟發展。

- **促進金融穩定**：「**金融穩定**」雖欠缺一致的定義，不過一般係指金融體系有能力：(1)在不同經濟活動及不同期間有效率地分配資源；(2)評估及管理金融風險；(3)承受不利的國內外經濟金融衝擊。
- **健全銀行業務**：銀行體系安全暨效率運行**有助金融穩定**，亦可**強化金融中介功能、暢順信用管道**，以及貨幣政策傳遞機制。
- **維護對內與對外幣值的穩定**

— **對內幣值的穩定**係指**國內物價穩定**，低且穩定、並具可測性的通膨率，可維護民眾的貨幣購買力、降低未來物價的不確定性，有助規劃及執行生產、消費與投資等經濟活動，減少資源配置扭曲，而能間接促進經濟成長。物價穩定目標係將CPI年增率控制在2%以下<sup>27</sup>。

— **對外幣值的穩定**係指**新台幣匯率的動態穩定**，台灣為小型開放經濟體，貿易依存度高，且資本移動十分頻繁；若匯率過度波動，將不利國內經濟與金融穩定。此外，台灣非國際貨幣基金（IMF）會員國，在發生金融危機時，無法獲得其奧援，更加凸顯本行維持新台幣匯率穩定的重要性。

- **協助經濟發展**：台灣為小型開放經濟體，國內經濟成長深受國際景氣影響，相較於經濟規模較大或內需導向型國家，台灣運用貨幣政策促進經濟成長在本質上更有其侷限性；因此，「中央銀行法」規定，本行在前三項目標範圍內，協助經濟發展，以彰顯前三項目標的相對重要性。

<sup>26</sup> 主要取材自中央銀行(2020)，「本行貨幣政策操作策略與執行成效」，央行理監事會後記者會參考資料，3月19日。

<sup>27</sup> 本行楊總裁於2018年3月表示，只要CPI年增率介於0%~2%之間，都可接受。

## (2) 本行貨幣政策操作策略

為達成「中央銀行法」所賦予的多重政策目標，本行經由檢視多樣化的經濟金融指標，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；並透過利率操作、採取管理浮動匯率制度，以及貨幣與信用管理之三大面向操作策略(monetary policy operational strategy)，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，落實最終目標(圖 16)。

圖 16 本行實係採三支柱導向的彈性架構



### ➤ 本行利率操作程序

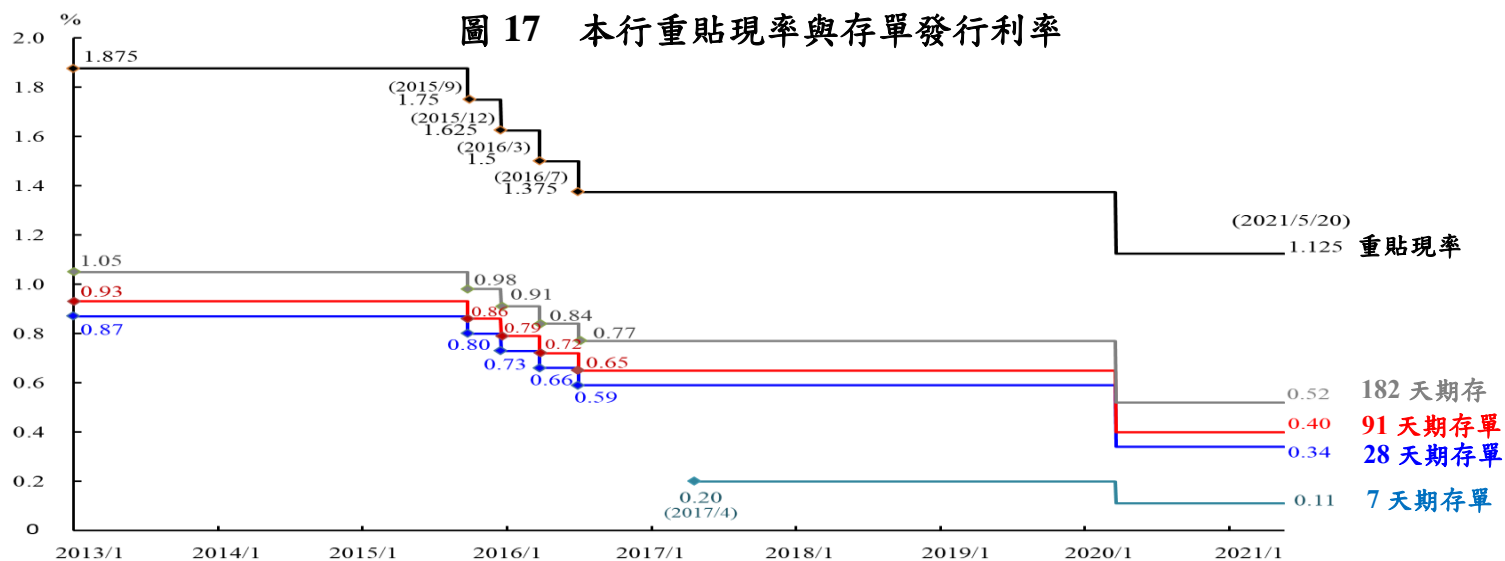
— 本行審慎評估重貼現率與各天期央行存單發行利率的妥適水準，以反映本行貨幣政策方向

- ✓ 重貼現率為本行主要政策利率，係本行對銀行業之融通利率<sup>28</sup>，相關融通為銀行業最後之資金來源管道；本行藉由調整重貼現率，可對外宣示貨幣政策立場，進而引導市場利率走向。
- ✓ 我國長期經常帳順差，致超額儲蓄龐大，銀行體系資金充裕，因此，本行公開市場操作主要係以發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。本行每日發行之存單已成為銀行重要

<sup>28</sup> 本行對銀行業之融通利率除重貼現率外，尚有擔保放款融通利率與短期融通利率。

資金調度工具，部分天期存單發行利率配合主要政策利率調整，亦已成為市場之重要參考利率(圖 17)。

- ✓ 由於本行存單發行利率與主要貨幣市場利率關係密切，本行**透過存單之發行機制建構利率操作安排**，以**引導短天期市場利率於適度水準**，並**支撐銀行同天期存款利率**，可**強化貨幣政策之利率管道傳遞機制**。
- ✓ 目前本行每日發行之存單以 7 天期、28 天期為主，並搭配發行 91 天期、182 天期存單(每 2 週發行 1 次)，以調節銀行體系較長天期資金，此 4 種天期**存單之發行利率**已形成同天期**貨幣市場利率之重要參考指標**。



資料來源：中央銀行

### — 本行利率操作策略對市場利率之引導效果

本行主要係透過引導市場利率與調整準備貨幣，以確保國內物價及金融穩定，並充分提供經濟活動所需資金<sup>29</sup>。就採行的利率操作策略而言，大致可以區分為 3 個階段<sup>30</sup>，目前係以重貼現率為上限，以 28 天期及短天期定期存單利率為短期政策利率指標，據以引導貨幣市場利率及存放款利率，可強化貨幣政策利率與銀行信用管道的傳遞效果。

<sup>29</sup> 楊金龍(2019)，「央行貨幣政策與台灣經濟發展」，中央銀行季刊，第 41 卷第 3 期，頁 15-28。

<sup>30</sup> 第 1 階段(1991 年 1 月~1998 年 12 月)，以重貼現率為下限，短期融通利率為上限，這段期間，允許隔夜拆款利率有較大波動；第 2 階段(1999 年 1 月~2002 年 12 月底)以重貼現率為下限，擔保放款融通利率為上限，這段期間因利率區間較窄，實務上很難兼顧準備貨幣目標；第 3 階段(2002 年 12 月迄今)，放棄以重貼現率為下限，允許隔夜拆款利率跌破重貼現率。實務上，本行利率的逐日操作，2004 年中起係以本行 28 天期定期存單利率為短期政策利率指標，讓隔夜利率貼近此一利率；迨至 2009 年起，則引導隔夜利率略低於本行短天期存單利率。

- ✓ 重貼現率為市場取得最後融通利率，具懲罰性，近年也成為本行利率操作的上限
- ✓ 28 天期存單利率為本行主要操作利率，可引導相近天期之市場利率，並支撐銀行 1 個月期存款利率水準
  - 目前本行存單發行餘額 9.5 兆元，其中 58% 為 28 天期存單，發行利率為 0.34%，對相近天期金融商品市場形成有效指標<sup>31</sup>(圖 18)。
  - 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(圖 19)，其中 28 天期存單利率可支撐銀行 1 個月期存款利率水準，有助維持銀行存款利率結構穩定性。
- ✓ 7 天期存單用以因應銀行極短期或非預期之資金變動情勢，可形成市場極短天期利率之下限
  - 本行 7 天期存單有助銀行妥善因應短期或非預期性資金變動情勢，其利率(目前為 0.11%)可形成極短天期市場利率下限<sup>32</sup>(圖 18)。

圖 18 本行存單利率與貨幣市場利率



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

圖 19 本行重貼現率、存單發行利率與銀行存放款利率



註：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。

資料來源：中央銀行

<sup>31</sup> 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，其餘裕資金部分流入貨幣市場，成為低利率資金之主要供給者。

<sup>32</sup> 2008 年全球金融危機前本行引導金融業隔夜拆款利率貼近本行 28 天期存單利率；2008 年 9 月全球金融危機後，本行為穩定金融及刺激經濟成長而採取寬鬆貨幣政策，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，當時係貼近本行 7 天期存單發行利率。近期因 COVID-19 疫情再起，隔拆利率走降，略低於 7 天期存單利率。

—本行備有擴大附買回操作機制，可在緊急情況下，提供金融市場流動性

為充分提供金融市場所需流動性，在緊急情況下，本行可進行擴大附買回操作。本行在全球金融危機(及 COVID-19 疫情危機)期間均備有擴大附買回操作機制<sup>33</sup>，操作期限由一般附買回操作機制的 30 天延長為 180 天，對象除涵蓋銀行及票券業外，尚包括證券、保險公司等，即將國內流動性安全網擴及非銀行業之金融機構，金融機構若有緊急流動性需求亦可主動向本行申請(表 6)。此項措施係確保國內金融機構可隨時取得所需流動性，使其得以在資金充裕情況下，發揮金融中介功能，對營運正常之企業提供所需資金。

表 6 本行「一般附買回操作機制」與「擴大附買回操作機制」之比較

	一般附買回操作機制	擴大附買回操作機制
操作方式	本行公告操作。	1. 本行公告操作。 2. 由金融機構向本行申請操作。 (適用於緊急流動性需求)
操作對象	1. 銀行 2. 票券公司 3. 郵政公司 4. 證券公司(具公開市場操作指定交易商資格者) (全體操作對象得直接與本行操作)	1. 銀行 2. 票券公司 3. 郵政公司 4. 證券公司 5. 保險公司 (保險公司與未具公開市場操作指定交易商資格之證券公司，得透過指定交易商間接與本行操作；其他操作對象得直接與本行操作。)
附買回期限	30 天以內	180 天以內
附買回利率	參酌市場利率及本行存單發行利率訂定	參酌市場利率及本行存單發行利率訂定
合格標的	依央行法第 26、27 條規定辦理，但以本行定期存單及公債為主。	依央行法第 26、27 條規定辦理，但以本行定期存單及公債為主。

資料來源：中央銀行(2020)，「中央銀行理監事聯席會議決議新聞稿」，3 月 19 日。

<sup>33</sup> 為因應全球金融危機，本行於 2008 年 9 月 26 日實施擴大附買回之操作機制，充分提供金融機構所需流動性。

➤ **管理浮動匯率制度(managed floating regime)**

- **維持對外幣值穩定為本行最終目標之一**，惟**不代表本行須採匯率目標化**，而係要將匯率穩定納入貨幣政策操作策略，在匯率過度波動時採行相關措施<sup>34</sup>。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。
- **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，而有不利於經濟與金融穩定之虞時，**本行在必要時調節匯市**，以維持外匯市場秩序。而本行在調節匯市的同時，亦運用公開市場操作(如發行央行存單)進行沖銷操作，維持國內貨幣數量在適當水準。
- 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。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。

➤ **貨幣與信用管理：兼顧物價穩定與金融穩定**

- 全球金融危機後，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。此外，**台灣金融體系係以間接金融為主**，銀行業在台灣金融體系扮演重要角色，而**貨幣總計數 M2 與信用存量為一體兩面**，**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**協助評估資金移動與金融體系之穩定狀況**。**調控 M2 成長率於適當水準**，亦可促使銀行放款不致過熱，進而達成維護金融穩定、健全銀行業務的目標。
- 鑑於 M2 仍具備**中長期指標**的特性，**自 2020 年起**，本行將 **M2 成長目標區調整為 M2 成長參考區間、且不再逐年設定**，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**。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。
- 為達成維護金融穩定、健全銀行業務的目標，本行亦會運用**針對性總體審慎措施**<sup>35</sup>，強化金融機構控管不動產授信風險。

<sup>34</sup> 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.

<sup>35</sup> 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。



### (三)結論

1. 一般咸認，由於歷史因素、經濟結構差異、金融市場發展及金融制度不同，各國適合的貨幣政策架構，亦不盡相同；**央行應衡酌其自身政治、文化、經濟及歷史等背景因素，決定最妥適的貨幣政策架構**，俾營造一**有利於長期物價穩定及經濟健全發展**的環境<sup>36</sup>。因此，沒有放諸四海皆準的貨幣政策架構，而且伴隨經濟金融環境的改變，亦應經常檢視應否加以調整。
2. 全球金融危機前，紐西蘭央行首先於 1989 年採通膨目標化機制，英格蘭銀行(BoE)、加拿大銀行等許多主要央行亦紛紛跟進，至於 Fed、ECB、BoJ 及 SNB 雖未採典型的通膨目標化，但外界已將彼等所採行的貨幣政策架構稱之為彈性的通膨目標化。不過，2008 年全球金融危機後，國際間咸認央行的職責不應侷限於物價穩定，有論者認為，主要央行普遍採行的**通膨目標化機制**並不理想，此機制因**過度專注於物價穩定、忽視金融穩定**，因而**助長危機發生**，須為全球金融危機負責。鑑於此，近年來主要央行紛紛重新檢視貨幣政策架構，除強調金融穩定的重要外，另亦改採更具彈性的架構。原先帶頭採通膨目標化的紐西蘭央行，已淡化通膨率目標，並將充分就業納入法定職責。
3. 其實，Fed、ECB、BoJ 及 SNB 目前雖然都以 2%的通膨率為目標，但多年來實際通膨率都未達標，已嚴重傷害彼等的可信度；近來，Fed 改採平均 2%通膨率目標，但外界批評，面對美國近期通膨率逾 3%，平均 2%的定義模糊，恐使通膨預期制約失控。至於 SNB 即使追求 0~2%的通膨率目標，近年卻仍飽受通縮之苦，不得不採行負利率政策，防止瑞士法郎升值的進一步壓力，此或可說明小型開放經濟體採通膨目標化的困難。
4. 小型開放經濟體，因通膨易受外來因素影響，物價上漲多屬「輸入性通膨」，若執意採通膨目標化機制，以緊縮性貨幣政策因應「輸入性通膨」，不僅無法抑制，反而會使產出惡化<sup>37</sup>；此外，匯率對小型開放經濟體的經濟、金融情勢

<sup>36</sup> Mishkin, Frederic S.(1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," *Journal of Monetary Economics*, 43, pp. 579-605.

<sup>37</sup> Stiglitz, Joseph (2008), "The Failure of Inflation Targeting," *Project Syndicate*, May 6; Parker, Faranaaz (2009), "Stiglitz Slams Inflation-targeting," *Mail & Guardian Online*, Jul. 9.

影響甚深。因此，一般咸認，理想的貨幣政策架構應「具備彈性」，而小型開放經濟體更應考量匯率穩定。詳言之，對於小型開放經濟體而言，理想的貨幣政策架構，須採具彈性的物價穩定定義、充分考量匯率的影響，並以總體經濟穩定、金融穩定與匯率穩定的三支柱為基礎<sup>38</sup>。目前本行所採行的貨幣政策架構，符合這樣的要求。

5. 近年來，外界期待央行擔負更多職責，若干國家央行除肩負物價穩定外，尚包括金融穩定、充分就業，歐洲國家央行甚至面對應將氣候變遷也納入央行法定職責，或被要求在購債計畫中考慮綠色債券的壓力，這更使得貨幣政策架構的設計益趨複雜。正因為如此，迨至目前，諸多先進國家仍在持續檢討、未有定論。

---

<sup>38</sup> 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. °