

三、主要經濟體貨幣政策

（一）先進經濟體央行多加速緊縮貨幣，並逐步縮減資產負債表規模

鑑於通膨率居高，且勞動市場緊俏，2022 年 3 月起 Fed 邁開貨幣緊縮步伐，至年底 7 度調升聯邦資金利率目標區間共 4.25 個百分點至 4.25%~4.50%，並於 6 月開始縮減資產負債表規模，逐月減持美國公債、機構債（agency debt）及機構房貸擔保證券（agency MBS）金額最高共 475 億美元，9 月後加速縮減規模，逐月減持美國公債、機構債及機構房貸擔保證券金額最高共 950 億美元（有關美國寬鬆或緊縮貨幣政策與全球金融循環之關係，詳專題一）。

歐元區物價出現持續且廣泛上漲現象，為確保通膨率回到中期目標，避免通膨預期攀升，ECB 啟動貨幣政策正常化，2022 年 7 月將政策利率調升 0.50 個百分點，結束 2014 年 6 月以來的負利率政策，並於 9、10 及 12 月再分別升息 0.75、0.75 及 0.50 個百分點，共計升息 2.50 個百分點，主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率分別達 2.50%、2.75% 及 2.00%；並自 7 月起停止資產購買計畫（APP）淨購入資產，且 12 月宣布，自 2023 年 3 月起，APP 持有資產之到期本金不再全額投資，逐步縮減資產負債表規模；另為確保貨幣政策能有效傳遞至所有成

員國，於 7 月推出傳遞保護工具（Transmission Protection Instrument, TPI），在發生市場失序導致貨幣政策傳遞面臨嚴重威脅時，可透過次級市場購買公部門債券，必要時亦可購買私部門債券。

BoJ 為達成 2% 之物價穩定目標，於 2022 年維持短期政策利率（銀行存放央行之新增超額準備金利率）於 -0.10%，長期利率目標（10 年期公債殖利率）於 0% 左右不變。惟為廣泛支援受 COVID-19 疫情衝擊之中小企業營運資金需求，9 月除再延長中小企業因應 COVID-19 之金融支援特別操作半年至 2023 年 3 月底外，並實施不設額度上限之「適用全體合格擔保品之資金供給操作」（Funds-Supplying Operations Against Pooled Collateral）；另為增強以殖利率曲線控制（Yield Curve Control, YCC）架構為主之寬鬆貨幣政策可持續性，改善債券市場機能，12 月將 10 年期公債殖利率波動區間由 $\pm 0.25\%$ 放寬至 $\pm 0.50\%$ ；而為促使整條殖利率曲線平穩形成，更機動增購各年限公債及執行指定利率購債操作（fixed-rate purchase operations），長期公債之購買金額亦由每月 7.3 兆日圓擴增至約 9.0 兆日圓。

（二）亞洲經濟體央行亦多提高政策利率

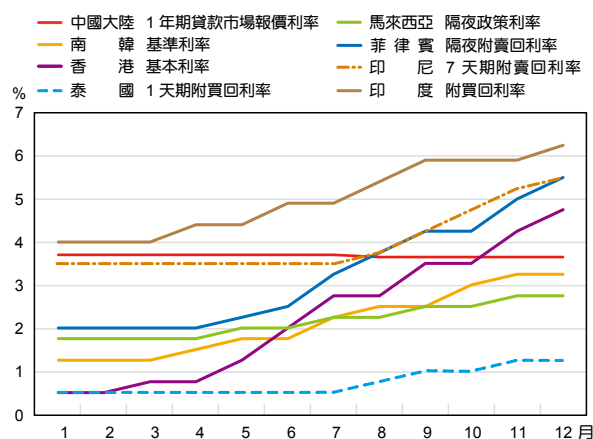
為支撐疲軟之經濟，2022 年人行延續寬鬆貨幣政策基調，於 1 月及 8 月分別調降中

期借貸便利 (Medium-term Lending Facility, MLF) 利率各 0.10 個百分點至 2.75%；並引導 1 年期及 5 年期貸款市場報價利率 (Long Prime Rate, LPR) 各下調 0.05 及 0.30 個百分點至 3.65% 及 4.30%，降低金融機構資金及實體經濟融資成本，進而加大支持實體經濟及房地產業之融資需求；另於 4 月及 12 月調降金融機構存款準備率各 0.25 個百分點，12 月金融機構平均加權存款準備率降至 7.80%；此外，亦將 7 天期逆回購與隔夜、7 天及 1 個月期常備借貸 (Standing Lending Facility, SLF) 利率分別下調 0.20 個百分點至 2.00%、2.85%、3.00 及 3.35%，並持續透過公開市場操作充裕市場流動性。

南韓央行為避免高通膨根深柢固，2022 年共 7 度升息，將基準利率由 1.00% 調升至 3.25%；新加坡貨幣管理局 (MAS) 為確保通膨壓力得以降低，4 度緊縮貨幣政策，調升 S\$NEER 政策區間之斜率 (即年升值率)

及中點 (mid-point)，亦即引導新加坡元持續升值；香港金融管理局則跟隨美國 7 度升息，將貼現窗口利率由 0.50% 調升至 4.75%。泰國、馬來西亞、菲律賓、印尼及印度等其他亞洲經濟體央行亦為遏止通膨率攀升並穩定匯率，分別將政策利率由 0.50%、1.75%、2.00%、3.50% 及 4.00% 調升至 1.25%、2.75%、5.50%、5.50% 及 6.25%。

2022 年亞洲經濟體之政策利率



註：2019 年 8 月人行進行 LPR 機制改革，LPR 成為銀行貸款之定價參考。自此，1 年期 LPR 取代 1 年期貸款基本利率，成為各界關注人行貨幣政策動向之重要利率。
資料來源：各官方網站。

8

三、美國貨幣政策對全球金融市場之影響

美國是當前全球經濟規模最大的國家，也是國際金融的中心，益以美元是主要國際準備貨幣⁵。因此美國貨幣政策本身就能構成全球因素，會加深風險性資產價格與全球資本移動對全球產生的負面影響力量。

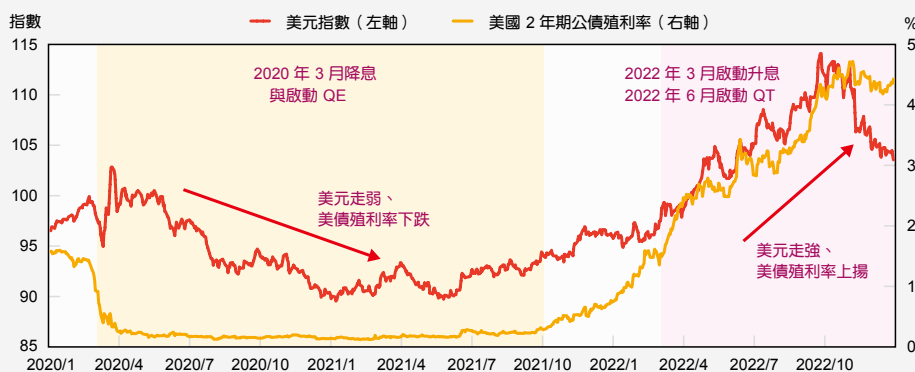
Rey (2013) 及 Miranda-Agrippino and Rey (2020) 的研究顯示⁶，美國實施貨幣寬鬆政策，美元對其他國家貨幣貶值，致他國面臨資本大量流入，股市大幅上揚（可能背離經濟基

本面）。當美國採取緊縮貨幣政策則導致全球金融機構去槓桿化以及各國金融情勢出現緊縮等問題，即使採取浮動匯率制度的國家亦無法避免。

例如，2020年3月美國實施貨幣寬鬆政策，美國公債殖利率下跌，美元對其他國家貨幣貶值，資金流向新興市場，風險性資產價格上揚；而2022年美國採取貨幣緊縮政策，則導致美國公債殖利率上揚及美元走強，資金自新興市場撤出，風險性資產價格下跌。

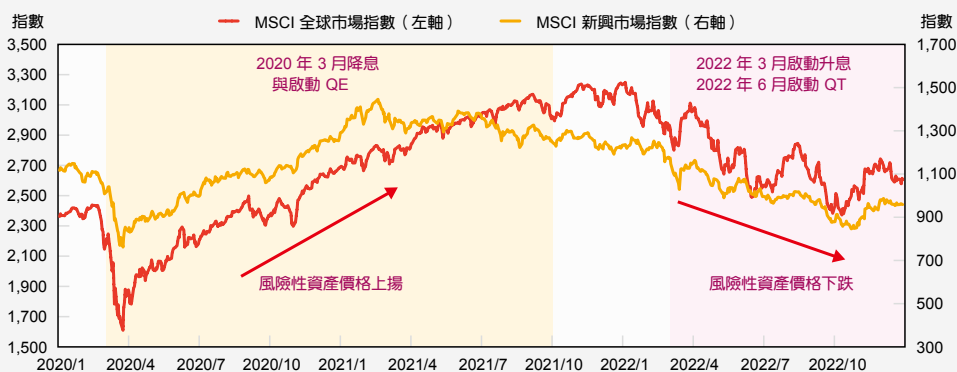
換言之，當國際美元走強時，全球金融循

美元指數與美國2年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg。

MSCI全球及MSCI新興市場指數



資料來源：Bloomberg。

⁵ 根據IMF，美元在全球官方外匯存底的幣別比重近60%，2022年第3季為59.8%；根據BIS，2022年美元在全球外匯交易量（foreign exchange turnover）中所占幣別比重更高達88.5%。

⁶ Rey, H. (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," paper presented at the Jackson Hole Symposium, August; Miranda-Agrippino, S. and H. Rey (2020), "U.S. Monetary Policy and the Global Financial Cycle," *Review of Economic Studies* 87-6, 2754-2776.

環呈現下降（即資本流量緊縮、資產價格下挫與去槓桿化等）；當國際美元走弱時，全球金融循環呈現上揚⁷。

四、全球金融循環下，小型開放經濟體面臨之政策挑戰及因應對策

全球金融循環對許多國家構成政策難題，尤其是跨國資本移動的急速湧入與突然退卻，會使得一國經濟金融出現暴漲暴跌的現象，對經濟金融穩定危害甚鉅，往往一國的外匯市場首當其衝，而出現「資本流入、本幣升值、本國資產價格狂飆」或「資本流出、本幣貶值、本國資產價格下挫」的循環現象，首應採取適當政策以確保外匯市場穩定。

國際美元走強會導致部分新興經濟體償還美元債務負擔加重，而利率大幅攀升恐造成經濟明顯放緩或甚至經濟衰退，故應密切留意外債部位較大之新興經濟體狀況。

Rey（2013）最早的建議乃是直接針對過

度的槓桿操作與信用成長的源頭，採取必要的行動，例如採取針對性的資本管制、以總體審慎措施限制信用成長等。2022 年 IMF 發布「回顧資本移動自由化與管理之機構觀點」（Review of the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows），則更進一步認為為因應金融不穩定風險，可透過資本管理及總體審慎措施，在事前就採取預防性措施（preemptive measures）⁸。

全球金融循環議題凸顯高度開放的小型經濟體更易受國際因素所影響，對自身的貨幣政策效力構成極大限制，此與封閉經濟體系或開放程度較低的國家有所不同；因此，如何維持一定程度資本自由移動，又能使貨幣政策對國內經濟產生影響力，就必須與資本移動管理、外匯市場調節、總體審慎政策等多項措施搭配運用，以在國際經濟瞬息萬變的今天，隨時確保經濟金融穩定與發展。

⁷ Obstfeld, Maurice and Zhou, Haonan (2022), "The Global Dollar Cycle," paper presented at BPEA Conference Drafts, Sept.

⁸ 詳中央銀行（2020），「國際間對資本自由移動與浮動匯率效益的反思」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 16 日，中央銀行。IMF 在 2012 年曾發表「對資本移動自由化與管理之機構觀點」（the Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View），認為在必要時可採資本移動管理，10 年後 IMF 又再度發表官方看法，以評述並補充 2012 年版的論點。