

三、本行貨幣政策相關議題之說明

近期外界對於本行貨幣總計數 M2 成長參考區間之角色、政策利率與市場利率之連動性，以及銀行持有超額準備等議題，有若干誤解，茲撰文「M2 成長參考區間相關議題之說明」、「本行貨幣政策操作工具已有效引導市場利率之說明」以及「本行妥善管理銀行體系流動性，國內銀行體系並無爛頭寸情形之說明」等三篇，以利各界瞭解本行貨幣政策。

議題一：M2 成長參考區間相關議題之說明

本行自 2020 年起將 M2 成長目標區調整為 M2 成長參考區間；經歷 COVID-19 疫情，政府提供紓困貸款，加上爾後景氣復甦，企業資金需求轉強，帶動銀行放款與投資成長，使得 2021 與 2022 年 M2 實際成長率高於參考區間上限，然上(2023)年 M2 實際成長率已回落至參考區間內，顯示 2021 與 2022 年 M2 成長率超出 2.5%~6.5% 參考區間可能僅是暫時性偏離，M2 成長率並無持續偏離區間之情形，且 M2 成長足以支應經濟活動所需。

然而，外界對於本行 M2 成長參考區間有所誤解，如質疑改為 M2 成長參考區間後，M2 參考價值降低，央行貨幣政策架構不明確，恐降低政策透明度，且「心證」比例過高將弱化社會對其政策監督的能力，亦無法有效管理通膨預期。面對外界之疑慮，本文旨在讓外界對 M2 成長參考區間有更全面瞭解；首先，擬簡介 M2 成長參考區間之設定；其次，說明 M2 成長偏離參考區間時本行如何因應；最後說明 M2 成長仍具重要參考價值，為本行貨幣政策重要的參考指標之一，本行將持續關注 M2 成長，以達成維持物價穩定、促進金融穩定等法定職責。

(一)M2 成長參考區間的設定

1. 本行係採**彈性的貨幣政策架構**，符合國際間主流貨幣政策架構發展趨勢¹；本行除關注貨幣總計數外，亦重視通膨預期、利率走勢、匯率走勢、信用狀況、資產價格及產出缺口等重要的經濟金融指標，**M2 成長率為本行貨幣政策重要的參考指標之一**。
2. 考量**全球金融危機後**，我國 **M2 與物價相關性減弱**，然 **M2 與產出及物價間的長期關係仍具穩定性**，為確保貨幣政策的自主性與彈性，本行自 2020 年起將 M2 年成長目標區調整為 M2 成長參考區間，**訂為 2.5%~6.5%，每年底檢視參考區間的合宜性**。
3. **參考區間範圍反映 M2 成長之不確定性**，本行主要依據 M2 需求函數模型²評估未來 M2 成長走勢之變化，並於每年年中與年底進行 M2 成長率之檢討與 M2 需求展望說明。
4. 依據貨幣需求函數模型推估，本(2024)年 M2 需求成長率將落在 2.5%~6.5%參考區間內，因此，M2 成長參考區間仍維持 2.5%~6.5%，應屬允當。

(二)若 M2 成長偏離參考區間，本行不會採機械式回應，而是分析影響 M2 變動或使其偏離的干擾因素

1. M2 成長對總體經濟與通膨的影響有**政策時間落後(policy time lag)**的現象，M2 成長**短期內偏離參考區間**，不一定代表物價穩定或總體經濟受到威脅，**可能係因國際資金移動頻繁、民眾資產配置多元化、金融科技快速發展等不確定性因素**所造成。

¹ 相關說明參見楊金龍(2019)，「央行貨幣政策與總體經濟預測」，中央銀行季刊，第 41 卷第 4 期，頁 13-22。

² 另輔以貨幣數量理論推估貨幣成長參考值，歐洲中央銀行(ECB)亦以此方式設定 M3 成長參考值。

2. 本行不會對 M2 成長偏離參考區間採取機械式的回應，若 M2 成長率持續偏離或發生結構性改變，本行將分析影響 M2 變動或使其偏離的干擾因素，以適時調整。

3. 近年 M2 年增率走高，主要係因應疫情，政府提供紓困貸款與振興方案，加以國內新冠肺炎疫情控制得宜，生產活動如常，疫情催化遠距商機，致出口強勁成長，企業資金需求上升，帶動放款與投資持續成長與資金淨匯入所致；惟上年 9 月以來，M2 年增率已回落至 2.5%~6.5% 參考區間內，顯示前兩年 M2 成長超出 2.5%~6.5% 參考區間可能僅是短暫偏離，並無持續偏離區間之情形(圖 1)。

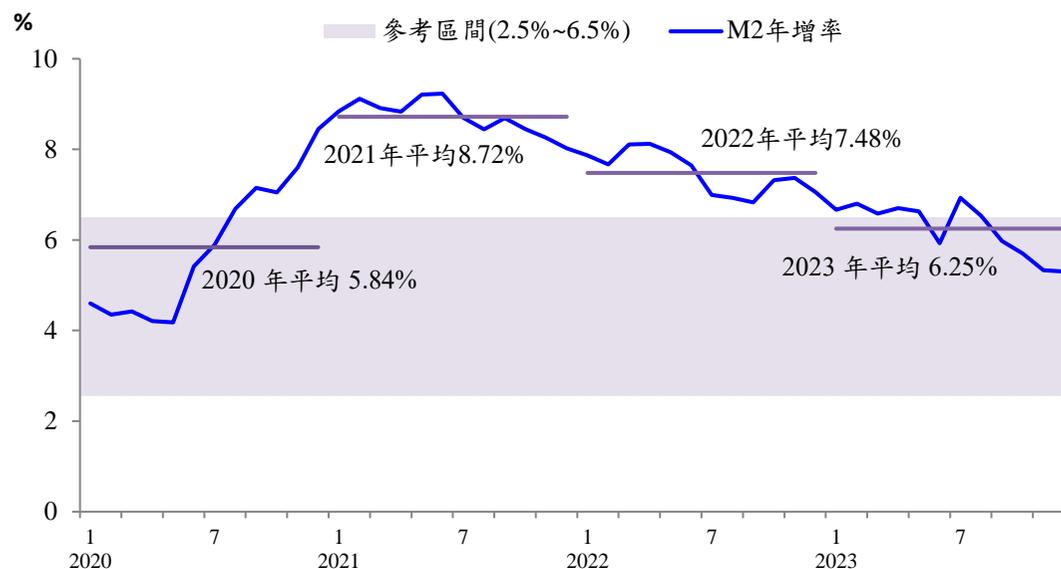
(1)2020 年因應新冠肺炎疫情，政府提供紓困貸款，而後景氣明顯復甦，企業資金需求轉強，帶動銀行放款與投資成長，加以出口成長強勁，廠商匯回貨款，致 2020 年 8 月起 M2 年增率超過 M2 成長參考區間之 6.5% 上限。

(2)2021 年 M2 年增率持續走高，主要係企業出口暢旺，持續擴大在台產能，加以政府推動紓困振興方案，且房市升溫，企業與個人購置不動產資金需求增加，銀行放款與投資成長率續處高檔所致；惟 6 月後已漸放緩，2021 年全年 M2 年增率為 8.72%。

(3)2022 年全年 M2 年增率為 7.48%，較 2021 年下降 1.24 個百分點，主要係因 2021 年比較基期偏高，加以外資淨匯出及放款與投資年增率下降所致；惟各月年增率仍超過 M2 成長參考區間上限 6.5%。

(4)上年以來，全球景氣成長低緩，企業資金需求疲弱，致週轉金放款年增率下降，加以不動產貸款年增率較 2022 年同期減緩，致銀行放款年增率下降，M2 成長回落，全年 M2 年增率為 6.25%。

圖 1 M2 成長參考區間與實際成長狀況



資料來源：中央銀行

(三)2021 與 2022 年受供給面因素(如新冠肺炎疫情、全球供應鏈瓶頸、俄烏戰爭等)影響，輸入性通膨壓力高，台灣通膨率走升

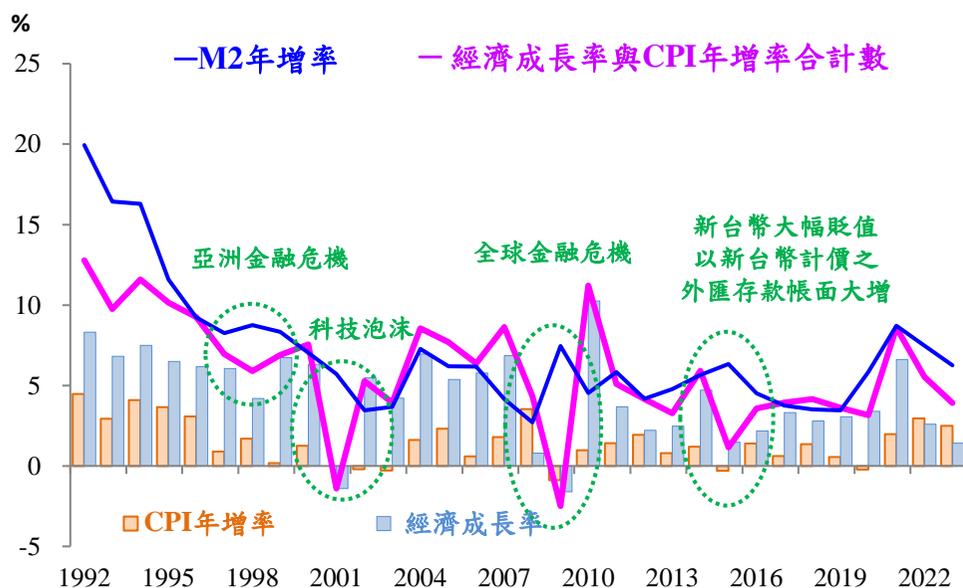
1. 2021 年各國疫苗接種漸普及與經濟活動重啟，需求回溫，惟疫情反覆致供應鏈瓶頸持續，原油等國際原物料價格大漲，帶動國內油料費價格上揚，輸入性通膨壓力大增，2021 年台灣 CPI 年增率為 1.97%。
2. 2022 年全球供應鏈瓶頸問題持續，加以 2 月爆發俄烏戰爭，原油、穀物等國際商品價格攀高，推升國內進口原物料成本，帶動國內物價漲幅走高，2022 年 CPI 年增率為 2.95%。相較美、歐、英等主要經濟體之 2022 年通膨率均逾 8%，台灣由於平穩能源等大宗物資價格機制之供給面因應措施奏效，加以本行採緊縮性貨幣政策，且主要經濟

體緊縮性貨幣政策亦帶來外溢效應，台灣通膨仍相對溫和。

(四)M2 係本行重要參考指標，與產出、物價具長期穩定關係且可提供監控信用風險的訊息，本行仍定期檢視 M2 成長變化，外界認為本行放任不管並非事實

1. 多年來，台灣的 M2 年增率約等於實質 GDP 年增率加上 CPI 年增率。除 1992 至 1999 年間外³，長期而言，因物價平穩，M2 成長速度與經濟成長率加上 CPI 年增率大致相當，**反映 M2 成長足以支應經濟活動所需資金，並可維繫物價穩定與金融穩定**(圖 2 與表 1)。

圖 2 M2 成長與經濟活動



資料來源：主計總處、中央銀行

表 1 M2 年增率與 GDP、CPI 年增率

期間	實質 GDP	CPI	實質 GDP 年增	M2
	年增率	年增率	率+CPI 年增率	年增率
	(a)	(b)	=(a)+(b)	
1992~1999 年	6.54	2.63	9.17	12.35
2000~2009 年	3.88	0.97	4.85	5.39
2010~2019 年	3.61	0.99	4.60	4.66
2020~2023 年	3.48	1.80	5.28	7.07

單位:%

資料來源：主計總處、中央銀行

³ 1992 年至 1994 年期間，歷經新銀行成立，放款明顯成長，資金需求殷切，加以景氣好轉，帶動股市交易活絡，M2 年增率高，惟自 1992 年本行公布 M2 成長目標區後，M2 年增率大抵呈下滑趨勢。

2.全球金融危機後，雖 M2 與物價間的相關性減弱；惟 M2、產出與物價間長期關係穩定，且 M2 對產出與物價仍具有影響力。

(1)貨幣總計數蘊含目前經濟狀況、衝擊性質以及未來通膨率等有用資訊，M2 成長趨勢可作為預測中長期通膨之參考指標⁴。

(2)M2 與產出、物價之間呈現共整合特性，顯示三者間具長期穩定的關係。

(3)Granger 因果關係檢定顯示，M2 年增率可 Granger Cause 經濟成長率及 CPI 年增率，代表 M2 仍然對產出與物價具有影響力。

3.M2 能提供監控信用風險與金融穩定的重要訊息，貨幣分析具重要參考價值。

(1)貨幣與信用由存款與放款組成，向為金融機構重要的資金來源與資金用途，兩者實為一體兩面。控制 M2 年增率於適當水準，亦可控制銀行放款成長不致過熱⁵，進而協助金融穩定。

(2)觀察貨幣數量的變化可協助掌握整體金融體系資金之變化。

4.實務上，伴隨環境的改變，改採 M2 成長參考區間的作法，可賦予操作面較大的彈性，且貨幣分析仍具重要參考價值，本行持續關注影響 M2 成長之可能因素(如資金進出)。

(1)台灣係小型開放經濟體，採 M2 成長參考區間，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

⁴ 本行參考 Filardo et al.(2016)的實證方法，針對台灣的資料進行實證分析。詳 Filardo, Andrew, Hans Genberg, and Boris Hofmann (2016), “Monetary Analysis and the Global Financial Cycle: An Asian Central Bank Perspective,” *Journal of Asian Economics*, 46, 1-16。

⁵ M2 年增率與銀行放款與投資年增率間 Granger 因果檢定顯示，兩者存在相互影響的關係。

不確定性，可賦予操作面較大的彈性，避免短期利率波動過大，且有助於本行維持匯率動態穩定。

(2)即便 M2 成長從目標區調整為參考區間，本行內部**每月**仍會分析其變動原因，並預測其未來變化；本行經研處與業務局**每月**亦持續討論訂定準備貨幣預估值，及其配合之公開市場操作規模；**每年底**本行亦會檢討當年 M2 成長變化以及檢視參考區間的合宜性。

5.小型開放經濟體，如**瑞士央行(SNB)**與**南韓央行(BoK)**亦**重視貨幣總計數(M3 尤顯重要)的資訊**；**ECB**採雙支柱架構，**貨幣分析為其重要貨幣政策決策資訊**。

(1)SNB 主要職責為確保物價穩定，同時適當考量經濟發展，貨幣政策策略包含三大要素—物價穩定定義、中期通膨預測，以及 SNB 政策利率⁶；惟**因貨幣總計數有助於評估長期經濟發展，SNB 持續關注該指標變動**。

(2)BoK 原採貨幣目標化機制，惟自亞洲金融風暴後，1998 年 4 月起改採通膨目標機制，惟**M3 成長率仍為其重要參考指標**。

(3)ECB 自 2003 年以來採**經濟分析與貨幣分析**之雙支柱架構，其中貨幣分析以中至長期角度檢視貨幣數量、信用與物價間的長期關係；近年 ECB 將雙支柱中的**貨幣分析擴展為貨幣及金融情勢分析**，主要考量金融穩定係達成物價穩定的先決條件，**貨幣成長則為其中一項分析主題**。

⁶ SNB 貨幣政策說明詳見 <https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/monetary-policy>。

(五)結論

全球金融危機後，台灣的 M2 與物價間的相關性減弱，惟 M2、產出與物價間的長期關係穩定，且 M2 對產出與物價具有影響力，故貨幣分析仍具重要參考價值，可作為擬訂貨幣政策之參考。台灣係小型開放經濟體，本行採 M2 成長參考區間，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，可賦予操作面較大的彈性，有助本行達成貨幣政策最終目標。

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性因素，皆可能影響 M2 成長，致其偏離參考區間。然而，本行對 M2 成長偏離參考區間非採機械式的回應，而是分析影響 M2 變動或使其偏離的干擾因素，2021、2022 年的偏離顯示僅為暫時性，且上年 9 月以來 M2 年增率已回落至參考區間。而 2021、2022 年台灣通膨率上升主要係受供給面因素影響，與此段期間 M2 年增率較高無關。

M2 係本行中長期的參考指標，本行並非逐年設定 M2 成長參考區間；即便如此，本行依據 M2 需求函數模型評估未來 M2 成長走勢之變化，並於每年進行 M2 成長率之檢討與 M2 需求展望說明。考量經濟情勢與本行貨幣需求函數模型推估結果，本年 M2 需求成長率落在 2.5%~6.5% 參考區間內，因此，M2 成長參考區間仍維持 2.5%~6.5%，應屬允當。