

三、本行貨幣政策相關議題之說明

議題一：2%通膨率是國際間主要央行的通膨警戒線？

關於外界詢及消費者物價指數(Consumer Price Index, CPI)年增率 2%是否為本行通膨警戒線，本行楊總裁日前於立法院表示¹，通膨率中長期平均 2%可接受，2%不一定算是警戒線。為使外界進一步瞭解此議題，本文擬先簡述先進經濟體央行大抵以 2%通膨率為目標，惟開發中國家央行的通膨率目標則多高於 2%；接著闡述目前各界對最適通膨率目標，並無共識；進而說明即使主要先進經濟體央行以 2%通膨率為目標，惟 2%通膨率目標大抵為中期目標，且具備一定程度之彈性；最後強調小型開放經濟體的通膨率主要受外來因素影響，物價穩定定義宜具彈性，且供給面因應措施至關重要。

(一)先進經濟體央行大抵以 2%為通膨率目標，惟開發中國家央行的通膨率目標則多高於 2%

1. Fed 等先進經濟體央行的 2%通膨率目標，或與全球第一個正式訂定通膨率目標的紐西蘭有關；惟 2%通膨率目標的起源，似非基於嚴謹的理論或研究²

(1) 1989 年 12 月，紐西蘭成為全球第一個正式訂定通膨率目標的國家；當時紐西蘭將通膨率目標訂於 0%~2%，有助減緩 1970 年代與 1980 年代的高通膨，引起全球許多先進國家仿效。自 1990 年代以來，2%通膨率目標大抵已成為先進經濟體央行(如美國 Fed、歐洲中央銀行(ECB)等)的共同信仰。

(2)紐西蘭的 2%通膨率目標，可歸因於紐西蘭官員的即興發言，實屬無心促成之結果³。

1988 年 4 月 1 日

- 時任紐西蘭財政部長 Roger Douglas 接受電視專訪時不假思索地表示，通膨率目標應訂在 0%~1%。
- 當時此一隨口提及的數字實為憑空取得，旨在影響大眾預期。

1989 年底

- 時任紐西蘭財政部長 David Caygill 與時任央行總裁 Don Brash，以前任財政部長 Douglas 脫口而出的數字(0%~1%)為出發點，並略為擴大範圍，俾保留較大操作空間，遂將通膨率目標訂於 0%~2%。

¹ 本行楊總裁於本(2024)年 3 月 27 日於立法院財委會答詢及受訪時提及，通膨率中長期平均 2%可接受，2%不一定算是警戒線。

² 主要參考中央銀行(2021)，「國際間央行為何視 2%通膨率目標為主流信仰？」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 23 日。

³ Irwin, Neil (2014), "Of Kiwis and Currencies: How a 2% Inflation Target Became Global Economic Gospel," *The New York Times*, Dec.19; McDermott, John and Rebecca Williams (2018), "Inflation Targeting in New Zealand: An Experience in Evolution," Speech Delivered to the Reserve Bank of Australia Conference on Central Bank Frameworks, in Sydney, Apr.12; Jahan, Sarwat (2012), "Inflation Targeting: Holding the Line," *IMF Finance & Development*, Feb.

(3)1990 年代以來，鑑於紐西蘭央行的通膨目標化架構(inflation targeting framework)成功地抑制通膨，許多先進經濟體央行紛紛仿效⁴。

—1989 年底「紐西蘭央行法」通過，奠定其通膨目標化架構的基礎；紐西蘭央行的經驗顯示，藉由宣告通膨率目標，並賦予央行獨立的權責以達成此目標，確實能讓目標成真；紐西蘭的企業與勞工團體在薪資協商或調漲價格的過程中，均假設通膨率落在 2% 左右，透過此一自我實現的過程，紐西蘭的薪資與物價成長減緩。

—至 1990 年代初期，紐西蘭的通膨率由 1970~1980 年代的雙位數降至約 2%。當時，時任紐西蘭央行總裁 Brash 在全球廣為分享該行的成功經驗。自此，通膨目標化架構在國際間日益盛行；1990 年代~2000 年代初期，全球許多央行(包括加拿大、瑞典、英國等)陸續跟進採行。

(4) Fed 所採的 2% 通膨率目標，主要源於 1996 年一場 FOMC 會議所形成的共識，惟 Fed 至 2012 年才正式宣布⁵。

—1996 年 7 月 2 日，時任 Fed 主席 Alan Greenspan 在 FOMC 會議上指出，物價穩定係指一般物價水準的預期變動，不致有效地改變廠商與家計部門決策的狀態；若通膨率被適當衡量，代表物價穩定的通膨率應為 0%。惟時任 Fed 理事 Janet Yellen 認為，些許通膨有助促進經濟運轉，能給予央行更多彈性以因應經濟衰退。

—該場 FOMC 會議召開時，美國的 CPI 年增率為 3%；當時會上多數的討論聚焦於 Fed 應否讓年通膨率降至 2% 或更低；最後，Greenspan 總結共識：吾人現在均同意 2%；在此結論下，Fed 的 2% 通膨率目標於焉而生。

—經此討論後，Greenspan 告誡 FOMC 委員對有關通膨率目標的討論保密；在這場 FOMC 會議正式的議事錄摘要中，並未提及通膨率目標的相關討論。直至 2012 年，時任 Fed 主席 Ben Bernanke 才正式宣布 2% 通膨率目標。

⁴ 若干論者認為，1990 年代~2000 年代全球通膨率較低，不全然歸因於央行採通膨目標化架構的結果；有利的全球性因素(例如全球化快速發展、戰後嬰兒潮人口進入勞動市場帶來人口紅利等)，亦為維持低通膨的關鍵原因；主要參考 Central Banking (2021), “Charles Goodhart on Inflation Targets, Financial Stability and the Role of Money,” *Central Banking*, Jun. 22; Carstens, Agustín (2022), “A Story of Tailwinds and Headwinds: Aggregate Supply and Macroeconomic Stabilisation,” Speech at the Jackson Hole Economic Symposium, Aug. 26.

⁵ Irwin, Neil (2014), “Of Kiwis and Currencies: How a 2% Inflation Target Became Global Economic Gospel,” *The New York Times*, Dec. 19; Heller, Robert (2015), “The Fed Versus Price Stability,” *Project Syndicate*, Mar. 19; Voleker, Paul (2018), “What’s Wrong with the 2 Percent Inflation Target,” *Bloomberg*, Oct. 24.

(5)前 Fed 主席 Paul Volcker 認為，在1996年7月初的 FOMC 會議上，Greenspan 對物價穩定乙詞的定義係屬合理；惟之後在 Bernanke 及 Yellen 擔任 Fed 主席期間，物價穩定乙詞漸被解釋成一個數字：2%。Volcker 表示，他不知道 2%通膨率目標的理論論述為何，此一共識的起源可能無關理論，亦無關深入的實證研究，僅是紐西蘭於1980年代末所做的實際決定。

2. 國際間央行的通膨率目標不盡相同，開發中國家央行的通膨率目標大多高於 2%

(1)自 1990 年代以來，即使 2%通膨率目標似已被先進經濟體央行奉為主臬，惟實際上，國際間央行的通膨率目標不盡相同。

(2)有別於先進經濟體央行大抵採 2%通膨率目標，開發中國家央行的通膨率目標大多高於 2%(表 1)。

表 1 開發中國家的通膨率目標概況

央行	通膨率目標
中國人民銀行	通膨率目標逐年訂定，目前訂於 CPI 年增率約 3%左右
印度央行	一次設定未來 5 年的目標，目前訂為 CPI 年增率 4%，容忍下限為 2%，容忍上限為 6% (通膨率目標區間：4%±2 個百分點=2%~6%)(適用時間為 2021 年 4 月 1 日~2026 年 3 月 31 日)
南非央行	2017 年起，目標訂為 CPI 年增率 3%~6%，大致釘住接近 4.5%的中點
土耳其央行	一次設定未來 3 年的目標，目前訂於 CPI 年增率 5%，容忍區間為 5%上下 2 個百分點(通膨率目標區間：5%±2 個百分點=3%~7%)
埃及央行	朝彈性通膨目標化架構轉型的過程中，訂定數個通膨率目標： • 至本(2024)年第 4 季，通膨率目標區間為 7%±2 個百分點=5%~9% • 至 2026 年第 4 季，通膨率目標區間為 5%±2 個百分點=3%~7%

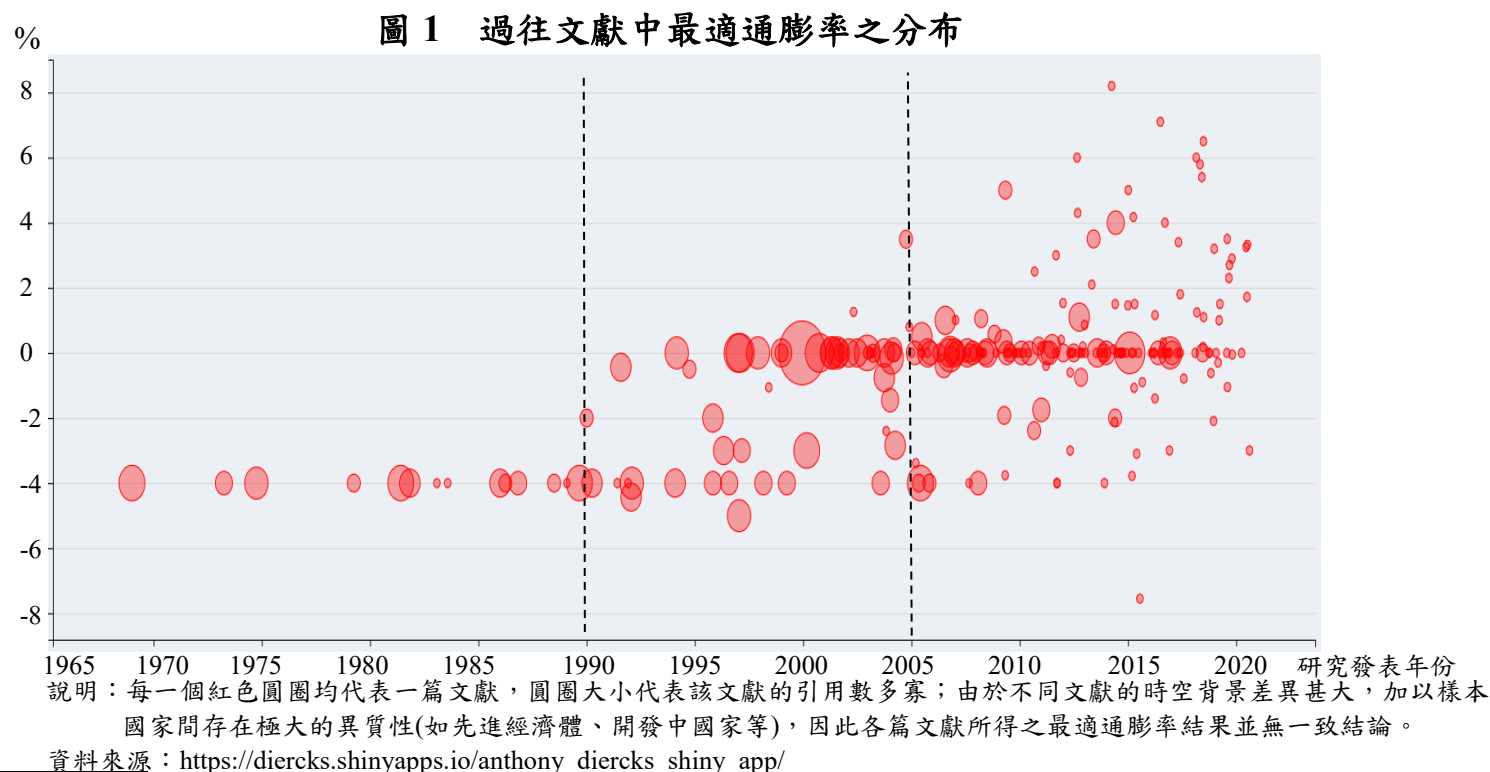
資料來源：各國央行官網或官方資料

(二)目前各界對最適通膨率目標尚無定論

1. 學界對最適通膨率水準的討論不斷，惟並無共識⁶

(1)Fed 資深經濟學家 Anthony Diercks 曾彙整最適通膨率水準的相關文獻，結果顯示，經濟學家對最適通膨率的看法漸呈分歧⁷(圖1)。

(2)過去多年來，學界對最適通膨率目標並不存在共識，調升與調降通膨率目標的意見都有⁸。



⁶ Jeffery, Christopher (2020), "Inflation Targets Back in the Spotlight," *Central Banking*, Mar. 3.

⁷ 1965~1990 年間，文獻上認為的最適通膨率約落在-4%；1990~2005 年間，外界看法逐漸轉變為由-4%~0%皆有。此外，愈至近期，外界看法愈顯分歧，最適通膨率散佈在極大的範圍，遍及-8%至略高於 8%。

⁸ 奧地利央行總裁 Robert Holzmann 曾表示，ECB 應考慮將通膨率目標暫時設定於 1.5%；前 IMF 執行長 Jacques de Larosière 亦指出，將通膨率目標調降至 1%~1.5% 應屬妥適；不過，哈佛大學教授 Kenneth Rogoff 等則提議，Fed 等央行或可考慮提高通膨率目標。資料來源：Reuters (2019), "ECB's Holzmann Calls Current Monetary Policy 'Wrong', Hopes for New Course Under Lagarde," *Reuters*, Oct. 13; De Larosière, Jacques (2019), "Tackling 'Dead-End' Monetary Policy," *Central Banking*, Oct. 18; Rogoff, Kenneth (2021), "Don't Panic: A Little Inflation Is No Bad Thing," *Financial Times*, Jul. 17。

2. 近年來，尤其新冠肺炎危機後，提高通膨率目標的聲浪漸增，惟目前仍無定論

(1) 新冠肺炎(COVID-19)危機後，若干著名經濟學家認為，適當的通膨率目標或應為3%左右。

經濟學家	時間	主要論述
倫敦政經學院名譽教授 Charles Goodhart ⁹	2021 年	從 1990 年左右迄今，通膨率目標應為 0%；惟在接下來的 30 年，3%可能將屬適當。
前 IMF 首席經濟學家 Olivier Blanchard ¹⁰	2022 年	目前對美國等先進經濟體而言，適當的通膨率目標可能較接近 3%。
諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman ¹¹	2022、2023 年	• Fed 或應考慮將通膨率目標調升至 3%、甚或 4%。 • Fed 目前應不會公然改變其 2%通膨率目標，惟可能悄然接受 3%通膨率。
安聯集團首席經濟顧問、劍橋大學皇后學院院長 Mohamed El-Erian ¹²	2022、2024 年	• 2%通膨率目標本身是否適當，仍是問題。鑑於供給面的不穩定性、能源轉型及 2010 年代零利率底限的經驗等，3%~4%的通膨率目標或較可能。 • 2%通膨率目標可能太低；當前美國的高財政赤字及產業政策等，顯示其政策模式已與以往不同，較不受「華盛頓共識」的自由化、解除管制及財政紀律指引；此外，全球化漸被零碎化取代，亦讓長期以來拉低通膨率的力量轉向。

(2) Fed 主席 Jerome Powell、前美國財政部資深經濟政策顧問 Stephen Miran 等於2022年均認為，當前並非調整通膨率目標的適當時機。

- Powell 於2022年表示¹³，當前並非考慮調整通膨率目標的時刻；惟較長遠而言，未排除重新檢視通膨率目標的可能性。
- Miran 於2022年指出¹⁴，若 Fed 欲修改其通膨率目標，僅能在制度強健(通膨率長期位處或略低於2%，且可信度穩固)時考慮為之¹⁵；無論提高通膨率目標的益處為何，當前顯非適當的時機。

⁹ Jeffery, Christopher (2021), "Charles Goodhart on Inflation Targets, Financial Stability and the Role of Money," *Central Banking*, Jun. 22.

¹⁰ Blanchard, Olivier (2022), "It Is Time to Revisit the 2% Inflation Target," *Financial Times*, Nov. 29.

¹¹ Krugman, Paul (2022), "When Should We Declare Victory over Inflation?" *The New York Times*, Dec. 2; Krugman, Paul (2023), "None Dare Call It Victory," *The New York Times*, Aug. 22.

¹² El-Erian, Mohamed (2022), "Next Year's Unpleasant Choices Confronting the Fed," *Financial Times*, Dec. 12; El-Erian, Mohamed (2024), "The Fed's Uniformity on Rates Comes with Risks," *Bloomberg*, May 22.

¹³ Derby, Michael S. (2022), "Powell Says Fed Will Not Change 2% Inflation Goal," *Reuters*, Dec. 15.

¹⁴ Miran, Stephen (2022), "Changing the Fed's Inflation Target Now Would Be a Disaster," *Barron's*, Dec. 13.

¹⁵ 安聯集團首席經濟顧問 El-Erian 於上(2023)年亦指出，對通膨率持續未能達標的央行而言，調整通膨率目標相當困難；他認為，Fed 不太可能調整通膨率目標；詳見 Tayeb, Zahra (2023), "Paul Krugman and Mohamed El-Erian Are Divided over the Fed's Inflation Target Ahead of Powell's Speech," *Business Insider*, Aug. 23.

(三)主要先進經濟體央行的 2%通膨率目標大抵為中期目標，且亦被賦予彈性

1. 近期國際間咸認，嚴格的通膨目標化似已不適用，較具彈性的通膨率目標較為適宜

(1)全球金融危機後，若干著名經濟學家指出，通膨目標化機制有其缺陷，應予放棄，小型開放經濟體尤不宜採行。

—全球金融危機後，哈佛大學經濟學教授 Jeffrey Frankel 直接宣告通膨目標化機制的死訊¹⁶；他認為，通膨目標化機制的最大致命傷，是對資產價格泡沫的重視不足。

—前 BoJ 總裁白川方明(Masaaki Shirakawa)指出¹⁷，物價穩定固然應為貨幣政策的目標，惟若專注於短期內達成特定的通膨率數字，恐極易忽略金融市場乃至整體經濟情勢發展的全貌。

—2008年以來，諾貝爾經濟學獎得主 Joseph Stiglitz 一再大力抨擊通膨目標化機制過於粗糙，是肇致全球金融危機的成因之一。此外，小型開放經濟體的物價上漲多屬輸入性通膨；如因輸入性通膨而採緊縮性貨幣政策，不僅無法抑制，反而使產出惡化。因此，Stiglitz 強烈反對小型開放經濟體採通膨目標化機制¹⁸。

(2)近年來，結構性因素轉變恐削弱央行對通膨率的影響、加深央行實現精確的通膨率目標之難度，且供給面衝擊已使通膨預測益加困難；此際，嚴格的通膨目標化(strict inflation targeting)機制似已不可行¹⁹。

—伴隨氣候變遷、人口快速老化及生成式 AI 興起等，可能在供給面形成普遍且持續的衝擊；此外，全球化的性質出現根本性轉變、地緣政治不確定性加深等，亦為決策者帶來挑戰²⁰。ECB 執行理事 Isabel Schnabel 表示²¹，這些供給面衝擊不易預測，且其對薪資、通膨的影響與需求面衝擊有別，從而使通膨預測更具挑戰。

—一般咸認，伴隨環境轉變，理想通膨率的定義，應具一定程度的彈性，而非僅堅守不容改變的機械式通膨率目標(如2%)，且應將彈性嵌入較廣泛的政策目標²²。

¹⁶ Frankel, Jeffrey (2012), “The Death of Inflation Targeting,” *Project syndicate*, May 16.

¹⁷ Central Banking Staff (2024), “Lifetime Achievement: Masaaki Shirakawa,” *Central Banking*, Mar. 22; Hinge, Daniel (2021), “Masaaki Shirakawa on Lessons from Crisis and How to Reform Central Banks,” *Central Banking*, Dec. 14.

¹⁸ Stiglitz, Joseph (2008), “The Failure of Inflation Targeting,” *Project Syndicate*, May 6; Parker, Faranaaz (2009), “Stiglitz Slams Inflation-Targeting,” *Mail & Guardian Online*, Jul. 9.

¹⁹ Mendez-Barreira, Victor (2020), “‘Strict Inflation Targeting Is Past Its Expiry Date’ –Klaas Knot,” *Central Banking*, Sep. 2.

²⁰ Lagarde, Christine (2023), “Policymaking in an Age of Shifts and Breaks,” Speech at the Annual Economic Policy Symposium “Structural Shifts in the Global Economy” Organised by Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Aug. 25.

²¹ Schnabel, Isabel (2023), “The Future of Inflation (Forecast) Targeting,” Speech at the Thirteenth Conference Organised by the International Research Forum on Monetary Policy, “Monetary Policy Challenges during Uncertain Times,” at the Federal Reserve Board, Washington, D.C., Apr. 17.

²² Williams, John C. (2020), “Inflation Targeting: Securing the Anchor,” Remarks at the Future of Inflation Targeting, Bank of England, London, U.K., Jan. 10; De Larosière, Jacques (2019), “Tackling ‘Dead-End’ Monetary Policy,” *Central Banking*, Oct. 18.

2. 目前主要先進經濟體央行的2%通膨率目標大抵為中期目標，且具備一定程度之彈性

(1)近年來，**Fed**、**ECB** 等主要先進經濟體央行的**通膨率目標**，大致**朝具彈性的方向發展**，並**強調中期**的概念。

—**2020年8月27日**，美國 FOMC 宣布更新其長期目標與貨幣政策策略聲明；其中，在物價穩定目標方面，**FOMC** 將原先「**長期通膨率2%**」之目標，修改為追求「**一段時間內平均通膨率2%**」。**Fed** 主席 **Powell** 強調，在**實現平均通膨率2%目標**的過程中，**Fed** 將**不會固守定義平均值的特定數學公式**，此或可被視為「**彈性形式的平均通膨率目標化**」²³。

—**2021年7月8日**，ECB 宣布其貨幣政策策略檢視結果；在通膨率目標方面，**ECB** 以**釘住中期「對稱的2%通膨率目標」**，取代原先「**低於、但接近2%的通膨率目標**」，強調**中期導向、具彈性的貨幣政策策略**²⁴。

(2)當前 **Fed**、**ECB**、**紐西蘭央行**、**加拿大央行**、**瑞士央行**等主要先進經濟體央行大抵將**2%通膨率**視為**中期目標**，且**賦予該目標一定程度之彈性**(表2)。

表 2 主要先進經濟體央行的通膨率目標概況

央行	通膨率目標
Fed	一段期間內平均個人消費支出(Personal Consumption Expenditures, PCE)物價指數年增率 2%
ECB	中期調和消費者物價指數(Harmonised Index of Consumer Prices, HICP)年增率維持於 2%之對稱區間
紐西蘭央行	中期達成及維持 CPI 年增率於 1%~3%，並聚焦於 2%的中點
加拿大央行	中期維持 CPI 年增率於目標區間 1%~3%的中點 2%
瑞士央行	CPI 年增率低於 2%，惟不允許通縮

資料來源：各國央行官網

²³ Fed (2020), “Federal Open Market Committee Announces Approval of Updates to Its Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy,” *Fed Press Release*, Aug. 27; Powell, Jerome (2020), “New Economic Challenges and the Fed’s Monetary Policy Review,” Speech at “Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy,” an Economic Policy Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming (via Webcast), Aug. 27; Towning, William (2020), “Fed Adopts Average Inflation Target,” *Central banking*, Aug. 27.

²⁴ ECB (2021), “The ECB’s Monetary Policy Strategy Statement,” *ECB Strategy Review*, Jul. 8; Central Banking (2021), “ECB Adopts 2% Symmetric Inflation Target,” *Central Banking*, Jul. 8; ECB (2021), “Opening Remarks with Q&A,” *ECB Strategy Review*, Jul. 8.

(四)小型開放經濟體通膨易受外來因素影響，物價穩定定義宜具彈性，且供給面因應措施至關重要

1. 小型開放經濟體的通膨經常受到外來因素的短暫影響，較適合聚焦於中期通膨、採具彈性的物價穩定定義

(1)開放經濟體央行對全球價格的**掌控能力微乎其微**，對於遏止能源或食物價格衝擊之能力有限，加以**貨幣政策傳遞具落後效果**，故**宜聚焦於中期通膨**²⁵。

(2)瑞士央行總裁 Thomas Jordan 表示，**身為小型開放經濟體，瑞士高度暴露於外部干擾**；特別是，匯率變動對瑞士通膨率與經濟活動的影響尤鉅。因此，較適合**採具一定彈性的物價穩定定義**。

—**相較於大型通貨區，瑞士央行對該國通膨率精確控制的程度較低**；換言之，瑞士央行不太可能總能完全抵銷外來的外溢效應。

—因**瑞士的通膨經常受到外來因素之短暫影響**，例如**油價、進口物價及匯價波動等**。對**瑞士等小型開放經濟體**而言，**採行允許貨幣政策回應具一定彈性的物價穩定定義**，係屬必要。

2. 貨幣政策因應供給面通膨的效果有限，其他供給面因應措施須扮演要角

(1)若推升通膨率的因素來自供給面，則貨幣政策恐力有未逮；**貨幣政策無法特別針對供給面因素所致的價格上漲等採取因應措施**，可歸因於，**央行調升政策利率**，主要是從需求面**抑制需求**，惟**無法促使供給增加**。

(2)尤其是，在開放經濟體中，為抵禦源自能源衝擊的輸入型通膨，貨幣政策的效果實屬有限²⁶。BoE 總裁 Andrew Bailey 即表示²⁷，貨幣政策可能無法消除外部衝擊(external shocks)，僅能致力於確保來自國外的通膨不致在國內演變成持久性的通膨。

(3)一般咸認，**為減緩供給面通膨的衝擊**，相較於主要僅能從需求面著手的貨幣政策，訴諸**財政政策等其他較能對症下藥的措施**，**或較有效**²⁸。

²⁵ Bandera, Nicolò et al. (2023), “Monetary Policy in the Face of Supply Shocks: the Role of Inflation Expectations,” Paper Presented at the ECB Forum on Central Banking 2023, Jun.

²⁶ 同註 25。

²⁷ Bailey, Andrew (2023), “The Cost of Living,” Speech Given at Brunswick Group’s Cost of Living Conference, Coin Street, London, Mar. 1; Bailey, Andrew (2023), “Supply Matters,” Speech Given at London School of Economics, Mar. 27.

²⁸ Stiglitz, Joseph E. (2022), “All Pain and No Gain from Higher Interest Rates,” *Project Syndicate*, Dec. 8; Gopinath, Gita (2023), “Crisis and Monetary Policy,” *IMF Finance & Development*, Mar.

(五)結論

1. 國際間央行的通膨率目標不盡相同，先進經濟體央行大抵以2%為通膨率目標，惟開發中國家央行的通膨率目標則多高於2%

(1)1989年12月，紐西蘭成為全球第一個正式訂定通膨率目標的國家；當時紐西蘭將通膨率目標訂在0%~2%，雖屬無心促成的結果，惟因有助減緩高通膨，遂引起全球許多先進國家仿效。

(2)自1990年代以來，先進經濟體央行(如美國Fed、ECB等)大抵雖均奉行2%通膨率目標，惟開發中國家央行的通膨率目標則大多高於2%。

2. 即使主要先進經濟體央行大抵以2%為通膨率目標，惟強調中期達成通膨率目標的概念，並賦予該目標一定程度之彈性

(1)近期國際間咸認，伴隨環境轉變，嚴格的通膨目標化似已不適用；理想的通膨率目標，應具備一定程度的彈性。

(2)目前Fed、ECB等主要先進經濟體央行的通膨率目標大抵為中期目標，且具備一定程度之彈性。例如Fed釘住「一段時間內平均通膨率2%」之目標，並強調不會固守定義平均值的特定數學公式；ECB則釘住中期「對稱的2%通膨率目標」，並強調中期導向、具彈性的貨幣政策策略。

3. 小型開放經濟體的通膨常受外來因素短暫影響，較適合採具彈性的物價穩定定義，且供給面因應措施至關重要

(1)對通膨易受外來因素(如油價、進口物價及匯價波動等)影響的小型開放經濟體(如瑞士、台灣等)而言，聚焦於中期通膨、採具彈性的物價穩定定義，應較妥適。

(2)伴隨全球化趨於零碎化等結構性因素轉變，供給面的不穩定性可能漸增；面對供給面通膨的衝擊，貨幣政策的效果恐相對有限，如能搭配從供給面著手的財政政策等因應措施，應可發揮更大成效。誠如BIS總經理Agustín Carstens所言²⁹，疫情前30年間，相對穩定的地緣政治環境及全球化等有助促使通膨率下滑(disinflationary)的供給面順風(tailwinds)因素，可能將轉變為逆風(headwinds)；決策者須瞭解需求面政策的局限，並聚焦於重振供給面的策略，俾實現可持續成長與物價穩定。

²⁹ Carstens, Agustín (2022), "A Story of Tailwinds and Headwinds: Aggregate Supply and Macroeconomic Stabilisation," Speech at the Jackson Hole Economic Symposium, Aug. 26.

議題二：調升存款準備率與公開市場操作發行本行 NCD 之異同

我國超額儲蓄高，本行未操作前，銀行體系流動性過剩，本行持續實施公開市場操作，平時透過發行本行定存單(以下簡稱本行 NCD)，收回市場過剩流動性。至於存款準備率亦為具流動性管理功能之貨幣政策工具¹，調升存款準備率可立即、有效影響銀行可用資金數量，產生緊縮信用效果，有助金融穩定，以及抑制通膨預期，促進物價穩定。惟調升存款準備率的資金鎖住效果強，且鎖住期限長於發行本行 NCD²，因此，本行可因應情況的需要加以採行。例如，2022 年 3 月至本(2024)年 3 月間，為抑制通膨預期，本行六度調升政策利率(價格工具)，並二度搭配調升存款準備率(數量工具)，透過降低市場流動性，以減輕通膨壓力。

有論者指稱，本行於 2022 年間兩度調升存款準備率具有三個不良的副作用：第一、本行係考量收回資金之成本，以調升存款準備率取代發行長天期本行 NCD，將損害銀行利益；其次，調升存款準備率將壓低存款利率、拉升放款利率，對存款人或借款人皆不利；最後，論者指稱調升存款準備率係有礙金融發展的「金融壓抑」措施。究之實際，上述論點係對銀行存放本行準備金甲戶(往來戶)、乙戶(計息戶)的功能有所誤解，且未能了解甲、乙戶均能使銀行產生收益；並悖離 2022 年間銀行存、放款利率同向上升的實際情況，更遑論近 2 年來，我國銀行放款與投資維持 5.3%~8.8% 的穩定成長，並未發生金融中介功能不彰的「金融壓抑」情況。為避免大眾對存款準備率這項貨幣政策工具有所誤解，特加以澄清說明。

(一)就吸收銀行餘裕資金的主動權及鎖住期限而言，調升存款準備率優於公開市場操作發行本行 NCD

1. 調升存款準備率與公開市場操作發行本行 NCD 的使用時機不同

¹ 央行要求銀行提存準備金的目的：(1)準備金制度可以使銀行維持必要流動性，因應存款人提領，並創造穩定的準備金需求，提高央行管理流動性的效率，有助於降低市場短期利率的波動；(2)銀行本質上資產期限長而負債期限短，透過準備金制度可建立社會大眾對金融體系提供充分流動性的信心，此外，一旦銀行出現流動性不足時，可以存在央行的準備金為擔保，向央行申請緊急融通；(3)以準備金制度中的準備率作為貨幣政策工具。透過準備率的調整，可改變銀行體系的信用創造能力，進而控制貨幣總計數及其他重要金融變數，以促進經濟金融的穩定。

² 銀行若有資金需求，可隨時將本行 NCD 解約、取得資金，以致影響本行 NCD 鎖住資金的效果，且縮短資金鎖住期間。

調升存款準備率的政策效果強，故本行僅視情況需要加以採行；而公開市場操作則作為平時調節資金使用。

2. 本行調升存款準備率與公開市場操作發行本行 NCD 皆有收回資金的效果，惟調升存款準備率的主動權較高

(1) 本行一旦主動採行調升存款準備率，銀行必須立即就其存款規模提存應提準備，收回資金效果立現。

(2) 公開市場操作則須銀行向本行申購或投標本行 NCD，倘若銀行無意願申購或投標，則無法順利收回資金。

一影響銀行申購或投標本行 NCD 意願之原因，主要有銀行本身資金調度考量，其受大眾稅款繳庫、企業發放股利、春節假期資金需求增加、因應短期外匯資金移動不確定性，或外商受限於母國總行資金運用規範等因素影響。

3. 調升存款準備率吸收資金的政策效果明確，而公開市場操作的政策效果則需視銀行意願而定

(1) 調升存款準備率明確鎖住銀行資金，降低市場流動性，達到貨幣數量管理成效，且能使銀行對放款更為審慎

① 目前國內資金充沛，調升準備率將使銀行剩餘資金轉至應提準備；而本年 4 月底銀行存款規模約 61 兆元，若本行調升存款準備率 1 碼(0.25 百分點)，預估應提準備約增加 1,200 億元。

② 調升存款準備率可鎖住銀行資金，降低流動性；由於減少資金供給，市場利率易升難跌。

③ 短期而言，調升存款準備率有助銀行及本行的流動性管理；中長期而言，將促使銀行放款更為審慎。

(2) 公開市場操作發行本行 NCD 收回資金之效果及鎖住期間，需視銀行意願而定

① 銀行申購或投標本行 NCD，亦能降低市場流動性，惟本行 NCD 到期時，銀行可能不續存，亦能隨時解約，鎖住資金期限將不如調升存款準備率。

② 若銀行無意願申購或投標本行 NCD，而將資金轉為投入市場時：雖有利放款與投資增加，但因資金供給增加，流動性上升，本行近兩年多以來的貨幣緊縮立場可能較難維持。

(二)本行以調升存款準備率作為緊縮政策工具，主要取決於預期政策成效，而非以成本為考量

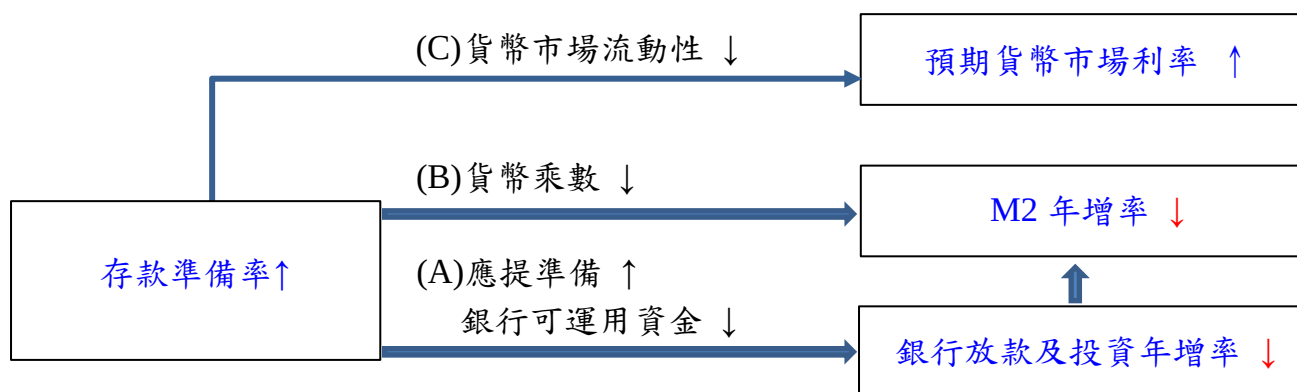
基本上，銀行對投標長天期本行 NCD 的意願低³，本行不易透過發行長天期本行 NCD 收回資金。而在 2022 年國內通膨壓力上揚恐推升通膨預期的情況下，立即、有效降低流動性實有必要，因此，本行除升息外，並搭配調升存款準備率，採價量並行緊縮方式因應。亦即本行以調升存款準備率而非以發行長天期本行 NCD 收回資金，主要考量調升存款準備率的政策效果較強，並非為減輕緊縮政策成本。

1. 我國資金充裕，存款準備率為本行重要貨幣政策工具；就流動性數量管理而言，調升存款準備率效果強

透過存款準備率調升，將產生下列效果(圖 1)：

- (A)改變銀行準備金應提額度，直接影響銀行可用資金數量，會產生信用緊縮效果，宣示效果明確。
- (B)使貨幣乘數下降，致 M2 成長趨緩。
- (C)隨銀行資金緊縮，將抑制貨幣市場流動性，預期市場利率將上升。

圖 1 調升存款準備率之流動性數量管理之效果



³ 就銀行的資產負債期限搭配考量，由於銀行負債面多為 2 年以下天期的存款，以致銀行資產面較不願持有長天期本行 NCD，且近 2 年來，外資淨匯出且國內資金需求高，銀行因剩餘資金來投標長天期本行 NCD 的意願較低。

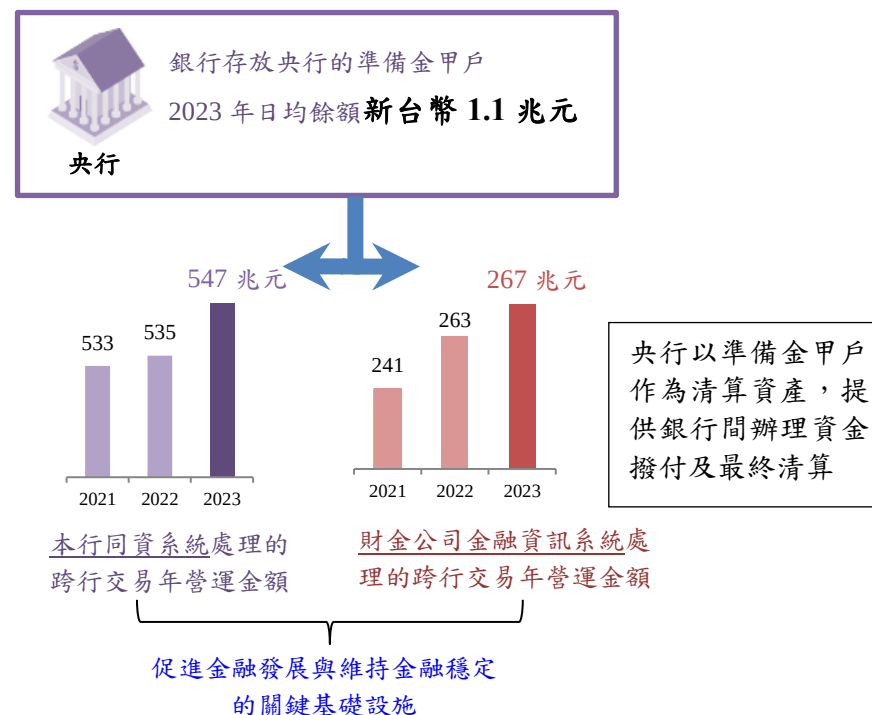
2. 本行準備金帳戶依功能不同，分甲、乙兩戶

準備金分為甲、乙兩戶⁴，甲戶具有維持國內支付系統順暢運作的功能，且銀行於營業中隨時能動用，可賺取手續費收入，而乙戶旨在確保銀行有緊急資金需求時，得以乙戶作為擔保，向本行申請專案或緊急融通，故平時不能自由動用資金，本行因而給息。換言之，不論甲戶或乙戶，銀行均有收益，非如論者所言，本行調升存款準備率係罔顧銀行利益。

(1) 準備金甲戶

- ① 可於營業中隨時動用，用於支應銀行日間週轉調度或作為跨行交易清算所需資金⁵。
- ② 我國各類大額及零售支付均是透過本行準備金甲戶辦理銀行間款項撥付及最終清算(圖 2)，讓大眾各類支付交易均能順利完成，係促進國內支付系統健全運作之關鍵。
 - 上(2023)年同資系統的營運金額高達新台幣 547 兆元，約為同年名目 GDP 的 23 倍。
 - 上年財金公司金融資訊系統營運金額也高達新台幣 267 兆元，約為同年名目 GDP 的 11 倍。
- ③ 上年甲戶日平均餘額為 1 兆 1,117 億元，僅占銀行計提準備之存款比重 2.37%。

圖 2 央行貨幣是支付系統健全運作的基礎



⁴ 金融機構存於本行的準備金，按準備金甲戶(往來戶)與準備金乙戶(計息戶)兩個帳戶收存。甲戶的存款可隨時提存，不計利息。乙戶為根據前一期應提準備的一定成數所計提的存款，目前成數為 55%。鑒於金融機構平時不能自由動用乙戶的資金，因此本行按資金係源自活期性存款及定期性存款，分別依不同利率給息。

⁵ 除提供本行「同業資金調撥清算作業系統」(同資系統)處理銀行間大額資金移轉，如同業拆款、資金調度及債票券、股票及外匯交割款項收付外，並提供財金公司金融資訊系統即時處理大眾跨行 ATM 提款轉帳、匯款、繳費稅及企業資金調撥等 24 小時零售支付交易所需的清算資金。

(2)準備金乙戶

- ①乙戶餘額僅能在準備金調整期間存取，不得隨意動用，旨在確保銀行有緊急資金需求時，得以乙戶作為擔保，向本行申請專案或緊急融通。
- ②上年乙戶日平均餘額為 1 兆 6,233 億元，僅占銀行計提準備之存款比重 3.46%。

(3)分甲、乙兩戶，能提升政策操作效率

準備貨幣係本行貨幣操作之參考指標；由於準備金乙戶維持一定成數不能隨意動用，能避免準備貨幣大幅波動，有利本行迅速且即時匡計準備貨幣，有助政策操作效率。

3. 銀行準備金分為甲、乙兩戶存放本行，對銀行均有效益

(1)準備金甲戶資金並非鎖住不能用，銀行於營業中隨時能動用，處理跨行交易尚有手續費收入

- ①雖然本行並無支付甲戶利息，但全額提供銀行處理銀行間資金調撥、同業拆款、債票券、大額股票及外匯款項交割等大額支付交易，讓銀行從中獲取交易收入(如同業拆款有利息收入等)。
- ②甲戶資金亦可作為銀行辦理跨行 ATM 提款轉帳、匯款、繳費稅及企業資金調撥等 24 小時零售支付交易所需的清算資金，並從處理跨行交易業務中獲取手續費收入；上年全體銀行處理跨行交易賺取手續費收入約超過 300 億元。

(2)準備金乙戶利率係就源自定期或活期存款差別計息，近年利率走升，乙戶計息利率亦同幅調升

- ①乙戶不得隨意動用，本行按其源自活期性或定期性存款給予不同利率計息；上年銀行乙戶利息收入超過 130 億元。
- ②本行乙戶計息利率係參考銀行活期性及定期性存款利率訂定；近年來隨市場利率提升，乙戶支付之利息亦隨之走高。

(3)準備金甲戶可作為 LCR 規範之高品質流動資產；準備金乙戶則可作為專案或緊急融通之擔保品

- ①流動性覆蓋比率(LCR)旨在規範銀行應持有足夠的高品質流動資產(HQLA)，以因應 30 天內之突發性資金流出。依據金管會「流動性覆蓋比率之計算方法說明及表格」，金融機構存放央行之準備金甲戶可充當 HQLA。

②依據本行「金融機構存款及其他各種負債準備金調整及查核辦法」，金融機構得動用**準備金乙戶為擔保品**，向本行**申請專案或緊急融通**，如 2020 年 4 月「中小企業貸款專案融通方案」，金融機構可使用乙戶作為擔保品，向本行申請融通。

(三) 2022 年起本行啟動升息循環，並搭配調升存款準備率，本國銀行存放款利差擴大，銀行獲利提升

1. 利率已自由化，銀行存、放款利率係銀行自行考量

由於**利率已自由化**，銀行**存、放款利率係銀行自行考量**自有資金規模、未來經濟金融情勢、往來客戶信用、營運策略及市場風險等因素，加以研判自行訂定。

2. 2022 年起本行啟動升息循環，並搭配調升存款準備率，本國銀行存放款利差擴大，係存、放款利率同時上升

自 2022 年 3 月以來，本行啟動升息循環，除六度升息外，尚在 2022 年下半年二度調升存款準備率。在本行**運用多元貨幣政策工具搭配下**，2022 年**下半年本國銀行存、放款利率係同向上升**，**第 4 季存放款利差較第 2 季擴大 0.03 百分點**(表 1)，**銀行獲利提升**；並無論者所言，存款利率被壓低、放款利率上升的情況發生。

表 1 本國銀行存、放款利率與利差

單位：%；百分點

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
放款 (A)	1.59	1.78	1.94	2.08	2.22	2.34	2.39	2.38	2.37
存款 (B)	0.36	0.45	0.58	0.72	0.85	0.96	0.97	0.99	1.00
利差 (A)-(B)	1.23	1.33	1.36	1.36	1.37	1.38	1.42	1.39	1.37

註：係為不包括軍公教退休人員優惠存款及國庫借款之存、放款加權平均利率。

資料來源：金融統計月報

(四) 近年我國放款與投資持續成長，金融中介管道順暢，並無「金融壓抑」現象

1. 「金融壓抑」係指**市場機制無法充分發揮**，通常是指直接工具帶來的問題，直接工具有利率管制、窗口指導、信

用分配等直接管制措施；至於**調整存款準備率**係與公開市場操作及重貼現率政策均為間接工具，係**本行三項一般性的政策工具之一**，不同於「金融壓抑」所指稱使市場機制無法發揮的直接管制工具。

2. 「金融壓抑」伴隨金融中介功能不彰，易使市場流動性不足；儘管 2022 年間本行二度調升存款準備率，近 2 年來國內**放款與投資維持 5.3%~8.8%的穩定成長**，流動性不足情況並未發生，並無論者指稱不利金融中介的情況發生。

(五)結語：就收回市場餘裕資金而言，本行考量使用時機及影響成效，因時制宜、相互搭配各項貨幣政策工具，並視情況需要，調升存款準備率

調升存款準備率及公開市場操作發行 NCD 均為本行一般性貨幣政策工具，透過降低市場流動性，達成貨幣數量管理成效。兩者使用時機不同，且收回資金之效果及鎖住期間亦不同。

1. 調升存款準備率的政策效果較強，係為因應情況需要而加以採行

(1)調升存款準備率將增加銀行準備金應提額度，降低銀行可用資金，短期能立即、有效達成流動性管理；中長期將使銀行對投資與新承做放款更加審慎，為有效調控市場流動性的貨幣數量管理工具。調升存款準備率可搭配本行其他貨幣政策工具，共同強化政策緊縮效果。

(2)調升存款準備率的影響效果明確，宣示效果強，且鎖住資金的期限長，係有效降低流動性之貨幣政策工具。

(3)準備金分為甲、乙兩戶，甲戶具有維持國內支付系統順暢運作的功能，且銀行於營業中隨時能動用，可賺取手續費收入，而乙戶因平時不能自由動用資金，故本行給息。因此，不論甲戶或乙戶，對銀行均有收益。

2. 公開市場操作，主要是因應短期市場資金情勢而進行日常的操作，其收回資金成效與鎖住期間需視銀行意願而定當金融市場資金產生暫時性的緊縮或寬鬆時，央行可透過公開市場操作放出或收回資金，以調節當日銀行體系資金水位。目前本行公開市場操作餘額以 28 天期(含)以內金額最多，占比近 7 成⁶。

⁶ 以本年 5 月底為例，本行發行 NCD 餘額共 7 兆 8,942 億元，其中 28 天期(含)以內餘額為 5 兆 3,705 億元。