

四、本行貨幣政策相關議題之說明

議題一：本行妥善管理銀行體系流動性之說明

有論者指出，長期以來，本行於外匯市場買匯，使外匯存底快速累積，但本行未積極沖銷本行外匯市場買匯所釋出的資金，使得國內準備貨幣隨外匯存底的累積而猛增；本行買匯太多、沖銷不足，或國內銀行信用擴充太快，使國內貨幣供給過多；當前股價與房價高漲，應慎防可能潛藏的資產價格泡沫危機。

針對論者的疑問，說明如下：本行運用各項操作工具，持續沖銷銀行體系過剩流動性，使國內準備貨幣增幅長期穩定，本國銀行超額準備平穩，並未隨本行外匯存底之累積而快速增加；本行設定 M2 成長參考區間(2019 年以前為 M2 成長目標區)管理 M2 成長速度，在妥善管理銀行體系流動性下，我國長期 M2 年增率多落於本行 M2 成長參考區間內，M2 成長速度可支應國內經濟活動所需資金。

美股走勢影響全球股市，台股亦隨美股走升，國內貨幣供給應非近年台股持續上漲的主因；本行慎防銀行信用資源過度流向不動產貸款，避免可能潛藏的資產泡沫危機，除六度採行選擇性信用管制措施外，近期更籲請銀行自主控管不動產貸款總量，未來將持續關注其發展。

(一)本行運用各項沖銷工具，妥善管理銀行體系流動性，使央行國外資產變動對國內準備貨幣的影響甚微，並調控 M2 年增率落於成長參考區間內

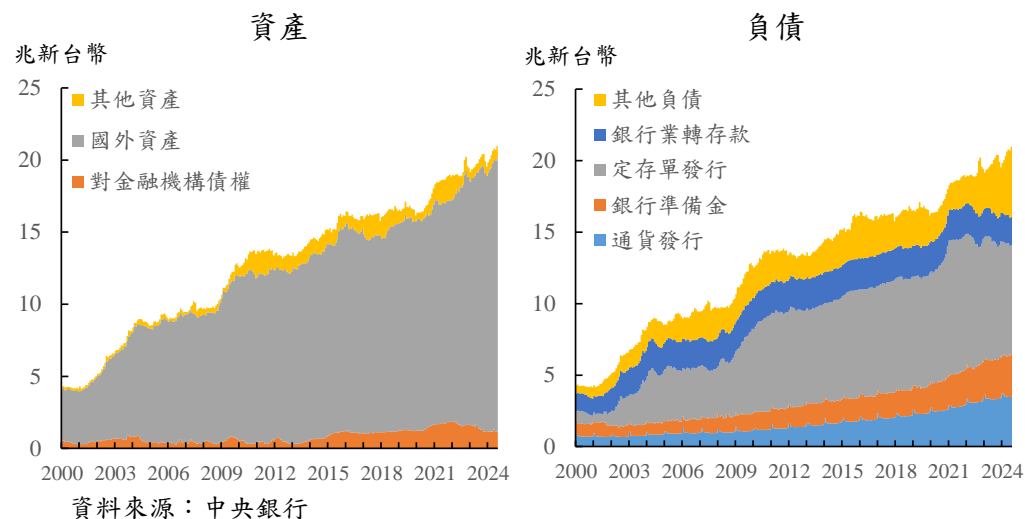
1. 央行於外匯市場買匯將使外匯存底增加，反映在央行資產負債表中資產項目的國外資產¹，若央行未沖銷買匯所釋出的資金，負債項目中的準備貨幣(通貨發行+銀行準備金)將隨資產項目的國外資產同幅增加。為降低央行外匯市場操作對國內貨幣數量與金融體系的影響，多數央行會同時進行沖銷操作(如發行債票券收回金融體系資金)，

¹ 台灣、南韓、新加坡、中國大陸四經濟體經常帳長期順差，加以外資流入，該等央行為調節匯市買進外匯，使外匯存底累積，央行資產項目以國外資產為主，因此多採行沖銷操作。

抵銷外匯市場買匯對國內準備貨幣的擴張效果(詳附錄 1)。

- 長年以來，本行**主要透過發行本行定存單沖銷銀行體系過剩流動性**；截至本(2024)年 8 月底，本行定存單餘額為 7.62 兆元。除公開市場操作外，本行主要貨幣政策操作工具尚包括**銀行業轉存款與準備金制度**，其中本行收受中華郵政公司與行庫轉存款共計 1.95 兆元²，而調升存款準備率能明確鎖住銀行資金，降低市場流動性，達到貨幣數量管理成效，並使銀行放款更為審慎，本行 2022 年 7 月迄今即三度調升存款準備率計 0.75 個百分點³。
- 本行運用各項操作工具，沖銷銀行體系過剩流動性，國內通貨發行與銀行準備金隨國內經濟規模擴大而持續穩定成長，並未在本行國外資產增幅擴大的期間(如 2001~2004 年、2008~2010 年)快速增加(圖 1)，且國內**準備貨幣變動與本行國外資產變動兩者長期並無明顯正相關**，2000 年第 1 季至本年第 2 季兩者相關係數僅 0.02(圖 2)，顯示本行運用沖銷工具，**有效抵銷國外資產累積對國內準備貨幣的擴張效果**。

圖 1 本行資產負債表主要組成項目

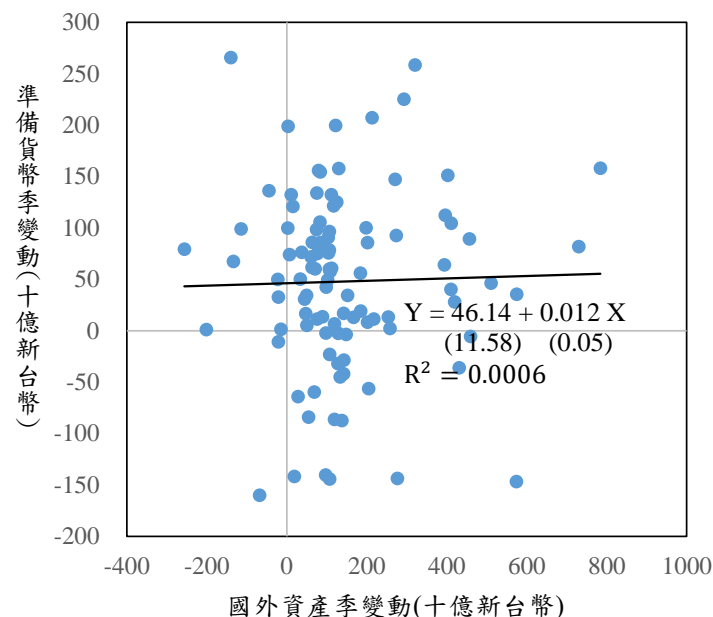


² 銀行業轉存款主要係配合政策性業務需要，其餘額變動不大。

³ 本行於 2022 年 7 月 1 日、10 月 1 日及本年 7 月 1 日三度調升新台幣存款準備率各 0.25 個百分點，總計增加吸收銀行資金約 3,200 億元。

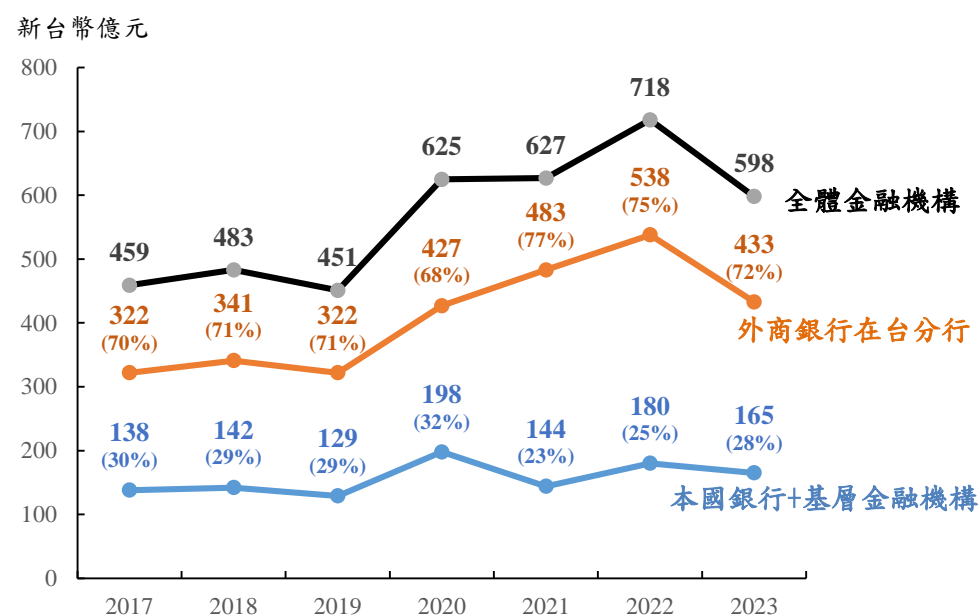
4. 以迴歸分析檢視本行的沖銷幅度(詳附錄 1)，沖銷係數的估計結果顯示，本行在近 20 年均採行接近完全沖銷的措施，使國外資產變動對國內準備貨幣的影響甚微。
5. 我國銀行體系超額準備近 70%係由外商銀行在台分行持有，且集中於少數幾家外商銀行在台分行，主要係為因應外資客戶短期、大量移動之不確定性(如因應外資賣股匯出)，或受限於母國總行對交易對手信用風險及金融商品風險之資金運用規範，而需持有較高的超額準備。本國銀行與基層金融機構超額準備長期平穩，並無銀行準備金過剩的情形(圖 3)。

圖 2 本行國外資產變動與準備貨幣變動的關係



註：資料期間為 2000 年第 1 季~2024 年第 2 季，X 軸為本行國外資產的季變動(已剔除匯率變動因素)，Y 軸為準備貨幣的季變動，黑色實線為線性迴歸所配適的趨勢線，括弧內數值為估計值的標準誤。
資料來源：中央銀行金融統計月報-準備貨幣變動因素分析

圖 3 我國金融機構超額準備(年平均)



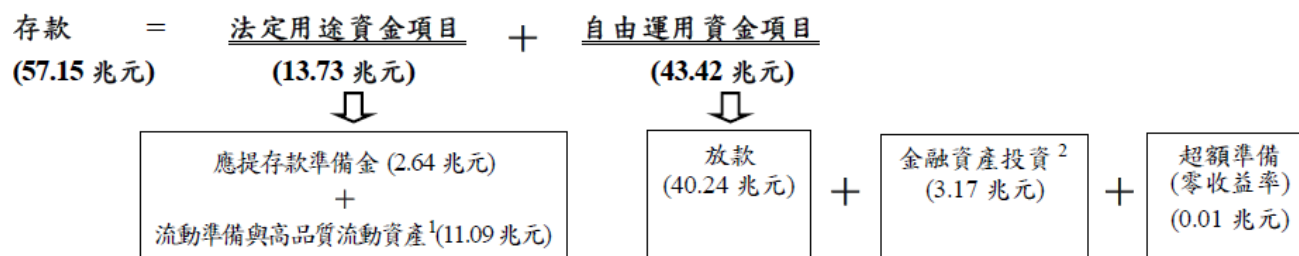
註：本國銀行含全國農業金庫及中華郵政公司；基層金融機構係指信用合作社、農漁會信用部。

資料來源：中央銀行金融統計月報、中央銀行業務局

6. 銀行為**兼顧遵法性、收益率及流動性**，其存款資金全數用於法定用途⁴、放款、金融資產投資及超額準備，並無媒體所稱之**無爛頭寸情形**。本年 6 月底本國銀行資料為例，說明銀行資金運用情形：

- 本年 6 月底銀行存款資金 57.15 兆元，扣除法定用途資金 13.73 兆元後，銀行可自由運用資金為 43.42 兆元；其中，用於放款 40.24 兆元、金融資產投資 3.17 兆元，超額準備僅 0.01 兆元(圖 4)。銀行金融資產投資部分係屬高收益率資產，部分係銀行為兼顧流動性而採行之必要財務操作。

圖 4 本國銀行資金運用情形(本年 6 月底)



註：1. 主要為公債、央行存單。

2. 主要為法定用途以外增持之公債、央行存單、商業本票及公司債等。

資料來源：金融監督管理委員會、中央銀行業務局

7. M2 成長受到國內景氣、銀行授信行為與國際資金移動等因素影響。本行設定 M2 成長參考區間(2019 年以前為 M2 成長目標區)，持續檢視 M2 成長速度，在妥善管理銀行體系流動性下，我國 **M2 年增率多落於本行 M2 成長參考區間**內(圖 5)。

⁴ 為保障民眾存款資金之安全性與流動性，依相關法規規定，銀行收受之存款必須提存一定比率作為存款準備金(稱為「應提存款準備金」)，以及購買易於變現之金融資產(稱為「流動準備」與「高品質流動資產」)；扣除上述法定用途後之存款資金，銀行才可以自由運用於放款與其他用途。請參見中央銀行(2024)，「本行貨幣政策相關議題之說明 議題三：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」，[央行理監事會後記者會參考資料](#)，3 月 21 日。

(1) 2020 年下半年至 2022 年間 M2 年增率曾超過成長參考區間上限，主要係為因應 COVID-19 疫情，政府推出紓困政策，本行亦適時辦理中小企業貸款專案融通⁵，加以美中貿易戰轉單效應，資金需求回升所致⁶。

(2) 自 2022 年 3 月起，本行啟動升息循環，引導 M2 年增率下降。上(2023)年 9 月起，M2 年增率再度回落至參考區間內。本年 1 至 7 月 M2 平均年增率為 5.96%。

8. 2021 年起，國內通膨率攀高，主要係因 COVID-19 疫情期間商品需求增加、全球供應鏈受阻，加以俄烏戰爭爆發後國際大宗商品價格大幅上漲，此為全球共同現象，且台灣整體通膨率與核心通膨率攀升情況均較全球溫和，國內貨幣供給並非此波通膨的主要來源。



註：淺灰區間為本行 M2 成長參考區間(2019 年以前為 M2 成長目標區)。

資料來源：中央銀行

⁵ 自 2020 年 4 月開辦至 2022 年 6 月底止，本專案融通方案計協助 30.7 萬戶中小企業取得 5,035.8 億元資金。

⁶ 請參見中央銀行(2024)，「本行貨幣政策相關議題之說明 議題一：M2 成長參考區間相關議題之說明」，[央行理監事會後記者會參考資料](#)，3 月 21 日。

(二)近年美股走勢影響全球股市，台股亦隨美股走升，國內貨幣供給應非近年台股持續上漲的主因(詳附錄 2)

1. 全球股市受到 Fed 貨幣政策、美元走勢及風險趨避等全球金融循環共同因子影響，多呈漲跌同步之現象。近年美股走升帶動全球股市上揚，屬全球普遍現象。
2. 台股指數與美國那斯達克指數皆以科技類股為主，兩者連動性高(上年以來，兩者相關係數達 0.96)，且易因市場預期、資金狀況以及科技大廠財報或重要訊息發布，影響美股與台股表現。
3. 台股近年上揚與美股走升密切相關，國內貨幣供給應非近年台股持續上漲的主因。

(三)本行慎防銀行信用資源過度流向不動產貸款，避免可能潛藏的資產泡沫危機，除六度採行選擇性信用管制措施外，近期更籲請銀行自主控管不動產貸款總量，未來將持續關注其發展

1. 近年受美中貿易摩擦，帶動台商回台投資、政府推動交通建設與開發產業園區、科技大廠擴大投資等因素影響，帶動購屋需求及房價上漲預期心理，助長投機炒作，推升房價上漲。此外，地價與營建成本推升，更帶動房價上漲。
2. 本行自 2020 年 12 月起逐漸採行選擇性信用管制措施，房市一度降溫；惟上年下半年，不動產貸款成長再度回升。
 - (1) 本行自 2020 年 12 月起漸進緊縮選擇性信用管制措施，加以相關部會賡續精進健全房市措施，以及推動相關法規，如平均地權條例等，迄至上年上半年，房市景氣逐漸降溫，不動產貸款成長趨緩。
 - (2) 惟上年下半年起，受台股大漲、景氣升溫及 8 月起新青安貸款方案實施等因素影響，購置住宅貸款年增率回升。本年 8 月底全體銀行不動產貸款占總放款比率(不動產貸款集中度)升為 37.5%，接近歷史高點之 37.9%。

3. 信用資源過度流向不動產貸款，不利金融穩定與經濟永續發展，為防患未然，我國銀行業實有必要就不動產貸款集中度居高情形進行加以改善。本行於本年8月籲請銀行在不影響無自用住宅民眾購屋及業者推動都市更新、危老重建所需資金等前提下，研提自主管理不動產貸款改善方案，俾以漸進方式強化銀行不動產貸款風險管理⁷。
4. 本行將持續關注國內房地產市場發展及銀行不動產貸款風險控管，並定期審視各銀行自主管理方案改善成效；必要時，適時調整選擇性信用管制措施，避免資金過度流向不動產市場，以維持金融穩定及健全銀行業務。

(四)結論

1. 本行運用各項沖銷工具，持續沖銷銀行體系過剩流動性，致本行國外資產變動對國內準備貨幣的影響甚微。過去20多年，國內準備貨幣增幅維持穩定，並未隨本行外匯存底之累積而快速增加。
2. 本國銀行與基層金融機構超額準備長期平穩，並無媒體所稱之爛頭寸的情形，外商銀行在台分行為因應外資客戶短期、大量移動之不確定性(如因應外資賣股匯出)，或受限於母國總行對交易對手信用風險及金融商品風險之資金運用規範，需持有較高的超額準備，但並不會將超額準備用於炒股、炒房。長期以來，國內M2年增率多落於本行M2成長參考區間(M2成長目標區)內。並無論者指稱本行買匯太多、沖銷不足，致國內貨幣供給過多的問題。
3. 近年美股走勢影響全球股市，台股亦隨美股走升，國內貨幣供給應非近年台股持續上漲的主因。
4. 本行慎防銀行信用資源過度流向不動產貸款，避免可能潛藏的資產泡沫危機，除六度採行選擇性信用管制措施外，近期更籲請銀行自主控管不動產貸款總量，未來將持續關注其發展。

⁷ 請參見中央銀行(2024)，「有關本行籲請銀行自主管理不動產貸款總量之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，9月19日。

附錄 1：台、韓、星、中四經濟體央行沖銷係數之估計⁸

(一)央行可運用沖銷工具抵銷外匯市場買匯所釋出的資金，維持準備貨幣數量不變

1. 將央行資產負債表簡化(附圖 1-1)：

(1) 國外資產及國外負債(紅底部分)互抵為**淨國外資產** (net foreign assets, NFA)。

(2) 國內資產及國內負債(綠底部分)互抵為**淨國內資產**(net domestic assets, NDA)，包含了各種收回金融體系資金的沖銷工具，如債票券發行、政府存款與銀行業轉存款等。

(3) 通貨發行與銀行準備金之和為**準備貨幣**(黃底部分)。

2. 從簡化的資產負債表，可推得淨國內資產(NDA)+淨國外資產(NFA)=通貨發行(CC)+銀行準備金(RD)。

3. **央行外匯市場買匯使淨國外資產(NFA)增加**，若央行欲沖銷買匯對國內準備貨幣(CC+RD)數量的影響，可運用發行債票券等沖銷工具，使**淨國內資產(NDA)同幅下降**，抵銷淨國外資產的增幅，**準備貨幣數量維持不變**。

附圖 1-1 簡化之央行資產負債表

資產	負債		資產	負債
國外資產	國外負債	→	淨國外資產(NFA)	
現金及黃金 對政府債權 對金融機構債權 證券投資	通貨發行 銀行準備金 債票券發行 政府存款 銀行業轉存款		淨國內資產(NDA)	準備貨幣 通貨發行(CC) 銀行準備金(RD)

⁸ 本附錄的估計方法主要依循 IMF (2007), “Managing Large Capital Inflows,” *World Economic Outlook*, chapter 3.

(二)迴歸分析顯示，本行、韓國央行、新加坡金融管理局三央行在近 20 年均採行接近完全沖銷的措施

1. 台灣、南韓、新加坡、中國大陸四經濟體經常帳長期順差，加以外資流入，該等央行為調節匯市而買進外匯，使外匯存底累積，本行、韓國央行(BoK)、新加坡金融管理局(MAS)與中國人民銀行(PBoC)總資產規模均持續擴大，且資產項目均以國外資產為主。
2. 以迴歸模型檢視四國央行的沖銷程度，模型設定如下：

$$\Delta NDA_t = \alpha + \beta \Delta NFA_t + u_t \quad (1)$$

ΔNFA_t 為淨國外資產 (=國外資產-國外負債) 的年變動， ΔNDA_t 為淨國內資產 (=準備貨幣-淨國外資產) 的年變動。若 β 數值**接近-1**，表示央行淨國內資產隨淨國外資產增加而同幅下降，**採行完全沖銷操作**； β 數值**接近 0**，表示淨國內資產變動完全不隨淨國外資產變動而變化，央行為**非沖銷式干預**⁹。

3. 模型估計之**本行、BoK、MAS 沖銷係數值 β** 分別為顯著的-0.971、-1.053、-0.963，**均相當接近於-1**，表示此三央行在近 20 年均採行接近完全沖銷的措施；而 **PBoC 的沖銷係數值 β** 為顯著的**-0.646**，表示在樣本期間內，PBoC 平均的沖銷幅度為 64.6%，**沖銷幅度明顯較其他三國小**(附表 1-1)，反映中國大陸為發展中經濟體，經濟成長速度較快，市場對準備貨幣的需求較大，此外，**PBoC 並不仰賴發行央行債票券的沖銷方式**，而是主要**採調高存款準備率的方式控制 M2 成長速度**，因此中國大陸的**銀行準備金隨 PBoC 國外資產規模的擴大而持續增加**。

⁹ 由於淨國內資產為準備貨幣減淨國外資產，因此 $\Delta NDA_t = \Delta RM_t - \Delta NFA_t$ ， ΔRM_t 為準備貨幣年變動，是以，(1)式的迴歸模型也可改寫如下：

$$\Delta RM_t = \alpha + (\beta + 1) \Delta NFA_t + u_t$$

其中 α 捕捉準備貨幣的平均成長速度，可反映各國準備貨幣需求持續成長的情形，而當 β 數值接近-1，表示央行採完全沖銷操作，淨國外資產變動 (ΔNFA_t) 對準備貨幣變動的影響接近於 0，也就是準備貨幣的變化與淨國外資產變動無關。

附表 1-1 亞洲四國央行的沖銷係數

央行 係數	本行	BoK	MAS	PBoC
常數項	0.173*** (0.059)	10.302*** (2.724)	2.414*** (0.690)	1.168*** (0.321)
β	-0.971 *** (0.063)	-1.053*** (0.049)	-0.963*** (0.016)	-0.646*** (0.172)
R ²	0.890	0.849	0.992	0.390

註：1.樣本期間為 2000~2023 年。***、**、*分別表示估計值在 1%、5%、10%水準下顯著，括弧內數值為標準誤。

2.四國貨幣單位分別為兆新台幣、兆韓元、兆人民幣與十億新加坡元。

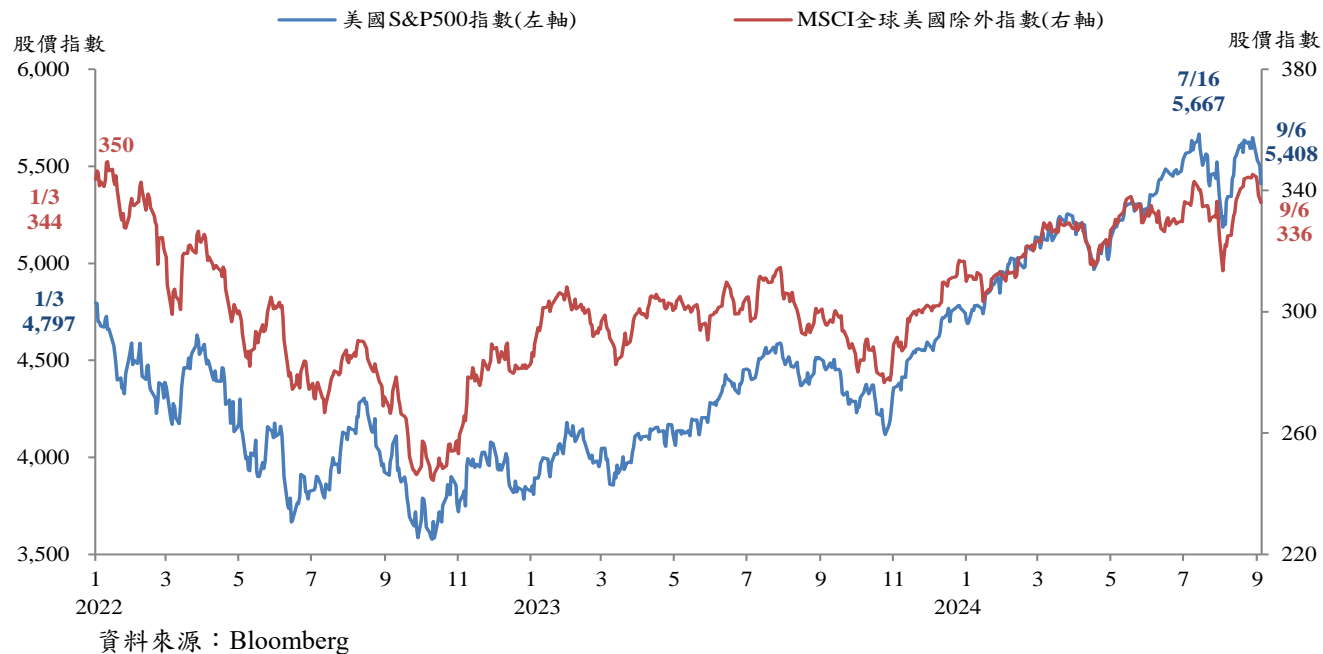
資料來源：中央銀行、Refinitiv Datastream

附錄 2：美股走勢影響全球股市，台股亦隨美股走升

(一)美國 Fed 政策及 AI 熱潮影響近年全球股市走勢

1. Fed 貨幣政策、美元走勢及風險趨避形成全球共同因子，影響全球風險性資產價格及資金流向¹⁰。全球風險性資產(例如股市)受到全球金融循環影響，多呈漲跌同步之現象。
2. 上年初以來，由於美國通膨和緩，Fed 停止升息基調且將轉趨寬鬆，同時在美國經濟展現韌性、AI 熱潮及市場樂觀情緒推動下，激勵全球股市隨美股走揚¹¹(MSCI 全球美國除外指數與美國 S&P500 指數相關係數達 0.83)(附圖 2-1)。

附圖 2-1 美國 S&P500 指數與 MSCI 全球美國除外指數



¹⁰ 參考 Habib, M. and F. Venditti (2018), “The Global Financial Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area,” *Economic Bulletin*, Issue 6, European Central Bank.

¹¹ 請參見中央銀行(2024), 「近期全球股市變動分析—兼論 ETF 熱潮對台股之影響」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6 月 13 日。

(二)台股隨美股波動

美國那斯達克指數及台股指數皆以**科技類股**為主¹²，兩者不僅**連動性高**，且易因**市場預期**、**資金狀況**以及科技大廠**財報**或**重要訊息**發布，影響美股與台股表現¹³。

1. **2022年**由於**Fed加速升息**，市場**資金緊縮**，**台股隨美股走跌**。
2. **上年初至本年6月底**，受惠**Fed升息循環近尾聲**及**AI熱潮**，投資人預期企業未來獲利增加，**風險情緒轉趨樂觀**，帶動美國費城半導體指數、那斯達克指數及台股指數均揚；且美股與台股**相關係數**更進一步**提高**(附圖 2-2)¹⁴。
3. **本年7月以降**，由於美國總統大選紛亂、美國經濟表現不如預期，加以外資賣超台股，**台股隨美股回檔下修**。

附圖 2-2 美國費城半導體、那斯達克、台股股價指數



資料來源：Bloomberg

¹² 台股集中市場電子產業市值比重高達6成。

¹³ 中央銀行(2023)，「美國Fed貨幣政策動向及外資投資策略對國內股匯市之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，9月21日。

¹⁴ 台股與美國那斯達克指數之相關係數由2022年之0.93上升至上年迄今之0.96，台股與費城半導體指數之相關係數由2022年之0.88上升至上年迄今之0.97，凸顯AI議題發酵，促使台股與美股連動性進一步提高。