

#### 四、主要央行現行貨幣政策架構之比較：本行與 Fed、ECB、SNB 等皆採多元指標架構

伴隨國內外經濟金融環境的變化，央行所面臨的挑戰日益多元，貨幣政策架構也須因應演變。台灣具**小型開放經濟體**<sup>1</sup>的特質，根據我國「中央銀行法」，本行肩負**多個環環相扣之最終目標**<sup>2</sup>，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(物價穩定與匯率穩定)**，並於上列目標範圍內**協助經濟發展**。為達成貨幣政策最終目標，過去數十年間，本行貨幣政策操作曾歷經數次調整，最近一次的貨幣政策架構變動為，**2020 年將貨幣總計數 M2 年成長目標區調整為 M2 成長參考區間**。惟部分人士誤認為，**經此調整後的機制欠缺名目制約**。

事實上，本行此次貨幣政策架構的調整，與**2008 年全球金融危機後**，國際間主要央行大抵朝向更有彈性，**監控多元指標發展的趨勢一致**；而且，對本行而言，**M2 仍是重要的名目制約變數**，**通膨預期、匯率穩定，也都是重要的名目制約變數**，此**多元指標貨幣政策架構**可賦予貨幣操作較大的彈性，以因應總體經濟金融變數的不確定性。根據國際貨幣基金(IMF)貨幣政策架構的分類，現行本行貨幣政策架構與美國聯邦準備理事會(Fed)、歐洲央行(ECB)、瑞士央行(SNB)類似，應歸屬於多元指標貨幣政策架構的其他類型。

本文擬先引介**國際間貨幣政策架構的演變**，並以 IMF 貨幣政策架構分類據以討論，說明**1970 年代**主要央行普遍採行**貨幣目標化(monetary aggregate targeting)**架構，到**1990 年代通膨目標化(inflation targeting)**興起，再到**2008 年全球金融危機後**朝向**監控多元指標**進行貨幣政策決策；進而詳加說明**主要央行現行貨幣政策架構之比較**，分析南韓央行(BOK)、紐西蘭央行(RBNZ)、日本央行(BOJ)及英國央行(BOE)採**通膨目標化貨幣政策架構**之特色，並闡述 Fed、ECB 及 SNB 以及本行採**多元指標貨幣政策架構**之要點；最後為結論。本文透過對主要央行現行貨幣政策架構之分析與比較，有助於**增進各界對本行貨幣政策架構的瞭解**。

<sup>1</sup> 有論者認為，台灣 GDP 規模於上(2023)年名列全球第 21 名，怎會是小型經濟體(small economy)；其實，小型經濟體係指相對於全球主要大型經濟體(如美國、日本、德國、中國大陸)而言，經濟規模相對較小的經濟體，並非以絕對的 GDP 規模來衡量；例如，包括英國、加拿大及瑞士等國，都曾自稱為小型經濟體，彼等上年 GDP 排名為全球第 6~20 名，均高於台灣。詳 Guerrón-Quintana, Pablo (2013), "The Economics of Small Open Economies," *Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia*, Q4; Gulati, S. and D. Kellenberg (2013), "Small Open Economy," *Encyclopedia of Energy, Natural Resource, and Environmental Economics*; Harris, Richard (1984), "Applied General Equilibrium Analysis of Small Open Economies with Scale Economies and Imperfect Competition," *The American Economic Review*, Vol. 74, No.5, Dec.。

<sup>2</sup> 這些最終目標並非彼此獨立而係相互有關，例如健全銀行業務與促進金融穩定，乃至於與物價穩定都有關；維持匯率穩定也與金融穩定、物價穩定有關；而在金融穩定、物價穩定的前提下，則有助於經濟發展。

## (一)國際間貨幣政策架構的演變

### 1. 央行為何需要訂定貨幣政策架構？

- (1) 一般而言，主要央行「中央銀行法」之貨幣政策目標(objectives)，在全球金融危機後大抵包含物價穩定、金融穩定與經濟成長等，其中，**物價穩定多為最重要目標**；而訂定一套**達成最終目標的計畫**，則稱為**貨幣政策架構**。
- (2) 央行從運用貨幣政策工具至影響最終目標，**需歷經較長時間與過程**，因此，中間需有**名目制約(nominal anchor)變數**<sup>3</sup>，據以達成最終目標；例如**貨幣目標化的經濟體以貨幣總計數為名目制約**、**通膨目標化的經濟體則多以中期(medium-term)通膨率為名目制約**等。
- (3) 貨幣政策架構需具備足夠的**透明化**，據以讓大眾有所依循，而明確的貨幣政策架構，**有助於央行與大眾溝通**。

### 2. IMF 貨幣政策架構的分類

- (1) IMF 參考**各央行官方宣告資訊**，以及**評估其匯率制度及貨幣政策實際執行情況**，據以發布**年度報告**，並將各經濟體之貨幣政策架構與匯率制度予以分類。

— **貨幣政策架構**分類，主要依**名目制約**變數進行分類，分為3個大類及其他類型。

- ①**匯率制約(exchange rate anchor)**<sup>4</sup>係貨幣政策目標為維持匯率在預定水準或範圍，**匯率為唯一的名目制約**變數；
- ②**貨幣目標化**係設定**貨幣總計數為唯一的名目制約**變數；
- ③**通膨目標化**係**宣告通膨率量化目標(numerical target)**，並以其為**唯一名目制約**變數，且**承諾**於期間內達成目標；
- ④**其他類型**<sup>5</sup>包含**監控多項經濟金融指標進行貨幣政策決策**，堪稱為**多元目標貨幣政策架構**；以及其他無可得資料之無法歸類者，亦歸納於此類型。

<sup>3</sup> 貨幣政策架構中，央行為達成最終目標，**選擇一個名目變數**，其必須與最終目標相關性高，且可藉由貨幣政策工具操作，使該名目變數落於央行設定的區間內，此名目變數即為名目制約。央行監控名目制約，藉以確保執行貨幣政策達成最終目標。

<sup>4</sup> 以匯率制約為貨幣政策架構之經濟體，其匯率主要由官方主導，匯率制度分類通常歸屬於嚴格釘住或寬鬆釘住。

<sup>5</sup> 此分類原文說明：The country has no explicitly stated nominal anchor, but rather **monitors various indicators in conducting monetary policy**. This category is also used when no relevant information on the country is available.。

- 一 IMF 此套分類系統之**匯率制度**，主要**根據匯率由市場力量決定之程度進行分類**，分為 3 個大類及其他類(residual)<sup>6</sup>。
- ①**硬性釘住(hard pegs)**，係本國通貨嚴格釘住另一通貨，**匯率幾乎無波動**，包含**無獨立法定貨幣(no separate legal tender)**，以及通貨委員會(currency board)或香港所稱的**聯繫匯率制度**；
- ②**軟性釘住(soft pegs)**，係市場供需影響小於官方干預，**匯率居於小區間內波動**，包含**傳統釘住(conventional peg)**、**穩定匯率(stabilized arrangement)**，以及**爬行釘住(crawl peg)**與**類似爬行釘住(crawl-like peg)**；
- ③**市場決定匯率的浮動匯率(floating regimes, market-determined rate)**，係匯率受市場供需影響較大，或完全由市場力量決定，**匯率大幅波動**，包含**浮動**及**自由浮動**。
- (2) 根據上年 IMF 年度報告<sup>7</sup>，國際間貨幣政策架構採匯率制約者有 81 個經濟體；採貨幣目標化者有 25 個經濟體；**採通膨目標化者有 45 個經濟體**，其中包含**南韓、紐西蘭、日本與英國**；採**監控多項經濟金融指標進行貨幣政策決策者**，歸屬於**其他類型者有 43 個經濟體**，其中包含**瑞士、美國、歐元區**(表 1)。
- (3) **台灣非 IMF 會員國**，故 IMF 該年度報告無我國相關資料。

表 1 IMF 匯率制度與貨幣政策架構分類(以若干經濟體為例，評估期間為 2022 年)

匯率制度		貨幣政策架構	匯率制約 (81)	貨幣目標化 (25)	通膨目標化 (45)	其他 (43)
硬性釘住	無單獨法定貨幣(14)		巴拿馬			
	通貨委員會(12)		香港			
軟性釘住	傳統釘住(40)		沙烏地阿拉伯			
	穩定匯率(23)		新加坡			
	爬行釘住(3)與類似爬行釘住(24)			中國大陸		瑞士
市場決定匯率的浮動機制 (floating regimes, market-determined rate)	浮動(35)				南韓、 紐西蘭	馬來西亞
	自由浮動(31)				澳洲、加拿大、 日本、英國	美國、歐元區

註：各分類項標題後括弧中數字為 2022 年 IMF 分類歸屬於於該類之經濟體數目。

資料來源：IMF(2023)

<sup>6</sup> 未分類於前 3 大類別，主要為其他管理的匯率安排(other managed arrangements)。

<sup>7</sup> 詳 IMF(2023), “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022,” IMF, Jul.。

### 3. 國際間主要央行貨幣政策架構的演變

回顧國際間主要央行貨幣政策架構的趨勢(表 2)，1970~1980 年代多以貨幣目標化為主，嗣因貨幣需求不穩定，控制貨幣數量表現不佳，或面臨通膨高漲困境，1990 年代後若干央行轉向多元指標或通膨目標化架構；另外，若干經濟體因接受 IMF 援助，在 IMF 要求下亦改採通膨目標化架構。2000 年代，尤其 2008 全球金融危機後，許多央行體認金融穩定亦為物價穩定之前提，逐漸朝向彈性的通膨目標化或監控多元指標發展。

表 2 國際間貨幣政策架構的趨勢

	代表架構	採行與改變的緣由	以主要經濟體為例
1970~1980年代	● 貨幣目標化	<ul style="list-style-type: none"> <li>採行的緣由：1970年代脫離布列敦森林體系的經濟體需要新的名目制約。</li> <li>改變的緣由：貨幣供給與通膨間的短期關係不穩定，控制貨幣數量的表現不佳。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1970~1990年代初，Fed 主要採貨幣目標化架構，惟隨金融創新及監管鬆綁轉型，貨幣總計數與通膨及經濟活動之關聯性漸趨不穩，遂逐步淡化貨幣數量重要性，僅將其作為政策制定參考指標之一。</li> <li>1970~1980年代 SNB 採貨幣目標化架構；1991年 SNB 因通膨高漲，貨幣總計數偏離目標，貨幣目標化架構有效性受到質疑，遂改為多元指標貨幣目標化架構。</li> </ul>
1990年代	● 通膨目標化	<ul style="list-style-type: none"> <li>採行的緣由：通膨率為更適合的名目制約，央行宣告通膨率目標，容易與大眾溝通；另外，若干國家因接受 IMF 援助，應 IMF 要求而改採，或之前歷經高通膨傷害，而改採通膨目標化。</li> <li>改變的緣由：通膨定義與如何制約通膨預期均存在爭議；尤其是，只有物價穩定不足以確保金融穩定。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1970~1980年代 RBNZ、BOE、加拿大央行(BOC)、澳洲央行(RBA)等均採貨幣目標化架構；因國內通膨高漲，貨幣目標化架構成效有限，1989年 RBNZ 率先採行通膨目標化架構，BOC、BOE 與 RBA 則分別於1991、1992與1993年跟進。</li> <li>1997年亞洲金融危機嚴重打擊南韓經濟，南韓尋求 IMF 援助，且依 IMF 提出之要求進行結構性改革；BOK 貨幣政策架構由貨幣目標化，改為通膨目標化。</li> </ul>
2000年代後，尤其是2008年全球金融危機後	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 彈性貨幣目標化</li> <li>● 彈性通膨目標化</li> <li>● 多元指標</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>採行的緣由：觀測包含通膨率之多個名目指標，有助實務操作與政策執行，以便在短、中、長期達成不同目標。</li> <li>改變的緣由： <ul style="list-style-type: none"> <li>- 短、中、長期目標間可能衝突，須考量目標間的權衡使實務操作更加複雜。</li> <li>- 許多央行體認金融穩定亦為物價穩定之前提，逐漸朝向彈性的通膨目標化或監控多元指標發展。</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>南韓遭2008年全球金融危機衝擊，2011年修訂「南韓央行法」，將金融穩定納入 BOK 法定職責，雖維持通膨目標化架構，惟操作工具更多元化，且引入總體審慎措施，使其通膨目標化架構更有彈性。</li> <li>Fed 貨幣政策架構歷經1990年代~2007年的通膨率隱含目標，2008年~2019年確立通膨率量化目標及就業目標，以及2020年8月以來同時兼顧充分就業及通膨發展，且亦須關注金融情勢等最新相關資訊，其貨幣政策架構為多元指標之代表。</li> <li>2021年 ECB 將貨幣政策架構之經濟分析及貨幣分析「雙支柱」，引入更多檢視指標，貨幣分析擴充為貨幣及金融情勢分析。</li> </ul>

## (二)主要央行現行貨幣政策架構之比較

### 1. 主要央行為達成貨幣政策目標所選擇之貨幣政策架構不盡相同

- 各國央行為達成貨幣政策最終目標，所選擇之貨幣政策架構不盡相同，**沒有放諸四海皆準的貨幣政策架構**。
- 前 Fed 理事、哥倫比亞大學教授 **Mishkin** 認為<sup>8</sup>，**各國央行應衡量其自身政治、文化、經濟及歷史等背景因素**，決定最適合的貨幣政策架構，俾營造一有利於長期物價穩定及經濟健全發展的環境。

### (1)BOK、RBNZ、BOJ 與 BOE 採行通膨目標化貨幣政策架構

- 現行 BOK、RBNZ、BOJ 與 BOE 均採行通膨目標化貨幣政策架構，其貨幣政策最終目標或法定目標均以**物價穩定為首要**，且均**明定通膨率量化目標**，除 **BOE 承諾一直維持 2%通膨目標**外，其餘央行均**承諾於中期達成 2%通膨目標**，貨幣政策決策之重點亦均以**通膨率預測為主要基礎**，進行貨幣政策工具之調整(見下頁表 3A)。
- IMF 將 BOK、RBNZ、BOJ、BOE 之貨幣政策架構歸屬於**通膨目標化架構**，主因如下：
  - ①向公眾正式承諾(formally commit)明確的**通膨率量化目標**及**達成此目標之時間**(time horizon)；
  - ②**物價穩定為首要目標**，據以執行貨幣政策，**引導公眾之通膨預期**，致力於**承諾時間內達成通膨率量化目標**；
  - ③定期發布**貨幣政策評估相關報告**，**解釋貨幣政策決策**如何達到通膨率量化目標；持續向公眾**宣示通膨率量化目標**；
  - ④**匯率穩定與金融穩定並非貨幣政策首要目標**，相關目標位階低於物價穩定。

### (2)Fed、ECB、SNB 與本行均採行多元指標貨幣政策架構

- 現行 Fed、ECB、SNB 與本行均採行多元指標貨幣政策架構，其貨幣政策最終目標或法定目標包含**物價穩定與其他同等重要之目標**，且亦有訂定**通膨率量化目標**，貨幣政策決策之重點多以**通膨率預測及其他所監控指標**為基礎，進行貨幣政策工具之調整(見下頁表 3B)。
- 根據我國「中央銀行法」，本行肩負**多個環環相扣之最終目標**，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(物價穩定與匯率穩定)**，並於上列目標範圍內**協助經濟發展**等目標。本行貨幣政策架構詳下節分析。

<sup>8</sup> Mishkin, Frederic S. (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," *Journal of Monetary Economics*, 43, pp. 579-605.

表 3A 現行主要央行貨幣政策架構的重點：通膨目標化貨幣政策架構

	貨幣政策之最終目標 或法定目標	通膨率量 化目標	通膨率目標 達成期間*	通膨率衡 量指標	貨幣政策決策重點	重要貨幣政策工具	IMF 貨幣政策 架構分類
南韓 BOK	物價穩定為首要目標，並透過穩定物價促進國家經濟健全發展，且實施貨幣政策時需關注金融穩定	2%	中期	CPI 年增率	貨幣政策決策基礎為通膨率預測，調整基準利率影響市場利率與經濟活動，以達成中期通膨目標 2%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 政策利率為主要工具</li> <li>• RP 交易</li> <li>• 匯率管理(匯率穩定非重要政策目標)</li> <li>• 發行貨幣穩定債券 (monetary stabilization bonds)</li> </ul>	通膨目標化
紐西蘭 RBNZ	達成維持一般物價水準穩定	1%~3% 且聚焦於 2% 中點目標	中期	CPI 年增率	貨幣政策決策基礎為通膨率預測，設定政策利率，並引導短期市場利率接近政策利率，以實現中期達成及維持通膨率於 1%~3%(聚焦於接近 2% 的中點)之目標	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 政策利率為主要工具</li> <li>• RP 交易</li> <li>• 匯率管理(匯率穩定非重要政策目標)</li> <li>• 資產購買計畫</li> </ul>	通膨目標化
日本 BOJ	物價穩定為首要目標，並透過維持物價穩定與維持金融穩定支持國家經濟	2%	中期	CPI 年增率	貨幣政策決策基礎為通膨率預測，透過持續寬鬆貨幣政策，以實現中期通膨率穩定於 2%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 政策利率</li> <li>• 量化寬鬆</li> </ul>	通膨目標化
英國 BOE	物價穩定為首要目標，在不損害物價穩定的前提下，支持英國政府政策	2%	一直維持 (at all times)	CPI 年增率	貨幣政策決策基礎為物價穩定，調整政策利率，達成通膨率維持於 2% 之水準	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 政策利率</li> <li>• 量化寬鬆或量化緊縮</li> </ul>	通膨目標化

表 3B 現行主要央行貨幣政策架構的重點：多元指標貨幣政策架構

	貨幣政策之最終目標 或法定目標	通膨率量 化目標	通膨率目標 達成期間*	通膨率衡 量指標	貨幣政策決策重點	重要貨幣政策工具	IMF 貨幣政策 架構分類
美國 Fed	法定政策目標為充分就業、物價穩定及適宜 (moderate) 的長期利率	2%	長期	PCE 指數 年增率	兼顧「充分就業水準之缺口」以及「通膨與長期目標之偏差」，且亦須關注 <b>金融情勢</b> 等最新相關資訊	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策利率</li> <li>貼現窗口融通</li> <li>針對性流動性供給</li> <li>資產購買計畫</li> </ul>	監控通膨預測、就業情勢以及金融穩定等之 <b>多元指標貨幣政策架構</b> ，在 IMF 分類的 <b>其他</b> 類型
歐元區 ECB	維持物價穩定，並在不牴觸物價穩定下，支持歐盟經濟政策	2% 左右	中期	HICP 指數 年增率	依 <b>經濟分析與貨幣金融情勢分析之雙支柱架構</b> 進行貨幣政策決議，引導市場利率符合貨幣政策立場	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策利率</li> <li>再融通操作</li> <li>針對性流動性供給</li> <li>資產購買計畫</li> </ul>	監控通膨預測、經濟與金融情勢等之 <b>多元指標貨幣政策架構</b> ，在 IMF 分類的 <b>其他</b> 類型
瑞士 SNB	確保物價穩定，同時適當考慮經濟發展	0%~2%	中期	CPI 年增率	<b>通膨率預測係貨幣政策決策的重點</b> ，且每季發布貨幣政策報告，分析 <b>瑞士與國外經濟及金融發展</b> ，提供貨幣政策決策重要資訊	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策利率</li> <li>RP 交易</li> <li>匯率管理(<b>匯率穩定是重要政策目標</b>)</li> <li>發行 SNB 票券</li> </ul>	監控通膨預測、匯率、經濟與金融情勢等之 <b>多元指標貨幣政策架構</b> ，在 IMF 分類的 <b>其他</b> 類型
本行	促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，並於上列目標範圍內協助經濟發展等目標	0%~2%**	中期	CPI 年增率	綜合 <b>國內外經濟金融情勢</b> ，包含國內 <b>通膨展望與通膨預測</b> ，以及 <b>產出缺口</b> 等變動情況，提供貨幣政策決策重要資訊	<ul style="list-style-type: none"> <li>政策利率</li> <li>存款準備率</li> <li>匯率管理(<b>匯率穩定是重要政策目標</b>)</li> <li>發行央行定存單</li> <li>選擇性信用管制措施</li> </ul>	監控通膨展望、通膨預測、產出缺口、貨幣總計數 M2 年增率與金融情勢等 <b>多元指標貨幣政策架構</b> ，應屬 IMF 分類的 <b>其他</b> 類型

\*：多數經濟體未明確定義長期或中期時間數值區間，僅 SNB 貨幣政策決議著重 3 年之條件通膨率預測值，而被視為其中期應為 2~3 年；另 2013 年~2023 年間 BOJ 之政策聲明稿中多次提及「儘早」(at the earliest possible time)實現 2% 的通膨目標，主要反映其對結束通縮的承諾與努力，以及其難以達成此目標之壓力，並非更改「中期」通膨目標之時間範圍。

\*\*：本行通膨率量化目標 0%~2% 揭示於本行官網。

資料來源：本行整理自各央行官網、IMF

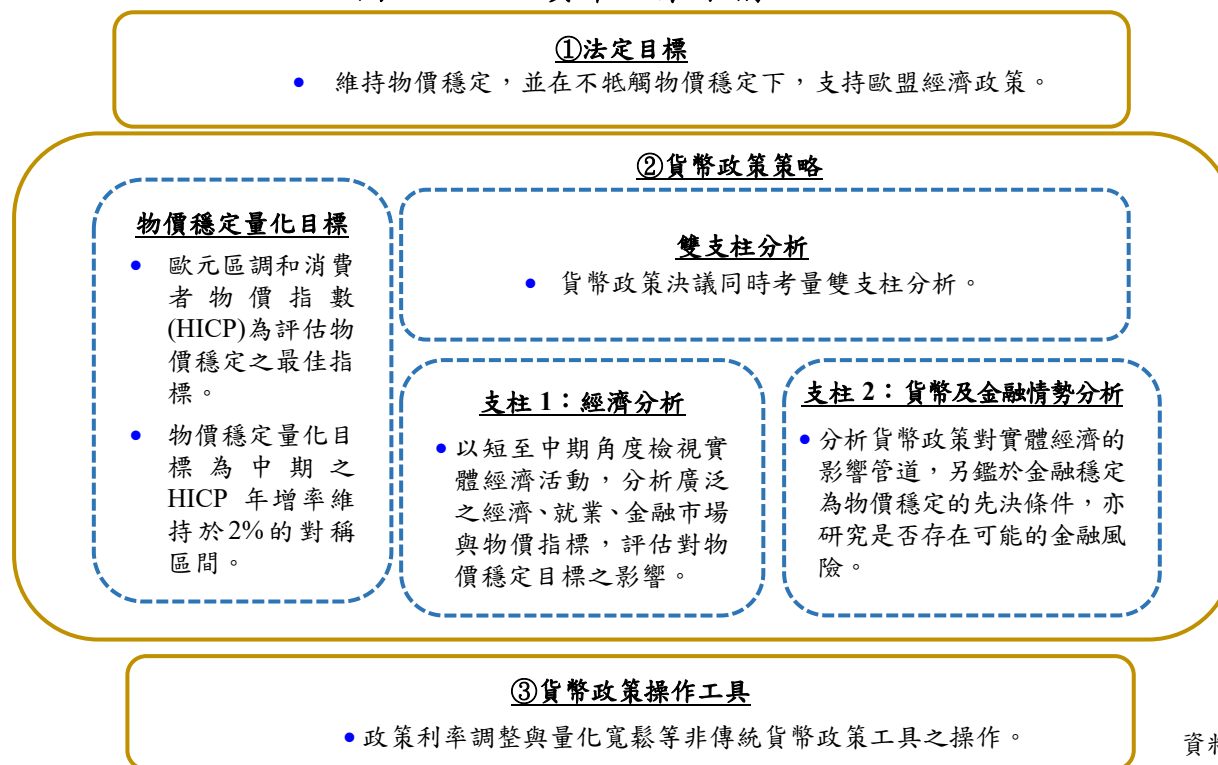
## 2. 多元指標貨幣政策架構之說明(以 ECB 為例)

(1)本行與 ECB 皆採多元指標貨幣政策架構，先以 ECB 現行貨幣政策架構為例說明，本行的部分詳下節分析。

(2)ECB 現行貨幣政策架構依序分為：①維持物價穩定之法定目標；②以貨幣政策策略(monetary policy strategy)確認物價穩定之量化目標，依雙支柱分析架構進行貨幣政策決議；③以貨幣政策操作工具執行政策，引導市場利率符合貨幣政策立場，並透過各種管道影響消費與投資，最終影響物價發展(圖 1)。

(3)ECB 以中期通膨率維持於 2%的對稱區間為物價穩定之量化目標，惟貨幣政策係以雙支柱分析為架構，同時關注實體經濟活動及貨幣變動等經濟金融指標對物價穩定目標之影響，故在 IMF 分類標準中歸屬於多元指標貨幣政策架構的其他類型。

圖 1 ECB 貨幣政策架構



資料來源：本行整理自 ECB



### 3. 本行現行採多元指標貨幣政策架構

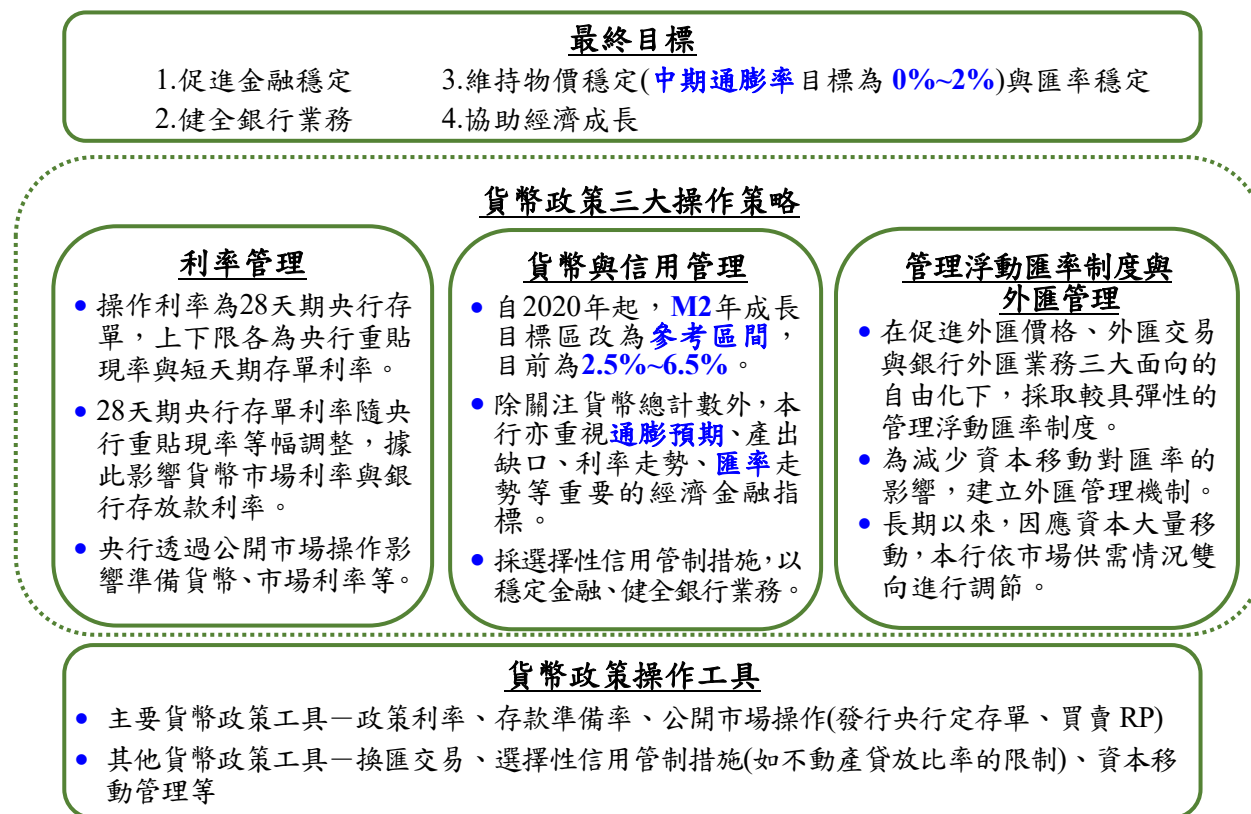
#### (1) 本行貨幣政策架構曾歷經數次調整，現行採「多元指標貨幣政策架構」

— 台灣為一**高度開放的小型經濟體**，**通膨**情勢除受國內經濟發展影響外，亦**深受全球性因素所影響**；台灣貿易依存度高，且資本移動十分頻繁，**匯率**對國內經濟金融情勢的影響甚深。**過去數十年間**，本行為因應台灣經濟金融體質改變，**貨幣政策操作**(包括**利率管理**、**貨幣與信用管理**，以及**匯率制度與外匯管理**)曾歷經數次調整<sup>9</sup>，以落實「中央銀行法」所賦予維持物價穩定與匯率穩定、促進金融穩定及協助經濟發展之法定職責。

— **本行當前貨幣政策架構**，係經由**審慎評估**當前的數據動態，以及更長期的趨勢與未來預期等**多元指標**後，彈性運用各種**貨幣政策工具**，透過利率管理、貨幣與信用管理，以及採取管理浮動匯率制度與外匯管理之**貨幣政策三大操作策略**，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，來達到**最終目標**(圖 2)。

— 本行最近一次的貨幣政策架構變動為，**2020年**將**貨幣總計數 M2 年成長目標區**調整為**M2 成長參考區間**，可賦予貨幣操作較大的彈性，以因應總體經濟金

圖 2 本行現行採多元指標貨幣政策架構



<sup>9</sup> 詳楊金龍(2022)，「台灣的通膨與貨幣政策：回顧與展望」，中央研究院經濟研究所「總體經濟計量模型研討會」專題演講，11月29日。

融變數的不確定性。惟部分人士認為，經此調整後的機制欠缺名目制約。實務上，對本行而言，**M2 仍是重要的名目制約變數**；本行每月的貨幣估測會議持續關注其走勢變化，每年底亦回顧當年 M2 成長情勢，檢視參考區間的合宜性，同時推估次年貨幣需求展望，目前根據本行依**貨幣需求**函數推估之 M2 合理**成長參考區間為 2.5%~6.5%**。此外，**通膨預期、匯率穩定，也都是重要的名目制約**；本行於**每季**理事會貨幣政策決議新聞稿**公布**當年(及明年)台灣**通膨率預測值**，且**本行官網亦揭示量化通膨率目標**(詳下述第(2)點分析)，均有助制約民眾通膨預期；另本行於**每季**理事會決議新聞稿**重申本於職責維持新台幣外匯市場秩序**，讓民眾瞭解本行致力維持新台幣匯率穩定。

- 一 詳言之，本行目前的貨幣政策架構除關注 M2 指標外，長期以來，並考量通膨預期、產出缺口、利率及匯率等其他重要的總體經濟金融指標。**本行監控多元參考指標的貨幣政策架構，與 2008 年全球金融危機後，國際間逐漸朝向彈性的貨幣政策架構，不會以單一指標作為名目制約之趨勢一致**；本行與 Fed、ECB、SNB 等皆採多元指標貨幣政策架構。
- 一 經**本行檢視並以計量實證分析**本行**貨幣政策三大操作策略及傳遞機制**，結果發現(詳附錄)：
  - ①在**利率管理**方面，本行目前**政策利率**管理架構，**有效**調節市場資金及**引導短天期市場利率**於適度水準。
  - ②在**貨幣數量管理**方面：2020 年以來，M2 年增率**並無持續偏離成長參考區間之情形**；M2 需求亦無結構性改變，**M2 與產出及物價間的長期關係仍具穩定性**。維持 M2 成長參考區間的作法，**有助落實物價穩定與經濟金融穩定**。
  - ③在**管理浮動匯率制度及外匯管理**方面：長期以來，**新台幣對美元波動度多小於主要貨幣**，新台幣匯率具反通膨與反景氣循環之特性；且**本行調節匯市**，採行**對應沖銷銀行體系過多的流動性**，**並無銀行準備金氾濫的情形**。
  - ④**本行貨幣政策傳遞機制**：本行貨幣政策工具**能透過各種傳遞管道**，**傳遞至實體經濟(產出與物價)**；反映當前**我國監控多元指標貨幣政策架構運作順暢**，有助於達成貨幣政策最終目標。
- (2)國際間多認為嚴格的通膨目標化似已不適用，應考慮金融穩定，並採較具彈性的通膨率目標較為適宜；本行對物價穩定定義提供**量化通膨率目標**，容易理解、透明度高，也有助於可究責性

- 雖然通膨目標化架構有助於提升央行信譽、排除政治干擾，目標明確易為社會大眾理解，且透明度高，可確保政策獨立性。**惟嚴格的通膨化目標亦有其缺陷**，尤其是忽略金融穩定的重要性，**小型開放經濟體尤不宜採行**，例如，其通膨易受國際原物料價格等外來因素影響，多屬**輸入性通膨**，若因而採行緊縮性貨幣政策，不僅無法抑制，反而使產出惡化。此外，全球化的性質出現根本性轉變、氣候變遷、人口老化等**供給面衝擊**，已使**通膨預測益加困難**，並**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。再者，若干著名經濟學家認為通膨目標架構不適合用於調節金融系統失衡，恐易造成資產泡沫化，**危及金融穩定**<sup>10</sup>。此際，嚴格的通膨目標化架構可能存在**法則過於僵固**、缺乏彈性問題，**似已不可行**。
- **Fed、ECB 及 SNB** 同被 IMF 歸類為監控多項名目指標的**其他類型**貨幣政策架構，**該等央行均有設定量化通膨率目標**，以其作為**重要的名目制約**，**惟多屬中期目標**，並具備**一定程度之彈性**。至於本行，現行官網揭示「本行**中期監控物價穩定**採行**CPI 年增率介於 0%~2%**的區間定義」；換言之，本行也設有量化通膨率目標，**容易理解、透明度高**，也有助於可究責性；同時賦予彈性，亦符合國際發展的趨勢。

### (三) 結論

1. 國際間**貨幣政策架構的演變**反映出國內外**經濟金融環境變遷**，以及**央行貨幣政策面臨日益複雜的挑戰**。現行本行與主要央行 Fed、ECB 及 SNB 同採**多元指標貨幣政策架構**，其歷經全球金融危機、COVID-19 疫情等衝擊，在**多變的全球經濟金融環境與國內經濟變動**下，本行表現長期備受**三大信評機構(Fitch、Moody's 與 S&P)肯定**。
2. 本行**不同於** BOK、RBNZ、BOJ 及 BOE 等採**通膨目標化貨幣政策架構**的央行，**主要差異**係本行貨幣政策肩負多個最終目標，非侷限物價穩定單一目標；不過，即使彼等是採通膨目標化架構，全球金融危機後亦考慮納入其他目標(如金融穩定)，通膨目標化架構已更具有彈性。

<sup>10</sup> 例如，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架構過於粗糙，是肇致全球金融危機的成因之一，其強烈反對小型開放經濟體採通膨目標化架構；詳 Stiglitz, Joseph (2008), "The Failure of Inflation Targeting," *Project Syndicate*, May 6；Parker, Faranaaz (2009), "Stiglitz Slams Inflation-Targeting," *Mail & Guardian Online*, Jul. 9。哈佛大學經濟學教授 Jeffrey Frankel 直接宣告通膨目標化架構的死訊；詳 Frankel, Jeffrey (2012), "The Death of Inflation Targeting," *Project syndicate*, May 16。中央銀行(2024)，「2%通膨率是國際間主要央行的通膨警戒線？」，央行理監事會後記者會參考資料，第 32-40 頁，6 月 13 日。

3. 現行本行貨幣政策架構與 Fed、ECB 均採多元指標貨幣政策架構，相同之處包含：

(1) 透過監控多項經濟與金融指標，靈活調整政策工具達成多個目標；

(2) 以物價穩定作為核心，並賦予彈性以因應經濟金融情勢變動，而通膨率量化目標亦多設為中期。

4. 台灣與瑞士因均屬小型開放經濟體，現行本行與 SNB 之多元指標貨幣政策有諸多相似之處，包含：

(1) 均重視匯率波動對金融穩定與國內經濟的潛在影響；

(2) 均透過管理外匯市場及相關政策工具加以平緩匯率波動。

本行與 SNB 此些相似之處顯示出本行制定貨幣政策架構，符合全球主要央行趨勢，同時結合我國經濟發展特質，達成促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，並於上列目標範圍內協助經濟發展等目標。

5. 本行貨幣政策架構堪稱具有特色的架構，具有 4 個顯著特點：

(1) 採多元指標貨幣政策架構：本行貨幣政策架構應屬 IMF 貨幣政策架構分類中多元指標貨幣政策架構的其他類型，並非僅依賴單一指標，而是監控通膨預期、產出缺口、利率走勢及匯率等多元指標，為貨幣政策決策提供廣泛的參考依據，且符合國際間貨幣政策架構趨勢。

(2) 貨幣政策操作策略兼具效率性與靈活性：本行透過管理浮動匯率制度與外匯市場雙向調節，有效緩解匯率波動對進出口與金融穩定的衝擊；此外，本行透過公開市場操作、利率管理及信用管制等工具的靈活運用，使政策效果有效傳導至市場；另將貨幣總計數 M2 成長目標區域調整為參考區間，亦為貨幣政策操作保留充分靈活性，有助因應非預期之全球經濟金融衝擊事件。

(3) 達成物價穩定、金融穩定與經濟發展間的平衡：本行之貨幣政策執行策略與法定目標一致，即在維持物價穩定的同時，促進金融穩定與匯率穩定，並協助經濟發展。尤其是，在本行貨幣政策三大操作策略下，能兼顧抵禦外部衝擊的能力，同時亦能維護國內經濟的穩定發展與成長。

(4) 本行貨幣政策具相當透明度，有助管理民眾對未來通膨的預期：本行官網揭示 **CPI 年增率 0%~2% 的通膨率量化目標**，並定期公布 **通膨率預測值** 等數據，不僅可 **增強民眾對本行執行貨幣政策達成物價穩定最終目標的信心**，亦有助 **貨幣政策的可究責性**，此 **具有相當透明度** 的貨幣政策架構設計，有助 **管理民眾對未來通膨的預期**，進一步可 **提升貨幣政策效果**。

綜上所述，本行貨幣政策架構兼具效率性、靈活性與透明度，特別是在面對國際經濟變動時展現優異的應變能力與調控效率，此貨幣政策架構 **不僅符合國際間貨幣政策架構的發展趨勢**，更能因應台灣作為 **小型開放經濟體** 所面臨的挑戰。

附錄 經檢視本行貨幣政策三大操作策略及傳遞管道顯示，當前本行監控多元指標貨幣政策架構運作順暢，有助於達成貨幣政策最終目標

(一)利率管理：本行目前政策利率管理架構，有效調節市場資金及引導短天期市場利率於適度水準

1. 本行政策利率操作策略歷經 3 階段變革，目前為第 3 階段(2009 年 2 月迄今)，**操作利率為本行 28 天期存單發行利率，以重貼現率為本行政策利率管理架構之上限**，以本行**短天期存單利率為下限**；並運用**存款準備金制度**，影響銀行體系可用資金數量及信用創造能力，強化政策效果，以及透過**存單發行機制**，**有效調節資金及引導市場利率走向**。

(1)現行本行存單總計發行隔夜(ON)、7 天期、28 天期、91 天期、182 天期、364 天期及 2 年期等 7 種天期，除 ON 存單係採非公開發行方式(每日下午操作)外，其餘均採公開發行方式。

(2)本行存單採申購發行與標售發行兩種方式，其中 364 天期、2 年期存單係採標售發行，利率由市場決定；其餘天期存單(ON、7 天期、28 天期、91 天期、182 天期)係採申購發行，**申購發行利率則隨本行政策利率等幅調整**<sup>11</sup>。

2. 目前**本行存單發行期限以 28 天期為主，其利率為貨幣市場利率、銀行 1 個月期存款利率之主要訂價參考指標**<sup>12</sup>。此外，國內銀行放款利率係依據其存款利率(資金成本)及借款者信用條件加碼訂定，因此，本行存單發行利率**亦對銀行放款利率具一定程度之引導作用**。

(1)如**2022 年 3 月本行啟動升息循環**以來，**貨幣市場與存放款利率均足額反映本行升息幅度**(附表 4-1)<sup>13</sup>。

附表 4-1 2022 年 3 月以來本行政策利率調升 6 次之市場利率變動幅度 (2024/11(升息後)與 2022/2(升息前)比較)

利率別	本行利率		貨幣市場利率		五大銀行存放款利率	
	本行重貼現率	本行 28 天期存單	2~10 天附買回利率	30 天期商業本票次級市場利率	1 年期定存(機動)	新承作放款
升息幅度(百分點)	0.875	0.875	1.102	1.306	0.877	0.962*

註：\*係 2024/10 與 2022/2 資料比較。

資料來源：中央銀行、銀行公會金融業拆款中心、Bloomberg、證券櫃檯買賣中心

<sup>11</sup> 本行 ON 與 7 天期存單發行利率，主要係參考貨幣市場利率訂定；2022 年 6 月起，隨本行政策利率等幅調整。28 天期、91 天期及 182 天期存單發行利率，係隨本行政策利率調整，2022 年 3 月起為等幅調整。

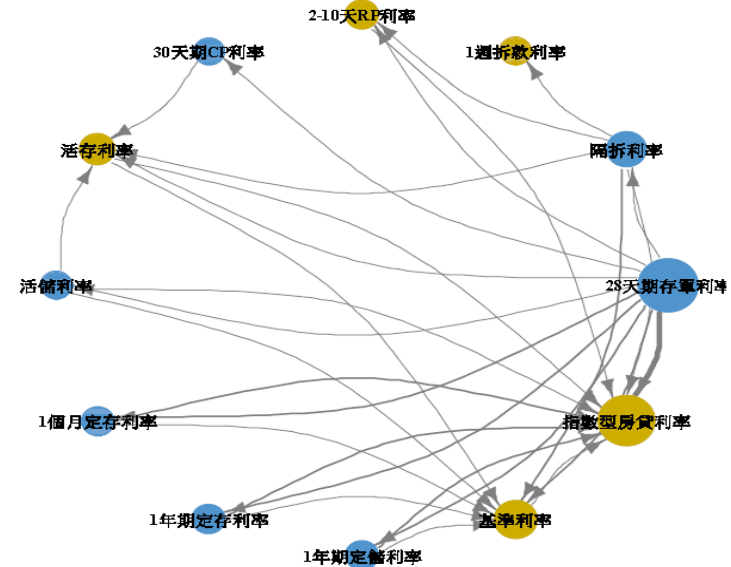
<sup>12</sup> 我國貨幣政策操作對象以銀行體系為主，本行存單發行利率成為銀行存款利率之訂價基準，其與美國以資本市場為主不同，Fed 調整政策利率時，市場利率會同步反應，惟美國銀行業之存款利率水準不一定同步變動。

<sup>13</sup> 另詳中央銀行(2024)，「有關短期市場利率多已足額反映政策利率升幅之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 19 日。

專欄 1：實證顯示，當前本行貨幣政策主要透過存單發行利率，有效傳遞至各種市場利率<sup>14</sup>

1. 本專欄計算各種利率之間**鏈結指數(connectedness index)**，用以評估彼此間的**傳遞**方向與影響程度<sup>15</sup>，並以**網絡圖**方式呈現(附圖 4-1)。
2. 當本行調整重貼現率時，本行**存單申購利率**隨之調整，**隔拆利率**則多在政策利率調整當日立即反應。網絡圖的結果顯示，本行**28 天期存單利率**與**隔拆利率**對各種貨幣市場利率與銀行存放款牌告利率**均有影響**，且在**2010 年以後**，**28 天期存單利率**對其他利率的影響則是**明顯大於隔拆利率**等其他利率，且傳遞程度進一步提升。顯示本行主要透過存單利率有效引導市場利率走向，傳遞貨幣政策效果。
  - 此結果亦顯示，現行**金融業隔拆利率**的重要性降低，**已不是本行主要操作目標**；金融業隔夜拆款市場主要作為**銀行調節準備金**之用。
3. 2~10 天期 RP 利率、30 天期 CP 利率、1 個月定存利率、1 年期定存利率與與 1 年期定儲利率除了受 28 天期存單利率與隔拆利率影響外，**也會進一步將央行貨幣政策傳遞至銀行放款基準利率與指數型房貸利率**。

附圖 4-1 2010 年 1 月初至 2024 年 4 月中利率鏈結指數所得到的網絡圖



註：1. **藍色節點**表示該利率影響其他利率的程度大於受其他利率影響的程度；**黃色節點**則代表該利率受到其他利率影響的程度大於影響其他利率的程度。  
 2. 連接線之**箭頭**代表**傳遞影響的方向**；連接線之**粗細**則反映**關連性程度之大小**。

資料來源：本行內部研究報告

<sup>14</sup> 參考本行內部研究報告；該報告使用週頻率的利率資料，應用 Diebold and Yilmaz (2014)提出的鏈結指數分析國內利率間的傳遞，全樣本期間為 2005 年 7 月至 2024 年 4 月中，並配合本行曾在不同時期調整利率操作策略，而以 2010 年 1 月做為利率操作架構顯著改變的時點區分為前段與後段樣本。全樣本期間鏈結指數模型的結果顯示，本行透過影響 28 天期存單利率與隔拆利率，將政策效果傳遞至各市場利率，其中 28 天期利率對銀行存放款利率影響較大，而隔拆利率則是對其他貨幣市場利率的傳遞效果較大。Diebold, F. X. and K. Yilmaz (2014), “On the Network Topology of Variance Decompositions: Measuring the Connectedness of Financial Firms,” *Journal of Econometrics*, 182, 119-134。

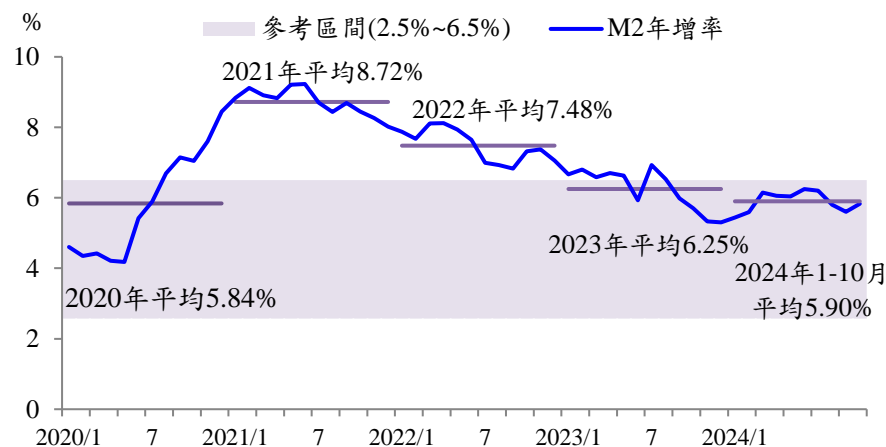
<sup>15</sup> 模型考慮的利率包含 28 天期存單利率、隔拆利率、1 週拆款利率、2~10 天附買回(RP)利率與 30 天期商業本票(CP)次級市場利率，以及 39 家本國銀行之平均活存利率、活儲利率、1 個月定存利率、1 年期定存機動利率、1 年期定儲機動利率、放款基準利率與指數型房貸利率。

(二)貨幣數量管理：2020 年以來，M2 年增率並無持續偏離參考區間之情形；M2 需求亦無結構性改變，M2 與產出及物價間的長期關係仍具穩定性；維持 M2 成長參考區間的作法，有助落實物價穩定與經濟金融穩定

1. 自 2020 年本行採行 M2 成長參考區間以來，除 2021 年與 2022 年 M2 實際年增率未落在參考區間內，2020 年與 2023 年 M2 實際年增率皆落在參考區間內；顯示該兩年 M2 年增率超出參考區間僅是短暫偏離，並無持續偏離之情形<sup>16</sup>(附圖 4-2)。

- (1) 2021、2022 年實際 M2 年增率超出參考區間，主要係因應 COVID-19 疫情，政府提供紓困貸款與振興方案期間，本行刻意維持貨幣寬鬆，協助經濟復甦。
- (2) 本年 1 至 10 月 M2 平均年增率續降為 5.90%。

附圖 4-2 M2 成長參考區間與實際成長情況



資料來源：中央銀行

2. 本行每年底針對當年 M2 成長情勢進行檢討，檢視參考區間的合宜性，並同時以貨幣需求函數模型及參考 ECB 作法推估次年貨幣需求<sup>17</sup>，實證顯示，本年 M2 需求成長率仍落在 2.5~6.5% 的成長參考區間，M2 需求無明顯結構性改變。
3. 另實證顯示，全球金融危機後，我國 M2 與物價的短期關係減弱<sup>18</sup>；惟 M2 與產出及物價間的長期關係仍具穩定性<sup>19</sup>。因此，鑑於 M2 具備中長期指標的特性，且蘊含金融信用存量的資訊，維持目前 M2 成長參考區間的作法—容許 M2 在適度的參考區間內變動，以因應總體經濟金融變數的不確定性，有助本行達成貨幣政策最終目標。

<sup>16</sup> 另詳中央銀行(2024)，「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。

<sup>17</sup> 貨幣需求函數模型的解釋變數包括：M2 貨幣需求前期值、經濟成長率、消費者物價上漲率與持有 M2 之機會成本等。以 ECB 做法估計 M2 成長參考值之計算公式：貨幣需求長期所得彈性×潛在產出成長率+可容忍的通膨率。

<sup>18</sup> 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。另檢視我國 M2 年增率與 CPI 年增率不同期間之相關係數，顯示近十年(2010 年 1 月至 2023 年 12 月)的兩者同期相關係數約為 0.25~0.38，兩者關係明顯弱化；然長期下，M2 年增率與 CPI 年增率的 24 與 36 個月移動平均同期相關係數分別達 0.81 與 0.88，顯示 M2 與 CPI 兩者關係密切，此外，亦發現 M2 年增率明顯領先於 CPI 年增率。

<sup>19</sup> 1992 至 2023 年間，採年資料或季資料，經濟成長率和物價漲幅合計與 M2 的成長率同向，同期相關係數約為 0.5~0.6。另 M2 與產出、物價之間具長期共整合關係。



(三)管理浮動匯率制度及外匯管理：長期以來，新台幣對美元波動度多小於主要貨幣；且本行調節匯市，採行對應沖銷銀行體系過多的流動性，並無銀行準備金氾濫的情形

1. 考量我國資本移動近乎完全自由化，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；本行自 1989 年 4 月起，採取較具彈性的管理浮動匯率制度。

(1)我國與瑞士、南韓等小型開放經濟體相同，匯率政策均保有較高之權衡性，並未設定匯率目標。

(2)新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但若有不規則因素(如短期資金大量進出)與季節因素(如股利發放旺季)，導致匯率過度波動或失序變動，而不利於經濟金融穩定之虞時，本行在必要時進入即期外匯市場採取逆風操作(leaning against the wind)維持外匯市場秩序，以緩和匯率的波動幅度，並增進外匯市場效率。

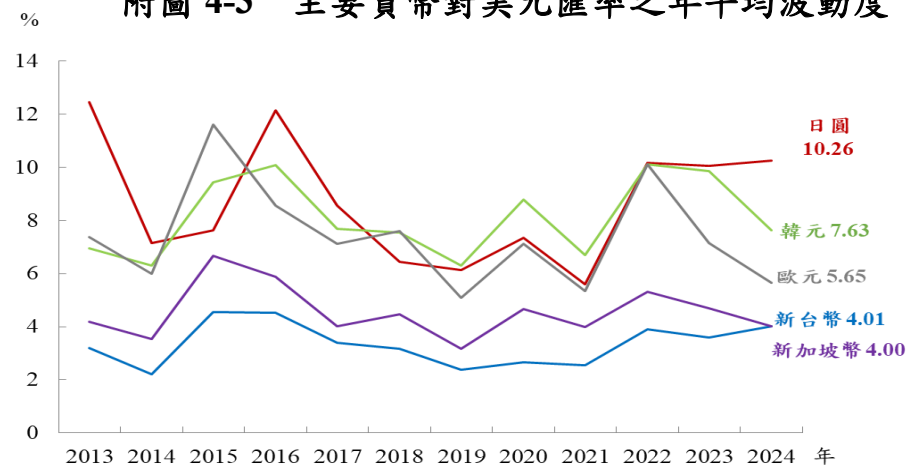
2. 本行在匯市雙向調節維持供需平衡，維持新台幣匯率動態穩定，以反映基本經濟金融情勢；長期以來，新台幣對美元波動度小於其他主要貨幣。

(1)為增進政策透明度，本行每半年定期公布淨買賣匯金額。

(2)為減少資本移動對匯率的影響，建立外匯管理機制，包括大額資金進出通報，掌握匯市供需；外資現金部位管理及監控；加強金融機構的匯率風險管理。

(3)長期以來，因應資本大量移動，本行依市場供需情況雙向進行調節，新台幣對美元波動度多小於日圓、韓元、歐元、新加坡幣等主要貨幣(附圖 4-3)。

附圖 4-3 主要貨幣對美元匯率之年平均波動度



註：1. 各幣別波動幅度係根據匯率變動計算過去 20 天期之標準差(並將其年率化)。

2. 波動幅度愈大，表示該幣別之匯率走勢較不穩定。

3. 2024 年平均波動度係該年 1/2 至 11/29 日資料平均。

資料來源：中央銀行

**專欄 2：實證顯示，本行採取管理浮動匯率制度有助物價與經濟穩定；且本行調節匯市，採行對應沖銷銀行體系過多的流動性，並無銀行準備金氾濫的情形**

為分析本行管理浮動匯率制度的成效與影響進行兩項實證：一為估計亞洲主要經濟體(台灣、新加坡、南韓、日本、中國大陸)的匯率反應函數，檢視各國匯率變動是否依據其經濟基本面進行調整；另一為評估亞洲主要經濟體(台灣、新加坡、南韓、中國大陸)外匯市場操作是否會影響國內準備貨幣及廣義貨幣總計數。實證結果如下：

1. 以貿易權數之名目有效匯率(NEER)估計匯率反應函數顯示<sup>20</sup>，長期間，台灣與新加坡匯率具反通膨與反景氣循環之特性。即當通膨高於央行目標值或通膨缺口擴大時，NEER 會上升(新台幣升值)以減輕物價上漲壓力；當實際產出高於潛在產出時，NEER 會上升以抑制過熱景氣(附表 4-2)；顯示本行管理浮動匯率制度有助達成物價與經濟穩定。
2. 以迴歸分析檢視央行的沖銷幅度顯示<sup>21</sup>，本行、南韓央行、新加坡金融管理局在近 20 年均採行接近完全沖銷的措施，顯示本行運用沖銷工具，能有效降低匯市干預對準備貨幣與廣義貨幣總計數的影響。當資金鉅額流入時，本行進場調節匯市，惟為避免其對國內銀行體系流動性造成影響，本行採行對應的沖銷操作，主要以發行定存單的方式收回資金。過去 20 年來，本行持續收回銀行體系過多的流動性，並無銀行準備金氾濫的情形，有效降低匯市調節對國內貨幣及金融市場的影響，在維護新台幣匯率穩定的同時，保有一定程度的貨幣政策自主性。

附表 4-2 台灣與其他亞洲四國匯率反應函數估計結果

經濟體	樣本期間	通膨缺口 係數( $\beta$ )	產出缺口 係數( $\gamma$ )	前期項 係數( $\rho$ )	J-test	R <sup>2</sup>
台灣	1994Q1~ 2024Q1	0.296** (0.147)	0.181** (0.075)	0.754*** (0.018)	12.796 [0.172]	0.638
新加坡	1994Q1~ 2024Q1	0.383*** (0.092)	0.076** (0.033)	0.729*** (0.019)	10.321 [0.325]	0.713
南韓	1994Q1~ 2024Q1	-1.378*** (0.371)	-0.422*** (0.136)	0.784*** (0.025)	6.315 [0.708]	0.588
日本	1994Q1~ 2024Q1	2.460*** (0.643)	-0.266 (0.323)	0.913*** (0.042)	11.172 [0.264]	0.690
中國大陸	1994Q1~ 2024Q1	0.218*** (0.063)	0.025 (0.046)	0.806*** (0.029)	13.516 [0.141]	0.681

註：\*\*\*、\*\*、\*分別表示估計值在 1%、5%、10%水準下顯著，( )內數值為標準誤。J-test 為 J 統計量，[ ]內數值為 p 值。

資料來源：本行內部研究報告

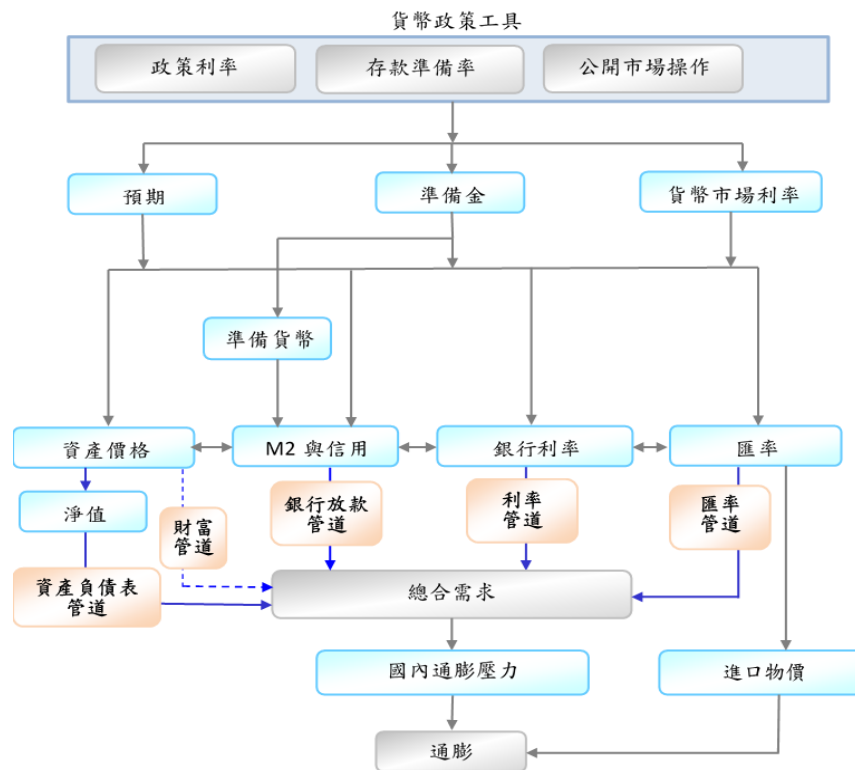
<sup>20</sup> 參考本行內部研究報告。有關新台幣匯率反應函數的模型設定方面，若央行搭配影響名目有效匯率之方式，作為達成政策最終目標的方法之一，則預期通膨缺口增加時，央行允許新台幣升值，以減輕物價上漲壓力，因此通膨缺口係數 $\beta > 0$ ；同理，在產出缺口上升時，央行亦以新台幣升值之方式來抑制出口，以壓抑過熱的景氣，因此產出缺口係數 $\gamma > 0$ 。

<sup>21</sup> 有關本行沖銷操作之實證說明，另詳中央銀行(2024)，「本行妥善管理銀行體系流動性之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，9月19日。

(四)本行貨幣政策傳遞機制：實證顯示，本行貨幣政策工具能透過各種傳遞管道，傳遞至實體經濟(產出與物價)；反映當前我國監控多元指標貨幣政策架構運作順暢，有助於達成貨幣政策最終目標

1. 採用結構向量自我迴歸(SVAR)模型進行基準模型(貨幣政策代理變數是本行 28 天期存單利率)與擴充模型(貨幣政策代理變數另納入存款準備率)的實證結果發現<sup>22</sup>，**銀行放款管道、利率管道、匯率管道及資產負債表管道**均顯著存在。顯示這些管道在台灣的貨幣政策傳遞機制扮演重要的角色(附圖 4-4)。
2. **貨幣政策的傳遞具落後且不固定**之特性，惟各管道的傳遞效果可供本行貨幣決策之參考。如本行可**透過升息防範景氣過熱**，而其對實質經濟活動的降溫效果，約落後 8 個月開始顯現，且該效果對中長期產出仍具顯著影響力；**存款準備率則對物價影響約落後 10 個月顯現**，且效果持續。

附圖 4-4 台灣的貨幣政策傳遞管道



註：1. ———→ 表示顯著之傳遞管道。  
 2. - - - - -→ 國內文獻多證實台灣財富管道效果小或不顯著，本文列出但未納入模型估計。  
 資料來源：本行內部研究報告

<sup>22</sup> 參考本行內部研究報告；由於過去國內文獻實證發現台灣財富效果較不顯著或影響不大，因此暫不考慮財富效果管道。本行可透過調整政策利率、存款準備率與公開市場操作等貨幣政策工具影響市場，考慮「全體貨幣機構與投資一對民間部門債權」(L)、本行 28 天期存單利率(R)、NEER(ER)及股價(SP)等 4 個中間變數，分別代表銀行放款、利率、匯率及資產負債表等 4 個不同傳遞管道。本行係透過政策利率影響市場利率以傳遞貨幣政策效果，而本行 28 天期存單利率隨政策利率變動，可代表貨幣政策態勢之轉變，故可以其衡量貨幣政策傳遞之利率管道。樣本期間為 2000 年 1 月至 2024 年 5 月，共 305 筆月資料。

(五)未來本行貨幣操作策略各環節仍可能面臨挑戰，本行將檢視貨幣政策架構合宜性，並持續精進溝通策略，使大眾更加理解本行貨幣政策架構的運作情形及貨幣政策決策的基礎，以增進大眾對本行的信任，從而強化貨幣政策的有效性。

1. 本行將持續關注主要經濟體貨幣政策架構之發展趨勢，以做為未來檢視本行貨幣政策架構之參考。
2. 因應金融市場情勢變動，適時調整本行利率操作策略(如持續檢討央行定存單發行機制，適時調整發行天期、頻率及規模等)，妥善維持本行政策利率管理架構之有效性。
3. 國際資金移動頻繁、金融科技創新，均可能造成 M2 年增率偏離參考區間。未來若有持續偏離參考區間或發生結構性改變，本行將加以檢討並適時調整。