

9 月 25 日央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行
103.9.25

前 言

為履行維持金融、物價與匯率穩定之法定職責，本行時時密切注意國內外經濟金融情勢變化，妥適運用政策工具，以達成政策目標。另一方面，外界對本行政策或有不同看法與意見，本行均加以搜集、分析與研判。**有值得採納之處，本行當虛心接受；而對於不實部分，亦必須對外說明，以免誤導視聽**，影響日後施政。

近日有論者認為：央行注重經濟發展、輕忽物價穩定；注意金融、匯率穩定，卻阻礙金融發展；匯率政策主宰貨幣政策，使貨幣政策失去自主性；追求盈餘，造成政策扭曲；也有論者質疑本行採行之貨幣目標機制等等。類此論點，可能係由於不瞭解**本行乃根據法定職責推動政策**，或不清楚**本行政策之理念及其內涵所造成**。茲就相關議題，說明如后，希望有助釋疑。

此外，本行近年發展金融基礎工程、推動金融服務業發展，近期開放 NDF 業務、強化房貸風險控管業務成效，以及我國國際收支金融帳淨流出等相關議題，各界亦多所關注，爰併予分析說明，俾供參閱。

目次	頁次
壹、新台幣匯率政策相關議題之說明	1
議題 1：論者認為，央行「重經濟發展，輕物價穩定」，為促進經濟成長，付出了物價上漲的代價？	1
議題 2：論者認為，央行為了維護金融與匯率穩定，阻礙金融發展？	3
議題 3：論者認為，匯率政策主宰貨幣政策，使貨幣政策失掉自主性？	7
議題 4：論者認為，央行為追求盈餘，減少沖銷及抑低沖銷利率，對貨幣與外匯政策造成扭曲？	9
議題 5：論者認為，實質有效匯率偏低使貿易條件下降？	10
貳、貨幣政策架構相關議題之說明	11
議題 1：為何央行需要制定明確的貨幣政策架構？	12
議題 2：論者認為，台灣採行貨幣目標化機制面臨諸多挑戰，應考慮改弦易轍？	15
議題 3：論者認為，央行宜由貨幣目標化機制改為通膨目標化機制？	23
參、完善金融基礎工程以利金融服務業之發展	27
一、成立台北外幣拆款市場	27
二、發展金融支付系統	29

三、建立台灣離岸人民幣市場	40
肆、房貸業務之說明	45
Q1：央行未進一步對工業區土地抵押貸款加以規範之考量因素？	45
Q2：央行採行不動產總體審慎措施以來，成效如何？	46
伍、開放 NDF 業務之說明	47
Q1：什麼是遠期外匯(DF)？什麼是無本金交割遠期外匯(NDF)？	47
Q2：遠期外匯交易及無本金交割遠期外匯交易對即期匯率之影響如何？	48
Q3：央行為何於 1998 年 5 月 25 日禁止國內法人在國內銀行承作新台幣 NDF 交易？	49
Q4：央行為何於 2014 年 9 月開放本國銀行海外分行申辦新台幣 NDF 業務？	55
Q5：新台幣 NDF 與選擇權(option)同屬高槓桿，為何國內客戶可以做選擇權，但 NDF 卻不行？	56
陸、我國國際收支金融帳淨流出之說明	59

壹、新台幣匯率政策之說明

議題 1：論者認為，央行「重經濟發展，輕物價穩定」，為促進經濟成長，付出了物價上漲的代價？

說明：

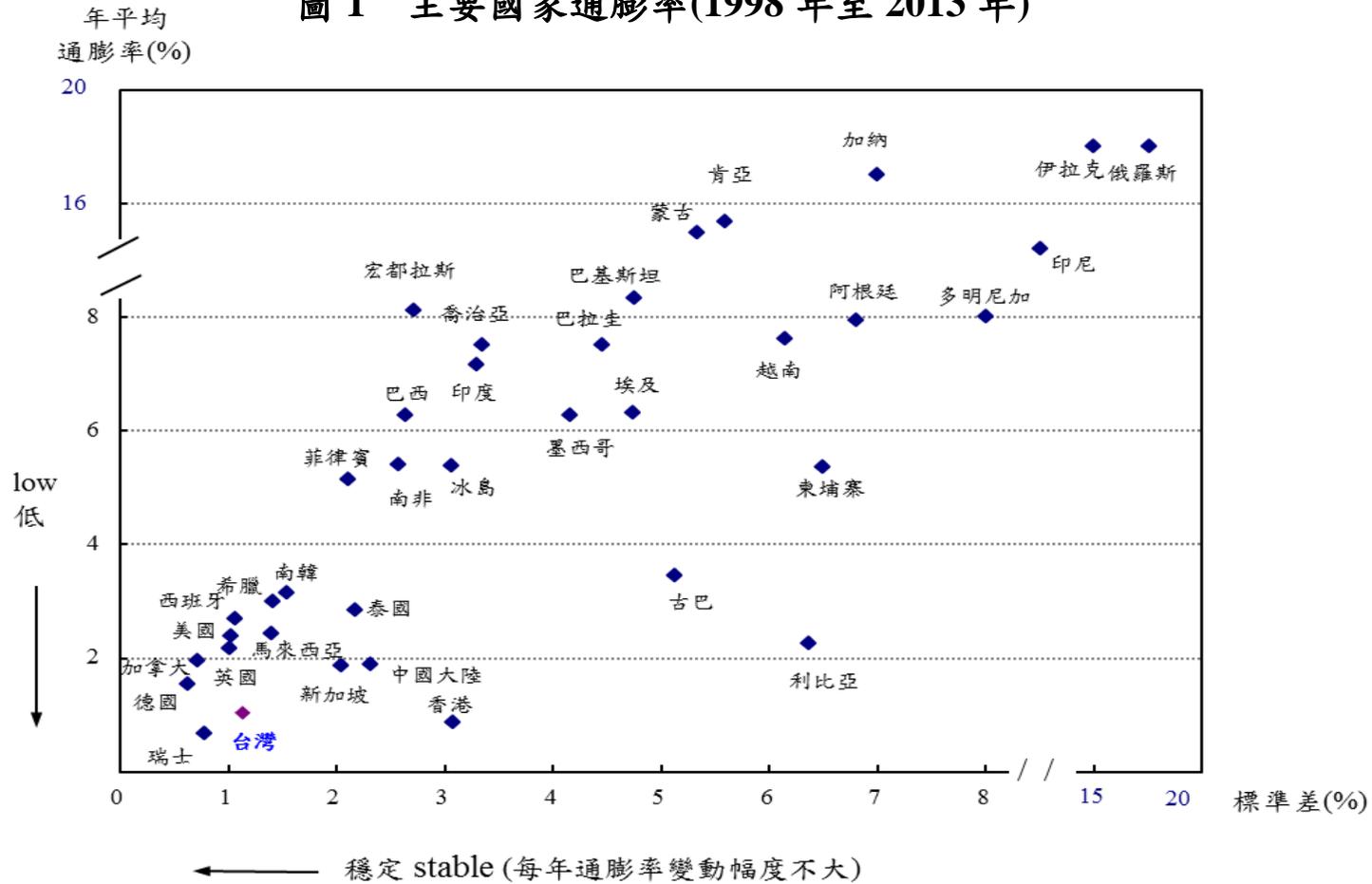
一、本行係依據法令規定，執行貨幣與外匯政策

根據「中央銀行法」第二條，本行的經營目標為：

- (一) 促進金融穩定。
- (二) 健全銀行業務。
- (三) 維護對內(物價)及對外幣值(匯率)之穩定。
- (四) 於上列目標範圍內，協助經濟之發展。

二、事實證明，本行是在物價穩定等前提下，協助促進經濟成長，並無「重經濟發展，輕物價穩定」的問題。與其他國家比較，台灣消費者物價平均漲幅相對低且穩定(low and stable)(見圖 1)。

圖 1 主要國家通膨率(1998 年至 2013 年)



三、本行十分重視資產價格，早在 2009 年 10 月起，即陸續採行金融類型的總體審慎措施，已促使房市信用成長回穩、銀行不動產貸款集中度降低，且新承做不動產房貸成數下降、利率上升。

議題 2：論者認為，央行為了維護金融與匯率穩定，阻礙金融發展？

—對涉及新台幣與外幣兌換的業務以及資金進出自由度等，仍維持不少管制，拖累金融發展

說明：

一、國際對匯率穩定與金融穩定重要性的共識

(一) 國際間咸認**金融危機**的代價過於龐大，各國**須更加關注金融穩定**¹。

(二) **匯率過度波動與失序**，會**危及金融穩定**，且可能對新興市場國家的經濟帶來傷害。

二、香港、新加坡及瑞士等均強調匯率穩定與金融穩定，無礙金融開放

(一) **匯率穩定與金融穩定是金融業務發展之基本條件**，而非阻礙因素。

(二) 香港、新加坡及瑞士均為**小型開放且貿易依存度高**的經濟體，均採取**匯率穩定政策**，**有助金融服務業發展，無礙金融中心之角色**。

三、匯率動態穩定與金融穩定有助台灣金融市場的開放與發展²

¹ Dallas Fed 保守估計，美國因本次危機的損失約為每年 GDP 的 40%~90%，總金額約 6 兆~14 兆美元，平均每人損失約 5 萬~12 萬美元；此外，危機還造成美國龐大的社會財富損失、國家社會心理層面的創傷、大規模失業所引發的技能浪費，以及政府因應危機的干預成本等。見 Atkinson, Tyler, David Luttrell and Harvey Rosenblum (2013), "How Bad Was It? The Costs and Consequences of the 2007-09 Financial Crisis," *Dallas Fed: Staff Papers*, No. 20, July.

² 詳參 7 月 18 日「6 月 26 日央行理監事會後記者會參考資料」增修版，有更完整的說明。

- (一)本行與金管會均有促進**金融穩定職責**，惟**本行**肩負**控管系統性風險**的職責，有別於金管會較側重個別金融機構的穩健經營。由於本行的金融開放措施或匯率政策，須考慮對整體經濟金融的衝擊，因此宜採**審慎開放、循序漸進**的方式。
- (二)本行與金管會在**兼顧金融與匯率穩定**下，近年已採行下列重要措施，**建立金融服務業發展之環境**，有助於銀行業提高經營績效與競爭力，促進我國金融服務業發展。

開放措施重點
● 2011年7月開放 OBU 辦理人民幣業務。
● 2012年8月建立兩岸貨幣清算機制，2013年2月開放外匯指定銀行 (DBU) 辦理人民幣業務。
● 2013年起推動強化台灣 人民幣回流機制 。
● 放寬外匯業務規定 ，例如2013年1月及9月兩度開放DBU辦理衍生性人民幣商品業務。
● 2013年3月 外幣結算平台 正式營運。
● 2013年6月 開放 證券商設立國際證券業務分公司 (OSU) 。
● 2013年迄今配合自由經濟示範區，大幅 放寬銀行及證券業 得辦理 業務及商品範圍 。
● 2014年9月1日開辦美元兌人民幣(台灣)即期匯率及利率定盤價作業。
● 2014年9月9日起開放本國銀行海外分行申辦新台幣無本金遠期外匯(NDF)業務。

四、持續開放外匯交易

(一) 不涉及新台幣兌換的外幣資金進出已完全自由。

(二) 涉及新台幣兌換的資金進出方面，有關商品與服務貿易的外匯收支，以及經主管機關核准的直接投資，其資金進出已完全自由。

(三) 外資投資國內證券只要在證交所完成登記手續，並無投資金額或資金匯入期限的限制。

五、涉及新台幣與外幣間相關金融商品已開放，有助金融業發展

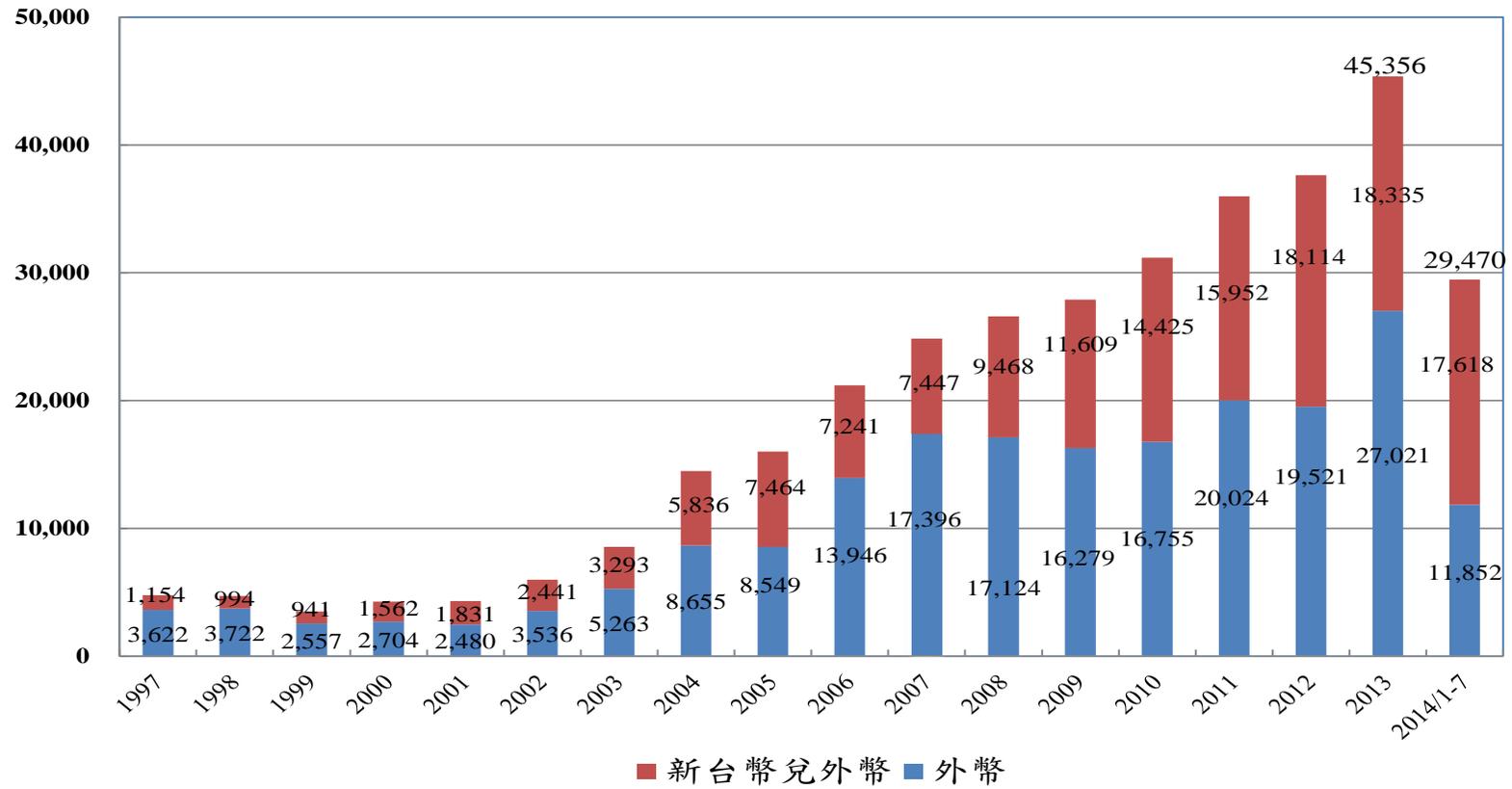
(一) 自 1991 年至 2014 年 8 月底已開放 DBU 辦理 29 種新金融商品，其中新台幣與外幣間之衍生性金融商品共計 5 種³，足供匯率避險需求。

(二) 自 2004 年以來，各項新金融商品交易量大幅成長，有助國內金融業發展(見圖 2)。

³ 新台幣與外幣間之衍生性金融商品共計 5 種：(1)遠期外匯；(2)新台幣與外幣間換匯交易；(3)無本金交割之新台幣與外幣間遠期外匯交易(承作對象限國內銀行間及自行海外分行)；(4)未限定期初、期末皆須交換本金之新台幣與外幣間換匯換利交易；(5)新台幣匯率選擇權。

圖 2 新金融商品交易量

億美元



議題 3：論者認為，匯率政策主宰貨幣政策，使貨幣政策失掉自主性？

說明：

一、根據不可能的**三位一體**(the impossible trinity)原則，**固定匯率、資本自由移動與貨幣自主性等三個目標不可能同時達成。**

(一)外界因而認為在資本自由移動下，若採浮動匯率，貨幣政策才有自主性。

(二)但浮動匯率下的貨幣自主性，係以匯率的波動起伏為代價⁴，卻非小型開放經濟體所能承受。

二、**新興經濟體多採取管理浮動匯率制度，並實施若干程度的資本管理，以兼顧匯率穩定，並達成部分貨幣自主性，台灣亦然⁵。**

事實上，就政策面的角度，**匯率政策與貨幣政策是等量齊觀**。所謂一個匯率政策主宰另一個貨幣政策的說法，是外界誤解。

⁴ 不可能的三位一體原則來自於國際總體經濟學中有名的 Mundell-Fleming 模型分析結果。根據該模型，在浮動匯率下，貨幣政策其實係透過改變匯率而影響國內經濟，而達成貨幣自主性。又貨幣政策固然可以暫時改變利率而影響投資，但在資本自由移動下，國內利率最終仍會與國外利率看齊。

⁵ 根據 Ito and Kawai (2012)編製的三難指數顯示，包括台灣在內的新興經濟體多選擇追求三個目標皆部分達成。可參閱 Ito, H. and M. Kawai (2012), “New Measures of the Trilemma Hypothesis: Implications for Asia,” *ADB Working Paper Series* No. 381, Asian Development Bank Institute 圖 4a 與 4b。

三、浮動匯率可以達成貨幣自主性之說，近年來受到很大的挑戰

- (一) 國際總體經濟學新銳學者 Rey(2013)從其跨國實證發現⁶，大國貨幣政策的影響力，會透過跨國資本移動波及其他國家，造成**全球金融循環**(global financial cycle)，嚴重影響各國貨幣、信用情勢，並使經濟脫離了基本面。
- (二) 一國的貨幣情勢會深受國際資本自由移動以及跨國金融機構槓桿操作的影響，即使採浮動匯率也無法達成貨幣政策自主性。

四、從不可能的**三位一體**(the impossible trinity)到無法協調的**二元對立**(the irreconcilable duo)

- (一) Rey 認為，與其說是不可能的三位一體，不如說是**全球金融循環與貨幣政策自主性之間無法調和的二元對立**。簡單講，**跨國資本移動才是影響貨幣政策自主性最重要的因素**。
- (二) Rey 建議直接針對過度槓桿操作與信用成長的源頭，採取必要的行動，包括**針對性的資本管制**(targeted capital control)、**總體審慎政策與限制金融機構的槓桿操作**等。

五、本行維持新台幣匯率動態穩定，可消除一部分投機性跨國資本移動，以促進經濟金融穩定。

⁶ 參閱 Rey, H. (2013), "Dilemma or Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," paper prepared for the 2013 *Economic Policy Symposium*, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 13.

由於該文以及其他研究的貢獻，Rey 於 2014 年 9 月 9 日獲頒德國、瑞士與奧地利三國央行聯合成立的首屆 **Carl Menger 研究獎**，IMF 也於該月評選 Rey 為 45 歲以下全球最具影響力的 25 位經濟學家之一。

議題 4：論者認為，央行為追求盈餘，減少沖銷及抑低沖銷利率，對貨幣與外匯政策造成扭曲？

說明：

- 一、本行匯率政策為：在**偶發性因素**或**季節性因素**致匯率波動過大或發生失序，而有危及金融穩定之虞時，**本行才會進場維持匯市秩序**。此為**各國央行職責**，並不是基於國庫盈餘的考量。
- 二、本行為控制貨幣數量，多年來透過公開市場操作，積極採取沖銷操作，因此貨幣成長均維持於合理目標範圍內。如有論者指稱減少沖銷的情況，則 M2 成長率早就超過目標區。
- 三、本行定存單標售利率係採公開競標，並由投標人共同決定，本行完全是利率接受者，何來抑低沖銷利率之說呢？故並無所謂抑低沖銷利率的問題。

論者意見	事實
減少沖銷	銀行 超額準備 維持在 200 億至 300 億元的 適中 水準， 並未減少沖銷 。
抑低沖銷利率	定存單標售 利率 由 市場決定 本行並 對銀行 應提準備金之乙戶 支付利息 } 並未抑低沖銷利率

- 四、本行持有的外幣資產(或稱外匯)，其報酬率主要係由外國決定，因此本行的盈餘，具有高度不確定性。1987 至 1990 年間即曾無盈餘。本行經管的外幣資產，係國家對外交易的營運資金；本行同仁必須在滿足安全及流動性的要求下，戮力提升其報酬率。

議題 5：論者認為，新台幣實質有效匯率偏低使貿易條件下降？

說明：

一、貿易條件(terms of trade；TOT) = $\frac{P_x(\text{出口價格})}{P_m(\text{進口價格})}$ ，表示一單位出口品能換取進口品的單位數。

二、台灣貿易條件深受國際原物料價格影響

- (一) 台灣以資訊電子科技產品為出口主力，由於市場競爭激烈，出口價格不易上升。進口則以原物料為大宗，多年來，進口價格漲多跌少。
- (二) 南韓及日本亦仰賴原油進口，貿易條件與台灣類似，多呈惡化；資源豐富國家，如 OPEC 國家、澳洲及巴西，貿易條件則明顯改善。

三、貿易條件是實質匯率的解釋變數

- (一) 國際研究多認為，「貿易條件為實質匯率(RER)的解釋變數」，而不是「匯率影響貿易條件」⁷，即 $RER = f(TOT, \dots)$ ，而不是 $TOT = f(RER, \dots)$ 。
- (二) 近期加拿大央行總裁 Stephen S. Poloz 及紐西蘭央行總裁 Graeme Wheeler 分別表示，貿易條件已是影響加元及紐幣匯率的重要因素⁸。

四、貿易條件為實質有效匯率的解釋變數，這是很淺顯易懂的事情；卻有論者倒果為因，令人遺憾。

⁷ 詳 International Monetary Fund (2012), “Real Exchange Rates: What Money Can Buy”, March 28、Camarero et al. (2007)整理國際間近 10 篇論文、Coudert et al. (2008)對 68 個國家 1980~2007 年資料之實證分析、美國 Rosenberg (2003)及加拿大 Bergen (2010)，中央銀行 2011 年 10 月 5 日新聞參考資料。

⁸ 詳 Bank of Canada (2014), “Economic Adjustments Will Bring Benefits to All, Says Bank of Canada Governor Stephen S. Poloz”, April 24、ForexLive (2014), “Bank of Canada’s Governor Poloz: Terms of Trade Has Been an Important Driver of the CAD”, April 30，以及 Central Banking (2014), “RBNZ’s Wheeler Threatens Currency Intervention”, May 7。

貳、貨幣政策架構相關議題之說明

近來國內**若干論者主張**，央行所採行以 M2 為中間目標(intermediate target)之**貨幣目標化(monetary targeting)**機制已**不合時宜**，應進行檢討；甚至有論者認為，可考慮改採國際間之前甚為流行的通膨目標化(inflation targeting)機制。事實上，各國貨幣政策架構(monetary policy framework)因經濟結構的差異、金融市場之發展及金融制度之變革，而有所不同，並**沒有一體適用的最適貨幣政策架構**。

本行所實施的**貨幣目標化機制**，歷史相當長久，近年來**實施情況良好**，物價均能維持低且穩定，因此現階段似無改弦易轍之必要。實務上，本行除**貨幣總計數**外，仍關注**通膨預期、匯率走勢、信用狀況、資產價格及產出缺口**等重要經濟金融指標，堪稱係採「**折衷的貨幣目標化**」(eclectic monetary targeting)機制；與**IMF 稱美國 Fed、歐洲中央銀行(ECB)**係採「**折衷的通膨目標化**」(eclectic inflation targeting)機制，**概念上一致**。至於若干論者建議，本行或可改採通膨目標化機制，惟歷經**全球金融危機已證實**此一機制存在諸多缺陷；且經濟學者普遍認為，**通膨目標化機制宜修正或放棄**，恐**非理想的貨幣政策架構**。

國際清算銀行(**BIS**)最新的研究指出，歷經全球金融危機後顯示，一個**理想的貨幣政策架構**，除應能**促進總體經濟穩定**外，亦須增加對貨幣、信用成長與資產價格等金融因子的回應，亦即尚須**兼顧匯率穩定、金融穩定**。以此觀之，**央行現行的貨幣政策架構，完全符合此一要求**。

為期外界瞭解本行貨幣目標化機制的實施情形，以及全球金融危機後，國際間有關貨幣政策架構的最新發展，特別提出相關議題與說明，供各界參考。

議題 1：為何央行需要制定明確的貨幣政策架構？

說明：

一、貨幣政策架構的功能與目的

- (一)先進國家的央行為達成其法定職責(例如維持物價穩定)，需要有一明確的制度性安排(institutional arrangement)，此即一般所稱的貨幣政策架構。
- (二)完整的貨幣政策架構，至少應包括：央行可動用哪些貨幣政策工具(instruments)、透過何種操作程序(operation procedures)，以實現「中央銀行法」所賦予的最終目標(goals)之職責。因此，貨幣政策架構所扮演的功能，便是提供經濟體系有效的名目制約(nominal anchor)，藉由設立明確的短期目標(如設定貨幣總計數成長目標區)，據以引導外界的正確預期，來實現物價穩定的最終目標。
- (三)一個好的貨幣政策架構，可強化央行與外界的溝通、制約大眾的通膨預期；同時，促使央行在執行貨幣政策時，提高其透明化(transparency)與權責化(accountability)的要求，有助於最終目標的實現。

二、並無放諸四海皆準的貨幣政策架構

- (一)由於歷史因素、經濟結構的差異、金融市場之發展及金融制度之不同，各國央行的貨幣政策架構不盡相同。
- (二)前 Fed 理事、哥倫比亞大學教授 Frederic S. Mishkin 認為，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。至於一個成功的目標化機制，應涵蓋彈性化、透明化及權責化等三項特性⁹。
- (三)本行彭總裁曾於 2005 年第 4 季理監事會議後的記者會上指出，貨幣政策不能像穿衣服一樣跟隨流行，而應選擇適合自己的衣服。央行應該思考要用什麼樣的工具達到最終目標，而非國外採行通膨目標化機制就逕行跟隨。

⁹ Mishkin, Frederic S.(1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," *Journal of Monetary Economics*, 43, pp. 579-605.

三、不同的貨幣政策架構各有優劣

(一)國際間較常見的**貨幣政策架構**，大致可分為**匯率目標化**(exchange rate targeting)、**貨幣目標化與通膨目標化機制**，各有優缺點(見表 1)。

(二)IMF 統計¹⁰，截至上(2013)年 4 月底止，其會員國中採匯率目標化機制者有 92 國，貨幣目標化機制者有 26 國，通膨目標化機制者有 34 國，其他類型者(釘住多項名目指標)則有 39 國。

表 1 國際間常見的三種貨幣政策架構

貨幣政策架構	優點	缺點
匯率目標化	<ol style="list-style-type: none">1.以匯率作為名目制約，可穩定一國貿易財價格，有助直接控制國內通膨。2.增強國人對本國通貨的信心。	<ol style="list-style-type: none">1.若匯率的調整缺乏彈性，易遭受投機性攻擊。2.匯率的逐日變化無法反映貨幣政策動向訊息。
貨幣目標化	<ol style="list-style-type: none">1.央行可透過調節貨幣數量，因應國內經濟金融情勢的變化，貨幣政策較具自主性。2.以貨幣總計數做為中間目標，有助央行及時採行適當的貨幣政策，避免延誤政策執行時機。3.貨幣目標可明確傳達央行之政策方向。	<ol style="list-style-type: none">1.若貨幣所得流通速度不穩定，即使貨幣目標達成，亦不確保最終目標可實現。2.金融創新商品推陳出新，貨幣定義不易界定。
通膨目標化	<ol style="list-style-type: none">1.通膨目標易為社會大眾理解，且目標明確、透明度高。2.無須仰賴穩定的貨幣與通膨關係。3.提高央行權責化。4.強迫決策者具前瞻性，避免決策侷限於當前經濟情勢。5.降低通膨衝擊的影響。	<ol style="list-style-type: none">1.對於是否達成目標，存在訊息遲延的問題。2.通膨率不易預測。3.影響通膨率的因素眾多，央行不易控制。4.可能存在法則過於僵固、缺乏彈性的問題。5.無法確保金融穩定。

資料來源：Mishkin, Frederic S.(1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," *Journal of Monetary Economics*, 43, pp. 579-605.

¹⁰ IMF(2013), "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2013," *IMF*, Oct.

議題 2：論者認為，台灣採行貨幣目標化機制面臨諸多挑戰，應考慮改弦易轍？

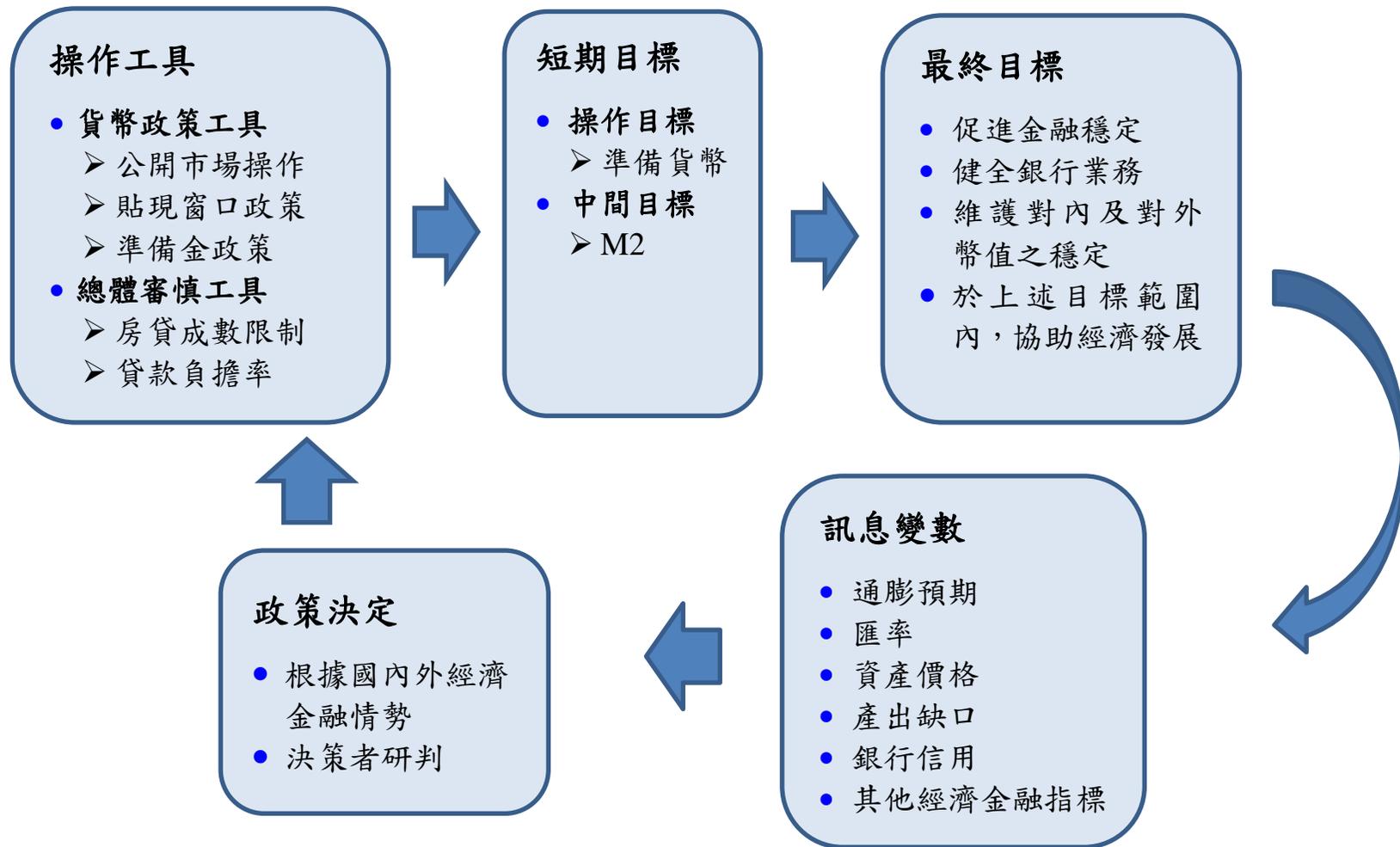
說明：

一、本行採貨幣目標化機制以來，大多數年度均能維持物價低且穩定

(一)本行採以 M2 為中間目標的貨幣目標化機制

- 1.本行自 1990 年代初起即正式採行貨幣目標化機制，透過調節準備貨幣，以貨幣總計數 M2 為中間目標，據以達成「中央銀行法」所訂定之職責：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，協助經濟之發展。
- 2.簡言之，本行係以準備貨幣為操作目標，貨幣總計數 M2 為中間目標；至於最終目標則為物價穩定、金融穩定及經濟成長，且明訂先後次序(見圖 3)。

圖 3 台灣的貨幣政策架構



(二)挑選 M2 為中間目標的理由

1.作為中間目標的變數，須具備三要件：

要件	說明
相關性	充當中間目標的變數，必須與最終目標變數有明確的因果關係；亦即中間目標變數是因，最終目標變數是果。
可控性	央行對該中間目標變數需有足夠的控制能力，亦即須是央行政策工具所能影響者。
可測性	該變數必須有明確定義，具備可以精確計算且迅速衡量的特性。

2.過去本行根據上述三個條件，所進行的實證分析顯示，M2 最適合作為台灣貨幣政策架構的中間目標。

3.實務上，各國央行均發布數個不同定義的貨幣總計數，各種貨幣總計數所提供的訊息內容並不完全相同。目前本行以 M2 作為貨幣政策中間目標，主因 M2 與物價及經濟活動間的長期關係，較為密切且穩定。

(三)本行 M2 成長目標區的訂定與檢討

- 1.本行每年底以經濟計量方法估計貨幣需求函數，參酌主計總處預估的經濟成長率、通膨率及制度因素後，設定次年的貨幣成長目標區；並透過學者專家座談會，徵詢外界專業意見，再經審慎評估後提交理事會討論，核定次年的 M2 成長目標範圍，做為貨幣政策操作的基本方針。
- 2.此外，本行並定期將貨幣成長目標區的設定說明，以及學者專家參與座談會的會議紀錄，刊載於中央銀行季刊，供外界參考。每年年中並定期檢討目標區達成情況，如因特殊原因致未能達成原先所設定的目標，將對外說明原因與因應對策，落實貨幣政策架構的透明化與職責化。
- 3.附帶一提者，2008 年間，因 M2 的成長與成長目標區的設定，面臨較大的不確定性，本行曾由楊副總裁金龍擔任召集人，責成當時的經研處嚴處長宗大組成專案小組進行檢討，成員包括梁理事明義、梁教授發進、黃教授朝熙及多位本行相關人員；研議結果認為，以 M2 為中間目標的貨幣政策架構仍具價值，不宜倉促調整，須再觀察一段時間。其後發展顯示，M2 並未出現結構性的問題，因此本行並無改變貨幣政策架構的必要性。

(四) 實施成效：近年來台灣物價維持低而穩定

1. 本行採貨幣目標化架構以來，**大多數年度 M2 成長率的實際值皆落在成長目標範圍內**(見圖 4)，**物價均能維持低而穩定**(見表 2)。
2. 本行雖採貨幣目標化架構，但**實務上除貨幣總計數外，仍關注通膨預期、匯率走勢、信用狀況、資產價格及產出缺口**等重要經濟金融指標，**堪稱係採「彈性的貨幣目標化」**(flexible monetary targeting)機制**或「折衷的貨幣目標化」**(eclectic monetary targeting)機制。

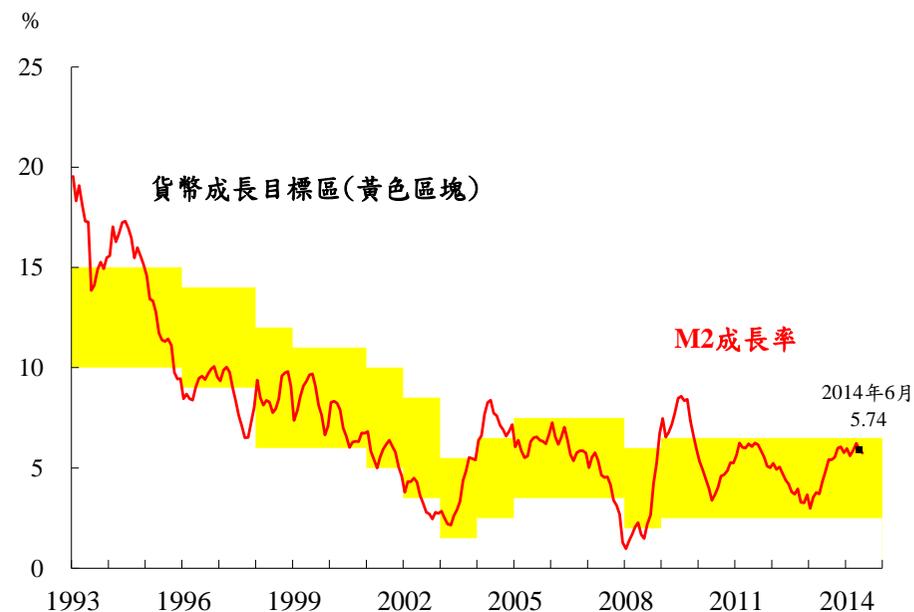
表 2 M2 年增率 ≈ 實質 GDP 成長率+ CPI 年增率

單位：%

年平均	GDP 成長率 (a)	CPI 年增率 (b)	GDP 成長率+CPI 年增率 =(a)+(b)	M2 年增率
1995-2013	4.19	1.28	5.48	6.28
2001-2013	3.62	1.05	4.66	5.09
2003-2013	3.95	1.25	5.20	5.18
2008-2013	2.91	1.29	4.20	4.91

資料來源：主計總處

圖 4 近年台灣 M2 年增率落在成長目標區



二、金融創新雖可能使貨幣需求函數不穩定，但台灣 M2 與通膨間的長期關係並未遭破壞

(一)過去，諸多央行因貨幣需求函數不穩定，選擇放棄貨幣目標化

- 1.採用貨幣目標化架構的關鍵在於貨幣與所得、物價間須具有長期且穩定的關係；換言之，穩定的貨幣需求函數，是貨幣總計數得以充當貨幣政策中間目標之先決條件。
- 2.在貨幣學派極盛的 1980 年代初期，貨幣目標化架構曾是國際間最受青睞的貨幣政策架構，但隨著金融創新發展與金融管制鬆綁，主要國家貨幣總計數與經濟活動似已喪失早期的穩定關係。及至 1980 年代後期，許多先進國家(如加拿大、英國、澳大利亞、美國、法國)央行遂陸續放棄貨幣目標化機制。
- 3.晚近研究指出，**儘管金融創新使貨幣成長與通膨間的短期關係難以掌握，其實並未改變貨幣與通膨間具有長期關係的事實。過去之所以認定貨幣與經濟活動已喪失長期關係，主要係因貨幣衡量有問題或模型設定不正確**所致。ECB(2010)甚至認為，即使貨幣需求函數不穩定，亦不妨礙貨幣數量學說的成立¹¹。

¹¹ ECB (2010), "Enhancing Monetary Analysis," *ECB*, Sep.

(二)全球金融危機後，貨幣總計數的重要性再受國際間央行重視

- 1.近期針對美國與 G7 的研究發現，貨幣與物價間的長期穩定關係依舊成立。著名經濟學家 **McCallum and Nelson(2010)**認為¹²，不宜因衡量貨幣的困難度提高，逕自放棄對貨幣總計數的分析，應設法改善貨幣總計數的衡量方式。
- 2.全球金融危機亦喚醒學界與央行對貨幣的重視，認為過去的新凱因斯學派總體經濟模型中，因未納入貨幣致有嚴重缺陷，亦即所謂的「無貨幣模型」(models without money)架構，由於無法正確描繪經濟運作，因此未能預測到危機，未來須對此加以修正。
- 3.全球金融危機後，各國央行已加強對貨幣總計數的研究與分析。以 ECB 為例，該行全面強化貨幣分析的方法，建構數個穩定的貨幣需求函數模型。ECB 表示，由於大環境益趨複雜且不斷變化，沒有單一模型能適用所有情況，必須在貨幣分析上持續投注心力；因歷史經驗顯示，忽視貨幣會付出龐大代價。

¹² McCallum, Bennett T. and Edward Nelson (2010), "Money and Inflation: Some Critical Issues," in Benjamin M. Friedman and Michael Woodford, eds., *Handbook of Monetary Economics*. Volume 3, 98-153.

(三) 台灣 M2 的貨幣需求函數大致維持穩定

1. 根據台灣的實證研究指出，M2 變動對於通膨走勢可提供央行有用訊息¹³，且金融創新對 M2 的影響並不顯著¹⁴。由於台灣 M2 的貨幣需求函數依舊穩定，截至目前為止，仍符合做為貨幣目標化機制的先決條件。
2. 為因應金融創新與全球金融市場整合，可能導致貨幣需求函數不穩定的情況，本行定期檢視貨幣定義、貨幣需求函數的設定，以及應用具效力的計量方法，俾求得理論與實證兼具的貨幣需求函數。

¹³ 吳懿娟 (2006)，「我國貨幣需求穩定性之探討」，*中央銀行季刊*，第二十八卷第三期，頁 5-48。

¹⁴ 吳中書 (2009)，「論台灣貨幣需求函數」，*經濟論文叢刊*，第三百七十一卷第二期，頁 23-52。

議題 3：論者認為，央行宜由貨幣目標化機制改為通膨目標化機制？

說明：

一、何謂通膨目標化機制？

(一)1989 年 12 月紐西蘭率先採行**通膨目標化機制**以來，該機制**成為國際間主流的貨幣政策架構**，迄全球金融危機爆發前，共有 27 國(包括 9 個工業國家及 18 個開發中及新興市場國家)採行完全的通膨目標化(full-fledged inflation targeting)機制。

(二)完全的通膨目標化機制具有下列的主要特徵：

1. 選定擬控制之明確的物價指數。
2. 設定明確的通膨目標值或區間(介於 1%~3%，平均值約為 2%)。
3. 宣布明確的控制期間(通常為 2 年)。
4. 沒有明確的中間目標變數(一般認為，通膨預測值就是此一機制的中間目標)。
5. 以銀行間市場的隔夜利率為操作目標(operating target)。
6. 定期公布「通膨報告書」(Inflation Report)。
7. 錯失通膨目標的權責化機制。以英國為例，由於通膨目標由財政部設定，因此一旦實際通膨率偏離目標逾 1%，BoE 總裁須致函財長，解釋偏離的原因與因應措施。

二、全球金融危機爆發後，通膨目標化機制飽受各界批評

(一) 論者認為，通膨目標化機制需為全球金融危機負責

1. 2008 年全球金融危機爆發後，「**完全的通膨目標化**」機制被視為是「**嚴格的通膨目標化**」(strict inflation targeting) 機制，因**過度專注於物價穩定，忽視金融穩定**，甚至**遭外界批評為助長危機**的成因之一。
2. 德國的研究指出，1990 年代及 2000 年代美國等主要國家央行所採行之通膨目標化政策，確實導致信用過度成長，最終引發金融不穩定與金融危機¹⁵。

(二) 若干學者甚至認為，通膨目標化機制並非理想的貨幣政策架構，應考慮放棄

1. **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**肇致本次金融危機的成因**之一。Stiglitz 指出，目前採行通膨目標化機制的國家，其通膨類型多屬輸入性通膨，升息對抑制輸入性通膨的效果有限。Stiglitz 並呼籲，**應放棄通膨目標化機制**¹⁶。
2. **哈佛大學經濟學教授 Jeffrey Frankel** 則直接宣告**通膨目標化機制的死訊**¹⁷。Frankel 解釋，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，另一個重大傷害，則是**對供給面衝擊及貿易條件**(terms of trade；TOT)**衝擊的回應不妥適**。

¹⁵ Biggs, Michael and Thomas Mayer (2012), "How Central Banks Contributed to the Financial Crisis," *VoxEU*, Sept. 10.

¹⁶ Stiglitz, Joseph (2008), "The Failure of Inflation Targeting," *Project Syndicate*, May 6.; 以及 Parker, Faranaaz (2009), "Stiglitz Slams Inflation-targeting," *Mail & Guardian Online*, July 9.

¹⁷ Frankel, Jeffrey (2012), "The Death of Inflation Targeting," *Project Syndicate*, May 16.

三、金融危機後貨幣政策架構的發展趨勢

(一) 改採「彈性的通膨目標化」機制，或「折衷的通膨目標化」機制

1. 通膨目標化機制的支持者認為，「**嚴格的通膨目標化**」機制或許有嚴重缺陷，但**只要加以修正**，例如從單純考慮實際通膨率，**擴充至增加對貨幣、信用成長與資產價格等金融因子的回應**，亦即改採「**彈性的通膨目標化**」(flexible inflation targeting)機制，則通膨目標化機制仍可存活下來。
2. **目前紐西蘭、加拿大與英國均宣稱改採彈性的通膨目標化機制**。以紐西蘭央行為例，2012年該行與紐西蘭財政部簽訂的「政策目標協定」中，雖仍以維持價格穩定為目標，但若出現暫時的經濟衝擊時，央行可容忍通膨率偏離目標值一段期間，以穩定產出成長。此外，金融穩定的重要性提高，新版協定明白指出央行須監控資產價格，制定貨幣政策時，亦須將金融體系的健全與效率納入考量，亦即必要時，央行可採逆勢的貨幣政策，抑制金融不平衡。
3. 至於**美國 Fed 與 ECB**，雖不是採完全的或彈性的通膨目標化機制，但**根據 IMF 的分類**¹⁸，係將之歸類為「**折衷的通膨目標化**」(eclectic inflation targeting)機制；係因彼等央行除物價穩定外，還**肩負其他目標**，雖沒有明確的通膨目標化架構，但因央行維持通膨低且穩定的紀錄良好，可信度很高，因而保有同時達成產出穩定與物價穩定的彈性。以此觀之，**本行所採行之「彈性的貨幣目標化」機制，其實相當類似於「折衷的通膨目標化」機制**。

¹⁸ Carare, Alina and Mark R. Stone(2003), "Inflation Targeting Regimes," *IMF Working Paper*, Jan.

(二)新興市場國家的貨幣政策架構，須考量總體經濟穩定、金融穩定及匯率穩定

- 1.前智利財長、現為美國哥倫比亞大學教授的 Andrés Velasco 表示¹⁹，亞洲及拉丁美洲國家央行自 1990 年代開始採行通膨目標化機制以來，就一直面臨著資本流入與匯價升值、如何確保貨幣政策能夠滿足維持金融穩定所需、央行擔任最後貸款者角色等三大難題。
- 2.Velasco 建議，後危機時代的新興市場國家不應再採簡單且一體適用的法則，彼等所需的貨幣政策架構，須能明確考量資本移動的波動性、資產價格的偏離性(包括外國通貨的價格，也就是匯價)，以及這兩者所造成的金融不穩定。
- 3.國際清算銀行(BIS)則指出²⁰，鑒於新興亞洲與全球金融體系的整合程度加深，全球金融循環的波動對於新興亞洲有重大影響，其中資本移動對各國的金融循環影響尤深，彼等央行應考慮採行 3 支柱的貨幣政策架構：

第 1 支柱為傳統的短期總體經濟穩定，央行須在通膨率與經濟產出間做出取捨；

第 2 支柱為金融穩定，避免央行僅專注物價穩定，忽略金融穩定；

第 3 支柱為匯率管理，為避免匯率過度波動，央行可干預匯市。

¹⁹ Velasco, Andrés(2013), “Monetary Regime Transition in the Emerging World” *Project Syndicate*, Jan. 7.

²⁰ Filardo, Andrew, Hans Genberg and Boris Hofmann (2014), “Monetary Analysis and the Global Financial Cycle: An Asian Central Bank Perspective,” BIS Working Papers No. 463, Sep.

參、完善金融基礎工程以利金融服務業之發展

健全金融基礎工程有利於金融服務業發展及金融穩定。爰本行早自 1989 年即成立台北外幣拆款市場，1995 年起復陸續建構安全及有效率的金融支付系統，近年則積極推動離岸人民幣市場之各項工程。

一、成立台北外幣拆款市場

(一)提供本國銀行就近在國內拆借外幣

1. **早期**本國銀行為籌措外幣資金，**須至新加坡市場拆借**。
2. 為便利本國銀行**就近在國內調度資金**，本行於 **1989 年 8 月** 成立台北外幣拆款市場。
3. 目前市場**近 50%**的資金來自國內(見圖 5)，而運用在國內的資金則**近 90%**(見圖 6)。

圖5 外幣拆款市場資金來源地區別

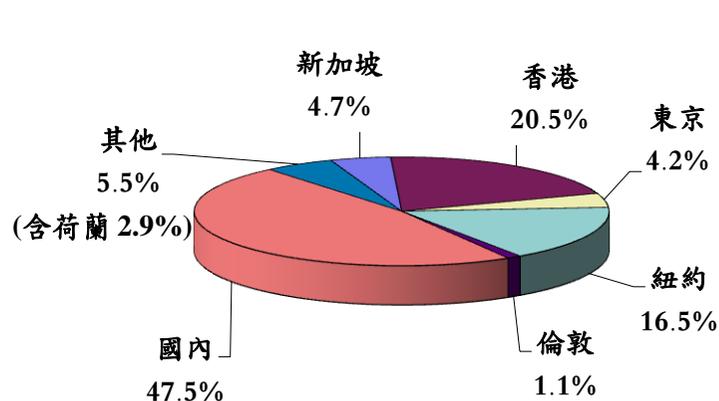
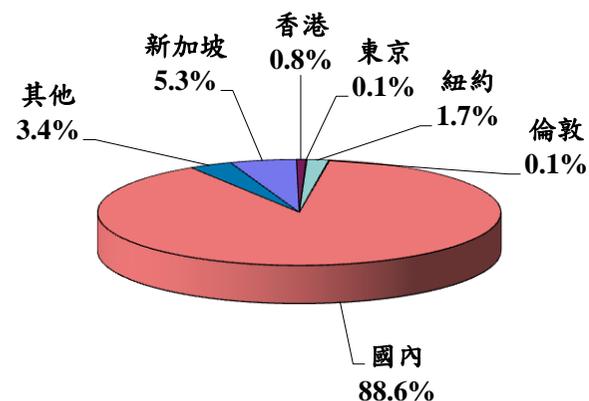


圖6 外幣拆款市場資金去路地區別



資料日期：2014 年 7 月

(二)本行提撥種籽資金有助於市場規模擴大及廠商籌措外幣資金

1. 本行提撥種籽資金除融通銀行所需外幣資金外，並供銀行辦理廠商之外幣貸款。
2. 目前本行提撥種籽資金計有 200 億美元、10 億歐元及 150 億日圓。
3. 本行參與外幣拆款市場，可提高市場流動性，有助於市場規模擴大(見圖 7)。
4. 提升本國銀行及廠商籌措外幣資金之效益。



二、發展金融支付系統

(一)金融支付系統之重要性

1. **支付系統**之於經濟活動，有如**公共工程管線**之於民眾日常生活。
2. 為確保民眾日常支付活動順利進行，建置**安全與有效率**的**金融支付系統**，係必要的金融基礎工程。

“Payment systems represent the ‘financial plumbing’ of an economy. And like plumbing, they are noticed only when they go wrong...” — Bank of England.



資料來源：
<http://diyinahour.com/diy/plumbing-the-main-drain-water-supply-system/>

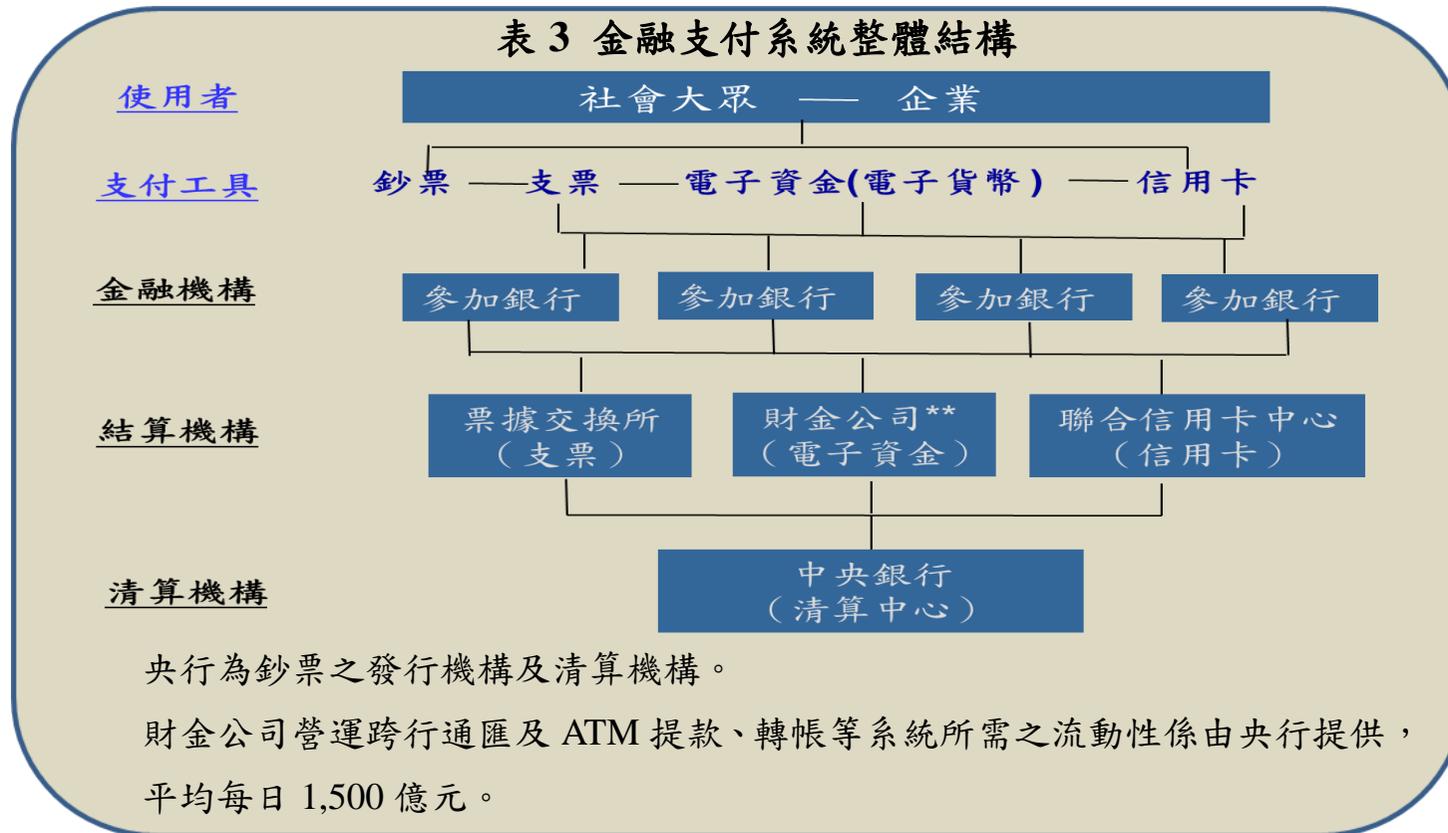
3.金融支付系統主要處理金融機構間**跨行資金移轉**之相關設施(見表 3)。

(1)相關設施包括支付工具、處理程序、作業法規、資訊軟硬體設備等。

(2)參與機構包括金融機構及結、清算機構。

(3)**民眾**及**金融機構**須經由**金融支付系統**完成**跨行資金收付**。

(4)本行擔任金融支付系統之清算中心。



4.各國均賦予央行監督職權，以維持金融穩定

(1)支付系統運作之良窳攸關央行貨幣政策之執行及金融穩定。

(2)國際清算銀行認為支付系統屬金融安全網的一環，應確保系統運作順暢，以維持金融穩定。

(3)央行能提供充分流動性，以確保系統運作順暢。

5.本行主管國內金融支付系統

(1)依據我國「中央銀行法」及「金融監督管理委員會組織法」之規定，金融支付系統由本行主管²¹。

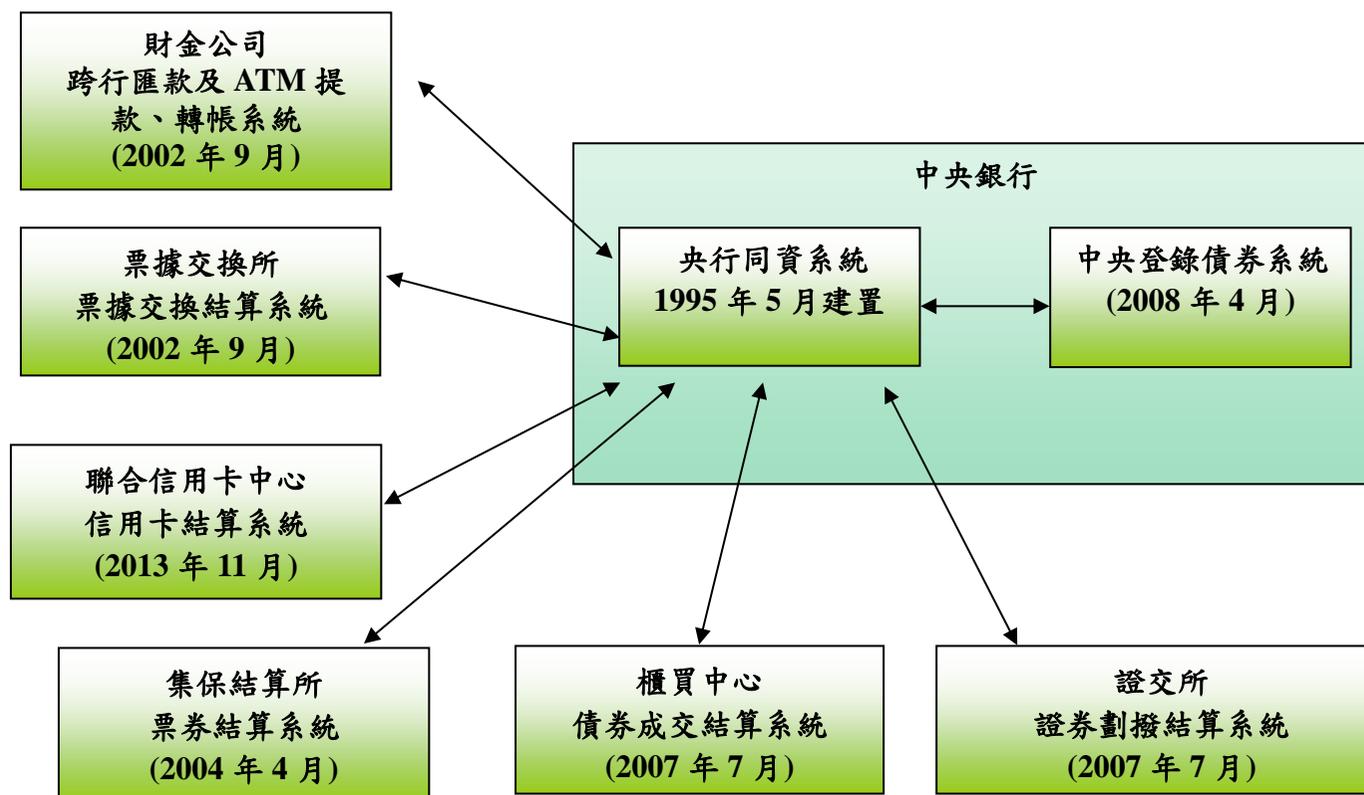
(2)目標在建構安全及高效率之金融基礎設施。

²¹ 中央銀行法第 32 條後段規定：「票據交換及銀行間劃撥結算業務管理之辦法，由本行定之」；金融監督管理委員會組織法第 2 條第 1 項但書規定：「金融支付系統由中央銀行主管」。

(二)提升新台幣支付系統運作之安全與效率

1.為確保系統運作順暢，本行逐步健全支付系統之整體運作架構(見圖 8)。

圖 8 新台幣支付系統



*括號內係指該系統連接央行同資系統，並納入央行同資系統清算之日期

2.現行支付系統運作之效能

效能之 1	說明
建立國際標準之清算機制以 強化資金清算之安全性	<ol style="list-style-type: none">1.央行電子清算系統(簡稱央行同資系統)於 1995 年 5 月建立，係全國支付系統之核心。2.央行同資系統於 2002 年 9 月全面採行即時總額清算(RTGS*)機制，有效防範系統性風險。3.後續將納入央行同資系統清算之票、債券等大額交易，實施款券同步交割(DVP**)機制，降低交割風險。4.案例： 2007 年 1 月，力霸集團爆發掏空弊案，旗下中華銀行及力華票券公司出現巨額資金缺口；因同資系統已實施 RTGS，將不足額扣付之支付交易隔離在系統外，維持系統正常運作。

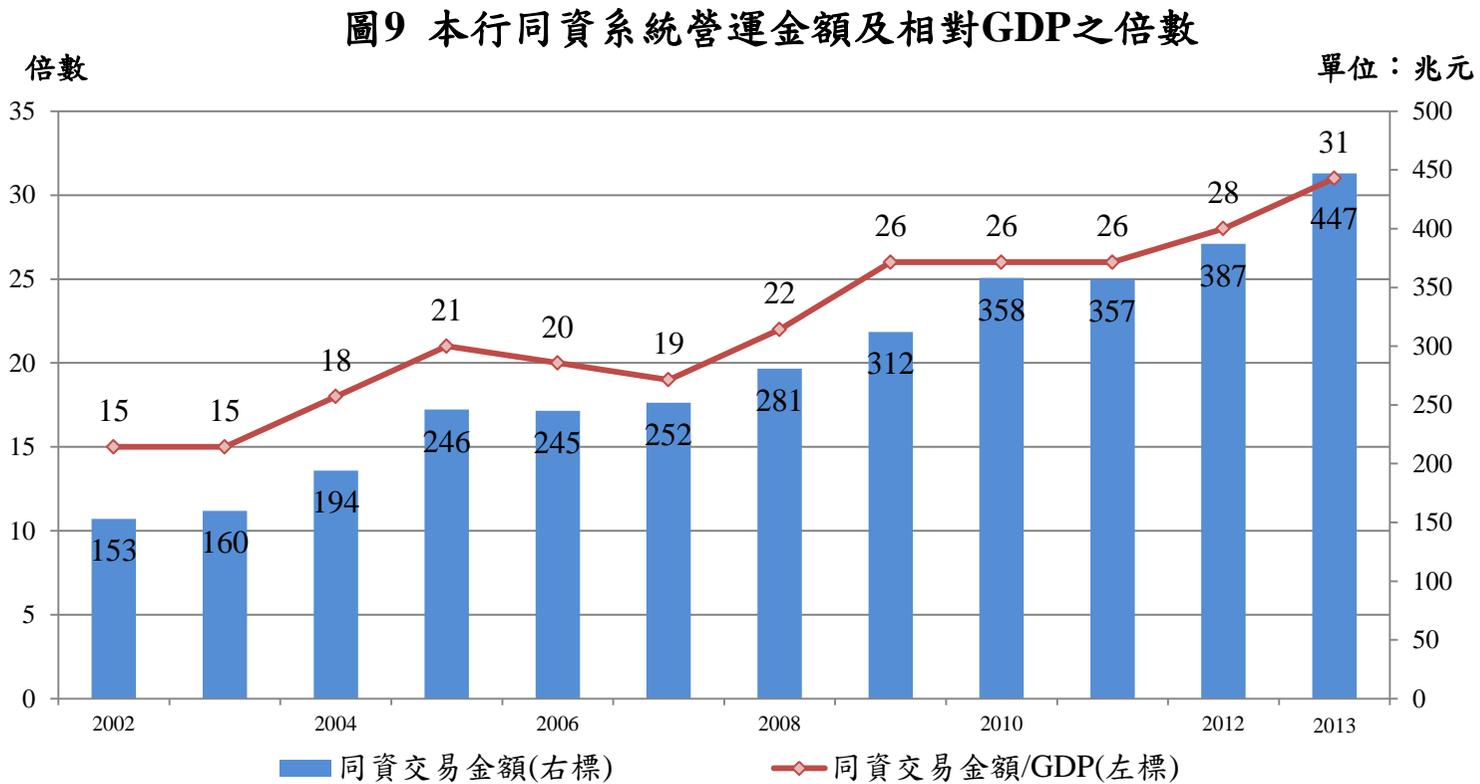
*RTGS(Real-Time Gross Settlement)係為控管大額清算風險之機制，當參加單位帳戶有足夠餘額時，系統才會清算其所發送之支付指令；因此，可避免不足額扣付之支付指令進入系統清算程序，影響系統正常運作。

**DVP(Delivery Versus Payment)為國際證券市場之交割機制，確保交付券項(或款項)的一方，一定收到款項(或券項)，有效防範違約交割風險。

效能之 2	說明
<p>提升金融體系之資金運用效率</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1.以央行同資系統為主幹，串接其他重要支付系統及有價證券結算系統，將金融市場票券、債券、股票交易等大額交割價款，以及信用卡等零售小額支付結算款項，全部納入同資系統集中清算。 2.金融機構透過其在央行開立之清算帳戶集中調撥資金，不僅方便其進行資金之管理，並可加速資金使用效率。 3.案例： 2013 年，參加央行同資系統之全體金融機構，每日透過該系統集中調撥資金所留存之餘額約 5,000 億元，但所創造的年營運金額高達 447 兆元，顯示資金運用效率高。

3.本行同資系統營運量持續成長(見圖 9)

2013 年同資系統營運量 447 兆元，為同年 GDP 之 31 倍。



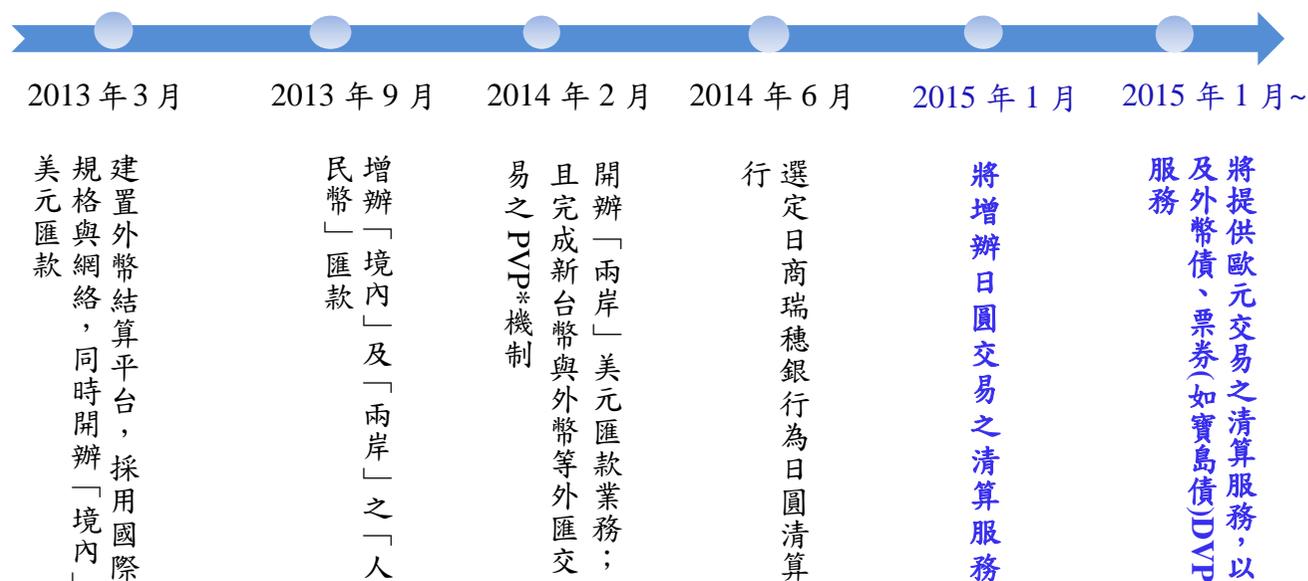
(三)建立國際規格之外幣結算平台

1.規劃重點

(1)採行國際通用規格，與國際接軌。

(2)將境內及跨境(包括兩岸)之所有外幣交易納入單一結算平台處理。

2.發展進程如下：

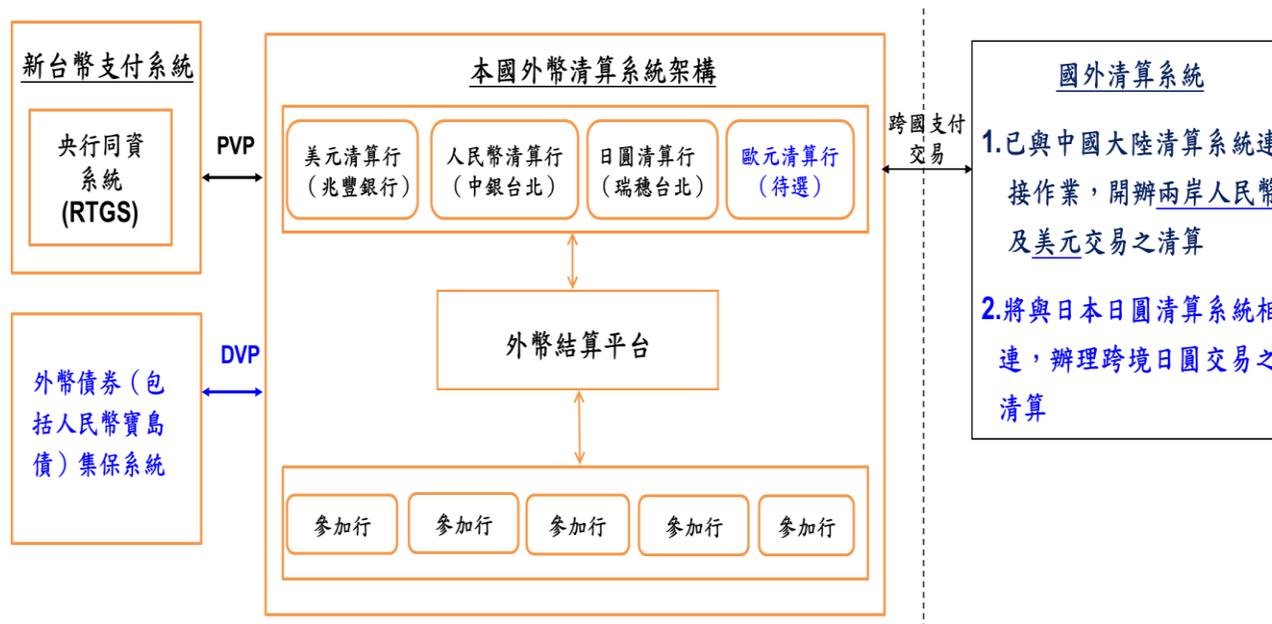


* PVP(Payment Versus Payment)，係指兩種幣別款對款同步收付，為國際控管外匯交割風險之機制。以美元及新台幣換匯交易為例，PVP 機制可確保支付美元(或新台幣)的一方，一定收到新台幣(或美元)，不會發生違約交割風險。

3.運作架構(見圖 10)

- (1)目前**已提供**境內及跨境(包括兩岸)美元、人民幣交易之支付清算服務。
- (2)未來**將擴增**歐元及日圓兩種幣別，並建立外幣債、票券 DVP 機制。

圖 10 外幣結算平台運作架構



2014 年 4 月國際集保機構 Euroclear 及 Clearstream 在集保系統開戶，未來外幣結算平台與集保系統連接採 DVP，將提供國內、外投資人更安全及便捷的跨境交割服務。

4.外幣結算平台營運量

(1)目前以處理美元及人民幣交易為主，其中美元交易量成長尤為顯著(見圖 11、圖 12)。

(2)2014 年 7 月份美元交易金額 1,962 億美元、筆數 67,444 筆，分別為開辦初期(2013 年 3 月份)之 **109 倍及 9 倍**。

圖11 美元交易月營運量值

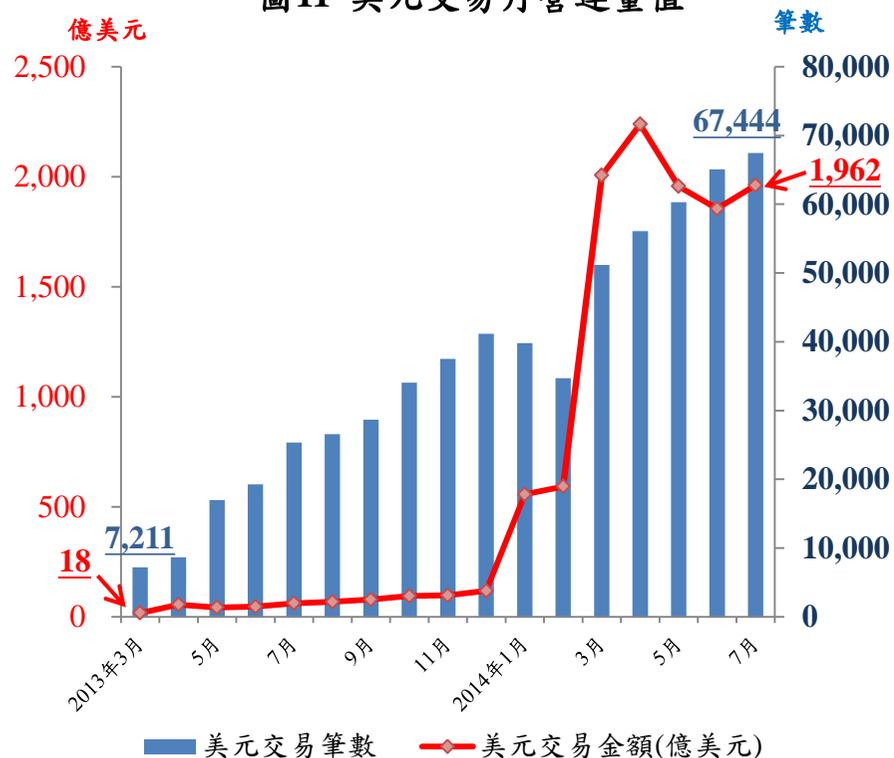
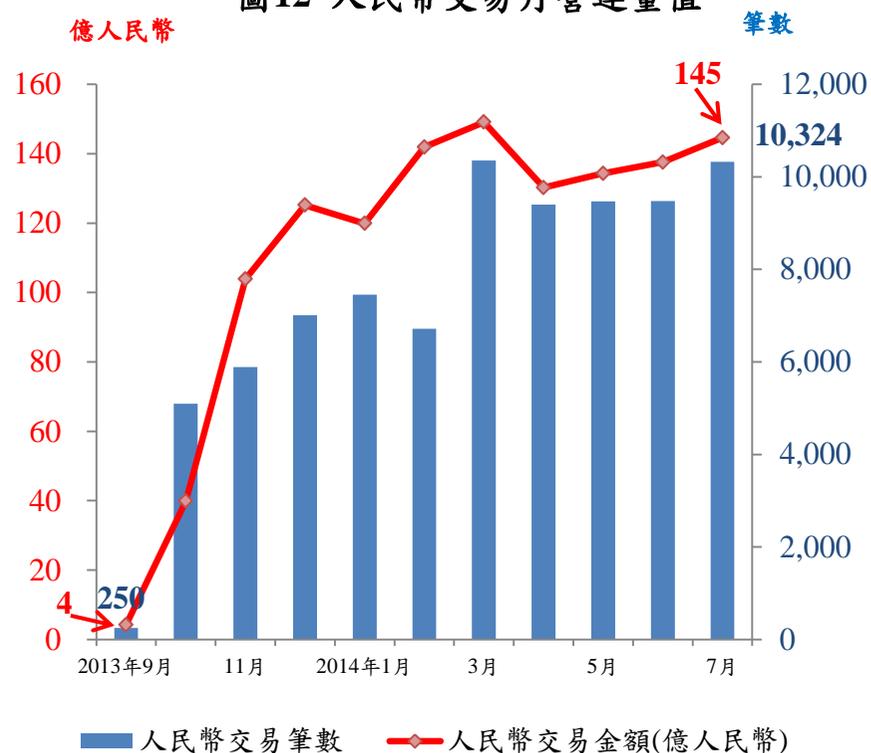


圖12 人民幣交易月營運量值



5.效益

(1)提升外幣匯款效率，降低匯款費用

A.境內及兩岸之美元、人民幣匯款，無需再繞道歐美或香港等第三地轉匯，匯款時間可由原先2~3日改為當日到匯。

B.民眾匯款不用經第三地中轉行轉匯，匯費大幅減少。

項目	金融機構一般收費 (新台幣元)	
	經由第三地 中轉行處理	經由平台處理
境內美元匯款	1,250-2,300	500-1,100
境內人民幣匯款	900-1,880	500-1,100
兩岸美元匯款	1,250-2,300	860-1,460
兩岸人民幣匯款	900-1,880	520-1,120

(2)便利台商資金調度

經由外幣結算平台與大陸支付系統連接作業，啟動兩岸直匯。

(3)達到規模經濟效益

銀行所有外幣交易可經由單一外幣結算平台集中處理，具有規模經濟效益。

三、建立台灣離岸人民幣市場

(一)推動人民幣離岸市場之金融基礎工程大致完備

- 1.兩岸每年有 1,200 多億美元貿易往來，匯款金額超過 5,000 億美元，可作為發展台灣離岸人民幣市場的後盾。
- 2.另一方面，離岸人民幣市場之金融基礎建設亦已到位。



*括號內係指生效或開辦日期

(二) 啟動台灣人民幣即期匯率及利率(雙率)定盤價機制

1. 美元兌人民幣(台灣)即期匯率及利率之定盤價

台灣是繼香港之後第 2 個開辦離岸人民幣定盤價機制

開辦日：2014 年 9 月 1 日

指定管理機構：台北外匯市場發展基金會

利率報價銀行：人民幣業務量較大之 15 家國內銀行

作業流程

即期 匯率

- 上午 11:00—依據外匯經紀商之最新成交價訂定
- 上午 11:15—公布美元兌人民幣(USD/CNT)即期匯率價格，為當日定盤價

利率

- 上午 10:30 至 11:00—由 15 家銀行報價
- 上午 11:00—由湯森路透公司計算人民幣各天期拆借平均利率
(隔夜、1 周、2 周、1 月、2 月、3 月、6 月、1 年)
- 上午 11:15—公布各天期拆借利率(CNT TAIBOR)，為當日定盤價

2. 雙率指標用途

(1) 人民幣即期匯率指標

銀行可協助客戶量身訂做相關避險工具或人民幣衍生性商品。

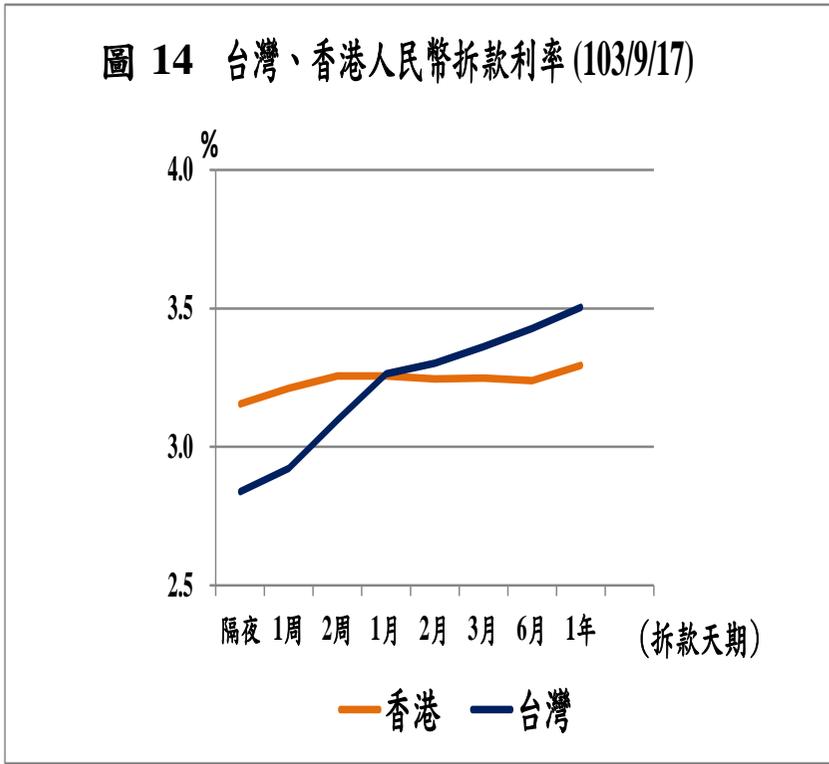
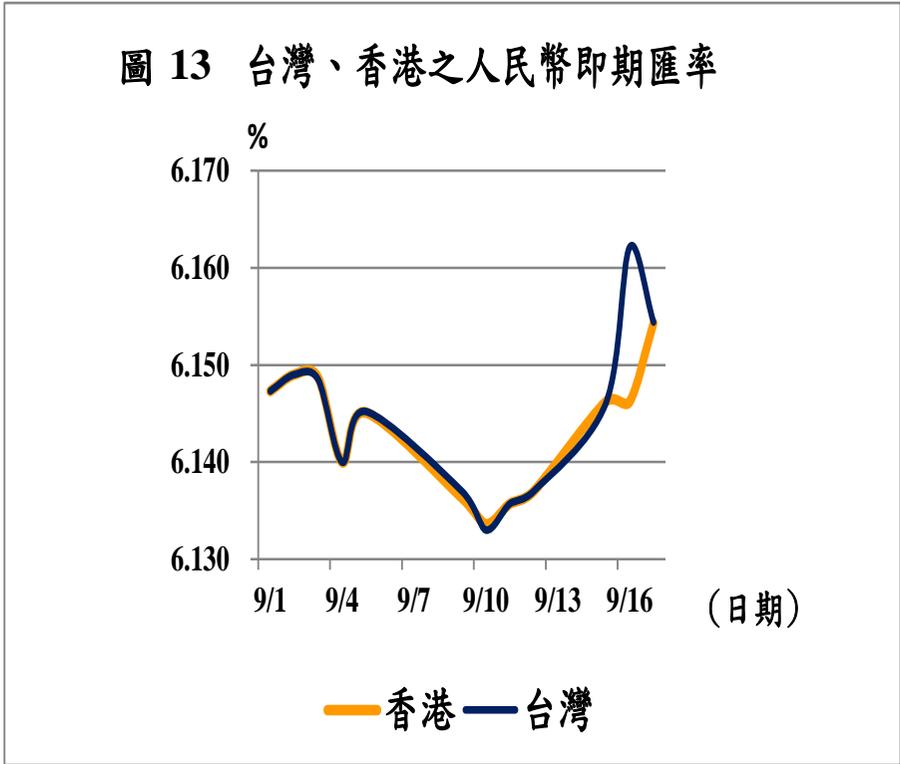
(2) 人民幣利率指標

A. 為國內、外銀行拆借人民幣利率之參考依據。

B. 為銀行承做人民幣放款利率之參考依據。

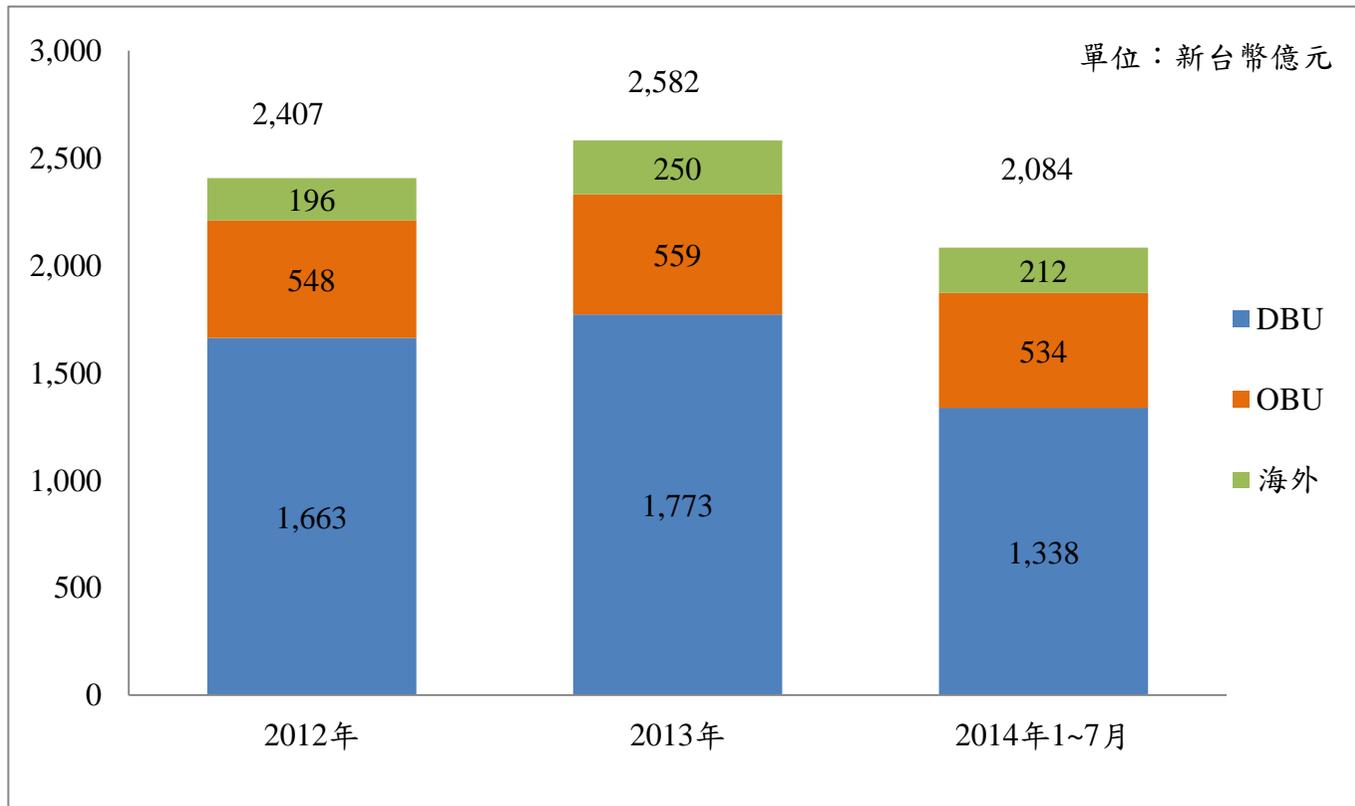
C. 為投資人投資人民幣計價金融商品之參考依據。

3. 建立專屬台灣的人民幣雙率價格指標，不須再依賴香港(見圖 13、圖 14)



(三)國內金融機構獲利情形(見圖 15)

圖 15 人民幣業務開放前後，本國銀行稅前淨利之比較



肆、房貸業務之說明

Q1：央行未進一步對工業區土地抵押貸款加以規範之考量因素？

A：

一、本行督促銀行採行自律措施，銀行多已配合辦理

(一)本行於 2013 年 12 月 23 日督促銀行辦理工業區土地貸款，應落實下列風險控管：

1. 要求借款人提出興建開發計畫。
2. 切結按計畫時程動工興建。
3. 銀行應落實貸後覆審。

(二)銀行多已將上述事項納入內部授信規範，對未按計畫時程動工興建者，亦多要求降低貸款成數或提高利率，有助工業區土地加速開發。

二、本年 1~7 月主要銀行辦理此類貸款情形

撥款金額成長速度已減緩，貸款成數介於 6~7 成，貸款利率多達 2% 以上。

三、未來本行將持續密切注意銀行對工業區土地貸款辦理情形，並進行專案檢查。

Q2：央行採行不動產總體審慎措施以來，成效如何？

A：

自 2010 年 6 月本行採行不動產總體審慎措施以來，貸款集中度降低、成數下降，利率則緩升，顯示銀行持續強化不動產授信風險之控管。

項目		2010 年 6 月 (1)	2014 年 8 月 (2)	增減變化 (2)-(1)
不動產貸款餘額佔總放款餘額比重		37.59	35.35	-2.24
特定地區新承作房貸金額 占全體新承作房貸總金額之比重*		70.20	52.80	-17.40
特定地區 第 2 戶購屋貸款	平均貸款成數	63.91 (2010/7)	56.94	-6.97
	平均貸款利率	1.97 (2010/7)	2.14	0.17
購置高價住宅貸款	平均貸款成數	80-99 (規範前)	51.27	
	平均貸款利率	最低 1.84 (規範前)	2.19	0.35
土地抵押貸款	平均貸款成數	68.36 (2010/12)	58.15	-10.21
	平均貸款利率	2.08 (2010/12)	2.71	0.63

*2010年6月特定地區新承作房貸金額係按最新規範之特定地區資料計算。

伍、開放NDF業務之說明

Q1：什麼是遠期外匯(DF)? 什麼是無本金交割遠期外匯(NDF)?

A：

- 一、所謂**遠期外匯**，就是買賣雙方議定匯率後，於超過兩個營業日後之約定日期，按議定匯率買賣外匯。到期時進出口廠商所支付或所收入的本國貨幣數額確定，因而規避了匯率變動所產生的風險。由於**遠期外匯到期須交割新台幣與外幣本金**，故稱為Delivery Forward，簡稱**DF**。
- 二、至於**無本金交割遠期外匯**，其全文為Non-Delivery Forward，簡稱**NDF**。如某客戶向銀行買進一個月的NDF US\$1 Million，價格(即匯率)為 NT\$30.2，到期時，若美元對新台幣的匯率為 NT\$30.7，銀行須支付客戶價差(即客戶淨賺) NT\$0.5 Million $[(NT\$30.7 - NT\$30.2) \times 1,000,000]$ ；反之，如到期時的匯率為 NT\$29.8，客戶則支付銀行價差(即客戶淨賠) NT\$0.4 Million $[(NT\$30.2 - NT\$29.8) \times 1,000,000]$ 。**因本金未交割，故稱為無本金交割遠期外匯**。

Q2：遠期外匯交易及無本金交割遠期外匯交易對即期匯率之影響如何？

A：

- 一、外匯指定銀行在顧客市場賣出遠匯(DF或NDF)時，為規避匯率風險，就會在銀行間即期外匯市場買入等額外匯，因而顧客遠匯需求增加的壓力就會立即傳遞到即期外匯市場，促使美元之價格上漲，亦即新台幣對美元貶值。
- 二、理論上，雖然即期匯率與遠期匯率同時決定，但投機客在即期外匯市場投機時，會受到流動性的限制；即投機客搶美元時手中須有新台幣，拋美元時則須有美元。但是在遠匯市場客戶只要一通電話，就可買賣遠匯，無需新台幣或美元資金，所以投機客較容易在遠匯市場興風作浪，而且遠匯市場買賣超的壓力，立即傳遞到即期外匯市場。因此，國內遠匯市場開放之後，即期匯率就呈現較大幅度的波動，亦即承作遠期外匯交易對即期匯率的影響，大於承作即期外匯交易；本行爰規定遠匯交易必須基於實際交易(Underlying Transactions)，並備妥相關實需交易文件，才能辦理。
- 三、由於新台幣無本金交割遠期外匯交易採現金差價交割，具高度槓桿，且客戶不必準備交割之本金及實需交易文件，即可根據其對匯率的預期，進行投機買賣(而非避險)，造成新台幣匯率大幅波動，因此承作無本金交割遠期外匯交易對即期匯率的影響，更大於承作遠期外匯交易。

Q3：本行為何於1998年5月25日禁止國內法人在國內銀行承作新台幣NDF交易？

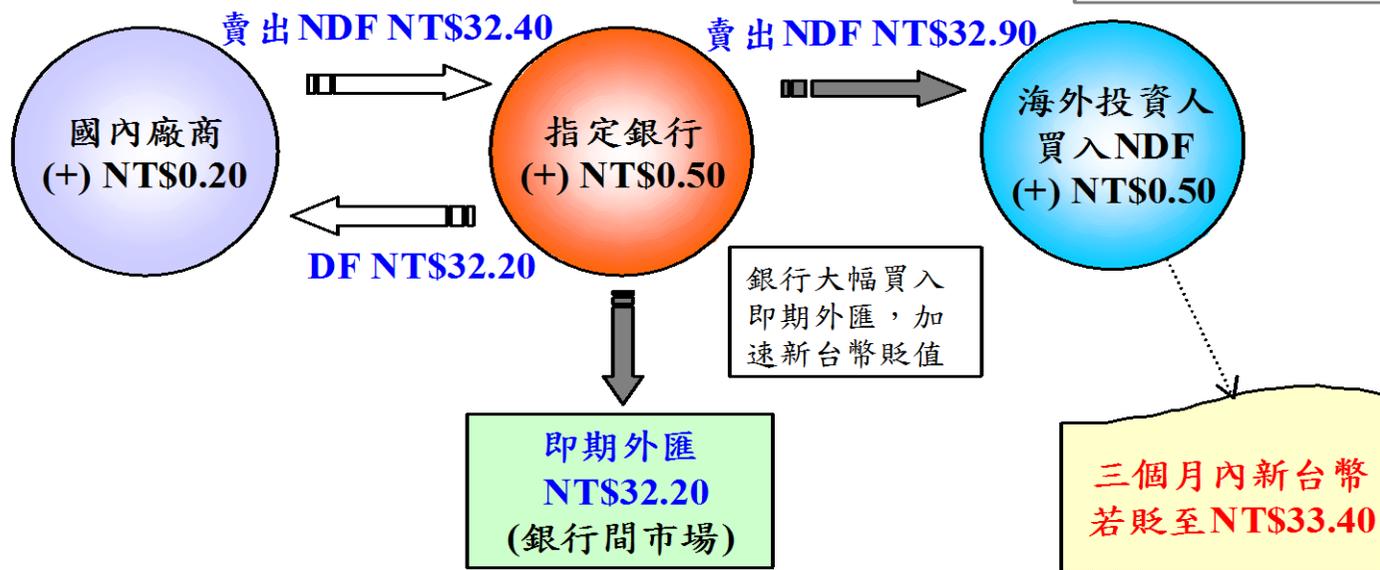
A：

- 一、**1997年7月**爆發亞洲金融風暴之後，國外投機客經常在亞洲市場炒作NDF，也經由我國原先開放的管道**炒作新台幣NDF**。曾經一日搶購數億美元之多，導致**新台幣匯率大幅貶值**。
- 二、本行金檢發現，某些外匯指定銀行承作NDF已達其外匯部位限額三分之一時，便尋找國內特定的法人與其對作NDF，以規避外匯部位三分之一的限制。只要對新台幣貶值的預期存在，海外投機客便會不斷向銀行買入NDF，這些銀行便利用尋找國內法人與其對作NDF的方式，規避外匯部位的限制，使海外投機客可長驅直入炒作新台幣匯率。
- 三、以下圖說明。例如，當時海外投機客強烈預期新台幣會隨其他亞洲貨幣重貶，先以32.90匯價於國外買入新台幣NDF，國內外匯指定銀行賣出NDF後，須於國內即期外匯市場買入外匯(32.20)以規避匯率風險，此舉增加外匯市場美元需求，導致新台幣匯率走貶；銀行為規避超過NDF部位限額，便向國內進口商買入NDF(32.40)，同時向其賣出DF(32.20)，使得銀行NDF之部位歸零(形同可無限制辦理NDF)，並淨賺 NT\$0.50($32.90 - 32.20 - 0.20$)，而廠商利用此套利行為亦淨賺 NT\$0.20($32.40 - 32.20$)。若新台幣持續貶值至33.40時，海外投機客獲利了結，則淨賺NT\$0.50。如此，交易各方均獲利，惟犧牲的是國內金融穩定；而新台幣大幅貶值，最後進口商反而是受害者。據瞭解，**上述廠商大多不知銀行與其同時辦理NDF及DF之目的，且DF交割時幾乎全由銀行以透支方式處理，造成此一套利行為僅差價交割，類似NDF交易**。

圖 16 1998年5月25日前銀行操作NDF情況

- 設：(一) 新台幣看貶，海外投機客大買NDF，
 NDF已達外匯部位限額1/3
 (二) 即期匯率為NT\$32.20
 (三) 三個月遠期匯率亦為NT\$32.20
 (即美元與新台幣無利差)

新台幣匯率	
1998/3/2	NT\$32.050
1998/5/25	NT\$33.671
1998/6/10	NT\$34.896
1998/9/30	NT\$34.372
1998/12/31	NT\$32.216



- 四、當時，本行經與台北外匯市場發展委員會的成員一再研商認為：最可行的方法是暫停國內法人辦理NDF交易；如此，外匯指定銀行承作的NDF總額，才會受到其外匯部位限額三分之一的限制，本行也才能知道將承擔多少風險；否則，外國投機客如入無人之境，可恣意炒作新台幣匯率，台灣將承擔未可限量的風險。
- 五、雖然本行禁止國內法人辦理新台幣NDF，廠商仍可利用DF、匯率選擇權(Option)及換匯(Swap)交易等進行匯率避險，而外資投資國內後，亦可以上述工具避險。
- 六、本行資本帳管理措施(包括對新台幣NDF的管理)的成效，深受國際肯定(見表4、表5)，尤以讓台灣能自1997年亞洲金融危機全身而退，更被聯合國譽為成功典範。

表 4 國際間肯定本行因應 1997 年亞洲金融危機之表現

國際組織、經濟學家	時間	主要內容
時任哈佛大學教授的 Jeffrey Sachs、Richard Cooper 等人	1998.8	認同台灣逐步開放資本帳的作法，稱讚台灣沒有遭遇危機 ²² 。
時任《金融時報》主編的 Martin Wolf	2000.5	稱讚台灣在亞洲金融危機中幾乎未受影響，台灣因應危機的模式，值得各國研究與效法 ²³ 。
諾貝爾經濟學獎得主 Robert Mundell	2005.10	台灣在亞洲金融危機時新台幣匯率的穩健操作，一路緊釘美元，但允許適度浮動，這種動態穩定是不錯的外匯管理策略 ²⁴ 。
聯合國發展計畫署(UNDP)	2009.11	建議亞太各國應建立管理資本帳技巧來降低國際資本移動風險，舉台灣未被捲入 1997 年亞洲金融危機為成功典範 ²⁵ 。
日本野村總合研究所(Nomura)首席經濟學家辜朝明	2013.8	台灣央行讓台灣自 1997 年亞洲通貨危機中幾近全身而退，對今日新興經濟體的啟示是，主管當局需要有限制資本流入的勇氣 ²⁶ 。

²² Radelet, Steven, Jeffrey D. Sachs, Richard N. Cooper and Barry P. Bosworth (1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1998, No. 1, August.

²³ 2000 年 5 月 5 日時任倫敦《金融時報》主編的 Martin Wolf，主持 ADB 在泰國所舉行的「亞洲經濟復甦是否可持久」研討會，Wolf 在結語時指出，亞洲金融危機，各國受創程度不一，但有些國家則幾乎未受影響，台灣的因應模式值得各國研究與效法。見聯合報(2000)，「我經濟表現 亞銀總裁稱讚」，5 月 6 日。

²⁴ Mundell 於 2005 年 10 月應經濟部邀請來台發表演說，他於會後面對媒體提問時指出，亞洲貨幣應該緊釘美元，如台灣在亞洲金融危機時，新台幣匯價的穩健操作，一路緊釘美元，但允許適度浮動，這種動態穩定是不錯的外匯管理策略。見經濟日報(2005)，「孟岱爾：人民幣升 6% 不傷中國經濟」，10 月 13 日。

²⁵ United Nations (2009), *The Global Financial Crisis and the Asia-Pacific Region*, UNDP (Regional Centre for Asia and the Pacific), November.

²⁶ Weisenthal, Joe (2013), "Richard Koo: Emerging Markets Are In For A 'Tumultuous New Era'," *Business Insider*, Aug. 27.

表 5 國際間肯定本行自 2008 年全球金融危機以來之表現

國際組織、經濟學家	時間	主要內容
聯合國亞太經濟社會委員會 (UNESCAP)	2011.5	建議亞太國家應將資本管制視為重要政策工具 ²⁷ ；肯定台灣自 2009 年以來所採行的資本帳管理措施。
UNDP 亞太中心主任 Ajay Chhibber	2010.1	讚揚台灣防堵投機性資本流入，是在做正確的事 ²⁸ 。
哈佛大學教授 Dani Rodrik	2010.3	台灣管理資本移動的相關措施相當成功，係因台灣有關當局具備高度的行政管理能力 ²⁹ 。
波士頓大學教授 Gallagher 與哥倫比亞大學教授 Ocampo	2011.4	以 2009~2011 年初就開始採行資本帳管理措施的新興國家而言，台灣是最有成效的國家之一 ³⁰ 。

²⁷ UNESCAP (2011), *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific 2011*, May 5.

²⁸ Yong, David (2010), "Taiwan Right in 'Jaw-Boning' to Cut Speculative Funds," *Bloomberg*, Jan. 20.

²⁹ Rodrik, Dani (2010), "The End of An Era in Finance," *Project Syndicate*, Mar. 11.

³⁰ Gallagher, Kevin and José Antonio Ocampo (2011), "The IMF's Welcome Rethink on Capital Controls," *guardian.co.uk*, Apr. 6.

七、本行在亞洲金融危機期間，為國內金融穩定所推出的措施，不僅在當時不受到外國投資人的歡迎，甚至還遭到國內媒體指責「開自由化倒車」的抨擊。然而，台灣這艘小船能二度在國際金融市場的驚濤駭浪中安然渡過，成功的經驗足以說明部分國內人士的批評與事實不符。中央研究院院士朱雲漢便推崇本行彭總裁的高瞻遠矚。他提及在亞洲金融危機期間批評彭總裁的《商業周刊》主編，11年後公開在專欄上向彭總裁道歉，坦承其當時太過天真、太過相信華爾街人士的說法³¹。

No episode better illustrates the sea change in the market of ideas on the island than a weekly column by the Editor of Business Weekly, Taiwan's top business magazine. In her column, the Editor openly apologized to Governor Perng Fai-nan for ridiculing his decision to shut down the Non-Deliverable Forward (NDF) market for NT dollar at the crest of the regional financial crisis eleven years ago as "an inconceivable move to turn back the clock." "We were too naïve and too much indoctrinated by the surrogates of Wall Street then," said she.*

* Yi-ling Kuo, "Governor Perng, We Were Wrong," *Business Weekly*, No. 1145, November 12, 2009.

³¹ Chu, Yun-Han (2012), "Unraveling the Enigma of East Asian Economic Resiliency: The Case of Taiwan," JICA Research Institute, No.44, March.

Q4：本行為何於2014年9月開放本國銀行海外分行申辦新台幣NDF業務？

A：

- 一、讓本國銀行海外分行爭取台灣境外的新台幣NDF業務。
- 二、目前外商銀行於境外承作新台幣NDF，為使本國銀行海外分行居於同等地位，本行同意本國銀行海外分行申請辦理新台幣NDF業務。
- 三、惟承作對象以國外法人、國內法人海外投資事項、國外金融機構、本國銀行海外分行及自行總行為限。
- 四、為控制風險，外匯指定銀行承作新台幣NDF只能在其外匯部位的1/5限額內，於銀行間外匯市場拋補。

Q5：新台幣NDF與選擇權(option)同屬高槓桿，為何國內客戶可以做選擇權，但NDF卻不行？

A：

一、新台幣匯率選擇權交易對國內匯市影響程度較低

(一)新台幣匯率選擇權訂約時即須收付權利金，考量成本較高，多以避險為主；加以投機獲利空間較低，故從事投機炒匯之舉相對較少。

(二)銀行與顧客承作新台幣匯率選擇權交易後，僅須依避險比率(delta，介於1與-1之間)於國內匯市進行拋補，且往往因避險比率不高，拋補金額並不大，對匯市之影響較NDF須全額拋補(delta = 1)為低。

二、客戶辦理新台幣NDF成本較選擇權低，NDF易淪為投機工具

(一)一般而言，新台幣NDF訂約時無須繳付保證金，到期時又採現金差價交割，不須準備交割之資金，故承作成本較低；外資及廠商根據對匯率的預期，易進行投機買賣(而非避險)，造成新台幣匯率大幅波動。

(二)例如，當投機客大量賣出新台幣NDF時，買入NDF的銀行為規避匯率風險，必須於國內匯市拋售等額的即期美元，造成新台幣大幅升值；反之，則造成新台幣大幅貶值，嚴重影響國內匯市秩序及金融穩定。

(三)國內廠商若可以在國內辦理新台幣NDF交易時，則如Q3所述，容易被外匯指定銀行利用進行套利行為，以規避本行對NDF部位之控管，進而使海外投機客更易炒匯影響國內匯市之穩定。

- 三、本行對新台幣匯率選擇權部位亦有控管。目前銀行從事新台幣 NDF 及匯率選擇權交易二者合計之部位限額，明定不得逾總部位限額五分之一，以減緩新台幣匯率之波動幅度。
- 四、在不影響金融穩定原則下，本行一向支持新種金融商品開放，目前已核准外匯指定銀行可辦理衍生性金融商品項目達 29 種，詳如表 6。

表 6 本行已開放之衍生性外匯商品

一、未涉及新台幣匯率之衍生性金融商品(共 24 種)
1、外幣(含人民幣)保證金交易(目前交易商品為即期與遠期外匯)
2、外幣(含人民幣)遠期外匯交易
3、外幣(含人民幣)遠期利率協議
4、商品(commodity)遠期契約
5、外幣(含人民幣)股價遠期契約
6、外幣(含人民幣)匯率選擇權
7、外幣(含人民幣)利率選擇權
8、商品(commodity)選擇權
9、外幣(含人民幣)股價選擇權
10、氣候選擇權
11、信用違約選擇權
12、債券基金指數選擇權
13、外幣(含人民幣)換匯交易
14、外幣(含人民幣)換匯換利交易
15、外幣(含人民幣)利率交換
16、商品(commodity)價格交換
17、外幣(含人民幣)股價交換
18、信用違約交換
19、債券基金指數交換
20、避險基金指數組合商品 CPPI 動態操作
21、共同基金指數交換及組合商品 CPPI 動態操作
22、與存款連結之外匯(含人民幣)組合式商品
23、與放款連結之外匯組合式商品
24、結合新台幣衍生性金融商品及再行組合之外匯(含人民幣)組合式商品
二、涉及新台幣匯率之衍生性金融商品(共 5 種)
1、遠匯(含人民幣)
2、新台幣與外幣(含人民幣)間換匯交易
3、無本金交割之新台幣與外幣間遠期外匯交易
4、未限定期初、期末皆須交換本金之新台幣與外幣(含人民幣)間換匯換利交易
5、新台幣匯率(含人民幣)選擇權

陸、我國國際收支金融帳淨流出之說明

一、經常帳順差國家，金融帳多呈淨流出

國際收支(Balance of Payments)係統計一段期間一國對外商品、服務及資本等交易。

其中，經常帳主要是對外商品及服務貿易。如商品及服務輸出大於輸入，表示**經常帳有順差。因為賣的比買的多，一國對外淨債權必然增加**，對外淨債權增加，即為資本淨流出。

對外淨債權的增加，**如由民間部門持有，即為金融帳的淨流出。**

對外淨債權的增加，如由貨幣當局持有，即為準備資產的增加。

二、經常帳有順差的國家，如新加坡、南韓、德國、挪威及中華民國等，其金融帳都是淨流出(見表 7)

表 7 2013 年經常帳順差、金融帳淨流出的國家

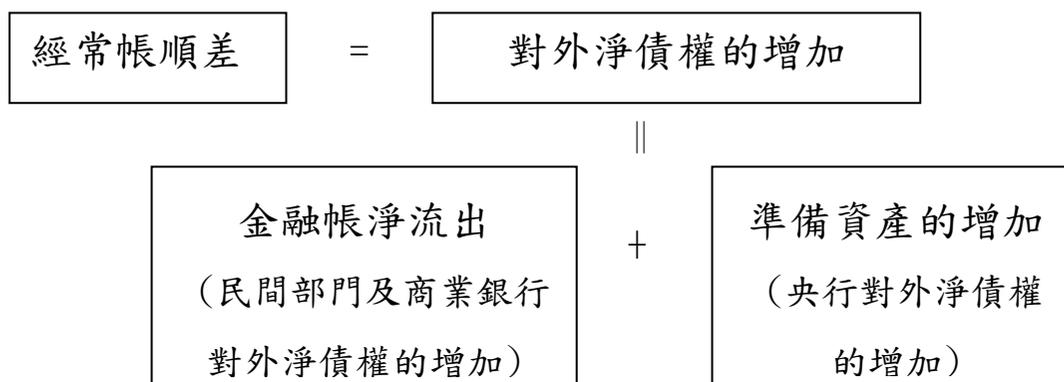
單位：億美元

國家 項目*	中華民國	新加坡	南韓	德國	馬來西亞	俄羅斯	菲律賓	挪威
經常帳順差	573	545	799	2,552	113	341	94	574
金融帳淨流出	-441	-373	-624	-3,256	-46	-450	-6	-462
準備資產增加	113	182	145	12	46	-221	51	34

註：* 上述項目省略資本帳及誤差與遺漏項目。

資料來源：各國國際收支統計。

三、茲以下圖說明其關係



2013 年我國金融帳淨流出 441 億美元，**淨流出最大的是居民對外證券投資淨流出 370 億美元**，主要係**保險公司投資外國固定收益債券**。

其次為對外直接投資淨流出 143 億美元，主要係因金融保險業對外投資，以及我國洽簽 FTA 進度落後，有些商品出口沒有零關稅優惠，企業為取得與貿易對手國公平的競爭地位而赴國外投資。

外資直接投資淨流入 36 億美元，是全球金融危機(2009 年)以來的最高。

