

# 貨幣政策架構操作策略檢視報告

中央銀行

2026年2月

## 摘要

為達成貨幣政策最終目標，本行曾就貨幣政策操作策略進行數次更動，且在 2020 年調整貨幣政策架構，將原本的貨幣總計數 M2 年成長目標區調整為 M2 成長參考區間。本行於 2024 年起，參考主要央行作法，由經研處、業務局、外匯局共同組成內部檢視小組，重新審視本行貨幣政策架構，並藉此討論近年外界對此架構的評論。

在一系列的內部檢視會議中，首先回顧主要經濟體貨幣政策架構演變情形，以資借鏡；隨後，分別從本行利率管理、貨幣與信用管理，以及管理浮動匯率制度與外匯管理之貨幣政策三大操作策略層面，進行系統性檢視。最後，進一步就本行政策利率與貨幣政策傳遞機制提出檢討，以評估目前貨幣政策架構運作合宜性。經由數次的內部檢討，且於 2025 年 11 月召開學者專家研討會，復於同年 12 月將前揭修正報告致送本行理監事審閱，並依學者專家及理事、監事意見審慎檢視與修訂報告內容後，本文歸納出對本行現行貨幣政策架構的三項主要結論。

### **(一)根據 IMF 貨幣政策架構的分類，本行與 Fed、ECB、SNB 等皆採監控多元指標之貨幣政策架構**

2008 年全球金融危機後，國際間主要央行的貨幣政策架構設計，大抵朝向更有彈性，監控多元指標的趨勢發展。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體系(Fed)、歐洲央行(ECB)、瑞士央行(SNB)類似，應歸屬於監控多元指標之其他類型貨幣政策架構。

儘管自 2020 年起，本行將 M2 成長目標區調整為參考區間；實務上，M2 仍是本行重要的名目制約變數。而本行現行貨幣政策架構，係透過審慎評估多元指標之當前動態，及其預期值或較長期趨勢後，運用利率管理、貨幣與信用管理，以及管理浮動匯率制度與外匯管理之貨幣政策三大操作策略，彈性調整各項政策工具，以達成維持物價穩定、金融穩定，並於上述範圍內協助經濟發展之法定職責。

具體而言，本行目前的貨幣政策架構除持續關注 M2 外，長期以來亦

綜合考量通膨預期、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，國際間逐漸採較具彈性的通膨率目標，不再固守單一指標作為名目制約，而以監控多元指標之發展趨勢相當一致。當多元指標面臨目標衝突時，本行會視目標(如通膨)偏離程度較大者，動態調整相關政策的重點與力度，以維持整體政策目標的平衡，其作法類似 Fed 面對「雙目標」時所採行的平衡方法(balanced approach)。

**(二)國際間多已認為嚴格的通膨目標化有其缺陷，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**

根據近年經驗，央行貨幣政策架構採行嚴格的通膨目標化在執行上存有若干缺陷，如一味為達到所設定目標可能不利金融穩定；小型開放經濟體尤不宜採行，主要係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。此外，全球化性質轉變、氣候變遷等供給面衝擊，使通膨預測益加困難，除削弱央行貨幣政策對通膨率的影響，亦加深央行實現精確通膨率目標之難度。換言之，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；採較具彈性的通膨率目標較為適宜。

Fed、ECB 及 SNB 之貨幣政策架構同被 IMF 歸類為監控多項名目指標之其他類型，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」；此代表本行也設有名目制約的量化通膨率目標，容易理解、透明度高，且有助於可究責性；同時賦予彈性，符合國際發展趨勢。

**(三)本行貨幣政策三大操作策略及傳遞管道經相關實證分析後顯示，當前本行採行監控多元指標貨幣政策架構運作尚稱順暢，有助於達成貨幣政策最終目標；現行機制可繼續維持**

利率管理方面，本行存單發行機制完備，透過短天期存單利率有效引導市場利率於適度水準，同時提供金融機構資金調度與配置之多元期限選擇，妥適調節市場資金。

貨幣與信用管理方面，自 2020 年以來，M2 成長率大致維持在本行設定的參考區間內，並無持續偏離該區間之情形；M2 需求亦無結構性改變，M2 與產出及物價間的中長期關係仍具穩定性。維持目前 M2 成長參考區間的作法，有助落實物價穩定等本行政策目標。另 2020 年 12 月以來，本行透過調整選擇性信用管制等措施，已逐步降低不動產貸款集中度、引導資金支持自住與都更需求，改善銀行信用資源過度流向不動產市場之情形，使房市降溫；未來將持續視情況調整措施，以維持金融穩定，並促進房地產市場健全發展。

匯率管理方面，本行的管理浮動匯率制度運作良好，且與多數小型開放經濟體相似，匯率政策保有較高之權衡性，於必要時進行外匯干預，維持匯率穩定。長期以來，本行採雙向調節，維持匯市供需平衡，新台幣對美元匯率波動度小於其他主要貨幣，新台幣匯率亦具反通膨與反景氣循環之特性。此外，本行調節匯市，亦沖銷銀行體系過多的流動性，並無銀行準備金氾濫的情形。

透過實證研究本行政策效果可發現，本行調整政策利率，係透過改變本行 28 天期存單利率與金融業隔拆利率，能有效引導各種市場利率，且能透過各種傳遞管道，傳遞至實體經濟，影響國內產出與物價。

本行彈性運用各項政策工具亦符合 IMF 整合性政策架構(Integrated Policy Framework)之原則，即小型開放經濟體面對資本移動等外部衝擊時，央行不必遵循固定政策順序或層級，而應須視衝擊的性質(如來源)、國家自身的條件(如外匯市場的深淺)與當前經濟金融情勢等情況，採取如利率調整、外匯干預、資本管制、總體審慎措施等最合適的政策組合。

總結而言，在採行妥適的利率、貨幣與信用，以及外匯政策下，本行均能達成法定經營目標，執行績效良好。此亦顯示，當前本行監控多元指標的貨幣政策架構運作尚稱順暢，具穩健性與有效性，可持續維持；另未來將進一步強化溝通，應有助再提升政策成效。

## 目 錄

壹、前言 .....	1
貳、主要央行貨幣政策架構調整情形 .....	4
一、國際間主要央行貨幣政策架構之分類與演變 .....	4
二、美、歐大型經濟體之貨幣政策架構 .....	8
三、代表性小型開放經濟體之貨幣政策架構 .....	10
四、匯率在小型開放經濟體貨幣政策架構的角色 .....	12
參、本行貨幣政策操作策略之檢視 .....	12
一、利率管理 .....	14
(一)本行政策利率操作 3 階段變革 .....	14
(二)本行存單發行與政策利率管理機制 .....	15
(三)現行利率管理仍運作順暢 .....	18
二、貨幣與信用管理 .....	18
(一)M2 年成長目標區調整為成長參考區間之考量 .....	18
(二) M2 成長未持續偏離參考區間且其需求年增率仍落在該區間 .....	19
(三)調整為 M2 成長參考區間的作法應屬允當 .....	20
(四)本行實施選擇性信用管制措施，相關成效陸續顯現 .....	21
三、管理浮動匯率制度與外匯管理 .....	22
(一)本行匯率政策與匯市調節機制 .....	22
(二)與其他小型開放經濟體之比較 .....	26
(三)小型開放經濟體面對外界相關批評及回應 .....	28
(四)新台幣匯率反應函數與本行沖銷操作-與亞洲國家之比較 .....	30
肆、本行政策利率對市場利率的影響與貨幣政策傳遞機制之探討 .....	34
一、本行政策利率對市場利率的影響 .....	34

二、本行貨幣政策對實體經濟之傳遞機制 .....	39
伍、結論 .....	42
一、根據 IMF 貨幣政策架構的分類，本行與 Fed、ECB、SNB 等皆採監 控多元指標之貨幣政策架構 .....	42
二、本行對物價穩定定義提供具彈性的量化通膨率目標，易理解且透明 度高，亦符合國際趨勢 .....	45
三、實證分析顯示，當前本行監控多元指標貨幣政策架構運作尚稱順 暢，有助於達成貨幣政策最終目標；現行機制可繼續維持 .....	46
參考資料 .....	51
附錄 1 本行實施選擇性信用管制措施，相關成效陸續顯現 .....	54
附錄 2 本行盈餘繳庫與央行貨幣政策操作獨立性問題之說明 .....	57

## 表 目錄

表 1	IMF 匯率制度與貨幣政策架構分類 .....	5
表 2	國際間貨幣政策目標機制的演變 .....	6
表 3	小型開放經濟體貨幣政策架構(依 IMF 分類).....	11
表 4	本行政策利率操作 3 階段變革 .....	15
表 5	本行各天期存單發行方式 .....	16
表 6	2022 年 3 月以來政策利率調升 6 次之市場利率變動幅度 .....	17
表 7	M2 需求成長率推估方式與估計結果 .....	20
表 8	匯率制度分類 .....	23
表 9	小型開放經濟體匯率政策與外匯干預 .....	27
表 10	外界對小型開放經濟體匯率管理之相關批評 .....	28
表 11	小型開放經濟體央行對外界批評之回應 .....	29
表 12	1994Q1~2025Q2 台灣與其他亞洲四國匯率反應函數估計結果.....	31
表 13	亞洲四國的狹義沖銷係數 .....	32
表 14	亞洲四國的廣義沖銷係數 .....	33
表 15	本行政策利率對市場利率影響之實證資料與實證方法 .....	35
表 16	本行貨幣政策對實體經濟傳遞機制之基準模型變數說明及資料來源 .....	39
表 17	本行貨幣政策對實體經濟傳遞機制的基準模型與擴充模型之衝擊反應估計 結果 .....	40
表 18	現行主要央行貨幣政策架構：多元指標貨幣政策架構 .....	43

## 圖 目錄

圖 1	本行貨幣政策架構之檢視流程 .....	3
圖 2	Fed 之貨幣政策架構 .....	8
圖 3	ECB 貨幣政策架構 .....	10
圖 4	本行現行採多元指標貨幣政策架構 .....	14
圖 5	本行政策利率管理機制對市場利率之引導作用 .....	17
圖 6	M2 成長參考區間與實際成長狀況 .....	19
圖 7	全球金融循環的傳遞管道 .....	24
圖 8	新台幣匯率走勢 .....	26
圖 9	主要貨幣對美元匯率之年平均波動度 .....	26
圖 10	本行政策利率與貨幣市場利率 .....	35
圖 11	本行政策利率與銀行存放款牌告利率 .....	36
圖 12	全樣本期間利率的鏈結指數表 .....	37
圖 13	全樣本期間利率鏈結指數所對應的網絡圖 .....	38
圖 14	前、後段樣本期間利率鏈結指數所對應的網絡圖 .....	38
圖 15	台灣的貨幣政策傳遞管道 .....	41

## 附表 目錄

附表 1 中央銀行對金融機構辦理不動產抵押貸款業務規定 .....	55
-----------------------------------	----

## 附圖 目錄

附圖 1 全體銀行不動產貸款集中度 .....	54
附圖 2 全體銀行不動產貸款餘額年增率 .....	54
附圖 3 本國銀行逾放比率 .....	54
附圖 4 本國銀行無自用住宅民眾購屋貸款餘額與占比 .....	56
附圖 5 本國銀行都更危老重建貸款餘額與占比 .....	56
附圖 6 全國與六都建物買賣移轉棟數年增率 .....	56
附圖 7 全國房價指數年增率 .....	56
附圖 8 國內匯市管理與外匯存底管理之關係 .....	58

# 貨幣政策架構操作策略檢視報告

## 壹、前言

一般而言，主要央行「中央銀行法」列示之貨幣政策目標(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，常又以物價穩定為最重要目標；而訂定一套達成最終目標的計畫，則稱為貨幣政策架構。

因應經濟金融情勢變遷與央行貨幣政策面臨日益複雜的挑戰，國際間貨幣政策架構幾經演變。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。

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，無放諸四海皆準的架構。前美國聯邦準備體系(Fed)理事、哥倫比亞大學教授Mishkin認為<sup>1</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。

主要經濟體貨幣政策架構歷經更迭，例如2018年Fed鑑於美國潛在經濟成長率下滑及通膨率多年未達2%目標，宣布公開檢視其貨幣政策架構，且首度涵蓋貨幣政策策略、工具及溝通方式進行，以提升透明度與有效性。此次檢視結果於2020年公布，主要內容為Fed調整充分就業和物價穩定的目標，將就業評估改為「就業低於充分就業水準之缺口」，並引入彈性平均通膨目標(flexible average inflation targeting, FAIT)機制，旨在提供更大的政策空間。

此外，Fed計劃每五年檢視一次貨幣政策架構，以便隨著經濟變化進行調整。新架構強調聆聽各界聲音，並持續追蹤新架構的有效性。2024年下半年Fed對貨幣政策架構再次展開檢視作業；當中特別就近年接續發生COVID-19疫情、俄烏戰爭等非預期事件衝擊，致美國通膨率一度大幅攀升之情況，探討Fed當時因應作法。2025年8月FOMC(Federal Open Market Committee)宣布更新其「較長期目標與貨幣政策策略聲明」(Statement on

---

<sup>1</sup> Mishkin, Frederic S. (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," *Journal of Monetary Economics*, 43, pp. 579-605.

Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy)，主要調整部分包括：(1)淡化對有效利率底限(Effective Lower Bound, ELB)風險的過度關注；(2)在物價穩定目標方面，重返彈性的通膨目標化(flexible inflation targeting)(著眼於較長期通膨率2%)，取消2020年所採之「彈性的平均通膨率目標化」，即一段時間內平均通膨率為2%；(3)在就業最大化目標方面，刪除關於就業低於最大就業水準的「短缺」(shortfalls)乙詞；(4)就業最大化與物價穩定目標無法相輔相成時，強調將採平衡方法(balanced approach)來實現雙重職責目標。

另以歐洲央行(ECB)為例，1999年其以雙支柱模式制定貨幣政策，強調經濟與貨幣分析。ECB於2003年首次檢視貨幣政策架構時，因M3年增率連續22個月超過4.5%目標引發質疑，而決定不再逐年檢討。2021年完成第二次檢視，將歐元區調和消費者物價指數(Harmonised Index of Consumer Prices, HICP)通膨目標調整為明確且對稱的2%區間，雖允許短期內可略偏離目標，但ECB承諾採取強有力或持續性的貨幣政策行動，以避免負面通膨偏差持續；另將雙支柱策略替換為結合經濟分析及貨幣與金融分析的「整合式分析架構」(integrated analytical framework)，並強調金融穩定的重要性。ECB自2022年底起對其貨幣政策操作框架全面檢視，並在2024年3月公布調整結果。此次調整旨在透過以存款機制利率(Deposit Facility Rate, DFR)為核心操作工具，引導短期市場利率與ECB政策意向保持一致，以利歐元區貨幣政策正常化。2025年6月ECB完成第三次檢視，公布「2025年貨幣政策策略聲明」。大體而言，ECB確認為維持物價穩定，仍採中期導向、對稱的2%通膨率目標，但更強調在通膨率大幅且持續偏離目標值時須採足夠力度與持續性的政策行動。除了Fed與ECB外，其他如南韓央行(BoK)、日本銀行(BoJ)、瑞士央行(SNB)、紐西蘭準備銀行(RBNZ)等<sup>2</sup>亦曾檢視其貨幣政策架構，惟採不定期方式進行。

本行方面，為達成貨幣政策最終目標，過去數十年間，貨幣政策操作策略曾進行數次更動，且在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。本行於2024年起，參考主要央行作法，由經研處、業務

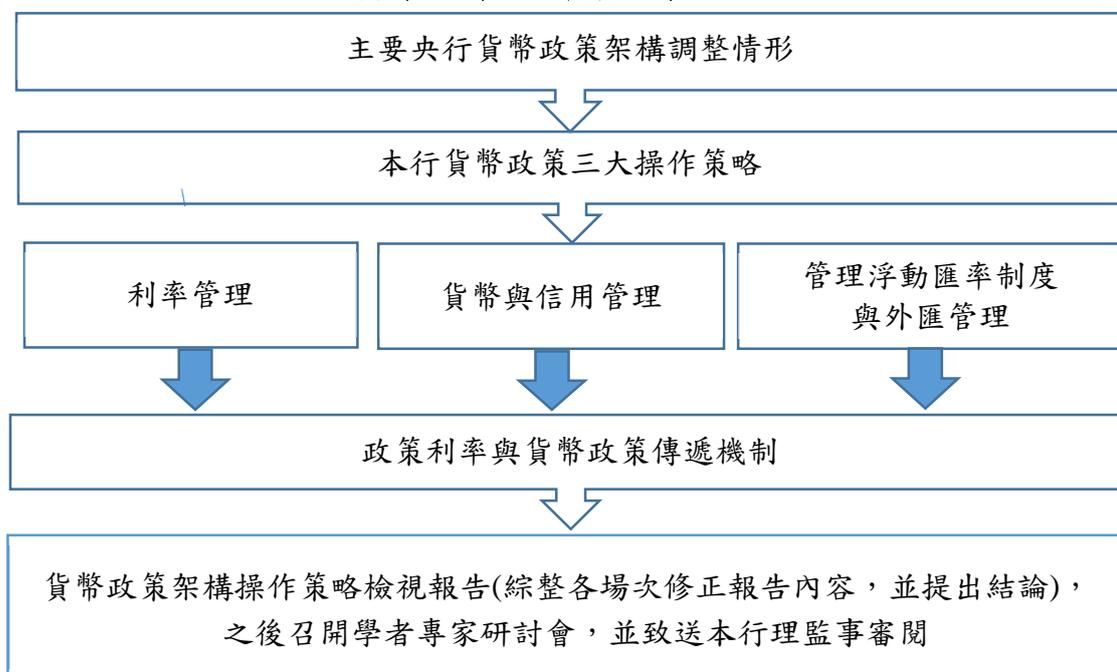
---

<sup>2</sup> BoK 貨幣政策架構大抵未進行大規模或較長期程之檢討。BoJ 最近一次於 2023 年 4 月開始檢討貨幣政策，並於 2024 年 12 月貨幣政策會議後，公布最終檢討報告。SNB 最近一次則在 2022 年全面檢討其貨幣政策策略，評估現有策略及可能之調整方向；RBNZ 至少每五年進行貨幣政策架構檢視，項目包括職權、貨幣政策制定與執行的檢視與評估。

局、外匯局共同組成內部檢視小組，再度審視本行貨幣政策架構，並藉此討論近年外界對此架構的評論。

在一系列的內部檢視會議中，小組首先回顧主要經濟體貨幣政策架構演變情形，以資借鏡；隨後，分別從本行利率管理、貨幣與信用管理，以及管理浮動匯率制度與外匯管理之貨幣政策三大操作策略層面，進行系統性檢視。最後，續就本行政策利率與貨幣政策傳遞機制提出檢討，以評估目前貨幣政策架構運作合宜性(圖1)。經由每場次會議中各局處同仁共同討論及意見交流，各單位據此完成修正報告，最後由經研處綜整成為本行貨幣政策架構操作策略檢視報告<sup>3</sup>。

圖 1 本行貨幣政策架構操作策略之檢視流程



資料來源：自行整理

本行貨幣政策架構操作策略檢視報告編排如下：除前言外，將先回顧主要央行貨幣政策架構調整情形，並就本行三大貨幣政策操作策略提出檢視結果，然後檢討目前貨幣政策傳遞機制的有效性，最後提出結論。本行已於2025年11月召開學者專家研討會，復於同年12月將前揭修正報告致送本行理監事，依學者專家及理事、監事意見審慎檢視與修訂報告內容，並適時對外公佈，以加強對外溝通。

<sup>3</sup> 主要參酌經研處4篇報告(包括「主要央行貨幣政策架構調整情形」、「M2成長參考區間之檢視」、「新台幣匯率反應函數與本行沖銷操作-與亞洲國家之比較」、「台灣政策利率與貨幣政策傳遞機制之探討」、業務局1篇報告(「本行貨幣政策工具與市場利率引導機制」)，以及外匯局1篇報告(「管理浮動匯率制度-瑞士、南韓、以色列及台灣」)，詳見參考資料。

## 貳、主要央行貨幣政策架構調整情形

### 一、國際間主要央行貨幣政策架構之分類與演變

主要央行「中央銀行法」列示之貨幣政策目標，在2008年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，其中物價穩定多為首要目標。央行從運用貨幣政策工具至達成最終目標，需歷經較長時間與過程，因此，中間需有名目制約變數<sup>4</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通膨率為名目制約等。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。

#### (一) IMF 貨幣政策架構之分類

IMF參考各央行官方資訊，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。

1. 依名目制約變數將貨幣政策架構區分為3個大類及其他類型：

- (1)匯率制約(exchange rate anchor)<sup>5</sup>係貨幣政策目標為維持匯率在預定水準或範圍內，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(other)包含監控多項經濟金融指標以進行貨幣政策決策，堪稱為多元指標貨幣政策架構；另因無可得資料之無法歸類者，亦歸於此類型。

2. 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

<sup>4</sup> 央行為達成最終目標，選擇一名目變數(名目制約)，其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。央行監控名目制約，以確保執行貨幣政策達成最終目標。

<sup>5</sup> 採匯率制約之經濟體，其匯率主要由官方主導，匯率制度分類通常歸屬於硬性釘住或軟性釘住。

<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)。

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(crawling peg)與類似爬行釘住(crawl-like arrangement)，以及維持在水平區間內之釘住匯率(pegged exchange rates within horizontal bands)；

(3)浮動匯率(floating)，係匯率受市場供需影響較大，或完全由市場力量決定之匯率制度，包含浮動(floating)及自由浮動(free floating)<sup>7</sup>。

根據2024年IMF年度報告，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26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42個經濟體，其中包含瑞士、美國、歐元區(詳表1)。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 2023 年)

匯率制度	貨幣政策架構	匯率制約 (81)	貨幣 目標化 (26)	通膨 目標化 (45)	其他 (42)
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(22)	越南	緬甸		
	爬行釘住(3)與類似 爬行釘住(21)	新加坡	奈及利亞		
浮動匯率	浮動(32)			南韓、 紐西蘭	瑞士、 馬來西亞
	自由浮動(31)			澳洲、加 拿大、日 本、英國	美國、 歐元區

註：1.各分類項標題後括弧中數字為IMF(2024)分類歸屬於該類之經濟體數目。

2.軟性釘住中「維持在水平區間內之釘住匯率」分類，僅包含摩洛哥，故此分類未列於本表。

3.IMF(2024)將中國大陸歸類於其他匯率制度與貨幣目標化的貨幣政策架構。

資料來源：IMF (2024)

<sup>7</sup> 相比於自由浮動，在浮動制度下，央行為緩和匯率變動的速度並防止過度波動，仍有少量干預行為，且干預行為不能設定特定的匯率目標水準。

## (二)國際間主要央行貨幣政策架構的演變

1970~1980年代主要央行貨幣政策架構多以貨幣目標化為主，嗣因貨幣需求不穩定，控制貨幣數量效果不佳，或面臨通膨高漲困境，1990年代後若干央行轉向通膨目標化或監控多元指標之其他類型貨幣政策架構；另外，若干經濟體因接受IMF援助，在其要求下亦改採通膨目標化架構。2008年全球金融危機後，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之架構(表2)。

表2 國際間貨幣政策架構的演變

	代表架構	採行與改變的緣由	以主要經濟體為例
1970~1980年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>貨幣目標化</li> </ul>	<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，控制貨幣數量效果不佳。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1970~1990年代初，<b>Fed</b> 主要採貨幣目標化架構，惟隨金融創新及監管鬆綁，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 <b>SNB</b> 採貨幣目標化架構；1991年 <b>SNB</b> 因通膨高漲，貨幣總計數成長率偏離目標，貨幣目標化架構有效性受到質疑，逐漸轉往具彈性的貨幣政策架構。</li> </ul>
1990年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>通膨目標化</li> </ul>	<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，若干經濟體因接受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 <b>RBNZ</b>、<b>BoE</b>、加拿大央行(<b>BoC</b>)、澳洲央行(<b>RBA</b>)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，<b>1989年RBNZ</b> 率先採行通膨目標化架構，<b>BoC</b>、<b>BoE</b> 與 <b>RBA</b> 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，且依其要求，將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>監控多元指標</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>面臨的挑戰： <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> </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<b>BoK</b>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><b>Fed</b> 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。</li> <li>2021年 <b>ECB</b> 將貨幣政策架構之「雙支柱」，即經濟分析及貨幣分析，引入更多檢視指標，且貨幣分析擴充為貨幣及金融分析。</li> </ul>

資料來源：本行整理自各央行官網、IMF

### (三)主要央行現行貨幣政策架構之比較

#### 1. BoK、RBNZ、BoJ與BoE均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。

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)向公眾正式承諾達成通膨率量化目標及其時間；
- (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均採監控多元指標之其他類型貨幣政策架構

IMF將Fed、ECB、SNB之貨幣政策架構歸屬於監控多元指標之其他類型，其主要共同特性如下：

- (1)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；
- (2)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。

以下簡要說明大型經濟體(如美國、歐元區)與小型開放體(如南韓、紐西蘭、瑞士、新加坡等)貨幣政策架構之現況。

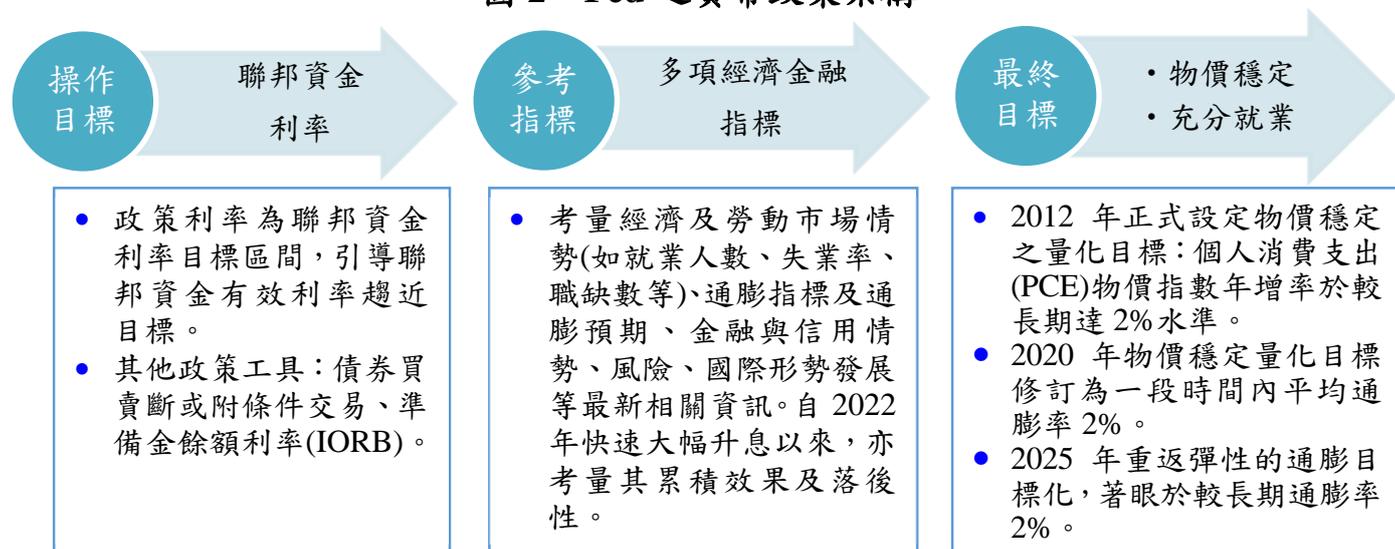
## 二、美、歐大型經濟體之貨幣政策架構

### (一)美國貨幣政策架構

美國Fed的法定政策目標為物價穩定及充分就業，一般將之稱為雙重目標或雙重職責(dual mandate)，2008年全球金融危機後，Fed常提到金融體系穩健之重要，外界解讀金融穩定亦可視為其重要職責之一。

美國屬直接金融體系，資本市場深且廣，公債市場規模大，且其長短期公債殖利率一向為公司債及房貸機構證券等金融商品訂價之參考指標，Fed政策多透過資本市場傳遞至實體經濟。數十年來，伴隨美國經濟金融情勢轉變，Fed貨幣政策架構的中間目標、操作目標歷經多次更迭，目前Fed以聯邦資金利率(federal funds rate)作為操作目標，透過設定該利率目標區間(target range)<sup>8</sup>，引導聯邦資金有效利率(effective federal funds rate)趨近目標，藉以影響公債殖利率曲線，進而影響實體經濟來達成最終目標(圖2)。

圖 2 Fed 之貨幣政策架構



資料來源：Fed

另就其操作來看，可將長短期利差、通膨率等經濟金融變數視為其參考指標；近年FOMC會議記錄顯示，調整聯邦資金利率目標區間的時間及幅度，取決於當時美國經濟相對充分就業目標與2%通膨目標之實現，並納入就業數據、通膨壓力及通膨預期指標、金融與國際情勢發展等廣泛資訊。

<sup>8</sup> 2008年前為單一值，其後改為寬幅0.25個百分點之區間。

特別是，2008年全球金融危機前後，Fed引導聯邦資金有效利率趨近目標之方式不同。全球金融危機前，Fed不對準備金付息，而是可透過公開市場操作(買賣國庫券)增減銀行體系之準備金供給，以調控聯邦資金有效利率變動，引導市場利率。全球金融危機後，Fed實施3輪量化寬鬆(quantitative easing, QE)政策，大規模購債，同時釋出資金至銀行體系準備金帳戶，致銀行體系準備金大增。因利用公開市場操作調整準備金方式已無法有效影響聯邦資金有效利率，Fed改採對準備金付息，以隔夜附賣回操作(overnight reverse repurchase agreement, ON RRP)利率為操作下限，而準備金利率(interest rate on reserve balances, IORB)成為操作上限，引導聯邦資金有效利率於前述上下限間內波動。

COVID-19疫情爆發後，Fed推出多項緊急支援政策工具，除重啟大規模QE外，亦與外國央行簽訂換匯額度協議，及建立與外國及國際貨幣當局(foreign and international monetary authorities, FIMA)間之常設型附買回機制，以改善國際市場的美元流動性；另推出9項緊急融通機制<sup>9</sup>。

## (二)歐元區貨幣政策架構

ECB貨幣政策架構的法定目標為維持物價穩定，並在不抵觸物價穩定下，支持經濟成長。ECB認為，影響物價穩定的因素甚多，僅關注通膨率或通膨預測的貨幣政策架構不夠周延，且歐元區的經濟結構具較多不確定因素，參考多元指標與廣泛的經濟分析較為合宜。

現行ECB貨幣政策架構層級依序可分為：(1)維持物價穩定之法定目標；(2)以貨幣政策策略確認物價穩定之量化目標，依整合式分析框架進行貨幣政策決策；(3)以貨幣政策操作工具執行政策，即以政策利率組合為主要工具，並保留所有非傳統工具，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)。

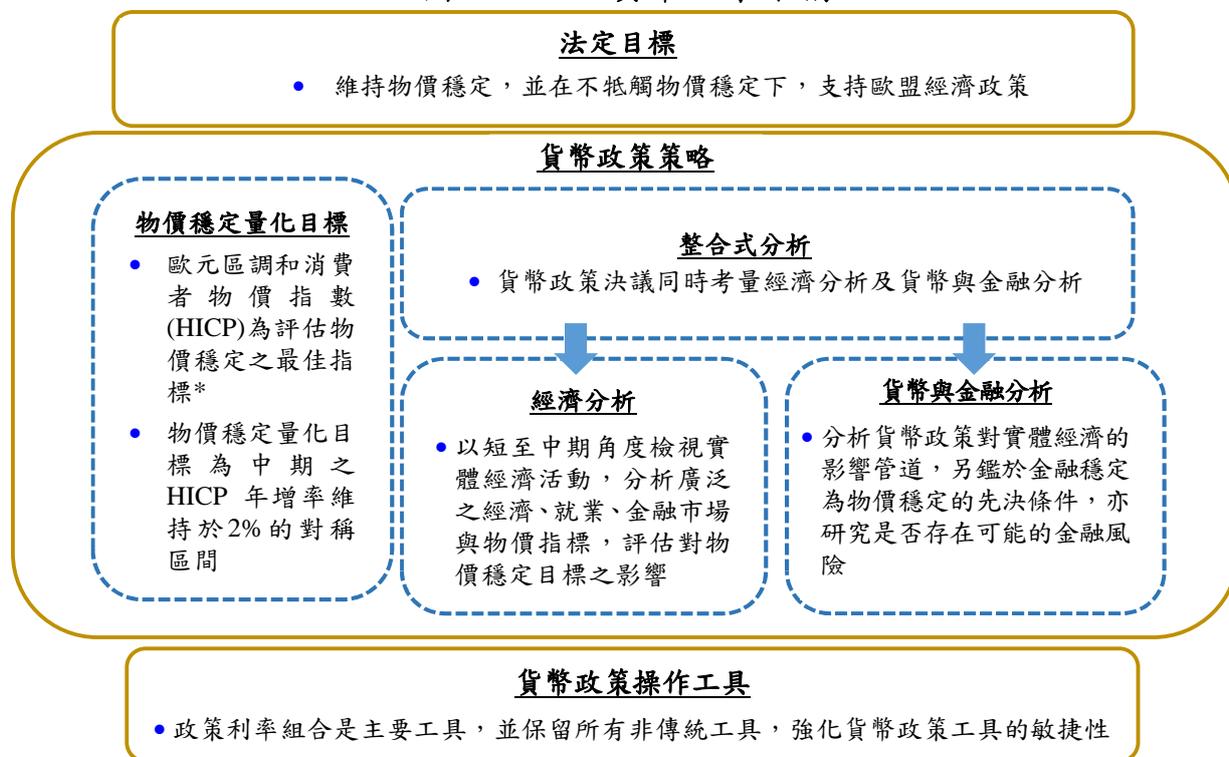
ECB以中期通膨率維持於2%的對稱區間為物價穩定之量化目標，透過整合式分析框架下之經濟分析及貨幣與金融分析，關注實體經濟活動

---

<sup>9</sup> 包括商業本票融資機制(CPFF)、主要交易商融資機制(PDCF)、貨幣市場共同基金流動性機制(MMLF)、定期資產擔保證券貸款機制(TALF)、初級市場公司融通機制(PMCCF)、次級市場公司融通機制(SMCCF)、就業保護方案流動性機制(PPPLF)、中小企業貸款方案(MSLP)、市政債流動性機制(MLF)。

及貨幣、金融變動等經濟金融指標對物價穩定目標之影響，故在IMF分類標準中歸屬於監控多元指標的其他類型貨幣政策架構。

圖 3 ECB 貨幣政策架構



註：\*另 ECB 亦參考自行編製、納入自有住宅成本(Owner-Occupied Housing, OOH)之擴充型 HICP，與原始 HICP 交叉檢驗。

資料來源：ECB

### 三、代表性小型開放經濟體之貨幣政策架構

本報告舉例的代表性小型開放經濟體包括南韓、紐西蘭、瑞士、新加坡及以色列<sup>10</sup>。其中，同樣是採行通膨目標化機制的國家，如南韓、紐西蘭及以色列，其操作目標未必相同。

BoK採用利率走廊體系(corridor system)，導入設定放款、存款利率上下限之流動性調節機制，並以官方基準利率為中間值，以隔夜拆款利率作為操作目標，透過公開市場操作等工具引導隔夜拆款利率貼近基準利率；RBNZ採利率下限體系(floor system)，藉由對金融機構在該行持有之結算現金帳戶餘額按官方現金利率(official cash rate, OCR)付息，並搭配其他常備機制等與市場參與者交易，俾使短期市場利率接近OCR。以色列央行

<sup>10</sup> Galí and Monacelli (2005)將小型開放經濟體定義為其國內政策不會影響到其他國家之經濟，且其為價格接受者，容易受外部衝擊。以南韓為例，Jeong et al. (2025)提及南韓作為小型開放經濟體，其對外部條件(如美國貨幣政策立場的轉變及全球價值鏈的變動)具高度敏感性。

(BoI)則設定其政策利率以控制短期利率，操作工具包括常設機制、附買回、央行票券、外匯交易、換匯等。而貨幣政策架構被IMF歸屬於其他類型的SNB則運用公開市場操作工具，引導瑞士隔夜拆款平均利率(SARON)接近政策利率。至於屬於匯率制約貨幣政策架構的新加坡貨幣管理局(MAS)以新加坡幣對一籃貨幣之名目有效匯率指數(S\$NEER)為操作目標，於匯市直接干預，引導S\$NEER於所設定之政策區間內波動，以達物價穩定目標(表3)。

表3 小型開放經濟體貨幣政策架構(依IMF分類)

國別	貨幣政策架構	操作目標	參考指標	最終目標
南韓	通膨目標化	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 隔拆利率(2008年實施利率走廊，設定放款與存款利率上下限之流動性調節，以基準利率為中間值，引導隔夜拆款利率)</li> </ul>	M3成長(2001年起)	物價穩定(目前目標為2%)，另有其他目標
紐西蘭	通膨目標化	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 引導短期利率接近OCR，OCR為利率下限</li> </ul>	通膨率	物價穩定(中期維持通膨率於1%~3%)，另有其他考量因素
瑞士	其他	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 引導SARON接近SNB政策利率</li> <li>• 操作工具包括外匯交易、換匯交易、RP及發行SNB票券等</li> </ul>	通膨預測值，其他指標包括匯率、放款、貨幣成長等	物價穩定(CPI年增率介於0%~2%)
新加坡	匯率制約	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 引導S\$NEER在政策目標區間波動</li> <li>• 政策執行框架分為： <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 匯率管理(匯市干預)</li> <li>2. 流動性管理(貨幣市場操作、流動性機制)</li> </ol> </li> </ul>	S\$NEER為中間目標，而其目標區間的調整考量通膨與經濟情勢變化*	物價穩定(核心通膨略低於2%)
以色列	通膨目標化	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 設定政策利率以控制短期利率</li> <li>• 操作工具包括外匯交易、換匯交易、RP及發行央行票券等</li> </ul>	通膨率，當偏離目標範圍，在2年內應運用政策工具使其回至目標範圍內	物價穩定(CPI年增率介於1%~3%)，另有其他目標

註：\*MAS常以調整S\$NEER之斜率為主，遇特殊重大衝擊則調整中點，如遇外部不確定提高則調整區間寬度。

資料來源：綜整自經研處(2024a)，「主要央行貨幣政策架構調整情形」及外匯局(2024)，「管理浮動匯率制度—瑞士、南韓、以色列及台灣」

其次，小型經濟體貨幣政策架構對應的參考指標亦不大相同，如RBNZ、BoI均以通膨率為參考指標，而BoK以M3成長為中間參考指標，另SNB除

考量通膨率外，參考指標亦包括匯率、放款、貨幣成長等。MAS以S\$NEER為中間目標，透過匯率管道影響物價；MAS匯率管理機制主要特點為管理一籃貨幣(Basket)之名目有效匯率指數S\$NEER，允許S\$NEER於政策區間(Band)內波動，並逐步朝MAS政策目標爬行調整(Crawl)，故多稱為BBC管理浮動匯率制度。

就最終目標之物價穩定，除BoK採單一目標值2%外，其餘小型開放經濟體央行採彈性區間定義物價穩定，其中RBNZ聚焦在中點2%；MAS認為核心通膨率略低於2%與物價穩定目標一致；BoI認為當通膨率偏離目標1%~3%時，必須在不逾2年內使其回至範圍內。其他最終目標則包括金融穩定(如BoK)、經濟成長與促進就業(如BoI)等。

#### 四、匯率在小型開放經濟體貨幣政策架構中扮演的角色

匯率波動對小型開放經濟體影響深遠<sup>11</sup>，特別是在本國貨幣大幅貶值時，可能加劇通膨壓力。為穩定通膨預期，央行通常會調整短期利率，但在外匯市場過度波動的情況下，這種傳統政策工具可能無法有效應對。因此，央行需要考量外匯干預和總體審慎政策等其他工具。

匯率的波動也會增加維持金融穩定的挑戰，尤其是當全球金融情勢或投資者風險趨避程度發生變化時，可能引發資金流動，進而影響匯率走勢。在此情況下，央行面臨通膨與金融穩定之間的取捨，增加政策執行與溝通的複雜性。

為減緩匯率波動對經濟金融的影響，央行可採取以下措施：外匯干預以直接抵銷匯率波動對通膨和實質經濟的不利影響；累積外匯準備可作為未來大幅貶值的自我保險；沖銷式外匯干預能平衡資本移動，降低金融風險；針對性審慎措施則可有效應對特定金融脆弱性，增強經濟韌性。這些工具的運用皆有助於應對匯率波動帶來的挑戰。

#### 參、本行貨幣政策操作策略之檢視

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，

---

<sup>11</sup> IMF、BIS 研究報告(如 Osorio et al. (2011)與 Carstens (2019))指出，小型開放經濟體之匯率管道相當重要；而大型封閉經濟體則是利率管道重要。

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>12</sup>，以落實「中央銀行法」所賦予之法定職責<sup>13</sup>。

本行當前貨幣政策架構，係經由審慎評估多元指標之當前動態，及其預期值或較長期趨勢後，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4)。

2019年以前，本行每年設定M2成長目標區，2020年將其調整為成長參考區間，可賦予貨幣操作較大的彈性，以因應總體經濟金融變數的不確定性。實務上，M2對本行仍是重要的名目制約變數；本行每月的貨幣估測會議仍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%。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<sup>14</sup>，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。

詳言之，本行目前的貨幣政策架構除持續關注M2指標外，長期以來，亦考量通膨預期<sup>15</sup>、產出缺口<sup>16</sup>、利率及匯率等其他重要的總體經濟金融指

<sup>12</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。

<sup>13</sup> 本行法定職責為中央銀行法第2條所列示：「本行經營之目標為促進金融穩定、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」。

<sup>14</sup> 自1990年代以來，2%通膨率目標大抵已成為主要央行(如Fed、ECB、BoJ)的共同信仰；過去本行提供國發會(前身為經建會)的「國家發展計畫」(前身為「經濟建設計畫」，後更名為「國家建設計畫」)訂定總體經濟目標之建議，有關物價穩定目標係將CPI年增率控制在2%以下。另本行總裁於理監事會後記者會與立法院質詢時亦曾多次提及，只要CPI年增率介於0%~2%之間，都可接受，係將通膨率目標量化的概念予以公布。

<sup>15</sup> 除了參考中央大學、國泰金控(與台大產學合作)、中研院等機構調查之通膨預期外，本行亦定期對投信、企業與專家學者蒐集其通膨預期，以多元資料來源更客觀地掌握通膨預期情勢。

<sup>16</sup> 本行採生產函數法與HP filter估算產出缺口，並多次透過圖表於本行理監事會後記者會簡報對外說明。

標。本行監控多元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等皆屬監控多元指標之其他類型貨幣政策架構。

圖 4 本行現行採多元指標貨幣政策架構

#### 最終目標

1. 促進金融穩定
2. 健全銀行業務
3. 維持物價穩定(中期通膨率目標為 0%~2%)與匯率穩定
4. 協助經濟發展

#### 貨幣政策三大操作策略

##### 利率管理

- 操作利率為28天期央行存單利率，上下限各為央行重貼現率與短天期存單利率
- 28天期央行存單利率隨央行重貼現率等幅調整，據此影響貨幣市場利率與銀行存款利率
- 央行透過公開市場操作影響準備貨幣、市場利率等

##### 貨幣與信用管理

- 自2020年起，M2年成長目標區改為參考區間，目前為 2.5%~6.5%
- 除關注貨幣總計數外，本行亦重視通膨預期、產出缺口、利率走勢、匯率走勢等重要的經濟金融指標
- 採選擇性信用管制措施，以穩定金融、健全銀行業務

##### 管理浮動匯率制度與外匯管理

- 在促進外匯價格、外匯交易與銀行外匯業務三大面向的自由化下，採取較具彈性的管理浮動匯率制度
- 為減少資本移動對匯率的影響，建立外匯管理機制
- 當資本大量移動，本行依市場供需情況進行雙向調節

#### 貨幣政策操作工具

- 主要貨幣政策工具—政策利率、存款準備率、公開市場操作(發行央行存單、承作 RP)
- 其他貨幣政策工具—換匯交易、選擇性信用管制措施(如不動產貸款成數的限制)、資本移動管理等

資料來源：中央銀行

以下分別說明本行利率管理、貨幣與信用管理、管理浮動匯率制度與外匯管理，以及這三大面向操作策略對於落實本行法定目標的重要性。

### 一、利率管理

#### (一)本行政策利率操作3階段變革

近30年來，因應國內外經濟金融情勢之變動，本行存單發行與政策利

率管理機制亦歷經多次變革(如表4)，其中，第1階段(2002/12以前)為資金相對緊俏時期，金融業隔夜拆款利率略高於重貼現率，以本行重貼現率為底限；第2階段開始，台灣經常帳轉為大幅順差，反映國內存在龐大超額儲蓄，銀行體系資金相對充裕，因此，公開市場操作主要係每日發行本行存單回收市場餘裕資金，此時重貼現率轉為懲罰性利率，隔夜拆款利率貼近本行28天期存單利率。第3階段自全球金融危機後(2009/2起)，各國央行普遍實施大規模寬鬆貨幣政策，當時本行引導隔夜拆款利率走低，以致隔夜拆款利率低於28天期存單發行利率，而貼近本行短天期存單利率。

**表 4 本行政策利率操作 3 階段變革**

	第1階段	第2階段	第3階段
起訖期間	1991/1-2002/12	2002/12-2009/2	2009/2以後
國內資金情勢	相對緊俏	相對充裕	
操作利率之演變	2002/12以前金融業隔夜拆款利率略高於重貼現率，本行重貼現率為底限	重貼現率轉變為懲罰性利率，為操作利率上限；隔夜拆款利率貼近28天期存單利率	重貼現率續為操作利率上限，隔夜拆款利率低於28天期存單發行利率，而貼近本行短天期存單利率

資料來源：整理自業務局(2024)，「本行貨幣政策工具與市場利率引導機制」

現階段本行妥善運用公開市場操作、存款準備金制度及貼現窗口融通制度等各項貨幣政策工具，有效調節資金及引導市場利率走向。在公開市場操作方面，本行操作利率為28天期存單發行利率，以重貼現率為本行政策利率管理機制之上限，以本行短天期存單利率為下限。此外，本行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，以強化利率管理效果。

## (二)本行存單發行與政策利率管理機制

本行存單發行利率係隨重貼現率調整，其調幅參酌經濟金融情勢與市場資金狀況而訂，為市場重要參考利率，並為外界觀察本行貨幣政策動向的重要變數。存單發行利率與主要貨幣市場利率關係密切，本行透過不同天期存單之發行機制，建構本行政策利率管理機制，以引導市場利率於適

度水準，可強化貨幣政策之利率管道傳遞機制。

### 1. 本行存單發行天期與方式

現行本行存單總計發行7天期、28天期、91天期、182天期、364天期及2年期等6種天期。此外，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，標售方式採複數利率標，其餘天期存單係採申購發行(彙整如表5)。

表 5 本行各天期存單發行方式

項目	申購發行 (按本行公告之申購發行利率)				標售發行 (採複數利率標)	
	7 天期	28 天期	91 天期	182 天期	364 天期	2 年期
發行頻率	每日	每日	原則上每 2 週 1 次		每月 1 次	
發行金額	原則上全額 准購	1.原則上到期續發。 2.適時調整 28 天期落點或改發 彈性天期存單。 3.配合政策績優者，酌予增發。	到期續發		目前每月 1,400 億元	目前每月 250 億元
					視情況調整	

資料來源：業務局(2024)，「本行貨幣政策工具與市場利率引導機制」

### 2. 本行存單發行規模與發行利率訂價原則

#### (1)本行存單發行餘額持續增加，2022 年轉呈下降

本行存單發行餘額自2001年底0.95兆元，持續增至2021年底9.48兆元；惟2022年1月轉呈下降，主要係因銀行主動減少申購本行存單，以因應2022年起Fed加速緊縮貨幣政策，以及外資賣超台股並匯出等資金緊縮情勢。截至2025年12月底，本行存單餘額為7.4兆元。

#### (2)存單申購發行利率之訂定原則

本行7天期存單發行利率，主要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。此外，2022年3月起28天期、91天期及182天期存單發行利率，係隨本行政策利率等幅調整。

### 3. 因應金融情勢彈性調整存單發行機制，並強化政策利率管理

隨國內外經濟金融情勢之變動，本行適時檢討存單發行機制，歷年來多次調整存單發行天期、頻率、規模等，包括2020年4月起每日發行7天期存單，以及適時調整364天期、2年期存單每月標售金額，迄今均可有效調節市場流動性，並強化政策利率管理，維持金融市場穩定。

#### 4. 本行存單利率形成政策利率管理機制，持續有效引導市場利率

本行各天期存單發行利率係隨重貼現率調整(2022年3月以來均等幅調整)，目前存單發行期限以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>17</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。如2022年3月本行啟動升息循環以來，貨幣市場利率與銀行存放款利率均足額反映本行升息幅度(見表6及圖5)。

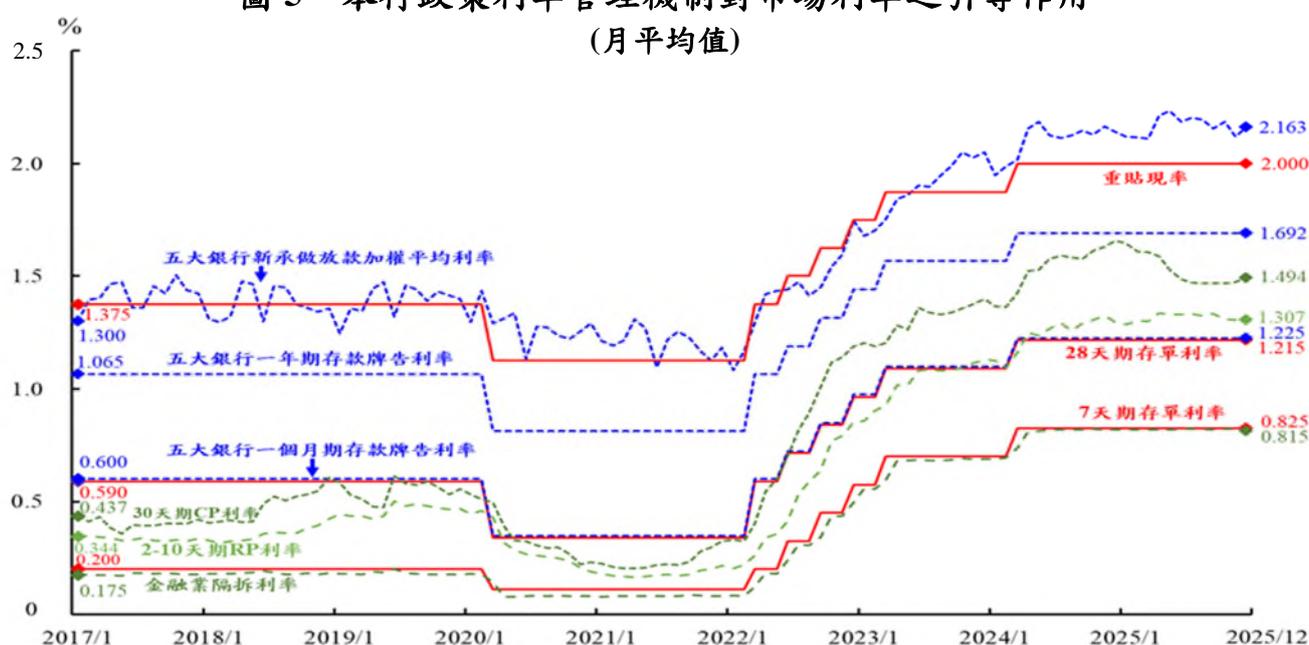
表 6 2022年3月以來政策利率調升6次之市場利率變動幅度

(2025/12 與 2022/2 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天期附買回利率	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	1.088	1.170	0.877	0.996

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

圖 5 本行政策利率管理機制對市場利率之引導作用  
(月平均值)



註：五大銀行係指臺灣銀行、合作金庫銀行、第一商業銀行、華南商業銀行及臺灣土地銀行。

資料來源：業務局、銀行公會金融業拆款中心、台灣集保結算所、證券櫃檯買賣中心

<sup>17</sup> 我國貨幣政策操作對象以銀行體系為主，央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，當 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。

### (三)現行利率管理仍運作順暢

Fed準備金機制以2項操作利率為主：IORB與ON RRP均屬隔夜利率；BoK之貨幣穩定債券(Monetary Stabilization Bonds, MSB)則以長天期(2年期)、標售制為主，搭配常備機制利率形成有效之利率走廊操作機制；SNB係以存款準備金制度為主要操作工具，用以建構其政策利率管理機制。

相較而言，本行存單發行機制採申購與標售2種發行方式，並維持二者適當發行比重，可提升本行引導市場利率走向之影響力；另本行存單發行天期兼顧短天期與長天期，提供金融機構資金調度與配置之多元化期限選擇，可提升金融機構持有本行存單意願，此皆有助完善本行政策利率管理機制。

鑒於本行存單發行機制完備，持續有效引導市場利率走向，現行操作機制可予繼續維持。未來將持續檢討存單發行機制，適時調整存單發行天期、頻率及規模等，妥善維持本行政策利率管理之有效性。

## 二、貨幣與信用管理

### (一)M2年成長目標區調整為成長參考區間之考量

2019年以前，本行以貨幣總計數M2成長率為中間目標，惟實際上，除關注貨幣總計數外，亦考量其他重要總體經濟金融指標，以達成本行法定的經營目標。為符合實務上彈性的作法，自2020年起，本行M2年成長目標區調整為成長參考區間，主要考量因素<sup>18</sup>如下：

1. 本行採多元指標的貨幣政策架構，符合主流貨幣政策架構發展趨勢；除持續關注貨幣總計數外，亦重視通膨預期、產出缺口、利率與匯率走勢等重要的經濟金融指標。
2. 根據本行過去經驗顯示，M2成長易受跨國資金移動、金融創新與金融深化等因素影響。全球金融危機後，我國M2與物價的短期關係弱化，惟M2、產出與物價間仍具有中長期穩定關係<sup>19</sup>，維持M2適度成長有

<sup>18</sup> 詳中央銀行(2019)，「109年起採M2成長參考區間之說明」，中央銀行季刊，第41卷第4期，頁7-12。

<sup>19</sup> 如2010年1月至2025年12月M2年增率與CPI年增率同期相關係數約為0.24，兩者關係明顯弱化，顯示全球金融危機後，我國M2與物價的關聯性減弱。然M2與產出及物價間的中長期關係仍具穩定性，M2年增率(領先CPI年增率24個月)與CPI年增率當期、24或36個月移動平均的相關係數，無

助達成物價穩定的最終目標；此外，透過檢視 M2 貨幣數量與其組成的變化，可協助評估資金移動與金融體系之穩定狀況。

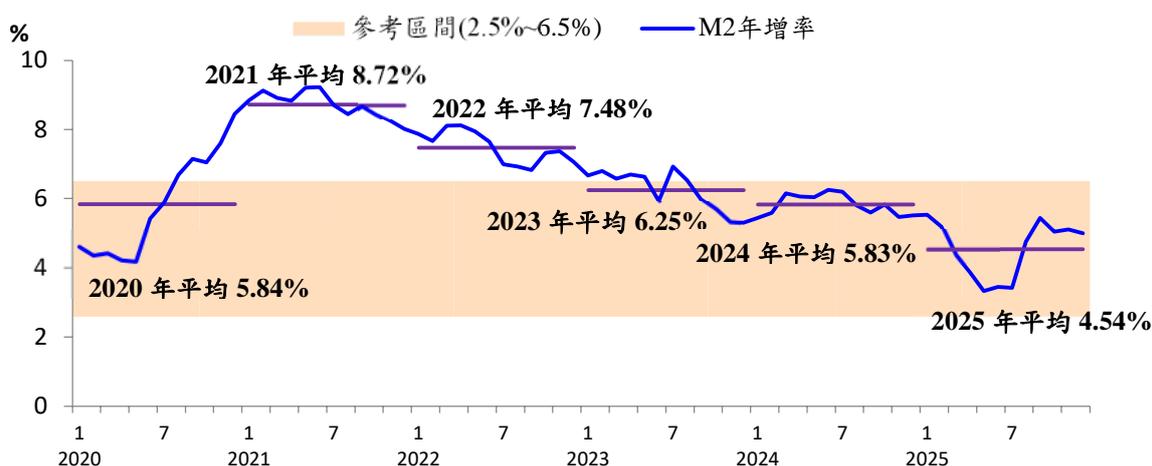
3. 我國係小型開放經濟體，為保有一定程度的貨幣政策自主性，M2 成長參考區間的調整作法，亦容許 M2 在適度的參考區間內變動，以因應總體經濟金融變數的不確定性，避免利率波動過大，且有助於本行維持匯率動態穩定。

## (二) M2 成長未持續偏離參考區間且其需求年增率仍落在該區間

綜觀採行 M2 成長參考區間後的執行情況，除 2021、2022 年 M2 平均年增率未落在參考區間內，其餘各年皆落在參考區間內<sup>20</sup>，2025 M2 平均年增率續降為 4.54%(圖 6)，顯示 M2 成長並無持續偏離 2.5% 至 6.5% 參考區間之情形。

至於 2021 至 2022 年 M2 平均年增率短暫高於參考區間上限 6.5%，主要係因應 COVID-19 疫情，政府提供紓困貸款與振興方案期間，本行維持貨幣寬鬆，協助經濟復甦，加以其後國內景氣復甦，以及美中貿易摩擦帶動台商回台投資，放款與投資需求增加所致。

圖 6 M2 成長參考區間與實際成長狀況



資料來源：中央銀行

論樣本期間較長或較短的情況下，兩者相關係數仍為正數，顯示中長期呈穩定正相關。而 M2 與經濟活動長期之變動方向一致，具正相關，1992 至 2025 年間，不論採年資料或季資料，經濟成長率和物價漲幅合計與 M2 成長率同向，同期相關係數約為 0.5~0.6 (2025 年經濟成長率係採本行 2025 年 12 月公布之預測數)。

<sup>20</sup> 過去採 M2 成長目標區時，M2 實際成長率亦大致落於目標區間內，僅某些年度 M2 實際成長率未落在目標區間內，如 1997 年亞洲金融危機時期、2004 年外資大量匯入、2009 年因應全球金融海嘯，本行營造較寬鬆的資金環境且外資大幅匯入。

針對 M2 成長情勢本行每年底會進行檢討，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>21</sup>。根據本行 2025 年 12 月之實證顯示，2026 年 M2 需求成長率仍落在 2.5%~ 6.5% 的成長參考區間(表 7)，M2 需求無顯著結構性改變。

**表 7 M2 需求成長率推估方式與估計結果**

估計方式	模型解釋變數或計算式	2026年M2需求成長率
貨幣需求函數模型	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	4.97%
ECB作法	計算公式為「貨幣需求長期所得彈性×潛在產出成長率+可容忍的通膨率」	5.67%

資料來源：本行估計(2025.12)

為減少本行資產負債表規模變化，如本行國外資產增加對國內準備貨幣與 M2 之影響，本行除進行公開市場操作，包括發行存單，沖銷市場過多流動性外，並數次於調升政策利率之際，搭配調升存款準備率<sup>22</sup>，以降低貨幣乘數效果，緩和貨幣成長速度，強化緊縮性貨幣政策成效。

### (三)調整為M2成長參考區間的作法應屬允當

金融創新與金融深化現象對於訂定 M2 成長目標區產生挑戰，全球金融危機後，我國 M2 與物價的關聯性弱化，然 M2 與產出與物價的中長期關係仍具穩定性，且台灣以間接金融為主，貨幣數量蘊含相當重要的資訊，透過檢視貨幣總計數與其組成的變化，可協助評估資金移動與金融體系穩定狀況。有鑑於此，自 2020 年起，本行將 M2 成長目標區調整為成長參考區間。

經本次重新檢視，即使樣本期間涵蓋近期資料點，實證結果顯示 M2 需求無明顯結構性改變、M2 與產出及物價間的中長期關係仍具穩定性，

<sup>21</sup> 本行於每年年底之理監事會提供 M2 參考區間評估結果，作為理監事會決議參考。並於該次理監事聯席會議之貨幣政策議事錄摘要公布時，一併於「國內外經濟金融情勢分析」中說明 M2 參考區間評估結果。

<sup>22</sup> 如 2022 年 6 月與 9 月本行兩度調升政策利率各 0.125 個百分點，並同時調升新台幣存款準備率各 0.25 個百分點。2022 年 12 月、2023 年 3 月與 2024 年 3 月本行調升政策利率各 0.125 個百分點，2024 年 6 月與 9 月本行則調升新台幣存款準備率各 0.25 個百分點。本行調升政策利率，本行存單利率隨之上升，除使銀行增持本行存單意願，亦透過本行存單發行以引導市場利率上升，有助準備貨幣(=通貨淨額+準備金)年增率下降，緩和 M2 成長速度。而存款準備率上升，可降低貨幣乘數下降，具抑制 M2 成長效果。

且 M2 具備中長期指標的特性，並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。

#### (四)本行實施選擇性信用管制措施，相關成效陸續顯現

2020 年以來，由於主要經濟體持續維持寬鬆貨幣政策之資金外溢效應，加以國內資金回流與民間投資強勁，伴隨房價上漲預期心理與及投機炒作等因素，銀行購置住宅貸款及建築貸款成長持續走高，銀行過度集中不動產授信，影響信用資源配置，不利生產事業實質投資。為促進金融穩定及健全銀行業務，並落實政府「健全房地產市場方案」之「信用資源有效配置及合理運用」分工項目，本行採取漸進性管制措施，以防範銀行信用資源過度流向不動產市場，並使房市軟著陸，爰自 2020 年 12 月以來 7 度調整實施「中央銀行對金融機構辦理不動產抵押貸款業務規定」。

2020 年 12 月至 2023 年上半年，隨本行 5 度調整信用管制措施，與其他部會精進健全房市措施，房市交易逐漸降溫，全體銀行不動產貸款成長趨緩；惟 2023 年下半年起，隨新青安貸款上路，房市交易量回增，不動產貸款成長加速、集中度居高，並伴隨房價上漲預期升溫，爰本行繼第 6 度調整管制措施後，於 2024 年 8 月請 34 家銀行自主管理 2024 年第 4 季至 2025 年第 4 季不動產貸款總量目標，並於同年 9 月第 7 度調整選擇性信用管制措施，及配合調升存款準備率<sup>23</sup>。本行管制措施主要目的有三：(1)改善信用資源過度集中不動產貸款情形，避免排擠生產事業實質投資所需資金；(2)引導信用資源優先支應無自用住宅民眾購屋及都更危老重建等配合政府政策之資金需求；(3)降低民眾看漲房價預期心理(本行選擇性信用管制措施詳附錄 1)。

本行管制措施三個目的之成效，陸續顯現：

#### 1. 不動產貸款集中度及不動產貸款增幅均趨降：

(1) 全體銀行不動產貸款集中度由近期高點之 2024 年 6 月底 37.61%，降至 2025 年 12 月底 36.45%。

<sup>23</sup> 2022 年 7 月、10 月及 2024 年 7 月、10 月各調升存款準備率 0.25 個百分點，總計調升 1 個百分點。

- (2) 全體銀行不動產貸款餘額、購置住宅貸款餘額、建築貸款餘額年增率分別由近期高點之 2024 年 9 月底 9.41%、11.26%、10 月底 4.72%，降至 2025 年 12 月底 3.44%、4.46%、0.27%。
2. 銀行信用資源優先支應無自用住宅民眾購屋及都更危老重建等資金需求：
- (1) 本國銀行辦理無自用住宅民眾購屋貸款占購置住宅貸款比重由 2023 年 1 月底 57.0%，升至 2025 年 12 月底 63.8%。
- (2) 本國銀行辦理都更危老重建貸款占建築貸款餘額比重由 2023 年 1 月底 14.2%，升至 2025 年 12 月底 24.4%。
3. 房市交易降溫，房價漲幅趨緩，民眾看漲房價預期心理趨緩：
- (1) 2025 年全年全國及六都建物買賣移轉棟數分別較 2024 年年減 25.5% 及 24.6%。
- (2) 2025 年第 4 季信義及永慶房價指數、2025 年第 4 季國泰房價指數，以及 2025 年第 2 季內政部住宅價格指數年增率明顯趨緩；2025 年第 3 季永慶房價指數年增率則由正轉為負。
- (3) 永慶房產網路調查結果顯示，消費者看跌房價比率由 2025 年第 3 季 37%，升至 2025 年第 4 季 50%，遠高於看漲房價比率 20%。

本行將持續檢視選擇性信用管制措施之執行成效，並密切關注房地產相關政策對房市的可能影響，適時調整相關措施內容，以促進金融穩定及健全銀行業務。

### 三、管理浮動匯率制度與外匯管理

#### (一)本行匯率政策與匯市調節機制

##### 1. IMF 匯率制度分類

就匯率制度分類而言，IMF 大體上以匯率的波動程度，將全球匯率制度分為數種，由固定匯率至自由浮動匯率，其他各類型的匯率制度則居於兩者之間(表 8)。

表 8 匯率制度分類

制度名稱	制度內容	國家/地區
聯繫匯率 (Currency board)	一國立法承諾本國貨幣與另一外國貨幣的匯率為固定，貨幣當局發行通貨必須嚴格遵守維持固定匯率的義務。	香港
一般釘住匯率 (Conventional peg)	一國貨幣的價位釘住另一國或一籃子他國貨幣，通貨籃必須向 IMF 報備。且匯價要在中心匯率上下 1% 狹幅區間波動，或是即期匯率的最高與最低價維持在 2% 波動幅度內至少 6 個月。	沙烏地阿拉伯
穩定匯率制度 (Stabilized arrangement)	一國貨幣的即期匯價波動幅度維持在 2% 區間內達 6 個月以上。波動區間要穩定在基準通貨(或通貨籃)某一統計標準(如移動平均)的區間內。	越南
爬行釘住匯率 (Crawling peg)	一國匯率在固定價位小幅調整，或根據特定量化指標的變動而調整。	新加坡
浮動匯率 (Floating)	匯率原則上由市場決定。貨幣當局不預先設定或承諾匯率的價位，且以直接或間接方式干預外匯市場，以緩和匯率的波動。	瑞士、南韓、以色列、印度
自由浮動匯率 (Free floating)	貨幣當局在過去 6 個月內的干預次數最多 3 次，且每次干預不超過 3 個營業日，並公布或提供 IMF 干預的資訊與資料。	美國、歐元區、日本、澳洲

資料來源：IMF (2024)、本行整理

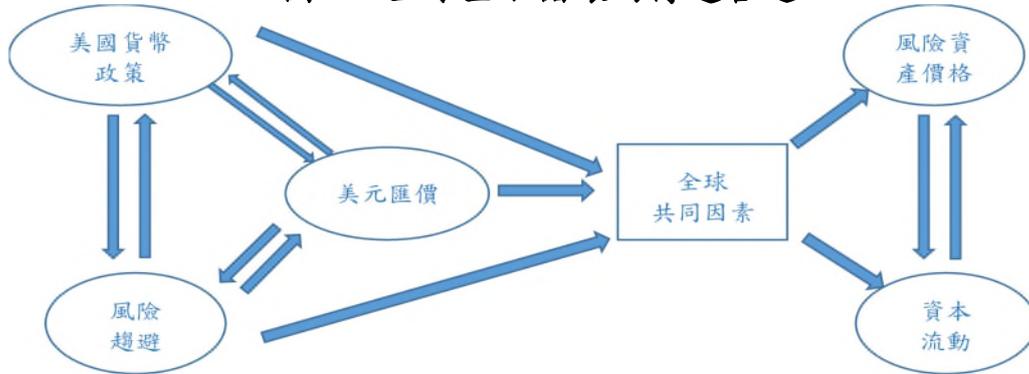
匯率對小型開放經濟體的進出口貿易與金融交易影響深遠，尤其在金融全球化下更難應對其相關風險。亞洲金融危機與全球金融危機期間，資本流出和匯率貶值導致此等經濟體經濟重創，部分國家更面臨社會動盪和政局不穩。亞洲金融危機與全球金融危機促使國際社會反思資本自由移動與浮動匯率的效益，IMF 已改變立場，認為資本自由流動和浮動匯率的效益可能被誇大，認同適度的外匯干預與資本管制有其正當性。

特別是英國倫敦商學院教授 H el ene Rey 於 2013 年研究指出，全球金融循環對小型開放經濟體構成政策難題<sup>24</sup>，外匯市場往往首當其衝。匯率波動可能放大外部因素對於小型開放經濟體金融穩定的衝擊，難以維持貨

<sup>24</sup> H el ene Rey (2013)指出，美國貨幣寬鬆或緊縮促使跨國資本快速且大規模自由進出，投資者對風險偏好(risk on)或嫌惡(risk off)態度以及槓桿化(leverage)或去槓桿化(deleverage)的行為，使風險性資產價格劇烈變動，全球各國經濟金融因而暴漲暴跌，易使各國經濟嚴重受創，演變成全球問題，此一反覆循環現象稱為全球金融循環(global financial cycle)，在資金自由進出環境下，就算採取自由浮動匯率也難以達成貨幣政策自主性。

幣政策的自主性，Habib and Venditti (2018)亦將 Rey 的全球金融循環觀念予以流程圖化，如圖 7。

圖 7 全球金融循環的傳遞管道



資料來源：Habib and Venditti (2018)

## 2. 本行匯率政策說明

本行貨幣政策主要透過調整政策利率來影響市場利率與實體經濟，作為控制總體需求與物價穩定的主要手段。惟台灣屬小型開放經濟體，外匯市場淺碟(Shallow FX Markets)，為因應短期跨境資本移動頻繁且規模巨大等衝擊<sup>25</sup>，宜將外匯市場雙向調節作為貨幣政策之補充工具。原則上新台幣匯率由外匯市場供需決定，惟一旦匯率波動造成市場失靈或威脅金融穩定時，本行將進場調節以維護經濟金融穩定，此操作模式亦符合 IMF「整合性政策架構(Integrated Policy Framework, IPF)」之精神(IMF, 2020; 2023)，使用外匯干預作為緩解短期資本移動造成失序波動的必要防禦機制。

根據「中央銀行法」，本行經營目標為促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值穩定，並在上列目標範圍內，協助經濟發展。其中幣值穩定不僅包括國內物價穩定，也涵蓋新台幣匯率的動態穩定。自1989年4月本行進行一系列的匯率制度變革，在促進外匯價格、外匯交易與銀行外匯業務三大面向的自由化下，採取依彈性調整的管理浮動匯率制度。

雖然新台幣匯率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，而有不有利於經濟金融穩定之虞時，本行仍將本於職責維持外匯市場秩序，以緩和匯率的波動幅度，並增進外匯市場效率。

<sup>25</sup> 2025 年台灣外資資金進出及本國資金進出相對於商品貿易為 18.8 倍。

### 3. 本行匯市調節與資本移動管理機制

#### (1) 匯市調節機制

由於台灣是小型開放經濟體，亦非IMF會員國，若匯率過度波動會對經濟穩定造成較大負面影響。為減少匯率過度波動，本行參考國際美元走勢及全球經濟金融情勢進行雙向調節，致力維持新台幣匯率相對動態穩定，以反映基本經濟金融情勢。因台灣採外匯干預之管理浮動匯率制度，匯率走勢相對穩定，自2000年以來，大多數期間新台幣名目有效匯率指數(NEER)均落在其36個月移動平均上下5%範圍內波動<sup>26</sup>。

#### (2) 為增進政策透明度，本行定期公布淨買賣匯金額

本行為強化與外界溝通，自2020年3月起，於立法院業務報告中揭露前一年度(2019年)淨買賣匯金額，並自2020年9月起將揭露頻率調整為每半年一次(3與9月)。另根據2025年11月台美匯率議題聯合聲明，本行自2025年12月底起，進一步調整為每季公布(落後1季)。此外，自2021年12月起，本行每半年公布本行國際準備與外幣流動性資訊(落後1季)；自2025年12月底起，亦進一步調整為每季公布(落後1季)。

#### (3) 因應資本移動之外匯管理措施

自1990年以來，台灣開放資本帳，跨境資本移動顯著增加。為減少資本移動對匯率的影響，本行建立外匯管理機制，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。

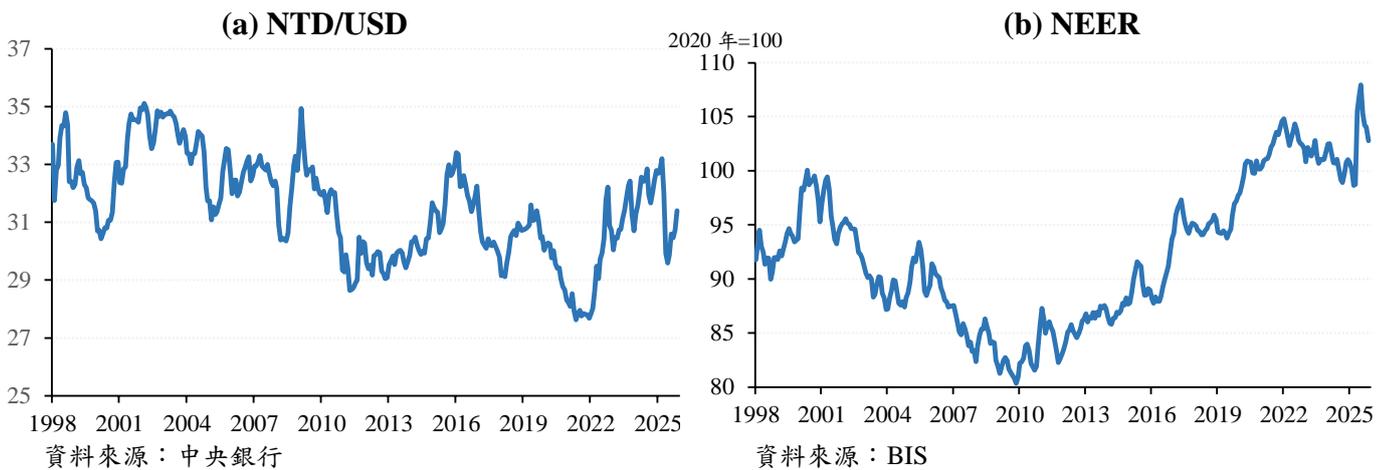
### 4. 外匯干預情形與效果

#### (1) 長期以來，新台幣匯率呈現具有彈性的雙向波動

對於新台幣匯率，本行未設特定目標價位或特定目標區間，無論是短期間亦或長期走勢，新台幣對美元匯率與NEER有升有貶，呈雙向波動，具有彈性(圖8)。

<sup>26</sup> 台灣、新加坡及瑞士採外匯干預之管理浮動匯率制度，匯率走勢相對穩定，波動幅度較低。如新台幣及新加坡幣 NEER 走勢而言，自 2000 年以來，絕大多數期間均落在其 36 個月移動平均值上下 5% 之波動範圍內。SNB 在 2015 年年初重新採雙向浮動之管理浮動匯率，此後瑞郎 NEER 亦大致位於 36 個月移動平均值上下 5% 範圍內。此外，自 1998 年 4 月以來，台股波動高低循環周期約 37 個月，且台股 20 多年來相對新興市場表現之趨勢，大致與新台幣 NEER 之 36 個月移動平均值之趨勢相當；基於股市為經濟櫥窗及我國股匯市同受國內外資金移動影響等實務面因素，顯示經本行調節後之新台幣 NEER 長期趨勢，應具有反映經濟金融情勢之實。

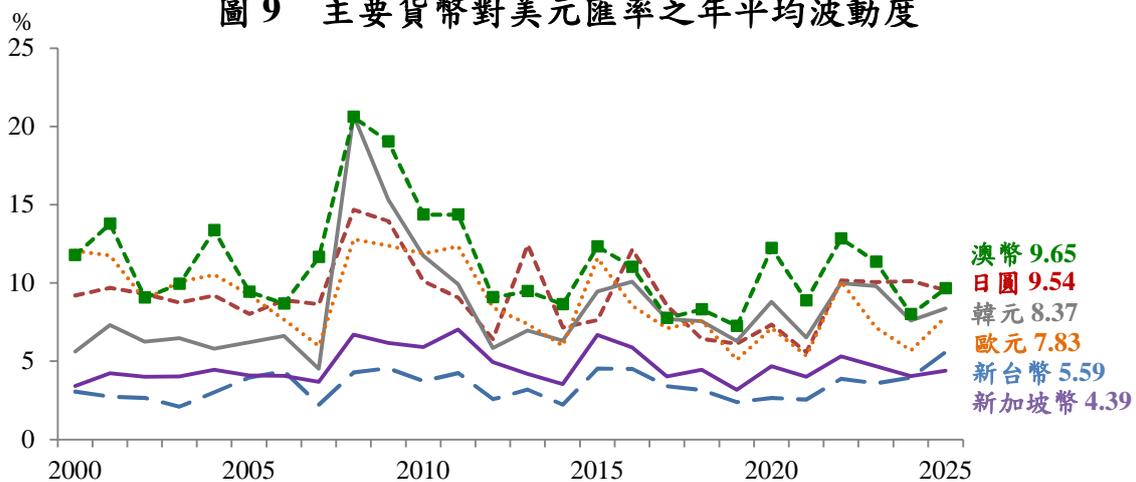
圖 8 新台幣匯率走勢



**(2)本行雙向調節維持外匯供需平衡，新台幣對美元匯率波動度小於其他主要貨幣**

近年來，因應資本大量移動，本行針對匯市供需情況雙向進行調節，穩定新台幣匯率。新台幣對美元匯率的波動度通常小於其他主要貨幣(圖9)，這有助於企業營運及國內經濟穩定。

圖 9 主要貨幣對美元匯率之年平均波動度



註：1.各幣別波動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. 2025年平均波動度係該年1月2日至12月31日資料之平均。  
 資料來源：本行整理、台北外匯經紀股份有限公司

**(二)與其他小型開放經濟體之比較**

經檢視瑞士、南韓、新加坡、以色列及台灣5個同屬小型開放經濟體央行匯率政策以及外匯干預的運作狀況，彙總結果如表9。上述央行均認定匯率對經濟之重要，外匯干預有其必要性，除新加坡穩定匯率於某一目標區

間、以色列事先公布干預計畫外，其他小型開放經濟體均保有較高之權衡性，並未設定匯率目標，且目前均未以其匯率操作進行可究責檢討，而是著眼於是否達成所被賦予之法定職責(如匯率穩定、金融穩定等)。維持匯率穩定除為達成物價穩定目標外，亦可調節外匯市場流動性，協助維持外匯市場秩序與金融市場穩定。

至於外匯干預方式，新加坡會從事即期及遠期外匯干預，其他經濟體除進行即期干預外，另以換匯交易提供流動性等。外匯干預揭露方面，除新加坡目前每半年一次外，其他小型經濟體為每季揭露一次。至外匯干預後之沖銷操作，詳表9說明。

表 9 小型開放經濟體匯率政策與外匯干預

國家	南韓	瑞士	新加坡	以色列	台灣
匯率制度*	浮動匯率	浮動匯率	爬行釘住匯率	浮動匯率	浮動匯率
匯率政策	未設定目標匯率	並未設定目標匯率(僅 2011 年 9 月至 2015 年 1 月除外)	設定目標匯率區間波動	並未設定目標匯率，惟多會事先公布干預計畫	未設定目標匯率
外匯干預扮演之角色	穩定匯率有助達成法定職責(物價穩定、經濟穩健發展及金融穩定)等政策目標	必要時將輔以外匯市場干預來抵禦通膨或通縮壓力	匯率對其通膨影響較利率重要，匯市直接干預，匯率相對可控	若匯率因特殊情況而大幅波動或偏離經濟基本面，必要時進行外匯市場干預	調節外匯市場流動性，協助維持外匯市場秩序及金融市場穩定
事先公布外匯干預計畫	否	否	否	是	否
外匯干預工具及揭露	1.即期市場為主，輔以口頭干預 2.FX SWAP 提供美元流動性 3.每季公布金額(落後一季)，另每月告知美國財政部	1.以即期市場干預為主 2.FX SWAP 為輔 3.每季公布金額(落後一季)	1.即期與遠期市場干預 2.每半年公布金額(落後一季)	1.即期市場干預 2.FX SWAP 提供美元流動性 3.每季公布金額(落後一季)	1.即期市場干預 2.FX SWAP 提供美元流動性 3.目前每季公布金額(落後一季)
沖銷政策	採沖銷干預**	多未採沖銷干預(尤其負利率政策時期)	採沖銷干預**	採沖銷干預	採沖銷干預**

註：\*因 IMF 自 2009 年起，將管理浮動匯率制度改稱為「浮動」(floating)，本表與表 1 表達一致。

\*\*另經本行實證，本行、BoK 與 MAS 均採接近完全沖銷操作。

資料來源：IMF (2024)、本行整理

### (三)小型開放經濟體面對外界相關批評及回應

全球金融循環對小型開放經濟體構成貨幣政策難題，其在資金自由進出環境下，即使採自由浮動匯率制度也難達成貨幣政策自主性。鑑於僅透過利率工具實現政策目標有所侷限，小型開放經濟體結合外匯干預等政策工具被賦予更多政策彈性，以利達成物價穩定。惟執行過程中，引來相關批評如單向之外匯干預、權衡性干預與透明度不足、央行盈餘繳庫、外匯存底不足以因應衝擊、外匯市場深度與自由度不足等挑戰(詳表10)。針對外界的批評，小型開放經濟體央行亦作了一些回應(詳表11)。

表 10 外界對小型開放經濟體匯率管理之相關批評

議題	外界主要批評	被批評之央行
單向外匯干預	<ul style="list-style-type: none"> <li>傾向於阻升不阻貶，犧牲其他經濟部門的利益。</li> </ul>	BoK/BoI/本行
權衡性干預與透明度不足	<ul style="list-style-type: none"> <li>經常大規模干預匯市，但未公布其匯率政策及干預策略之制定與決策過程；僅公布決議結果，甚少解釋決策背景及原因。</li> <li>透明度及權責化不足，不易究責。</li> </ul>	SNB/本行
央行盈餘繳庫	<ul style="list-style-type: none"> <li>為達成盈餘目標而大量買進外匯，壓低新台幣匯率，且未完全進行沖銷，導致低利率。</li> </ul>	本行
	<ul style="list-style-type: none"> <li>外匯干預致持有大量外匯，資產負債表大幅擴張，風險性資產投資收益可能因外部不確定性而產生劇烈波動。</li> <li>2022及2023財政年度非但未動用準備金維持繳庫金額平穩，反而持續增提鉅額準備金，突顯SNB盈餘分配之決策缺乏妥適性及透明性。</li> </ul>	SNB
	<ul style="list-style-type: none"> <li>近年因盈餘微薄而無法將盈餘繳庫，外界認為係因BoK未在黃金價格大漲前布局而錯失盈餘，以及因大量發行貨幣穩定債券(MSB)導致虧損，反映盈餘分配缺乏合理性。</li> </ul>	BoK
外匯存底適足性	<ul style="list-style-type: none"> <li>外匯存底是否足以因應外部衝擊。</li> </ul>	BoI/BoK
外匯市場深度與自由度不足	<ul style="list-style-type: none"> <li>外匯市場深度及自由度不足可能引發羊群效應，導致匯率急遽波動與市場機能受損。</li> </ul>	BoK

資料來源：整理自外匯局(2024)，「管理浮動匯率制度—瑞士、南韓、以色列及台灣」

表 11 小型開放經濟體央行對外界批評之回應

議題	主要回應內容	回應之央行
單向外匯干預	<ul style="list-style-type: none"> <li>視市場情況採<b>雙向外匯干預</b>，並非一味阻升不阻貶。</li> </ul>	BoK/BoI/本行
	<ul style="list-style-type: none"> <li>央行買匯可減輕過度升值壓力，提供企業緩衝期，惟干預難扭轉升值方向。</li> <li>外匯干預除可達成物價與金融穩定，亦可協助經濟成長、促進就業。</li> </ul>	BoI
權衡性干預與透明度不足	<ul style="list-style-type: none"> <li>於<b>必要時適時</b>干預匯率，可確保適當之貨幣情勢，在政策利率極低背景下，外匯干預為達成物價穩定的有效工具。以研究報告說明運用計量模型檢視外匯干預有效性，支持外匯干預可達物價穩定等目標。</li> <li>每年公布之可究責性報告(Accountability Report)<sup>27</sup>，強化對外界之說明。</li> </ul>	SNB
	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>小型開放經濟體從事外匯操作，宜有彈性操作空間</b>，難以依準則、指標或模型來確認需要介入匯市的時機與規模。運用計量模型進行匯率反應函數與沖銷係數估計，佐證匯率具反通膨與反景氣循環特性與本行採接近完全沖銷操作(詳見下一節說明)，並以研究報告對外說明，降低對本行匯率政策透明度不足的擔憂。</li> <li>以「年報」與「金融穩定報告」說明過去1年政策執行情形，以增進透明度並強化對外溝通。</li> </ul>	本行
央行盈餘繳庫	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要央行無論其貨幣政策架構為何，均有依其央行法向國庫繳交盈餘之義務。</li> <li>本行法定經營目標不包括盈餘繳庫，本行不需要、更不會採取低利率及低匯率政策來達到盈餘繳庫(有關本行盈餘繳庫與央行貨幣政策操作獨立性問題之說明詳附錄2)。</li> </ul>	本行
	<ul style="list-style-type: none"> <li>央行法定任務為確保物價穩定，而非為國家創造收入，僅在當年度盈餘超過一定金額時，才會進行盈餘分配。</li> </ul>	SNB
	<ul style="list-style-type: none"> <li>盈餘繳庫減少主要係因依法優先提列高比例法定公積，而在外匯存底管理以流動性優先於獲利，故不以投機黃金作為主要操作。</li> </ul>	BoK
外匯存底適足性	<ul style="list-style-type: none"> <li>央行面對升貶值之市場壓力不同，在外匯存底有限的情況下，較易處理升值壓力。</li> </ul>	BoI
	<ul style="list-style-type: none"> <li>外匯存底無不敷使用(全球排名第九、多項指標已達已開發國家水準)。</li> </ul>	BoK
外匯市場深度與自由度不足	<ul style="list-style-type: none"> <li>推動外匯市場改革措施，以改善外匯市場深度與自由度。</li> </ul>	BoK

資料來源：整理自外匯局(2024)，「管理浮動匯率制度—瑞士、南韓、以色列及台灣」

<sup>27</sup> SNB 可究責性報告之內容雖公布過去 1 年干預金額，但並未提及匯率干預之目標數量或目標價位，僅強調於必要時干預匯率，以確保適當之貨幣情勢並協助達成其貨幣政策目標。面對外界批評該行匯率政策幾度大幅轉變，卻未對外界說明其決策程序及依據；至於外界對其政策透明度及權衡性之質疑，SNB 目前並未改變當前作法，但強化其對外界之說明。

此外，台灣、南韓、瑞士、新加坡、以色列等5國央行均採權衡性干預匯市，以協助達成貨幣政策目標。其中，SNB將外匯干預明確列入其貨幣政策框架第三項要素貨幣政策執行方式<sup>28</sup>中，BoI亦將外匯干預列為實現目標及履行職能之政策工具，此突顯匯率管理已成為穩定物價及發展經濟之重要措施。除BoI事先公布干預計畫外，本行及BoK、SNB均依市場情勢介入操作，並未設立匯率目標，亦未以一定準則或經濟模型來決定干預的時機及規模。此權衡性操作及透明度常受質疑，惟前述央行均以法定目標來究責，並透過計量分析研究或官員演講說明匯市調節之必要性與重要性，以回應各項質疑。面對外界對匯率政策之質疑，本行持續以實證研究及理監事會後記者會參考資料等方式，積極對外界說明本行立場。

#### (四)新台幣匯率反應函數與本行沖銷操作-與亞洲國家之比較

透過兩項實證分析評估本行管理浮動匯率制度的成效與影響：一為估計亞洲主要國家的匯率反應函數，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央行匯市操作是否會影響國內準備貨幣及廣義貨幣總計數，主要結果如下：

##### 1. 以貿易權重加權之NEER估計，長期間新台幣與新加坡幣匯率具反通膨與反景氣循環之特性，韓元、日圓、人民幣匯率則較無此特性

從實證結果顯示(表12)，以1994Q1~2025Q2樣本期間分析，新台幣名目有效匯率具有顯著反通膨與反景氣循環之特性<sup>29</sup>。當通膨偏高時，名目有效匯率會上升(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，名目有效匯率會上升以抑制過熱景氣。

<sup>28</sup> 2000年之後，SNB設定貨幣政策策略三大要素：物價穩定定義、中長期通膨預測，以及SNB政策利率。由於近年政策利率以外之貨幣政策措施重要性日益增加，2022年SNB於第3個要素補述「必要時允許使用其他貨幣政策措施來影響匯率或利率水準」。

<sup>29</sup> 若以對美元雙邊匯率估計匯率反應函數，則新台幣之匯率變動顯著具反景氣循環之特性，但並不具有反通膨特性。可能係由於美國在2000~2004年因網路泡沫與911恐怖攻擊，以及2009~2011年因全球金融危機皆採行寬鬆貨幣政策，導致外資流入台灣，新台幣對美元承受升值壓力，而當時國內景氣低迷，產出缺口為負，2000~2004年台灣通膨更持續偏低，通膨缺口亦呈負值，同期間其它貿易對手國的貨幣對美元升值幅度更大，導致以貿易權重加權的新台幣名目有效匯率升值幅度縮小甚或轉呈貶值，使得該名目有效匯率呈現反景氣循環、反通膨，但新台幣對美元雙邊匯率卻不具反通膨特性。

表 12 1994Q1~2025Q2 台灣與其他亞洲四國本幣匯率反應函數估計結果

貨幣	係數	樣本期間	通膨缺口 係數( $\beta$ )	產出缺口 係數( $\gamma$ )	前期項 係數( $\rho$ )	R <sup>2</sup>
新台幣		1994Q1~ 2025Q2	<b>0.28*</b> (1.82)	<b>0.19**</b> (2.15)	<b>0.74***</b> (34.14)	0.61
新加坡幣		1994Q1~ 2025Q2	<b>0.32***</b> (3.63)	<b>0.08**</b> (2.83)	<b>0.74***</b> (39.47)	0.70
韓元		1994Q1~ 2025Q2	<b>-1.32***</b> (-3.92)	<b>-0.84***</b> (-5.03)	<b>0.82***</b> (28.24)	0.57
日圓		1994Q1~ 2025Q2	<b>2.53***</b> (4.13)	<b>-0.30</b> (-0.96)	<b>0.89***</b> (21.39)	0.69
人民幣		1994Q1~ 2025Q2	<b>0.23***</b> (3.58)	<b>-0.01</b> (-0.31)	<b>0.80***</b> (27.84)	0.67

註：1.  $D_4NEER_t = \alpha + \beta \times p_t^g + \gamma \times y_t^g + \rho \times D_4NEER_{t-1} + u_t$

2.\*\*\*、\*\*、\*分別表示估計值在 1%、5%、10%水準下顯著，( )內數值為標準誤。

資料來源：本行估計

新加坡幣的名目有效匯率行為與新台幣相似，亦具有顯著的反通膨與反景氣循環之特性；韓元、日圓、人民幣的匯率行為皆不具反景氣循環的特性，但日圓與人民幣匯率則有反通膨特性。

## 2. 本行、BoK 與 MAS 均採接近完全沖銷之操作，而中國人民銀行並不仰賴發行央行債票券的沖銷方式，使其國內銀行準備金規模隨央行國外資產持續增加

隨著國內經濟規模的擴大，本行、BoK、MAS與中國人民銀行<sup>30</sup>的總資產規模均持續增加，且由於這四國長年經常帳順差，大量外匯持續流入，部分由央行買進，使得這4國央行資產項目均以外幣資產為主。

在這四國央行總資產對GDP比率擴大的時期，多反映貨幣當局較大幅度干預匯市，買進外匯，使其外幣資產快速增加，總資產對GDP比率因而上升。央行於外匯市場大量買進外匯，會釋出同幅的本幣流動性，增加銀行體系資金。為控制國內貨幣數量，減輕通膨壓力，亞洲四國央行多會同時進行沖銷式干預(sterilized intervention)，以降低匯市操作對國內準備貨幣

<sup>30</sup> BoJ 因實施量化寬鬆使其資產項目主要為證券投資，是推升其總資產規模持續擴大的主因；由於 BoJ 資產負債表變化的主要原因與本行、BoK、MAS 與中國人民銀行不同，因此不列入比較。

與廣義貨幣總計數的影響。

一般而言，央行的沖銷操作可分為狹義與廣義兩種：

狹義沖銷操作係指央行向金融機構發行央行債券、票券等來吸收央行其他操作所增加之貨幣供給。本行、BoK及MAS即分別以發行可轉讓定存單、貨幣穩定債券、MAS票券作為主要的沖銷工具；此種公開市場操作較具彈性，有利央行主動且迅速因應市場資金情勢，且在發行規模及天期上自主性高。

廣義沖銷操作則包括將私部門銀行的政府存款移轉至央行、提高金融機構於央行之轉存款、提高法定存款準備率等方式將市場資金收回(Lavigne, 2008)。其中，央行以調高法定存款準備率進行沖銷操作並非在控制準備貨幣規模，而是希望透過降低貨幣乘數，影響貨幣創造效果，對廣義貨幣供給量產生緊縮效果。

以下採取IMF(2007)作法，運用迴歸模型估計亞洲四國央行之狹義及廣義沖銷係數，觀察2000至2024年各國央行的平均沖銷情形<sup>31</sup>。從表13可知台灣、新加坡及南韓狹義沖銷係數統計顯著接近-1，表示其央行採完全沖銷操作，淨國外資產變動對準備貨幣變動之影響近乎零。

表 13 亞洲四國的狹義沖銷係數

國家	係數	樣本期間	常數項	狹義沖銷係數	R <sup>2</sup>
台灣		2000~2024 年	0.207*** (0.073)	-1.000*** (0.074)	0.871
新加坡		2000~2024 年	2.513*** (0.689)	-0.961*** (0.016)	0.991
南韓		2000~2024 年	11.039*** (2.561)	-1.064*** (0.042)	0.881
中國大陸		2000~2024 年	0.999*** (0.339)	-0.599*** (0.186)	0.311

註：1.當狹義沖銷係數接近-1，表示央行採完全沖銷操作。

2.\*\*\*、\*\*、\*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。

3.四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幣。

資料來源：本行估計

<sup>31</sup> 有關亞洲四國央行沖銷操作之實證說明。另詳中央銀行(2024)，「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」，央行理監事會後記者會參考資料，9月19日。

另表14可用以瞭解央行淨國外資產變動與廣義貨幣總計數的關係，從該表知，台、韓的廣義沖銷係數未顯著異於0，且 $R^2$ 接近於0，表示BoK與本行淨國外資產與廣義貨幣總計數兩者的變化無明顯的關聯，隱含央行沖銷操作有效控制其匯市操作對國內廣義貨幣供給的影響。

**表 14 亞洲四國的廣義沖銷係數**

國家 \ 係數	樣本期間	常數項	廣義沖銷係數	$R^2$
台灣	2000~2024 年	1.755*** (0.412)	0.166 (0.519)	0.006
新加坡	2000~2024 年	23.816*** (4.023)	0.160* (0.077)	0.165
南韓	2000~2024 年	190.45*** (22.65)	0.123 (0.627)	0.001
中國大陸	2000~2024 年	13.404*** (2.526)	-1.591** (0.606)	0.125

註：1.廣義貨幣總計數部份：台灣、中國大陸與新加坡使用 M2 貨幣總計數，南韓則使用 M3。

2.\*\*\*、\*\*、\*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。

3.四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幣。

資料來源：本行估計

此外，新加坡之廣義沖銷係數顯著大於0，反映淨國外資產增幅擴大，廣義增幅亦隨之擴大，代表MAS的沖銷操作未能完全抵消淨國外資產增加對國內廣義貨幣供給量的正向影響；中國人民銀行之廣義沖銷係數顯著小於0，表示淨國外資產增幅擴大，廣義貨幣總計數的增幅反而縮小。

簡言之，本行、BoK與MAS在過去均採行接近完全沖銷的操作，降低其在匯市調節對國內準備貨幣與廣義貨幣總計數的影響；中國人民銀行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之作法因應，因此中國大陸的銀行準備金隨中國人民銀行國外資產規模的擴大而持續增加，但中國人民銀行仍能控制對廣義貨幣總計數的擴張效果(因廣義沖銷係數顯著小於0)。

### 3. 小結：本行管理浮動匯率制度有助達成物價與經濟穩定，同時有效沖銷銀行體系過多的流動性，無銀行準備金氾濫的情形

本行採行管理浮動匯率制度，基於職責適時進場雙向調節，維持匯率

穩定。過去本行曾在國內景氣低迷、通膨低緩，而外資持續匯入期間，進場調節匯市，減緩新台幣升值幅度，以助國內景氣復甦，通膨回溫。因此匯率反應函數的結果顯示，長期間新台幣名目有效匯率具反通膨與反景氣循環的特性。

當資金鉅額流入時，本行基於職責進場調節匯市，惟為避免匯市調節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，有效降低外匯市場調節對國內貨幣及金融市場的影響，在維持新台幣匯率穩定的同時，保有一定程度的貨幣政策自主性。

#### **肆、本行政策利率對市場利率的影響與貨幣政策傳遞機制之探討**

本行貨幣政策主要透過調整政策利率等方式，影響貨幣市場利率、銀行存放款利率，再經由多種傳遞管道影響實體經濟活動，進而實現貨幣政策最終目標。

以下先檢視本行政策利率與貨幣市場利率、銀行存放款利率的關係，並分析本行政策利率如何影響各種市場利率。其次，檢視不同貨幣政策傳遞管道的效果。雖然國內各界對貨幣政策傳遞機制已有相關討論與研究，但多僅著重特定管道的存在，而忽略總體經濟變數間的動態關聯，此處較全面性的檢視貨幣政策與重要總體經濟變數間的關係。

#### **一、本行政策利率對市場利率的影響**

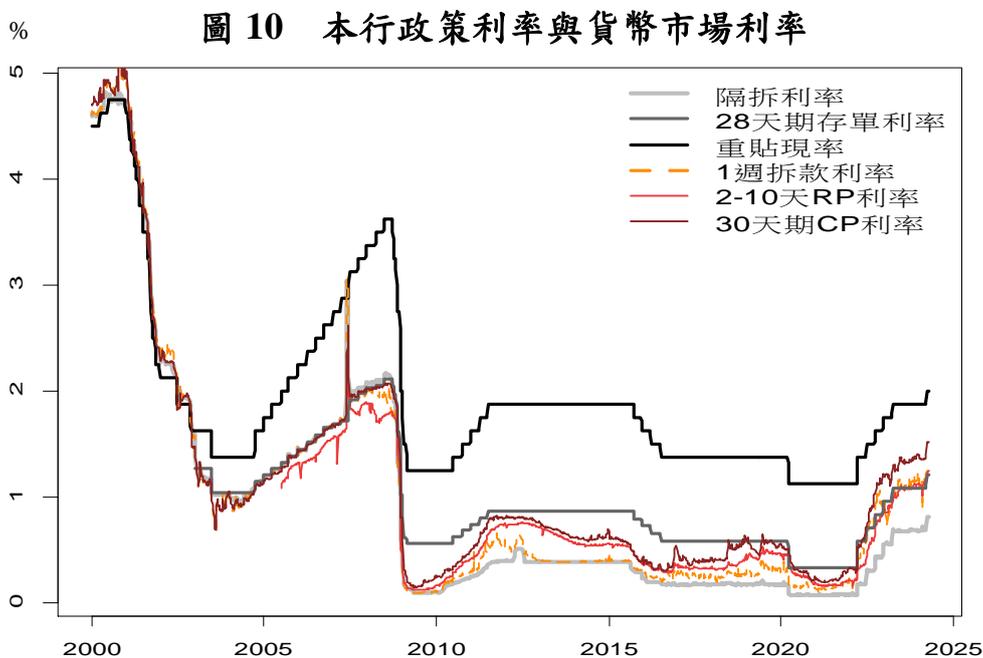
##### **(一)實證資料與實證方法**

為分析本行利率操作如何影響市場利率與銀行存放款利率，此研究共蒐集12項利率(如表15)，除本行28天期存單利率(1項)外，另涵蓋貨幣市場利率(4項)及銀行存放款利率(7項)。圖10及圖11分別為本行政策利率與貨幣市場利率、銀行存放款利率走勢圖。

表 15 本行政策利率對市場利率影響之實證資料與實證方法

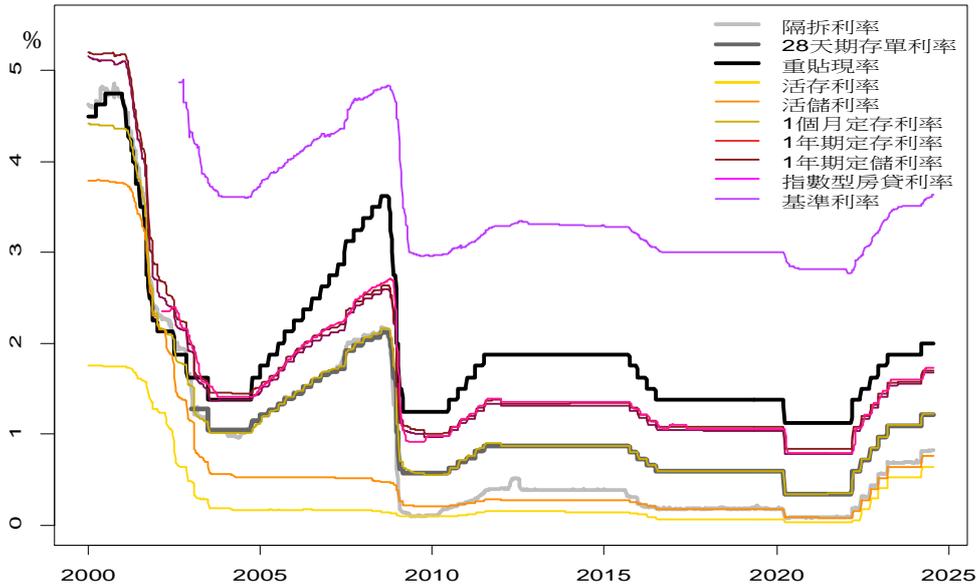
實證資料(週頻率)		實證方法*
衡量貨幣政策 立場的利率指標 (操作利率, 1 項)	28 天期存單利率	1. 以 VAR 模型捕捉各種利率 間關係, 並估計一般化預測 誤差變異數分解。
貨幣市場利率 (4 項)	金融業隔拆利率、 金融業 1 週拆款利率、 2-10 天附買回(RP)利率、 30 天期商業本票(CP)次級市場 利率	2. 根據前述結果, 定義各種利 率間關聯程度的指標, 建構 出鏈結指數表, 並繪製利率 間連結與影響的網絡圖。
銀行存放款利率 (7 項)	活存利率、活儲利率、 1 個月定存(機動)利率、 1 年期定存(機動)利率、 1 年期定儲(機動)利率、 放款基準利率、 指數型房貸指標利率	3. 資料處理: (1) 估計鏈結指數起始點為 2005 年 7 月。 (2) 各項利率取一階差分。 (3) VAR 模型落後期依 BIC 準 則取 $p=4$ 。

註：\*參考 Diebold and Yilmaz (2014)提出的鏈結指數(connectedness index)估計步驟。  
資料來源：整理自經研處(2024d),「台灣政策利率與貨幣政策傳遞機制之探討」



資料來源：中央銀行

圖 11 本行政策利率與銀行存放款牌告利率



資料來源：中央銀行

實證方法方面，係應用Diebold and Yilmaz (2014)提出的鏈結指數 (connectedness index)，以向量自我迴歸(vector autoregression, VAR)模型與一般化預測誤差變異數分解 (forecast error variance decomposition)，來衡量本行政策利率與各種市場利率間的連結關係，評估各種利率之間的影響方向與程度<sup>32</sup>。

## (二)實證結果

本行政策利率與各種市場利率間鏈結指數模型的實證結果(圖12)顯示，在全樣本期間，本行調整貨幣政策，透過改變本行28天期存單利率與隔拆利率，能將本行貨幣政策的效果影響至各種市場利率，其中，本行28天期存單利率影響銀行存放款利率的程度較大，而隔拆利率則是對其他貨幣市場利率的影響程度較大；活存與活儲利率在2019年以前並未完全隨本行政策利率的調整而變動，導致本行28天期存單利率與隔拆利率影響活存與活儲利率的程度較低；基準利率與指數型房貸利率等銀行放款牌告利率除了受本行28天期存單利率與隔拆利率影響外，亦受到銀行定存利率與貨幣市場利率的影響。

<sup>32</sup> 模型設定與結果說明詳見蕭宇翔(2025)。

圖 12 全樣本期間利率的鏈結指數表

	28天期存單利率	隔拆利率	1週拆款利率	2-10天RP利率	30天期CP利率	活存利率	活儲利率	1個月定存利率	1年期定存利率	1年期定儲利率	基準利率	指數型房貸利率	Total From
28天期存單利率	19.72	15.53	3.33	6	6.62	3.25	5.13	12.19	12.35	11.92	2.21	1.75	80.28
隔拆利率	15.67	31.82	5.01	6.22	8.59	3.73	4.05	7.83	7.74	7.49	1.33	0.51	68.18
1週拆款利率	8.09	14.45	44.8	7.58	8.5	1.17	1.68	4.3	4.14	4.06	0.47	0.79	55.2
2-10天RP利率	10.66	13.46	5.25	26.3	9.48	2.15	2.87	9	9.05	9.04	0.92	1.82	73.7
30天期CP利率	10.52	14.99	6.68	9.33	31.59	1.02	1.61	7.27	7.17	7.16	1.04	1.62	68.41
活存利率	8.31	8	1.33	2.52	3.85	31.74	27.6	5.45	5.37	4.96	0.65	0.23	68.26
活儲利率	10.44	7.96	1.9	3.66	3.57	22.67	25.23	7.94	7.77	7.29	0.94	0.64	74.77
1個月定存利率	16.99	15.13	3.05	6.35	6.43	3.14	5.21	13.2	13.16	13.03	2.02	2.28	86.8
1年期定存利率	16.82	14.3	2.96	6.57	6.35	3.03	5.02	13.28	13.66	13.49	2.16	2.34	86.34
1年期定儲利率	16.29	14.48	2.92	6.49	6.24	2.95	4.91	13.45	13.75	13.83	2.1	2.59	86.17
基準利率	12.69	9.73	2	5.02	5.35	2.94	4.93	7.66	8.05	7.63	29.98	4.02	70.02
指數型房貸利率	14.69	12.35	3.05	8.38	6.54	3.99	6.1	10.9	10.92	10.46	1.66	10.96	89.04
Total To	141.17	140.37	37.49	68.12	71.52	50.03	69.12	99.26	99.47	96.53	15.5	18.59	907.17



註：樣本期間為 2005 年 7 月至 2024 年 4 月中，預測未來期數為 6 週。直欄表示該欄利率擾動對某目標利率影響的鏈結指數；「Total To Index」表示該欄利率擾動對所有其餘利率影響的鏈結指數總和；橫列為該列利率受到某一利率擾動影響的鏈結指數；「Total From Index」表示該列利率受到其與所有利率擾動影響的鏈結指數總和；最右下角的數字為「Total Index」的數值，為整個體系的總鏈結指數。

資料來源：經研處(2024d)，「台灣政策利率與貨幣政策傳遞機制之探討」

從全樣本期間網絡圖的結果(圖13)可發現，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，本行貨幣政策透過存單發行利率與隔拆利率傳遞至各種市場利率；而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1年期定儲利率除了受本行28天期存單利率與隔拆利率影響外，也會進一步將本行貨幣政策影響至基準利率與指數型房貸利率。

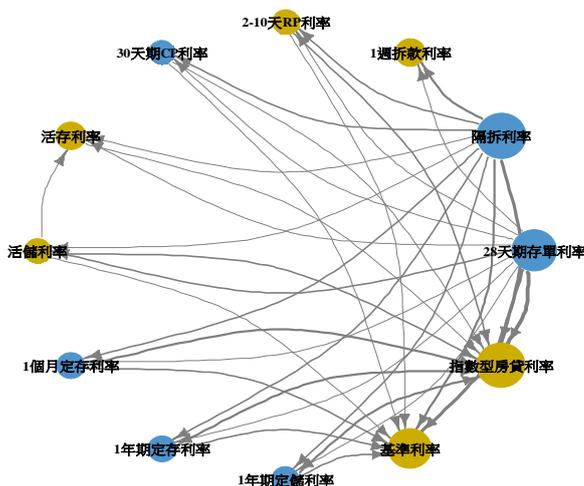
考量本行在不同時期調整其利率操作策略，若以2010年1月做為利率操作策略顯著改變的時點，則在2010年1月之前，隔拆利率、30天期CP利率等貨幣市場利率對其他利率具有重要的影響效果；2010年1月之後，28天期存單利率對其他利率的影響則是明顯大於隔拆利率等其他利率，且影響程度進一步提升(圖14)。顯示本行主要透過存單利率有效引導市場利率走向，傳遞貨幣政策效果。此結果亦顯示現行金融業隔拆利率的重要性降低；金融業隔夜拆款市場主要作為銀行調節準備金之用。

若與美國比較，美國以直接金融為主，拆款市場交易量大，因此聯邦資金利率可作為主要操作指標；我國則以間接金融為主，拆款市場每日拆款交易量不大(每日僅新臺幣300~500億元)，相較之下，商業本票市場每日交易量達2,000多億元，附買回交易市場交易量達1,000多億元。換言之，我國拆款市場交易量不夠大，隔夜拆款利率無法作為主要操作指標，金融業隔夜拆款市場僅作為銀行調節準備金之用。

至於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。

圖 13 全樣本期間利率鏈結指數所對應的網絡圖

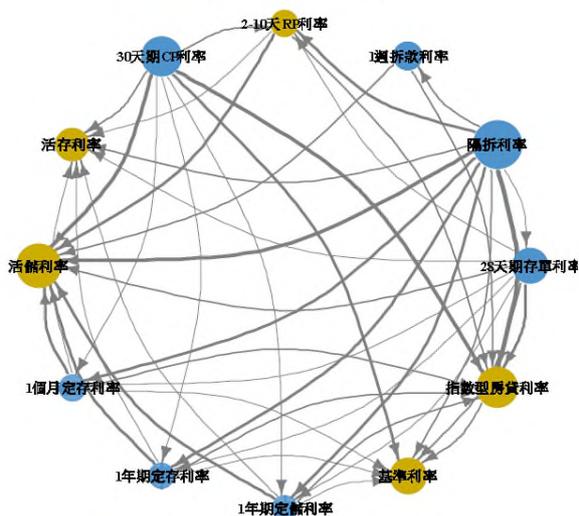
(2005年7月至2024年7月)



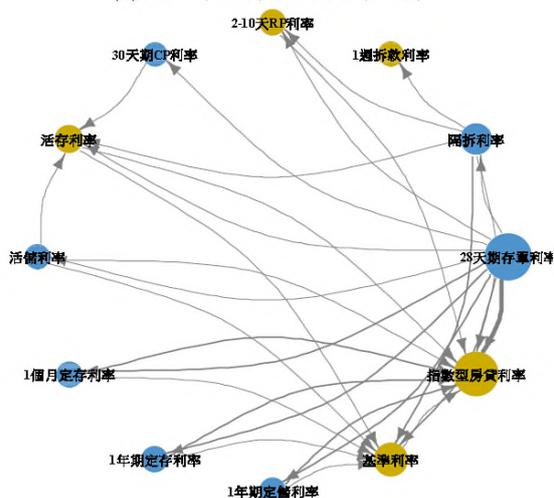
資料來源：經研處(2024d)，「台灣政策利率與貨幣政策傳遞機制之探討」

圖 14 前、後段樣本期間利率鏈結指數所對應的網絡圖

(a)2005年7月至2009年12月



(b)2010年1月至2024年4月



資料來源：經研處(2024d)，「台灣政策利率與貨幣政策傳遞機制之探討」

## 二、本行貨幣政策對實體經濟之傳遞機制

### (一)實證資料與實證方法

進一步檢視貨幣政策個別管道的效果，由於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，考慮銀行放款(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(monetary policy stance)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。基準模型變數及資料來源整理如表16。

表 16 本行貨幣政策對實體經濟傳遞機制之基準模型變數說明及資料來源

變數符號	變數說明	資料來源
Y	工業生產指數	主計總處
P	消費者物價指數	主計總處
L	全體貨幣機構放款與投資—對民間部門債權	金融統計月報
R	28 天期存單利率	金融統計月報
ER	NEER (broad indices)	BIS
SP	台股加權指數	證交所
WI	世界工業生產指數(外生變數)	S&P Global Intelligence
OIL	國際原油價格(世界均價)(外生變數)	IMF

註：1.將世界工業生產指數(WI)與國際原油價格(OIL)作為外生變數，以捕捉國際景氣及國際油價的效果。

2.除了利率之外，所有的變數皆取對數值。

資料來源：經研處(2024d)，「台灣政策利率與貨幣政策傳遞機制之探討」

由於VAR模型適合衡量特定衝擊對產出或物價等經濟活動之影響，Sims (1980)為最早運用VAR模型於貨幣政策傳遞的實證文獻。然而，VAR模型可能較適合分析封閉且規模較大的經濟體，而SVAR模型對模型參數的限制更具彈性，且可估計變數間的同期關係，有別於縮減式(reduced form)且運用遞迴式排序(recursive order)的VAR模型。因此，考量變數間同期影響的認定條件(identification)建立SVAR模型<sup>33</sup>，並估計衝擊反應函數與預測

<sup>33</sup> 認定條件參考張天惠與朱浩榜(2016)，基準模型的變數向量設為 $y = [Y, P, L, R, ER, SP]'$ ，由於合約限制與調整成本等因素，產出及物價調整較遲滯，故假設Y與P不受其他變數同期影響。當銀行

誤差變異數分解，以分析貨幣政策對最終目標(產出與物價)的影響。

## (二)實證結果

1. 採用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，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。這些管道在台灣的貨幣政策傳遞機制扮演重要的角色。
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，而其對產出的降溫效果約落後8個月始得顯現，且該效果對中長期產出仍具顯著影響力；存款準備率(以下簡稱存準率)對CPI影響約落後10個月顯現，且效果持續(如表17)。

表 17 本行貨幣政策對實體經濟傳遞機制的基準模型與擴充模型之衝擊反應估計結果

	基準模型		擴充模型	
	產出	物價	產出	物價
銀行放款增加衝擊	5 期以後 ↑	5 期以後 ↑	22 期以後 ↑	4 期以後 ↑
利率上升衝擊	8 期以後 ↓	27 期以後 ↓	8 期以後 ↓	40 期以後 ↓
新台幣升值衝擊	6-18 期 ↓	--	6-18 期 ↓	--
股價上升衝擊	2-11 期 ↑	--	2-11 期 ↑	--
存準率上升衝擊			6-23 期 ↓	10 期以後 ↓

資料來源：經研處(2024d)，「台灣政策利率與貨幣政策傳遞機制之探討」

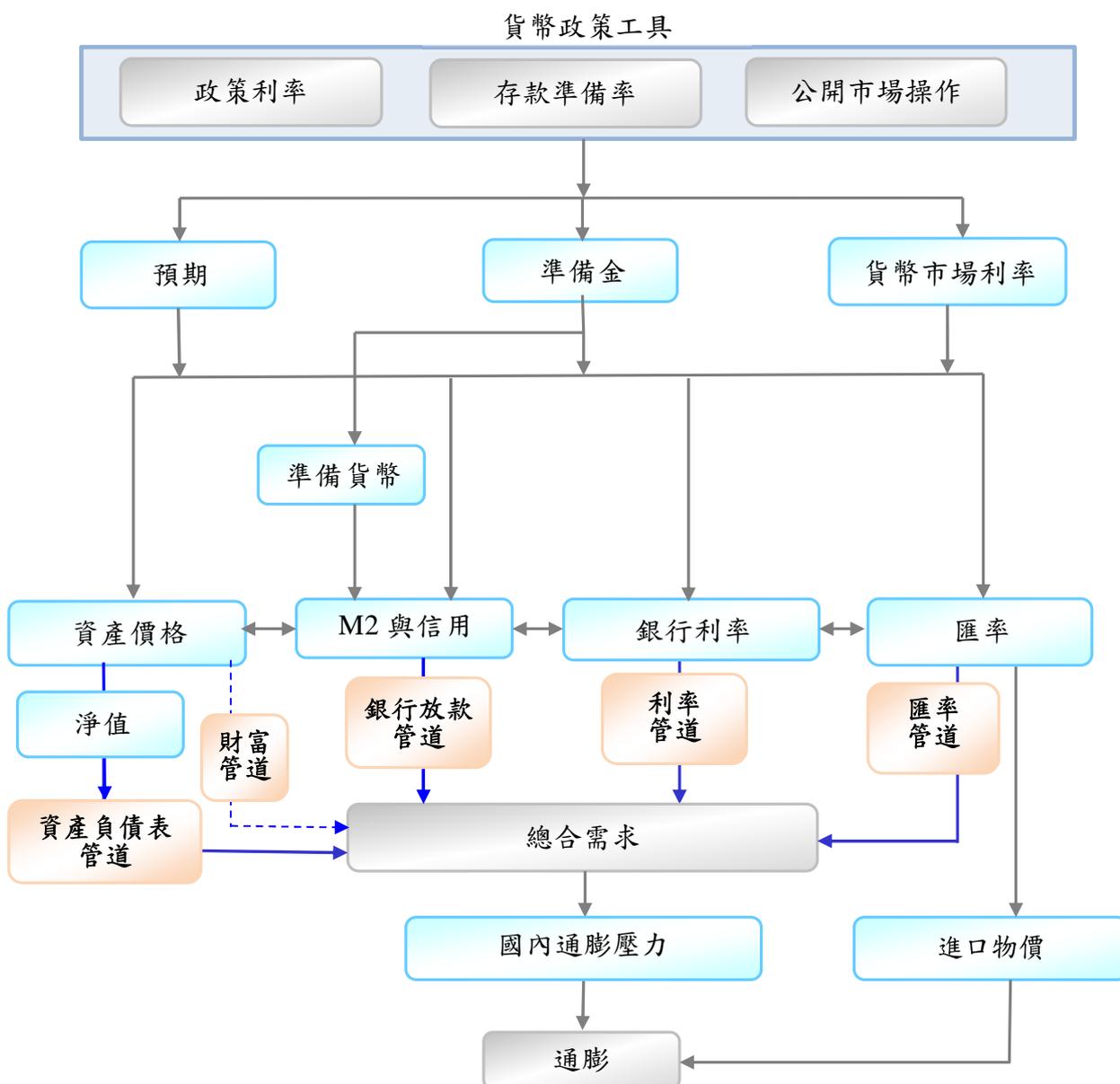
3. 穩健性檢測結果顯示，無論是使用不同的利率變數(如1-30天期商業本票次級市場利率)、或採新台幣對美元雙邊匯率、放寬同期關係之A矩陣限制(存準率亦受經濟成長影響)、納入美國政策利率之外生變數(以聯邦資金有效利率代表)、更換樣本期間(僅考量2000M1~2019M12 COVID-

對民間部門放款時，會考量總體經濟與貨幣政策態勢，故假設 L 受 Y、P 與 R 同期影響。ER 與 SP 具前瞻性資產價格的特性，故假設 ER 與 SP 即時反映市場訊息，將立即受其他經濟金融變數影響；且股價表現佳(差)時，可能會使資本流入(出)致匯率變動，故假設 ER 將立即反應 SP 的變動，反之不然。擴充模型則多增加 RR(存款準備率)變數。當銀行對民間部門放款時，會考量總體經濟與貨幣政策態勢，故假設 L 受 Y、P、R 與 RR 的同期影響。央行調整 RR 時主要會考量物價與信用狀況，即假設 RR 受 P 與 L 的同期影響。其餘變數同期設定如同基準模型。

19疫情前)<sup>34</sup>等之估計結果仍大致相同，顯示本文的實證結果具穩健性。

4. 根據上述衝擊反應函數及預測誤差變異數的分析結果，產出的變動可由銀行放款、利率、匯率及股價等衝擊解釋。因此，在台灣的貨幣政策傳遞機制中，銀行放款管道、利率管道、匯率管道及資產負債表管道皆呈顯著，與相關文獻一致。有關貨幣政策影響產出與物價之主要傳遞管道整理如圖15。

圖 15 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：經研處(2024d)，「台灣政策利率與貨幣政策傳遞機制之探討」

<sup>34</sup> 值得注意的是，縮減樣本與全樣本之結果相比，COVID-19 疫情前，利率上升衝擊對物價之傳遞影響較快，可較早於第 16 個月(基準模型)或 20 個月(擴充模型)顯著抑制物價，且具持續效果。

## 伍、結論

### 一、根據 IMF 貨幣政策架構的分類，本行與 Fed、ECB、SNB 等皆採「多元指標貨幣政策架構」

自 2020 年起，本行將 M2 成長目標區調整為參考區間；實務上，M2 仍是重要的名目制約變數，此外，本行針對物價穩定定義提供量化通膨率目標 0%~2% 也是重要的名目制約變數。換言之，本行目前的貨幣政策架構除持續關注 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。本行採行多元指標的貨幣政策架構，與 2008 年全球金融危機後，國際間主要央行的貨幣政策架構調整，大抵朝向更有彈性且不以單一指標作為名目制約，而以監控多元指標發展的趨勢發展相仿。

根據 IMF 貨幣政策架構的分類，現行本行貨幣政策架構與 Fed、ECB、SNB 類似，應歸屬於監控多元指標之其他類型貨幣政策架構(詳表 18)，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，達成央行最終目標；
- (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化，而通膨率量化目標多設為中期。

另台灣與瑞士因均屬小型開放經濟體，在貨幣政策架構下之匯率管理，本行與 SNB 有下列相似之處：

- (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。

綜上，本行所採行之貨幣政策架構符合主要央行調整趨勢，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。

表 18 現行主要央行貨幣政策架構：監控多元指標之其他類型貨幣政策架構

	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
<b>Fed</b>	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%	較長期	PCE 指數年增率	考量偏離充分就業與 2%通膨率目標的程度，若雙重職責目標無法相輔相成時，將採平衡的方法實現雙重目標，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、就業情勢以及金融穩定等 <b>多元指標</b> ，屬 IMF 分類的 <b>其他類型</b> 貨幣政策架構
<b>ECB</b>	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 年增率	依 <b>經濟分析及貨幣與金融分析之整合式分析架構</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、經濟與金融情勢等 <b>多元指標</b> ，屬 IMF 分類的 <b>其他類型</b> 貨幣政策架構
<b>SNB</b>	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</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 <b>多元指標</b> ，屬 IMF 分類的 <b>其他類型</b> 貨幣政策架構
<b>本行</b>	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>匯率穩定是經營目標</b>)</li> <li>發行央行存單</li> <li>選擇性信用管制措施</li> </ul>	監控通膨預期、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</b> ，屬 IMF 分類的 <b>其他類型</b> 貨幣政策架構

\*：多數經濟體未明確定義較長期或中期時間數值區間，ECB 中期定義為 18 個月至 3 年，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

本行貨幣政策架構具有下列四項特點：

- (1) **採監控多元指標之貨幣政策架構**：本行貨幣政策架構歸類為 IMF 貨幣政策架構分類中監控多元指標之其他類型貨幣政策架構，非依賴單一指標，而是同時監控通膨預期、產出缺口、利率走勢及匯率等多元指標，以作為政策決策的重要參考依據；此作法與國際間貨幣政策架構發展趨勢相符。當多元指標面臨目標衝突時，類似 Fed 面對「雙目標」時所採行的平衡方法，即當某一目標(如通膨)偏離程度較大時，政策力度便會相應傾斜調整，以維持整體政策的平衡。
- (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國內匯市雙向調節，有效緩和新台幣匯率波動對我國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金融市場與實體經濟。另將貨幣總計數 M2 成長目標區調整為參考區間，亦為貨幣政策操作保留靈活性，有助因應非預期之全球經濟金融衝擊事件。

本行靈活運用政策工具符合 IMF IPF 之原則，其強調小型開放經濟體面對資本移動等衝擊時，央行政策工具之選擇(如利率調整、進行外匯干預、資本管制、總體審慎措施等)並沒有固定順序或層級，而須視衝擊的性質(如來源)、國家自身的條件(如外匯市場的深淺)與當前經濟金融情勢等因事制宜。

- (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朝向法定目標，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健成長。
- (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做法，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其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。

## 二、本行對物價穩定定義提供具彈性的量化通膨率目標，易理解且透明度高，亦符合國際趨勢

一般而言，通膨目標機制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；惟嚴格的通膨目標機制有其缺陷，特別是恐出現不利金融穩定的情況，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，若因而採行緊縮性貨幣政策，不僅無法有效抑制輸入性通膨，反而使產出惡化。此外，全球化性質轉變、氣候變遷等供給面衝擊，已使通膨預測益加困難，除削弱央行貨幣政策對通膨率的影響，亦加深央行貨幣政策實現精確通膨率目標之難度。再者，若干著名經濟學家認為通膨目標化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>35</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。

另就台灣物價情勢而言，2000~2020年COVID-19疫情爆發前，台灣通膨長期溫和，若採通膨目標機制，恐因長期達不到政策目標(多數國家以平均值約2%為通膨目標值)而須長期維持寬鬆貨幣政策，此恐非倡議改為通膨目標機制者所樂見之情形。綜上考量，當前我國不宜採行通膨目標機制。

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，且均透過中長期通膨率目標，向公眾宣告通膨目標值、通膨預測值，增加政策透明度與公信力。至於本

---

<sup>35</sup> 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機制過於粗糙，是肇致全球金融危機的成因之一，Stiglitz 強烈反對小型開放經濟體採通膨目標機制；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。

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，有助於可究責性；同時賦予彈性，符合國際發展的趨勢。

**三、實證分析顯示，當前本行監控多元指標貨幣政策架構運作尚稱順暢，有助於達成貨幣政策最終目標；現行機制可繼續維持**

**(一)本行目前政策利率管理，有效調節市場資金及引導市場利率走向，可予繼續維持**

1. 本行政策利率操作歷經 3 階段變革，目前為第 3 階段(2009/2 迄今)，操作利率為本行 28 天期存單發行利率，以重貼現率為本行利率管理之上限，以本行短天期存單利率為下限。
2. 目前本行存單發行利率隨重貼現率等幅調整，而存單發行利率與主要貨幣市場利率關係密切，透過不同天期存單之發行機制，進行本行政策利率管理，引導市場利率於適度水準。
3. 相較主要國家(如美國、南韓)之利率操作，本行存單發行具多元性與彈性，如申購與標售並行且維持二者適當比重，可提升本行引導市場利率走向之影響力；另本行存單發行兼顧短天期與長天期，提供金融機構資金調度與配置之多元期限選擇。
4. 鑒於本行存單發行機制完備，持續有效引導市場利率走向，現行利率管理可予繼續維持。

**(二)2020 年以來，M2 成長率並無持續偏離成長參考區間之情形，或 M2 需求出現結構性改變，維持目前 M2 成長參考區間的作法應屬允當；另本行實施選擇性信用管制等措施，相關成效陸續顯現**

1. 自 2020 年起，本行採行 M2 成長參考區間 2.5% 至 6.5% 以來，除 2021、2022 年為因應 COVID-19 疫情，政府提供紓困貸款與振興方案，以及本行維持貨幣寬鬆外，M2 實際成長率皆落在參考區間內，顯示該兩年 M2 成長超出參考區間僅是短暫偏離，並無持續偏離之情形。2022 年 3

月本行啟動升息循環後，2023 年與 2024 年 M2 平均年增率依序降為 6.25%與 5.83%，2025 年 M2 平均年增率續降為 4.54%。

2. 經本次再檢視，實證顯示無論是採貨幣需求函數或以 ECB 作法推估貨幣需求，2025 年 M2 成長率預估值均在成長參考區間內。此外，將樣本期間拉長，實證亦顯示 M2 需求無明顯結構性改變，且 M2 與產出及物價間的中長期關係仍具穩定性；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 在參考區間內變動，以因應總體經濟金融的不確定性，有助本行達成貨幣政策最終目標。
3. 本行自 2020 年 12 月以來調整選擇性信用管制等措施，引導資金合理流向並降低房市過熱風險，包括抑制不動產貸款過度集中、提升資金對自住及都更危老重建等政策性需求的支持、房市交易與房價漲勢亦明顯降溫。未來本行將持續檢視成效並視情況調整措施，以維持金融穩定，並協助房地產市場健全發展。

### **(三)管理浮動匯率制度及外匯管理，運作尚稱良好，可協助達成貨幣政策最終目標**

#### **1. 本行在國內匯市雙向調節維持供需平衡，新台幣對美元匯率波動度小於其他主要貨幣**

- (1)1989年4月本行改革匯率制度，在促進外匯價格、外匯交易與銀行外匯業務三大面向的自由化下，採取依「權衡」調整、較具彈性的管理浮動匯率制度。
- (2)新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但若有不規則因素與季節因素，導致匯率過度波動或失序變動，而有不利於經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。
- (3)為增進政策透明度，本行自2020年3月起於立法院業務報告中揭露前一年度(2019年)淨買賣匯金額，並自2020年9月起將揭露頻率調整為每半年一次(3與9月)。另自2021年12月起，每半年公布本行國際準備與外幣流

動性資訊(落後1季),自2025年12月起,進一步調整為每季公布(落後1季);本行淨買賣匯金額亦調整為每季公布。此外,為減少資本移動對新台幣匯率的影響,本行建立外匯管理機制,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等。

(4)長期以來,為因應資本大量移動,本行依市場供需情況採雙向調節,新台幣對美元匯率波動度多小於日圓、韓元、歐元、新加坡幣等主要貨幣。

(5)與瑞士、南韓等小型開放經濟體相似,本行對匯率政策保有較高之權衡性,且目前均未對其匯率操作進行可究責檢討,而是著眼於是否達成所被賦予之法定職責(如匯率穩定、金融穩定等)。

## **2. 本行管理浮動匯率制度有助達成物價與經濟金融穩定,且本行調節匯市時,對應沖銷銀行體系過多流動性,並無銀行準備金氾濫的情形**

(1)若以貿易權數編製之NEER估計,台灣與新加坡匯率長期具反通膨與反景氣循環之特性。

(2)根據實證結果,本行與BoK、MAS均採接近完全沖銷操作,有效降低匯市干預對準備貨幣與廣義貨幣總計數的影響。

(3)過去20年,本行有效收回銀行體系過多流動性,並無銀行準備金氾濫的情形,降低匯市調節對國內貨幣及金融市場的影響;即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。

## **(四)政策利率與貨幣政策傳遞管道,亦尚稱順暢**

### **1. 本行政策利率可有效引導貨幣市場利率與銀行存放款利率,代表貨幣政策對市場利率的傳遞效果佳**

(1)全樣本期間鏈結指數模型的實證結果顯示,本行透過影響28天期存單利率與隔拆利率,將利率政策影響至各類市場利率,其中28天期存單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。

(2)全樣本期間鏈結指數網絡圖亦支持,本行貨幣政策透過存單發行利率與隔拆利率影響各類市場利率,且2-10天附買回利率、30天期CP次級市場

利率、1個月定存利率、1年期定存利率與1年期定儲利率，不僅受28天期存單利率與隔拆利率影響外，亦會進一步將本行貨幣政策傳遞至基準利率與指數型房貸利率。

(3)若以2010年1月做為本行利率操作方式之轉變的時點，在2010年1月之前，隔拆利率、30天期CP利率等貨幣市場利率對其他利率具有較大的影響效果；2010年1月之後，本行主要透過28天期存單利率引導市場利率走向，傳遞貨幣政策效果。此實證結果亦呼應，現行金融業隔拆利率的重要性降低；金融業隔夜拆款市場主要作為銀行調節準備金之用。

## **2. 本行貨幣政策工具能透過各種傳遞管道，傳遞至實體經濟**

(1)採用SVAR之基準模型(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)所得之實證結果發現，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。

(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個月始得顯現，且該效果對中長期產出仍具顯著影響力；存款準備率對CPI影響約落後10個月顯現，且效果持續。

**(五)長期以來，本行採行妥適的利率、貨幣與信用，以及外匯政策，且均達成法定經營目標，執行績效良好**

### **1. 目標一「促進金融穩定」**

2020年全球爆發COVID-19疫情，對國內經濟金融產生負面衝擊，2022年起美歐等央行快速、大幅升息，致國際經濟金融情勢趨緊，美歐等若干銀行爆發風險事件；反觀我國金融(貨幣、外匯、債券、股票等)市場、金融機構、金融基礎設施大致運作順暢，未明顯受到美歐銀行危機事件波及。整體而言，我國金融體系維持穩定。

### **2. 目標二「健全銀行業務」**

(1)我國金融體制以銀行為主體，本行透過調整政策利率，引導銀行存、放

款利率，以影響經濟活動(貨幣政策傳遞機制)。因應近年通膨壓力，本行採取溫和、漸進的緊縮貨幣政策；另適時調整選擇性信用管制等措施，加強銀行控管不動產貸款風險。

(2)近年銀行業資產品質良好(如逾放比率維持在0.15%~0.17%的較低水準，備抵呆帳覆蓋率則維持在較高水準逾750%)，2025年本國銀行獲利穩健且資本適足。

### 3. 目標三「維護對內及對外幣值之穩定」(即指國內物價穩定及新台幣匯率的動態穩定，據以維持新台幣對內及對外的購買力)

(1)國內長期存在超額儲蓄，反映有效需求不足，亦使通膨率不易上升。雖然2018年以來，全球經歷美中爭端、COVID-19疫情及俄烏戰爭等非預期事件接連衝擊，台灣通膨上升，惟相對其他經濟體仍屬溫和。2025年台灣CPI相較2017年上升13.6%，遠低於英國(33.9%)、美國(31.5%)、歐元區(26.7%)、南韓(19.4%)等經濟體<sup>36</sup>。

(2)在本行採行管理浮動匯率制度下，新台幣對美元匯率波動度多小於澳幣、日圓、歐元、韓元及新加坡幣等主要貨幣。新台幣匯率波動度低，便於進出口企業對外報價、民眾從事跨國理財與旅遊，亦有助國內金融穩定與經濟成長。

### 4. 目標四「於上列目標範圍內，協助經濟之發展」

本行採取妥適的利率、貨幣與信用，以及外匯政策，協助經濟成長。自2017年至2025年，台灣累計經濟成長率達36.6%，遠高於美國(21.5%)、南韓(17.9%)、歐元區(10.1%)、英國(8.5%)、日本(2.7%)<sup>37</sup>。

(六)綜合上述檢視結果，顯示本行採行監控多元指標貨幣政策架構運作尚稱順暢，有助於達成貨幣政策最終目標，可予繼續維持。

<sup>36</sup> 台灣為實際值，其他國家採 S&P Global (2025/12/18)預估值。

<sup>37</sup> 台灣 2025 年經濟成長率採主計總處 2026 年 1 月 30 日概估數，其他國家採 S&P Global (2025/12/18)預估值。

## 參考資料

- 中央銀行(2019),「109年起採M2成長參考區間之說明」,中央銀行季刊,第41卷第4期,第7-12頁。
- 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。
- 中央銀行(2024),「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」,央行理監事會後記者會參考資料,第57-68頁,9月19日。
- 中央銀行(2024),「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」,央行理監事會後記者會參考資料,第54-73頁,12月19日。
- 張天惠、朱浩榜(2016),「台灣貨幣政策執行及傳遞機制之探討」,中央銀行季刊,第38卷第4期,第11-42頁。
- 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。
- 外匯局(2024),「管理浮動匯率制度—瑞士、南韓、以色列及台灣」,內部研究報告,8月。
- 業務局(2024),「本行貨幣政策工具與市場利率引導機制」,內部研究報告,9月。
- 經研處(2024a),「主要央行貨幣政策架構調整情形」,內部研究報告,9月。
- 經研處(2024b),「M2成長參考區間之檢視」,內部研究報告,10月。
- 經研處(2024c),「新台幣匯率反應函數與本行沖銷操作—與亞洲國家之比較」,內部研究報告,10月。
- 經研處(2024d),「台灣政策利率與貨幣政策傳遞機制之探討」,內部研究報告,10月。
- 蕭宇翔(2025),「央行政策利率對市場利率的傳遞效果」,中央銀行季刊,第47卷第3期,第5-44頁。
- Binner, Jane M. and Logan J. Kelly (2017), “Modelling Money Shocks in a Small Open Economy: The Case of Taiwan,” *The Manchester School Special Issue*, February 7.
- Blinder, A. S., Ehrmann, M., De Haan, J., and Jansen, D. J., (2022), “Central Bank Communication with the General Public: Promise or False Hope?” *Griswold Center for Economic Policy Studies Working Paper No. 291*, April.
- BoE (2024a), Forecasting for Monetary Policy Making and Communication at the

- Bank of England: a Review. <https://www.bankofengland.co.uk>
- BoE (2024b), Response of the Bank of England to the Bernanke Review of Forecasting for Monetary Policy Making and Communication at the Bank of England. <https://www.bankofengland.co.uk>
- Carstens, Augustin(2019),“Exchange Rates and Monetary Policy Frameworks in Emerging Market Economies,” Lectures at the London School of Economics, Bank for International Settlements, May 2.
- Cecchetti, Stephen G. and Kermit L. Schoenholtz (2019), “Improving U.S. Monetary Policy Communications,” paper prepared for the Federal Reserve’s Conference on Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices (A Fed Listens Event) on June 4-5.
- Diebold, Francis X. and Kamil Yılmaz (2014), “On the Network Topology of Variance Decompositions: Measuring the Connectedness of Financial Firms,” *Journal of Econometrics*, 182, 119-134.
- 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, September.
- Frankel, Jeffrey (2012), “The Death of Inflation Targeting,” *Project syndicate*, May 16.
- Galí J. and T. Monacelli (2005), “Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy,” *Review of Economic Studies* ,72, 707–734.
- Habib, Maurizio Michael and Fabrizio Venditti (2018),“The Global Financial Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area,” *ECB Economic Bulletin*, Issue 6.
- Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC) (2024), “Communication on Central Bank Statistics”, Overview, *IFC Bulletin*, No 60, March.
- IMF (2007), “Managing Large Capital Inflows,” *World Economic Outlook*, Chapter 3.
- IMF (2020), “Toward an Integrated Policy Framework,” *IMF Policy Paper*, Oct. 8.
- IMF (2024), “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2023,” Dec.
- IMF (2023), “Integrated Policy Framework — Principles for the Use of Foreign Exchange Intervention,” *IMF Policy Paper*, Dec. 20.
- Jeong S, Kang S., Cho H., Yoon J., and D. Lee (2025), “BOK-LOOK: A Semi-

- Structural Model for Korea's Open Economy and Monetary Policy Analysis,” *BOK Working Paper*, No.2025-3.
- Koop, Gary, M. Hashem Pesaran, Simon M. Potter (1996), “Impulse Response Analysis in Nonlinear Multivariate Models,” *Journal of Econometrics*, Volume 74, Issue 1, September, 119-147.
- Lavigne, Robert (2008), “Sterilized Intervention in Emerging-Market Economies: Trends, Costs, and Risks,” Discussion Paper, 2008-4, Bank of Canada.
- Mishkin, Frederic S. (1999), “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.43, 579-605.
- Osorio, Carolina, Runchana Pongsaparn, D. Filiz Unsal (2011), “A Quantitative Assessment of Financial Conditions in Asia,” *IMF Working Paper*, No. WP/11/170, July.
- Parker, Faranaaz (2009), “Stiglitz Slams Inflation-Targeting,” *Mail & Guardian Online*, July 9.
- Rey, H el ene (2013), “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Policy Symposium.
- Sims, C. A. (1980), “Macroeconomics and Reality,” *Econometrica*, Vol.48, No.1, 1-48.
- Stiglitz, Joseph (2008), “The Failure of Inflation Targeting,” *Project Syndicate*, May 6.
- Unsal, D. Filiz, Chris Papageorgiou, and Hendre Garbers (2022), “Monetary Policy Frameworks: An Index and New Evidence,” *IMF Working Papers*, No. 22, January 28.

## 附錄 1 本行實施選擇性信用管制措施，相關成效陸續顯現

本行自 2020 年 12 月起，7 度調整「中央銀行對金融機構辦理不動產抵押貸款業務規定」(下稱本規定)，針對公司法人、自然人與高價住宅、購地、餘屋及工業區閒置土地等不動產貸款，強化貸款條件與風險控管，以維護金融穩定及促進銀行健全經營(附表 1)。另自 2021 年起持續對金融機構進行專案檢查；並透過座談、研商會議及函文溝通，督促金融機構落實法規遵循與授信風險定價<sup>38</sup>；建請金管會強化控管金融機構不動產保證業務之風險控管<sup>39</sup>。執行成效如下：

一、全體銀行不動產貸款集中度降至 2025 年 12 月底的 36.45%(附圖 1)；同時期，全體銀行不動產、購置住宅及建築貸款餘額年增率亦下降(附圖 2)。截至 2025 年 12 月底，本國銀行建築貸款、購置住宅貸款逾放比率分別為 0.05%、0.07%，低於整體之 0.15%(附圖 3)。

附圖 1 全體銀行不動產貸款集中度



資料來源：本行

附圖 2 全體銀行不動產貸款餘額年增率



資料來源：本行

附圖 3 本國銀行逾放比率



資料來源：金管會

<sup>38</sup> 2020 年 11 月以來持續舉辦與銀行座談及召開研商會議，強化不動產授信風險控管。2021 年 5 月邀請 36 家本國銀行召開「強化本行選擇性信用管制措施執行成效」研商會議，籲請銀行確實落實法規遵循及風險定價原則，勿削價競爭。2022 年以來多次函請中華民國信用合作社聯合社及全國農業金庫轉知各信用合作社及農、漁會信用部，確實配合檢討改善缺失、建立內控內稽制度及加強宣導。

<sup>39</sup> 如金管會 2021 年 12 月對票券金融公司辦理不動產業務之保證餘額訂定上限，要求銀行辦理該業務應比照本行規範措施列入內控內稽規定；2022 年 2 月則調高銀行辦理受限貸款業務項目之風險權數，加強執行專案檢查。

附表 1 中央銀行對金融機構辦理不動產抵押貸款業務規定

貸款項目		第 1 度	第 2 度	第 3 度	第 4 度	第 5 度	第 6 度	第 7 度
		2020.12.8 ~ 110.3.18	2021.3.19 ~ 2021.9.23	2021.9.24 ~ 2021.12.16	2021.12.17 ~ 2021.6.15	2023.6.16 ~ 2024.6.13	2024.6.14 ~ 2024.9.19	2024.9.20 起
自然人	第 1 戶購屋貸款 (名下已有房屋 <sup>1</sup> )	(未規範)						無寬限期
	第 2 戶購屋貸款	(未規範)	(未規範)	特定地區 <sup>2</sup> ： 無寬限期	維持不變	特定地區 <sup>2</sup> ： 7 成，無寬限期	特定地區 <sup>2</sup> ： 6 成，無寬限期	全國地區： 5 成，無寬限期
	第 3 戶以上購屋貸款	6 成，無寬限期	● 第 3 戶： 5.5 成，無寬限期 ● 第 4 戶以上： 5 成，無寬限期	維持不變	4 成，無寬限期	維持不變	維持不變	3 成，無寬限期
	購置高價住宅貸款 <sup>3</sup>	6 成，無寬限期	● 已有 2 戶以下房貸： 5.5 成，無寬限期 ● 已有 3 戶以上房貸： 4 成，無寬限期	維持不變	4 成，無寬限期	維持不變	維持不變	3 成，無寬限期
公司法人購置住宅貸款		● 第 1 戶： 6 成，無寬限期 ● 第 2 戶以上： 5 成，無寬限期	4 成，無寬限期	維持不變	維持不變	維持不變	維持不變	3 成，無寬限期
餘屋貸款		5 成	維持不變	維持不變	4 成	維持不變	維持不變	3 成
購地貸款		● 6.5 成，保留 1 成 動工款 ● 檢附具體興建 計畫	維持不變	● 6 成，保留 1 成動工 款 ● 檢附具體興建計畫	● 5 成，保留 1 成動 工款 ● 檢附具體興建計 畫，並切結一定期 間(最長 18 個月) 內動工興建	維持不變	維持不變	維持不變
工業區閒置土地抵押 貸款		(未規範)	5.5 成，符合以下任一 條件者除外： ● 已動工興建 ● 借款人檢附抵押土 地具體興建開發計 畫，並切結一定期 間內動工興建	5 成，符合以下任一 條件者除外： ● 已動工興建 ● 借款人檢附抵押土 地具體興建開發計 畫，並切結 1 年內 動工興建	4 成，除外條款維持 不變	維持不變	維持不變	維持不變

註：1. 「已有房屋」係指金融機構確認「全國財產稅總歸戶財產查詢清單」借款人名下已有房屋者；若該房屋係繼承取得者，不計入借款人名下之房屋數。

2. 「特定地區」係指臺北市、新北市、桃園市、臺中市、臺南市、高雄市、新竹縣及新竹市。

3. 「高價住宅」認定門檻：臺北市 7 千萬元、新北市 6 千萬元、其他地區 4 千萬元。

二、本國銀行辦理無自用住宅民眾購屋貸款比重與都更危老重建貸款比重分別升至 2025 年 12 月底之 63.8%(附圖 4)與 24.4%(附圖 5)，銀行信用資源持續支應無自用住宅民眾購屋及都更危老重建等政策性貸款。

附圖 4 本國銀行無自用住宅民眾購屋貸款餘額與占比 附圖 5 本國銀行都更危老重建貸款餘額與占比



資料來源：金管會

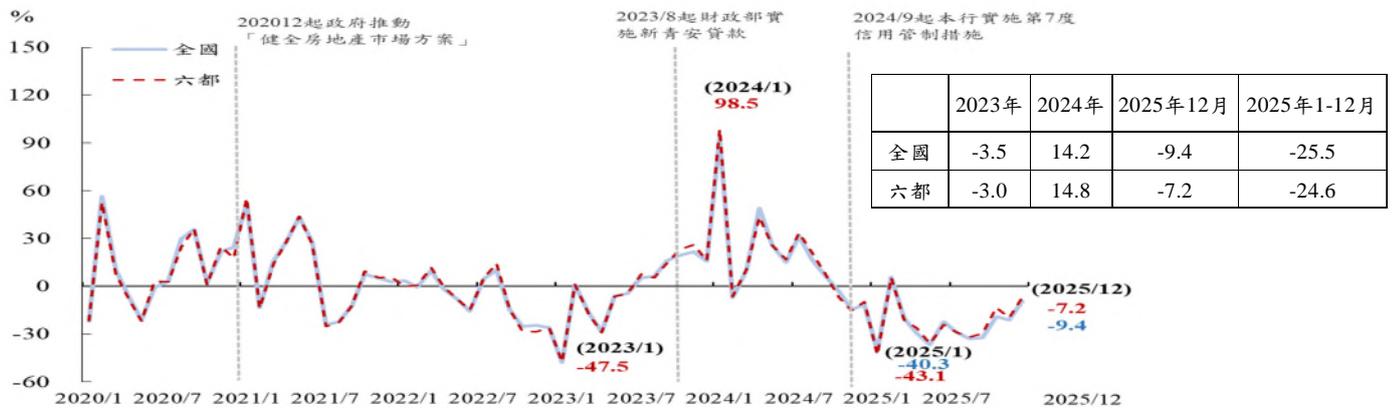


註：都更危老相關貸款為銀行申報金管會「AI395 授信業務申報資料表」之本國銀行免計入銀行法第 72-2 符合都更或危老重建貸款合計餘額；建築貸款係指本行金融統計月報之全體銀行建築貸款餘額。

資料來源：金管會、本行

三、房市交易降溫(附圖 6)、房價指數(包含國泰、信義與內政部住宅價格指數)漲幅趨緩(附圖 7)。

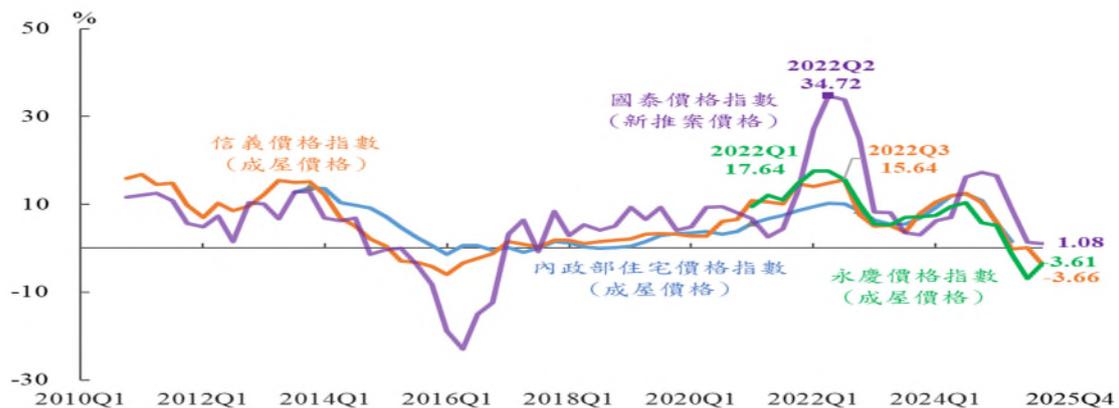
附圖 6 全國與六都建物買賣移轉棟數年增率



註：2024 年 1 月年增率明顯較高，係因建案完工交屋潮、農曆年前交屋旺季，以及基期 2023 年 1 月逢農曆春節工作天數較少。

資料來源：內政部、六都地政局

附圖 7 全國房價指數年增率



資料來源：內政部不動產資訊平台、信義不動產評論、國泰房地產指數季報、永慶房屋網站

## 附錄 2 本行盈餘繳庫與央行貨幣政策操作獨立性問題之說明

### 一、本行經營之法定目標—不包括盈餘繳庫

依據《中央銀行法》，本行的經營目標為(1)促進金融穩定，(2)健全銀行業務，(3)維護對內及對外幣值之穩定，以及(4)於上列目標範圍內，協助經濟之發展，而盈餘繳庫並非本行之法定經營目標。

### 二、本行需盈餘繳庫的原因

本行屬行政院直轄之附屬單位，兼具行政機關與國營事業性質，依《預算法》擬編營業基金預算，本行盈餘繳庫數為政府總預算之一部分。

### 三、本行編列合理穩健的預算盈餘繳庫數

本行在預算編列時，面臨高度挑戰，包括：

- 營運量具高度不確定性：外資資金常於短時間內大量進出，影響外匯存底可投資資金流量。
- 投資收益率不確定性：國際金融環境瞬息萬變，精準掌握國際利率與匯率走勢具挑戰性。

本行依據央行資產負債表之既有樣貌，預估來年外匯存底營運量、外幣資產再投資收益率、新台幣負債利息支出等項目，編列出合理穩健、且可達成的盈餘繳庫數。

此外，依《中央銀行法》第 43 條規定，本行持有之外匯資產因新台幣匯率變動而發生之利得或損失，不得列為當年度損益；因匯率變動而發生之利得應列入兌換準備帳戶，其損失亦應由兌換準備帳戶餘額抵沖。故新台幣匯率變動對本行盈餘無直接影響，本行亦無採取低匯率以增加盈餘之誘因。

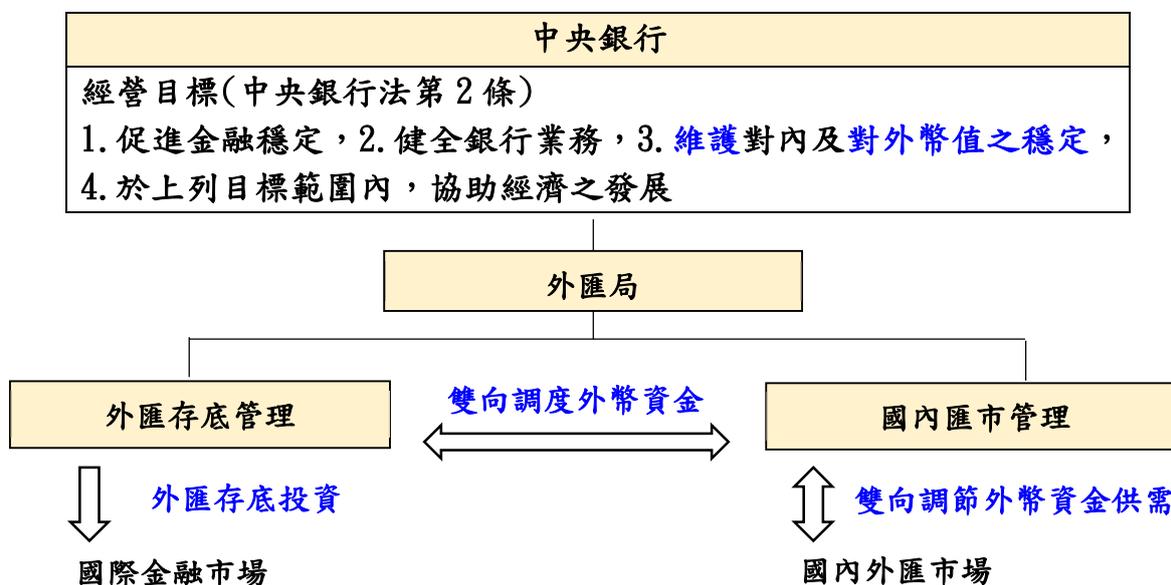
反之，本行歷年多達成預算盈餘繳庫數，有助政府穩定編列歲入與歲出預算，進而間接達到央行協助我國經濟發展之法定目標。

### 四、本行外匯局之經營日常—國內匯市管理與外匯存底管理之關係

本行持有外匯存底之目的，係為挹注我國國際收支失衡之外匯需求，

並藉以調節供需，維持有秩序的外匯市場。故外匯存底管理運用，須在確保達成法定經營目標之前提下，恪盡善良管理人責任，依循全球央行普遍採行之流動性、安全性與收益性原則，妥適管理外匯存底(附圖 8)。

附圖 8 國內匯市管理與外匯存底管理之關係



## 五、我國需較多的外匯存底之原因

我國為小型開放經濟體，對外開放程度高，且非 IMF 會員國，緊急時無法取得外援；加以，新台幣不是國際準備通貨，主要國家央行與本行簽署流動性換匯協定(SWAP)之可行性不高，必要時僅能依賴我國外匯存底。

## 六、外匯存底之管理—美元及美債配置比重較高

外資資金常於短時間內大量進出我國，本行為機動雙向調度外幣資金，以維持國內匯市穩定，外匯存底必須持有高流動性的資產。

1. 我國經濟對外依存度高，國人對外貿易與投資所使用之幣別以美元為主，約占 90%；外資跨境資本流出入我國亦使用美元；故外匯存底幣別配置須以美元為主，以配合支應我國外匯市場之美元流動性需求。
2. 為充實我國緊急時之向外融資能力，本行平日與主要國際金融機構訂有債券附買回合約(repo)，必要時可用外匯存底所持有之債券為抵押品，以緊急融資流動性；而美元計價債券，尤以美國公債為國際金融市場上最廣為接受之抵押品。

3. 另美國債券市場之深度與廣度皆居世界首位，外匯存底所持有之美債，於必要時能立即按公平市價變現；因此，外匯存底必須持有一定比例之美元計價債券。

#### **七、結論：盈餘繳庫不影響本行貨幣政策操作之獨立性**

綜上，本行依法行政，在獨立執行貨幣政策操作，達成法定經營目標之前提下，同時依法經營，達成預算盈餘繳庫數。

外匯存底管理運用，係以維持有秩序的國內匯市為前提，是以，外匯存底須持有具高流動性的美元資產。

本行從未為了追求增加收益，而涉入不該承擔的流動性與安全性風險；本行亦不會為了盈餘繳庫而壓低雙率，進而影響央行貨幣政策操作之獨立性。