

# 瑞典央行的組織設計與貨幣政策操作

黃 富 櫻

## 摘 要

- (一) 瑞典屬小型開放之經濟體，與台灣同，但其國土較台灣大，約為台灣的 11.4 倍；人口則較台灣少，約為台灣的 40%。
- (二) 瑞典央行係全球最古老之央行，距今約 340 年，但其組織設計在歷經多次重大變革後顯出新穎靈活，並無老態鈍化現象。組織是提供員工創價的平台，組織設計之良窳攸關員工之創價多寡及組織整體成效，瑞典央行歷年來積極進行組織變革的行動力、整合功力與細膩之設計巧思，充分展露組織設計與央行貨幣政策及金融穩定目標相結合，並已奠定了該行貨幣政策操作績效的良好基礎。
- (三) 整合係現代組織變革之核心工程，瑞典央行透過組織整合縮編，使原本繁複之組織架構蛻變為小巧的效率化組織，其內部組織由 1999 年之 16 個處大幅縮編目前僅剩 7 個處，員工人數亦由 1998 年之 700 餘人瘦身為 2006 年約 400 人，組織架構及員工人數兩者整合幅度之大係全球央行組織變革中所少見之個案。
- (四) 瑞典央行自 1993 年起實施通貨膨脹目標化機制，1995 年起正式啟動通膨目標為 2%，可容忍區間為上下 1%。瑞典央行採彈性通膨目標機制，並非通膨偏執狂，貨幣政策以整體考慮為決策基礎，致某些時候可以偏離通膨目標，以避免實質經濟產生不樂見之劇烈震盪。
- (五) 瑞典央行採利率區間操作模式，以央行公佈之 Repo 利率（一週期公開市場附買回操作利率）為政策利率，並作為利率區間之中線，上下限之融通及存款利率與中線等距 75 個基本點。但為精準預測未來一週之隔拆利率及清楚揭示長期利率之訊息，並避免銀行使用 150 個基本點較寬幅之常設性窗口操作工具，央行於固定一週一次之公開市場操作之餘，另佐以逐日微調操作，利率按 Repo 利率加減 10 個基本點，亦即央行期望隔拆利率在上下

10 個基本點之範圍內變動。此種微調操作亦可視為另一種 20 個基本點之窄幅利率區間操作，但與 150 個基本點之寬幅利率區間操作不同，央行設定若干行政限制。

(六) 就瑞典央行之操作績效觀察，2004 年以前大都能達成通膨目標，2004 年起受高生產力及低進口物價之影響，通貨膨脹率大都低於通膨目標區間，此種低通膨係一種全球普遍的現象。儘管通膨率低，但在高經濟成長及未來 2 年通膨預測值走揚等因素考量下，瑞典央行自 2006 年初起亦連續數次調升利率。此種偏離通膨目標之操作法，引起不少輿論達伐，瑞典央行爰於 2006 年 5 月間公佈貨幣政策說帖，清楚說明央行一貫的貨幣政策操作，以

及可容忍偏離通膨目標之操作情形。

(七) 至於瑞典央行利率控管之成效則毫不遜色，成功引導隔拆利率緊沿著政策利率變動，絕大多數介於 Repo 利率上下 10 個基本點間波動。瑞典央行之微調操作居功厥偉，不僅有效抑制隔拆利率在上下 10 個基本點間波動，亦為央行透明化溝通政策之最具體展現。

(八) 本文針對瑞典央行之個案研究發現，瑞典央行近數年組織變革的行動力與組織設計巧思，奠定了央行貨幣政策操作績效的良好基礎，其多項務實的經驗確有值得我們深思與借鏡之處，特別是，瑞典央行在組織變革、維持隔拆利率穩定及央行法綜合性概括式規範方面值得我們加以學習。

## 一、前 言

盱衡當今全球所處的環境，變遷速度快，且複雜度高；在國際資金巨幅移動及金融新產品推陳出新下，現代央行面臨較往昔更艱鉅的挑戰。全球央行不僅須加緊組織變革，進行組織整合與合作，央行的操作方式亦需配合環境變遷經常加以檢討改進。20 世紀以來全球央行頻頻進行組織變革及修訂央行法，以及改革貨幣政策操作模式及工具等，實屬極為普遍的現象。

瑞典央行成立於 1668 年，距今約 340

年，係世界上最古老的央行。綜觀其近 10 年來之組織發展與貨幣政策操作改革，充分彰顯其年輕活力與效率化，以及瑞典央行致力營造具備核心職能、新思維、彈性及公信力之更知識密集的組織願景。瑞典央行是否因歷史悠久，而導致組織缺乏動力，係本文欲深入窺探瑞典央行的組織設計與貨幣政策操作之原始動機。有趣的是，瑞典的土地面積約為台灣的 11.4 倍，人口僅及台灣的 4 成，平均每人每年之國民所得約為台灣的 1.9 倍，

但台灣的外匯存底則約為瑞典的 11.3 倍（參見表一）。儘管瑞典與台灣在上述項目之表現不盡相同，但兩國均屬小型開放的經濟體，因此，瑞典央行的經營管理是否有值得台灣借鏡之處，亦為本文另一研究動機，特別是其組織結合達成物價安定與金融安定雙翼目標之設計，尤值得進一步窺探其巧思。

巧合的是，徐仁全（2006）在遠見雜誌發表之「向『二瑞三蘭』取經」之文章，亦指出往昔我國多以美國、日本等先進大國為學習參考的典範，但該等先進大國在土地、人口及天然資源方面與台灣的差距甚大，反觀二瑞三蘭（瑞典、瑞士、芬蘭、愛爾蘭及荷蘭）與台灣同屬大陸邊緣型小國，產業經濟型態甚為接近，在台灣由代工經濟轉型為知識經濟及高附加價值之際，二瑞三蘭精緻小國成功的發展模式，正足以作為台灣的典範。工研院與資策會組成之「2015 台灣願景規劃工作小組」亦擬向該些邊緣小國取經，藉他山之石，構建 2015 年的台灣願景。本文

以瑞典央行為個案研究對象，與前述取經「二瑞三蘭」之想法不謀而合，由借問瑞典央行如何做到，找出該行在組織設計與貨幣政策操作的經典之作供參考。

本文由瑞典央行的組織設計探索其貨幣政策操作，至於維持金融安定部分，則留待後續研究。除本前言外，第二節探討瑞典央行之組織設計與發展，包括變革管理及最新的組織概況；第三節則說明其貨幣政策操作，包括貨幣政策目標、決策過程、貨幣政策工具、實務操作、以及操作績效；最後一節為結論。瑞典央行配合時空環境變遷進行組織變革之行動力與整合功力、常務理事會之設計與定位、迥異於他國央行實務近似利率區間之貨幣政策微調操作、以及央行法法規條文之設計巧思等甚具啓示力，頗值得本行參考與借鏡，以構思本行組織的變革管理，及維持短期利率依本行的期望水準變動，上述研究心得誠屬本文個案研究之最大發現與貢獻。

表一 瑞典及台灣之比較（2005 年）

		
經濟體	小型開放經濟	小型開放經濟
土地面積	410,934 sq km	36,179 sq km
人口總數	9,016,596	22,832 千人
平均每人國民所得 (GDP-Per Capita)	US\$29,800	US\$ 15,291
外匯存底	US\$22.33 billion	US\$253.29 billion

資料來源：<http://www.cia.gov/cia/publications/factbook/geos/sw.html>

行政院主計處經濟動向統計季報；行政院新聞局網站

## 二、瑞典央行的組織設計與發展

組織係提供員工創價的一個平台，組織的良窳攸關員工價值創造的品質與多寡，因此，組織設計成爲公司治理的最基本工程，組織整合與創新管理之組織變革成爲企業體所重視的課題，亦爲全球央行的重要發展趨勢之一，國際清算銀行 2000 年的研究報告顯示，平均一家央行每年進行兩次組織變革。本節將分別說明 1999 年以來瑞典央行的組織變革，包括近數年之 3 大變革，以及瑞典央行當前之組織架構與各單位的職掌。

### (一) 1999 年以來的組織變革

表二顯示 1999 年以來瑞典央行因應時代變遷的組織變革情形。總體而言，瑞典央行在上述期間歷經三次組織大變革，分別發生於 1998 年 12 月、2000 年 5 月及 2004 年 6 月。三次重大變革之後，組織規模由 1999 年之 16 處大幅縮減爲 2004 年之 7 處，目前仍維持 7 個處。短短五年期間組織內部單位縮減 9 個處，其規模足以說明瑞典央行組織變革的績效及組織整合的功力。

表二 瑞典央行 1999 年以來之組織變革

1999 年	2000 年	2001 年	2002 年
General Council	General Council	General Council	General Council
Executive Board	Executive Board	Executive Board	Executive Board
Riksbank's subsidiaries*	Riksbank's subsidiaries*	Riksbank's subsidiaries*	Riksbank's subsidiaries*
(16 處)	(11 處)	(11 處)	(11 處)
Executive Board Secretariat (20 人)	Executive Board Secretariat(20 人)	Executive Board Secretariat(22 人)	Executive Board Secretariat(22 人)
Information Dept(16)	Information Dept(13)	<i>Communications Dept(18)</i>	Communications Dept(18)
International Dept(15)	International Dept(12)	International Dept(12)	International Dept(11)
Research Dept(9)	Research Dept(6)	Research Dept(9)	Research Dept(9)
Internal Auditing Dept(6)	Internal Auditing Dept(5)	Internal Auditing Dept(6)	Internal Auditing Dept(6)
<i>Risk Management Dept(4)</i>	Risk Management Dept(4)	Risk Management Dept(6)	Risk Management Dept(6)
IT Dept(69)	IT Dept(65)	IT Dept(69)	IT Dept(69)
Monetary & Exchange Rate Policy Dept(40)	<i>Market Operations Dept(57)</i>	Market Operations Dept(60)	Market Operations Dept(60)
Economic Dept(45)	<i>Monetary Policy Dept(75)</i>	Monetary Policy Dept(71)	Monetary Policy Dept(71)
	<i>Financial Stability Dept(35)</i>	Financial Stability Dept(36)	Financial Stability Dept(36)
Aministrative Staff (7)	Administration Dept(119)	Administration Dept(119)	Administration Dept(119)
Personnel Dept(12)			
Organization & Administration Dept(88)			
Planning & Accounting Dept(11)			
Payment System Dept(52)			
Financial Statistics Dept(46)			
Cashiers' Dept(26)			

<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 員工466人(1998年730人,其中通貨發行處345人)</li> <li>2. 新設風控單位</li> <li>3. 新設 PSAB 獨立公司,負責鈔券運送管理作業,1999年6月1日開始作業,央行只負責通貨發行與監督 PSAB 的工作(1998年起進行組織改革)</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 員工411人</li> <li>2. RIX 支付系統、外匯準備管理及通貨發行併入市場操作處</li> <li>3. 支付制度監控與分析及金融統計併入金融穩定處</li> <li>4. BOP 統計併入貨幣政策處</li> <li>5. 其餘全整合至行政處</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 員工428人</li> <li>2. Information Dept 改名為 Communication Dept</li> </ol>	員工427人
---	---	---	--------

\* 包括 1999 年設立負責鈔券運送管理的 PSAB Pengar I Sverige AB 公司與 1755 年設立之 AB Tumba Bruk 造紙及印製廠。

1997-1998 年瑞典央行組織架構含 14 個處。

2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
General Council	General Council	General Council	General Council
Executive Board	Executive Board	Executive Board	Executive Board
Riksbank's subsidiaries*	Riksbank's subsidiaries*	Riksbank's subsidiaries*	Riksbank's subsidiaries*
(11 處)	(7 處)	(7 處)	(7 處)
Executive Board Secretariat(24 人)	<i>Secretary to the General Council</i>		
Communications Dept(18)	<i>General Secretariat(52)</i>	General Secretariat(50 人)	General Secretariat(50 人)
International Dept(10)			
Research Dept(12)			
Internal Auditing Dept(6)	Internal Auditing Dept(5)	Internal Auditing Dept(5)	Internal Auditing Dept(6)
Risk Management Dept(8)			
IT Dept(79)	IT Dept(78)	IT Dept(69)	IT Dept(55)
Market Operations Dept(59)	Market Operations Dept(82)	Market Operations Dept(78)	Market Operations Dept(60)
Monetary Policy Dept(67)	Monetary Policy Dept(79)	Monetary Policy Dept(74)	Monetary Policy Dept(80)
Financial Stability Dept(32)	Financial Stability Dept(33)	Financial Stability Dept(35)	Financial Stability Dept(36)
Administration Dept(111)	Administration Dept(104)	Administration Dept(99)	Administration Dept(99)
員工426人	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 員工433人</li> <li>2. 2004/6/1起組織縮編,由11處減為7處</li> <li>3. 原先之國際處、溝通處及常務理事會秘書整合為秘書處,秘書處負責協調全行業務、協助常務理事會運作、溝通工作、國際性業務及法務工作</li> <li>4. 研究處併入貨幣政策處</li> <li>5. 風險管理處併入金融穩定處</li> </ol>	2005年員工410人	員工386人

	6. 另由 6 大處之處長組成管理團隊 (Management Group), 由祕處處長擔任召集人		
--	--	--	--

資料來源：瑞典央行歷年年報。

表三進一步顯示瑞典央行三次重大組織變革之日期、目的、改革重點及當時的組織規模，茲分別明如下：

(1) 1998 年 12 月：

瑞典央行於 1998 年進行組織大變革，其目的係為降低作業成本，並希望將央行定位為監督者與分析者的角色，特別是在鈔券發行方面。本次組織變革以鈔券發行與管理為重點工作，瑞典央行原先希望將鈔券運送的管理作業系統移交給商業銀行，但幾次雙方協商會議破局後，央行改以設立 PSAB (Pengar I Sverige AB) 獨立子公司的模式，該子公司與央行簽訂協定，遵守相關規範，且盈虧自負。本次組織變革自 1999 年 6 月 1 日起生效，PSAB 專責鈔券運送管理作業，央行只負責通貨發行與監督 PSAB 的工作。組織變革之結果亦使央行員工人數由 1998 年之 730 人銳減為 1999 年 466 人。通貨發行處原有員工 350 人，其中 250 人轉任 PSAB 子公司，75 人選擇優退，最後只剩 25 人留在通貨發行處。儘管組織瘦身很多，但內部單位則由 1998 年之 14 單位略增為 16 單位。

(2) 2000 年 5 月：

瑞典新央行法於 1998 年 11 月經國會核

准通過，1999 年 1 月 1 日起正式生效，新法中第一次明文訂定維持物價安定係央行的首要目標，另亦須維護支付制度安全順暢運作。基此，央行除於當年 5 月發布貨幣政策策略說明稿，更清楚說明央行的貨幣政策操作，另亦著手進行組織變革，新的組織變革則於 2000 年 5 月經管理委員會正式核准通過。

為達成新央行法賦予央行的職責，本次組織變革係一全新的思維與調整，以創造一個責任清晰、目標明確及效率化的組織，新設貨幣政策處、金融穩定處及市場操作處，作為組織架構之軸心，負責達成央行的目標，其餘單位經整合為行政處扮演輔助單位，協助達成目標。組織規模由原先之 16 處縮減為 11 處。原先之 RIX 支付系統（相當於即時總額清算支付系統）、外匯準備管理及通貨發行併入市場操作處，支付制度監控與分析及金融統計併入金融穩定處，國際收支統計則併入貨幣政策處。

(3) 2004 年 6 月：

2004 年瑞典央行再度進行組織變革，當年 6 月 1 日起組織進一步由原先之 11 處縮編為 7 處，將原先之國際處、溝通處、及常務理事會秘書整合為秘書處，負責協調全行業

務、協助常務理事會運作、溝通工作、國際性業務及法務工作；研究處則併入貨幣政策處；風險管理處併入金融穩定處。另由稽核處以外之 6 大處主管組成管理團隊，由秘書處主管擔任召集人，負責處與處間的協調工作。

2004 年組織改革的另一項特色是，自 2005 年 1 月 1 日起常務理事會理事專責央行核心功能，不再督導各單位的業務，各單位直接由單位主管負責各該處的業務，以明確釐清常務理事與各處主管的職掌，以營造更協調的央行治理。

表三 瑞典央行近年來之三大組織變革

改革日期	改革目的	改革重點	組織規模
1998 年 12 月	降低作業成本，定位央行為監理者及分析者	新設 PSAB 獨立公司為央行的子公司，負責鈔卷運送管理作業，自 1999 年 6 月 1 日起正式實施，央行只負責通貨發行與監督 PSAB 的監理工作。	內部單位由 14 處擴增為 16 處。
2000 年 5 月	創造一個責任清晰、目標明確及效率化的組織。	新設貨幣政策處、金融穩定處及市場操作處三單位，直接負責達成央行的主要目標，其他單位則為輔助單位，協助達成目標。	內部單位由 16 處縮減為 11 處。
2004 年 6 月	(1)整合組織進行縮編 (2)常務理事專責核心功能。 (3)新設管理團隊，負責協調各處之間的工作。	(1)依功能性整合內部單位，再度大幅縮編組織規模。 (2)常務理事專責核心功能，分別配置專責任務，不再督導各處，各處由單位主管直接負責。新措施自 2005 年 1 月 1 日起生效。 (3)新設由 6 大處主管組成之管理團隊 (Management Group)	內部單位由 11 處縮減為 7 處。

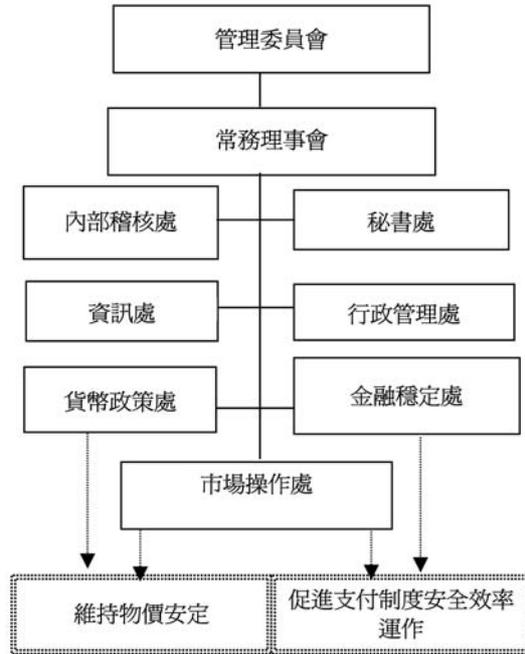
資料來源：整理自瑞典央行歷年年報。

## (二) 當前的組織架構

瑞典央行當前的組織架構如圖一，整體架構簡單明確，清晰易懂，係以央行維持物價安定及促進支付制度安全效率運作的目標為組織設計的主軸，貨幣政策處、金融穩定

處及市場操作處爰成為核心組織，其餘單位則輔助核心單位共同達成央行目標。管理委員會為瑞典央行最高行政單位，負責督導常務理事會。常務理事會則治理央行所有業務，同時是貨幣政策決策的最高單位。

圖一 瑞典央行組織圖（2006年10月）



資料來源：[http://www.riksbank.com/upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_publicerat/Broschyren/oct06eng.pdf](http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Broschyren/oct06eng.pdf)

表四顯示瑞典央行組織各部門的職掌。茲說明如下：

1、管理委員會在 1999 年新央行法生效，新設常務理事會以前之英文名稱爲 Governing Board, 1999 年以後改稱 General Council，負責任用常務理事會理事並督導常務理事會。往昔則擔任央行治理所有工作，亦包括貨幣政策決策。管理委員會設 11 位委員及 11 位副手，由國會任用，任期 4 年，每年約開會 12 次，其主席及副主席得參加常務理事會議發表意見，但不具提建議及投票權。

2、常務理事會設 6 位理事，任期 6 年，負責綜理全行業務，除總裁外，每位理事均

專責特定核心功能（參見表五），並在常務理事會就其所專屬業務提出建議。常務理事會每兩週開會一次，其中包括每年約 7-8 次之貨幣政策會議。

3、內部稽核處，獨立負責全行內控、風險管理、央行治理之稽核工作，直接對管理委員會負責，設有外部專業會計師。

4、貨幣政策處負責貨幣政策分析，提供常務理事會決策參考，係貨幣政策會議之幕僚單位。該處亦擔任經濟研究的工作，負責出版通貨膨脹報告。

5、市場操作處負責執行貨幣政策及外匯政策措施，管理外匯資產，亦負責通貨發

行工作。

6、金融穩定處負責金融穩定分析，出版金融穩定報告；另亦負責監控支付制度，以及負責央行的風險管理。

7、秘書處負責支援常務理事會，亦擔

任溝通工作、法務工作及國際性業務。

8、行政管理處處處理人事、房舍、會計、員工薪資等內部管理與支援性業務。

9、資訊處則負責 IT 業務，包括基礎設施及電腦系統操作。

表四 瑞典央行組織各部門的職掌

一級單位	二級單位科	主要職掌
管理委員會（11 位委員及 11 位副委員，任期 4 年） General Council		任命常務理事會理事並決定理事的薪水、任期及解雇； 決定央行組織及業務的優先順序； 決定央行操作準則及鈔券與硬幣的設計圖樣； 透過稽核處定期監督央行業務（含央行盈餘）及常務理事會理事執行業務的情形； 決定央行盈餘之分配方式； 管理委員會主席及副主席得參加常務理事會並發表意見，但不得提建議，亦不得投票；
常務理事會（6 位理事，任期 6 年） Executive Board		負責綜理全行業務，並為貨幣政策最高決策機構。
7 個處		
1.內部稽核處 Internal Audit Dept		獨立負責對全行內控、風險管理、央行治理等之稽核工作（由一位外部專業會計師（External authorised public accountant）執行稽核工作）。
2.秘書處 General Secretariat	Executive Board Communications International Secretariat Legal Services	協調全行每天的業務； 支援常務理事會； 負責全行的溝通工作、國際性業務、及法務工作。
3.貨幣政策處 Monetary Policy Dept	Economic Policy Analysis Financial Market Analysis Research Modelling Forecasting Statistics Applied Research	負責貨幣政策分析，提供決策參考； 監控與分析物價情勢； 金融市場與國際收支統計； 經濟研究。
4.市場操作處 Market Operations Dept	Payment System Investment Banknotes and Coins Market Operations and Analysis Middle Office	執行貨幣政策及外匯政策措施； 管理外匯資產； 利率及外匯市場統計； 負責銀行間的大額資金支付清算； 負責供應鈔券與硬幣。
5.金融穩定處 Financial Stability Dept	Financial Infrastructure Macroprudential Analysis	負責金融安定分析，提供決策參考； 監控與分析支付系統基礎設施、主要銀行與民間部門之鈔券管理； 負責央行的風險控管。
6.資訊處 IT Dept	Operations Technical Infrastructure IT Support Systems Implementation	負責全行的 IT 業務，包括基礎設施及電腦系統操作。

7.行政管理處 Administration Dept	Accounting Back Office Personnel Facilities Support Security Transport and Security Surveillance	負責人事管理、房舍管理、交通、安全設施、業務規劃與預算、會計、員工薪資等內部管理與支援業務。
--------------------------------	--	--

資料來源：瑞典央行網站

表五 6位常務理事的主要職掌（以2006年之資料為例）

理事	開始日期 (任期6年)	主要職掌： 職位 在理事會之專責領域
Stefan Ingves	2006/01/01	央行總裁 常務理事會主席
Eva Srejber(女)	2003/01/01	央行首席副總裁（總裁的代理人） 提供資產管理方面之建議
Lars Nyberg	2006/01/01	央行副總裁 提供金融穩定報告方面之建議 提供支付系統安全及效率運作之措施的建議
Kristina Persson(女)	2001/05/01	央行副總裁 提供策略資訊及溝通事宜方面的建議
Irma Rosenberg(女)	2003/01/01	央行副總裁 提供通貨膨脹報告方面的建議 提供貨幣政策與匯率政策方面的決策建議 提供央行子公司業務方面的建議
Svante Oberg	2006/01/01	央行副總裁 提供重要意見方面的建議 負責諮商報告（Consultation documents）方面的決策

資料來源：<http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=10561>

### 三、瑞典央行的貨幣政策操作

本文第二節指出，瑞典央行當前的組織架構係針對達成物價安定及金融安定目標而設計，特別設置常務理事會治理央行所有事務，並為貨幣政策最高決策單位，貨幣政策處、市場操作處及金融穩定處三大單位為組織的軸心，其他如秘書處、行政處及IT處則輔助前述軸心單位達成央行目標。儘管瑞典

央行係全球最古老的央行，但積極的組織變革及完美的組織設計確實奠定了央行貨幣政策操作績效的良好基礎。

瑞典央行貨幣政策背後的原則及操作模式都力求簡單，該行儘可能以簡單透明的方式執行及說明貨幣政策，因此，瑞典央行的貨幣政策操作經常被喻為『國際最佳實

務』，成為許多國家借鏡學習的典範，亦屬研究本文之目的之一。本節將分別探討瑞典央行的貨幣政策目標及通貨膨脹目標、貨幣政策決策過程、貨幣政策操作工具與實務操作及溝通政策(註1)，最後亦由經濟金融指標觀察瑞典央行的操作績效。

### (一) 貨幣政策目標及通貨膨脹目標

瑞典央行於1992年11月放棄固定匯率制度，改採浮動匯率制度，並同時宣稱維持物價安定係央行的貨幣政策目標。1993年1月起宣布採通貨膨脹目標化機制，並設定1995年起以消費者物價指數(CPI)為通膨定義，設定通膨目標為CPI年增率2%，可容忍範圍為上下1%，目標期間為2年。

瑞典央行雖於1992年底宣稱維持物價安定為貨幣政策目標，但相關法令用語遲至1998年底國會通過央行法修正案，1999年1月1日起正式生效之新央行法中才正式明文增訂在法條中。新央行法第1章第2條中明訂貨幣政策是央行的職責，維持物價安定(Price stability)是貨幣政策的目標，該條文同時明訂央行亦應促進支付制度安全、效率運作。同條文亦規定為達成前述目標，央行得制定相關作業法規(註2)，瑞典央行上述概括式的條文，可有效解決央行新增業務欠缺法源基礎，修法又曠日費時緩不濟急的棘手問題。瑞典央行法第1章第2條即係該行維持物價安定及金融安定雙翼任務的法源基

礎，1998-1999年間亦係基於上述法定賦予的任務進行組織變革。為達成通膨目標，政府之The Instrument of Government法第9章第13條明訂央行為執行貨幣政策的獨立地位(註3)。新央行法第3章第2條亦規定常務理事會之理事在執行貨幣政策時，不能尋求及接受任何指示(Instructions)(參見表六)。

儘管央行法中明訂物價安定為貨幣政策的目標，但央行法中並未明確說明物價的定義，只是採一般性之物價安定用語。因此，瑞典央行採國際間央行慣用的實務經驗，以消費者物價指數年增率作為其通貨膨脹目標之定義，在實務操作上則進一步以核心消費者物價指數年增率UNDIX作為決策的參考，UNDIX不包括間接稅、政府補貼及抵押貸款利息支出的部分，核心物價也是全球央行普遍採用的指標。另外值得說明的是，瑞典央行採通膨目標化機制，明訂通膨目標區間，但該行並非通膨偏執狂(Inflation nutters)，反而採用彈性通膨目標機制，亦須兼顧經濟成長等實質經濟面的目標。1999年1月瑞典央行特別公佈一份貨幣政策的說明書(A clarification of monetary policy)，明確對外說明有些偏離通膨目標之因素可以為央行所接受，更清楚指出貨幣政策除了通膨目標外，亦須考量經濟成長等其他因素，央行不樂見為達成通膨目標，反而造成經濟實質面的劇烈震盪(註4)。

表六 瑞典央行獨立性與通膨目標化的演進過程

年度	重點內容
1988	新瑞典央行法： 管理委員會（Governing Board）之主席不再由政府指定，改由其他 7 位委員任命； 延長總裁的任期，由一般政治選舉週期之 3 年延長為 5 年。
1991	政府宣布低通膨是穩定政策之優先目標。
1992	在瑞典幣遭受連續的投機攻擊後，瑞典央行於 11 月放棄釘住匯率政策（Pegged exchange rate policy）。
1993	1 月：瑞典央行宣布明確的通膨目標。 2 月：國會的一個委員會建議修訂央行法，包括增列貨幣政策之物價目標，以及央行的獨立性。但該建議未獲得足夠的政治支持，因此未提交到國會。 10 月：瑞典央行公佈第一份通膨報告，係央行經研處的研究報告。
1995	瑞典成為 EU（European Union）的會員。 第一份通膨報告由總裁簽署後於 11 月正式公佈。
1997	瑞典央行開始公佈通膨預測資料。 瑞典央行開始公佈金融安定報告。 央行法修訂建議復出，本次獲得廣泛的政治支持。
1998	11 月 25 日國會通過新央行法。 12 月 2 日國會任命新管理委員會（General Council）。 12 月 17 日管理委員會新任命 6 位常務理事，組成常務理事會
1999	1 月 1 日新央行法生效並付諸實施。 瑞典央行在季報中公佈通膨目標化策略之詳盡說明。

資料來源：整理自 Heikensten, Lars and Anders Vredin (2002), 第 9 頁。

## （二）貨幣政策決策過程

1998 年底瑞典央行配合央行法修正進行較大幅度的組織變革，新設常務理事會（Executive Board），全權負責央行治理工作，亦為貨幣政策最高決策單位。該次組織變革同時將管理委員會（Governing Board）易名為 General Council，1999 年以前管理委員會為貨幣政策最高決策單位，組織變革之後則不再擔任貨幣政策決策的角色，轉而成為常務理事會之督導單位，並負責任用常務理事會之理事。管理委員會的主席及副主席依規定得參加常務理事會議，可以發表意見，但不得提建議及參與投票表決。

常務理事會設有 6 名理事，包括一位總裁及 5 位副總裁，任期 6 年。2004 年 6 月瑞典央行進行組織整合之縮編工程，在 6 月以前常務理事會理事負責各處之督導工作，6 月以後則專責核心功能，分別配置專責任務，不再督導各處，各處由單位主管直接負責。

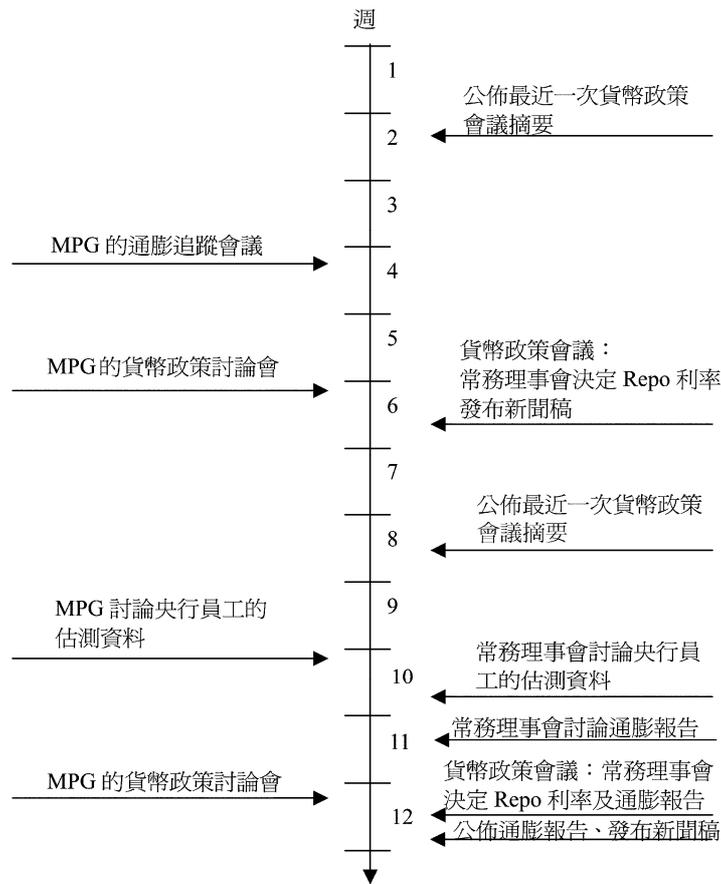
常務理事會每兩週開會一次，其中包括貨幣政策會議，一年約 7-8 次。由於瑞典央行之通貨膨脹報告亦須由常務理事會議同意後公佈，因此，瑞典央行的貨幣政策決策模式與是否結合通膨報告作業而有所不同，茲分別說明如下，並圖示其決策流程如圖二：

### 1、結合通膨報告之決策流程

瑞典央行之貨幣政策處負責編印通膨報告，在完成初稿後先提貨幣政策工作小組（MPG）（註 5）討論，根據會議結論修正後才提交常務理事會進行兩次討論，通膨報告最後定稿後才進行正式的貨幣政策會議，次

日上午則公佈決策新聞稿及通膨報告，距 MPG 第 1 次討論會約 3 週的時間。由於此次的貨幣政策會議同時結合通膨報告之出版業務，因此，MPG 的討論會被稱為大型 MPG 會議，足見瑞典央行對公布通膨報告之審慎。

圖二 瑞典央行之貨幣政策決策流程



資料來源：整理自 Heikensten, Lars and Anders Vredin (2002), 第 14 頁

## 2、未結合通膨報告之決策流程

貨幣政策會議若未碰到通膨報告之出版時程，相關估測作業仍相當近似，只是規模較小罷了。貨幣政策處完成估測作業後一樣先提交 MPG 討論，該份報告經修正後直接交

貨幣政策會議討論，最後產生利率決議，次日亦發布決策新聞稿，距 MPG 討論會約 1 週的時間，亦即 MPG 討論會及貨幣政策會議大都在同一週內完成。由於本次貨幣政策會議未結合通膨報告之公佈作業，因此，其規模

較小，MPG 討論會則被稱為小型 MPG 會議。

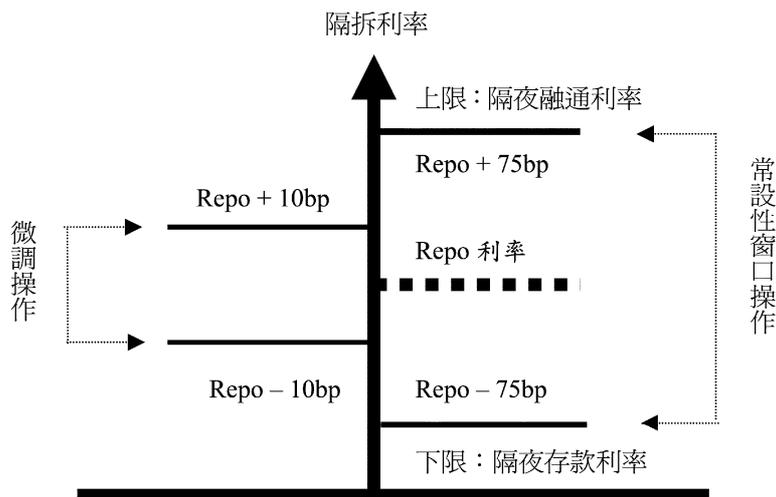
(三) 貨幣政策工具與實務操作

瑞典央行的貨幣政策操作力求簡單透明，其政策工具相對他國亦顯得頗為簡單易懂。大體而言，瑞典央行為達成通膨目標，亦類似他國央行採行利率區間操作模式，藉由對極短期利率的控制，佐以相當透明的溝通政策，最終達成貨幣政策目標。本單元將分別介紹瑞典央行的利率區間操作、貨幣政策工具及實務操作如下：

1、瑞典央行的利率區間操作 (註 6)

圖三顯示瑞典央行的利率區間操作模式，隔夜融通利率及隔夜存款利率分別扮演利率區間之上下限利率，Repo 利率（即公開市場操作附買回利率，以下簡稱 Repo 利率）為瑞典央行之政策利率，為利率區間之中線，上下對稱 75 個基本點，亦即整個利率區間之寬幅為 150 個基本點，其寬幅介於加拿大、澳洲、紐西蘭央行之 50 個基本點及歐洲央行、英格蘭銀行之 200 個基本點之間。

圖三 瑞典央行的利率區間



資料來源：<http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=12498>

儘管隔夜融通利率及隔夜存款利率所構成之上下限利率水準能有效控制隔夜拆款利率在 150 個基本點的利率區間範圍內變動，但瑞典央行在實務操作上，希望隔拆利率在未來一週能加以預測，同時能清楚揭示長期利率之訊息，因此該行只希望隔拆利率緊緊沿著 Repo 利率變動，而不要在利率區間內波

動，避免利率遽幅波動引起不必要之政策誤解。瑞典央行爰於一週操作一次之公開市場操作之餘，佐以逐日之微調操作，微調操作的利率則以 Repo 利率加減 10 個基本點。事實上，瑞典央行微調操作的功能近似常設性窗口操作工具，因此與其說瑞典央行的利率區間為 150 個基本點，不如說實際寬幅為 20

個基本點。為避免上述較窄之寬幅造成銀行在價格誘因機制驅使下捨拆款市場而擠向央行調節資金，央行在微調操作的實務作業上亦採行相當程度之控管方式，其相關作業情形將於政策工具中說明。

回顧歷史，瑞典央行於 1993 年採通膨目標化機制，1994 年 6 月起改採新的利率控管模式，以 Repo 利率替代原先之 Marginal 利率（註 7），另設定融通及存款利率。新制規定管理委員會（Governing Board）負責決定融通及存款利率之利率水準，另授權央行總裁在融通及存款利率之範圍內決定 Repo 利率。瑞典央行早期之 Repo 利率及融通與存款利率分別由總裁及管理委員會各自訂定，因此整個利率區間並未存在等距寬幅的對稱現象，就其歷史資料觀察，Repo 利率有時接近融通利率，有時接近存款利率。但自 2000 年 12 月 7 日之貨幣政策會議起，常務理事會決議構成利率區間之融通及存款利率，未來不再用來揭示政策動向，同時規定利率區間寬幅為 150 個基本點，Repo 利率為利率區間寬幅中線，融通與存款利率自動與 Repo 利率上下對稱 75 個基本點。

## 2、瑞典央行的貨幣政策工具

表七顯示瑞典央行的貨幣政策工具極為簡捷，包括公開市場操作及常設性窗口操作工具。公開市場操作則依操作特性分為主要操作、微調操作及結構操作。茲分別說明如下：

(1) 公開市場操作：係央行使用頻率最高

的重要貨幣政策工具，旨在靈活調節市場資金部位，有效引導極短期利率（隔夜拆款利率）沿著央行的期望水準變動，公開市場操作之 Repo 利率是瑞典央行的期望水準。公開市場操作亦透過貨幣市場主要交易商（目前有 7 家）進行操作，外匯市場的換匯操作部分，則透過外匯市場主要交易商（目前有 11 家）。

01. 主要操作：主要操作係瑞典央行例行性公開市場操作的主幹，按週定期操作，通常在週二宣佈操作並公佈得標結果，週三辦理交割。採標售方式，標售利率為央行一週期 Repo 利率，包括以附買回方式釋金，或發行央行單券沖銷市場多餘的流動性。整體而言，市場處於流動性不足的部位。

02. 微調操作：鑒於主要操作一週僅操作一次，並以未來一週之資金估計為操作基礎，但銀行實際的資金需求可能逐日變動，意指某些營業日銀行可能會利用央行的常設性窗口工具，隔拆利率雖仍在 150 個基本點之利率區間內波動，但卻偏離 Repo 利率波動，而央行又只希望隔拆利率緊沿著 Repo 利率變動，因此，瑞典央行在每個營業日另採微調操作。大都採隔夜附買回操作或隔夜存款，利率按 Repo 利率上下加減 10 個基本點。此外瑞典央行另亦透過換匯進行微調操作。操作方式包括雙方直接或標售。操作頻率為不定期操作。

03. 結構操作：結構操作意指調節較長期

之資金需求或多餘資金，央行以附買回、換匯及買斷操作釋出資金，以發行單券、換匯或賣斷的方式沖銷資金。操作方式亦採雙方直接或標售的方式，大多為不定期操作。

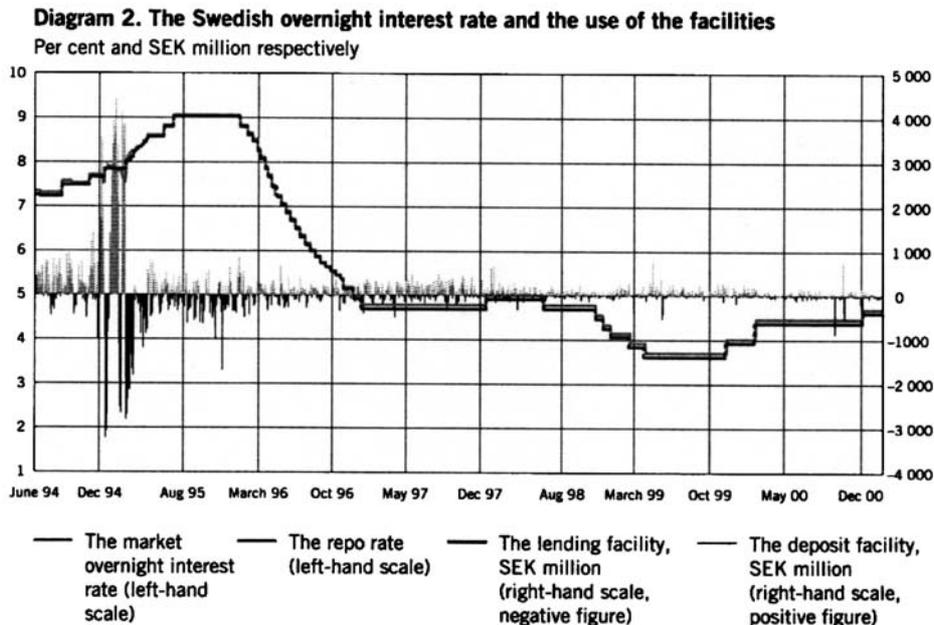
(2) 常設性窗口操作

瑞典央行亦設有常設性窗口操作機制，其融通利率與存款利率為 Repo 利率加減 75 個基本點，亦為抑制市場隔拆利率變動之上下限利率。儘管上述融通及存款利率能控制隔拆利率在利率區間範圍內波動，但瑞典央行只希望隔拆利率緊緊沿著 Repo 利率變動，並不希望波動幅度多達 Repo 利率之上下 75 個基本點，因此，在實務操作上，瑞典央行不希望銀行經常使用常設性窗口操作工具，爰另採逐日之微調操作，以與 Repo 利率上下

加減 10 個基本點的利率，有效控管隔拆利率在 Repo 利率上下 10 個基本點的窄幅範圍內波動。

圖四顯示 1994 年 6 月至 2000 年 12 月銀行使用常設性窗口之融通與存款工具之金額平均約 2 億瑞典幣。除 1994 年底至 1995 年初因央行未進行微調操作，導致銀行大量使用窗口工具，其金額較大，且導致隔拆利率波動較大外，其餘期間之常設性窗口工具使用之金額均很小，此實與瑞典央行每天進行微調操作有關。1999-2000 年之平均使用常設性窗口操作之金額則僅及 5 千萬瑞典幣，約占該兩年資金不足數之 0.1%。上述資料亦清楚說明瑞典銀行使用常設性窗口工具之比率微乎其微，與其他國家類似。

圖四 瑞典隔夜拆款利率與常設性窗口工具之使用情形



資料來源：瑞典央行 2001 年第 1 季季刊。

表七 瑞典央行的貨幣政策工具

工具類別		交易類型		期限	頻率	操作方式
		釋出資金	沖銷資金			
公開市場操作	主要操作	Repo 融通		標準化 (最少一週)	定期	標售 (Tender procedure)
			發行央行單 券	標準化		
	微調操作	Repo 隔夜融通 換匯 (Foreign Exchange Swaps)	隔夜存款 換匯	隔夜或非標準化	不定期	雙方直接 (Bilateral procedures) 標售
		Repo 融通	發行央行單 券	標準化或非標準 化		
	結構操作	換匯 買斷債券	換匯 賣斷債券		不定期	雙方直接
常設性窗口 操作	融通操作	隔夜融通		隔夜	交易對手申請	
	存款操作		隔夜存款	隔夜	交易對手申請	

資料來源：<http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=12466>

### 3、實務操作

瑞典央行貨幣政策之實務操作與他國央行雷同，因此本單元將不鉅細靡遺說明其實務操作，僅針對較特殊部分加以說明供參考，包括公開市場操作的時間排程、資金估測作業、微調操作之行政規定及預測通膨資料時短期利率之假設基礎與政策法則。

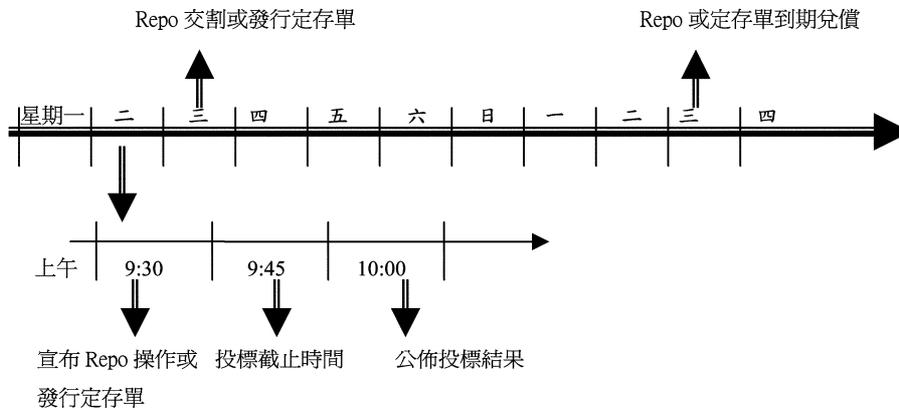
#### (1) 公開市場操作的時間排程

圖五顯示瑞典央行公開市場操作的時間排程，係以按週固定操作之主要操作為主。每週二瑞典央行市場操作處取得未來一週之資金估計資料後，決定該週公開市場操作的方式（附買回釋金或發行存單沖銷資金），

上午 9 時 30 分發布主要操作資訊，9 時 45 分爲主要交易商投標截止時間，10 時公佈投標結果，從宣布操作至宣布投標結果僅歷時 30 分鐘。若投標之金額大於央行宣布操作之量，將按投標比率分配金額。如總投標金額爲操作金額之 2 倍，則每張標單可獲得其投標金額之 1/2。致於銀行資金需求未能滿足的部分，央行將進行微調操作加以調節。

瑞典央行採 T+1 日之交割方式，即採次日週三交割的方式，次週三則是主要操作到期兌償的日期。此種規律操作的方式，非常透明，提供市場清楚的資訊，是央行的重要溝通工具。

圖五 瑞典央行公開市場操作時間排程



(2) 在 RIX 支付系統關機以前，銀行在央行的清算帳戶必須是平的 (balanced)。

(3) 資金估測作業

瑞典央行之資金估計作業亦相當簡單扼要。主要透過央行資產負債表的重要資產負

債科目，進行未來一週之資金估測，再由資負平衡的觀點導出該週擬操作的金額。表八及表九以 2004 年 12 月 31 日資料為例導出央行該週應進行附買回操作 16,473 百萬瑞典幣。

表八 瑞典央行調整後資負債表 (2004 年 12 月 31 日)

資產	瑞典幣百萬元	負債	瑞典幣百萬元
黃金與外匯準備	162,649	流通中通貨	108,894
對銀行融通		銀行存款	
Repo*	16,473	常設性窗口存款	86
常設性窗口融通	2	其他負債	9,836
其他資產	3,205	資本	63,513
資產合計	182,329	負債合計	182,329

\* 含微調操作淨額；資料來源：央行網站，"The Riksbank's practical implementation of monetary policy"

(4) 微調操作之行政規定

微調操作的利率採 Repo 利率上下加減 10 個基本點計算，銀行亦可自主申請，但其性質與常設性窗口工具無金額限制之自主申請仍有不同，主要係因微調操作的利率接近央行 Repo 利率，也接近市場隔拆利率。就價格

誘因機制而言，在利率區間操作模式中，若央行之融通或存款利率太接近中線之政策利率，銀行將捨拆款市場，而直接使用央行提供的工具，最終造成拆款交易萎縮，明顯背離央行提供窗口工具調節未經預期資金變動的初衷。因此，瑞典央行在常設性窗口工具

表九 估算銀行體系總資需求

	瑞典幣百萬元
流通中通貨	108,894
常設性窗口存款	86
其他負債	9,836
資本	63,513
黃金與外匯準備	-162,649
常設性窗口融通	-2
其他資產	-3,205
Repo 操作	16,473

資料來源：央行網站，"The Riksbank's practical implementation of monetary policy"

之餘，另提供低利率之微調操作工具，其用意在於控管隔拆利率緊沿著 Repo 利率變動，但又不希望銀行過度依賴央行，瑞典央行爰作了若干行政規定。

銀行在營業日底前仍有資金調節需求，且尚未在拆款市場獲得解決者，得在下午 4 時 20 分以後電詢央行當日是否進行微調操作。操作時間選在 4 時 20 分以後，主要係自該時起央行才能掌握個別銀行在 RIX 清算支付系統的當日餘額及銀行體系的整個資金部位。若申貸銀行之資金需求可以由資金超額銀行獲得融通，央行將請申貸銀行直接向資金多餘銀行拆入，直至其他銀行無多餘資金拆出，央行才會進行微調操作，其操作金額相當於全部或部分申貸金額。例如，營業日底整體銀行仍有資金需求 100，但某家銀行申貸微調操作 150，此時，瑞典央行只微調操作借出 100，其差額 50 則可由拆款市場中資金多餘銀行獲得融通。

總括而言，微調操作係一種不定期不定量之操作方式，由於央行握有個別銀行及整

體銀行體系資金部位之詳細資料，銀行須在拆款市場借不到資金時，央行才會進行營業日底之微調操作，央行的操作時間為下午 4 時 20 分至 4 時 40 分。

#### (5) 通膨預測之政策利率假設與政策法則

瑞典央行自採行通膨目標化機制起，即進行通膨數據之預測工作。在 2005 年 10 月以前以 Repo 利率固定之假設前提進行通膨預測，10 月以後改採市場對 Repo 利率之預期作為假設基礎，英格蘭銀行亦自 2005 年起改以市場對政策利率之預期為假設基礎。市場預期利率可直接來自市場調查，或間接採用隱含遠期利率 (Implied forward rates)，瑞典央行直接採用隱含遠期利率為假設基礎，主要係取其便利性 (註 8)。

2005 年 10 月以前以固定利率為假設基礎進行通膨預測期間，瑞典央行採簡單之政策法則產生利率決策。若預測導出未來兩年之通膨預測值超過通膨目標 2%，則意味著央行須要調升利率，反之，則調低利率。事實上，利率決策係基於國家的整體考量，上述

法則只是其中的主要部分。以固定利率為假設基礎，具備實務作業順暢、簡單易懂的優點，但未來兩年之利率不可能維持固定不變，其不實在的特質則係以固定利率假設之最大缺失。

瑞典央行在習用固定利率假設基礎多達10年之久後，改採市場利率假設基礎進行通膨預測，即係為避免固定利率的缺失。表十顯示市場預期利率假設基礎之優多於弊，市場預期利率能反映更實在的利率路徑，也突顯央行認真考慮市場對貨幣政策預期之事實，隱含遠期利率可由不同期限別債券殖利率曲線加以推導而得，雖有期限風險貼水之因素存在，導致該指標無法精確反映市場之預期利率，但該指標已是一種最佳的接近值，較固定利率假設更實在、更逼真。

2005年10月起瑞典央行亦廢除原先固定利率假設之政策法則。若以市場預期利率假設導出之通膨預測接近2%的通膨目標，則該市場利率預期被視為合理，成為利率決策之參考依據，反之，則被視為不合理。儘管如此，常務理事會之利率決策仍以整體考量為基礎。2007年1月起則進一步以央行自己對未來Repo利率走勢的預測資料替代原先之市場利率預期假設，據以進行通貨膨脹預測。瑞典央行係繼紐西蘭央行之後，極少數勇於公布利率走勢之央行，該行並希望公布自己對未來Repo利率走勢預測資料之舉，能提供社會大眾更清楚的利率走勢，助益其理財規劃；另一方面更能協助央行向社會大眾說明貨幣政策決策之背後理由，但央行的新措施並無改變其貨幣政策操作的意涵(註9)。

表十 以固定利率或市場預期利率為通膨預測假設基礎之優劣比較

	優點	缺點
固定利率	(1)係通膨目標化央行長久以來之實務操作，行之多年，實務運作順暢； (2)央行依據簡單政策法則，較易判斷是否調整利率； (3)易於對外溝通。	(1)未來兩年之利率不可能永遠維持不變； (2)進行較長期的通膨預測時，固定利率的假設顯得更不實在(Unrealistic)； (3)當市場明顯預期利率將調整時，以固定利率假設之作業變得更複雜； (4)不易將固定利率假設產生之通膨預測，與其他非以固定利率假設之其他預測資料進行比較；
市場預期利率	(1)央行有認真考慮市場對貨幣政策的預期； (2)市場預期利率反映更實在的利率路徑，據以進行通膨預測，可降低溝通上的風險； (3)以 implied forward rates 推導市場對利率之預期，既方便，對未來的貨幣政策亦是一種合理的假設。雖有期限風險貼水的因素，但 implied forward rates 已經是一種絕佳的接近值，較固定利率假設更實在，更逼真。	implied forward rates 並無法精確反映對未來政策利率之預期，因為有期限風險貼水的因素存在。

資料來源：作者自行整理。

#### (四) 溝通政策

溝通政策是現代央行貨幣政策操作的重要工具，也是執行通膨目標化機制之必要工具，經由各種清楚透明的溝通方式，可以提高央行貨幣政策之可預測性，提高貨幣政策效果，最終強化央行之公信力與權責化（註10）。瑞典央行類似他國央行，亦非常重視其溝通政策，發布利率決策新聞稿、總裁主持記者會、總裁在國會一年二次之聽證報告、公佈貨幣政策會議摘要（Minutes）、公佈通貨膨脹報告、年報、季報、研究報告及常務理事會理事專題演講或接受訪問等皆屬近似他國央行的溝通方式，但瑞典央行之溝通政策仍存在下列較他國央行特殊之處：

1. 1999年初新央行法生效日起，瑞典央行增加新構面溝通政策，在此之前，總裁及副總裁代表央行對外溝通貨幣政策，只有一種聲音。但1999年起新設常務理事會綜理央行業務，6位理事均可對外發表專題演講，或參加各種外部討論會。

2. 瑞典央行在貨幣政策會議後二週公佈會議摘要，包括討論的內容及投票情形。在未公佈會議摘要之前二週期間，各理事只能發表絕大多數人的觀點，公佈會議摘要以後，則可在專題演講中說明自己在投票時之看法或理由。

3. 通貨膨脹報告原先一年出版4次，2006年3月之會議後決議縮小為一年3次，其理由是秋季之兩次報告過於接近，並無足夠的

新資料進行通膨評估，且秋季之第1次通膨報告係結合總裁在國會之聽證報告。一年出版3次通膨報告，可以拉長出版通膨報告之週期，助益預測資源之運用。

4. 出版通膨報告之時間與決策新聞稿採聯合溝通之方式，目前一年有3次聯合記者會。表十一顯示瑞典央行2006年貨幣政策會議及通膨報告之行事曆，以2006年2月22日之貨幣政策會議為例，22日下午1時舉行貨幣政策會議，第2天23日上午8時聯合公布利率決策新聞稿及2006年第1期通膨報告，接著9時總裁赴國會進行聽證報告，下午1時則進行記者會。值得說明的是，瑞典央行並未在貨幣政策會議甫結束時隨即發部決策新聞稿，通常在次日上午才發布新聞稿，此係與他國央行做法迥異之處。

5. 瑞典央行常務理事會理事經常發表貨幣政策專題演講，暢談當時的經濟金融動態及貨幣政策措施。近數年瑞典的通膨率遠低於2%目標，但經濟處於高成長、高房價、高信用擴充及高失業率之現象，引發社會對貨幣政策之討論，央行認為有必要明確說明其執行貨幣政策之原則及通膨以外之考慮因素，爰於2006年5月之常務理事會議決議對外公佈『瑞典的貨幣政策（Monetary Policy in Sweden）』，該份報告取代1999年之貨幣政策說明，特別再度強調央行設定利率時，如何考慮通膨及實質經濟（如經濟成長率、失業率等）的發展，亦利用機會清楚說明通膨

在哪種情況可以偏離目標水準。

6. 瑞典央行自 1998 年開始，派遣研究人員充當央行大使，赴全國各大學及學院主講央行的貨幣政策操作及央行的通膨目標，1998 年曾進行 30 場演講，在推廣金融教育方面頗有斬獲。

7. 為進一步強化瑞典央行的溝通政策，該行常務理事會決議自 2007 年起，將通貨膨脹報告改名為貨幣政策報告（註 11），並自

2007 年第 1 期貨幣政策報告起公佈央行自己對未來利率走勢之預測資料，其最主要的理由是，希望央行在掌握當時最新資訊下，儘可能公開透明該行對未來利率走勢的看法，但央行亦明確重申央行在貨幣政策報告所公佈之 Repo 利率走勢，只是一種預測值，並非央行對利率走勢的承諾。經濟展望可能隨著資料更新而有所變動，屆時央行將依據新資訊重新預測未來的利率走勢（註 12）。

表十一 瑞典央行 2006 年貨幣政策會議及通膨報告之行事曆

	日期	常務理事會貨幣政策會議	公佈利率決策新聞稿	公佈通貨膨脹報告	總裁在國會財務委員會報告	舉行記者會
1	1/19	1:00 PM				
	1/20		9:30AM			11:00AM
2	2/22	1:00 PM				
	2/23		8:00AM 通膨報告 2006:01		9:00AM	1:00PM
3	4/27	1:00 PM				
	4/28		9:30AM			
4	6/19	1:00 PM				
	6/20		9:30AM 通膨報告 2006:02			11:00AM
5	8/29	1:00 PM				
	8/30		9:30AM			11:00AM
6	10/25	1:00 PM				
	10/26		8:00AM 通膨報告 2006:03		9:00AM	1:00PM
7	12/14	1:00 PM				
	12/15		9:30AM			

資料來源：<http://www.riksbank.com/templates/calendar.aspx?id=17851>

#### （五）貨幣政策的操作績效

通貨膨脹目標係瑞典央行的貨幣政策目標，市場的隔拆利率則為操作目標，央行經由利率區間操作模式控管利率沿著央行宣布

之 Repo 利率變動，央行希望短期利率平穩變動，再經由貨幣政策傳遞機制，最終達成物價安定之通膨目標。因此本文擬由通貨膨脹目標及短期利率之簡要角度觀察瑞典央行之

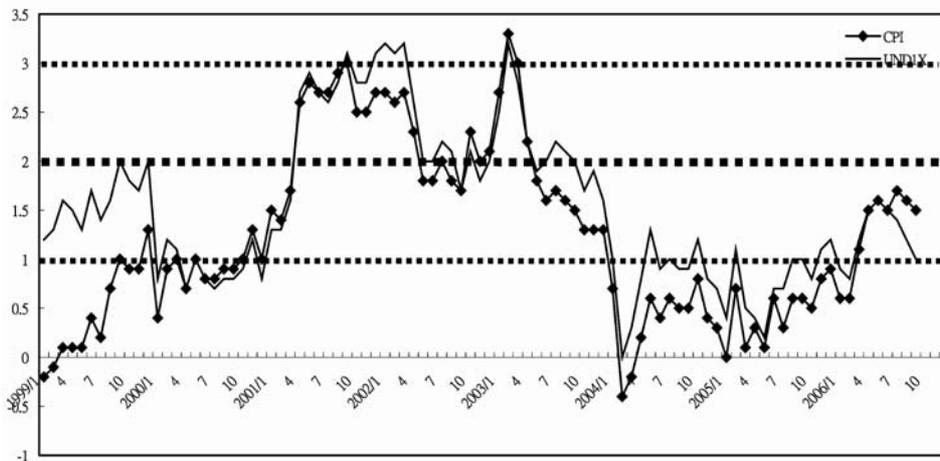
操作績效。

### 1、通貨膨脹率與通膨目標

瑞典央行自 1995 年明確訂定通膨目標為 CPI 年增率 2%，可容忍範圍為通膨目標上下 1% 起，迄今未再調整通膨目標，事實上 2% 之通膨目標水準值亦屬全球大多數央行慣用之標準。圖六顯示 1999 年以來瑞典之通膨率與通膨目標之關係，2000-2003 年期間，CPI

年增率均落在目標範圍內（1-3%）；1999 年曾低於 1%，但其核心 CPI 年增率（UNDIX）較高，介於 1-2%；2004-2006 上半年 CPI 年增率及核心 CPI 年增率則大都低於 1%，但核心 CPI 年增率略高於 CPI 年增率；2006 年下半年起兩者皆上揚超過 1%，但核心 CPI 年增率在近數月則又反轉下跌（參見圖六）。

圖六 瑞典的通貨膨脹率

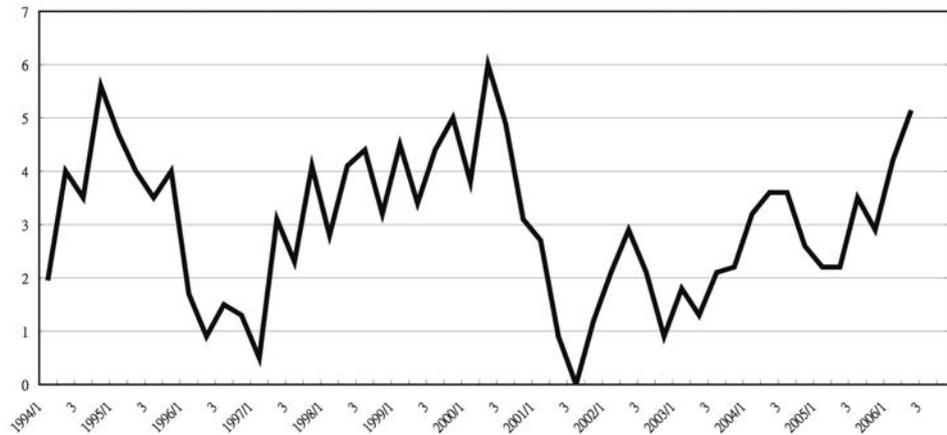


大體而言，瑞典央行大都能控管通膨率於目標區間成長，2004 年以來通膨率持續一大段時間低於目標成長的現象，則引發社會大眾及學術團體的熱烈討論，甚至出現瑞典央行之通膨目標機制已盪然無存之批評聲浪。瑞典央行近數年頻頻透過溝通政策緊鑼密鼓說明其貨幣政策與經濟金融動態，即屬著眼於上述現象。根據瑞典央行之說辭，近年來之低通膨係高生產力及低進口物價使然，此外，全球化亦係一重要因素，特別是中國大陸、印度等新興市場加入全球製造行

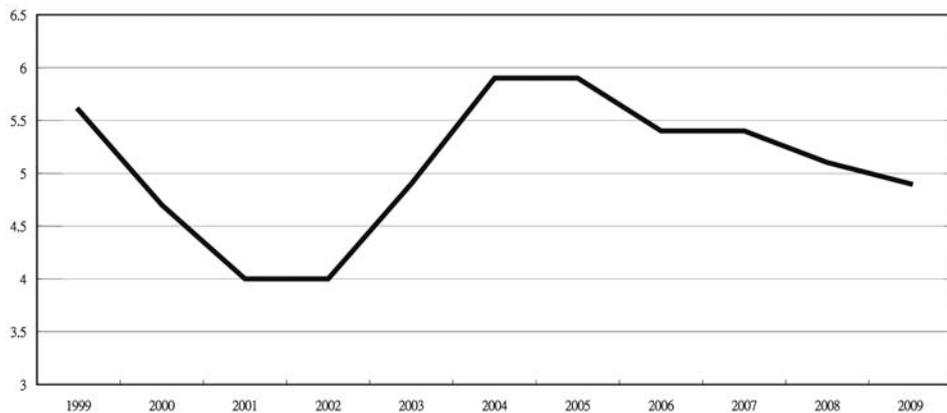
列，導致全球商品價格普遍低廉（註 13）。

近數年之低通膨係全球普遍的現象，並非僅發生於瑞典。有些人士主張央行應採調低利率之寬鬆政策，但瑞典央行反而在 2006 年初起數度調高利率。事實上，瑞典央行數度說明貨幣政策係以通膨報告之經濟展望及通膨預測為整體考量，為避免實質經濟面劇烈震盪，某些情況，央行之利率決策可以偏離通膨目標（註 14），瑞典央行稱近年來勞動市場仍不理想，失業率略嫌偏高，但經濟成長率則一路上揚（參見圖七、八）。

圖七 瑞典的經濟成長率



圖八 瑞典的失業率



瑞典央行 2006 年 10 月 25 日之貨幣政策委員會後宣布調高 Repo 利率 0.25% 至 2.75%，其主要考量理由是，2006 年及 2007 年之 GDP 成長仍較預期強勁，未來 2 年之通膨預測值略低於 2% 目標（註 15），但預期仍屬走揚趨勢。因此，就政策法則的觀點而言，Repo 利率的市場預期假設是合理的，利率需要進一步調升（參見表十二）。瑞典央行平素專題演說中經常強調，該行係以未來 2 年之通膨預測為目標控制基礎，目前低於目標之實際

通膨率，只是用來預測未來 2 年通膨估計數之一要項，並不能直接據以調整利率。

## 2、隔拆利率與 Repo 利率

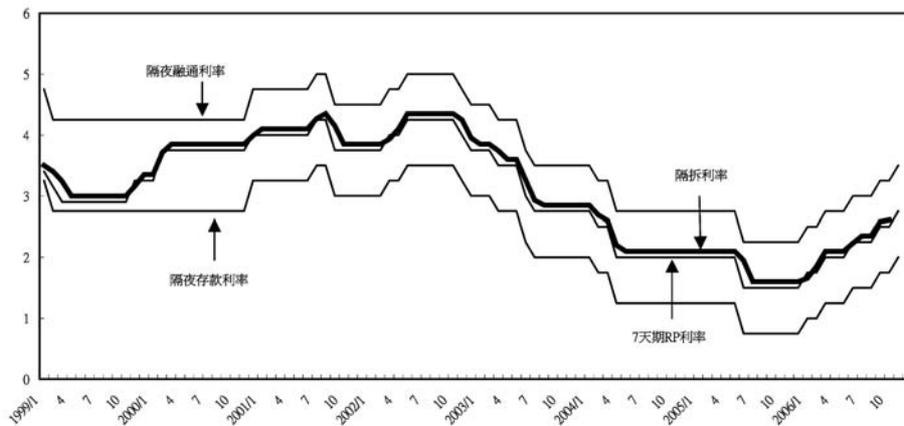
儘管 2004 年以來瑞典之通膨率大都低於目標區間，但瑞典央行在控管隔拆利率平穩變動方面之操作則毫不遜色。圖九顯示 1999 年以來隔拆利率在央行公開市場一週一次主要操作及逐日微調操作下，絕大多數緊緊沿著央行政策利率變動。若視 Repo 利率為央行對隔拆利率之期望目標，進一步觀察其與隔

表十二 瑞典央行 2006 年 10 月 26 日公佈之預測資料

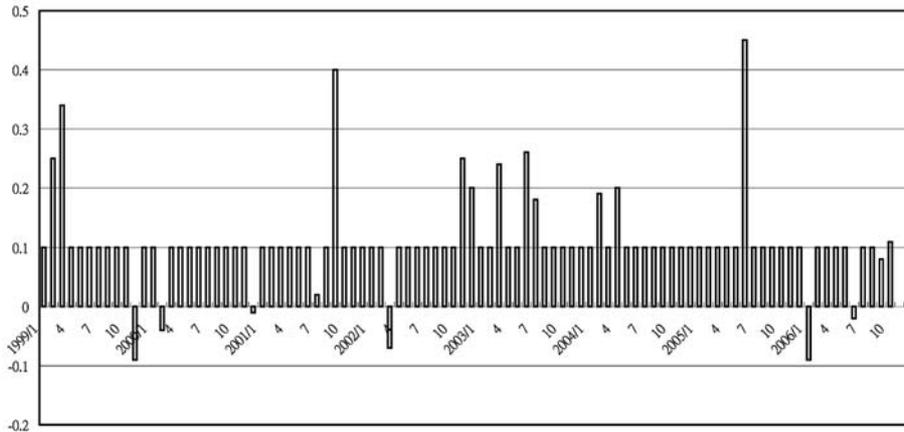
年	GDP	CPI	UNDIX
2005	2.7	0.5	0.8
2006	4.3 (3.7)	1.4 (1.5)	1.3 (1.3)
2007	3.1 (2.8)	2.1 (2.3)	1.4 (1.6)
2008	2.7 (2.4)	2.0 (2.4)	1.7 (1.8)
2009	2.2 (2.2)		

資料來源：瑞典央行網站新聞稿；括弧內資料為前一期通膨報告之預測值。

圖九 瑞典央行的政策利率與隔夜拆款利率



圖十 隔夜拆款利率與央行 Repo 利率(目標)間之差距



拆利率間之差距，除少數月份偏高外，其餘都落在目標上下 10 個基本點的狹幅範圍內。1999 年 1 月至 2006 年 10 月之 94 個資料點

中，僅 11 個月份超過 10 個基本點，其餘 83 個月份均未超過目標上下 10 個基本點（參見圖十）。

## 四、結 論

瑞典之國土較台灣大，人口較台灣少，惟兩國皆屬小型開放之經濟體。如何在資金頻繁移動之全球化大環境中進行央行治理工作，係多數先進國家央行的課題，更是小型開放經濟體之央行所面臨的嚴峻挑戰。本文個案專注探討瑞典央行之組織設計與貨幣政策操作，瑞典央行雖是全球最古老之央行，但其組織設計頗為新穎靈活，並無老態鈍化現象，實係拜其組織不斷隨著時空移轉進行大小變革有關。組織是提供員工創價的平台，組織設計之良窳攸關員工之創價多寡及組織整體之成效，瑞典央行歷年來的組織變革與細膩之設計巧思，充分展露組織設計與央行目標之結合，組織整合之縮編工程，更使瑞典央行由繁複之組織架構蛻變為小巧的效率化組織，其組織架構之內部組織由 1999 年之 16 個處大幅縮編目前僅剩 7 個處，同期間之員工人數亦由 1998 年之 700 餘人瘦身為 2006 年之約 400 人，組織架構及員工人數兩者整合幅度之大係全球央行組織變革中所少見之個案。

瑞典央行於 1992 年底廢除固定匯率制度，改採浮動匯率制度，並自 1993 年起實施通貨膨脹目標化機制，1995 年起正式啟動通膨目標為 2%，可容忍區間為上下 1%。瑞典央行雖設定通膨目標區間，但該行並非通膨偏執狂，所採的是彈性通膨目標機制，以整

體考量為決策基礎，致某些時候可以偏離通膨目標，以避免實質經濟產生不樂見之劇烈震盪。央行的貨幣政策採利率區間之操作模式，以央行公佈之 Repo 利率為政策利率，並作為利率區間之中線，上下限之融通及存款利率與中線等距 75 個基本點。央行執行固定一週一次之公開市場操作，但為減少銀行使用較寬幅之常設性窗口操作工具，俾隔拆利率能緊沿著政策利率變動，亦能精確預測未來一週之隔拆利率，瑞典央行在主要操作之餘，佐以逐日之微調操作，利率按 Repo 利率加減 10 個基本點，亦即央行期望隔拆利率在 20 個基本點之範圍內變動。因此，微調操作亦可視為另一種窄幅之利率區間操作，但因其利率甚為接近 Repo 利率，因此銀行申貸時，央行作了若干限制。

盱衡瑞典央行之貨幣政策操作，2004 年以前大都能達成通膨目標，2004 年起受高生產力及低進口物價之影響，通貨膨脹率大都低於通膨目標區間，此種低通膨係全球普遍的現象。即使通膨率低，但在高經濟成長因素之考量下，瑞典央行自 2005 年底起亦連續多次調升利率。至於瑞典央行利率控管之成效則毫不遜色，成功地引導隔拆利率緊沿著政策利率變動，絕大多數介於上下 10 個基本點間波動，其異於多數央行之微調操作尤為顯著，不僅有效抑制隔拆利率在上下 10 個基

本點間波動，亦為央行溝通政策之最具體展現。

台灣與瑞典同，皆屬小型開放經濟體，工研院與資策會組成之『2015 台灣願景規劃工作小組』亦指出『二瑞（瑞典、瑞士）三蘭（芬蘭、愛爾蘭及荷蘭）』與台灣同屬邊緣小國，但渠等的個人平均國民所得均超過3萬美元，他們是怎麼做到的，頗值得台灣學

習。本文針對瑞典央行之個案研究亦發現，瑞典央行近數年組織變革的行動力與組織設計巧思，奠定了央行貨幣政策操作績效的良好基礎，其多項務實的經驗確有值得我們深思與借鏡之處，特別是，瑞典央行在組織變革、維持隔拆利率穩定及央行法綜合性概括式規範方面值得我們加以學習。

## 附 註

(註 1) 參考 Annika(2005), Heikensten(2005, 三篇)。

(註 2) The Riksbank may issue regulations within the scope of its responsibility of monetary policy. The Riksbank may also issue regulations that concern activities connected with the Riksbank's payment system or cash-provision mandate.

(註 3) 第 9 章第 13 條：The Riksbank is the central bank of the Realm and authority under the Riksdag. The Riksbank is responsible for monetary policy. No public authority may determine how the Riksbank shall decide in matters of monetary.

(註 4) 參考 Heikensten(1999)。

(註 5) MPG(Monetary Policy Group)，由常務理事會中專責貨幣政策之理事擔任召集人，組員包括貨幣政策處之正副主管、市場操作處代表、顧問、溝通單位主管及負責新聞媒體的官員。

(註 6) 參考黃富櫻(2004)及(2006)、Kerstin & Magnus(2001)。

(註 7) Marginal rate 之功能近似 Repo rate，亦為央行公開市場操作利率，作為市場利率之指標利率。

(註 8) 參考 Jan & Hans(2005)。

(註 9) 參考 Rosenberg,(2007)及 Stefan(2007)。

(註 10)參考黃富櫻(2006)，央行貨幣政策操作的重要工具-溝通政策。

(註 11)瑞典央行希望貨幣政策報告不僅公佈通貨膨脹預測資料，且能說明貨幣政策訊息。

(註 12)參考 Rosenberg(2007)及 Stefan(2007)。

(註 13)參考 Persson(2005,二篇)及 Rosenberg(2005, 二篇)。

(註 14)參考 Heikensten & Anders(2002)。

(註 15)通膨預測值低於目標，部分受油價短暫下跌影響。

## 參考資料

### 中文部分

徐仁全 (2006)，「向『二瑞三蘭』取經」，遠見雜誌，2006年11月號，245期。

黃富櫻 (2004)，「央行利率區間操作模式簡介」，國際金融參考資料第49輯。

黃富櫻 (2006)，「由英格蘭銀行新近貨幣市場操作改革談國際間央行貨幣政策操作策略之新趨勢」，國際金融參考資料

第 51 輯。

黃富櫻 (2006) , 「央行貨幣政策操作的重要工具-溝通政策」, 中央銀行季刊第 28 卷第四期。

## 英文部分

Annika, Otz(2005), "The Riksbank's management of interest rates -monetary policy in practices.", Riksbank's Economic Review 2/2005.

Heikensten, Lars, (2005), "Thoughts on how to develop the Riksbank's monetary policy work", Speech.

Heikensten, Lars, (2005), "Introduction on monetary policy", <http://www.riksbank.com/templates/page.aspx?id=18164>

Heikensten, Lars, (2005), "Monetary policy and the academics", <http://www.riksbank.com/templates/page.aspx?id=18541>

Heikensten, Lars, (1999), "The Riksbank's inflation target-clarification and evaluation", Riksbank's Quarterly Review 1/1999.

Heikensten, Lars and Anders Vredin (2002), "The art of targeting inflation", Penning-och Valutapolitik 4/2002.

Jan Alsterlind and Hans Dillen (2005), "Monetary policy expectations and forward premia", Riksbank's Economic Review 2/2005.

Kerstin Mitlid and Magnus Vesterlund (2001), "Steering interest rates in monetary policy-how does it work?", Riksbank's Economic Review 1/2001.

Persson, Kristina (2005), "Monetary policy yesterday, today and tomorrow", <http://www.riksbank.com/templates/page.aspx?id=18744>

Persson, Kristina (2005), "Globalisation contributing to low", <http://www.riksbank.com/templates/page.aspx?id=15961>

Rosenberg, Irma (2005), "Why is Swedish inflation so low?", <http://www.riksbank.com/templates/page.aspx?id=16401>

Rosenberg, Irma (2005), "The Riksbank and monetary policy", <http://www.riksbank.com/templates/page.aspx?id=17775>

Rosenberg, Irma (2007), "Riksbank to introduce own path for the Repo rate", BIS review 6/2007.

Stefan, Ingves (2007), "The interest rate path and monetary policy", <http://www.riksbank.com/templates/page.aspx?id=24220>

(本文完成於 95 年 11 月, 作者為本行經濟研究處研究員)