

彈性匯率時代： 新興市場經濟體採通膨目標 之議題及最近經驗

何幸、楊建業、吳柏翰 譯

本文譯自 BIS Working Paper: Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies, by Corrinne Ho and Robert N McCauley, February 2003

一、前言

不少新興市場經濟體在 1990 年代下半的金融危機中逐漸走向更具彈性的匯率政策，因此，匯率在該等國家已不再扮演主要政策目標或名目基軸(nominal anchor)等重要角色。同時，該等國家似有採取更明確的通膨目標機制之趨勢。

據此，一些觀念上與作法上的問題因應而生。例如：當匯率已不是名目基軸或已有明確之通膨目標時，匯率應該扮演什麼角色？政府應該在什麼狀況下因應匯率波動？同樣重要地，他們實際上是如何因應？

匯率在通膨目標的政策形成中所扮演的角色至少有三種不同解釋，此三項觀點分別為嚴格的通膨目標化(strict constructionist)，彈性的通膨目標化(flexible inflation targeter)，

與新加坡的管理匯率作法 (Singaporean approach)。

嚴格的通膨目標化主張只有在匯率影響到實際或預期之通貨膨脹率時，利率政策才須回應匯率的變化，其他任何回應都是背離通膨目標機制本身。將貨幣政策目標訂在通貨膨脹而非匯率的策略通常也會連帶的將央行操作工具限制為本國貨幣工具，外幣工具則排除在外。此外，嚴格的通膨目標機制亦不主張外匯市場干預，因為此舉會使大眾對貨幣政策的最終目標感到困惑，甚至會誘使決策者釘住匯率而不是通貨膨脹。而且，外匯干預除了可做為貨幣政策的信號(signal)外，一般認為外匯干預似乎無效，因此反對干預外匯市場。

彈性通膨目標化認為匯率可以與通貨膨脹及產出等同時成為政策目標。認為通膨目標化與泰勒法則有密切關係的泰勒博士(John Taylor; 2000b, 2001)主張，如果匯率變動與國內外通膨率的差距相當一致，則匯率的變動理當納入泰勒法則的利率政策反應函數中。將此彈性運用在通膨目標機制，即表示只有當通貨膨脹維持在合理的目標區內時，方能藉由貨幣政策來因應匯率問題。以這種方式來決定各種政策目標的優先順序在實務上經常可以看到。

較未被廣泛接受的新加坡管理匯率作法則認為，當一經濟體是充分地開放，而且傳遞(pass-through)效果高時，要穩定通貨膨脹就需要密切地管理有效匯率，即使匯率水準

隨著國內外通膨率之差距而變動。本主張改寫泰勒法則，以有效匯率取代短期利率作為政策工具，所以，在此種情況下管理匯率是為了達成低通貨膨脹的手段而不是目的本身。

對於嚴格通膨目標化以及彈性通膨目標化而言，「政策」通常係指貨幣政策，或更精確些，是指訂定政策利率(註 1)，然而即使將通膨目標置於任何匯率問題之上，以單一工具解決多重政策目標基本上仍有困難。所以決策者在實務上常會訴諸其他工具的使用(註 2)，尤其，官方干預在通膨目標化國家中很少被排除在政策工具之外，有時候資本管制也被用來解決匯率問題，即便這些工具有其限制與成本，決策者仍須將之齊備以備不時之需。

圖 1：通膨目標化國家的外匯干預（至 2002 年末）

	新興市場國家	工業化國家	
干預	巴西、智利、墨西哥、印尼、 韓國、菲律賓、泰國、捷克、 以色列	澳洲、 加拿大、 瑞典	12
未干預	匈牙利、 波蘭、南非	瑞士、 紐西蘭、英國	6
	12	6	18

註：卡方檢定統計量=1.125 (p 值=0.289)

有了這些背景資訊，本文旨在分析匯率在通膨目標化國家所扮演的角色，並著重實務上政策問題的發生與決策者之因應。我們比較了 12 個新採通膨目標機制的新興市場國家與 6 個工業化國家（詳見圖 1）（註 3）。本文分析匯率為何重要的四個原因：匯率對通貨膨脹、國外部門、金融穩定以及外匯市場功能的影響；並檢視貨幣政策以及外匯干預、資本管制是如何被用來因應匯率過度波動所帶來的衝擊。不過本文並未評估這些對策之有效性以及各制度之最適性。

我們主要的觀察如下：

第一、新興市場經濟體通常比工業化經濟體更易受到匯率波動的影響。有證據顯示此係導因於新興市場經濟體在所得較低而通膨較高下之消費型態較為脆弱，是故新興市場經濟體會比工業化國家更需要在決策時考慮匯率因素，無論其是否採取通膨目標機制。

第二、即使在嚴格的通膨目標化下，因其國內物價對於匯率較為敏感，匯率仍在新興市場經濟體扮演重要角色。近幾年的經驗顯示，新興市場通膨目標化國家之匯率波動幅度大於工業化國家，而這些匯率波動也常使新興國家未能達成通膨目標。簡言之，匯率變動對於新興市場經濟體之通膨目標機制帶來較大的挑戰。

第三、我們所分析的新興市場經濟體亦彈性地因應匯率對通貨膨脹的影響。在某些

國家，通膨目標區間的寬度讓決策者仍有空間去因應匯率波動，而在另一些國家，有其他抑或多重的工具讓決策者去達成多重目標。然而，至少在我們觀察的期間內，我們並未看到任何為了影響匯率所做的政策利率調整有直接背離明示的通膨目標。因此，有關新興市場經濟體為了穩定匯率以致無法適切地達成通膨目標的觀點基本上未獲證實。

第四、上述所言不應被認為匯率變動的成本以及應有的政策措施只與新興市場經濟體有關。最近在澳洲、瑞典、瑞士甚至 G3（美國、日本、歐盟）國家的經驗清楚地提醒我們，留意匯率的變動亦是工業化國家的日常課題，無論其是否採行通膨目標機制。

上述四點觀察有兩層政策意涵，第一，基於匯率的重要性，尤其對新興市場經濟體而言，有必要更進一步瞭解匯率動態之本質、對經濟體之影響以及政策工具之有效性。既然政策因應上需有一定程度的彈性，因此，清楚而一致的政策意向溝通對於政策之執行與可信度十分關鍵。

本文亦論及帶給決策者所謂對浮動匯率感到恐懼的相關問題；惟我們對於這項論點的確實性持強烈保留。首先，我們並不同意匯率波動小就表示政府特別在意於管理匯率。更基本的，「浮動」本身並不足以定義為一種貨幣機制。一旦貨幣機制確定了，匯率所扮演的角色也將得到定位。因此，只有匯率變動大才算是「真正」或「適當」的浮

動或是通膨目標化的論點未必正確。如同在本文後面提到，通膨目標化國家的匯率波動情況差異極大，而且，沒有證據顯示新興市場國家之匯率變動比工業化國家小，此結果與所謂的新興市場國家之決策者是以匯率穩定優先於通膨目標的說法不同。

本文其餘部份分兩點檢視匯率在通膨目標機制中所扮演的角色。第一，我們在第二章討論匯率為何重要的四個原因。在分析通貨膨脹對匯率的敏感度（傳遞效果）時，我們考慮一般的總體經濟因素以及較少被討論的結構因素；在分析匯率對國外部門的影響時，我們檢視貿易開放程度與貿易型態；另外，我們檢查匯率波動對金融穩定的二種可能影響：實質匯率失衡(misalignment)與資產負債表之幣別不對稱(currency mismatch)；此

外，我們亦檢討幾個決策者所關心之匯率長期趨勢和短期波動背後的個體經濟因素；針對這四點，我們引證了 12 個最近採行通膨目標化的新興市場經濟體，並以 6 個採行通膨目標化的工業化國家以及歐元區、日本與美國為控制組。第二，在第三章，我們記錄了該 18 個通膨目標化國家過去 5 年來實際通貨膨脹數字與其宣佈之通膨目標，比較上述資料與同期間匯率變動的結果，我們發現通膨目標未能達成與匯率大幅變動的關連在新興經濟體中較為明顯。第三章其餘部份則討論政策因應，我們以最近的例子，主要在 2000—2002 年，檢視了多種使用貨幣政策、政府干預與資本管制的案例。第四章是結論。

二、為何匯率重要

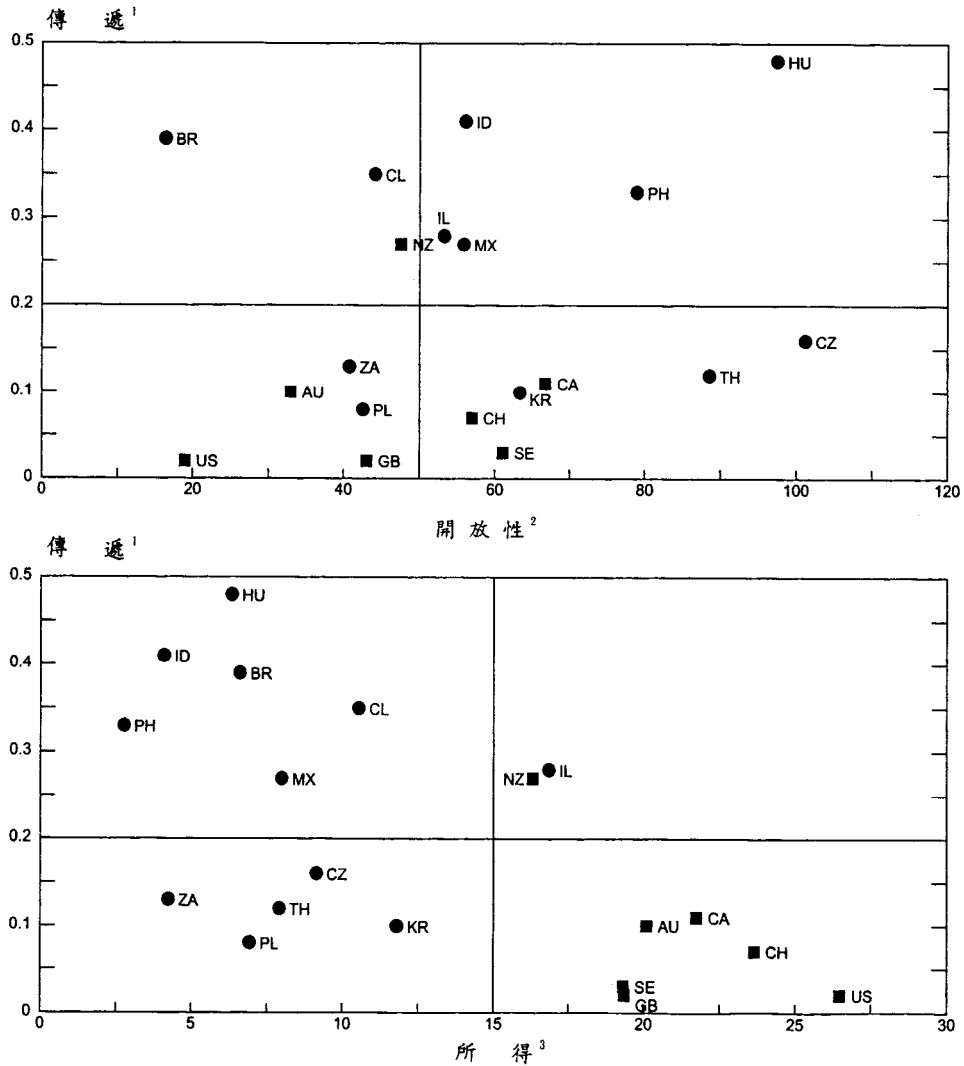
為什麼政策制定者在乎匯率的波動呢？首先，最直接的考量就是匯率會透過貿易及預期心理對物價產生衝擊，特別是在採取通膨目標機制之經濟體；然而，還有其他的考量因素，包括對外部門、金融穩定及外匯市場運作的衝擊。上述除了最後一項外，這些弱點問題在許多研究中均已被多次討論，尋求解釋為什麼有些經濟體不願意見到本國貨幣的價值做大幅度的調整。

本文除了討論匯率波動的弱點問題之外，我們亦將檢視一些潛在決定因素並儘可

能對這些因素加以通盤觀察。主要的結論就是，基本上對任一經濟體而言，匯率是重要的，對於新興市場經濟體而言，更是如此。因此，新興市場經濟體的匯率政策態度及行為可能必須不同於工業化經濟體，而且，新興市場經濟體可能以不同於工業化經濟體的方式走向通膨目標化。在某種程度上，有些脆弱性是過去不佳的政策所造成，希望透過政策改善可以獲得紓解；然而，有些結構性弱點須花較長時間來改善。

（一）匯率對淨貨膨脹的影響

圖 2：開放性所得及傳遞



1. 一年傳遞效果係根據 Choudhri and Hakura(2001)。
 2. 1995-2001 年資料係指商品出口加進口佔 GDP 之平均百分比。
 3. 以千美元衡量的平均每人 GDP; 依 1995 年購買力評價。
 資料來源: Choudhri and Hakura(2001); OECD; 各國資料; 國際清算銀行

匯率可以透過最終貿易財與進口中間財的價格，以及其對物價預期的衝擊來影響通貨膨脹。只要是關心物價，不論其程度為

何，匯率對任何政策機制而言都是重要的，但是當通貨膨脹被當作主要目標時，匯率很可能就特別具關連性。

表 1：開放性及傳遞

	開放性 ¹			傳遞			
				Choudhri, Hakura ² 1979–2000 ³	Hausmann et al ⁴ 1990–1999	Campa, Goldberg ⁵ 1980–2000	Mihaljek, Klau ⁶ 1980/90–2000/01
	1980–89	1990–99	1998–2001	One year	One year	One year	Three quarters
Brazil	16.1	14.0	18.4	0.39	...	...	0.84
Chile	39.5	44.1	44.4	0.35	...	...	0.07
Mexico	19.3	42.1	56.8	0.27	0.93	...	0.94
Indonesia	38.6	47.1	66.1	0.41	0.92	...	...
Korea	63.3	55.5	69.3	0.10	0.59	...	0.13
Philippines	37.1	61.7	89.1	0.33	1.16	...	0.17
Thailand	47.9	73.6	98.5	0.12	0.19	...	0.28
Czech Republic ⁷	...	88.8	109.5	0.16	1.17	0.61	0.06
Hungary ⁷	...	87.8	116.9	0.48	...	0.85	0.54
Poland ⁷	...	38.5	43.8	0.08	0.80	0.99	0.45
Israel	55.9	51.6	56.0	0.28	0.55	...	...
South Africa	45.7	36.4	42.6	0.13	0.47	...	0.14
Australia	27.0	30.1	34.1	0.10	0.48	0.69	...
Canada	45.9	56.3	69.9	0.11	0.19	0.68	...
New Zealand	45.6	45.6	50.0	0.27	...	...	...
Sweden	50.5	52.3	63.3	0.03	0.22	0.59	...
Switzerland	57.9	53.6	60.4	0.07	0.02	0.94	...
United Kingdom	42.1	41.6	41.7	0.02	0.06	0.47	...
United States	14.8	17.4	19.3	0.02	0.34	0.41	...
Japan	20.8	15.7	17.3	...	0.09	1.26	...
Euro area ⁸	23.3	21.9	28.0	0.13	0.07	0.79	...
<i>Emerging market countries</i>	...	40.0	52.8	0.26	0.75	0.82	0.35
<i>Non-G3 industrial countries</i>	44.0	45.4	50.4	0.12	0.19	0.67	...
<i>G3 countries</i>	18.6	18.6	21.6	0.07	0.17	0.82	...

1. 代表商品出口加進口占 GDP 之平均百分比。

2. 以本國 CPI 取 $\Delta \log$ 對有效匯率(本國貨幣對外國貨幣)取 $\Delta \log$ 作迴歸。

3. 排除超通貨膨脹的時期。

4. 誤差修正之估計值；對於非歐洲地區國家及英國：以本國 CPI 取 \log 對美元匯率取 \log 加上對國際商品價格指數取 \log 作迴歸；對於其他的國家：則對德國馬克匯率取 \log 加上德國 CPI 取 \log 作迴歸。

5. 普通最小平方估計；以進口物價取 $\Delta \log$ 對有效匯率(本國貨幣對外國貨幣)取 $\Delta \log$ 作迴歸。

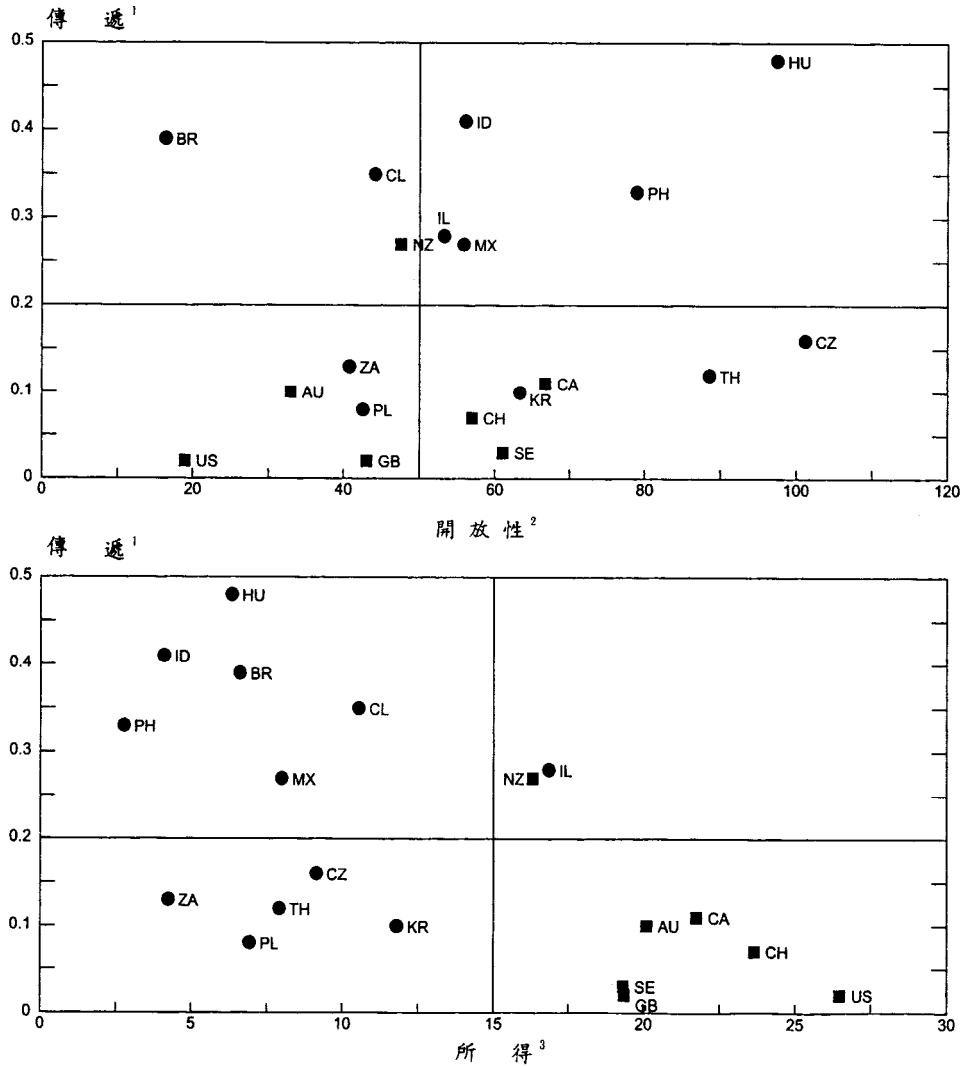
6. 分別以一年及二年 CPI 的變動來衡量連續的通貨膨脹對分別以美元或馬克的雙邊匯率來衡量連續貶值作迴歸

7. 有效資料僅自 1993 年起。

8. 傳遞效果估計是對德國情形所做。

資料來源：Campa and Goldberg (2002)；Choudhri and Hakura (2001)；Hausmann et al (2000)；Mihaljek and Klau (2001)；Datastream；各國資料。

圖 3：通貨膨脹歷史、美元化及傳遞



1. 一年傳遞效果係根據 Choudhri and Hakura(2001)。
 2. 1995-2001 年資料係指商品出口加進口佔 GDP 之平均百分比。
 3. 以千美元衡量的平均每人 GDP; 依 1995 年購買力評價。
 資料來源: Choudhri and Hakura(2001); OECD; 各國資料; 國際清算銀行

表 2：通貨膨脹及危機

	通貨膨脹 ¹			危機次數 ²
	1980-89	1990-99	1998-2001	1972-98
Brazil	229.1	319.2	5.5	3
Chile	21.2	11.5	4.0	4
Mexico	65.1	20.1	11.6	7
Indonesia	9.6	13.7	21.9	6
Korea	8.1	5.7	3.6	3
Philippines	14.4	9.6	6.7	5
Thailand	5.7	5.0	2.9	2
Czech Republic ³	...	14.0	5.3	...
Hungary	8.9	22.0	10.8	...
Poland	43.0	52.0	8.6	...
Israel	104.7	11.2	3.2	1
South Africa	14.6	9.8	5.8	9
Australia	8.4	2.5	2.8	3
Canada	6.5	2.2	2.0	2
New Zealand	11.8	2.1	1.6	5
Sweden	7.9	3.2	0.9	1
Switzerland	3.3	2.3	0.8	...
United Kingdom	7.4	3.7	2.4	3
United States	5.5	3.0	2.5	1
Japan	2.5	1.2	-0.3	1
Euro area	6.6	2.8	1.8	...
<i>Emerging market countries</i>	47.7	41.1	7.5	4.4
<i>Non-G3 industrial countries</i>	7.5	2.7	1.8	2.8
<i>G3 countries</i>	4.9	2.3	1.3	1.0

1. 消費者物價的平均變動(年變動的幾何平均); 群體平均: 各國平均變動的簡單算術平均。

2. 貨幣危機係依照 Eichengreen and Bordo(2002)所定義。

3. 有效資料僅自 1985 年起。

資料來源: Eichengreen and Bordo(2002); IMF; 各國資料

表 3：傳遞的潛在決定因素

	I	II	III	IV	V	VI	VII
常數項	0.129 (1.450)	0.351 (6.421)	0.169 (4.775)	0.016 (0.234)	0.191 (3.431)	0.222 (1.536)	0.035 (0.166)
開放性 ²	0.001 (0.803)					0.001 (0.655)	0.001 (0.853)
所得 ²		-0.012 (-3.262)				-0.010 (-2.034)	-0.006 (-1.105)
通貨膨脹 ²			0.001 (1.703)			0.001 (1.308)	
LN(通貨膨脹)				0.075 (2.812)			0.061 (1.685)
美元化 ²					0.000 (0.114)	0.001 (0.436)	0.001 (0.547)
R ²	0.037	0.385	0.146	0.318	0.001	0.458	0.494
修正的 R ²						0.303	0.350
樣本數	19	19	19	19	19	19	19

1. 迴歸分析係採普通最小平方方法，參考 Choudhri and Hakura (2001) 之傳遞係數做為因變數。樣本排除日本及歐元地區 (因傳遞效果資料無法取得)。括號內數字係代表 T 統計量值。

2. 相同的定義亦被使用於散佈圖(圖 1 及圖 2)。

資料來源：作者計算

關於所謂匯率傳遞效果亦即匯率變動對本國物價的影響，這一直有長期持續的研究。新興市場經濟體有較高的匯率傳遞，這在文獻中早已是公認的事實，而在本文研究的樣本國家中，亦存在同樣的現象。在表 1 中，有許多近期研究的估計數字。我們並不期望所有研究的估計數之大小都可相互比較，但在這些研究中，新興市場及工業化經濟體兩者平均數的差距相當明顯(註 4)。

單獨就這點而言，新興市場經濟體的決策者很可能相對上較關心匯率，其原因之一是因為匯率會衝擊本國物價。但再進一步地探討，為什麼新興市場經濟體有較高的匯率

傳遞？本小節的其他部分，我們將檢討一些潛在決定因素，並且主張(1)在低所得國家中，匯率及本國物價兩者間短期會有較強烈的關連—事實上亦是如此；(2)過去有高通貨膨脹的歷史，會使前項關連更為突出；(3)即使最近此一關連減弱，亦不會改變新興市場國家決策者比工業化國家更關心匯率的結論。

1. 匯率傳遞的決定因素

哪些因素決定本國物價受匯率波動的影響程度？直覺上，一般而言經濟體愈開放，就越容易受匯率的影響。在我們的國家樣本中，新興市場經濟體比工業化國家更為開放

(表 1)，特別是相較於 G3，最近這幾年，尤其是捷克、匈牙利、墨西哥及亞洲經濟體，逐漸愈來愈開放。但有一個例外就是巴西，比起 G3，其開放程度可以說是在低水準狀態。雖然許多非 G3 的工業國家事實上相當的開放(進出口總額超過 GDP 的 40%)，但沒有一個國家可與捷克、匈牙利、及泰國(超過 GDP 的 80%)相提並論(註 5)。

然而，從簡單迴歸中，開放程度與匯率傳遞的相關性並不顯著，至少在我們樣本中不成立(表 3，第一欄)。在我們樣本國家中，開放程度與傳遞兩者欠缺明顯的線性關係，此亦可從散佈圖看出(見圖 2，上圖)。

但這直覺上之結論可能終究太過於簡略。整體開放程度無法反映物價指數中貿易財之比重，例如：根據恩格爾法則，在低所得國家，即使是大而封閉的國家(如巴西)，在其消費籃中—即在物價指數中，仍然有高比重的貿易食品及製造業產品(註 6)。因此，先前的結論可改寫為：在所得水準較低地區，匯率在通貨膨脹過程中扮演一較大的角色。

恩格爾法則之原意為：當所得上升時，食物支出比重會下降；就廣義的恩格爾法則而言，服務類總體上是較優等的財貨，亦即在高所得經濟體中，服務類在消費中佔大多數，而製造品及農產品相對地佔消費籃比重的較小部份。服務類一般屬非貿易財，他們的價格主要反映本國勞動市場狀態；然而可

供貿易的製造品及農產品價格則較易受匯率影響而波動(註 7)。低所得經濟體因為在消費籃中大部分屬於貿易財，在如此的經濟體中，匯率對國內通貨膨脹的重要性亦傾於較大(註 8)。

平均每人所得與傳遞效果的散佈圖支持此一觀點(圖 2，下圖)。所有高所得工業化經濟體均群聚在右下角的象限，但另外一方面，新興市場經濟體則分佈在圖的左半部(註 9)。從簡單迴歸中顯示所得與傳遞兩者間呈現顯著的負向相關(表 3,第 2 欄)

然而有趣的是，只有以所有國家為樣本時才出現以上結果，單就工業化國家或新興市場而言則得不到相同的結果；這似乎表示所得水準必須跨越過工業國家與新興市場的分界(即所得不只是小幅的變動)時，國內物價對匯率的敏感度才會出現明顯的改變(註 10)。

儘管如此，新興市場經濟體之間在傳遞上亦有顯著的差異，此意謂著有其他因素的存在。特別是在許多研究中發現，拉丁美洲地區的匯率傳遞效果較亞洲地區(註 11)為強，即使拉丁美洲經濟體未必較亞洲地區為開放。可能解釋此現象的許多社會、經濟及政治因素之中，通貨膨脹歷史為一主要因素，Choudhri 及 Hakura(2001)對許多國家匯率傳遞與通貨膨脹歷史之關係，提供有力之實證結果(註 12)。

就此而言，匯率對新興市場經濟體較工

業國家更重要。工業化國家在過去二十多年享有僅個位數的通貨膨脹率，而一些新興市場經濟體仍在努力降低通貨膨脹(表 2)，在圖 3 的上圖中，我們可清楚看見工業化經濟體處於較有利的位置；但此時，所得的區分似乎沒有那麼明顯：有些新興市場經濟體(例如：泰國、韓國及捷克)也位於圖的左下部分，即低通膨/低傳遞群之中。

通貨膨脹史及匯率傳遞效果兩者間從簡單迴歸中得到一正面但統計上並不顯著的關係(表 3,第 3 欄)。若將通貨膨脹的歷史資料以自然對數來重新做迴歸，以減少具極高通貨膨脹歷史國家之過度影響，則產生一較佳的結果(表 3,第 4 欄)。倘若我們採取 Choudhri 和 Hakura(2001)的方法，即排除平均通貨膨脹率大於 30%的國家(例如：巴西、墨西哥、以色列及波蘭)(註 13)，則結果改善而且相關性明顯地增加。而抑有進著，分組樣本的分析顯示，新興市場經濟體存在正向關係(特別是排除具有高通貨膨脹歷史者)，然而在工業化經濟體並不存在此種正相關。這研究發現，對已處於低通貨膨脹環境有一段時間的經濟體而言，通貨膨脹的略微變動不太可能與匯率傳遞效果的顯著變動有關連；但至少對於有溫和通貨膨脹歷史的國家而言，藉由降低通貨膨脹並因此重建較低的通貨膨脹歷史，可以改善物價對匯率變動的敏感度(註 14)。

通貨危機史是另一個相關的重點。快速

及大幅貶值的通貨危機，可能擴大匯率對本國物價及工資的影響力，並促使在交易及金融契約中使用外幣，這些都會提高本國通貨膨脹的匯率敏感度。在後布列敦森林時期，整體而言十二個新興市場經濟體比工業化經濟體(見表 2)(註 15)更容易有通貨危機；然而因為通貨危機與通貨膨脹歷史有關，故通貨危機史本身不是較高傳遞下的獨立影響因素。

另有其他與匯率傳遞效果相關連者。例如：在「金融美元化」(financial dollarization)的研究領域中，Honohan 及 Shi(2002)發現在許多新興市場經濟體中，美元化與匯率傳遞效果間具有強烈的關係；這個關係於我們全部樣本中似乎並不完全成立(表 3,第 5 欄)(註 16)，尤其瑞士似乎是一特例(圖 3,下圖)；倘若忽略這個觀察值，則可以獲得一正向但統計上不十分顯著的關係，假若我們只考慮新興市場經濟體，則兩者關係會更進一步增強(註 17)。但是我們不確定是否美元化本身就是匯率傳遞的決定因素，或是事實上與匯率傳遞一起共同受其他因素的影響，例如：通貨膨脹歷史(註 18)。

有關匯率傳遞決定因素間之相對重要性，由多變數迴歸結果顯示，我們以上所討論四個總體因素中，所得水準及通貨膨脹歷史具有統計上的顯著性。(表 3,第 6 欄及第 7 欄)

雖然我們的觀察著重在總體經濟因素，

匯率傳遞效果的一些個體經濟解釋亦值得提及。例如：Michael Devereux 和 Charles Engel 在不同研究中主張，進口品以本國貨幣報價能減輕匯率貶值對進口國物價的衝擊；然而只有美國或其他工業化國家等大市場才有能力採取這種策略，並不適用於新興市場。例如：Mckinnon(2000, 2001)提及，在亞洲及許多其他新興市場國家，貿易時常以美元計價，此商業慣例使得這些經濟體更易暴露於美元價值變動的風險。

2. 匯率傳遞效果已消失了嗎？它仍然重要嗎？

1990 年代出現在工業化及新興市場經濟體的一些事件，使人聯想到匯率傳遞效果的式微。例如：1992 年一些國家（如瑞典及義大利），其貨幣脫離歐洲匯率機制後，令人驚訝地他們幾乎無通貨膨脹；1999 年初期里拉貶值後，巴西的通貨膨脹只溫和地增加；最近實證上的研究亦證明 1990 年代匯率傳遞效果普遍下降的跡象，例如：Gagnon 及 Ihrig (2001)報告指出工業化國家有上述現象，而 Mihaljek 及 Klau(2001)的研究亦發現新興經濟體有類似的結果。

對於這個現象有許多的解釋。央行會樂於見到以下的解釋—匯率傳遞效果下降是由於央行採行穩定物價的政策架構及建立政策可信度，將工資及物價預期導引至較溫和水準（註 19）。此外，結構性改革及新興市場經濟和全球經濟的整合導致競爭增加、市場

掌控力的降低（註 20），也是原因之一。

雖然如此，匯率傳遞效果是否確實穩定在一較低的水準依然是見人見智的問題。Goldfajn 及 Werlang(2000)主張，不能用危機時匯率對通貨膨脹的影響狀況來推論一般情況，他們強調匯率及通貨膨脹間關係的微妙之處，例如：當匯率的變動是在反映一個大家都認同為失衡狀態的修正時，其對通貨膨脹的影響就可能有限(例如：歐洲匯率機制 ERM 時期調整中心匯率)。在危機時，總體經濟低迷(例如：1999 年巴西)可能也限制了傳遞效果的空間。在他們的實證分析中發現以全體樣本的傳遞方程式係數，預測 1990 年代危機期間的通貨膨脹表現，通常會有高估現象。所以，上述兩個時常被引述在危機時的例子，不應被當作是傳遞效果已經永久式微的決定性例證（註 21）。

不管匯率的傳遞是否真的已經減緩，沒有人主張否定在新興市場經濟中，匯率與通貨膨脹兩者仍具有較強的關聯性。

再者，若通貨膨脹是底限(如在通膨目標化機制中)，大幅匯率波動仍可能在任何具有正向傳遞效果下，形成威脅；2000 年對新興市場貨幣是相對寧靜的一年，這樣的威脅也許較不明顯，然而在 2001 年，南非幣及巴西里拉的快速貶值，導致通貨膨脹上升而需要政策因應(見第三章)（註 22）；2001 年及 2002 年土耳其及阿根廷在他們的貨幣崩潰之後，物價大幅上漲（註 23）；即使是常處低

通貨膨脹的韓國也觀察到 2000 年底及 2001 年初韓元貶值及通貨膨脹間顯著的共同變動。

總而言之，若以物價穩定為貨幣政策的主要焦點或是唯一目標，我們可以預期新興市場經濟體之貨幣當局會相當關注匯率的演變及其對本國物價的影響，而且，他們解釋政策變動的公開說明會經常討論到匯率變動的風險。例如：最近幾年，匯率是巴西貨幣政策的重大挑戰，當然，此亦適用暴露於較大匯率波動的工業化經濟體，例如：加拿大、瑞典、瑞士。

(二) 國外部門

除了對通貨膨脹的影響外，一般而言匯率的趨勢及不確定性亦可能對國外部門造成潛在衝擊。例如：一個過度強勢的匯率，除了緩和通貨膨脹外，會影響經濟體的對外競爭力，其後可能衝擊國際收支、總合需求及成長；此趨勢若持續下去，在長期將影響投資意願及不同部門間資源的配置，此外，匯率的波動亦會有阻礙貿易的不確定性產生(註 24)。

這些匯率波動對於國外部門的影響，在較開放及較依賴貿易的經濟體，尤為重要。新興市場經濟體在此方面較易受影響，因為他們國外部門所扮演的角色相對較大且重要性仍在增加(表 1)。

就傳統的觀點而言，在愈開放的經濟體中，總體利潤與匯率的競爭力間之正向相關

性愈高，因而，假設其他狀況不變時，規避不具競爭力的匯率有助於較佳的獲利及投資誘因(註 25)；再者，就稅捐的課徵而言，從企業盈餘課徵大於從家庭所得課徵(例如：透過股利的雙重課稅)，防止匯率波動造成企業利潤的縮減對於政府當局有直接的利害關係。

另外，新興市場的政府當局會為其貿易財部門爭取外人直接投資，事實上對於許多新興經濟體而言，爭取這些投資主要並非針對資本流入的需求，而是想引進高級的技術及管理。從競爭的角度而言，貨幣長期升值將造成經濟體兩度的衝擊—一次是在過度升值時扭曲投資，另一次則是使貿易財生產的獲利縮減，因而阻礙投資，即使競爭力已復原。

雖然一經濟體之開放程度與其匯率暴險的程度有關，有地區性差異的雙邊貿易型態可幫助政策制定者決定以那些幣別的匯率作為參考點。分別有超過 80%出口到美國及超過 60%進口來自於美國的加拿大及墨西哥可能最關心美元匯率。非歐元區的歐洲國家進出口貿易幾乎完全以歐元區為主，對這些國家而言，歐元匯率的動向最重要。巴西、智利、以色列及南非的貿易對象主要為美國地區及歐元區，而亞洲的貿易對象則為美國地區及日本地區(有的也包括歐元地區)。這些觀察隱含著，主要貨幣的變動在這些新興市場經濟有著顯著而不同的衝擊，讓政策制定者

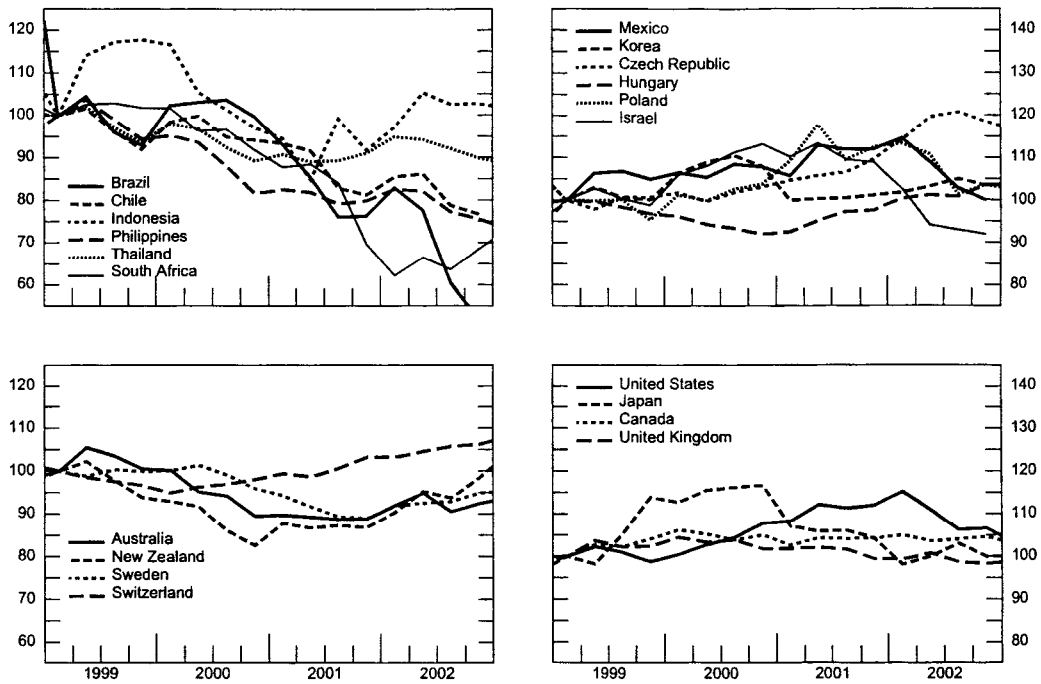
不得不加以因應。

再者，匯率的影響亦牽涉到第三國的出口競爭力。例如像韓國，與日本有相似的出口結構，日圓急速的貶值(如在 2000 年底及 2001 年)對其出口競爭力影響至鉅。

很多採行通膨目標化的新興市場國家對於對外部門之重視更甚於匯率對物價之變動影響，其政策思維，我們可以從他們的貨幣

政策說明中發現端倪。以高度依賴貿易的經濟體－泰國為例，在其央行貨幣政策說明中，政策制定者經常提及對出口部門的考量；而且，對匯率的關心主要係基於結構性因素(開放程度、貿易型態，或是更基本地要素秉賦、比較利益)，問題在於這些經濟體如何能改善這些脆弱性。

圖 4：名目有效匯率



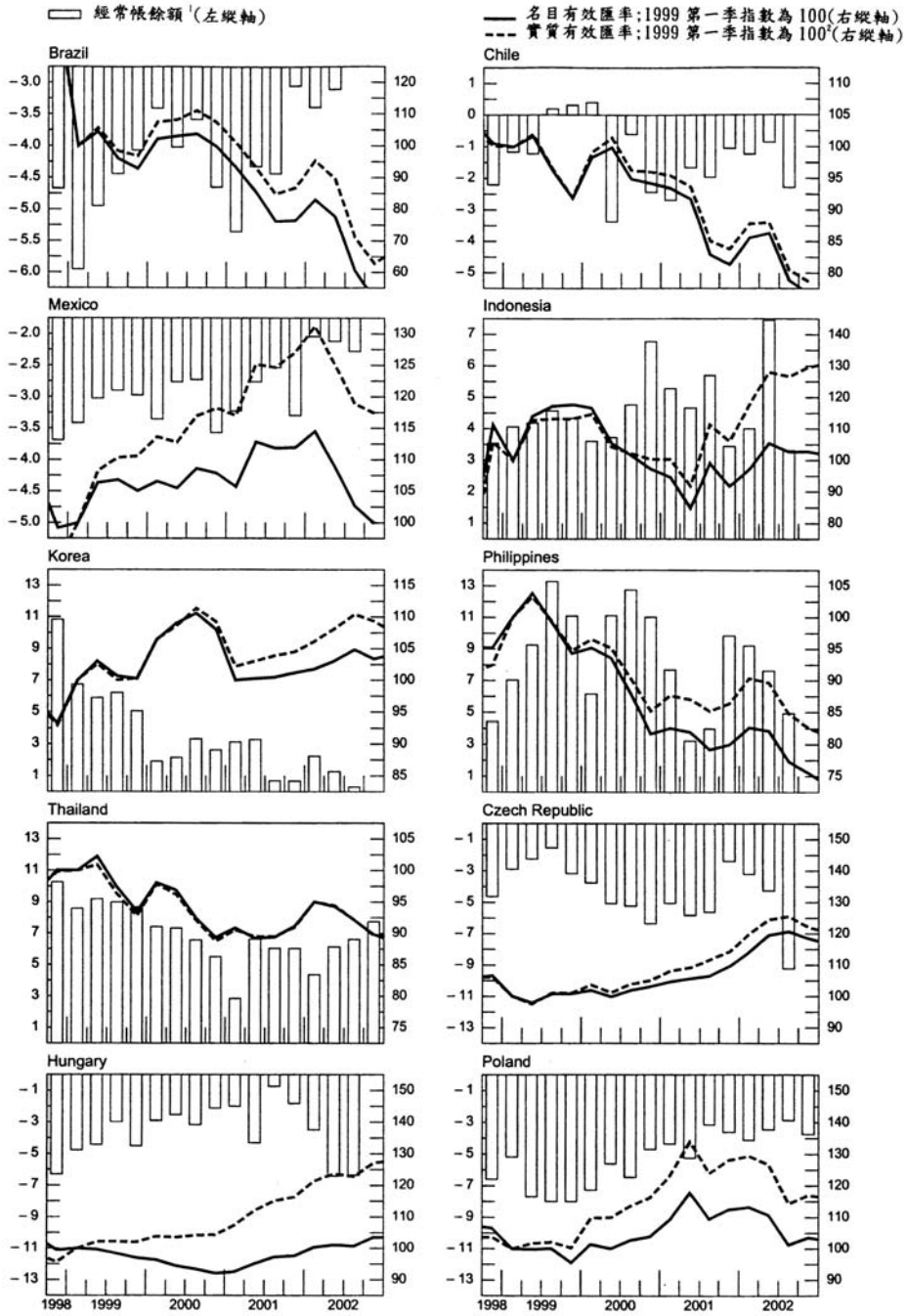
1. 1999 年第一季為指數 100，季平均資料；指數上升表示升值。
資料來源：國際貨幣基金；各國資料；國際清算銀行

(三) 金融穩定

政策制定者有理由擔心匯率波動會造成金融體系的不穩定。匯率及金融脆弱性的關係，在亞洲金融危機之後，獲得了許多的注意，在此之前的研究多集中於固定但可調整

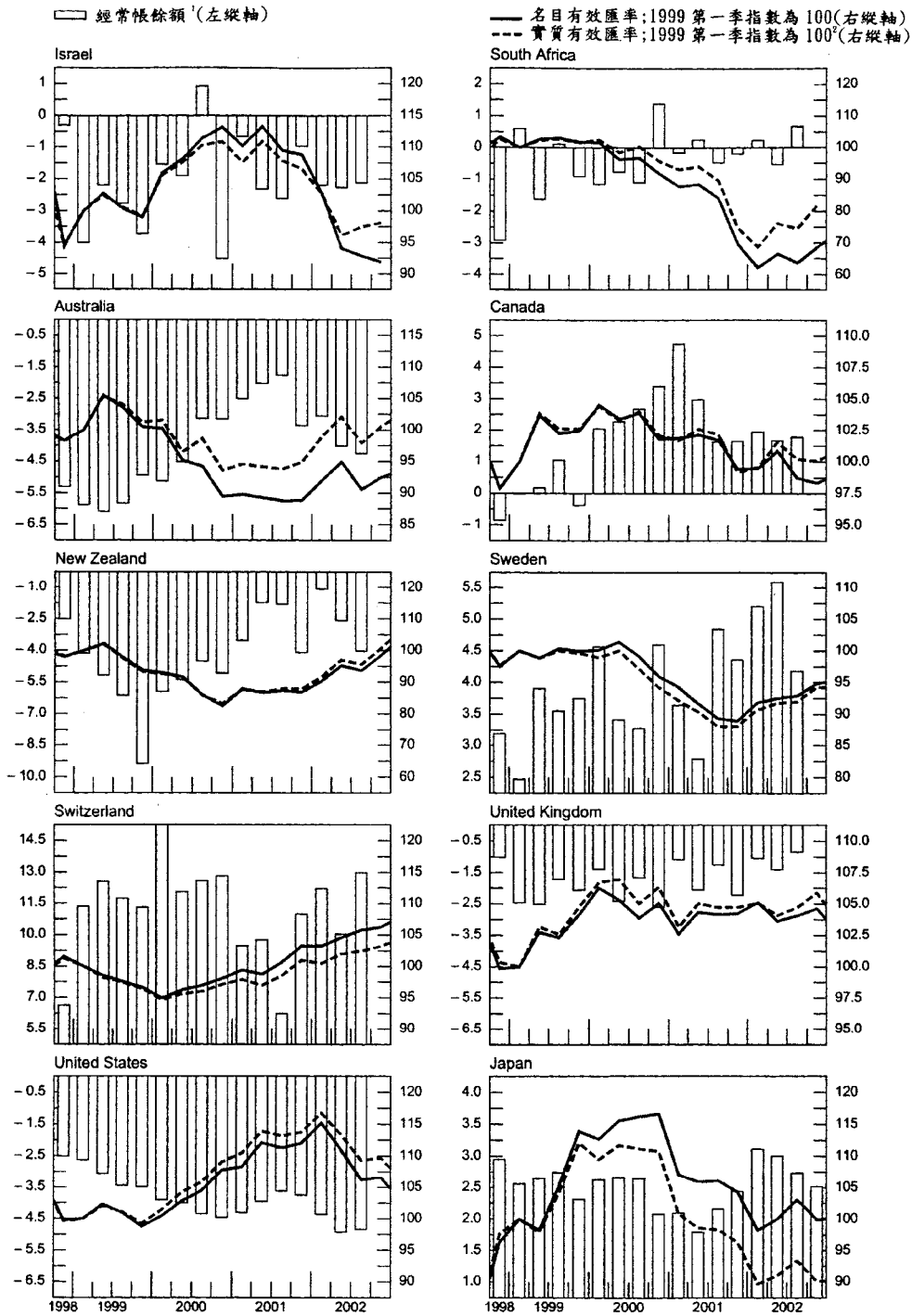
的釘住匯率制度之危險。然而一般而言，釘住以及彈性匯率制度事實上在面對強大資金流動時，均為脆弱；匯率及金融脆弱性間的關係是複雜且多元的。

圖 5a：經常帳餘額及有效匯率



1. 以 GDP 的百分比表示。
 2. 以 CPI 為基礎；上升意謂著升值
 資料來源：國際貨幣基金；各國資料；國際清算銀行

圖 5b：經常帳餘額及有效匯率



1. 占 GDP 的百分比。
 2. 以 CPI 為基礎；指數上升表示著升值
 資料來源：國際貨幣基金；各國資料：國際清算銀行

本節主要考慮兩點：第一，實質匯率失衡(misalignment)造成資本流向反轉而對金融體系的衝擊（註 26）；我們認為，基本的失衡即使在浮動匯率機制下亦可能存在。第二是金融體系有大量外幣負債時，大幅匯率波動對金融體系產生傷害；此資產負債幣別不對稱的問題，時常在金融美元化及所謂「原罪」中被討論。

1. 實質匯率失衡與資本流向反轉的傷害

不具支撐性的貨幣升值，終究會導致金融不穩定，它的典型過程為：資本大舉流入造成實質匯率的升值，連帶使國內信用急速擴張及資產價格的上揚，因而導致投資熱潮與資產價格泡沫；國內金融體系過度擴張後會使得經濟體容易受到資本流入減緩或甚至反轉的傷害。實質匯率升值的過程中，亦會對出口競爭力及對外部門投資造成負面影響（見第二章第二節），對於經常帳而言，會使經濟體受到如 Calvo(1998)所稱之「突然停止」問題的傷害。

資產價格其後的崩潰會侵蝕銀行及非銀行的資產負債表；再者，資金外流而使匯率貶值會傷害擁有淨外幣負債的廠商及個人之清償能力，違約行為可能就接踵而至，銀行體系可能由於擠兌而不再像以前一樣融通資金給借款者，這些金融後果透過信用管道亦可能產生實質面影響，如資產價格及信用品質的下降，將使廠商在借款及投資上遭致困難（註 27）。當經常帳透過進口減少而進行

調整的同時，國內消費也因財富縮水及失業人口增加而縮減。Calvo 及 Reinhart(1999, 2000)表示近來資本反轉流出的情形，在新興市場較為嚴重，造成的損失也較大（註 28）。

先前在拉丁美洲的經驗(例如：1980 年代的智利)及之後在東亞發生的亞洲金融風暴提供了實質匯率失衡如何影響金融穩定的典型例子。一般認為匯率之所以會造成金融脆弱性主要是由於採取釘住匯率制，同時國內物價又未適當調整所致，所以結論之一就是放棄釘住匯率並讓匯率能自由浮動，因這可限制資本流入。

然而，實質匯率失衡不是釘住匯率所獨有的現象。當名目匯率升值已成趨勢，且不全然被國內物價向下調整所抵銷時，匯率失衡亦可能發生於彈性匯率機制之下。事實上，若成功釘住一非負數的通貨膨脹率，則任何名目匯率的升值，即是實質的升值（註 29）。

在一些預期加入歐元地區之新興歐洲國家，可以發現在彈性匯率體制下而實質升值的例子；例如：雖然捷克幣的匯率是彈性的，在捷克仍然可看到大額資本流入、快速升值及相當大的經常帳逆差(圖 5)；這情形相似於匯率已經浮動多年的波蘭；匈牙利於 2001 年初允許其貨幣在更廣的區間浮動之後，實質匯率事實上加速升值，在此同時經常帳逆差擴大。在其他地方如墨西哥亦可觀

察到顯著的實質匯率升值，伴隨著持續但較為溫和的經常帳逆差。令人擔心的長期經常帳逆差及貨幣過度高估兩者並存的情況在工業化國家中亦可發現(例如：美國)。

實質匯率升值及經常帳逆差本身並不必然隱含金融穩定問題的發生；然而這裡的主要問題有三：首先，廢除傳統的禍首—釘住匯率，未必能解決問題，它可能只是讓升值—逆差並存的現象以不同方式顯現；第二，在某程度上這種現象在過去數年已是金融危機測試的良好領先指標，值得我們關心(註 30)；第三，當一國金融基礎設施薄弱或是國家信用評等較低時，受傷可能加重，因此許多新興市場經濟體比工業化國家較為危險(註 31)。

2. 幣別不對稱(currency mismatch)

匯率大幅調整時，幣別不對稱之銀行或非銀行會對金融穩定造成衝擊。簡單來看，當一機構之資產負債表中外幣資產和外幣負債餘額不相等時，就存在幣別不對稱之問題。而當淨外幣負債結合本國貨幣貶值同時發生時，如在亞洲、土耳其及阿根廷危機中所見，則問題就值得關心(註 32)；更實際而言，幣別不對稱就是在某一時程內，外幣現金流量不足以支付實際或潛在的外幣承諾，因此，幣別與到期日以及流動性同為受到關注之議題。

至於幣別不對稱為何會發生？一種看法是「道德風險」：政府暗示之保證(如穩定

匯率、政府介入救援)的存在讓借貸者認為會有政府救援；結果，貸款人會貸出過多，借款者亦發現以未避險之方式借入可以獲利。第二種看法即所謂的「原罪」(original sin)：借款者無法以本國貨幣借入，尤其是長期資金，因為沒有國內外的貸款者願意以該幣別借出。易言之，本國貨幣之貸款市場欠缺或落後，因此借款者無法進行避險或避險成本相當高。

不論根本原因為何，幣別不對稱會使機構的獲利或償付能力暴露於匯率的變動中；然而，在金融穩定方面，幣別不對稱有更複雜的涵意。

若銀行部門本身幣別不對稱，則涵意簡單明確，如 2001 年土耳其幣與銀行危機即是一例。然而，即使銀行本身並未存在幣別不對稱的問題，但其外幣借款人有幣別不對稱的現象，則該銀行仍可能涉入此風險。此即亞洲金融危機時，銀行借美元給無美元現金流量的廠商，幣別風險係以信用風險的形式顯現。1999 年巴西政府在貶值前提供各種貨幣保護措施，減輕貶值對企業的衝擊，然而，因此增加的公共債務，加上之後巴西里拉劇貶使得政府財政是否能支撐受到質疑；2002 年阿根廷危機提供另一個政府、企業及家計部門(非銀行本身)幣別不對稱，而對金融穩定產生威脅之例子。

因此，單從外幣債權總數無法窺知全貌，這些債權在不同部門的分佈情形及其相

互關係亦很重要。因此，幣別不對稱問題與金融基本架構議題有關，如審慎的金融監理制度、資本適足性與風險管理實務等。

最近一些研究將焦點放在：幣別不對稱為許多新興市場經濟體明顯不願忍受高匯率變動之背後原因；例如：Hausmann 等人（2000 及 2001 年）用 BIS 國際金融統計來說明新興市場經濟體一般缺乏在國際間借入本國貨幣之能力，欠缺借入本國貨幣的能力（原罪）與新興市場經濟體（尤其是較進步的經濟體）不願對匯率採取完全放任的方式（float with life jacket）有正向關係。我們不摒棄幣別不對稱議題之重要性，但在此階段我們主張，此分析仍面對挑戰，不只是因為要適當地衡量幣別不對稱是相當困難的。

幣別不對稱是一錯綜複雜且值得討論的議題，絕非本文篇幅即可充分釐清。但不管幣別不對稱的問題是否來自於過度依賴國外資金、市場機制不彰、審慎風險管理實務落後或通貨膨脹歷史，新興市場經濟體之幣別不對稱風險可能較工業化經濟體為高。意識到幣別不對稱的問題並努力降低其發生率，長期間將有助於減輕負擔，但屆時仍應對匯率變動對金融穩定產生可能之影響抱持適當關注。

（四）波動性與外匯市場流動性

如以上所討論，匯率之劇烈變動或持續性趨勢會影響總體經濟及金融穩定，然而就每天監控及管理而言，政策制定者常強調關

心短期匯率變動。政策制定者之所以關心短期匯率變動的主要原因或是基於總體和個體之綜合考量，或是僅單純地關心個體經濟問題。

主管當局限制每日匯率波動幅度，係擔心外匯市場易受不合理的市場波動而產生總體經濟成本，並相信限制每日波動是對抗此威脅最有效的方式；例如：1995 年以前加拿大即因此限制每日波動，藉由限制美元兌加元的投機報酬，以試圖減少匯率對通貨膨脹及出口競爭力的傷害（見第二章第一節與第二章第二節）。

也有單純就個體經濟考量。在小規模之外匯市場，過度的匯率變動會導致市場失序及缺乏流動性，會產生較大的買賣價差及「跳空」現象(gapping)（連續交易價格跳出前一個買賣價差，即瞬間價格大幅跳動）。然而，事實上失序的精確定義有其國家特殊性，端視政策制定者之主觀及偏好而定；而且，規模小且較不具流動性之外匯市場常面臨缺乏雙向交易之風險（亦即市場參與者對市場走向多持某一種看法，極少人持另一看法），在此情況下，單方走向之預期會擴大匯率波動。

長時間而言，經常發生失序將不利金融體系的發展。從政策制定者的觀點來看，不具流動性或失序的市場會影響以市場為導向的運作效率。就貨幣與審慎監理政策的目的言，此種失序的市場運作亦會影響從匯率及

相關資產價格（如市場預期、風險評估及定價）所取得之資訊的有效性。從民間部門的角度言，缺乏流動性可能使訂價、交易和風險管理複雜化（若非扭曲），最終皆可能影響市場流動性。

兩項證據顯示新興經濟體之外匯市場明顯較工業國缺乏流動性。第一、雖 1990 年代新興經濟體外匯市場交易量快速成長，但大部分規模仍相對為小。南非是上次調查中的例外，其 2001 年 4 月外匯交易量相對產出之比率已足可與成熟市場相匹敵。第二、新興市場貨幣之買賣價差較不具一致性（不論在幣別或期間上），且一般而言較工業國家幅度為大，此顯示新興經濟體易受市場突然缺乏流動性的影響。相較之下，工業國貨幣（除紐西蘭幣、瑞典幣及部分時間的日圓外）買賣價差平均低於 0.1%，甚至在市場劇烈波動期間亦同。

第三章將詳述經濟體能夠忍受甚至樂見匯率調整（特別當其與恢復內外部平衡一致時），但匯率調整有「有秩序」及「無秩序」之別。如果匯率易出現「無秩序」的調整是和市場規模有關，則即使採用改善市場運作的技術措施，大多數新興市場貨幣的交易量亦永遠不及主要國際貨幣，因此有必要進行市場狀況之監控，甚至採取政策行動。許多實例顯示政府匯率政策之主要目的在使外匯及相關市場順利運作，並非影響通貨膨脹或外部競爭力本身。

（二）小結

某些經濟體明顯不願對匯率採行完全放任，其原因既非不合理的恐懼，亦非其本身無條件的厭惡浮動，任一開放型經濟體都有許多理由去關心匯率變動之程度或形式。就此部分，我們已談過匯率對通貨膨脹、對外部部門、金融穩定及市場運作的影響。

經觀察後發現主要由於新興市場經濟體較工業化經濟體易受傷害，而且，我們檢視了結構性及歷史性因素，例如：所得水準、開放程度、貿易型態、通貨膨脹及危機歷史、政策措施與市場結構發展狀況，發現匯率變動對新興市場經濟體有相對較大的影響。

此觀察的結論是新興市場經濟體的政策制定者對匯率之關心高於工業國，因此，匯率考量對新興市場經濟體較為重要，無論其採取什麼政策機制；在通膨目標化機制下，考量匯率最明顯的理由是通貨膨脹，然而，重要的是，政策制定者之所以常常關心匯率並不只基於匯率對通膨的立即影響。

目前新興市場經濟體之相對不利地位是無法改變的事實嗎？我們檢視一些根本因素發現並不盡然。就某種程度而言，新興經濟體的脆弱性是與通貨膨脹歷史或市場基礎建設落後等因素有關，希望能夠隨著時間之經過，改善通貨膨脹、建立政策可信度以及市場發展成熟而獲得改善。然而，我們應記得，脆弱性可能係導因於若干不易改善的結

構性因素，例如：經濟開放性、貿易型態或非主要經濟強國的現實，均係持續存在的問題，於是，針對不利的匯率走勢採取防禦政

策是必要的。事實上，這點不只適用於新興市場經濟體，此亦適用於某些相對開放之工業國（如瑞典及瑞士），下節將進一步說明。

三、經驗及政策反應

由第二章之觀察發現，無論何種政策機制下，匯率在新興市場經濟體中都引發較多關注；但特別就通膨目標機制而言，我們會問匯率變動在通膨目標化國家的政策制訂中扮演何種角色？到底政策制定者如何在此特定政策架構下處理匯率？檢視本文樣本國家最近的經驗及政策選擇，將有助於了解這些問題。

首先針對 18 個通膨目標化經濟體於 1998 至 2002 年之經驗作分析，簡單的統計結果證實匯率對追求通膨目標化國家而言是一大挑戰，尤其新興市場經濟體更甚於工業化國家。其次，我們針對特殊情況來了解匯率和通貨膨脹目標的交互影響及採取之政策行動；研究顯示在引言中所提及之嚴格的通膨目標化之看法並不盛行，實務上，決策者所關心的並不侷限於匯率變動對通貨膨脹本身的影響。至於因應措施，實際上作法較傳統上討論通膨目標化的作法更為多樣，除了貨幣政策外，政府亦實施外匯干預及資本移動管理。我們將討論此三種政策選擇，以我們樣本國家在 2000 至 2002 年的經驗為例加以分析。

(一) 經驗

在此觀察期間，一些背景發展影響了新興市場及部份工業國的貨幣。這是一段全面強勢美元（直至 2002 年初）及數次弱勢日圓（特別是 2000 年末及 2002 年初）的時代，引發對亞洲經濟體的特別關切；2001 年發生了土耳其及阿根廷經濟危機，2002 年上半年，阿根廷經濟崩潰，拉丁美洲之經濟政治緊張情勢升高；相對地，新興東歐國預期加入歐盟而其經濟情況頗為樂觀；此外，在觀察期間，全球股票市場不穩定及主要國家都出現景氣循環的轉折。

採行通膨目標化之新興市場到目前為止的經驗顯示，雖然這些經濟體實際上已設定較寬的目標區，其欲達成目標仍較為困難。若考量 1998 到 2002 年期間，本文的 12 個新興市場通膨目標國合計共經歷了 43 個目標年（註 33），在這些目標年中，通貨膨脹有一半時間(22 個)並未達到目標區內；只有墨西哥及泰國有 4 到 5 年達成目標區，相對地，6 個採通膨目標化的工業國中，全部 28 個目標年中僅 9 個目標年末達目標區（註 34）。

不可否認地，本文的計算方式有些制式，因有些國家之央行如澳洲係以整個週期達成目標而非逐年計算，且有些通貨膨脹結

果與目標差距相當小；事實上，有些未達目標的狀況並非全是不受歡迎的（例如：南韓在 1998 及 1999 年未達目標）。新興市場經濟體通膨誤差絕對值的平均數約二個百分點，工業化經濟體僅約一個百分點，然而新興市場國家一般已經給自己較寬的目標區間（新興市場國家平均為 2.7 個百分點，而工業化國家則平均為 1.6 個百分點）。

同時，採通膨目標機制之新興市場經濟體亦經歷較大的匯率變動。我們將有效匯率之年變動率分三類：升值超過 10%、貶值超過 10% 與升貶值不超過 10%，考量匯率傳遞至國內物價的時間落差，以三個不同時間架構來計算年變動率：目標當年(曆年)、前一年第三季對目標年第三季、前一年第二季對目標年第二季。新興市場經濟體經歷較大的有效匯率年波動（Q2 對 Q2）者，約占 1998 到 2002 年間波動大的目標年全部通貨膨脹目標年之 1/3 左右，較工業國頻繁；在新興經濟體與工業國，匯率貶值超過 10% 的情況均較升值超過 10% 者為多；若考量當年的匯率變動或只有一季的落差可得到相似的觀察結果。

當並列有效匯率與通膨目標失誤的紀錄時，我們可以明顯看出採通膨目標機制的新興市場國家確實面臨極大的匯率風險。新興市場經濟體 22 個未達目標的案例中，有 10 個（45%）係匯率朝惡化方向變動超過 10%，例如：6 個情況係通膨率高過目標值

且匯率貶值超過 10%，4 個情況係通膨率低於目標值且匯率升值超過 10%；相對地，工業國的 9 個未達目標案例中僅有 2 個（22%）同時出現未達成通膨目標及匯率大幅變動，且都是通膨率高過目標值且匯率貶值超過 10%。

此結果係以第二季對第二季之匯率變動來計算；若以目標曆年或落後一季之時間來計算，則二組之差距更大。卡方檢定顯示，通膨目標表現是獨立於匯率變動之方向與大小的虛無假設（null hypothesis），在新興市場樣本中可被拒絕，但在工業國之樣本中則否。

此簡單的測試可能無法抓住在追求通膨目標化中，匯率所扮演的角色之些微差異，然而這些數字仍可以呈現出匯率對新興市場通膨目標者而言是一大挑戰。

（二）貨幣政策

通膨目標機制的主要政策工具為貨幣政策，尤其是設定政策利率。在什麼樣的情況下利率政策應針對匯率變動而有所反應？在通膨目標機制之下，決定是否需要採取貨幣政策措施的邏輯應該問是否匯率變動會使現在或未來的通貨膨脹偏離目標。本節我們以二種主要政策情境來檢視貨幣政策：

- （1）當通貨膨脹目標受威脅時，以及
- （2）當通貨膨脹非立即關切之焦點時；

我們以 2000 到 2002 年之一些例子來說明每種情況。我們將第二種政策情況列入觀察係確認嚴格

的通貨膨脹目標制（即關切通貨膨脹且僅關切通貨膨脹）在實務上並不常見。雖非全部，但至少一些通膨目標化國家的決策者會將他們的各個目標排序，並儘可能在通膨之外亦達成與匯率相關之考量，然而有時政策兩難的情況會因而產生。

1. 當通貨膨脹目標遭受威脅時

若匯率變動威脅通膨目標，以貨幣政策加以因應是合理的。如上所述，最近匯率顯著變動的情形已證明對以通貨膨脹為目標的新興經濟體帶來挑戰，例如：2001年3月起巴西幣快速貶值促使巴西的通貨膨脹率上升到超過當年目標的6%容忍上限，面對如此情況，中央銀行改變先前寬鬆的貨幣政策，積極地連續五個月提高利率並保持緊縮的政策直至2002年初；其他以緊縮貨幣來對抗因通貨大幅貶值而造成通膨威脅的例子還有2000年之印度、2002年初之南非及以色列。

相似的政策情況亦發生在以通貨膨脹為目標的工業國家，例如：鑑於一、二年間通貨膨脹超過2%目標的風險增加，瑞典央行在2001年7月因匯率貶值等因素而提高政策利率。

不只貨幣弱勢是一問題，貨幣強勢亦會招致關注，並引發政策反應。例如：波蘭在2001年因匯率升值伴隨通貨膨脹降至目標下限，促使波蘭央行於該年大部分時間採取寬鬆政策，2002年捷克亦發生類似情況。

一般認為政策反應的本質與所設定的通

貨膨脹目標間有高度相關。例如：墨西哥積極地設定反通貨膨脹目標，1999至2003年間目標分別為13%、10%、6.5%、4.5%與3%，即使披索走強與通貨膨脹下滑，墨西哥央行於2001年仍維持緊縮的政策，持續從2000年起（2001年7月除外）六次擴大緊縮政策立場，直至2002年4月才開始改採寬鬆政策。

2. 當通貨膨脹非立即關心之焦點時

若目前和預期的通貨膨脹均落在通膨目標區內時，原則上，政策制定者可以使用貨幣政策來因應其他問題，包括與匯率變動所引起的相關問題。例如：在保持政策利率不變一年之後，捷克國家銀行於2001年初恢復寬鬆政策，以對抗仍然強勢的匯率、低經濟成長及大幅的貿易赤字，即使通貨膨脹已回升到宣示的目標區間內，仍採行寬鬆政策。即使通貨膨脹率無立即掉至目標區外之風險，匈牙利央行於2002年11、12月降低利率以減緩緊縮的貨幣情勢及匯率升值壓力，利率之調降亦用來維持正負15%的匯率波動區間，此匯率波動區間與預期的通膨目標相一致，且符合加入EMU的條件。

再者，通膨目標之設定會影響政策反應的本質和範圍。例如：泰國設定相對較寬的通膨目標範圍（0-3.5%），留給政策制定者相當大的空間來關注非通貨膨脹之目標，2001年6月通貨膨脹率落在目標區的下半部，政策利率仍被調升，官方解釋此為技術

性調整以導正國內短期利率結構失衡，泰銖在 2001 年中跌至 45 泰銖兌 1 美元（1998 年來最低點）後，2001 年下半年再度走強，為因應疲弱的出口需求及成長，泰國央行於年終開始降低利率，當時通貨膨脹持續下降，但仍在目標範圍內。

以下討論在極端情形下，如何設定優先順序。例如：巴西央行基於國內及區域緊張情勢升高，開始於 2002 年初（2 及 3 月）調低利率以因應經濟成長及外債問題，即使該年通貨膨脹已超過目標；儘管巴西里拉再度跌至空前的低點，該國央行於 7 月仍再度調降利率，此可解釋為在緊急情況下其他目標為優先的例子。此亦可能是希望從高點小幅調降利率能促進經濟成長以及改善償債能力，然後有助里拉回升（註 35）。

在工業國家中，我們也可看見以貨幣政策因應匯率而非通貨膨脹的例子。例如：瑞士於 2001 年末（9 及 12 月）及 2002 年初（5 月）數度調低三個月期瑞士法郎 Libor 之目標區，明顯係針對瑞士法郎兌歐元快速升值所做出的反應，當時經濟成長緩慢且無通貨膨脹壓力；目前瑞士當局似乎偏愛採用調整政策利率及公開喊話，過去直接干預外匯市場的作法，目前已不再使用。

根據這些國家的經驗，可提出另一重點—央行之對外溝通。在這些例子中，政策制定者常透過政策說明、政策會議之會議紀錄、通膨報告等對大眾說明匯率相關問題的

考量(除了考慮通膨之外)。

3. 潛在的兩難與區隔式的政策工具

政策制定者可能在使用貨幣政策時面臨較不明確的選擇。一個兩難的狀況是通貨膨脹和匯率發展有時需要相反的貨幣政策操作，在此情況下，使用貨幣政策以對抗負面的匯率變動有可能危害通膨目標；然而，不可否認地，要舉出最近幾年研究樣本中通膨目標化國家處於這種單純的情狀是相當困難的。這似乎表示這種兩難情況尚未曾發生過，或者是有些國家雖然我們認為它可能採取措施控制匯率波動，但他們的作法並未危及通膨目標。

若不考慮是否有兩難的情形，一個更基本之議題是改變政策利率對匯率的影響並不明確；一方面，從傳統的經濟理論來看，貨幣緊縮應可使國內外利差加大而更支持本國貨幣，但另一方面緊縮的貨幣政策也可能對未來經濟成長前景（及一些經濟體的負債）有負面影響，在此情況下，投資股市的資本流入減少，本國通貨也因此受害。

顯然政策制定者並不能單獨依賴改變利率來對抗匯率波動的衝擊。對於一些兩難與不確定性有時可用局部性的政策工具來解決，例如：若以長天期利率作為主要政策利率（如捷克、波蘭與泰國），則可有相當的自由允許隔夜拆款利率變動以對抗短期投機的匯率壓力，就此而言，極短期的利率就成為局部性的政策工具。調整銀行本國貨幣及

外幣存款之準備率（如菲律賓、臺灣與中國）也可做為局部性的政策工具。當然，政策制定者亦可考慮採行其他方式，如官方匯市干預（見第三章第三節）及資本管制（見第三章第四節）。觀念上，此時政策制定者的選擇即如同處理「工具派遣問題」，以不同效力之政策工具搭配不同優先順序的政策目標。

（三）官方匯市干預

官方匯市干預提供了另外的政策選擇彈性，口頭與沖銷式干預可用來強化、預示貨幣政策，或當貨幣政策不應有立即的改變時，干預可用來避免此種改變，亦是解決一些政策兩難的方式之一。與貨幣政策相較，干預是更直接處理匯率相關議題與對症下藥的工具，事實上，誓言絕不干預在某些情況下會使決策者自縛手腳。

近年來，口頭與沖銷式干預積極地被採行通膨目標機制的新興經濟體及部份工業國家所使用，以補充其通膨策略之不足或因應外匯市場的問題。

1. 口頭干預

口頭干預常被決策者用來表達對匯率狀況的評估並宣示政策意圖，例如：捷克央行近來在匯率持續的強勢下公開表示已考慮進行干預；巴西與智利央行在 2001 年不尋常地事先宣告干預操作也被認為是口頭干預的一種，但有一重要的差別，此宣告不僅是威脅，而事實上之後的確有進行干預。南韓當

局數度與日本洽商，對美元/韓元與日圓/韓元匯率提出評論，並隱含干預的可能性，有時候如 2001 年 4 月，更明白表示考慮干預。

口頭干預亦發生在工業化國家，無論通膨目標化與否；例如在日本、瑞典、瑞士，官員們近年來皆公開評論其貨幣的負面發展；美國官員近年來數度重申強勢美元政策也被視為一種口頭干預，或公式化拒絕進行任何實際的干預。

有趣的是，一國政府當局公開誓言不採干預政策（可能意欲展現純粹的浮動機制）事實上可能被認為是口頭干預，否定央行會在市場混亂時刻介入的可能性，反而可能會鼓勵單一方向的市場投注。

2. 沖銷式干預

沖銷式外匯干預為另一項處理匯率相關問題的工具。沖銷係指經由適當的國內貨幣操作，使國內流動性與政策利率目標不致因央行買賣外幣而有所改變。

通膨目標化國家在採取外匯干預時有一些重要的差異，有些觀察家從紐西蘭與英國的例子中推論通膨目標化國家似乎盡力避免積極的干預。然而，檢視本文 18 個案例卻指向認為他們並沒有避免。

即使在採通膨目標機制的工業國家，避免干預與通膨目標機制之間的關聯也比想像中弱。誠然，第一個明示採行通膨目標的紐西蘭在採行後，避免在外匯市場買賣該國貨幣，然而其並未明白向市場參與者宣示不干

預（註 36），而且紐國的不干預政策事實上可溯至 1985 年採行通膨目標之前。此外，其仍繼續借入外國貨幣充當外匯存底且其官方亦從未公開棄絕干預。而加拿大亦在 1991 年採行通膨目標之前幾年，更改外匯干預之特質與頻率，惟此後，其有時仍會進行干預。也許，堅守不干預政策與通膨目標最典型者為英國，其在 1992 年採行通膨目標時亦清楚表示與歐洲貨幣機制（ERM）干預外匯市場的作法斷絕。

惟即使如此，在本文 18 個樣本國家的大多數仍然能觀察到干預匯市的行為。2001 年中瑞典中央銀行決定干預，截至 2002 年底時只有 6 個國家（匈牙利、紐西蘭、波蘭、南非、瑞士與英國）沒有進行干預；而且，工業化國家中干預者與未干預者之數目相同，四分之三的新興市場通膨目標化國家選擇以不同的方式與頻率進行干預，此與我們主張新興國家較需關心匯率是一致的。

干預可視為貨幣政策之另一途徑，例如：在物價穩定之下，捷克在 2000 年時即以公開的匯市干預取代利率的調整以因應貨幣升值；類似情形也發生在 2001 年智利因應披索的快速下跌；此兩例中均重申當時貨幣政策立場的適當性並強調關注匯率發展的重要。澳洲央行的看法則是，進行干預以阻止澳元偏離合理價格是應該的，若匯率波動威脅到通貨膨脹目標時，則使用貨幣政策。在匯率貶值對國內通貨膨脹的傳遞效果不大之

下，以干預來因應匯率、以隔夜拆款利率來因應通貨膨脹是自然而明確的作法。

干預亦可用來補足或加強貨幣政策，例如：巴西央行在 2001 年（2002 年又一次）連續注入美元來抒解里拉貶值的壓力，而未訴諸於貨幣緊縮，因為趨緩的經濟成長與上升的債務利息使得利率上揚成為不受歡迎的選擇。

干預亦可作為未來政策行動的信號。泰國官方在 2001 年購買美元的時機似在預告後續的降息；為因應 krona 的弱勢，瑞典央行在一連串口頭與實際的干預後在 2001 年 7 月升息（參見第三章第一節），在其匯率持續走貶之下，我們可將干預視為未來貨幣政策的信號。惟這也可以當作以貨幣政策補足或加強干預的例子。

我們應注意最近對沖銷式干預的研究多著重在採浮動匯率制的工業化國家，在這些國家，干預是罕見的特例，官方對干預也保持緘默。是故，一般認為干預頻率不能太高，或極端地認為不該進行任何干預，因此，一些新興市場經濟體相較之下較常進行干預，並對干預持開放之態度，此舉已招致些許批評。

與沖銷式干預有關的批評，以及過去一些在危機時期不成功捍衛釘住匯率的經驗，似使一些「新彈性匯率經濟體」（'newly flexible' economies）甚至極端地誓絕干預。誠如上述討論，公開誓絕干預可能限制決策者的操

作空間，事實上也可能鼓勵單一方向的投注而衝擊匯市。若誤解干預會違背通膨目標的原則與操作方式，而使得決策者排除干預的使用其實是不智的。

3. 其他的干預機制

央行可以在即期市場以外的地方施展其影響力，例如：2001 年因應本國貨幣的快速貶值，巴西與智利央行紛紛賣出與美元連動或以美元計價的債券，以滿足外界對美元資產(或對美元負債避險)的需求；2002 年中當政經情勢緊張、匯率壓力再現時，巴西央行再度使用非傳統的方式，提供外幣貸款給信用額度已被削減的本國企業，此為以減輕流動性不足為目的的干預。

雖然政府或央行出售美元債務乍看之下並不像是沖銷式干預，然其技術上是有相似之處；以干預來支持本國貨幣為例，央行出售兩年期美國公債取得美金後賣出即期美元，買入本國貨幣，為了預防銀行本國準備貨幣減少，央行買入本國貨幣計價之政府票券以釋出本國貨幣，於是，沖銷式干預在央行資產負債表的結果是以本國貨幣資產交換外幣資產，而在民間部門的資產負債表則會出現一個相對的結果；這十分類似負債管理的結果，將本國貨幣計價的負債結清以另一個外幣負債來取代，所以，一般而言，沖銷式干預可視為負債管理的特例。

此外，也有積極干預的例子。在 1994 – 95 金融危機之後，墨西哥央行引進選擇權與

美元拍賣計畫，以作為其採用新彈性匯率機制以及轉型至通膨目標化時，外匯存底與匯率管理的策略之一；該選擇權計畫允許央行在事先清楚地向市場參與者說明的狀況下，補足其美元準備；而美元拍賣計畫是用來補助選擇權的使用，墨西哥央行每天向本地信用機構拍賣美金 2 億元，底價是前一工作天議定匯率(fixing rate)的 1.02 倍，此機制是用來平緩匯率波動，可視為是法則式干預(rule-based intervention)的一種；該二計畫在 2001 年 6 月暫停因為外匯存底已累積到令人放心的程度。墨西哥採取的對稱性作法可以與南非在 1998 到 2001 年的不對稱干預做一對比。

有跡象顯示，以選擇權為基礎的干預逐漸獲得青睞而遠期市場干預則逐漸退場，雖然許多中央銀行並沒有相關的風險控管機制，如澳洲央行所做的為本國貨幣購買一買入選擇權 (call option)，其成本十分有限，若做得好的話，此舉可引導市場參與者在其進行 delta 避險 (delta hedging) 的同時也替中央銀行進行部份「干預」。儘管干預遠期外匯市場在數量上不受限於資產負債表，但純粹為了支持匯率而干預遠期市場的情況已經減少；這有一部分是因為 1990 年代的貨幣危機期間，遠期契約部位造成了巨大的損失。而近來雖然著重權責化與透明度的要求，藉由充分揭露遠期交易即可以達到，而無須完全停止遠期交易的進行，南非央行 1998 年來致力於清除其遠期契約帳面部位就

是反映此一趨勢。

4. 干預利弊的權衡

一般認為官方干預是決策者一有用的政策工具，除此之外，干預也透過其他管道對開發中經濟體產生影響，例如：干預能對匯率產生直接的影響，因其改變了國內與國外貨幣資產的相對供給，此種資產選擇效果對於新興經濟體（尤其是東亞國家）之影響較大，因該等國家央行的外匯存底相較於其國內外匯市場交易量與國內貨幣存量而言為大。此外，由於央行介入外匯市場充當造市者（market maker）的角色，可以抑制自我強化（self-reinforcing）的助長循環現象，使市場保有雙向風險，此流動性效果對於交易量不大的新興市場尤其重要，巴西與智利央行在 2001 年供給美元債券以協助市場運作是為一例。

然而，如同貨幣政策一樣，以干預矯正匯率走向的效果究竟如何並不十分明確，Galati and Melick (2002) 研究美元/馬克與美元/日圓的干預發現，雖然干預有時候對於匯率是有影響，但我們沒有把握其能有系統地運作。雖然放任匯率波動對於匯市運作有不良影響，但官方若完全遏止波動也會阻礙民間造市能力的成長，如何在兩者間取得平衡是項挑戰。

最後，若干預被視為是解讀決策者之意圖與偏好的工具，則應該注意訊息被錯誤解讀的風險，此有可能反而損及政策的有效性

與公信力；所以向大眾溝通關於干預的官方態度與作法是有正面的價值的。例如，鑑於其在 2001 年干預的經驗，瑞典央行在 2002 年初公佈了一份官方文件澄清外匯干預的作法。

（四）資本管制

雖然在討論匯率與貨幣制度時常被摒除在外，但各種形式的資本帳交易管制的確存在而且效果不錯。資本管制針對不同的問題有數種形式，並有不同的鬆緊程度。

即使新興經濟體的大方向是朝向自由化，資本管制的執行或開放在實務上仍被一些國家視為是一政策工具之選擇，最近的經驗顯示，若資本管制規畫並執行妥善，可以協助經濟體系免受資本移動不穩定的干擾，並支持其他政策的實行或解決某些政策困境。

1. 各種資本管制方式

以下檢視一些最近的案例有助於瞭解資本管制的各種方式。

智利在 90 年代對資本流入要求提存準備（不付息）即是一例；該措施減低緊縮貨幣政策對匯率的影響，有助於協調智利對內對外需求不一致的問題，同時藉由嚇阻短期熱錢的流入而鼓勵長期投資，亦有助於匯率平穩，對於智利過渡到彈性匯率與資本帳自由化有正面貢獻。

馬來西亞於 1998 年對資本流出進行管制並採取釘住匯率，使得馬幣利率降至低於美

元的水準，即使其匯率是釘住美元。一些觀察家擔心在資本管制的屏障下，馬來西亞可能怠惰改革，這是將馬來西亞與韓國的銀行與企業重整政策進行對照。韓國是採和馬國相反的資本自由化。

資本管制也在彈性匯率制度下被用來因應負面的匯率走勢，例如：2000 年底泰國央行在 1997 年的經驗後仍避免進行干預，其企圖以加強限制貸放泰銖給非居民的方式來鞏固泰銖，透過限制銀行對渠等提供 5 千萬泰銖以上之貸款，造成了境內與境外泰銖利率的差距(Nijathaworn 2002)。而印尼在 2001 年初是先訴諸於官方干預與調升利率後，然後藉由限制貸放盧比給非居民並且限制非居民間的盧比交易以阻止放空盧比；印尼央行降低了盧比（印尼幣）的波動，從 2000 年的 2.2% 降至 2001 年 1 月與 2 月的 0.8% 與 0.9% (Goeltom 2002)。泰國在泰銖回升後在 2002 年初逐漸解除部份管制。

當貨幣政策與官方干預的使用受限時，資本管制可被用作最後選擇，例如：因應匯率的快速貶值，南非央行於 2001 年 10 月更嚴格落實其外匯管制，當時，通膨壓力尚未強到需要緊縮貨幣，而且在外匯存底不足與減低遠期帳部位的承諾下，央行選擇不直接干預。

也有其他措施用來協助紓解匯率壓力，例如：捷克官方曾為阻止匯率繼續升值而規定民營化的外匯收入須直接交給央行而不經

過外匯市場。

2. 資本管制的侷限

如同貨幣政策與官方干預，用資本管制來對抗不當匯率波動的衝擊也有其成本與限制。首先，落實資本管制通常需頗高之行政成本，而效果如何仍有待討論；其次，資本管制可能無法區分真正需要的投資與投機性的資本流動，所以就排拒了部份有益的金融資源，而且，資本管制的壞名聲也會讓投資者產生負面印象，進而阻礙了該國進出國際資本市場；最後，過度地管制會傷害金融發展，其也絕無法取代總體及個體的改革。

(二) 小結

雖然通膨目標化基本上不含正式的匯率承諾，但並不是不考慮匯率，本文 18 個國家的經驗說明了匯率波動為追求通膨目標化國家帶來挑戰，尤其是新興經濟體，所以決策者已尋求各種方法來加以因應。

從上述樣本國家近年來的經驗得知，通膨化國家的決策者的需要有因應匯率變動，而且不僅是因為匯率對通貨膨脹造成影響。

我們亦發現決策者不侷限於使用貨幣政策，在追求通膨目標化過程中，他們亦使用其他工具來增加施展空間，多數樣本國家均曾進行外匯市場干預，而沒有干預的國家亦未將其排除於選擇之外，事實上，公開地誓絕干預可能會有反效果；資本管制也曾被用來因應負面的匯率波動，即使比較少。

儘管新興市場通膨目標化國家頗為關心

匯率波動，但其仍然將通膨目標置於其他目標之前，雖然部份國家積極因應負面的匯率波動，但也沒有證據顯示他們以背離通膨目標的方式影響匯率。

此外需注意的是，因應負面匯率波動不只是新興國家的專利，在一些相較開放的工

業化國家（如瑞典與瑞士）也有在必要時以政策干預匯率的例子。

當然，每項措施都有其成本與限制，既然決策者在政策回應時都需有某種程度的判斷與彈性，因此清楚而一致的對外闡釋任何政策行動背後的意涵是必要的。

四、結 論

本文旨在概略分析匯率在採行通膨目標化國家中所扮演的角色，其中特別探討的兩大議題，其一，為什麼匯率對所有國家，尤其是新興市場經濟體而言是重要的，第二，近年來通膨目標化國家在什麼情況下、如何去因應匯率的波動？

比較採行通膨目標化之 12 個新興經濟體與 6 個工業化國家之經驗，我們觀察到以下幾點：

首先，新興經濟體因為各種結構性與歷史性因素而較易受匯率波動影響，尤其許多本文中的樣本新興國家都才採行具彈性的匯率制度沒多久，至少就短期來說，政府與民間對於負面的匯率波動仍然敏感。

中長期而言，隨著通貨膨脹的改善、政策公信力的提高與經濟的發展都能協助減低匯率的影響，然而某些結構性因素無法輕易去除，所以在某種程度下，以政策因應負面的匯率波動是無法避免的。

其次，匯率在新興市場經濟體，尤其是

通膨目標化國家，扮演重要的角色，近年來的經驗顯示，匯率波動為該等國家帶來頗大的挑戰。

第三，採通膨目標化之新興市場國家實務上都彈性地面應匯率波動（無論是否與通膨有關），除了使用貨幣政策外，也使用其他的政策工具；雖然有些國家積極地面應匯率波動，但沒有證據顯示其與宣示的通膨目標相抵觸。

不過，在通膨目標區間內因應匯率與將管理匯率本身當為目標，此二者間僅有一線之隔，所以，決策者有責任向大眾解釋其間的差別，以及實際採行政策背後的理由。政府針對匯率政策作有效的溝通對於政策制度的公信力十分重要。

最後，以上所提及各點關於匯率波動的成本與因應政策不只跟新興市場經濟體有關，近來的經驗提醒我們，工業化國家亦需留意匯率問題，無論其是否採通膨目標化。

附 註

- (註 1) 此也許就是主流貨幣政策分析中之 Taylor rule 架構，不過我們需注意此架構適用於大而相對封閉之經濟體，匯率政策未操在央行手中。在此架構下導入匯率意指央行需只用政策利率來應付匯率，惟此與 Tinbergen 對工具與目標的看法不同，在實務上也並不全能加以應用。
- (註 2) Dooley 認為外匯市場干預為另外的工具之一。
- (註 3) 本文舉的例子並非代表全部，亦不對匯率制度之分類方法加以說明分析，並且不區分是否是「成熟」的通膨目標化國家；我們主要的標準為那些選用的經濟體是廣泛被認為已從匯率政策架構明確轉為通膨目標化。
- (註 4) 我們其他的分析研究利用由 Choudhri 及 Hakura(2001)估計的傳遞係數，因為其提供我們的樣本國家最完整的涵蓋範圍，只缺日本及歐元區。
- (註 5) 在六個採通膨目標化的工業國家中，瑞典(貿易總值剛好超過 GDP 一半)在通膨目標機制的開始最開放，然而，事實上此開放水準在最近幾年僅係 12 個新興市場通膨目標開放性之中位數。Gerlach 在之前計量分析研究中發現，工業化經濟體中開放性與通膨目標的採行是負相關的，這結果符合以下的傳統觀點：通膨目標化是匯率基礎的貨幣機制之替代選擇，其較易被封閉經濟體所選擇；雖然冰島及挪威相繼採用通膨目標的結果與 Gerlach 的發現一致，但其亦被高度開放的新興經濟體採行，此為分析樣本外的挑戰。
- (註 6) Debbille(2001)提及，食物在新興市場經濟體的消費籃中佔較大比重，另亦提及食物價格因天候的變化而變化。
- (註 7) 最極端的狀況是，製造品及農產品都受限於單一價格法則，所以他們的價格是隨著匯率做一對一的變動。
- (註 8) 在某些政策架構下，將食物及石油價格從釘住的核心物價中排除可能會減弱但不能推翻此假設。然而，忽略通貨膨脹目標指數中對公眾生活水平有關的成分是否不好，亦是一個問題。
- (註 9) 除了紐西蘭及以色列的邊緣案例，我們可以每人平均所得 15,000 美元水準來明顯劃分工業化及新興市場經濟體。至少就我們的樣本國家而言，可以使用「工業化」及「新興」去劃分「高所得」及「低所得」。
- (註 10) 事實上，以對數或指數的關係優於以線性的關係來配適整個樣本，此意指所得及傳遞的關連性在低所得水準中較高所得水準佳。
- (註 11) 例如：Kamin 及 Klau(2001)、Goldfajn 及 Werlang(2000)述及如此的差異。Loungani 及 Swagel(2001)檢視開發中國家通貨膨脹的來源並發現地區性差異。
- (註 12) 相對地，時間數列論證中，Taylor(2000a)主張最近工業化國家傳遞(廠商訂價的能力)的減緩是最近幾年低而穩定的通膨環境所造成的結果。
- (註 13) 此兩狀況中，兩者 R^2 超過 0.6，相關係數為正且十分顯著(t-統計大於 4)。
- (註 14) 此假設之測試為 Baqueiro 等人(2002)所做。他們發現最近經歷通貨膨脹率下滑的一群小型開放經濟體，當其通貨膨脹水準下降時，傳遞效果會減弱。他們發現與貿易競爭有關的實質變數亦有影響；因此主張當名目變數穩定及市場趨向競爭，對通貨膨脹的恐懼(大部分中央銀行官員共同的觀點)應不再隱含「對浮動匯率的恐懼」。
- (註 15) 一顯著的例外是紐西蘭，其在七〇年代及八〇年代經歷一連串的危機，但之後穩定下來。因此無怪乎紐西蘭傳遞係數在工業化經濟體中排名頗高。
- (註 16) 在本篇中，美元化定義為 M2 貨幣定義中外幣存款所佔的比重。
- (註 17) 在不包含瑞士的迴歸中，產生 $R^2=0.11$ ，t-統計量=1.42。以新興市場次樣本做迴歸得到 $R^2=0.16$ ，t-統計量=1.38。
- (註 18) 在我們的樣本中，似乎存在非線性關係。美元化不強的國家都有低通貨膨脹，而美元化中度水準的國家則有高或低通貨膨脹。除瑞士外，高美元化水準的國家通常有中度通貨膨脹。這意謂著美元化與通貨膨脹史有正向關聯，至少在低度或中度水準的情況。
- (註 19) 有些觀察者提及，將焦點自以匯率作為主要名目基軸轉移可能有助於將大眾的通膨預期自匯率變動分離。對有惡性循環的國家而言，這可能非常地真實。
- (註 20) 結構性改革包括影響通膨動態因素的改善。例如：巴西在里拉計畫時期，透過減緩原始衝擊，取消許多回溯式指數化措施(backward looking indexation)可能是自 1999 年起貶值傳遞效果明顯改善之主要因素。
- (註 21) 另一方面 Campa 及 Goldberg(2002)主張在傳遞的決定，個體因素(例如：進口結構)可能影響總體因素。這隱含著傳遞

能獨立於總體環境而變動。

- (註 22)即便是考量到這兩國家的較高通貨膨脹率，2001 年及 2002 年兩貨幣變動程度及速度仍不能被完全解釋。
- (註 23)土耳其在 2001 年貶值後六個月的累積通貨膨脹率大約是 34%(相同期間累積貶值大約是 52%)。阿根廷在 2002 年一月貨幣貶值 72%之後，六個月的累積通貨膨脹率是 30%。然而，但事實上阿根廷在危機發生前幾年已歷經一溫和的通貨緊縮，此通貨膨脹的上升並非不顯著。
- (註 24)有關匯率波動對貿易的影響，現存實證文獻並無清楚明確之結論。然而，Calvo 及 Reinhart(2000b)認為若在新興市場的研究及工業化經濟體的研究作一區別，則會有較為確切的證據顯示其對於貿易的負面影響。
- (註 25)與「對外貿易以本國貨幣報價」主張一致，假若新興市場出口至工業化國家以外國貨幣報價，匯率的變動將不會影響競爭力本身，但會影響以本國貨幣計價的出口盈餘及獲利。Dominguez 及 Tesar(2001)發現非美國廠商利潤(包括工業化及新興市場經濟體)顯著地暴露於匯率波動風險，而之前研究主要集中於美國廠商。然而，要指出能夠有系統解釋暴險方向的因素頗為困難，這暗示著匯率與廠商競爭力及獲利之間複雜的關係。
- (註 26)這令人回想起經常出現在 1990 年代金融危機文獻中的傳統信用擴張及兩個金融危機事件，例如：見 Kaminsky 及 Reinhart(1999)。
- (註 27)有頗多研究係關於貨幣緊縮的替代傳遞管道、金融恐慌及破產的實質影響。這些當代文獻(在 1980 年後)的早期貢獻者如 Ben Bernanke, Charles Calomiris, Mark Gertler, Simon Gilchrist 及 Glenn Hubbard。
- (註 28)他們發現在金融危機之後，一般而言新興市場經濟體經常帳的調整幅度較大；他們將此解讀為新興市場經濟體較容易有突然停止的問題，進而無法進入國際資本市場。作者分析主權信用評等、降等的可能性以及降等的幅度等而主張新興市場經濟體在一開始較易受傷，且在危機之後損失較大。
- (註 29)Borio 及 Lowe(2002a)提出相關但更廣泛的看法，低而穩定的通貨膨脹事實上可能使超額需求壓力先出現在授信總計數及資產價格，而不是財貨及服務的價格上。在沒有其他搭配補償措施來因應名目匯率趨勢或金融不平衡之下，一心追求低而穩定的通貨膨脹長期而言反而會危及金融穩定。
- (註 30)例如：參見 Kaminsky 等(1998)。
- (註 31)由 Borio 及 Lowe(2002b)實證分析主張，即便將信用及資產價格缺口(即與趨勢的偏差)考量在內，實質匯率缺口在預測新興市場經濟體的金融危機上能提供較工業化經濟體為多的資訊內容。
- (註 32)對於有大量正部位淨外幣資產(如有大量外匯準備之央行)而言，本國貨幣快速升值會對資產負債表造成潛在不利之影響。台灣央行於 1988 年新台幣升值時，因持有大量外匯準備部位，面臨技術性無力償付，惟此事件幾乎未對經濟造成任何影響。最近的例子為捷克央行因捷克幣 koruna 持續走強及資產負債表上擁有大量外匯準備亦面臨相同之問題。
- (註 33)我們將部分不完整之通膨目標年當作完整年度(如於年中引入此機制時)。
- (註 34)以下我們以文字描述中央銀行所公佈的通膨目標定義：當以點為目標時，若實際通膨超過目標點 ± 1 個百分點時，稱為目標失誤。當目標為範圍時(或某一點加容許範圍，或一邊範圍 $\leq x\%$)，若實際通膨高或低於目標範圍之界限時，稱為目標失誤。
- (註 35)事後來看，通膨目標終究對當時環境過於樂觀。2002 年 6 月央行決定將 2003 年的目標由 3.25 % 改為 4 % (加容忍空間)，2004 年設為 3.75 %。雖然通膨目標區更實際，在 10 月總統大選期間，巴西的政經情勢持續加深貨幣政策的困難。10 月 14 日之臨時會議中決定改變方向提升政策利率 300 個基點(接下來在 11 月 20 日及 12 月 18 日又分別調升 100 及 300 個基點)可見當時的困難情況。
- (註 36)也有非沖銷式干預，但此實際上是透過外匯市場的貨幣政策變動，因而未替央行增加運作的空間。日本在 2001 年 9 月的官方干預可能是一例外，日本央行買美元以阻止日圓強勢，部份市場參與者將此解讀為央行注入日圓流動性於市場。

(本文完稿於 92 年 11 月，譯者楊建業、何幸現為本行經濟研究處專員，吳柏翰現為外匯局專員)