

## 第二章 中央銀行與總體經濟金融

上一章主要從制度面敘述中央銀行的經營目標與業務概況，本章則從功能面說明中央銀行在整體經濟金融所扮演的角色。本章首先從金融體系的運作分析中央銀行的三大功能—制定並執行貨幣政策、促進安全有效率的支付系統及金融監督與管理，然後以經濟分析的觀點，分別說明高度對外開放經濟體系的貨幣政策以及貨幣政策效果的傳遞過程。

### 第一節 中央銀行與金融體系的運作

經濟社會中有資金剩餘者與資金不足者。前者的收入大於支出，有過剩資金可予貸放，因此為潛在的資金供給者；而後者的收入不敷支出，資金不足而需要以借款因應，因此為潛在的資金需求者。金融體系在其中扮演中介的角色，溝通資金的供給與需求，使資金能由剩餘者流往不足者。金融體系的有效運作可以使資金導向最具生產力的用途，進而使得有限的資源做最好的運用。唯有在金融體系正常運作下，貨幣政策的效力才能有效發揮。

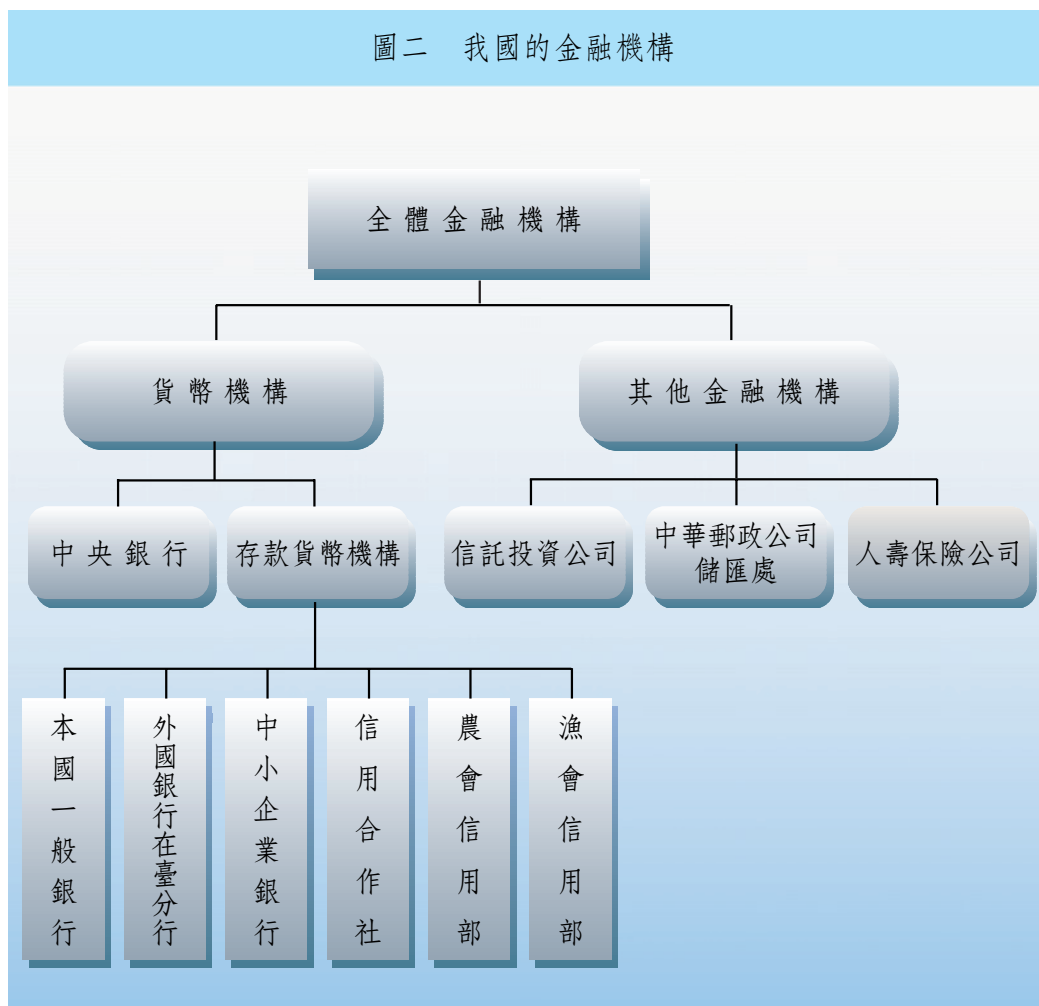
金融體系涵蓋金融市場與金融中介機構。前者包括股票市場、債券市場、貨幣市場等，而後者則包括銀行、基層金融機構、信託投資公司、人壽保險公司等機構。有關我國的金融機構，可參閱圖二。若資金供給者直接於金融市場將資金提供給資金需求者，稱為直接金融，若經由金融機構中介則稱之間接金融<sup>2</sup>。直接金融與間接金融的消長，受到多種因素影響，例如經濟景氣、資金效率與資金成本差異、政府法令、稅制與政策取向等<sup>3</sup>。由於有一部分的中央銀行貨幣政策傳遞機制係透過銀行信用管道，如果直接金融逐漸取代間接金融，則貨幣政策效果可能會被削弱。

中央銀行貨幣政策的目的是在於達成金融穩定與物價穩定，並促進經濟的長遠發展。由於各種干擾經濟體系的因素經常出現，因此為確保最終目標的

<sup>2</sup> 直接金融包括非金融機構所持有的上市上櫃股票募集資金、短期票券、公司債、政府債券及海外可轉換公司債等，間接金融則係指金融機構的放款以及證券投資。

<sup>3</sup> 可參考陳一端、胡淵欽(1997)、陳怡廷(1997)、鍾俊文(1997)等。

圖二 我國的金融機構



達成，中央銀行首先必須研判各種干擾因素的來源與特性，再根據研判的結果採取適當的因應措施，以抵銷該等干擾因素對國內經濟金融的負面影響。

金融體系也提供支付的功能。銀行因提供活期性存款帳戶及匯兌服務而在支付系統中扮演重要的角色，且透過連線同業與相關網路系統提供跨國或跨行提款、匯款、轉帳、信用卡消費業務等，及透過網際網路發展電子銀行、網路銀行業務，提供往來客戶線上交易與轉帳的服務。此外，銀行間也透過電子系統，處理外匯、貨幣、證券等金融交易，以及政府機關或大額商業性交易的資金移轉。

中央銀行所參與的支付系統活動，除了通貨發行與管理外，最重要者為以大額支付系統營運者的身份，確保大額匯款跨行清算的安全與效率。如果銀行風險控管不當，經由連鎖反應，個別財務違約交割事件也可能擴散成為銀行危機甚或金融危機。中央銀行在全體支付系統居於核心的地位，必須兼顧安全與效率兩大原則，以確保支付系統的健全運作，並督促金融機構改進與支付系統有關的業務，提供有效率且完整的服務。

但是金融體系也潛伏一些本質性的問題，中央銀行基於穩定金融的職責應予以密切監督，以確保經濟金融穩定：

### 一、資產負債期限結構不對稱

金融體系中的金融機構基本上係從事借短(存款)放長(放款)的業務，資產的期限通常較負債的期限為長，具有資產與負債期限結構不對稱的問題，本質上就具有較高的經營風險。一般大眾容易因風吹草動而發生擠兌現象，引發銀行經營的危機<sup>4</sup>。

### 二、訊息不對稱

訊息不對稱(*asymmetric information*)係指金融機構與客戶雙方訂約之前或之後，因其中一方在相關訊息上具有優越的地位，而運用此一優勢從對方獲取利益。典型的訊息不對稱問題包括反淘汰(*adverse selection*)與道德風險(*moral hazard*)。反淘汰係指信用風險較高的借款客戶隱瞞本身的缺點，以較高的利息取得資金。如果金融機構沒有警覺，日後面臨倒帳的可能性增高；如果金融機構過於審慎，則本身的貸款行為會趨於保守，形成客戶有借款需求，但金融機構卻有剩餘資金的現象<sup>5</sup>。任何一個情況都可能使信用風險較低的客戶反而無法取得資金，形成劣幣驅逐良幣的現象。道德風險則是在借貸雙方訂約後，借款客戶具有逃避監督的誘因，將取得的資金運用至風險過高的投資機會。如果金融機構沒有監控資金用途，則倒帳問題將隨之而來。

<sup>4</sup> 可見 Diamond and Dybvig (1983)。該文原先的目的為解釋金融機構存在的原因與銀行擠兌(*bank run*)的成因，但其後學界也將之視為分析銀行恐慌(*bank panic*)或甚至銀行危機(*banking crisis*)的基本方法。

<sup>5</sup> 可參閱 Stiglitz and Weiss (1981)。

對存款大眾而言，金融機構是債務人，經營不善的金融機構可能以高利率爭取存款，另一方面，對放款對象而言，金融機構又是債權人，因此反淘汰與道德風險的問題，都可能同時存在於金融機構。一般而言，在以往利率與業務管制下，金融體系面臨的最大問題是資源無法有效分配至最大用途，但在金融自由化以後，若金融機構家數又過多，惡性競爭下過度擴張業務，就容易產生訊息不對稱的問題，不利於金融穩定<sup>6</sup>。

中央銀行的經營目標包括促進金融穩定與健全銀行業務，因此應積極監督金融機構的運作。此外，中央銀行執行貨幣政策，其影響管道主要係經由金融體系及於經濟的實質面，因此為充分瞭解金融機構對中央銀行相關政策遵循及配合情形，中央銀行應隨時視需要辦理專案檢查，並採取適當的導正措施，以落實貨幣政策執行成效。

## 第二節 開放經濟與貨幣政策

對於高度開放的經濟體系而言，國內外經貿往來牽動貨幣總計數、銀行存放款、銀行利率等的變動，因此影響一國經濟金融甚鉅，對中央銀行貨幣政策形成莫大的挑戰。例如，本國居民或非居民將外匯結售予銀行以換取新臺幣資金，將使得銀行體系的國外資產淨額增加，並促使個人或企業在銀行的存款及貨幣總計數 M2 增加。中央銀行若為穩定新臺幣匯率在外匯市場買進外匯、釋出新臺幣資金以調節匯市供需，則所創造的準備貨幣也會隨之注入銀行體系，使得放款與投資擴充的潛在能力提高，並透過貨幣乘數促使個人或企業存款以及貨幣總計數進一步上升。由於準備貨幣與貨幣總計數擴張，國內利率將因而下降，而個人為追求較高的收益，將增購股權資產或房地產等金融或實質資產，促使資產價格不斷上升，不利於金融穩定，甚或有產生通貨膨脹之虞。

類似的情形曾經發生在民國 70 年代中期，由於我國連年出現鉅額的貿

<sup>6</sup> 金融體系與訊息不對稱有關重要文章可見 Mattesini(1993)所附的參考文獻，另 Calomiris and Gorton (1991)與 Mishkin (1991)以訊息不對稱的觀念檢視美國的銀行與儲貸協會危機。

易順差，形成外匯供給遠大於外匯需求的情況，兼以美元在國際金融市場上持續鉅幅貶值，一般大眾與銀行體系因而普遍預期新臺幣升值，出口廠商經由銀行借入外匯提前結售，進口廠商透過銀行借入外幣資金融資進口，而銀行則於承做遠期外匯後立即在外匯市場上拋售，進而加重新臺幣升值的壓力，同時使得新臺幣資金產生過剩的現象，國內利率不斷下降而資產價格則持續上揚。

反之，當國內資金大量外流時，銀行體系的國外資產淨額下降，銀行存款流失，將促使貨幣成長減緩，而此時若中央銀行賣出外匯、收回新臺幣，則會收縮準備貨幣，使得貨幣緊縮的情況加重。國內利率因銀行體系新臺幣資金緊俏而上升，資產價格下跌，且不利於消費與投資等經濟活動。

以民國84年至85年間的臺海危機為例，危機發生後，由於鉅幅資本外流，致新臺幣對外價位滑落，銀行體系新臺幣資金減少，而外匯存款則增加。中央銀行為了穩定新臺幣匯率，乃進場調節匯市供需，賣出美元、收回新臺幣，貨幣成長減緩，進一步使得國內利率升高，資產價格也出現下降的現象。

一般而言，中央銀行可視當時的經濟金融情勢，在外匯市場進行調節後，進而採取公開市場操作等措施，以維持準備貨幣不變或降低其變動幅度，減緩對國內經濟金融的影響。此一操作方式，一般稱之為沖銷性干預(sterilized intervention)。中央銀行也可以採取調整銀行準備率、重貼現率與短期融通利率等措施，以影響國內資產與國外資產相對報酬率的結構，或以市場機制為基礎，對外匯業務的內容與資金流向與大小等進行適當的管理，改變銀行體系或一般大眾的國內外資產組合，以達成穩定經濟金融的目的。

### 第三節 貨幣政策與準備貨幣

中央銀行的貨幣政策操作首先使得金融機構準備金與準備貨幣發生變動，然後其影響力再逐步擴及於其他的經濟金融變數。



## 專題二

## 中央銀行因應亞洲金融危機

1997年中亞洲爆發金融危機，亞洲金融危機的產生，與國際間短期資本移動密切相關。金融市場的全球化為世界經濟發展一個非常顯著的趨勢，資訊與通訊科技的興起，使得國際金融市場的訊息流通與金融交易更為迅速便捷。然而由於各種消息與傳言可迅速傳遞至全世界，資本移動所造成的市場恐慌與傳染效應也對全球產生負面的影響。國際間短期資本移動具有高度波動的本質，若匯率制度過於僵硬，大量的資本湧入使一國經濟過熱，並促使實質匯率高估，銀行信用與貨幣供給額高漲，風險性高的投資過多，股票與不動產市場隨之產生投機泡沫現象。一旦泡沫破滅，資本立即外流，造成通貨危機並嚴重影響金融體系的運作<sup>7</sup>。

亞洲金融危機爆發後，中央銀行在民國86年7月至10月中旬曾調節匯市，以消弭新臺幣貶值預期心理。嗣後由於國際美元走強，東南亞各國幣值第二波下跌，中央銀行乃不再進行匯市調節，新臺幣遂由28.5元兌一美元的價位迅速貶至32至33元之間後回穩。另為彌補新臺幣資金缺口，中央銀行曾兩度調降準備率並加強公開市場操作，紓解銀行資金不足現象並維持利率穩定。

惟因匯市投機客運用我國無本金遠期外匯規定的漏洞，向銀行買進無本金遠期外匯，而銀行則立即在外匯市場買進美元，並設法規避無本金遠期外匯餘額不得超過外匯部位三分之一的規定，無限制進行外匯投機操作，因而加深新臺幣匯率的波動幅度。因此中央銀行乃於87年5月以下列措施，祛除扭曲外匯市場機制的因素：

- 一、中止本國機構投資者承做無本金遠期外匯，以阻止投機客對我國外匯市場的投機性攻擊。
- 二、切斷機構投機客拆借新臺幣資金的管道，避免藉由此法累積外匯部位。
- 三、調節外匯市場供需，並消除季節性與不規則因素對匯率的影響，以確保新臺幣匯率的動態穩定。
- 四、針對大額外匯交易建立即時申報系統，並隨時蒐集遠期外匯及無本金遠期外匯的交易與到期日等資料，以確切掌握外匯市場動態。
- 五、對市場參與者提供正確訊息，避免其受到不正確消息的影響。
- 六、以道德勸說敦促市場參與者不要參與外匯投機操作。
- 七、鼓勵外匯銀行減少持有外匯未避險部位，以利外匯風險管理。
- 八、確保市場參與者仍可運用其它各種避險工具，進行風險管理。

這些措施的成效十分顯著，新臺幣匯率迅速趨於穩定，中央銀行得以實施擴張性的貨幣政策，降低國內利率；而我國經濟的基本面也十分厚實，因此在亞洲金融危機當中，我國雖然身處暴風圈當中，但得以安然渡過危機。

<sup>7</sup> 可參閱彭淮南(1995, 1998)。

## 一、準備貨幣的用途面

準備貨幣也稱為強力貨幣(high-power money)或貨幣基數(monetary base)，若從其用途面來看，係由金融機構準備金及社會大眾持有的通貨所構成<sup>8</sup>。以下從用途面說明準備貨幣的變動：

### (一) 金融機構準備金

金融機構在準備金提存期所持有的庫存現金與在中央銀行或受託收管機構所開準備金帳戶的存款，稱之為實際準備。其供給與需求構成準備金市場，所決定的利率為金融業拆款利率。

從準備金的供給面來看，實際準備分為借入準備(borrowed reserves)與非借入準備(nonborrowed reserves)。借入準備為金融機構從中央銀行貼現窗口借入的準備金。非借入準備則為借入準備以外的準備金，中央銀行可以透過公開市場操作予以調節。

從準備金的需求面來看，實際準備包括應提準備(required reserves)與超額準備(excess reserves)兩部分。應提準備為金融機構在準備金計算期對存款及其他負債所應繳存中央銀行的準備金<sup>9</sup>，其金額大小主要決定於中央銀行應提準備率的調整與銀行存款的變化。超額準備為實際持有的準備與應提準備的差額，其值可正可負。由於金融業拆款利率為金融機構持有超額準備的機會成本，因此若該利率上升，將使得超額準備下降。換句話說，金融業拆款利率與超額準備兩者呈負向關係。

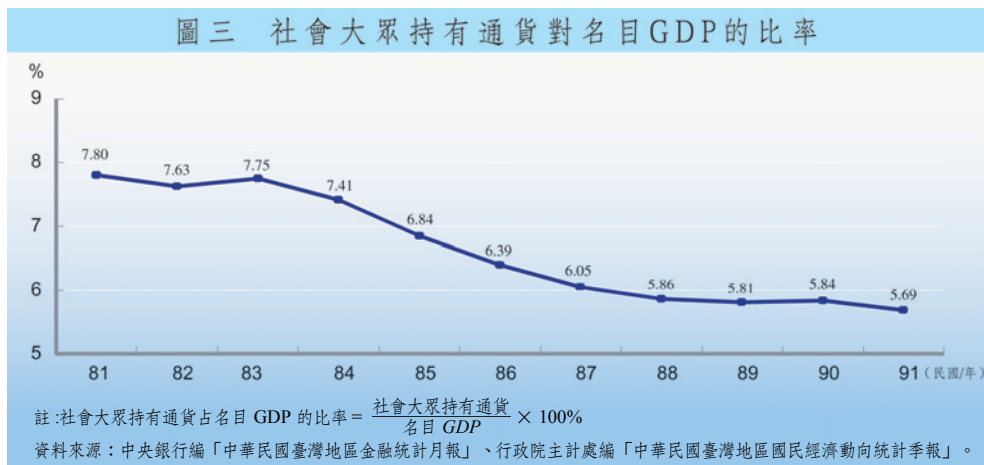
### (二) 社會大眾持有的通貨

通貨提供社會大眾安全可靠、價值穩定和廣被接受的支付工具，以達成各種經濟活動，因而為普遍使用的支付媒介。但自民國83年以來，由於金

<sup>8</sup> 此處的金融機構準備金係指存款貨幣機構與中華郵政公司儲匯處提列的準備金，而社會大眾持有的通貨則為中央銀行、存款貨幣機構與中華郵政公司儲匯處以外各部門持有的通貨。

<sup>9</sup> 就我國的情況而言，「中央銀行法」第二十三條規定金融機構各種存款及其他負債準備金比率上限，而中央銀行則可在該上限比率之內調整比率的高低。由於中央銀行所訂準備金比率不一定與比率的上限相等，因此本書將法律規定的準備金上限比率稱之為法定準備率，而中央銀行根據法律所訂定的準備金比率為應提準備率，依該應提準備率計算而得的應繳準備金稱之為應提準備或應提的法定準備。

融創新，大眾使用簽帳卡、轉帳卡與信用卡等日漸頻繁，民眾支付習慣逐漸改變，流通在外通貨占名目GDP的比率開始下降，由民國83年的7.75%降為民國91年的5.69%。因此若從制度面來看，通貨的重要性不若以往。可參閱圖三社會大眾持有通貨對名目GDP的比率。



## 二、準備貨幣的來源面

準備貨幣既屬於中央銀行的負債，因此也可以從中央銀行資產負債表，觀察準備貨幣以外的資產或負債科目的變化，以瞭解影響準備貨幣變動的因素，也就是從準備貨幣的來源面觀察其增減變化。原則上，中央銀行的資產增加或負債減少使得準備貨幣增加，中央銀行的資產減少或負債增加則使得準備貨幣減少。以下就中央銀行資產負債表說明準備貨幣來源面的變動：

### (一) 政府存款

中央政府的收支經由國庫收付而帶動中央銀行政府存款的變化，造成準備貨幣的增減。中央政府收入使得政府存款增加，而中央政府支付則使得政府存款減少。在收入方面，每年中央政府有不同的稅款收入，如所得稅、關稅、貨物稅、證券交易稅等。以個人綜合所得稅為例，每年6、7兩月，因稅款解繳國庫，為中央銀行政府存款增加的主要因素。在支付方面，每年中



央政府的支出包括預算內支出與特別預算支出等，其中的預算內支出又包含經建經費、國防支出與薪資等。以薪資為例，每年6月與12月發放國軍退除役官兵薪俸，而為該等月份中央銀行政府存款減少的主要因素。

## (二) 國外資產

中央銀行在必要的時候進入外匯市場調節外匯供需，如果採取買匯操作，則一方面使國外資產增加，另一方面釋出新臺幣資金，使得銀行準備金上升，因而促使準備貨幣增加。如果中央銀行採取賣匯操作，則會收縮準備貨幣。

## (三) 對金融機構債權

中央銀行可透過貼現窗口對銀行體系採取重貼現、短期融通、擔保放款之再融通等措施，其增減變化反映在中央銀行對金融機構債權。中央銀行對銀行業的融通增加，會促使銀行準備金上升，準備貨幣將因而擴增；而銀行業償還中央銀行的融通，會促使準備貨幣減少。

## (四) 公開市場操作

公開市場操作係指中央銀行透過公開市場買進或賣出短期票券。中央銀行實施公開市場買進操作，會使得銀行在中央銀行的準備金增加，造成準備貨幣擴張。若中央銀行實施公開市場賣出操作，則使得準備貨幣減少。

## (五) 發行單券

這一個項目主要為中央銀行所發行的中央銀行定期存單，可以視為廣義的公開市場操作。若中央銀行對銀行業發行該類票券，將使得銀行準備金減少；但如果為個人或團體等非金融機構向中央銀行購買儲蓄券，則先使得銀行存款減少，並進而促使銀行繳交中央銀行的應提準備下降。兩者都使得準備貨幣減少，但因購買中央銀行票券的對象不同，因此影響的方式也有所差異。

## (六) 金融機構轉存款

中央銀行收受的金融機構轉存款，包括銀行業的轉存款與中華郵政公司的轉存款。金融機構轉存增加使其準備金減少，具有收縮準備貨幣的效果。若中央銀行將轉存款釋回，則對準備貨幣產生擴張的效果。

### 第四節 貨幣政策效果的傳遞機制

中央銀行的貨幣政策操作改變了銀行準備金市場乃至於準備貨幣或金融業拆款利率水準後，銀行存款、銀行信用、金融資產與實質資產市場等也隨之調整，並及於消費與投資等最終支出。以下根據圖四，將中央銀行的擴張性貨幣政策對總體經濟的影響，依利率管道、銀行信用管道、財富管道、資產相對價格管道與匯率管道等說明。

#### 一、利率管道

中央銀行擴張性的貨幣政策操作可降低短期名目利率(如金融業拆款利率)，透過利率期限結構<sup>10</sup>，牽動中、長期名目利率向下調整；擴張性的貨幣政策也促使預期通貨膨脹率升高，並使得實質利率下降，個人或企業廠商因資金成本下降而增加對耐久性消費品等的消費支出或者是房地產、機器設備等的投資支出，因而具有提昇物價與總產出的效果。

銀行放款利率及票、債券發行利率等下降，也可以減輕現有債務的利息負擔，增加企業與個人的現金流量，有助於誘發未來新增的投資與消費需求；但存款利率的下降，也會使得利息所得收入減少，而不利於消費支出的提昇。因此降息的效果取決於存放款利率的降幅與民間的資產負債結構。

#### 二、銀行信用管道

銀行信用管道可分為兩種，一是銀行放款管道，一是資產負債表管

<sup>10</sup> 有關利率期限結構與貨幣政策的分析，參閱林宗耀(2001)，至於應用利率期限結構的概念在貨幣需求的實證方面，可參閱施燕(1990)。

道<sup>11</sup>。銀行放款管道是指貨幣政策透過影響銀行放款的方式，促使總需求發生變動。例如，中央銀行可以公開市場操作挹注資金方式，營造寬鬆貨幣環境，使得銀行體系的超額準備增加，以促進銀行放款，進而提昇消費支出與投資支出。這個管道的有效性主要著眼於提高銀行授信的意願，但若個人或企業廠商對銀行放款的需求不足、銀行逾期放款偏高、對未來悲觀或不確定性昇高等，則政策效果較為有限。

資產負債表管道是指貨幣政策影響借款者的資產淨值或財務狀況，以促進銀行提高放款意願。在寬鬆的貨幣政策下，透過資產淨值與現金流量等的改善，銀行比較願意進行放款。在資產淨值方面，擴張性的貨幣政策促使資產價格上升，企業廠商的資產淨值或擔保品的價值也隨之擴增，有助於提昇銀行體系的放款意願。在現金流量方面，擴張性的貨幣政策可降低名目利率並增進企業廠商的流動性，現金流量與財務狀況也隨之改善。企業廠商的資產負債結構既獲得改善，銀行體系比較不用擔心債權回收的問題，因而有助於銀行放款的增加，並刺激投資需求。

### 三、財富管道

擴張性的貨幣政策若使得股票等資產價格上升，代表社會大眾的財富擴增，有助於提高消費支出。

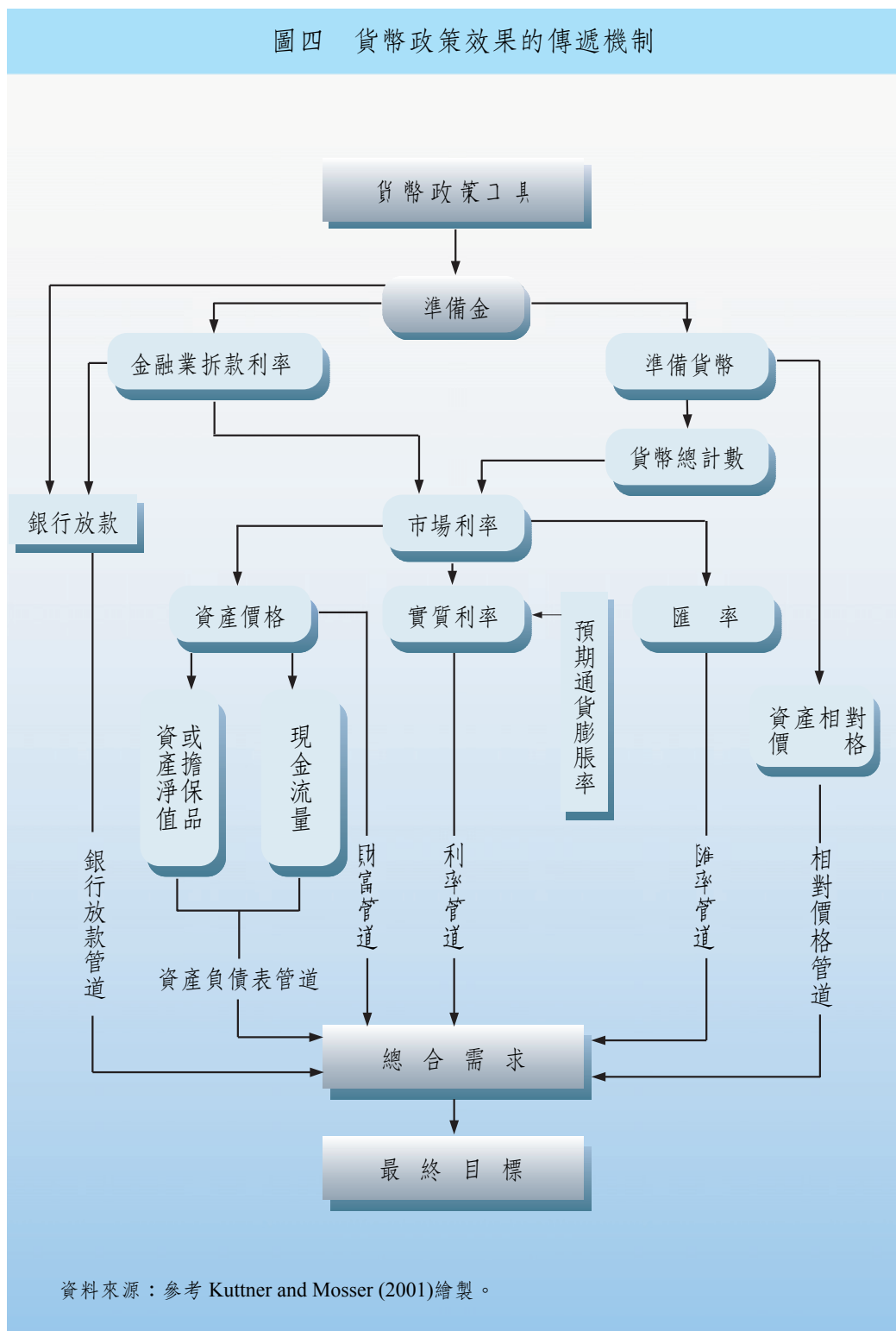
### 四、資產相對價格管道

這一個傳遞管道是建立在資產間具有替代的關係上<sup>12</sup>。貨幣政策改變貨幣總計數的數量，由於貨幣與其他資產互為替代關係，一旦貨幣數量變動，乃促使個人進行資產結構調整，各資產的報酬率結構也發生變動，亦即資產的相對價格改變，由金融資產及於實質資產，這種改變可以帶來實質的效果。例如，擴張性的貨幣政策增加貨幣數量，因此促使個人增購債券、股權資產

<sup>11</sup> 銀行信用管道的分析主要來自於新興凱因斯學派(New Keynesianism)的貢獻，有關分析可見 Bernanke and Gertler(1995)。其中銀行放款管道與資產負債表管道的分析，可分別參閱 Bernanke and Blinder (1988)與 Bernanke and Gertler(1989)。

<sup>12</sup> Kuttner and Moser(2002)另將此一管道稱之為貨幣學派管道(Monetarist channel)，以其觀念主要來自於該學派。有關該學派對貨幣政策傳遞機制的觀點，另可參閱 Meltzer(1995)。又 Tobin Q 雖為新凱因斯學派學者 Tobin 所提出，但因係以資產相對價格的觀念出發，因此本書也將之列入此一管道中。

圖四 貨幣政策效果的傳遞機制



等金融資產，乃至於房地產或耐久性消費品等，因而帶動消費或投資支出。此外，Tobin Q 為股權資產價格相對於機器設備重置成本的比率，因此可視為相對價格的觀念。當股權資產價格上揚，代表上市公司的市場價值增加，而投資設廠所需成本則相對下降，因而有助於新廠投資或購置機器設備，促使投資支出增加。

### 五、匯率管道

擴張性的貨幣政策可帶動本國利率下滑，使得國外資產較本國資產具有吸引力，因此對於本國貨幣具有貶值的效果，有助於提昇本國出口競爭力，並進而促進出口<sup>13</sup>。

除了上述管道以外，中央銀行也可透過貨幣政策的操作，影響大眾的預期心理，使其經濟行為產生變動，並透過前述各種管道影響各種經濟金融活動。

---

<sup>13</sup> 另一個方式為貨幣當局在外匯市場買賣外匯影響匯率水準，以改變本國品與外國品的相對價格或本國資產與國外資產的相對報酬結構，進而促進最終經濟活動的發生變化。



