

第三章 貨幣政策的擬定與執行

貨幣政策係指中央銀行經由調控貨幣總計數或利率水準等以達成總體經濟目標。本章從貨幣政策擬定與政策執行敘述我國貨幣政策的基本架構及其實施情形，並說明貨幣政策指標以及金融全球化、直接金融、金融創新等的發展對貨幣政策所構成的挑戰。

第一節 貨幣政策的基本架構

中央銀行執行貨幣政策的目的，在於實現最終經濟目標，由於政策效果的發揮所需時間較長，因而需要明確的架構做為指引。各國貨幣政策的基本架構主要包括匯率目標機制、貨幣目標機制、通膨目標機制及無明示目標機制等數種¹⁴。我國係採取貨幣目標機制，透過貨幣政策的操作，先達成操作目標，再透過操作目標，傳達至中間目標，最後及於最終目標，其中操作工具的執行與操作目標的訂定屬於政策執行的層面，而中間目標與最終目標的制定，則屬於政策擬定的層次。此處我們根據圖五貨幣政策的基本架構加以說明¹⁵：

一、政策擬定

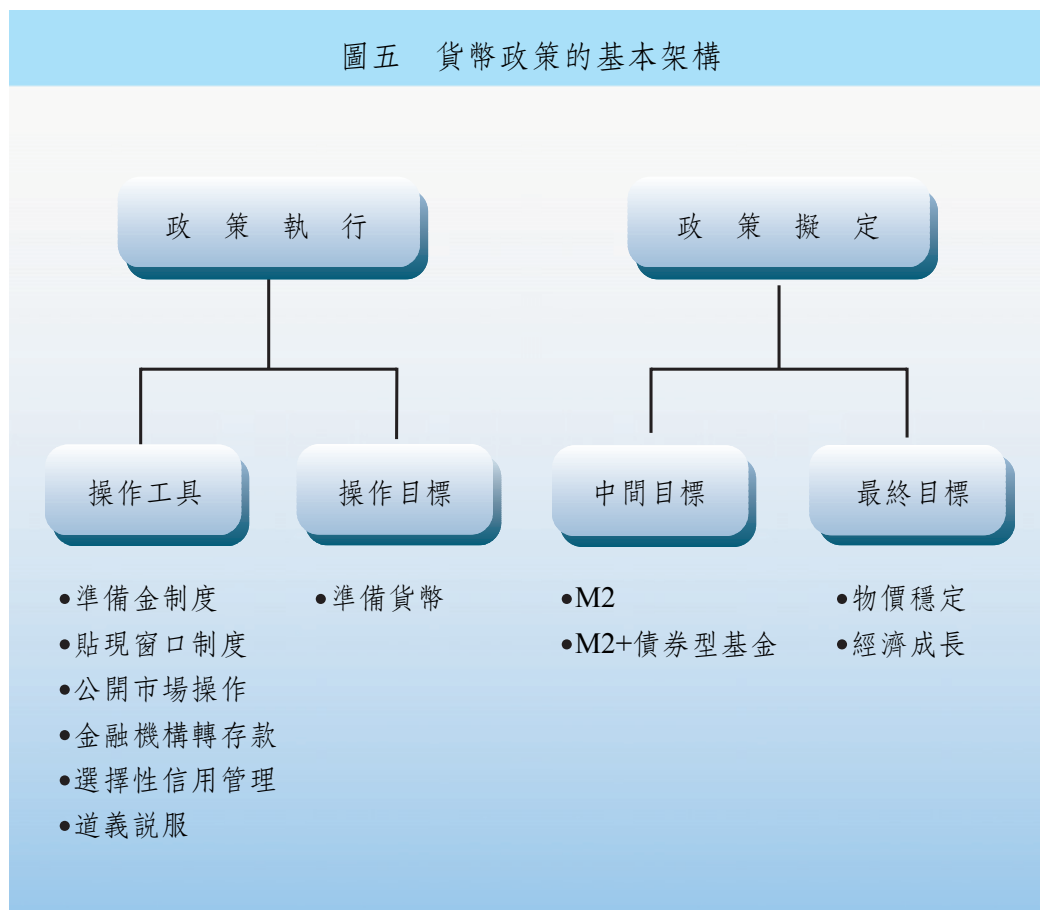
一般而言，主要的最終目標包括維持物價穩定與促進經濟成長等。其中維持物價穩定有助於長遠的經濟發展，因此主要工業國家往往以物價穩定為優先，其優先順序要高於經濟成長。在政策擬定過程中，中央銀行每年於年底設定次年要達成的經濟成長率與物價年增率目標值。

由於貨幣政策的執行到最終目標的實現，會產生一段時間落差，如果中央銀行等待政策效果完全顯現後，才決定是否採取新措施，經常會緩不濟急或錯失先機。因此中央銀行必須選取金融變數做為中間目標變數，藉以預估

¹⁴ 可參閱 Mishkin(1999, 2001)。

¹⁵ 另參閱梁發進、徐義雄與高明瑞(1989)第十七章的說明。

圖五 貨幣政策的基本架構



貨幣政策效果。我國貨幣政策中間目標變數為貨幣總計數，中央銀行依據經濟成長率、物價年增率的目標值及其他因素來擬定貨幣成長目標區間。若貨幣成長能夠控制在貨幣成長目標區內，則代表最終目標值大致可以達成。

二、政策執行

中央銀行執行貨幣政策工具到發生作用存在時間落差，雖然中央銀行設定中間目標，但貨幣政策的操作仍然不能直接及於該目標，因此須選擇與中間目標相關密切，且中央銀行能夠以貨幣政策工具直接控制的變數做為短期間的操作目標。我國中央銀行的操作目標為準備貨幣，中央銀行逐月設定準備貨幣目標值，並盡力達成。至於貨幣政策操作工具，則包括準備金制度、

貼現窗口制度、公開市場操作、金融機構轉存款與選擇性信用管理。

綜合上述，我國貨幣目標機制由中央銀行貨幣政策工具的執行出發，其政策影響力首先傳達至操作目標、及於中間目標，最後到達最終目標。換言之，中央銀行以操作目標導引逐日業務操作，而中間目標則居於操作目標與最終目標之間，若中央銀行能有效控制中間目標，則可望實現最終目標。

第二節 貨幣成長目標區與準備貨幣目標

我國中央銀行實施貨幣目標機制已有一段歷史，自民國81年起，以貨幣總計數M2為中間目標，以準備貨幣為操作目標。

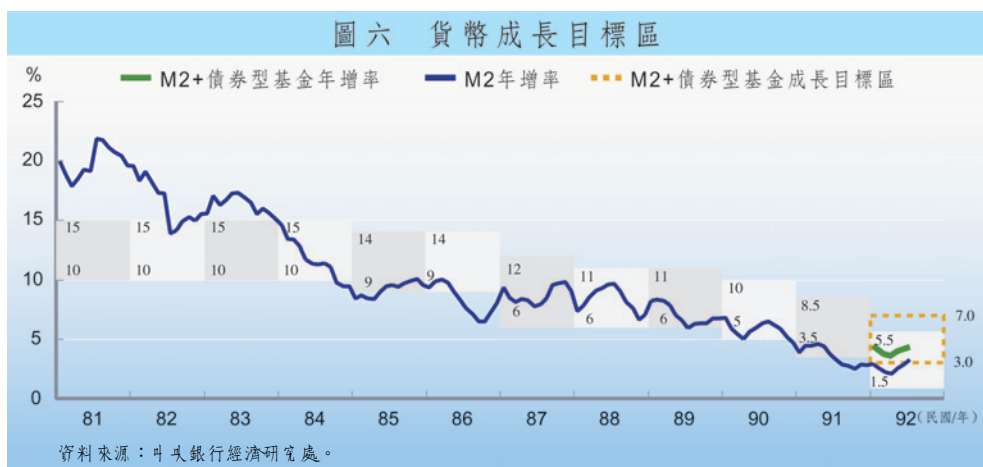
一、貨幣成長目標區的設定

為訂定貨幣成長目標區，中央銀行首先在每年年底，以經濟計量方法估計貨幣需求函數，主要的解釋變數包括實質所得、持有貨幣的機會成本、金融資產選擇多樣化指標、外幣資產報酬率等，參酌行政院主計處預估的經濟成長率與通貨膨脹率及制度面因素後，估算次年的貨幣需求情況，並舉辦座談會徵詢學者專家的意見，再經審慎評估後提交理事會討論，核定次年的成長目標範圍，做為貨幣政策操作的基本方針。中央銀行並定期將貨幣成長目標區設定說明及學者專家參與座談會會議紀錄，刊布於中央銀行季刊，供外界參考。

採取貨幣成長目標區間而非單一的目標，可賦予中央銀行較大的貨幣政策操作空間，除了控制其成長率於目標範圍內以外，也可視當時的經濟金融情勢，穩定其他如利率、匯率等重要金融變數的波動幅度。貨幣成長目標決定後，中央銀行復於每年年中，檢討目標區達成情況。如未能達成，將研究原因及應採取的對策，並對外說明。

回顧民國81年至92年貨幣成長目標區的設定，81年至84年間M2成長目標區均為10%至15%，85、86兩年調降為9%至14%。87年中央銀行有鑑於亞洲金融危機對國內經濟景氣的衝擊，不確定因素大增，乃將目標區調降並

將範圍擴大為 6% 至 12%。88 及 89 年的範圍恢復至 5 個百分點，即 6% 至 11%。90 年因國內景氣衰退，貨幣需求減弱，目標區調降為 5% 至 10%，91 年再降為 3.5% 至 8.5%。基於債券型共同基金規模快速擴大，取代部份銀行存款，並影響 M2 的成長，自 92 年起，除了 M2 以外，也設定 M2 加債券型基金的貨幣成長目標區¹⁶，分別為 1.5% 至 5.5% 與 3% 至 7%。



二、準備貨幣目標的設定

為執行理事會決定的貨幣目標區間，中央銀行相關單位於每月初召開貨幣估測會議以決定該月準備貨幣的目標值，並運用各種貨幣政策工具使準備貨幣達成目標。以往的經驗顯示，若比較準備貨幣的目標值與實際值，中央銀行在各年的平均操作誤差不大，以實際準備貨幣估測 M2 年增率的誤差也逐年縮小，顯示中央銀行的操作機制運作良好。

由於經濟金融情勢千變萬化，且貨幣政策機制各環節之間的關係並非一成不變，可能發生變化。決策者必須隨時保持高度警戒，釐清干擾經濟金融的來源與本質。因此，中央銀行乃選取並參考具有代表性的經濟金融變數，

¹⁶ 其定義分別為：

M2 = 貨幣機構與中華郵政公司儲匯處以外各部門持有通貨 + 支票存款 + 活期存款 + 活期儲蓄存款 + 定期存款 + 定期儲蓄存款 + 外匯存款 + 郵政儲金 + 附買回交易餘額 + 非居民新台幣存款

M2 加債券型基金 = M2 + 債券型基金 - 債券型基金存放銀行存款 - 銀行持有的債券型基金

專題三

中央銀行政策的透明化

國際間主要國家的中央銀行均不斷致力於資訊的透明化，包括運用各種媒體與電子通路，提供迅速翔實的貨幣政策訊息，使一般大眾能正確理解中央銀行的貨幣政策意向，以降低不確定性並減少金融市場的不安，金融市場也可立即採行調整措施。貨幣政策的透明化可增進中央銀行的獨立性，有助於中央銀行公信力的提升，進而促進貨幣政策的有效性。

我國中央銀行在政策決策、政策操作與金融資訊方面的透明化程度也相當高。

一、政策決策的透明化

每季的理監事會議後立即發布新聞稿說明重要的決議內容，並由總裁召開記者會，面對面與記者進行問題詢答，對貨幣政策做充分的說明與溝通。

- (一) 理監事會議決議的新聞稿明確說明決議的貨幣政策內容及國內外經濟金融情勢的現況與展望，社會大眾可充分瞭解中央銀行的貨幣政策方向。會後新聞稿除向媒體揭示以外，也公布於中央銀行網站。
- (二) 決策高層不定期就中央銀行相關的議題，以深入淺出的方式，向媒體說明中央銀行的立場，以增進與社會大眾的溝通。

二、政策操作的透明化

- (一) 每日例行記者會發布新聞稿或參考資料，對當前的貨幣政策操作、外匯交易、金融監理、公債標售、鈔券發行等中央銀行所屬業務，予以詳細說明。
- (二) 當外界對中央銀行政策的實施相關細節有所疑慮時，中央銀行立即主動召開記者會或發布新聞稿予以澄清。
- (三) 中央銀行對於重大的特殊政策或措施，例如：九二一災後重建低利貸款、優惠房貸措施或發行新鈔等，均不斷召開記者會、說明會、發布新聞稿或印製說明手冊等，說明政策內容。

三、金融資訊的透明化

中央銀行定期以新聞稿公布並出版所編製的相關統計，包括金融統計、資金流量統計、國際收支統計、外匯收支統計、金融機構營運績效季報等。

為配合國際金融趨勢，中央銀行也致力於透過網站揭示相關訊息，使大眾可獲得即時、完整且正確的資訊，舉凡組織架構、新聞稿、政策目標、決策過程、操作方式、經濟金融情勢、決策高層演講內容、相關法令、例行刊物及相關統計指標等，均迅速提供。民眾也可透過網站對中央銀行直接提出政策建議或問題，中央銀行也立即予以回應。

中央銀行全球資訊網網址為 <http://www.cbc.gov.tw>。

以做為提供當前或未來經濟金融情勢走向的參考訊息。這類經濟金融變數一般稱之為貨幣政策指標。

中央銀行的貨幣政策指標包含金融指標與經濟指標。前者可包括各種短、中、長期市場利率、匯率、超額準備、銀行存放款、各種貨幣總計數、國際收支等；後者可涵蓋進出口貿易、工業生產、經濟成長率、通貨膨脹率、失業率等。

前述的貨幣政策指標反映過去的統計資料，但政策考量必須具前瞻性，因此中央銀行除了參考各種經濟金融指標之外，也透過座談會與各種實地訪查方式以及時瞭解經濟金融情勢與展望，並做為擬定貨幣政策的參考。例如，中央銀行除每月初定期召開資金會議，與金融業者充分溝通討論，以確切掌握金融市場脈動之外，也於每季進行企業訪查，以密切掌握產業脈動。

第三節 貨幣政策的挑戰

一、金融全球化

金融全球化最顯著的特徵之一為國際資本快速移動。在民國76年資本管制大幅放寬之後，國內外資金進出的自由度顯著提高，既不利於匯率的穩定，也牽動國內金融市場價格及各種金融總計數的波動，並對中央銀行貨幣政策的執行形成挑戰。

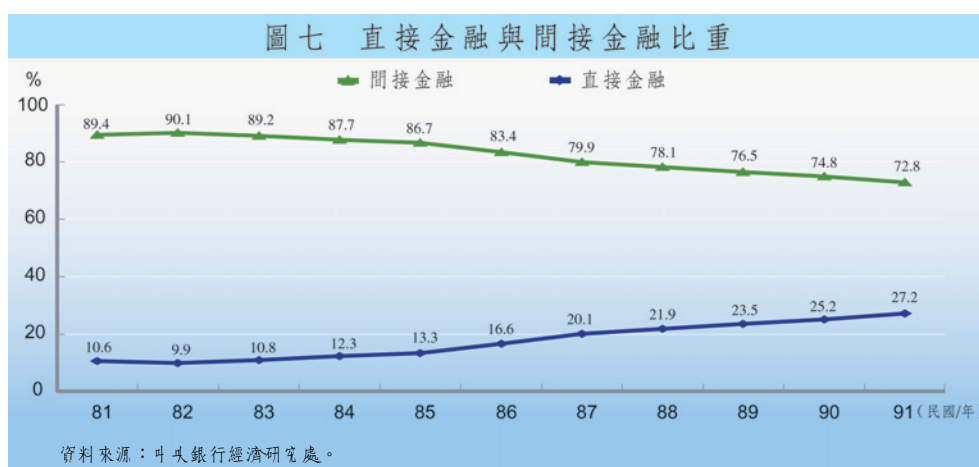
基本上，匯率穩定、資本的自由移動與中央銀行貨幣政策的自主性三者無法同時達成¹⁷。假如中央銀行允許資本自由移動，又同時維持匯率固定不變，則中央銀行被迫隨國際情勢調息，貨幣政策喪失自主性。但如果中央銀行追求貨幣政策的自主性，並允許資本自由移動，則匯率穩定不易維持，不利國內經濟金融的安定。由於沒有一套制度可以適用於所有的國家，因此每一個國家應根據自身的經濟金融條件，採行最適當的制度。我國資本管制已

¹⁷ 這三個目標無法同時達成的情形，稱之為不可能的三位一體(impossible trinity)，觀念源自 Fleming (1962)與 Mundell(1962)。

自由化，中央銀行必須根據經濟金融情勢，在匯率穩定與貨幣政策自主性兩者之間取得平衡。

二、直接金融的興起

由於我國持續推動金融自由化，政府開放證券、票券公司成立，鼓勵公司股票上市上櫃，並加速核准共同基金成立，及稅負差異等因素的影響，金融市場日益發達，不論個人理財或企業融資方式均逐漸轉向市場，直接金融逐漸取代間接金融。銀行則同時兼具中介機構與市場投資者的雙重角色，證券投資的比重也隨之增加。在此情況下，銀行放款趨於減緩，並促使貨幣總計數M2年增率走低。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，因此直接金融的興起可能會產生削弱貨幣政策效果的負面作用。



三、衍生性金融商品的發展

自民國80年代以來，我國陸續引進各種新種衍生性金融商品，以滿足個人或企業的避險與理財需求，尤其在金融全球化的趨勢下，該等商品成為不可或缺的避險工具，也因此衍生性商品市場乃逐日擴大。

衍生性金融商品市場可使得金融資產間的套利行為更為容易。如果資產

間的替代性得以擴大，中央銀行貨幣政策的執行效力可加速傳遞至資產的相對價格。不過，由於個人或企業廠商可透過衍生性金融商品的避險功能，暫時免於金融市場價格波動的干擾，因此也延長了貨幣政策影響至最終目標的時間。易言之，衍生性金融商品的盛行可能會影響貨幣政策的傳遞機制。

此外，衍生性金融商品也可能加重貨幣政策的負擔。如果投資者利用該等商品所具有的低交易成本與高財務槓桿特性，以小搏大，從事投機行為，而致操作不當，本身也會成為風險的來源，影響金融穩定。衍生性金融商品也可與銀行存款結合而成為新的金融資產，以致貨幣定義更加模糊。

雖然衍生性金融商品的發展對貨幣政策帶來挑戰，但中央銀行可由衍生性金融商品市場中獲取有關預期未來利率、匯率波動等訊息，因此也有助於貨幣政策的操作。

四、金融資產證券化

資產證券化係指企業或金融機構將所持有的資產或債權，予以標準化、單位化後，並經信用評等或信用強化機制，以證券形式在公開市場銷售，達到募集資金並提高債權流動性的過程。國外常見為房屋抵押貸款、汽車貸款債權、信用卡應收帳款等商品。我國的金融資產證券化於民國91年7月立法通過，因此尚屬起步階段。

金融資產證券化固有助於個別金融機構的營運效率，但也可能降低貨幣政策的效果。由於銀行體系的流動性得以透過金融資產證券化而自行提高，因此中央銀行對銀行流動性的控制減弱，尤其在景氣過熱時，中央銀行緊縮性貨幣政策抑制流動性的效果可能無法完全顯現。此外，企業金融資產的證券化具有取代銀行放款的功能，或將不利貨幣政策透過銀行信用管道的操作效果。