

### 三、貨幣成長目標區雙軌制之說明

貨幣總計數係本行執行貨幣政策的中間目標 (intermediate target)。自1990年代初期開始，本行即以廣義貨幣總計數M2作為中間目標，並於每年年底訂定次年的貨幣成長目標區間。目標區間之訂定方式，係考量我國經濟成長、物價、以及金融市場發展情勢等因素後，利用貨幣需求函數實證模型，以動態模擬方式，估算出貨幣需求數量，並據以訂定貨幣的最適成長目標區。目標區一經訂定，本行即透過各項貨幣政策操作工具，來調節或影響M2的成長路徑，期使M2年增率落在所設定的目標區間之內，並進而間接達成物價穩定與協助經濟發展等最終目標 (final goals)。

金融環境的改變，往往會影響一般大眾持有貨幣的行為，以致經濟體系的最適貨幣數量亦將產生變化。例如，直接金融的盛行、以及金融資產選擇趨於多樣化，對於貨幣數量的成長均將帶來衝擊。特別是，近一、兩年來，由於銀行存款利率下滑，加上稅負等制度面因素的影響，使得債券型基金相對銀行存

款之規模快速擴充，M2成長速度則明顯減緩。就本行貨幣政策執行之角度觀之，此種發展除了造成M2的指標性減弱之外，也使得M2年增率的走勢較不易預測，形成本行M2目標區訂定之干擾。

面對上述這種金融情勢的變動，本行爰就M2與「M2加債券型基金」兩者之良窳進行分析，並評估何者較適合作為本行之貨幣政策中間目標。其中，「M2加債券型基金」之統計數為避免重覆計算，已扣除債券型基金投資組合中的銀行存款、以及銀行持有債券型基金部份。估評方法主要依據學理上選擇中間目標的三項標準，分別為：(1)中間目標變數的數值必須能夠快速而精確的被統計出來；(2)貨幣當局必須能有效影響或控制中間目標變數的走勢；(3)中間目標與最終目標必須有一密切而穩定的關係，並為貨幣當局事前所能掌握或預測。本行實證研究結果顯示，不管就上述哪一項標準來看，M2與「M2加債券型基金」兩者並無明顯的優劣之分。

就實證研究結果來看，M2與「M2加債券型基金」均可作為貨幣政策的中間目標，惟基於以下理由，本行決定同時訂定M2及「M2加債券型基金」之目標區。

- (1) 受銀行存款與債券型基金之間資金移動的影響，M2 指標性減弱，較無法反映真實經濟情況。「M2 加債券型基金」因定義較廣，較能吸納銀行存款與債券型基金之間相互移轉之衝擊，可提供本行不同的訊息內涵，作為研判當前金融發展情勢參考。
- (2) 2003 年元月起債券型基金之存款及債券利息所得財政部預扣稅款將不再退還，基金之實際收益率與銀行存款利率之差距將會縮小，銀行存款流向債券型基金之現象可能減緩，而債券型基金的市值會隨利率而波動，「M2 加債券型基金」的指標性恐受影響。因此，M2 目標區似宜繼續維持。
- (3) 基於金融商品多樣化之發展趨勢，本行宜同時觀察多項貨幣總計數指標，以便於綜合研判。

本行經考量 2003 年經濟成長與物價情勢、國內外資本利得差異，以及金融資產選擇多樣化等因素對貨幣需求之影響，並參酌學者專家意見後，將 2003 年 M2 成長目標區訂為 1.5% 至 5.5%，「M2 加債券型基金」成長目標區訂為 3.0% 至 7.0%。

雖然，貨幣成長目標區雙軌制之採行具有若干優點，但仍有一些情況必須加以注意，例如，M2 與「M2 加債券型基金」兩者的走勢，在某些情況下可能發生背離，如當資金大量由銀行存款轉向債券型基金時，M2 年增率可能會下降，但「M2 加債券型基金」年增率則可能持續成長。面對此種分歧的訊息，本行將進一步瞭解兩者走勢產生歧異的原因，並同時參酌其他金融指標相關訊息，以便對經濟金融情勢的演變作出較為正確的因應對策。