

主要央行貨幣政策架構之演變與現行架構之 比較

中央銀行

經濟研究處

許碧純、黃也欣、李旻楨

114 年 1 月

*本文所有論點皆屬作者之意見，不代表委託機關及作者服務單位之立場

目錄

壹、前言	1
貳、主要經濟體貨幣政策架構的演變	1
一、國際間貨幣政策架構的演變及 IMF 分類	1
二、美國聯邦準備理事會(Fed)貨幣政策架構的演變	3
三、歐洲央行(ECB)貨幣政策架構的演變	8
四、瑞士央行(SNB)貨幣政策架構的演變	14
參、結論	17
參考文獻	19

壹、前言

隨全球經濟金融情勢進展，央行面臨的挑戰日益多元，貨幣政策架構亦須與時俱進。從1970年代普遍採行貨幣目標機制(Monetary aggregate target)，到1990年代通膨目標機制(Inflation targeting)興起，再到2008年全球金融危機後朝向監控多元指標進行貨幣政策決策，主要央行貨幣政策架構的演變反映出經濟金融環境變遷，以及日益複雜的央行貨幣政策。

台灣係高度開放的小型經濟體，我國貨幣政策架構亦必須考量所肩負之多重最終目標，包含物價穩定、匯率穩定、金融穩定及協助經濟成長，故而我國貨幣政策架構具監控多元指標特質；而且，我國央行與美國聯邦準備理事會(Fed)、歐洲央行(ECB)及瑞士央行(SNB)等先進經濟體央行趨向多元指標的貨幣政策架構演變類同。

本研究將簡要分析美國、歐洲及瑞士的央行貨幣政策架構，期望能為我國央行未來政策架構調整提供參考。

貳、主要經濟體貨幣政策架構的演變

一、國際間貨幣政策架構的演變及IMF分類

由於歷史因素、經濟結構差異、金融市場發展及金融制度不同，各國央行為達成貨幣政策目標所選擇之貨幣政策架構¹，不盡相同。回顧主要央行貨幣政策架構的演變趨勢(表1)，1970~1980年代以貨幣目標(Monetary aggregate target)機制為代表；1990年代後，通膨目標(Inflation targeting)機制因容易與大眾溝通而蔚為風潮；2000年代，尤其2008全球金融危機後，多數央行體認金融穩定亦為物價穩定之前提，逐漸朝向監控多元指標發展。

¹ 貨幣政策目標包含物價穩定、經濟成長與金融穩定，其中最優先目標多為物價穩定，而如何調控貨幣供給或利率水準以達成最終目標則為「貨幣政策架構」，亦可稱為「貨幣政策執行策略」。

表 1 國際間貨幣政策架構的演變趨勢

	貨幣政策架構代表	說明	採行與放棄的原因
1970~1980 年代	貨幣目標機制	以貨幣政策工具達到如 M1、M2 等貨幣總計數成長率目標，即以貨幣總量為名目制約(nominal anchor)²	- 採行原因：脫離布列敦森林體系的經濟體需要新的名目制約 - 放棄或調整原因：貨幣供給與通膨間的關係不穩定
1990 年代	通膨目標機制	宣布通膨率目標，並以其為名目制約，且承諾於中期內達成目標)	- 採行原因：通膨率為更適合的名目制約，央行宣告通膨率目標，容易與大眾溝通 - 放棄或調整原因：通膨定義與如何制約通膨預期均存在爭議
2000 年代後，尤其是 2008 年全球金融危機後	- 多元指標或彈性貨幣目標機制 - 多元指標或彈性通膨目標機制	- 監控多項經濟金融指標進行決策，惟以貨幣數量為主要名目制約 - 監控多項經濟金融指標進行決策，惟以通膨率目標為主要名目制約	- 採行原因：觀測包含通膨率之多個名目指標，有助實務操作與政策執行，以便在短、中、長期達成不同目標 - 放棄或調整原因：短、中、長期目標間可能衝突，須考量目標間的權衡使實務操作更加複雜

資料來源：作者整理

IMF(International Monetary Fund)參考各央行官方宣告資訊，以及評估其貨幣政策實際執行情況，發布年度報告，並將各經濟體之貨幣政策架構與匯率制度予以分類。根據2023年報告³，美國、歐元區與瑞士監控多項經濟金融指標進行貨幣政策決策，被歸類為「其他」類(表2)。本研究後續將依序簡要說明美國、歐元區與瑞士之貨幣政策架構演變，並討論台灣貨幣政策架構，分析台灣與前述3經濟體之貨幣政策架構趨於多元指標目標機制類同，歸納於IMF分類之「其他」類應屬合適。

² 貨幣政策架構中，央行為達成最終目標，選擇一個名目變數，其必須與最終目標相關性高，且可藉由貨幣政策工具操作，使其落於央行設定的區間內，此名目變數即為名目制約。央行監控名目制約，藉以確保執行貨幣政策達成最終目標。

³ 詳 IMF (2023), “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022,” IMF, Jul.。

表 2 IMF 貨幣政策架構分類(以若干經濟體為例)

匯率制度 \ 貨幣政策架構		匯率制約*	貨幣目標	通膨目標	其他**
嚴格釘住(hard pegs)	無單獨法定貨幣(no separate legal tender)	巴拿馬			
	聯繫匯率(currency board)	香港			
寬鬆釘住(soft pegs)	一般釘住(conventional peg)	沙烏地阿拉伯、			
	穩定匯率(stabilized arrangement)	新加坡	巴布亞紐幾內亞	塞爾維亞	蒙古、蘇丹
	爬行釘住(crawl peg)與類似爬行釘住(crawl-like peg)	越南	中國大陸	斯里蘭卡	瑞士
市場決定匯率的浮動機制(floating regimes, market-determined rate)	浮動(floating)***		葉門	以色列、南韓、紐西蘭	馬來西亞
	自由浮動(free floating)			澳洲、加拿大、日本、英國	美國、歐元區

註：*匯率制約(Exchange rate anchor)：貨幣政策以維持匯率在預定水準或範圍為目標，匯率為名目制約。

**沒有明確宣告名目制約變數，監控多項經濟金融指標進行決策。

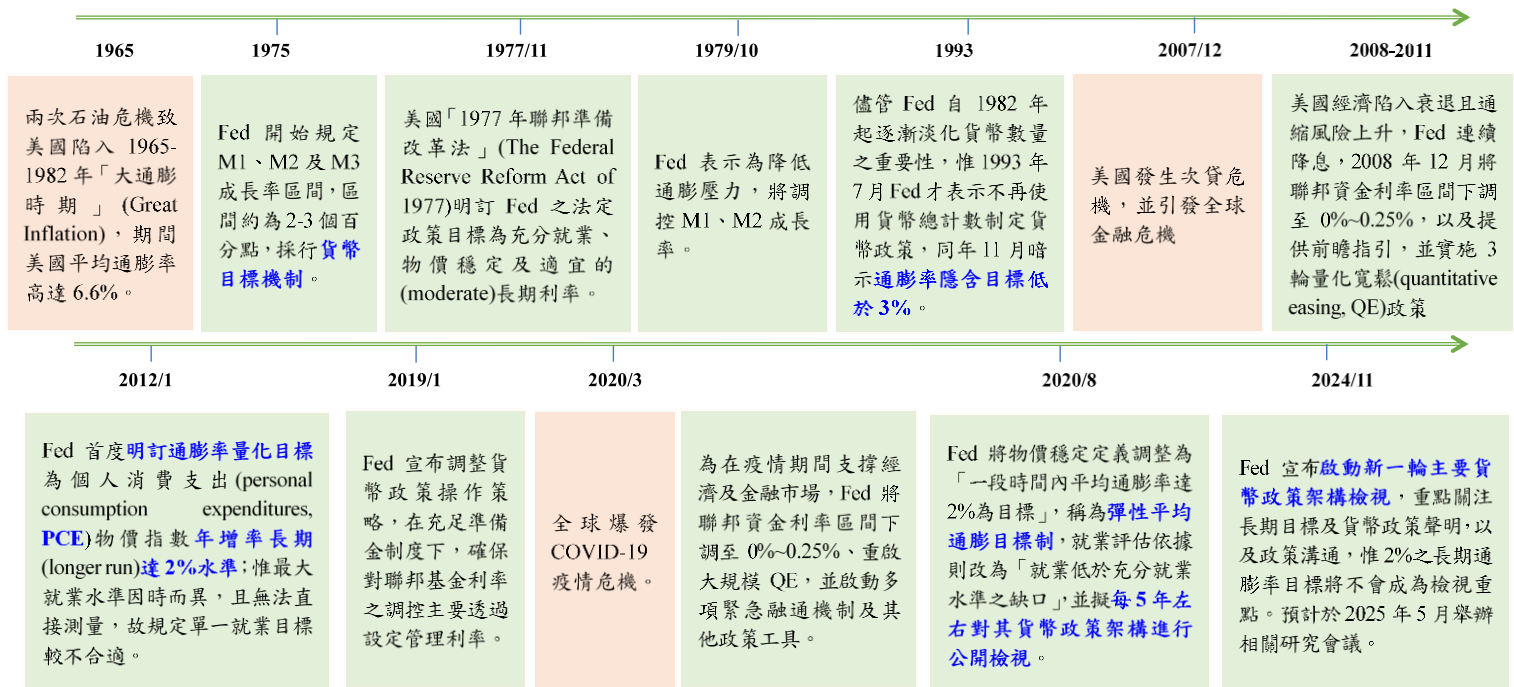
***IMF 自 2009 年起，將管理浮動匯率制度改稱為「浮動」。

資料來源：IMF (2023)

二、美國聯邦準備理事會(Fed)貨幣政策架構的演變

為因應美國經濟金融情勢變動，Fed調整貨幣政策架構，且持續擴充貨幣政策工具箱，調整其操作策略，並對貨幣政策架構進行檢視(圖1)，謹說明如後文。

圖 1 Fed 貨幣政策架構之歷史沿革紀要



註：以紅色表示影響美國經濟結構之重要事件，綠色表示 Fed 主要貨幣政策架構之調整。

資料來源：Fed、作者整理

(一) 1980年代~2007年：淡化貨幣數量重要性，探討通膨率隱含目標

1970年代信貸數據被認為與經濟成長及通膨密切相關，Fed遂以貨幣總計數成長率作為貨幣政策中間目標，每年設定M1、M2之目標成長率；惟隨金融創新及監管鬆綁轉型，貨幣總計數成長率與通膨及經濟活動之關聯性漸趨不穩，Fed於1980年代逐漸淡化貨幣總量重要性⁴，僅將其作為政策制定參考指標之一。美國「1977年聯邦準備改革法」(The Federal Reserve Reform Act of 1977)明定Fed法定政策目標為充分就業、物價穩定及適宜的(moderate)長期利率，惟由於長期利率設定在適宜水準須在充分就業及物價穩定下之環境達成，因此一般將充分就業及物價穩定稱為Fed的雙重目標(dual mandate)。

1993年7月聯邦公開市場操作委員會(FOMC)會議決議不再強調以M2做中間目標，且Fed將不會採用單一變數作中間目標；11月Fed

⁴ 1982 年 10 月 Fed 不再強調 M1，惟未正式宣告採用聯邦資金利率目標制度，致學界對政策轉向之確切時點有所分歧，詳 Thornton, Daniel L. (2005), "When Did the FOMC Begin Targeting the Federal Funds Rate," *St. Louis Fed Working Paper*, May。

暗示通膨率隱含目標(implicit target)低於3%。1996年7月Fed主席Alan Greenspan首度公開定義物價穩定為「整體價格水準之預期變化不會有效改變企業或家庭決策」，惟未包含通膨率的明確量化數值。2005年2月FOMC會議紀錄摘要(Minutes)揭露，對於通膨率目標看法仍相當分歧。設定通膨率量化目標恐將「物價穩定」重要性置於「充分就業」之上，且需考量保留貨幣政策操作彈性，及避免Fed陷入通膨與失業率之權衡。2007年3月FOMC會議紀錄摘要揭露多數成員認可採用1.5%做為通膨率隱含目標，惟對明確的通膨率量化目標看法仍具高度分歧⁵。

(二) 2008年-2019年：Fed確立通膨率量化目標及就業目標

2008年全球金融危機後，美國通膨率迅速下降。Fed認為通膨率目標應高於當時通膨，將有助提高通膨預期，降低未來經濟衰退時陷入通縮之風險，致通膨率隱含目標由1.5%轉向2.0%⁶。2012年公布「長期目標與貨幣政策架構聲明」(longer-run goals and policy strategy)，表示制定貨幣政策時力求縮減通膨率偏離其長期目標及就業偏離充分就業水準之上下差距，並首度明訂通膨率量化目標為PCE物價指數年增率長期達2%水準；惟最大就業水準因時而異，且無法直接測量，故規定單一就業目標較不合適。2016年Fed補充通膨率目標具對稱性，即2%並非通膨上限，允許美國通膨率在一段時間內高於2%。

鑒於中性利率水準下降，增添政策利率下滑至接近0%水準之風險，進而限制降息支撐經濟之空間，恐致就業及通膨低於預期水準之風險上升。2018年11月Fed宣布將針對涵蓋貨幣政策操作策略、工具及溝通方式之貨幣政策架構進行首度公開檢視。

⁵ 詳 Shapiro, Adam and Daniel J. Wilson (2019), "The Evolution of the FOMC's Explicit Inflation Target," Research from the Federal Reserve Bank of San Francisco, Apr.15。

⁶ 詳 Wells, Matthew (2024), "The Origins of the 2 Percent Inflation Target," Richmond Fed, Apr.。

(三) 2019年後：轉向充足準備金(ample reserves)制，並進行貨幣政策架構檢視

2008年以前，Fed主要透過調整準備金供給，使聯邦資金利率維持於目標區間，惟2008年~2014年大規模資產購買計畫後，銀行體系準備金大增，準備金水準由稀少(scarce)轉為充足(ample)，致調整準備金供給僅能微幅改變聯邦資金利率，Fed遂於2019年宣布轉向充足準備金制度，以管理利率方式建構利率下限系統(表3)。

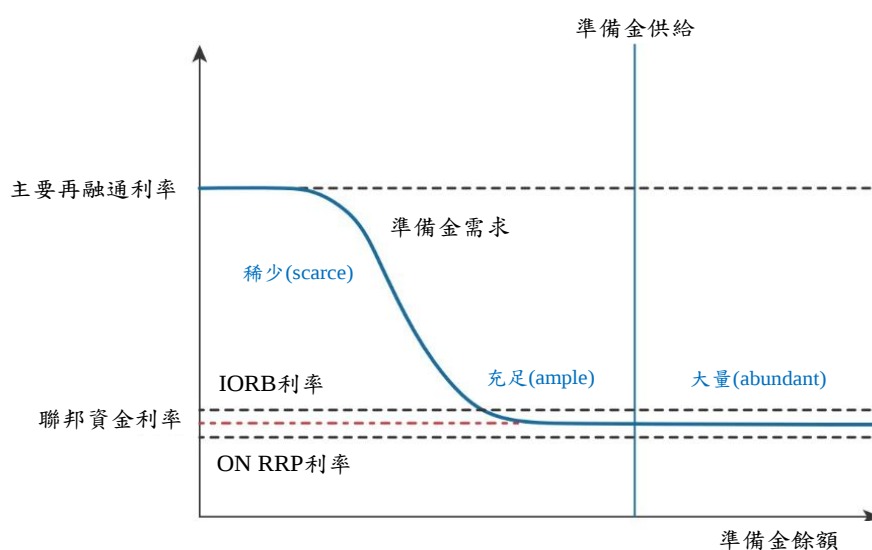
表 3 充足準備金制度之主要貨幣政策工具

政策工具	內容	於貨幣政策執行之作用
準備金餘額 (IORB)	Fed 對銀行在 Fed 帳戶中之準備金支付之利息。	由於銀行不會以低於 Fed 支付之利率拆借資金，IORB 利率成為聯邦資金利率下限。
隔夜附賣回操作 (ON RRP)	Fed 於每次貨幣政策會議決定固定利率，以該固定利率賣出債券，減少銀行體系準備金，並於翌日買回債券。	非存款機構無法使用 IORB，故 Fed 設立 ON RRP 作為補充工具。
公開市場操作	Fed 於公開市場交易公債。	確保準備金水準保持充足。

資料來源：St. Louis Fed、作者整理

在充足準備金制度下，Fed無須積極調整準備金供給以維持利率水準；惟當準備金偏離充足水準時，須進行公開市場操作，如準備金水準降至「稀少」水準時，Fed即於公開市場買入公債，增加準備金供給(圖2)。管理利率則以準備金餘額(Interest Rate on Reserve Balances, IORB)利率及隔夜附賣回操作(Overnight Reverse Repurchase Agreement, ON RRP)利率為聯邦資金利率下限(圖2)，主因市場預期金融機構不會以低於IORB或ONRRP利率拆借資金，此二利率遂成為聯邦資金利率市場之定價參考。

圖 2 充足準備金制度下之準備金供需



資料來源：St. Louis Fed、本行整理

2020年8月27日Fed公布首次貨幣政策架構檢視結果，除強調充分就業係廣泛(broad-based)且具包容性之目標外，亦將原先「較長期通膨率2%目標」改為「一段時間內平均通膨率達2%為目標」，稱為彈性平均通膨目標制(flexible average inflation targeting, FAIT)，並擬每5年左右對其貨幣政策策略、工具與溝通方式進行公開檢視(表4)。

表 4 2020 年 Fed 貨幣政策架構檢視結果

檢視面向	檢視結果及調整	說明
就業目標	將「就業偏離充分就業水準之上下差距」改為「就業低於充分就業水準之缺口」	- 由於強勁的勞動市場不必然引發通膨升溫，加以失業率下滑有益於中、低收入群體，故 Fed 將「就業偏離充分就業水準之上下差距」改為「就業低於充分就業水準之缺口」。 - 強調充分就業係廣泛(broad-based)且具包容性之目標，並表示通膨壓力未增加，抑或未出現其他貨幣政策目標難以實現之風險時，Fed 不會擔憂就業率居高。
通膨率目標	將「較長期通膨達 2%目標」改為「一段時間內平均通膨率達 2%之目標」	為避免通膨率持續低於 2%，致通膨率及通膨預期之螺旋性下降，進而壓縮經濟低迷時 Fed 之降息空間，Fed 宣告「一段時間內平均通膨率達 2%之目標」，允許通膨率在一段時間內適度高於 2%。
其他參考指標	金融風險相關數據	穩定的金融情勢有助達成充分就業及物價穩定，Fed 亦監控金融風險相關數據，以降低危及貨幣政策目標實現之風險。

定期檢視貨幣政策架構	預期每 5 年左右徹底對其貨幣政策策略、工具與溝通方式進行公開檢視	本(2024)年 11 月 Fed 宣布啟動新一輪主要貨幣政策架構檢視，重點關注長期目標及貨幣政策聲明，以及政策溝通，惟2%之長期通膨率目標將不會成為檢視重點，預計於 2025 年 5 月舉辦相關研究會議。
------------	-----------------------------------	--

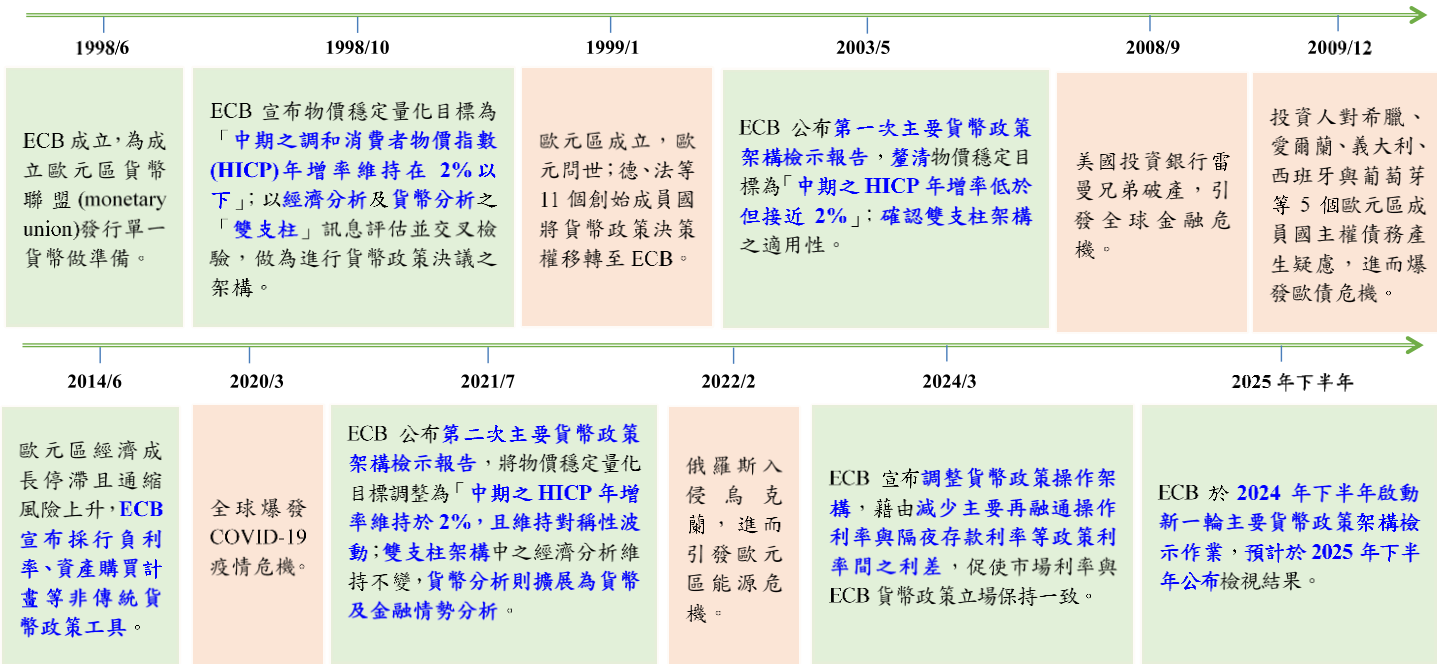
資料來源：Fed、作者整理

Fed 貨幣政架構歷經1990年代~2007年的通膨率隱含目標，2008年~2019年確立通膨率量化目標及就業目標，以及2020年8月以來同時兼顧充分就業水準之缺口」以及「通膨與長期目標之偏差」，且亦須關注金融情勢等最新相關資訊，此等關注多元指標的特質下，Fed的貨幣政策架構於IMF年度報告之分類標準中歸屬於「其他」類。

三、歐洲央行(ECB)貨幣政策架構的演變

ECB自1998年6月正式成立以來，為因應歐元區經濟結構之不斷演變，持續探討貨幣政策架構之最適架構，且持續進行貨幣政策架構檢視及調整(圖3)，謹說明如後文。

圖 3 ECB 貨幣政策架構之歷史沿革紀要



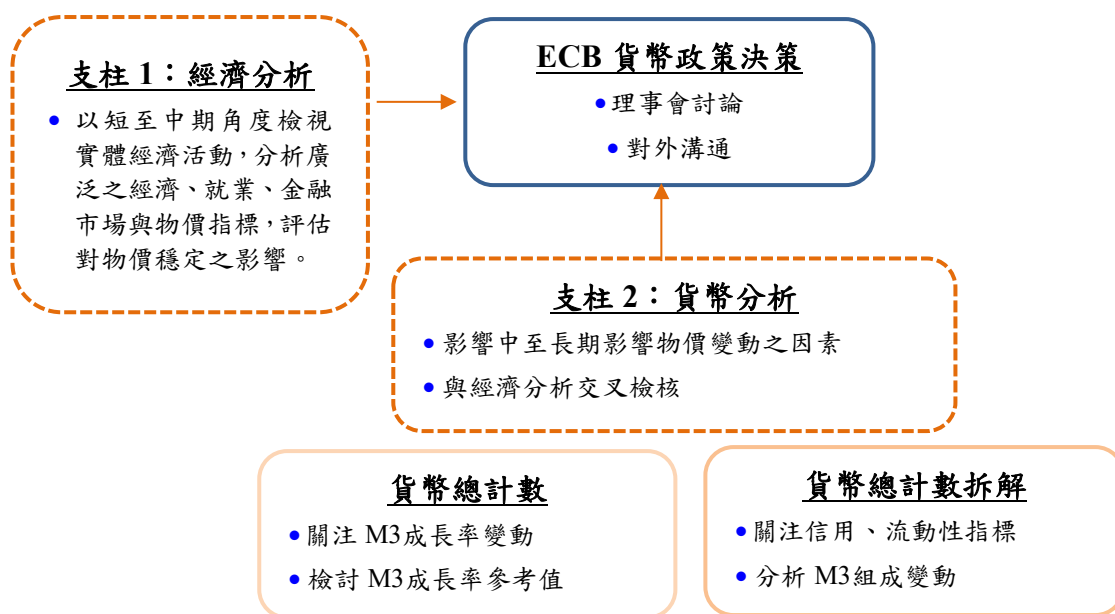
註：以紅色表示影響歐元區經濟結構之重要事件，綠色表示 ECB 主要貨幣政策架構之調整。
資料來源：ECB、作者整理

(一) 1998年ECB成立，以雙支柱的訊息評估及交叉檢驗方式制定貨幣政策

歐元區成立初期，經濟發展面臨高度不確定性，如經濟數據指標體系未完備，無法掌握經濟衝擊的特性，復以當時準備加入貨幣聯盟的國家亦面臨經濟結構性變化，ECB有必要避免不確定性影響民眾預期變動，成立初期即面臨建立貨幣政策策略的挑戰。

ECB成立時即公布物價穩定之量化目標為「中期之調和消費者物價指數(HICP)年增率維持在2%以下」，主要反映當時對低通膨需求的廣泛共識，並以雙支柱的訊息評估及交叉檢驗來制定貨幣政策；其中經濟支柱藉由廣泛的經濟數據進行分析，貨幣支柱則設定廣義貨幣總計數(M3)年增率為4.5%之參考值，並每年定期審查，以確定物價穩定的長期風險(圖4)。

圖 4 ECB 以雙支柱架構進行貨幣政策決議(2021 年以前)



資料來源：ECB、作者整理

(二) 2003年ECB公布第一次主要貨幣政策架構檢視報告

2000年代初期歐元區經濟不確定性升高，投資者將資產轉為安全及流動性高的M3組成份子，導致M3年增率至2003年3月已連續22個

月高於ECB所設定之4.5%參考值，部分觀察者因此質疑公布參考值的必要性。2003年ECB公布第一次主要貨幣政策架構檢視結果，仍肯定M3成長參考值的作用，強調其作為貨幣發展評估基礎係具較長期特性，M3短期內偏離參考值，不一定代表物價穩定受到威脅，ECB不會對M3偏離參考值時採取機械化的反應，而應仔細分析偏離原因，以找出造成偏離的干擾因素。

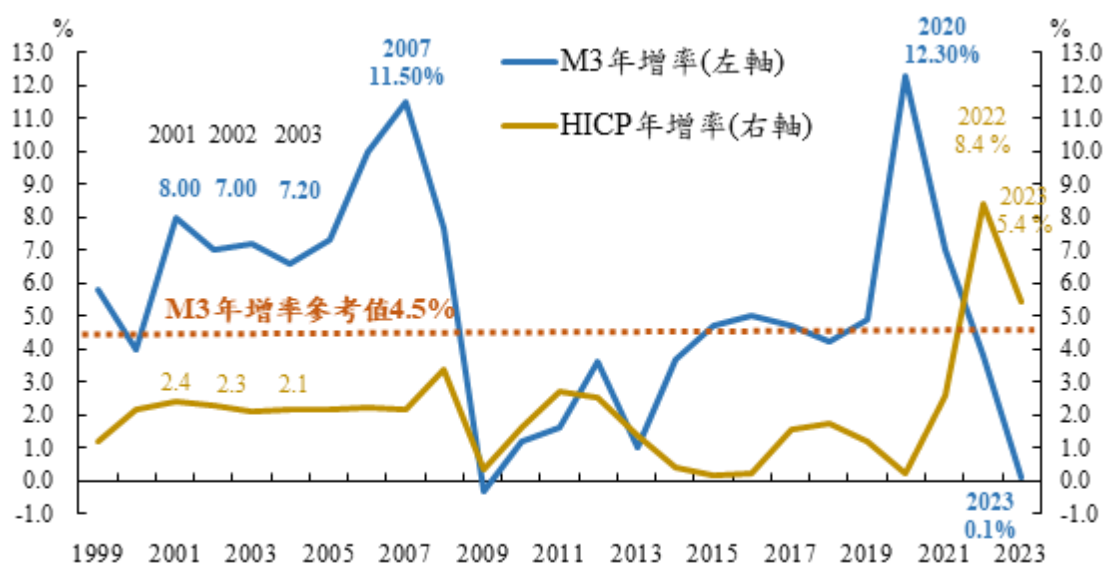
另ECB決定不再逐年檢討M3年增率參考值，改為必要時再檢討，以避免外界將之誤解為每一年的貨幣目標。嗣後之貨幣政策會議聲明稿，先從經濟分析評估短至中期影響物價穩定之風險，接續以貨幣分析評估中至長期影響物價變動之因素，並交叉檢驗評估影響物價穩定的風險。

本次檢視報告釐清物價穩定量化目標為「中期之HICP年增率低於但接近2%」，主要係因認為通膨率不宜低於零，而須維持某一小幅度的正值，以降低利率接近零利率、抑制央行適當回應通貨緊縮衝擊能力的風險。

(三) 2021年7月公布第二次主要貨幣政策架構檢視結果

2008年爆發全球金融危機及嗣後引爆歐債危機，ECB開始採取非傳統貨幣政策，惟HICP年增率長期低於目標，觀察者質疑雙支柱策略未發揮作用；2020年COVID-19疫情後，投資者將資產移轉至具高度流動性資產，加以政府擴大財政支出避免經濟陷入深度衰退，歐元區M3年增率大幅攀升，不僅高於4.5%參考值，且與通膨走勢明顯分歧（圖5）。

圖 5 歐元區 M3 與 HICP 年增率變動



資料來源：LSEG Datastream

2020年1月COVID-19疫情爆發前，ECB宣布啟動第二次主要貨幣政策架構檢視，主要鑒於歐元區經濟結構自2003年以來已出現大幅改變，有必要進行完整檢視。2021年7月公布檢視報告，共計對14個項目進行探討，並舉辦多場與民眾、社會組織及學術界的討論會，及線上問卷調查等ECB傾聽活動(ECB Listens)，將社會觀點提供ECB作為檢視參考。

本次ECB檢視結果，主要確認HICP仍為促成物價穩定目標的適宜衡量指標，惟將量化目標由中期HICP年增率低於但接近2%，調整為2%，且維持對稱性波動；原雙支柱中之經濟分析維持不變，貨幣分析則擴展為貨幣及金融情勢分析，主要考量金融穩定係達成物價穩定的先決條件。

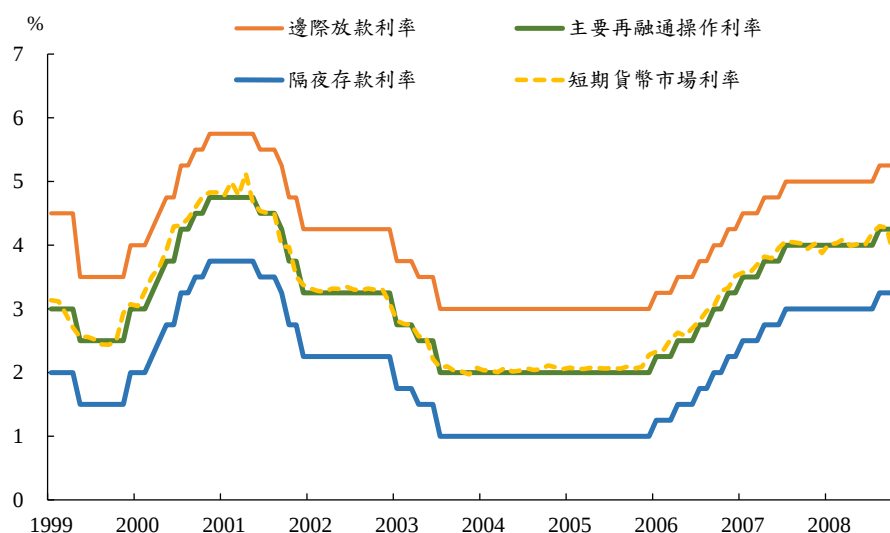
ECB貨幣政策會議政策聲明稿亦進行調整，依修訂後之雙支柱，依序分析經濟活動、通膨情勢及影響經濟與通膨的風險因素，原貨幣分析調整為金融與貨幣情勢，分別對市場存放款利率、融資條件、貸款需求、貸款審核標準及貨幣成長等主題進行分析，移除原特定之貨幣總計數(M1及M3)與交叉訊息分析部分；貨幣政策會議後發布之經

濟公報(Economic Bulletin)亦相應進行調整。另因COVID-19疫情及俄烏戰爭持續對歐元區產生結構性影響，ECB決議定期檢討其貨幣政策架構。

(四) 2024年3月調整貨幣政策操作架構

ECB設定邊際放款利率、主要再融通操作利率及隔夜存款利率等三項政策利率，形成利率區間，以政策利率引導短期貨幣市場利率於區間內波動，以有效調控金融情勢(圖6)。

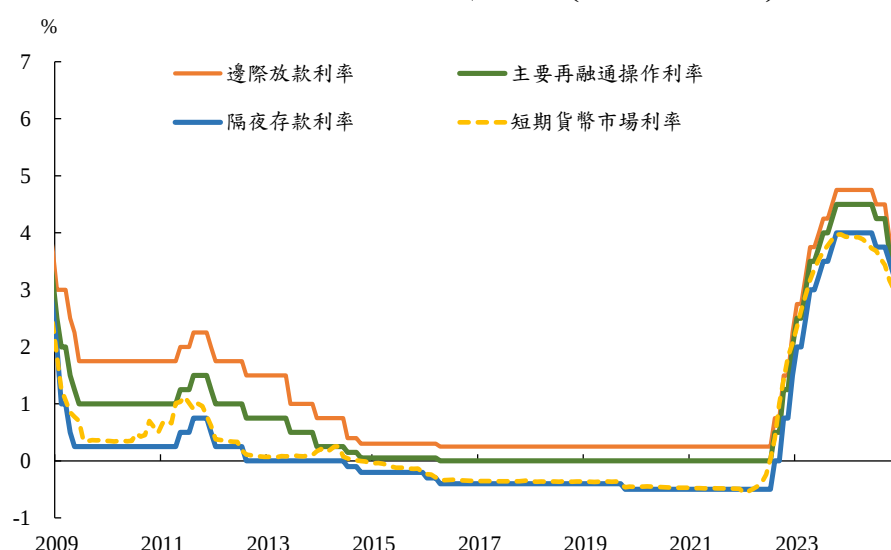
圖 6 歐元區重要利率變動(金融危機前)



資料來源：LSEG Datastream

2008年金融危機後，ECB向金融體系提供大量流動性，壓低貨幣市場利率，致市場利率持續靠近利率區間之下限。本年3月ECB決議調整貨幣政策操作架構，作為2021年主要貨幣政策架構檢視結果之補充，確認作為利率區間下限之隔夜存款利率為ECB傳遞貨幣政策立場之主要政策利率，並縮小主要再融通操作利率與隔夜存款利率間之利差，引導短期市場利率維持平穩並與ECB貨幣政策立場一致(圖7)。

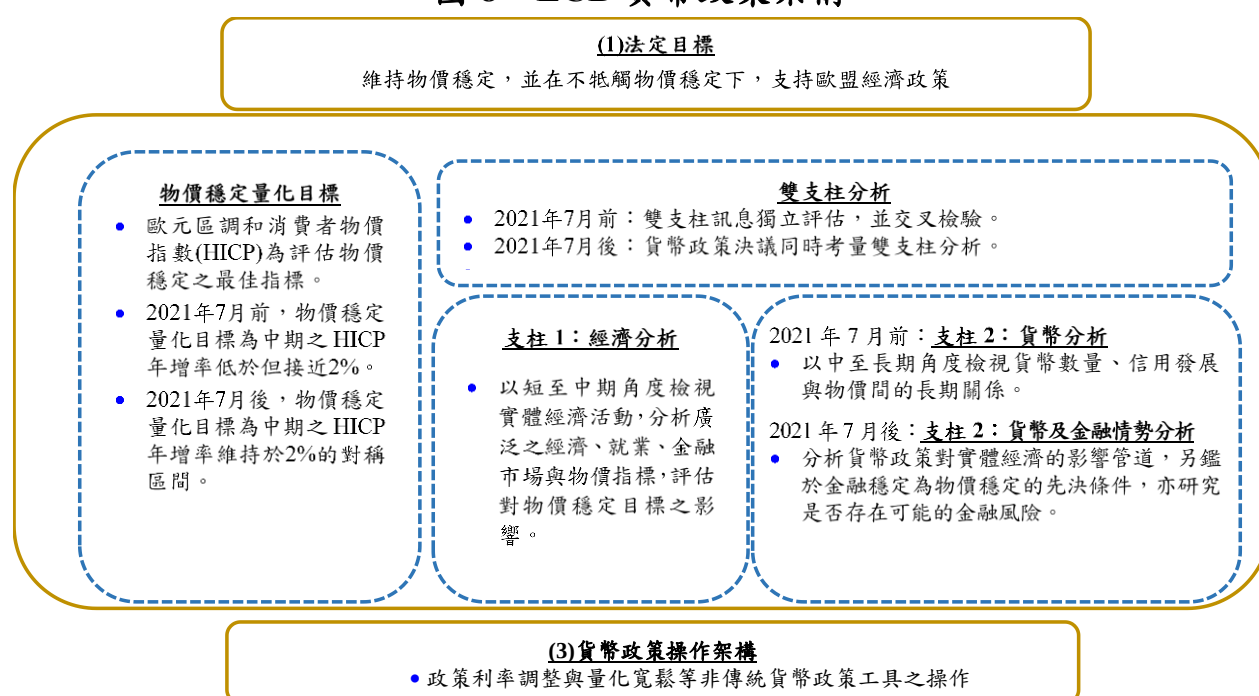
圖 7 歐元區重要利率變動(金融危機後)



資料來源：LSEG Datastream

在ECB貨幣政策架構持續調整後，目前貨幣政策架構依序分為(1)維持物價穩定之法定目標，(2)以貨幣政策策略(Monetary Policy Strategy)確認物價穩定之量化目標，依雙支柱分析架構進行貨幣政策決議，並以(3)貨幣政策操作執行政策工具，引導市場利率符合貨幣政策立場，並透過各種管道影響消費與投資，最終影響物價發展(圖8)。

圖 8 ECB 貨幣政策架構



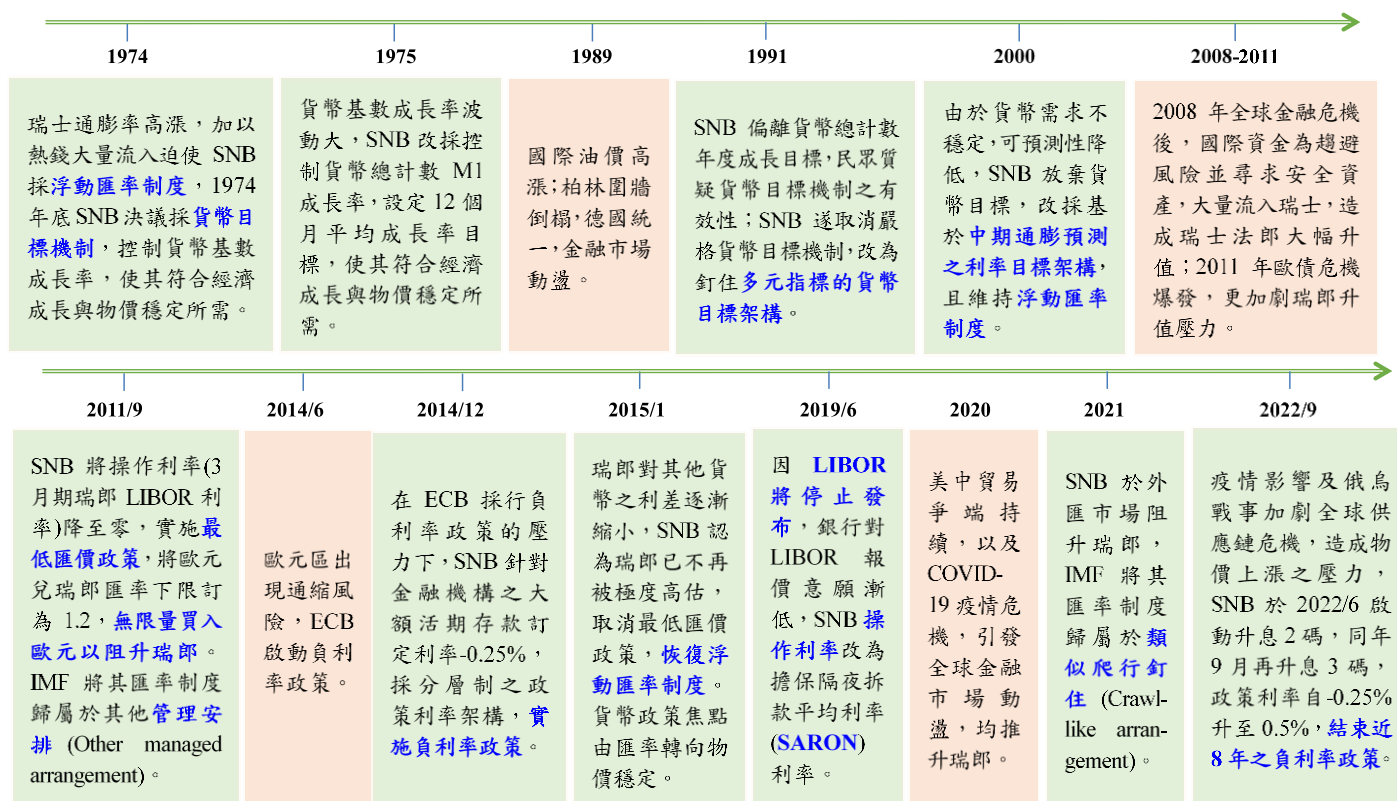
資料來源：ECB、作者整理

目前ECB以中期通膨率維持於2%的對稱區間為物價穩定之量化目標，惟貨幣政策係以雙支柱分析為架構，同時關注實體經濟活動及貨幣變動等經濟金融指標對物價穩定目標之影響，故在IMF分類標準中歸屬於其他類。

四、瑞士央行(SNB)貨幣政策架構的演變

瑞士為小型開放經濟體，瑞士央行(SNB)為因應國內外經濟金融情勢的變化，尤其瑞士法郎(以下簡稱瑞郎)常因國際資金大量匯入而升值，SNB為維繫匯率穩定，以及達成物價穩定之貨幣政策目標，其貨幣政策策略歷經調整(圖9)，謹說明如後文。

圖9 SNB 貨幣政策之歷史沿革紀要



註：以紅色表示影響瑞士經濟之重要事件，綠色表示 SNB 貨幣政策之調整。
資料來源：SNB、作者整理

(一) 1970~1980年代：SNB採用貨幣目標機制

1970年代，瑞士面臨全球石油危機的通膨壓力與國際熱錢湧入，

致瑞郎升值。為穩定物價，1974年SNB採用貨幣目標機制，控制貨幣基數成長率；1975年SNB監控M1成長率，設定年度M1成長目標以配合物價穩定與經濟發展所需。1980年代SNB的政策雖成功降低通膨，惟因貨幣需求不穩定及預測困難度漸增，以及國際金融情勢動盪，如冷戰結束及德國統一，瑞郎面臨升值壓力，SNB貨幣政策逐漸納入多元指標。

(二) 1990年代~2000年：貨幣政策架構轉向多元指標

瑞士需要更靈活的貨幣政策應对外部衝擊背景下，1991年 SNB放棄嚴格的貨幣目標機制，採用多元指標架構。2000年起，SNB採「基於中期通膨預測的利率目標架構」，其中，物價穩定定義為CPI每年成長率低於2%，亦不得小於0%(不允許通縮)，並每季發布對未來3年通膨率的條件預測值，以確保其貨幣政策持續朝向物價穩定。SNB監控多項指標中，未來3年通膨率條件預測值成為與外界溝通的重要指標。

SNB認為適當的金融情勢係由利率水準與匯率決定，因此，SNB致力使短期瑞郎貨幣市場利率維持接近SNB政策利率水準，且如有必要，SNB也可能採取額外的貨幣政策措施來影響匯率或利率水準。

(三) 2008~2015年：一度採行最低匯價政策

2008年金融危機導致國際資金流入瑞士，瑞郎升值壓力劇增；2011年歐債危機更進一步推動瑞郎匯率的上升，損害瑞士出口價格競爭力。2011年，SNB設定歐元兌瑞郎匯率的最低限值(1歐元兌換1.2瑞郎)，並進行無限制外匯干預以穩定瑞郎匯價。

2014年12月，在ECB採行負利率政策對瑞郎帶來上升壓力的背景下，針對金融機構於SNB之大額活期存款訂定利率-0.25%，採分層制之政策利率架構，啟動負利率政策。2015年，SNB因瑞郎對其他貨幣

之利差逐漸縮小，SNB認為瑞郎已不再被極度高估，且操作成本遽增與市場壓力，取消歐元兌瑞郎之最低匯價政策，恢復浮動匯率制度。

(四) 2015年後：一度實施負利率政策

2015年SNB恢復浮動匯率制度後，將政策利率降至-0.75%，降低瑞郎作為避險貨幣的吸引力，以協助穩定瑞士經濟成長與出口動能。2020年疫情爆發，以及2022年俄烏債爭，全球通膨升溫，瑞士通膨率亦大幅攀高，SNB於2022年6月啟動升息，同年9月再度升息，政策利率升至0.50%，正式結束近8年的負利率政策。

2021年全球經濟受地緣政治緊張，以及經貿不確定因素影響，國際資金避險需求，瑞郎升值壓力持續(圖10)，匯率穩定仍是SNB貨幣政策之重要考量因素；SNB於外匯市場阻升瑞郎，IMF將其匯率制度歸屬於類似爬行釘住。

圖 10 SNB 政策利率、CPI 年增率與瑞郎匯率紀要



註：圖中政策利率於 2019 年 6 月前以政策利率區間中點表示。

資料來源：SNB

SNB 現行貨幣政策仍將物價穩定定義維持於每年 CPI 年增率穩於 0%~2%，每季說明貨幣政策決策之 3 年通膨率條件預測值，以及必要時因應瑞郎大幅升值進行外匯市場干預。SNB 持續靈活調整貨幣政策，且強調需結合結構性經濟改革，以改善長期利率環境並增強貨幣政策的有效性；其貨幣政策架構在 IMF 分類標準中歸屬於「多元指標的貨幣政策架構」之其他類。

參、結論

1970~1980年代普遍採行貨幣目標機制，到1990年代逐漸朝向通膨目標機制(Inflation targeting)發展，再到2000年代，尤其2008全球金融危機後，主要經濟體央行以物價穩定作為核心，並賦予彈性以因應經濟金融情勢變動，而通膨率量化目標亦多設定為中期範圍，同時監控就業市場、貨幣變動及金融風險等多元指標，如Fed自2008年逐漸確立通膨率量化目標及就業目標，ECB在設定中期通膨率目標之外，其貨幣政策決議亦以雙支柱分析為架構，並同時關注實體經濟活動及貨幣變動等經濟金融指標對物價穩定目標之影響；而SNB則強調通膨率預測以及匯率穩定。

表 5 當前主要經濟體貨幣政策架構的重點

	美國 Fed	歐元區 ECB	瑞士 SNB
貨幣政策之最終目標或法定目標	法定政策目標為充分就業、物價穩定及適宜的長期利率	維持物價穩定，並在不抵觸物價穩定下，支持歐盟經濟政策	確保物價穩定，同時適當考慮經濟發展
通膨率量化目標	2%	2%左右	0%~2%
通膨率目標達成期間*	長期	中期	中期
通膨率指標	PCE 指數年增率	HICP 指數年增率	CPI 年增率
貨幣政策決策重點	兼顧「充分就業水準之缺口」以及「通膨與長期目標之偏差」，且亦須關注金融情勢等最新相關資訊	依經濟分析與貨幣金融情勢分析之雙支柱架構進行貨幣政策決議，引導市場利率符合貨幣政策立場	條件通膨率預測值係貨幣政策決策的重點，另每季發布貨幣政策報告，分析瑞士與國外經濟及金融發展，提供貨幣政策決策重要資訊
重要貨幣政策工具	•調整政策利率 •貼現窗口融通 •目標性流動性供給措施 •資產購買計畫	•調整政策利率 •再融通操作 •目標性流動性供給措施 •資產購買計畫	•調整政策利率 •RP 交易 •外匯干預(惟未設定匯價目標) •發行 SNB 票券
IMF 貨幣政策架構分類	「多元指標的貨幣政策架構」的其他類	「多元指標的貨幣政策架構」的其他類	「多元指標的貨幣政策架構」的其他類

*：Fed 未明確定義長期時間數值區間，ECB 亦未明確定義中期的時間數值區間，僅 SNB 貨幣政策決議著重 3 年之條件通膨率預測值，而被視為其中期應為 3 年。

**：台灣非 IMF 會員國，故 IMF 該年度報告無我國相關資料。

資料來源：各央行官網、作者整理

當前我國貨幣政策架構與Fed、ECB及SNB相同，均採用多元指標作為政策決策基礎，透過對多項經濟與金融指標的監控，靈活調整政策方向，且貨幣政策不侷限於達成單一指標；此外，我國與SNB同屬小型開放經濟體，均重視匯率波動對金融穩定與國內經濟的潛在影響，並透過管理外匯市場及相關政策工具加以平緩匯率波動。儘管我國制定貨幣政策架構，仍須考量我國經濟發展特質，達成促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，並於上列目標範圍內協助經濟發展等多重目標，惟整體演變趨勢與全球主要央行具相似性。透過檢視美國、歐洲及瑞士的央行貨幣政策架構演變之國際經驗，或可為我國未來調整政策架構提供參考。

參考文獻

- Fed (2020), “Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy,” Aug. 27.
- IMF (2023), “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022,” IMF, Jul.
- Jane E. Ihrig and Scott A. Wolla (2020), “The Fed’s New Monetary Policy Tools,” St. Louis Fed, Aug. 3.
- Jane E. Ihrig and Scott A. Wolla (2022), “How Does the Fed Use Its Monetary Policy Tools to Influence the Economy?” May 2.
- Shapiro, Adam and Daniel J. Wilson (2019), “The Evolution of the FOMC’s Explicit Inflation Target,” Research from the Federal Reserve Bank of San Francisco, Apr.15.
- Thornton, Daniel L. (2005), “When Did the FOMC Begin Targeting the Federal Funds Rate,” St. Louis Fed Working Paper, May.
- Wells, Matthew (2024), “The Origins of the 2 Percent Inflation Target,” Richmond Fed, Apr.