

以色列及臺灣管理浮動匯率制度之比較

中央銀行外匯局

黃馨儀、黃玉青

2025年6月24日

摘要

全球金融循環對開放經濟體構成貨幣政策難題，在資金自由進出環境下，即使採自由浮動匯率也難達成貨幣政策自主性。本文藉由檢視以色列央行(BoI)的匯率政策在貨幣政策扮演的角色以及實際外匯干預的運作狀況，探討與臺灣同屬小型經濟體之國家在匯率與外匯管理政策，如何在維持資本自由移動的同時，又能確保本身貨幣政策對國內經濟的影響能力。

以色列央行採管理浮動匯率制度，權衡性干預匯市，以協助達成貨幣政策目標，因其認為傳統透過利率工具實現貨幣政策有所侷限，結合外匯干預等政策工具更有助於達成物價穩定，並賦予更多政策彈性。以色列央行法亦將外匯干預列為實現目標及履行職能之政策工具，此突顯匯率管理已成為穩定物價及發展經濟之重要措施。

儘管以色列央行事先公布干預計畫，但主要仍係依市場情勢介入操作，並未設立匯率目標，亦未以一定準則或經濟模型來決定干預的時機及規模，此權衡性操作及透明度常受質疑。為此，央行為實現法令所賦予的最終目標職責，透過計量分析研究或官員演說闡述匯市調節之必要性與重要性，以回應各項質疑。

小型開放經濟體匯市供需，受外來因素影響甚鉅，尤其是在全球金融循環及地緣政治風險下，國際資本移動與國人資本移動已成為影響匯市供需穩定的主要因子，外部衝擊無法量化，外匯主管機關實務上難以依照一定準則、指標或模型來確認需要介入匯市的時機與規模，因此，央行面對外界對匯率政策之質疑，或可以更多實證研究及參考資料，更積極對外界說明央行的法定權責及立場。

目錄

一、前言	1
二、以色列管理浮動匯率制度的運作情形	4
(一)貨幣政策目標與外匯干預	4
(二)貨幣政策工具	5
(三)外匯干預情形及效果	7
(四)外界批評及挑戰	12
三、我國央行管理浮動匯率制度的運作情形	15
(一)貨幣政策架構及匯率政策說明	15
(二)匯市調節機制說明	16
(三)匯市調節情形及效果	17
(四)運用各項沖銷工具，持續沖銷銀行體系過剩流動性	18
(五)外界批評及挑戰	19
四、彙整比較及結論	21
(一)以色列與我國貨幣政策、匯率政策及相關經濟數據彙整	21
(二)結論	22
五、參考資料	23

一、前言

IMF 於 1976 年達成牙買加協定(Jamaica Agreement)，正式確認浮動匯率制的合法化，自此，國際走向多元化的匯率制度。在多元化制度下，IMF 會員國可根據自身經濟金融發展與情勢，選擇合適的匯率制度，並可根據國內外環境的變化調整匯率制度。

就匯率制度分類而言，IMF 大體上以匯率的波動程度，將全球匯率制度分為 10 種，由固定匯率至自由浮動匯率，其他各類型的匯率制度則居於兩者之間。下表列述常見的制度與採用之國家或地區。

表 1-1 匯率制度分類

制度名稱	制度內容	國家/地區
聯繫匯率 (Currency board)	一國立法承諾本國貨幣與另一外國貨幣的匯率為固定，貨幣當局發行通貨必須嚴格遵守維持固定匯率的義務。	香港
一般釘住匯率 (Conventional peg)	一國貨幣的價位釘住另一國或一籃子他國貨幣，基準通貨(或通貨籃)必須向 IMF 報備。且匯價要在中心匯率上下 1% 狹幅區間波動，或是即期匯率的最高與最低價維持在 2% 波動幅度內至少 6 個月。	沙烏地阿拉伯
匯率穩定制度 (Stabilized arrangement)	一國貨幣的即期匯價波動幅度維持在 2% 區間內達 6 個月以上。波動區間要穩定在基準通貨(或通貨籃)某一統計標準(如移動平均)的區間內。	新加坡、伊朗
爬行釘住匯率 (Crawling peg)	一國匯率在固定價位小幅調整，或根據特定量化指標的變動而調整。	瑞士、中國、越南
浮動匯率 (Floating)	匯率原則上由市場決定。貨幣當局不預先設定或承諾匯率的價位，且以直接或間接方式干預外匯市場，以緩和匯率的波動。	南韓、以色列、印度
自由浮動匯率 (Free floating)	貨幣當局在過去 6 個月內的干預次數最多 3 次，且每次干預不超過 3 個營業日，並公布或提供 IMF 干預的資訊與資料。	美國、歐元區、日本、澳洲

註 1:2008 年以前，IMF 《外匯制度與外匯限制年度報告》將自由浮動匯率制度稱為「獨立浮動」(Independently floating)，管理浮動匯率制度稱為「沒有預先制定匯率路徑之管理浮動」(Managed floating with no predetermined path for the exchange rate)；2009 年起，自由浮動匯率制度改稱為「自由浮動」(Free floating)，而管理浮動匯率制度改稱為「浮動」(floating)。

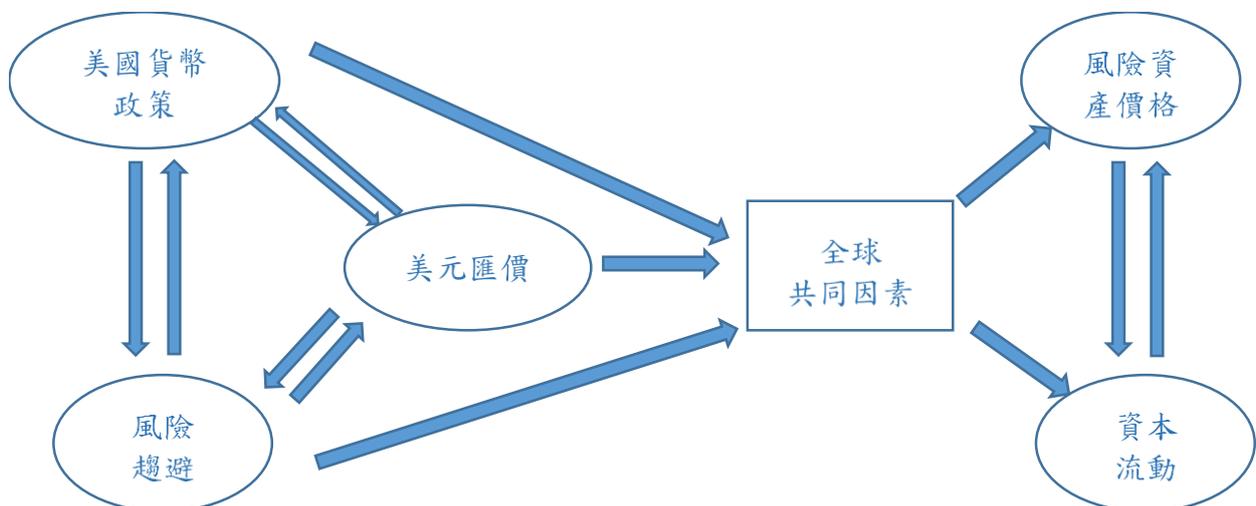
註 2:其他 4 種匯率制度為「沒有個別的法償貨幣(No separate legal tender)」、「類似爬行制度」(Crawl-like arrangement)、區間釘住匯率(Pegged exchange rate within horizontal bands)及其他管理浮動制度(Other managed arrangement)，詳細定義與採用國家請參考 IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions。

資料來源:台灣的匯率制度與外匯管理自由化(2015)、IMF。

匯率是影響進出口貿易與對外金融交易十分重要的因素，對新興經濟體影響深遠，隨金融全球化進展迅速，國際資本快速移動，讓新興經濟體更加難以應付總體經濟與金融穩定面臨之風險。特別是在亞洲金融危機與全球金融危機時期，新興市場除面臨資本大量流出，匯率大幅貶值之惡劣情勢，經濟亦遭受嚴重打擊，部分國家更遭逢社會動盪和政局不穩的混亂局面。

鑒於亞洲金融危機與全球金融危機帶來的傷害，國際間開始反思資本自由移動與自由浮動匯率的效益。IMF 已改變其長期思維，從早期大力反對外匯干預與資本管制，到近期認同其正當性，甚至允許採取先發制人的資本移動管理措施。經濟學家近年的研究亦普遍發現，資本自由移動與浮動匯率的效益確實被誇大，特別是英國倫敦商學院教授 H el ene Rey 於 2013 年指出，美國貨幣寬鬆或緊縮促使跨國資本快速且大規模自由進出，投資者對風險偏好(risk on)或嫌惡(risk off)態度以及槓桿化(leverage)或去槓桿化(deleverage)的行為，使風險性資產價格劇烈變動，全球各國經濟金融因而暴漲暴跌，易使各國嚴重受創，演變成全球問題，此一反覆循環現象稱為全球金融循環(global financial cycle)，在資金自由進出環境下，就算採取自由浮動匯率也難以達成貨幣政策自主性。

圖 1-1 全球金融循環的傳遞管道



資料來源：European Central Bank, Habib and Venditti (2018)

全球金融循環已對許多國家構成政策難題，尤其是對小型開放經濟體而言，往往外匯市場首當其衝，易出現「資本流入、本幣升值、本國資產價格狂飆」或「資本流出、本幣貶值、本國資產價格下挫」的循環現象。如何維持資本自由移動，又能確保本身貨幣政策對國內經濟的影響能力，匯率政策與外匯管理的良窳成為重要的關鍵。

自 1989 年我國匯率制度變革以來，我國央行即採取有彈性的管理浮動匯率制度，以達成新台幣匯率動態之穩定，原則上新台幣匯率由外匯市場供需決定，如遇新台幣匯率過度波動或失序變動時，央行會視情勢進行匯率「雙向」調節。長期以來，我國央行具彈性的匯率制度與充裕的外匯存底，除維持外匯市場秩序及提升我國經濟面對外部衝擊之緩衝能力外，亦有助維持金融市場穩定，並提高貨幣政策與總體經濟政策的有效性，外匯政策成效受到國際間高度肯定。

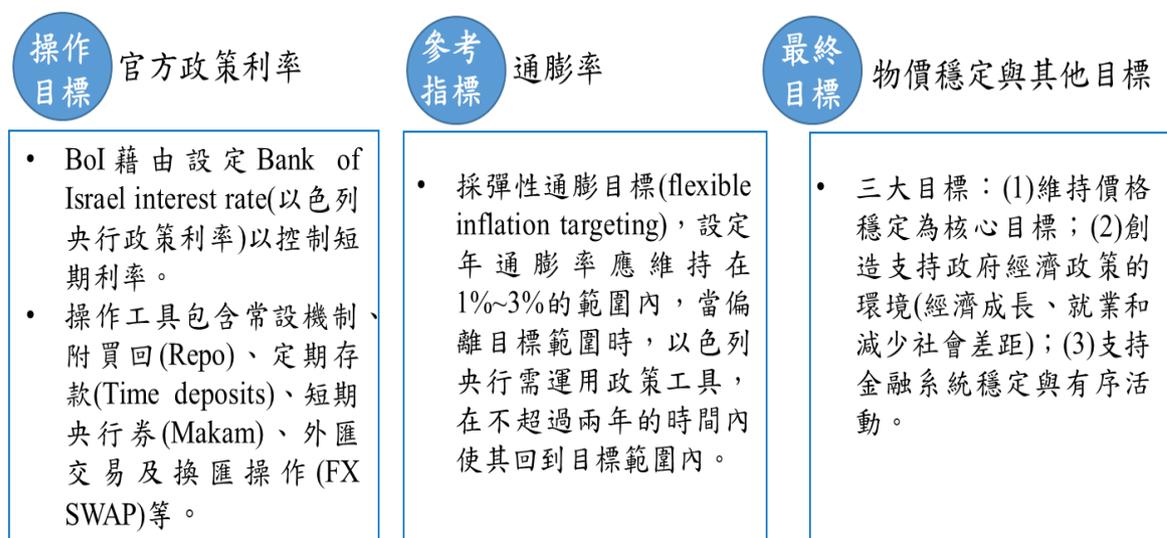
本文除扼要說明我國央行管理浮動匯率制度之運作情形，亦探討同屬小型開放經濟體且採用類似管理浮動匯率制度之以色列，如何自述匯率政策及實際採取管理浮動匯率制的運作狀況，藉此比較兩國在貨幣及匯率政策差異處。

二、以色列管理浮動匯率制度的運作情形

(一) 貨幣政策目標與外匯干預

以色列央行(BoI)根據以色列銀行法(Bank of Israel Law)執行貨幣政策，其法定任務為：(1)維持價格穩定為其核心目標，年通膨率應在1%~3%的範圍內，當偏離目標範圍時，BoI必須在不超過兩年的時間內使其回到範圍內；(2)支持政府經濟政策的其他目標，特別是經濟成長、就業及減少社會差距；(3)支持金融系統的穩定與有序活動¹(圖 2-1)。

圖 2-1 BoI 貨幣政策執行與目標



資料來源：BoI

由於以色列採浮動匯率制度，且為一依賴貿易之小型開放經濟體，匯率易受國際政經情勢干擾，並可能對通膨及金融市場穩定產生影響，因此 BoI 於年報中強調，若經評估以幣(NIS)對美元匯率因金融性因素或經濟危機等特殊情況而大幅波動，該行必要時將進行外匯市場干預；除此之外，亦可能透過換匯交易(FX SWAP)機制，提供美元流動性，以維護金融穩定及實現貨幣政策目標(通膨目標機制)。

¹ Bank of Israel, 2002. The Implications of the Strengthening of the Shekel on the Economy, and an Analysis of Policy Tools, Annual Report 2002, Bank of Israel.

為保留干預外匯市場以穩定金融市場秩序之政策彈性²，BoI 儲備大量外匯存底，截至 2024 年 6 月，以色列外匯存底為 2,103 億美元，約當該國 GDP 之 41.0%(圖 2-2)。

圖 2-2 以色列外匯存底對 GDP 比率



資料來源：Bloomberg

(二) 貨幣政策工具

1. 存款準備金制度

根據以色列銀行法，對銀行實施存款準備金要求，準備率取決於存款類型，一年以上的存款無需準備金。自 2011 年 1 月 27 日起，對非居民的外匯衍生性商品交易(換匯及遠匯)實施 10%的準備金要求。此外，以色列央行毋需向銀行支付法定準備金或盈餘準備金之利息。

2. 提供銀行存款或貸款(Deposit and/or loan tenders to banks)

貨幣存貸款招標為實現既定利率水準的主要政策工具，以色列央行根據流動性需求，提供銀行為期一天、一週或其他流動期間的存款，或銀行向以色列央行貸款，期限為一天或一週，銀行並向以色列央行提供擔保品，包括政府債券及短期央行券(Makam)。

貨幣存貸款招標是以利率分級投標。近十年來，銀行體系流動性

² 根據以色列央行資料說明，持有外匯存底 3 項主要職能分別為：1. 應對危機時期(例如，發生戰爭或自然災害)的緊急外匯存底；2. 允許央行在下列情況下干預外匯市場：(1) 匯率偏離經濟基本均衡區間；(2) 外匯市場運作失序(市場失靈)。3. 央行在外匯市場採取行動，以減輕非居民或居民大量資本移動對金融穩定的影響。

過剩嚴重，因此以色列央行定期對不同範圍的存款進行招標，透過招標吸收過剩資金，達到設定所需的流動性及利率水準目標。

3. 貨幣存款/貸款窗口(Monetary deposit / Monetary loan window)

以色列央行為銀行最後貨幣貸款或存款的窗口，利率設定為以色列央行利率的利差；貸款窗口利率具有正利差，存款窗口利率具有負利差，這為以色列央行的利率設定了一個「區間」。窗口內的存款和貸款金額不受限制，但貸款須提供擔保品，存款/貸款的存/放期限為一日，次一工作日償還。

4. 短期央行券(Central Bank Bills, Makam)

Makam 債券係以色列央行發行的短期證券(最長一年)，提供以色列央行為市場注入或吸收流動性功能。這些債券係向公眾發行，在特拉維夫證券交易所交易，每月發行一次，因此在任何給定時間，都有 12 個 Makam 債券系列進行交易，期限最長為 1 年。Makam 債券收益率有助於計算公眾的通膨預期，從而管理長達一年的貨幣政策。

5. 公開市場操作(Activity in the bond market)

以色列央行於 COVID-19 疫情期間，以及 2008-9 年全球金融危機期間，因經濟狀況顯著惡化，金融市場波動加劇，以色列央行在公開市場購買政府債券，以維持金融體系的流動性，並提高貨幣政策的有效性。

6. 回購協議(repo)

以色列央行購買可交易的政府債券和 Makam 債券，並在交易期限結束時將其賣回，鑑於金融市場流動性過剩，以色列央行停止使用此工具。惟在 COVID-19 疫情期間，以色列央行向機構投資者(退休基金、共同基金及保險公司)推出回購計劃，以緩解金融市場的過度波動，並增加流動性。

7. 外匯市場操作(Activity in the foreign exchange market)

(1) 干預以幣兌美元市場

以色列央行可能透過購買美元來干預外匯市場，以減輕以幣升值對通膨和經濟活動的負面影響。此外，以色列良好的經濟狀況與經常帳盈餘，導致以幣相對美元及其他外國貨幣升值，將對其國內製造業及出口產生負面影響。以色列央行對外匯市場的干預係依貨幣委員會制定政策買匯，並定期審查政策必要性、有效性、成本及潛在的替代方案。

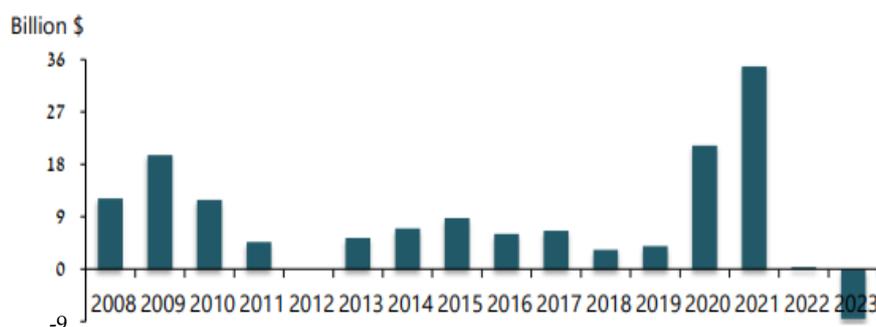
(2) FX SWAP 換匯交易

該工具旨在為國內銀行提供美元流動性，例如 2020 年 3 月，鑑於全球金融市場波動加劇，以及市場美元流動性不足，以色列央行宣布將開始與國內銀行開展為期一周的以幣對美元的換匯期交易。

(三) 外匯干預情形及效果

BoI 主要係透過買、賣匯及 FX SWAP 交易進行外匯市場干預及提供美元流動性；而其干預外匯市場時間點，主要係為因應外部衝擊導致與經濟基本面不符之匯率波動，或緩解金融市場暫時性恐慌情緒，在 2008 年金融危機期間以迄至 2016 年，BoI 在外匯市場買匯超過 700 億美元(BoI 干預匯市時間表詳專欄 3)，下圖為 BoI 自 2008 年以來之買匯金額(圖 2-3)：

圖 2-3 2008 ~ 2023 年 BoI 外匯干預買匯金額



資料來源：BoI

1. 2020 年初 COVID-19 疫情(2020~2021 年淨買匯 562 億美元)

COVID-19 疫情期間，Fed 採取量化寬鬆(Quantitative Easing, QE)政策，美元對大多數貨幣走弱，加上非居民對以色列直接投資持續增加³，以及疫情期間以色列高科技服務出口持續成長，加重以幣升值壓力，與 BoI 透過降息等寬鬆貨幣政策，以支持國內經濟並避免通縮之政策目標相悖。

為了應對與經濟基本面不符的貨幣升值，2020 年 BoI 在外匯市場買進 212 億美元，2021 年買進 350 億美元，該段期間 BoI 標售定期存款(Time deposits)⁴吸收市場游資，餘額顯著增加。

2. 2023 年 10 月以巴衝突(2023 年 10~11 月淨賣匯 85.4 億美元)

2023 年 10 月 7 日以巴衝突爆發，BoI 貨幣政策首要穩定金融市場秩序，尤其是外匯市場(以幣急遽貶值)⁵，為減少不確定性，並同時維持物價穩定，BoI 宣布賣匯 300 億美元及 FX SWAP 交易 150 億美元計畫，以緩和匯率波動與挹注美元流動性。

在該計畫中，BoI 於 10 月及 11 月分別賣匯 82 億美元及 3.4 億美元，俟後以幣貶勢趨穩，至 2023 年底以幣匯率已較以巴衝突前有所升值。

3. 資產負債表反映 BoI 標售定期存款，以沖銷外匯干預對資本市場的影響

觀察 BoI 資產負債表(圖 2-4)在 COVID-19 疫情期間，外國資產由 2020 年 3 月底之 4,429 億以幣擴大至 2021 年底之 6,602 億以幣，增加 2,173 億以幣或 49%；同期間定期存款則由 1,940 億以幣擴大至

³ Bank of Israel, 2023. Statistical Bulletin, Bank of Israel.

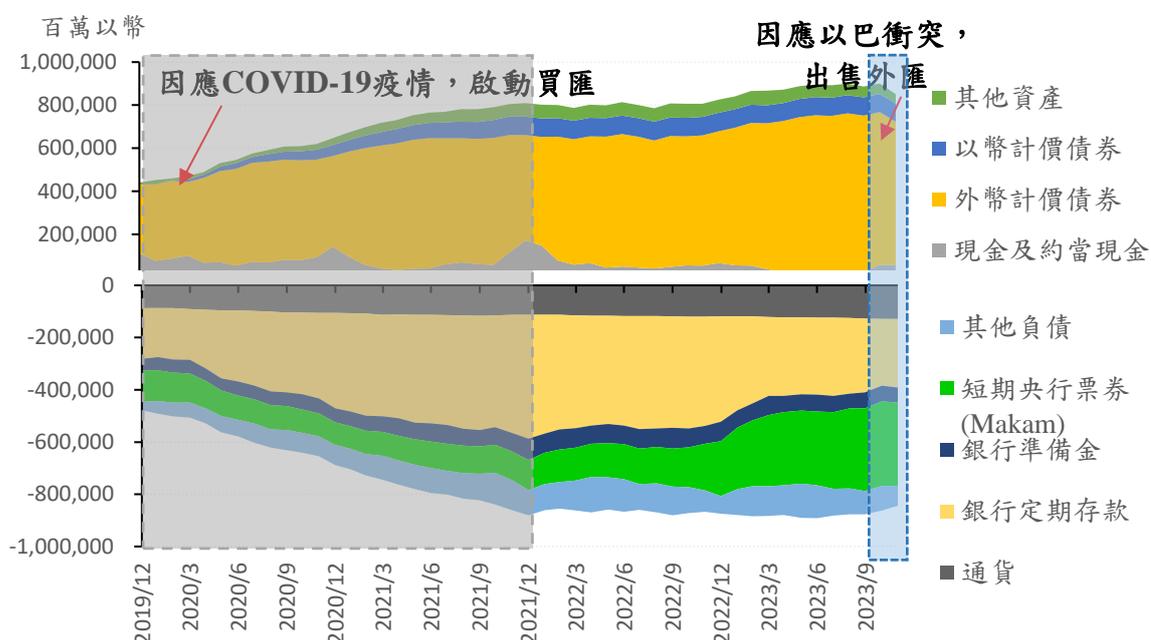
⁴ 以色列央行向銀行提供為期一天、一週或一定期間的存款，並採標售方式，每家銀行單獨投標金額不能超過整個投標中發行的存款金額。近十年來，銀行體系流動性過剩嚴重，因此以色列央行定期對不同期間的存款進行招標，透過招標吸收達到設定目標所需的流動性及利率水準。

⁵ 以幣對美元匯率由 2023 年 10 月 6 日之 3.863，最低走貶至 11 月 1 日之 4.029，幅度達 4.3%。

4,740 億以幣，增加 2,800 億以幣或 144%。

以巴衝突期間，外國資產由 2023 年 9 月底之 7,511 億以幣縮減至 2023 年 11 月底之 7,230 億以幣，減少 281 億以幣或 3.7%；同期間定期存款則由 2,822 億以幣縮減至 2,620 億以幣，減少 202 億以幣或 7.2%。

圖 2-4 BoI 資產負債表



資料來源：BoI

4. 於匯率波動過於極端時，緩解金融市場恐慌情緒及無序波動

當外在衝擊令以幣匯率波動度過於劇烈，並顯著偏離經濟基本面時，BoI 將透過外匯干預，維持匯率穩定性。觀察以幣對美元匯率變動的標準差(代表其實際波動度)(圖 2-5)，可發現以下變化：

2020 年 3 月 COVID-19 疫情期間，全球金融市場動盪，引發資金撤回潮，使得以幣急遽走貶；嗣後，聯準會採取量化寬鬆政策，令以幣面臨升值壓力，以幣對美元匯率變動標準差約由 5% 上升至 28.8%，惟在 BoI 進行外匯市場干預後，匯率波動度大幅回落至 2%~6% 區間，對美元等主要貨幣之匯率波動度回穩。

2023 年 10 月以巴衝突時期，在 2023 年，以幣對美元貶值約 3%，該年匯率波動度較高，主要肇因於年初以色列政府限制該國司法機構的權力，引發抗議浪潮及第四季的以巴戰爭等重大政經事件。儘管 2023 年以幣對美元匯率變動的標準差波動度明顯較高，但並未如 2020 年 COVID-19 疫情爆發初期一度大幅上升至 25.8%，仍是維持在一定波動區間，根據 BoI 報告指出，2023 年以幣對美元匯率的平均實際波動性約為 11%⁶。



資料來源：Bloomberg

5. 以幣 NEER⁷維持穩定

以幣 NEER 自 2015 年以來對一籃子主要貿易對手國貨幣大致呈走升趨勢(圖 2-6)，觀察 COVID-19 疫情期間，全球股市受疫情衝擊而重挫，投資人恐慌性拋售，致以色列外匯市場美元需求大增，帶動以幣對美元匯率一度大幅走貶，惟 NEER 走勢卻未因此一衝擊而明顯波動，隨後更在以色列高科技服務業強勁出口、非居民直接投資帶動下，NEER 回復疫情前(以幣走強)趨勢。

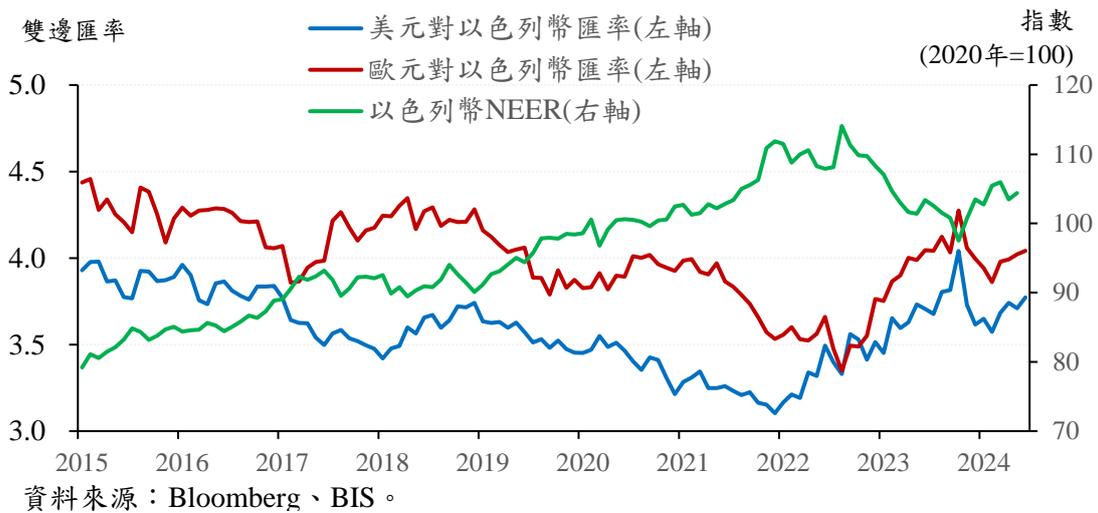
以巴衝突期間，以色列面臨內部政經不確定性因素上升(以色列

⁶ Bank of Israel, 2023. Statistical Bulletin, Bank of Israel.

⁷ 2023 年第四季，以色列 NEER 指數所對應之一籃子國家包括 29 個國家和 21 種貨幣(包括 9 個使用歐元的歐洲國家)，其中前三大貨幣依序為美元(26.9%)、歐元(23.5%)及人民幣(14.8%)。

政府司法改革)之負面衝擊，政經不確定性因素致使 2023 年 NEER 及以幣對美元匯率走弱，加上年底的以巴衝突，使得以色列 NEER 受到影響的程度更加明顯，其與以幣對美元匯率一起轉趨上升(以幣走貶)，但在 BoI 干預後，貶勢趨緩，至 2023 年底 NEER 及以幣對美元匯率止貶回升⁸。

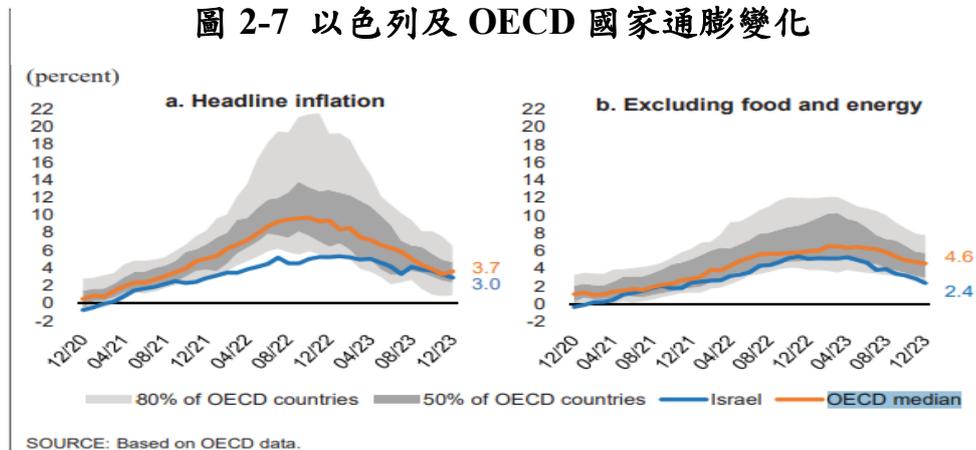
圖 2-6 以幣對主要貨幣之雙邊匯率及 NEER



6. 通膨率較大多數經濟合作暨發展組織(OECD)國家更溫和

在過去幾年間，世界各國同時面臨來自供給面及需求面之通膨壓力，以色列亦不可避免，2023 年 1 月，以色列通膨率高達 5.4%，為 2008 年全球金融危機以來的最高水準；2023 全年之通膨率為 3%，達到通膨目標範圍(1%~3%)之上限(圖 2-7)。

圖 2-7 以色列及 OECD 國家通膨變化



資料來源：BoI

⁸ Bank of Israel, 2024. "Israel's Foreign Currency Market in the Fourth Quarter of 2023," Press Releases, Bank of Israel.

以色列的通膨仍較大多數 OECD 國家溫和，除受惠於以色列能源(天然氣)自給的優勢外，BoI 貨幣政策操作亦有所助益：2021 年夏季，BoI 停止使用其在 COVID-19 疫情期間採用之寬鬆貨幣政策工具，為全球最早結束該政策的中央銀行之一；2022 年初，BoI 停止買匯；2023 年，BoI 緊縮貨幣政策並宣布賣匯，一方面阻貶以幣對美元匯率⁹，緩解進口物價對通膨之推升力道；另一方面則透過拉高利率壓低民眾可支配所得，以達到抑制國內需求的效果。在 BoI 操作下，2023 年以色列通膨率逐漸趨緩。

(四)外界批評及挑戰

1. 外界對匯市干預成效之批評

(1)犧牲其他經濟部門的利益

在 2008 年金融危機期間以迄至 2016 年，BoI 在外匯市場買匯超過 700 億美元以阻止以幣快速升值，部分原因是出於保護占經濟產出 30%以上的出口商；惟隨著以色列經濟成長良好，部分專家和前政策制定者表示，干預措施不再必要。他們認為，購買美元只不過是對部分低效率出口商的補貼，反而犧牲其他經濟部門的利益。

(2)多數學者認為外匯干預僅能短暫影響匯率，對匯價無持續性影響

在 2014 年 UBS 舉辦之外匯存底管理研討會議上¹⁰，當時以色列央行市場操作部門主管 Andrew Abir 表示，管理浮動匯率制度的優點，是能扮演通膨目標化機制下的自動穩定機制。當貨幣政策工具用罄、政策目標彼此有利害衝突(如房市過熱，但出口不振)、欲抑制短期資本移動帶來的有害影響時，即是使用外匯干預手段的良機。但外匯干預的缺點，則是央行資產負債表可能出現虧損、引來投資炒作資金及

⁹ 根據 BoI 估計，假設其他條件不變下，若 BoI 提高利率 1 個百分點，將導致以幣升值 1.5 至 2.1 個百分點。

¹⁰ 楊淑雯，2014。「參加 UBS 第 20 屆外匯存底管理研討會心得報告—第一篇：外匯市場與外匯干預」，《行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書》。

傷害央行的可信度。

就干預效果，Abir 雖認同前以色列央行行長 Stanley Fischer¹¹之看法，外匯干預能緩和本國貨幣升值速度，減輕過度升值的壓力，提供企業調適的緩衝期；惟央行外匯干預，難以扭轉升值方向。

2. 以色列央行認為，外匯干預是協助達成物價穩定的適當工具

Stanley Fischer 是美國著名的經濟學家，美國 Fed 前副主席，任職前以色列央行行長期間，在全球金融危機時，因以幣大幅升值，以色列央行多次大規模外匯干預。Fischer 在 2010 年 10 月接受《華爾街日報》專訪時甚至宣稱：「(央行外匯干預)不能真正影響趨勢的說法，並不正確。」他認為，只要匯價偏離均衡水準，央行就可以干預，而以色列央行大規模外匯干預，避免出口業受到全球金融危機的衝擊，是以色列經濟衰退為期較短的部分原因。

Fischer (2011)表示¹²，市場參與者常說，央行不應對抗市場力量；然而，央行在避免本國貨幣升值與貶值時，所面臨的壓力截然不同。貶值時，市場希望取得外幣，但央行持有的外國通貨有限，因此很難長期抵禦市場要求本國貨幣貶值的壓力。但在升值時，市場希望取得本國貨幣，央行可以無限量的創造本國通貨，亦即外匯干預，買進流入本國的外匯，但為避免通膨上升，要進行沖銷。

此外，外匯干預亦可協助央行達成多重目標。Abir 指出，以色列央行有多重的法定職責，包括維持物價穩定，並在前述條件下，協助經濟成長、就業及縮小缺口，以及協助金融體系穩定。為達成多重目標，央行需要一個以上的政策工具，而外匯干預是頗為適當的工具，不僅能協助控制通膨，亦讓央行對於匯率有部分影響力。

¹¹ Stanley Fischer 於 2005 年入籍以色列，並擔任以色列央行行長，帶領以色列成功渡過金融海嘯，直至 2013 年 6 月離職。2014 年 1 月，獲美國總統 Barack Hussein Obama II 提名為 Fed 副主席，任職期間 2014 年 5 月至 2017 年 10 月。

¹² Stanley Fischer, 2011. "Lessons of the Global Crisis," Dinner Lecture at the Bank of Israel Conference.

專欄 BoI 干預匯市時間表¹³

干預時間	干預原因/時空背景	干預時機/目的	干預方向
1992 年至 1997 年	由匯率目標機制轉 型至通膨目標機制的 兩者併行過渡期	透過外匯市場干預以 維持匯率在特定範圍 內波動	維持匯率 在特定範 圍內波動
2008 年 3 月	全球金融危機	穩定匯市，應對與經濟 基本面不符的貨幣升 值 累積外匯存底（目標 為 350 億至 400 億美 元）	購買美元 (阻升)
2008 年 7 月		以幣快速升值，以色列 央行宣布每日買匯量 提高至 1 億美元	
2008 年 11 月		提高外匯存底目標為 400 億至 440 億美元 維持每日 1 億美元買 匯量	
2009 年 8 月 (2011 年 7 月 停止干預)		宣布每日買匯量不再 固定為 1 億美元	
2013 年 5 月	以色列出口天然氣 令經常帳改善，使得 以幣面臨升值壓力	宣布在 2013 年底前目 標買匯量達 21 億美 元，但不公布每日買匯 量	
2020 年 3 月	COVID-19 疫情爆發 初期，全球金融市場動 盪，導致資金撤回潮， 使得以幣急遽走貶	宣布承作 SWAP 交易 150 億美元，以提供美 元流動性	提供美元 流動性
2021 年 1 月	COVID-19 疫情期 間，聯準會採取量化 寬鬆政策，令以幣面 臨升值壓力	宣布 2021 全年目標買 匯量為 300 億美元，但 不公布干預時間點及 每日買匯量	購買美元 (阻升)
2023 年 10 月	以巴衝突，通膨升 溫，此為以色列央行 首次宣布售匯	宣布將在公開市場賣 匯高達 300 億美元的 外匯，以穩定以幣匯 率。	出售美元 (阻貶)

¹³ Hertrich, M., & Nathan, D., 2022. Online Appendix for “Foreign Exchange Interventions and Their Impact on Expectations: Evidence from the USD/ILS Options Market”, Bank of Israel.

三、我國央行管理浮動匯率制度的運作情形

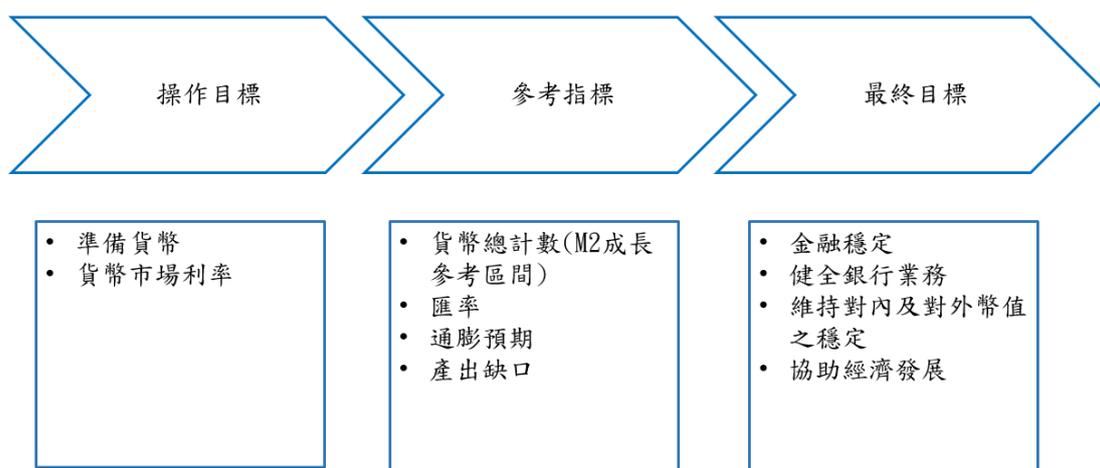
(一)貨幣政策架構及匯率政策說明

根據「中央銀行法」第 2 條，我國央行的經營目標：(1)促進金融穩定；(2)健全銀行業務；(3)維護對內及對外幣值之穩定；(4)於上列目標範圍內，協助經濟之發展。一般而言，所謂對內幣值的穩定係指國內物價穩定，而對外幣值的穩定係指新台幣匯率的動態穩定，據以維持新台幣對內及對外的購買力。

我國資本移動近乎完全自由化，考量臺灣貿易依存度高，匯率波動不宜過大，同時為保有若干程度的貨幣政策自主性與彈性，以因應國內外經濟金融衝擊。我國央行自 1989 年 4 月進行匯率制度的變革，在促進外匯價格、外匯交易與銀行外匯業務三大面向的自由化下，採取依「權衡」調整，較具彈性的管理浮動匯率制度。

我國央行屢次發布新聞稿說明，新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但若有不規則因素(如短期資金大量進出)與季節因素(如股利發放旺季)，導致匯率過度波動或失序變動，而有不利於經濟金融穩定之虞時，我國央行在必要時將進入即期外匯市場採取逆風操作(leaning against the wind)維持外匯市場秩序，以緩和匯率的波動幅度，並增進外匯市場效率。

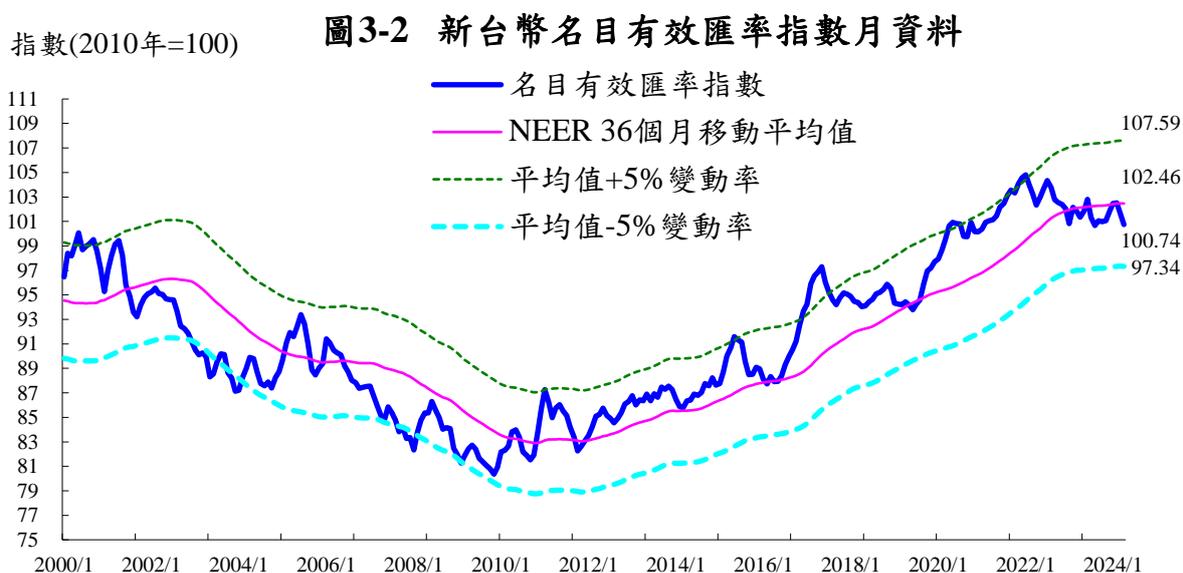
圖 3-1 我國央行貨幣政策執行與目標



(二) 匯市調節機制說明

我國為小型開放經濟體，貿易依存度高，且資本移動十分頻繁；若匯率過度波動，將不利國內經濟與金融穩定。此外，我國不是 IMF 會員國，在發生金融危機時，無法獲得其奧援，更加凸顯維持新台幣匯率穩定的重要性。且由於經濟金融情勢瞬息萬變，新台幣匯率不可能固定在一特定水準，必須因應國內外經濟金融實況，維持新台幣匯率的動態穩定，以反映基本經濟情勢。

我國央行必要時調節匯市，旨在減緩匯率過度波動，而非扭轉趨勢。就短期間或長期趨勢而言，新台幣對美元匯率有升有貶，呈雙向波動，具有彈性。自 2000 年以來至 2024 年初，新台幣 NEER 大致維持在過去 36 個月¹⁴移動平均值上下 5%¹⁵的範圍內(圖 3-2)，以反映基本經濟情勢。



註：匯率的時間數列(O) = 趨勢值×循環性因素×季節性因素×不規則因素，即 $O = (\text{Trend, T}) \times (\text{Cyclical, C}) \times (\text{Seasonal, S}) \times (\text{Irregular, I})$ 。央行在外匯市場的調節並非扭轉匯率的長期趨勢，而是在匯率變動過大時，減緩其變動幅度，即減輕 C、S 及 I 之影響。

資料來源: BIS

¹⁴ 採取 36 個月的原因包括：(1)符合中期的概念；(2)依國發會資料，台灣自第 9 次景氣循環後(1996 年 3 月起)的每一個循環期間介於 33 至 49 個月，平均大致接近 3 年。新台幣 NEER 的 36 個月移動平均可去除循環性、季節性與不規則性等干擾因素，以反映經濟基本面，客觀地呈現新台幣匯率走勢的趨勢性。

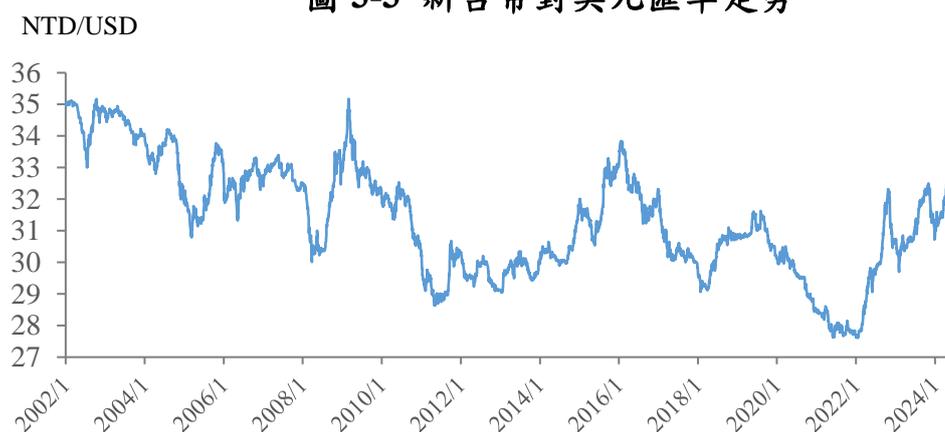
¹⁵ 假設新台幣 NEER 變動呈常態分布(normal distribution)，5%區間約當 1.50 倍標準差，前述移動平均上下 5%區間值約可涵蓋新台幣 NEER 的 86.64%變動情形。另依據歷史經驗，將區間值設定為上下 5%，可提供當前新台幣 NEER 合適的彈性空間，並避免區間值設定過大或過小而無法反映新台幣匯率長期趨勢的情況。

(三) 匯市調節情形及效果

1. 長期以來，新台幣對美元匯率呈現具有彈性的雙向波動

我國央行未設定新台幣對美元匯率的特定目標價位，亦未設定特定目標區間。長期以來，無論是短期間亦或長期走勢，新台幣對美元匯率有升有貶，呈雙向波動，具有彈性(圖 3-3)。

圖 3-3 新台幣對美元匯率走勢

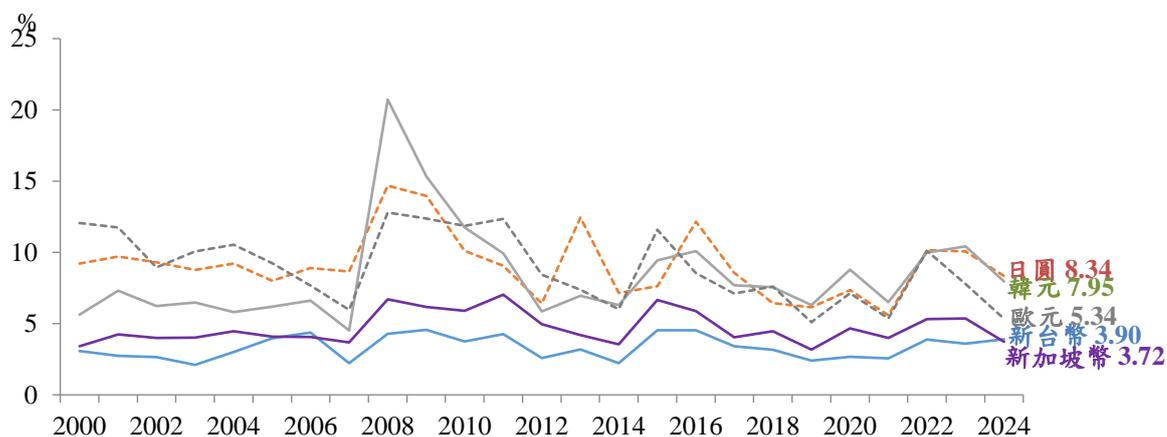


資料來源：中央銀行

2. 新台幣對美元波動度小於其他主要貨幣

臺灣為小型開放經濟體，貿易依存度高，且外匯市場屬淺碟型，維持新台幣匯率相對穩定有其必要性。長期以來，新台幣對美元波動度多小於新加坡幣、歐元、日圓、韓元及澳幣等主要貨幣，有利廠商之報價與營運，亦有助國內金融穩定與經濟成長(圖 3-4)。

圖 3-4 主要貨幣對美元匯率之年平均波動度

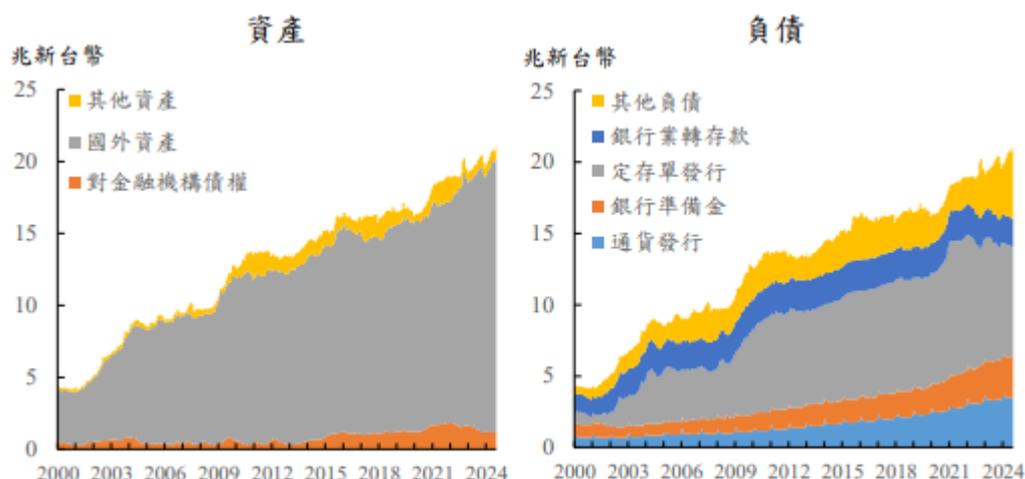


資料來源：中央銀行

(四)運用各項沖銷工具，持續沖銷銀行體系過剩流動性

1. 央行於外匯市場買匯將使外匯存底增加，反映在央行資產負債表中資產項目的國外資產，若央行未沖銷買匯所釋出的資金，負債項目中的準備貨幣(通貨發行及銀行準備金)將隨資產項目的國外資產同幅增加。為降低央行外匯市場操作對國內貨幣數量與金融體系的影響，多數央行會同時進行沖銷操作(如發行債票券收回金融體系資金)，抵銷外匯市場買匯對國內準備貨幣的擴張效果。
2. 依我國央行 2024 年 9 月 19 日公布之央行理監事會後記者會參考資料說明，長年以來，央行主要透過發行定存單沖銷銀行體系過剩流動性；截至 2024 年 8 月底，定存單餘額為新台幣 7.62 兆元。除公開市場操作外，主要貨幣政策操作工具尚包括銀行業轉存款與準備金制度，而調升存款準備率能明確鎖住銀行資金，降低市場流動性，達到貨幣數量管理成效，並使銀行放款更為審慎。
3. 我國央行運用各項操作工具，沖銷銀行體系過剩流動性，國內通貨發行與銀行準備金隨國內經濟規模擴大而持續穩定成長，並未在本行國外資產增幅擴大的期間(如 2001~2004 年、2008~2010 年)快速增加(圖 3-5)，且國內準備貨幣變動與國外資產變動兩者長期

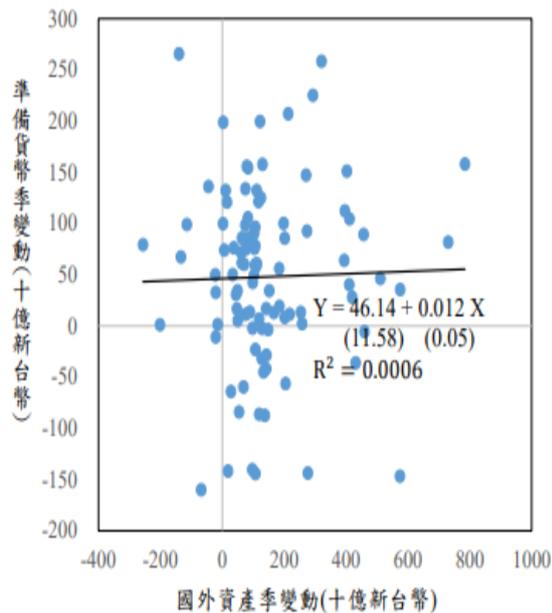
圖 3-5 我國央行資產負債表主要組成項目



資料來源：中央銀行

並無明顯正相關，2000 年第 1 季至 2024 年第 2 季兩者相關係數僅 0.02(圖 3-6)，顯示央行運用沖銷工具，有效抵銷國外資產累積對國內準備貨幣的擴張效果。依 2024 年 9 月央行理監事會後資料，以迴歸分析檢視央行的沖銷幅度，沖銷係數的估計結果顯示，央行在近 20 年均採行接近完全沖銷的措施，使國外資產變動對國內準備貨幣的影響甚微。

圖 3-6 國外資產變動與準備貨幣變動關係



註：資料期間為 2000 年第 1 季~2024 年第 2 季，X 軸為本行國外資產的季變動(已剔除匯率變動因素)，Y 軸為準備貨幣的季變動，黑色實線為線性迴歸所配適的趨勢線，括弧內數值為估計值的標準誤。

資料來源：中央銀行

(五)外界批評及挑戰

1. 外界對我國央行之批評

(1)長期傾向阻升不阻貶

部分外界人士認為，我國央行為壓抑新台幣匯率，長期實施不對稱干預，於新台幣匯率趨升期間積極阻升，趨貶期間則消極放任匯價走跌。

(2)外匯干預操作不透明

部分外界人士認為我國央行應該進一步揭露外匯干預的操作細節，俾能藉以評估我國央行干預的信譽與究責性。

(3)外匯市場自由度不足

國際指數編製機構調查外資法人機構意見指出，臺灣外匯市場自由度尚需改善，尤其是新台幣無法自由兌換及缺乏離岸貨幣市場。

2. 我國央行對外界批評之回應

(1) 我國央行外匯操作採取雙向逆風操作，並無阻升不阻貶之情形

我國央行外匯操作採取雙向逆風操作，旨在減緩匯率過度波動，不會也無法扭轉匯率趨勢，並無所稱阻升不阻貶之情形。自 1998 年以來，新台幣對美元有升有貶，大致在 27 至 35 元之間呈雙向波動；同時，新台幣 NEER 則維持在過去 36 個月移動平均值上下 5% 的範圍內。

(2) 小型開放經濟體從事外匯操作，宜有彈性操作空間

小型開放經濟體匯市供需，受外來因素影響甚鉅，尤其是在全球金融循環及地緣政治風險下，國際資本移動與國人資本移動已成為影響匯市供需穩定的主要因子，外部衝擊無法量化，外匯主管機關實務上難以依照一定準則、指標或模型來確認需要介入匯市的時機與規模，因此，對於穩定匯率之目標，宜採取彈性定義。

(3) 新台幣匯市已充分自由

就外資投資國內證券市場而言，其投資國內股市之資金進出完全自由，且每日台北匯市交易時段亦較股市時段為長，應無其所謂之「新台幣非可自由兌換貨幣」之問題。

3. 我國央行外匯政策面臨之挑戰—全球金融循環提高外匯管理難度

自 1980 年全球貿易與金融自由化推行以來，國際資本移動大幅成長，市場自由化風行，且全球金融體系的複雜性與相互連結性提高，帶來高度的金融全球化，並進一步強化美元獨大，帶動全球金融循環，影響全球風險性資產價格及資本移動。

如跨境資本交易金額相對商品貿易收支金額由 1990 年之 0.6 倍大幅升至 2023 年之 12.4 倍，顯示跨境資本移動已成為決定我國外匯市場供需及匯率變動之主要因素。特別是近年台股不斷創高，外資持

有國內證券市值已逾 8,500 億美元，占我國外匯存底比重超過 150%，其進出股匯市規模擴大，監控及評估其影響匯市供需平衡之難度提高。

四、彙整比較及結論

(一)以色列與我國貨幣政策、匯率政策及相關經濟數據彙整

表 4-1 彙整以色列央行及我國相關重要資訊，主要為匯率相關部分。

國家	以色列	臺灣
央行法源依據及法定職責	《以色列銀行法》 核心目標為維持物價穩定，此外，支持政府經濟政策的其他目標，及支持金融系統的穩定	《中央銀行法》 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，協助經濟之發展
貨幣政策	以政策利率為主，會後公布政策利率	以政策利率為主，會後公布政策利率
通膨目標及物價穩定定義	CPI 年增率應在 1%~3% 的範圍內，當偏離目標範圍時，須在不超過兩年時間內使其回到範圍內	0~2% 區間，中長期平均 2% 可接受
匯率政策	並未設定目標匯率，惟多會事先公布干預計畫。	未設定目標匯率
外匯干預扮演之角色	若匯率因特殊情況而大幅波動或偏離經濟基本面，必要時進行外匯市場干預	調節外匯市場流動性，協助維持外匯市場秩序及金融市場穩定
是否為避險貨幣	否	否
事先公布外匯干預計畫	是	否
外匯干預工具及揭露	1. 即期市場干預， 2. FX SWAP 提供美元流動性 3. 每季公布金額 (落後一季)	1. 即期市場干預 2. FX SWAP 提供美元流動性 3. 每半年公布金額 (落後一季)
沖銷政策	採沖銷干預	採沖銷干預

(二)結論

1. 以色列央行及我國央行法定(經營)目標均包含物價穩定，且均可容許通膨短暫時間內波動超出區間範圍外。
2. 以色列及臺灣均為小型開放經濟體，通膨除受國內經濟景氣影響外，亦會受進口物價變動所帶來之輸入型通膨/通縮所影響；因此，以色列央行及我國央行貨幣政策均以政策利率調整為主，會在政策會議後對外公布其政策利率等短期目標，並透過各種貨幣政策工具，引導貨幣市場利率貼近其政策利率水準；另一方面，亦均保有匯市調節措施以影響匯率水準，惟並未對外明示或正式表明其所希望之匯率目標水準。
3. 匯率變動對小型開放經濟體至為重要，除了可能影響輸入型通膨外，匯率變動對該國經濟景氣(尤其是出口占 GDP 比重較高之經濟體)亦可能帶來重大影響，是以以色列央行及我國央行除政策利率外，均十分重視本國貨幣匯率之變動。如本文未討論、且經濟規模更小或更開放之香港及新加坡，其貨幣政策更以匯率作為政策目標，其中香港採行港幣與美元掛勾之聯繫匯率制度(currency board)¹⁶，而新加坡金管局(MAS)之貨幣政策則以調整匯率走勢為基本¹⁷。
4. 以色列央行及我國央行均採行包含匯市干預措施之管理浮動匯率制度，以輔助利率政策達成物價穩定之目標，惟均未設定特定匯率目標¹⁸；此顯示兩者均權衡性地進行匯市操作，並在事後方公布操作金額¹⁹。例如以色列央行外匯干預時點，係視國內通膨情形、經

¹⁶ 港幣因釘住美元，即使景氣走弱(如房市疲弱)，惟仍須將短率水準維持與美元利率水準相當。

¹⁷ MAS 主要透過新加坡幣對一籃貨幣之名目有效匯率指數(SSNEER)之變動，來調整其政策。MAS 管理匯率機制主要特點為管理一籃貨幣(Basket)、允許匯價在特定區間(Band)波動，並逐步朝 MAS 匯率政策目標爬行調整(Crawl)，外界普遍稱其為 BBC 管理浮動匯率制。每 3 個月政策會議之會後聲明均會提及未來 6 個月新加坡幣對一籃貨幣之名目有效匯率指數(SSNEER)之變動方向、斜率及波動區間。

¹⁸ 以色列央行或對外界公布未來可能干預規模，惟並非硬性規定，實際金額視市場情勢而定，常與宣示規模不同，不同於美國等先進經濟體之 QE 政策，其操作金額為硬性且須達成之目標。

¹⁹ 南韓、新加坡、瑞士及台灣等經濟體於 2019 年或 2020 年開始公布央行干預匯市資料，可能與美國財政部藉由半年度匯率政策報告撰寫過程與渠等央行溝通或建議之影響有關。

濟發展、外部衝擊影響而定，亦常會在外匯市場出現暫時性恐慌情緒或顯著投機情緒時採取大幅度之調節措施；另儘管以色列央行雖會事前公布干預之方向及計畫干預之規模，惟其訂定計畫之準則及影響為何，目前亦暫未發現相關探討。

5. 以色列央行權衡性地進行匯市操作方式及透明度，亦常受到其國內學者質疑，如長期阻升之效果及其對其他經濟部門實質利益之影響，以及其匯市操作或結果之可究責性等。惟其係以法定目標來究責，另透過計量分析研究或主要官員演說，對外界說明匯市調節措施之必要性及重要性，以回應外界各項質疑。

五、參考資料

- (一) Bank of Israel, 2020–2023. *Statistical Bulletin*, Bank of Israel.
- (二) Bank of Israel, 2002. "The Implications of the Strengthening of the Shekel on the Economy, and an Analysis of Policy Tools," *Annual Report 2002*, Bank of Israel.
- (三) Bank of Israel, 2024. "Israel's Foreign Currency Market in the Fourth Quarter of 2023," *Press Releases*, Bank of Israel.
- (四) Stanley Fischer, 2011. "Lessons of the Global Crisis," *Dinner Lecture at the Bank of Israel Conference*.
- (五) Markus Hertrich & Daniel Nathan, 2022. "Foreign Exchange Interventions and their Impact on Expectations: Evidence from the USD/ILS Options Market," *Bank of Israel Working Papers 2022.10*, Bank of Israel.
- (六) Habib, M. & Venditti, F., 2018. "The Global Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area," *Economic Bulletin*, Issue 6, European Central Bank.
- (七)財團法人臺北外匯市場發展基金會，2015。《臺灣的匯率制度與外匯管理自由化》。

- (八)楊淑雯，2014。「參加 UBS 第 20 屆外匯存底管理研討會心得報告—第一篇：外匯市場與外匯干預」，《行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書》。
- (九)中央銀行，2022。《111 年中央銀行年報》。
- (十)中央銀行，2024。「理監事會後參考資料（2024 年 9 月 19 日）」。