

小型開放經濟體理想的貨幣政策架構
—兼論台灣採彈性貨幣目標化架構的經驗

台北外匯市場發展基金會專案研究計畫

李榮謙、郭恬吟、陳倩如、傅君琦

2020年7月

目 錄

壹、前言	1
貳、貨幣政策架構簡介：功能與類型	3
參、主要國家（地區）的貨幣政策架構	6
肆、國際間的貨幣政策架構朝具彈性的方向發展	12
伍、台灣央行採彈性貨幣目標化架構的經驗與外界評價 ...	26
陸、結論	34
參考文獻	36
附錄一：Fed 貨幣政策中間目標與操作目標的演變	40
附錄二：Fed 採貨幣目標化的操作經驗	48

壹、前言

2008年全球金融危機爆發迄今，國際間迭有檢討央行貨幣政策架構的聲浪。全球金融危機爆發後，當時若干論者認為，主要央行普遍採行的通膨目標化（inflation targeting）機制並不理想，須為全球金融危機負責。迨至近期，由於許多主要國家的通膨率仍未達成通膨率目標，關於貨幣政策架構是否須進行調整的討論再起；鑑於此，主要央行如 Fed、ECB 等紛紛著手檢視其貨幣政策架構，在此過程中，亦有論者央行應採其他的貨幣政策架構，如物價水準目標化（price-level targeting）與名目 GDP 目標化（nominal GDP targeting）等，惟目前尚無國家採行。

近年來，台灣亦有諸多論者建議央行調整貨幣政策架構、採行通膨目標化機制等。2018年10月26日，在財團法人蔣碩傑先生文教基金會、國立台灣大學經濟系共同舉辦的「貨幣政策的回顧與展望研討會」上，有論者指稱，先進國家大抵已放棄釘住貨幣供給成長，目前許多先進國家央行採通膨目標化機制、多將通膨目標設在2%~2.5%，並建議央行重思、改革貨幣政策架構。

回顧**主要國家貨幣政策架構的演變**，**1980年代末期~全球金融危機前**，**僵固的貨幣目標化**（rigid monetary targeting）（以下如無特別註明，逕以貨幣目標化稱之）**式微**；**1990年代以後**，**通膨目標化蔚為風潮**；惟**全球金融危機後**，若干論者直指，**嚴格的通膨目標化**（strict inflation targeting）（以下如無特別註明，逕以通膨目標化稱之）因**過度專注於物價穩定、忽略金融穩定，恐是肇致危機的主因**。近年來，**主要國家的貨幣政策架構大抵係朝具彈性的方向發展**；無論原先係採**貨幣目標化**或**通膨目標化**，均朝**彈性貨幣目標化**（flexible monetary targeting）或**彈性通膨目標化**（flexible inflation targeting）機制調整。

一般認為，好的貨幣政策架構，須具備彈性，且應有助於強化央行與外界的溝通，俾利央行最終目標（final goal）的實現。國際間相

關研究亦建議，在**貨幣政策架構調整**的過程中，可考慮採**彈性的策略**，並關注較**廣泛的總體經濟金融變數**；尤其是，對**小型開放經濟體**而言，**匯率**的角色格外重要；因此，其**貨幣政策架構**的設計，須奠基於**總體經濟穩定、金融穩定與匯率穩定**的**三支柱**，並**妥適搭配多種政策工具**，如**外匯干預、總體審慎工具**（macroprudential tools）等。

實務上，並無放諸四海皆準的貨幣政策架構，**最適的架構**仍應根據各國自身情況決定。就**台灣**的情況而言，**台灣央行**多年來所採的**彈性貨幣目標化架構**，除重視**貨幣分析**的**總體經濟穩定**外，亦兼顧**金融穩定與匯率穩定**，並保留**彈性**，與近期**國際間倡議**的貨幣政策架構**完全一致**。

回顧過去，**台灣央行**所採**彈性貨幣目標化架構**長期**運作良好**，不僅達成低且穩定的通膨率，在全球金融危機期間，更協助台灣安度危機，**備受國際肯定**。值得強調的是，相較於主要央行在全球金融危機後才引入促進金融穩定的職責，**台灣自1979年「中央銀行法」**修正以來，早已將**促進金融穩定**列為**央行經營目標**，顯示其具**前瞻性立法**；過去，央行曾採一系列**總體審慎措施**（macroprudential measures），以**敦促金融機構控管不動產授信風險、促進金融穩定**。此外，央行亦採相關措施以**因應快速資本移動**之不利影響，**維護新台幣匯率動態穩定**。

本文擬先簡介貨幣政策架構的定義、功能與分類；接著，引介主要國家（地區）的貨幣政策架構之演變；進而說明全球金融危機後，國際間貨幣政策架構係朝具彈性的方向發展；最後，討論台灣央行採**彈性貨幣目標化架構**的經驗與外界評價。

貳、貨幣政策架構簡介：功能與類型

一、貨幣政策架構的功能¹

央行為達成其法定職責，須建構一套明確的制度性安排（institutional arrangement），這就是貨幣政策架構（monetary policy framework）；完整的貨幣政策架構，至少應包括：央行可動用哪些工具（instruments）、透過何種操作程序（operation procedures），來實現法令所賦予的最終目標職責。

貨幣政策架構所扮演的功能，便是提供經濟體系有效的名目制約（nominal anchor），亦即央行藉由設立明確的短期目標，包括操作目標（operating target）（如準備貨幣或短期利率等）、中間目標（intermediate target）（如貨幣總計數、信用總計數、匯率或中長期利率等），據以強化央行與外界的溝通、引導外界的預期，並促使央行在執行貨幣政策時，提高其透明化（transparency）與權責化（accountability）要求，俾利最終目標的實現。

二、國際間常見的貨幣政策架構類型

國際間常見的貨幣政策架構大致可分為4種：匯率目標化（exchange rate targeting）、通膨目標化、貨幣目標化（monetary targeting），及釘住多項名目指標的其他類型。就匯率目標化、通膨目標化及貨幣目標化這3種常見的貨幣政策架構而言，其實存在不同的優缺點（見下頁表1）。

根據IMF統計²，截至2017年4月底止，IMF會員國中採匯率制約（exchange-rate anchor）機制³有82國；通膨目標化機制有40國（如

¹ 主要取材自李榮謙(2019a)、李榮謙(2019b)。

² IMF (2017)。

³ 匯率制約機制，一般將之歸類為匯率目標化機制。

英國、日本、澳洲、南韓、加拿大等)；**釘住貨幣總計數目標** (monetary aggregate target)⁴有**24國** (如中國大陸等)；**其他類型** (**釘住多項名目指標**)則有**46國** (如美國、歐元區、瑞士等)。

表1 國際間常見的貨幣政策架構及其優缺點

貨幣政策架構	優點	缺點
匯率目標化	<ul style="list-style-type: none"> 以匯率作為名目制約，可穩定一國貿易財價格，有助直接控制國內通膨。 可增強國人對本國通貨的信心。 	<ul style="list-style-type: none"> 對資本自由移動的國家而言，匯率目標使該國貨幣政策喪失自主性。 若匯率調整缺乏彈性，易遭受投機性攻擊。 匯率的逐日變化無法反映貨幣政策動向訊息。
貨幣目標化	<ul style="list-style-type: none"> 央行可透過調節貨幣數量，因應國內經濟金融情勢的變化，貨幣政策較具自主性。 以貨幣總計數做為中間目標，有助央行及時採行適當的貨幣政策，避免延誤政策執行時機。 可明確傳達央行之政策方向。 	<ul style="list-style-type: none"> 若貨幣所得流通速度不穩定，即使貨幣目標達成，亦無法確保最終目標可實現。 金融創新商品推陳出新，貨幣定義不易界定。
通膨目標化	<ul style="list-style-type: none"> 通膨目標易為社會大眾理解，且目標明確、透明度高。 無須仰賴穩定的貨幣與通膨關係。 提高央行權責化。 強迫決策者具前瞻性，避免決策侷限當前經濟情勢。 降低通膨衝擊的影響。 	<ul style="list-style-type: none"> 對於是否達成目標，存在訊息遲延的問題。 通膨率不易預測。 影響通膨率的因素眾多，央行不易控制。 可能存在法則過於僵固、缺乏彈性的問題。 無法確保金融穩定。

資料來源：Mishkin (1999)、中央銀行(2014)。

⁴ 釘住貨幣總計數目標，一般將之歸類為貨幣目標化機制。

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，各國央行所選擇的貨幣政策架構，亦不盡相同。前 Fed 理事、哥倫比亞大學教授 Frederic S. Mishkin 認為，各國央行應衡量其自身政治、文化、經濟及歷史等背景因素，決定最適合的貨幣政策架構，俾營造一有利於長期物價穩定及經濟健全發展的環境⁵。

⁵ Mishkin (1999)。

參、主要國家（地區）的貨幣政策架構⁶

一、新加坡：匯率目標化⁷

新加坡貨幣管理局（MAS）於1970年代成立初期，以銀行最低準備金要求為貨幣政策工具，嗣隨該國金融市場快速發展，且基於民生物資與經濟發展高度依賴進出口貿易，匯率為影響物價穩定的主要因素，自1981年以新加坡貿易加權匯率（SSNEER）為中間目標及操作目標，期在可持續的經濟成長下，達成物價穩定的長期政策目標。

由於新加坡經濟受跨國企業主導，資本移動頻繁，境內利率受國際金融情勢與匯率預期所影響，利率或貨幣數量並非有效的貨幣政策目標；MAS 主要依通膨預期壓力強弱，於外匯市場進行干預操作，引導匯率朝政策目標移動，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），稱為 BBC 管理浮動匯率制。

MAS 執行每日貨幣市場操作，惟並非如其他央行以調控利率或貨幣數量水準為目標，主要係用來確保國內銀行體系具有充分的流動性，另亦作為支援匯率管理之工具，如資本大量外流時期，MAS 可引導國內利率走高，以輔助匯價走強。

MAS 認知其貨幣政策可能對金融穩定造成影響，故亦配合採行針對性的總體審慎措施，以因應資本移動所造成的不穩定效應，如2009~2013年資本大量流入時期，MAS 即推出多項抑制房地產與金融市場過熱的措施，MAS 將之稱為附加性貨幣政策（Monetary Policy Plus）。

二、香港：匯率目標化⁸

⁶ 本節感謝中央銀行經濟研究處國際經濟科副科長黃也欣、國內經濟科專員鄭雅蔚的協助。

⁷ MAS (2018)、MAS (2013)、Tee (2013)。

⁸ 主要參考盧世勳 (2006)。

由於香港是貿易依存度與服務業比重高的小型開放經濟體，匯率變動直接且快速影響香港的所得與物價。1980年代初期，因英國與中國大陸協商1997年香港主權歸還中國大陸問題，引發香港資金外逃之信心危機，通膨大幅攀升、港幣不斷貶值，為穩定金融體系，香港金管局（HKMA）於1983年10月17日實施聯繫匯率制度，發鈔銀行須按7.80港幣兌1美元的固定匯率交易。2005年，HKMA改革聯繫匯率制度，將7.80港幣兌1美元的固定匯率放寬至7.75~7.85港幣兌1美元的匯率波動區間。在此範圍內，HKMA可選擇符合聯繫匯率制度運作原則之市場操作，藉以消除市場異常現象，確保此一制度運作順暢。

香港因資本帳完全開放，釘住美元雖可減緩匯率波動，但卻喪失貨幣政策自主性。近年來，隨美國貨幣政策逐步正常化，美元及港幣利差擴大，套利活動增加，港元貶值，2018年曾多次觸及弱方兌換保證（7.85港幣兌1美元），迫使HKMA進場買入港幣、拋售美元，並隨Fed腳步，上調基本利率。伴隨香港與中國大陸經濟連動增加，各界認為香港的聯繫匯率制度可能需調整，以因應經濟情勢變化。

三、南韓：通膨目標化（彈性通膨目標化）⁹

南韓央行原採貨幣目標化機制，1997年亞洲金融危機後因接受IMF紓困，改採通膨目標化機制，並輔以M3成長率來充當中期目標。

南韓的通膨目標化機制歷經多次修正，其中南韓所採用的通膨指數，由初期之CPI年增率，調整為核心CPI年增率，2007年後再調整回CPI年增率；其通膨目標原為目標區間，2015年12月16日，南韓央行宣布將通膨率目標從2.5%~3.5%調低至2%，2016年後改採單一通膨目標值；目前的通膨率目標，為CPI年增率3年平均達2%。

⁹ 主要參考 BoK (2017)、Nomura (2018)；鄭雅蔚、李佳津 (2018)。

操作目標部分，**南韓央行自2008年實施利率走廊機制**，上限為流動性調節貸款利率，中間值為政策利率（央行基準利率），下限為流動性調節存款利率，**區間為政策利率±1%**。在利率走廊機制下，南韓央行透過**公開市場操作**，引導操作目標（**隔夜拆款利率**）**貼近央行基準利率**。

全球金融危機後，南韓央行認為金融穩定亦為影響物價穩定目標的因素。**2011年修改「南韓央行法」**，**規範南韓央行於執行貨幣政策時，亦應考量對金融穩定的影響**。南韓央行表示，其所採貨幣政策架構為**彈性的通膨目標化機制**，如當實體經濟或金融體系面臨不確定風險，即使通膨預期超過通膨目標，央行仍應考量調升利率是否對金融穩定造成負面衝擊。

四、瑞士：其他（釘住多項名目指標）¹⁰

1975~1990年，**瑞士央行（SNB）**主要以**貨幣基數**或**貨幣總計數M1**成長率為個別年度的**貨幣政策目標**，惟因其無法作為出現重大非預期衝擊事件的充分指標，故SNB放棄釘住貨幣數量的年成長目標值；**1991年起**，該行**放棄設定貨幣基數成長目標**，**另行公布**所謂的**貨幣成長中期目標**。1990年代後期，因貨幣需求的不穩定性上升，自2000年起，SNB改採**基於中期通膨預測的利率目標架構**，並以貨幣總計數M3來協助估測未來3年之通膨預估值；自該時起，SNB較不著重貨幣總計數年成長目標之達成，而較重視其對未來2~3年物價之影響。另由於瑞郎之**避險通貨特色**，過去石油危機與歐債危機致匯率大幅升值，SNB均**曾短暫採行設定匯率下限**之貨幣政策。

SNB的**最終目標為適當考量經濟發展下維持物價穩定**，**中期CPI**

¹⁰ 主要參考 Jordan (2016)、Baltensperger et al.(2007)、蕭翠玲 (2007)。

年增率低於2%並避免通縮；操作目標則為3個月期瑞郎 LIBOR 利率區間。SNB 每季發布的未來3年中期通膨預測，為其重要決策依據，貨幣總計數則為預測模型的重要指標；惟 SNB 並未承諾就通膨預測結果採制式的因應措施，故非屬明確的通膨目標化機制。

SNB 總裁 Thomas Jordan 表示¹¹，SNB 並未就通膨訂定一個目標變動率，但 SNB 訂有明確的法定職責：確保物價穩定，同時充分考量經濟發展。物價穩定之達成是，當年通膨率為正數，且低於2%（SNB 不欲通縮（deflation），也不想要通膨率在中期逾2%）；這樣的物價穩定定義，對於類如瑞士的小型開放經濟體而言，相當合情合理。Jordan 進一步強調，具彈性的物價穩定定義，對小型開放經濟體是必要的，因為彼等的通膨經常受到外來因素的短暫影響，例如油價、進口物價及匯價波動等。

SNB 表示，該行係採以原則為基礎（principles-based）的貨幣政策，以長期物價穩定為名目制約，但保留短期彈性以因應經濟波動，例如2011年瑞郎受歐債危機衝擊而大幅升值，嗣後 CPI 年增率降至負數，SNB 推出暫時性的歐元兌瑞郎匯率下限政策；迨至2015年，SNB 終止該政策，主要係因若 SNB 持續施行該政策，恐須被迫購買大量的外匯資產；此後，SNB 改採負利率政策，以擴大其與歐元區的負利差，2017年後 CPI 年增率回升至0%以上。

五、歐元區：其他（釘住多項名目指標）¹²

ECB 的首要法定目標為物價穩定，並在不抵觸物價穩定下，支持經濟成長；ECB 以 M3 及通膨預期作為中間目標，而操作目標則為銀行間隔夜拆款利率。ECB 認為，影響物價穩定的因素甚多，僅關注通

¹¹ Jeffery (2018)。

¹² 主要參考侯德潛(2011)。

膨率或通膨預測的貨幣政策架構不夠周延，且歐元區的經濟結構具較多不確定因素，參考多元形式與不同經濟資料分析較為合宜，故不採通膨目標化機制；此外，歐元區是相對較大且封閉的經濟體，匯率波動對物價衝擊相對輕微，亦不適合採匯率目標化機制。

ECB 以中期調和消費者物價指數 (HICP) (一般將中期定義為18個月~3年) 年增率0%~2%為目標，實施以物價穩定為導向的「雙支柱」(two-pillar) 貨幣政策架構：(1) 貨幣分析：以較廣義貨幣總計數 M3 成長作為參考指標 (因歐元區的 M3 與物價在中期具穩定關係，且實證結果顯示，M3 在貨幣需求函數穩定性及通膨的領先指標上具相對優勢)；(2) 經濟分析：針對其他經濟金融變數，進行廣泛的評估分析。

六、美國：其他 (釘住多項名目指標)¹³

美國 Fed 的法定政策目標為物價穩定、充分就業，一般將之稱為 Fed 的雙任務；2013年10月9日，時任 Fed 副主席 Janet Yellen 在總統提名其擔任 Fed 主席的記者會上表示，若國會通過其任命案，她誓言達成美國國會責付 Fed 促進就業最大化、物價穩定及金融體系穩健之重大職責；外界解讀 Yellen 將金融穩定，視為 Fed 的第3項法定職責。

伴隨美國經濟金融情勢轉變，Fed 貨幣政策架構的中間目標、操作目標歷經多次更迭：1951~1970年，Fed 主要以利率作為中間目標與操作目標；1970~1979年，則以貨幣總計數為中間目標、聯邦資金利率為操作目標；1979年10月~1982年10月，Fed 以貨幣總計數為中間目標、非借入準備為操作目標；1983~1990年代初期，Fed 以借入準備作為操作目標，並以多項總體經濟金融變數作為中間目標；迨至1993年，

¹³ 主要參考 Meulendyke (1990)、Sellon et al.(1981)、Federal Reserve Bank of San Francisco (2003)。

隨金融創新、貨幣需求不易估測，且貨幣總計數成長與 GDP 等經濟指標間的關聯性瓦解，**Fed** 主要以**聯邦資金利率**為**操作目標**，並放棄以**貨幣總計數**為**中間目標**(關於 Fed 採貨幣目標化的經驗，詳附錄一、二)。

目前 Fed 雖**未明示中間目標**，但就其操作來看，**或可將長短期利差、通膨率、匯率等經濟金融變數**視為其中間目標；**Cleveland Fed 總裁 Loretta J. Mester** 及**前 Fed 理事 Mishkin** 則認為，實務上**美國 Fed** 已採**彈性的通膨目標化機制**。根據近期 FOMC 會議記錄顯示，調整聯邦資金利率目標區間的時間及幅度，取決於當時美國經濟相對充分就業目標、2%通膨目標之實現，以及預期經濟情況的評估，並納入就業數據、通膨壓力及通膨預期指標、金融與國際情勢發展等廣泛資訊，充當貨幣政策制定之參考。

全球金融危機前，Fed 主要透過貼現窗口及公開市場操作等政策工具，影響準備金供給，引導聯邦資金利率趨近目標值。**全球金融危機後**，**Fed** 實施**資產購買計畫**導致**銀行體系準備金遽增**，為有效地暫時收回市場流動性及調控聯邦資金利率，Fed **陸續採數種新工具**，包括：**超額準備金付息利率** (Interest Rate on Excess Reserves, IOER)、**隔夜附賣回操作** (Overnight Reverse Repurchase Agreement, ON RRP) 及**定期存款機制** (Term Deposit Facility, TDF) 等。2014年，**Fed** 確立以 **IOER** 及 **ON RRP** 作為**聯邦資金利率目標之上下限**，形成利率走廊。

肆、國際間的貨幣政策架構朝具彈性的方向發展

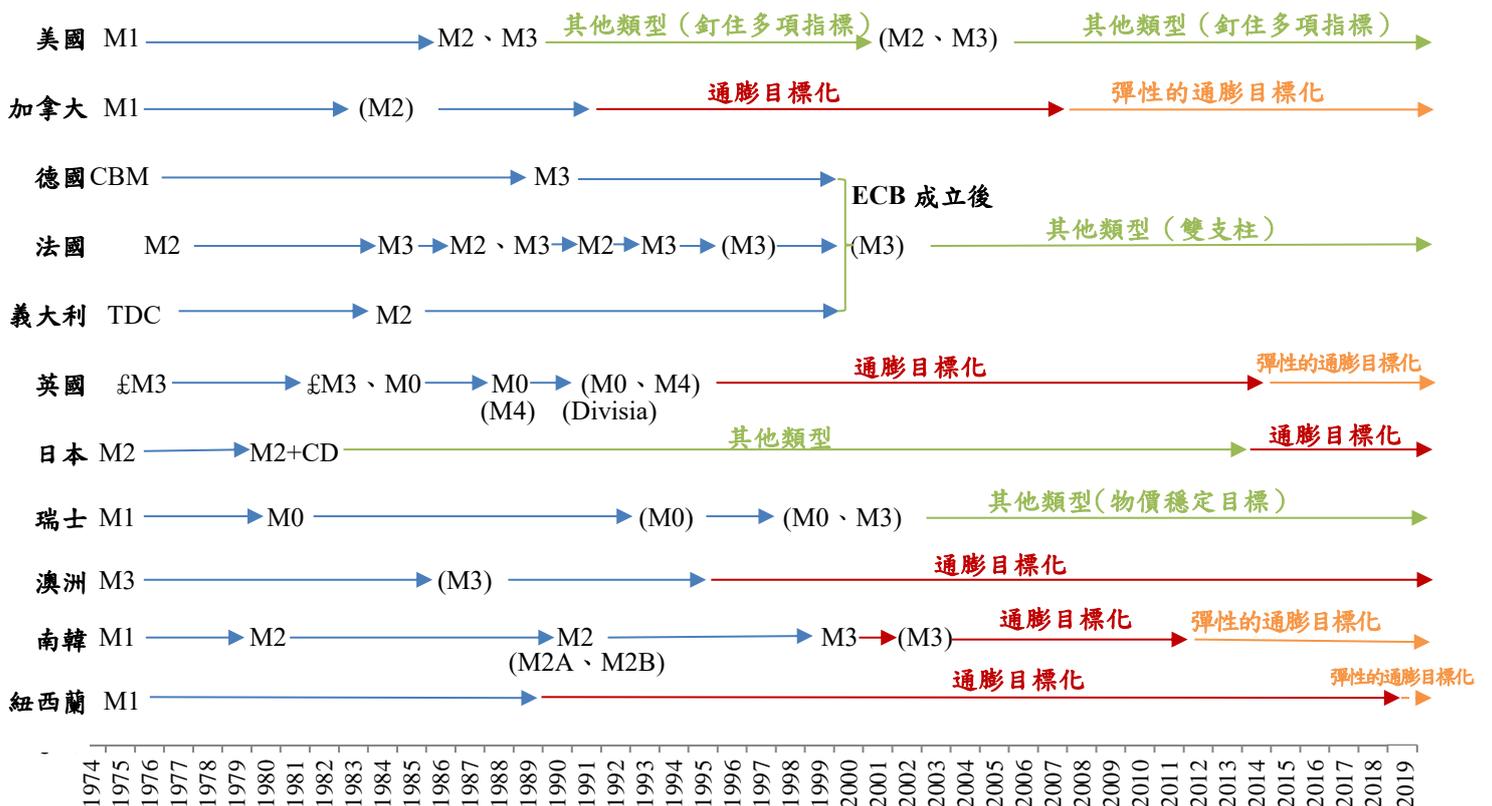
一、1980年代末期~全球金融危機前，貨幣目標化逐漸式微

(一) 自1980年代末期起，許多先進經濟體央行已放棄貨幣目標化

1980年代以前，若干採貨幣目標化之先進經濟體央行，係奠基於貨幣數量學說的論點：長期而言，貨幣數量成長與通膨率具有緊密的關聯性；惟其成立的先決條件為：貨幣數量與名目所得具實證上的穩定關係，亦即貨幣需求或貨幣流通速度十分穩定。

然而，當金融創新導致貨幣流通速度出現罕見且不可測的變動時，貨幣成長與通膨率的關聯性已弱化，貨幣目標化機制似不再適用。自1980年代末期起，多數先進經濟體央行已放棄貨幣目標化；1990年代，通膨目標化蔚為風潮。伴隨此一發展，貨幣總計數在多數先進經濟體央行的貨幣政策架構中，不是被降級為參考指標，就是完全被放棄（見圖1）。

圖1 主要國家貨幣政策架構之演變



(二) 1997年亞洲金融危機後，若干新興亞洲國家放棄貨幣目標化

對新興亞洲經濟體而言，過去20年來伴隨經濟金融情勢的大幅轉變，如通膨率低、金融深化與金融包容性提升等，新興亞洲的貨幣需求與貨幣流通速度變得不穩定。因此，以貨幣總計數充作推估未來1~2年的通膨率指標，已較不可靠。

1997年亞洲金融危機後，許多亞洲國家主要因接受IMF紓困之要求，紛紛調整其貨幣政策架構，如南韓、泰國等，由貨幣目標化機制，改採通膨目標化架構。

二、貨幣總計數與貨幣分析實屬重要，於全球金融危機後再獲重視¹⁴

(一) 新興亞洲的貨幣總計數與通膨率之長期關聯性依然存在

BIS的研究報告指出，對新興亞洲經濟體而言，貨幣總計數預測短期通膨率的效果雖減弱，惟貨幣成長與通膨率的長期相關性依然存在。因此，不宜完全捨棄以貨幣總計數為基礎的貨幣分析；不過，貨幣總計數的分析須更細緻，且聚焦於捕捉中期趨勢的訊息內涵。此外，前BoE總裁Mervyn King亦指出¹⁵，拋棄貨幣與通膨具長期緊密關係的觀念，並不明智。

BIS的研究報告建議，新興亞洲央行仍應持續關注長期貨幣成長趨勢，以作為預測長期通膨趨勢的指標。

(二) 在貨幣政策擬定、金融穩定評估方面，貨幣分析具重要價值

IMF的研究報告指出，在許多國家，貨幣分析仍攸關貨幣政策的擬定，及金融穩定的評估；尤其是，在淺碟金融市場進行操作的央行，可能須持續仰賴貨幣分析的資訊，充作其決策過程的依據。

此外，IMF的研究報告亦指出，全球金融危機的經驗顯示，從貨

¹⁴ Filardo et al.(2014)、Laurens et al.(2015)。

¹⁵ King (2002)。

幣總計數與信用總計數所萃取的資訊，不應被排除在貨幣政策分析或金融穩定分析的推論之外。貨幣總計數可能蘊含目前的經濟狀況、衝擊性質，以及未來的通膨率等實用資訊，且其亦有助於未來金融穩定風險的分析。未來中長期觀點的貨幣分析或可與評估物價穩定展望的經濟分析，進行交叉檢核（cross-check）。

其實，Kim,Shin and Yun（2012）的實證研究業已指出¹⁶，撇開貨幣總計數能否充當預示經濟活動、物價走勢的有用指標不論，鑑於貨幣總計數的組成份子中，若干項目可反映銀行部門的跨境流量，所出現的順循環特性，因此貨幣總計數確實有助於提供金融穩定的重要訊息。

三、全球金融危機後，印證通膨目標化機制不可行（尤其是小型開放經濟體），彈性的貨幣政策架構才是可行的機制

2008年全球金融危機爆發，引發各界對既有貨幣政策架構的重思；論者直指，1990年代後盛行的通膨目標化機制，是肇致危機的主因；彼等批評，通膨目標化機制因過度專注於物價穩定、忽視金融穩定，因而助長危機發生¹⁷。

例如，德意志銀行資深經濟學家 Michael Biggs 及德國 Goethe University 教授 Thomas Mayer 指出，1990年代及 2000年代，主要國家央行所採行的通膨目標化機制，確實導致信用過度成長，這最終引發了金融不穩定與金融危機¹⁸。

諾貝爾經濟學獎得主 Joseph Stiglitz 指出¹⁹，小型開放經濟體的物價上漲多屬「輸入性通膨」；如因「輸入性通膨」而採緊縮性貨幣政策，不僅無法抑制，反而使產出惡化。因此，Stiglitz 強烈反對小型開

¹⁶ Kim et al.(2012)。

¹⁷ Stiglitz(2008)、Parker (2009)。

¹⁸ Biggs, and Thomas (2012)。

¹⁹ 同註17。

放經濟體採通膨目標化機制。

全球金融危機後，若干原採通膨目標化的央行紛紛改採彈性通膨目標化機制。例如加拿大於2006年即指出，該行對通膨率重返通膨目標的期間保持彈性，2011年檢討通膨目標化架構時再強調，彈性通膨目標化架構有助於其因應外在衝擊及支持金融穩定；英國於2013年採彈性通膨目標化機制；至於美國，Mishkin 指出²⁰，Fed 的貨幣政策架構從1980年代的「只做不說」(Just Do It) 貨幣政策策略，演變至2012年1月採彈性通膨目標化機制。此外，全球第一個採通膨目標化機制的紐西蘭央行，亦自2019年4月1日起調整其貨幣政策架構；紐西蘭央行將在既有的物價穩定目標外，新增最大就業目標，亦即改採彈性的通膨目標化機制。

由近年來國際間央行貨幣政策架構的調整與發展可知，過去的貨幣目標化機制或通膨目標化機制，都已不再適用，彈性的貨幣政策架構才是可行的機制。前法國央行總裁、前 IMF 執行長 Jacques de Larosière 建議²¹，目前國際間央行應採較具彈性的貨幣政策策略；彼等不應堅持僅聚焦於機械式、不容改變的單一通膨率目標，在定義理想的通膨率時，可展現一定的彈性；此外，應重拾更為多樣化的儀表板，例如恢復金融穩定目標，重視信用監控、總體經濟審視與資產泡沫分析等。BIS 於2019年6月發布的年度經濟報告 (annual economic report) 亦指出²²，新興市場經濟體央行結合外匯干預及總體審慎工具 (macroprudential tools) 的混合式貨幣政策架構，大抵運作成功。

另一方面，雖有論者提出物價水準目標化與名目 GDP 目標化機制的概念，惟兩者均僅止於學術性的討論，並未有國家真正採行。

²⁰ Mishkin (2016)。

²¹ De Larosière (2019)。

²² BIS(2019)、Hinge (2019)。

四、國際間相關研究建議，對小型開放經濟體而言，理想的貨幣政策架構應兼顧總體經濟穩定、金融穩定與匯率穩定等，並保持彈性²³

(一) BIS 的研究報告：新興亞洲的貨幣政策架構應考量3大支柱

1、第1支柱：傳統的總體經濟穩定支柱

傳統的總體經濟穩定支柱，反映了在1~2年的傳統政策期間內，短期通膨和產出動態的貨幣政策抵換關係。

BIS 的研究報告指出，過去20年來，在決定產出、通膨動態的短期因素方面，貨幣總計數的角色已漸式微；不過，就可能影響消費者與企業的信用受限程度、流動性的普遍可得性等長期因素而言，貨幣總計數仍扮演重要角色。

2、第2支柱：以金融穩定為導向的貨幣政策支柱

對新興亞洲而言，亞洲金融危機與全球金融危機所帶來的衝擊，已凸顯了將金融穩定考量更佳地融入貨幣政策架構的必要性。在操作方面，彼等已採總體審慎工具（含資本移動管理工具）等，以強化傳統性貨幣政策工具（政策利率等）的運用。

此意味著，除由個體面追蹤金融穩定的脆弱性外，亦應從總體面監控廣泛的貨幣總計數與信用總計數，並特別留意房價的動態變化；此亦代表，央行對通膨率重返目標、產出重回穩定狀態的政策期間，須保持彈性：當與第2支柱有關的金融穩定隱憂浮現時，與第1支柱有關的傳統政策的控制期間（1~2年）可能須放寬。

3、第3支柱：以匯率管理為導向的貨幣政策支柱

整體而言，新興亞洲央行須聚焦於不是強力干預，而是旨在減緩匯率大幅波動的匯率管理制度；以匯率管理為導向的貨幣政策支柱，

²³ 同註14。

即反映此一政策目標。

就概念上來看，**第3支柱**係為嘗試**處理匯率偏離**（currency misalignments）的問題。由於**若實際匯率大幅偏離均衡匯率**，可能**引發嚴重的資源錯置**；因此，若第1支柱的物價穩定風險不大時，央行可能須採行措施來抵抗匯率偏離。儘管此並不代表央行須採**匯率目標化**，惟**央行仍須將匯率偏離的考量，納入其追求物價穩定與產出穩定的政策制定之中**。

（二）IMF 的研究報告：在擬從貨幣目標化機制轉換的過程中，央行可考慮彈性的貨幣目標化等過渡性機制

IMF 的研究報告指出，**一國在擬從貨幣目標化機制轉換的過程中，亦應聚焦於貨幣分析**，惟**不嚴格去堅守僵固的貨幣法則**，亦即採**彈性的策略，或為一合理的選擇**。

此外，IMF 的研究報告亦指出，央行於調整貨幣政策架構時，須**綜合考量貨幣總計數、匯率與利率**，並**輔以妥善的溝通**。

1、貨幣總計數的角色

根據各國實證結果的差異，**貨幣總計數的角色**，可能扮演**數量的中間目標**，或只是充當**評估物價穩定風險的補充性指標**；相較於對準備貨幣或其他貨幣總計數設定明確的數量目標，**貨幣分析應與由經濟分析所獲致的結論，進行交叉檢核**。

2、匯率彈性

某種程度的匯率彈性，對於**維持貨幣政策的自主性係屬必要**。因此，**央行須賦予名目匯率具有波動的彈性**，並**強化對匯率傳遞機制的瞭解**，俾利傳達匯率在貨幣政策施行過程中將扮演的角色。

3、利率操作

就操作層面而言，貨幣政策係與制定適當的利率水準有關；在央

行貨幣政策架構轉換的過程中，其應試著避免堅守僵固的準備貨幣法則，俾防止可能傷害實體經濟的利率波動。

4、溝通策略

在貨幣政策架構演變的過程中，央行溝通對於制約通膨預期係屬必要；此一溝通須涵蓋重要的總體經濟變數，及貨幣政策的施行等。

IMF 的研究報告指出，採浮動匯率制的央行於制定貨幣政策時，可能將持續仰賴貨幣總計數；不過，央行可讓此架構變得更具彈性，且聚焦於利率。具體而言，儘管廣義貨幣總計數目標仍將當作中間目標，惟或許可不再以準備貨幣充當短期流動性管理的操作目標；IMF 建議，央行或可考慮採行以下貨幣政策運作模式：

- 在預設的期間內，訂定準備貨幣目標的平均值或區間。
- 整體銀行準備金的目標路徑（應與長期準備貨幣目標等長期預測一致），將引導而非決定，央行的短期流動性管理。
- 央行日常的流動性管理主要聚焦於：在一段期間內，將整體準備金的平均水準，大抵維持於與目標路徑相同，並極小化超額準備的短期波動（其可能引發短期利率的頻繁波動）。
- 讓短期貨幣市場利率，在央行的常備融通機制與存款機制，所形成的利率走廊內波動；若短期利率持續接近利率走廊的上限或下限，則應定期調整利率走廊的位置。

（三）BIS：小型開放經濟體的貨幣政策架構應考量匯率的影響、善用多項工具來處理不同目標，並強化溝通

1、匯率波動對小型開放經濟體影響尤劇，加深彼等央行的挑戰²⁴

BIS 總經理 Agustín Carstens 指出，新興市場經濟體央行關注匯率，係因匯率是小型開放經濟體名目制約的核心決定因素。匯率大幅

²⁴ Carstens (2019)。

波動，尤其是大幅貶值，**恐將使物價不穩定**，且這種不穩定，可能非線性、甚至不連續；**貨幣穩定，通常至少需要中期匯率穩定，這是有序經濟活動的基石**。

當本國通貨貶值，為制約通膨預期，央行常透過調整短期參考利率來緊縮貨幣政策立場；然而，在**市場極度波動**時，**調整短期利率的傳統貨幣政策恐不足以維持對通膨預期的制約**，此時採**外匯干預、總體審慎政策**（macroprudential policies）**等其他工具應屬妥適**。鑑於國際金融體系可能面臨前所未有的流動性，採行多種工具追求穩定，很可能將是常態、而非例外。事實上，許多國家已採行此作法。

一般而言，通貨貶值可提高國際競爭力，並促進經濟活動；然而，美元走強往往使新興市場經濟體的信用緊縮，此一金融面向的狀況，削弱了通貨貶值使一國出口擴張的效應；極端而言，若信用緊縮使全球價值鏈（GVCs）受到限制，通貨貶值甚至可能造成出口縮減。事實上，**全球貿易對全球 GDP 比率，與美元強弱呈負相關**。

匯率會透過影響金融情勢，影響新興市場經濟體的國內經濟活動，進一步複雜化新興市場經濟體央行的任務。新興市場經濟體有2項金融結構特徵：（1）**新興市場經濟體的借款者，尤其是企業，高度依賴外幣借款**；（2）**外國投資者大量持有新興市場經濟體本幣計價主權債務**。

鑑於前述2項特徵，**新興市場經濟體匯價升值會使國內金融情勢趨鬆，對國內經濟活動產生擴張性影響**；貨幣政策係透過金融市場發揮作用，故央行注重匯率，可以理解。廣泛而言，較**寬鬆的金融情勢**會導致**金融脆弱性累積，對長期物價穩定構成風險**。

Carstens（2019）指出，由於央行關注國內經濟活動，故**匯率**自然很重要，因其會**影響長期利率**，超越了教科書所傳授的貨幣政策傳遞管道；本國幣大幅升值會壓縮期限溢價（term premia），急遽貶值則

會拉升期限溢價，**長期利率波動會影響需求**。

況且，若**考量金融穩定問題，匯率更形重要**—證據顯示，在信用暴漲（credit booms）期間，對外借款相較於國內借款增加；金融危機前，會出現信用強力擴張加上匯率強勁升值。**全球金融情勢與國內金融循環**會以上述形式**相互推波助瀾**。

全球投資者在新興市場經濟體金融市場的強勢存在，意味著金融衝擊，例如先進經濟體貨幣政策或投資者的態度變化，會引發大規模投資金流變化，驅動匯率走勢；因此，Carstens（2019）認為，**匯率**可能愈來愈會**傳遞並放大金融衝擊，而非吸納衝擊**。

2、小型開放經濟體央行擬定貨幣政策時，應考量匯率的影響

匯率與國內金融情勢間的連結，以及傳統貿易管道弱化，對貨幣政策具重要意涵。本國幣貶值將透過匯率傳遞推升通膨，但至少在短期內，透過傳統貿易管道對國內產出的影響卻不大；另藉由金融管道，貶值將使金融情勢趨緊，使國內經濟緊縮。當**匯率貶值**，**央行可能面臨通膨攀升與實質經濟疲弱**的兩難，需在**通膨穩定與產出穩定**間做出**短期權衡**，使貨幣政策執行與溝通複雜化。

此外，由於強力的金融管道，**匯率波動會將通膨與債務推向相反的方向**，迫使**央行追求物價穩定時須跨期抉擇**。例如，**匯價升值**會**抑制通膨**，但卻會使**金融情勢趨鬆、加劇債務累積，增加中期脆弱性**；由於**金融穩定風險亦隱含長期物價穩定風險**，故關於**產出穩定與物價穩定**問題，**央行**面對短期與中期間的**跨期抉擇**。

Carstens（2019）表示，面對這些艱難的權衡，調整短期利率等傳統貨幣政策恐無法解決問題；因此，新興市場經濟體央行便動用其他能減緩匯率波動及其總體經濟影響的政策工具，因應這些挑戰，主要包括：

(1)外匯干預

外匯市場干預有助央行在面對匯率波動時，形塑更有利局面。過去20年間，新興市場經濟體央行普遍依賴此一工具，外匯準備大幅增加；證據顯示，新興市場經濟體的沖銷式外匯購買，使匯率產生統計上及經濟上皆顯著的貶值。

Carstens (2019) 指出，外匯干預以2種主要方式因應匯率波動造成的挑戰：

- 外匯干預可直接抵銷可能對通膨及實質經濟產生不良影響的匯率波動，減輕調整利率之傳統貨幣政策的負擔，並為貨幣政策增加一定程度的自由。
- 累積外匯準備具有類似總體審慎的特性。累積準備可為抵禦未來大幅貶值提供自我保險，亦為全球金融安全網的一部份。有跡象顯示，外匯準備緩衝有助減輕近年全球金融壓力對新興市場經濟體匯率的影響，包括在全球金融危機期間。為達此目的，累積準備本身甚至無須影響匯率；事實上，當為此目標建立準備時，若干央行試圖儘可能減少對通貨外部價值的影響。在經歷1990年代的通貨危機後，此一目標相當普遍。

同時，沖銷式外匯干預可抵銷匯率升值與推升國內信用創造之資本流入相互推波助瀾的反饋迴路 (feedback loop)；一旦資本移動方向逆轉，累積的外匯準備可抵禦金融不平衡的疊加，從而降低風險、縮小逆轉程度。

(2)針對性政策措施

Carstens (2019) 指出，除外匯干預外，新興市場經濟體央行尚採傳統的總體審慎工具，並偶爾採用非傳統的資產負債表政策，因應匯率波動挑戰。

若不平衡與脆弱性集中於金融部門的特定部分，總體審慎工具的針對性本質，有助減低傷害；但這種針對性本質亦使其易於規避，降低有效性。整體而言，過去20年的經驗顯示，這種針對性措施可有效助於減輕匯率波動時貨幣政策須面對抉擇的負擔，增強經濟韌性，並緩解脆弱性累積；惟多數總體審慎工具係銀行導向，故恐不適用於處理資本市場可能出現的不平衡及脆弱性。

在此情形下，新興市場經濟體行可能會採取非傳統的資產負債表政策。例如，央行可在承受壓力時期，促進投資期限調整，藉以防止資本移動並避免匯率壓力。具體而言，當大量外來資本流向長天期公債，並可能迅速流出，央行便可提供短天期工具，以其資產負債表穩定市場；因為強勢投資者不持有長期工具，市場需要短期證券解決全球投資者的布局調整。

3、小型開放經濟體央行的貨幣政策架構應拓展其政策工具、選擇適當的政策期間、採妥適的工具搭配，並強化溝通

Carstens (2019) 表示，採行浮動匯率制度並以調整短期利率實現通膨穩定，對新興市場經濟體央行而言顯然有所不足；尤其匯率的金融管道，會導致貨幣政策的艱難取捨，同時削弱貨幣政策傳遞，複雜化貨幣政策的實施。

展望未來，新興市場經濟體央行須進一步拓展政策工具箱，俾因應匯率及資本移動的挑戰。此外，彼等亦須因應匯率波動導致的跨期抉擇問題。如前所述，強大的金融管道恐使匯率波動對通膨的短期與中期影響大不相同；例如，匯率升值可能會使短期內通膨率下滑（disinflation），但卻助長金融不平衡之累積，提高未來資本大舉流出及匯價貶值的風險，有礙中期物價穩定。

Carstens (2019) 指出，新興市場經濟體央行在考量其物價穩定職責時，除須擴展其政策工具，尚須具充分彈性與足夠長遠的眼光；如

此一來，匯率驅動之金融不平衡對長期物價穩定造成的風險，便可納入決策過程，避免短視的政策。他強調，由於匯率等多種因素皆會影響物價穩定，故利率、外匯干預、針對性措施是新興市場經濟體央行實現物價穩定的政策三角。

關於小型開放經濟體貨幣政策架構的設計，BIS 於2019年6月發布的年度經濟報告分別就政策工具箱的建立、適當的政策期間之選擇、政策工具的搭配與溝通策略等，提供建議如下²⁵：

(1) 政策工具箱的建立

央行須決定，如何發展與運用其政策工具箱，除適當的貨幣政策工具、外匯干預外，亦包括總體審慎工具。

政策工具的選擇及其確切的運用，取決於國家特定的因素（特別是經濟、金融結構）、總體經濟與金融環境，以及政策目標等。

(2) 政策期間的選擇

與此同時，央行須決定政策期間。在通膨目標化機制下，貨幣政策釘住穩定通膨的期間，通常至多為兩年，而貨幣政策決策的頻率，則通常少於1季。

至於總體審慎措施的期間，則通常較長，因其旨在減緩長期金融穩定風險；本質上，長期金融穩定風險的變化較為緩慢，故總體審慎工具的調整較不頻繁，有時為1年調整1次。

相較之下，外匯干預的期間，則通常極短（若外匯干預係為穩定匯率波動時尤然），且其操作可能係每日進行。

一直以來，均存在適當的貨幣政策政策期間為何之問題，例如央行是否可能須延長其釘住通膨率目標的期間，以更佳地因應短期經濟

²⁵ 同註22。

表現及長期金融與總體經濟穩定的跨期取捨（intertemporal tradeoff）？BIS 指出，其中一個方法為：藉由延長追求通膨目標的期間，以提升彈性；此有助於處理金融不平衡（financial imbalances）對總體經濟穩定所致的長期風險。重要的是，僅有在通膨率低於通膨目標時，才須考慮增加政策期間彈性，以處理跨期取捨的問題。

(3) 政策工具的搭配

以多種政策工具來管理總體經濟穩定與金融穩定，亦帶來工具分配（instrument assignment）與協調的挑戰；在不同工具的傳遞管道重疊時，尤為如此。

工具分配的一項普遍方法是區隔（separation），例如政策利率主要用於因應國內物價與產出的變動；外匯干預則主要用以因應不受歡迎的匯率波動；而總體審慎措施，則用來處理金融穩定風險。

採此種區隔方法的理由在於，能有明確的責任歸屬，從而強化政策架構的可信度（credibility）。不過，其缺點在於，各項工具各自為政，而非經協調的方式運作；若能善加協調，理應產生更佳的效果。

(4) 溝通策略

新興市場經濟體央行，亦面臨重大的溝通挑戰。對政策目標、架構、法則與決策的清楚溝通，一般被視為提升貨幣政策機制可信度與權責化的關鍵因素；在多工具（利率、外匯干預與總體審慎工具）、多目標（物價、總體經濟與金融穩定）的架構下亦為如此。

不過，在多工具、多目標的架構下擬定溝通策略，格外具挑戰性；在此架構下，央行或應經常對其決策進行交互參照（cross-referencing），並解釋各項決策的背景、範圍與目標，以極小化傳達混雜訊號的風險；這在不同工具用於達成不同期間的目標時，尤為重要。

就政策緣由與目的進行清楚而積極的溝通，除增進可信度與權責

化外，其對某些措施與策略的有效性，亦至關重要。例如有關政策利率的反應函數（reaction function）與預期路徑（envisaged path）之透明化，有助於強化政策利率傳遞至長期利率的效果。

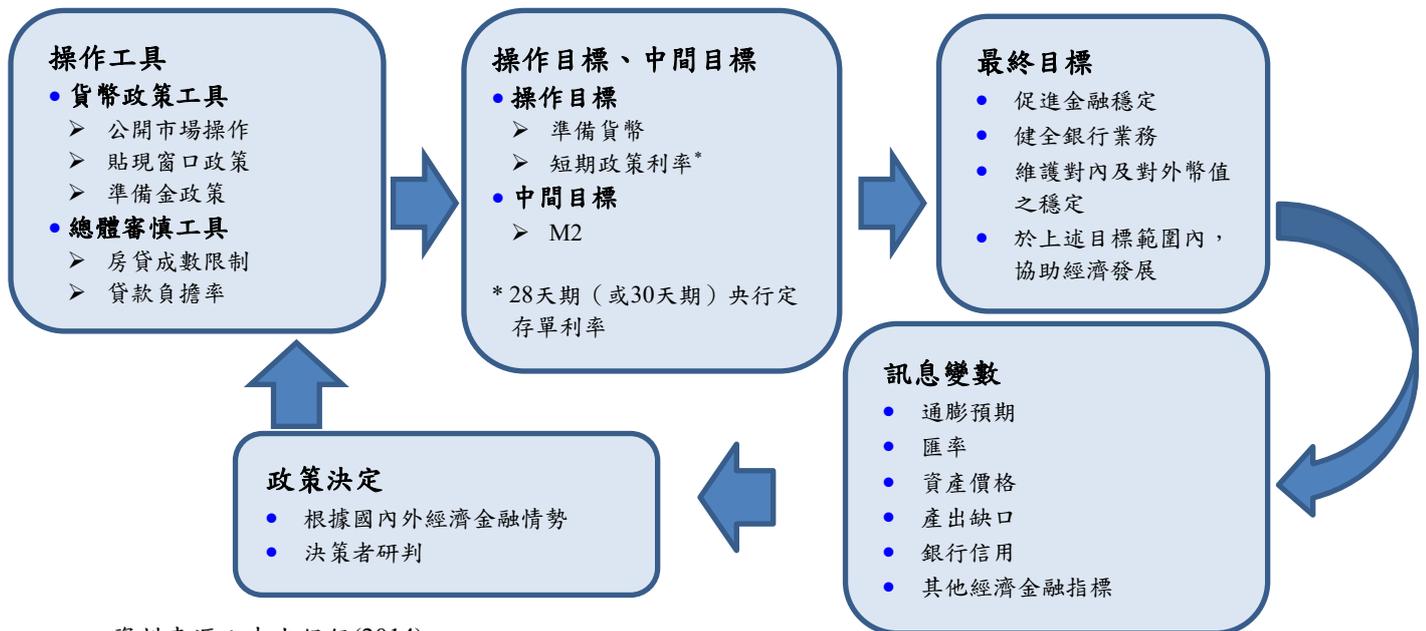
就外匯干預而言，溝通策略將取決於央行的中間目標；若外匯干預係為累積預防性的外匯存底緩衝（precautionary FX reserve buffers），而未著眼於影響匯率，則央行可能低調地進行干預，或可能預先宣布其購買資產的預擬固定路徑。以法則為基礎（rules-based）的外匯干預，可能有助於穩定匯率，因市場參與者會將央行對匯率過度波動的反應內化；不過，其亦可能促使市場參與者與央行對作，且減少外匯干預的驚奇元素。

伍、台灣央行採彈性貨幣目標化架構的經驗與外界評價

就台灣的情況而言，過去央行在對外說明貨幣政策架構時，主要係表明以**貨幣總計數 M2**為**中間目標**：每年年底理監事會訂定下一年**貨幣成長目標區**（2019年 M2成長目標區間為**2.5%~6.5%**），且配合總體經濟目標將**通膨率**控制在**2%以下**²⁶。

不過，央行在**2014年9月25日**發布的理監事會後記者會參考資料中即曾指出，央行貨幣政策決策過程中，除**貨幣總計數**外，仍關注**通膨預期、匯率、資產價格、產出缺口及銀行信用**等重要的**經濟金融指標**（見圖2），堪稱為**兼容並蓄的貨幣目標化**（eclectic monetary targeting）機制²⁷，亦即**彈性貨幣目標化架構**²⁸。

圖2 央行的貨幣政策決策除貨幣總計數外，亦考量廣泛的經濟金融指標



資料來源：中央銀行(2014)。

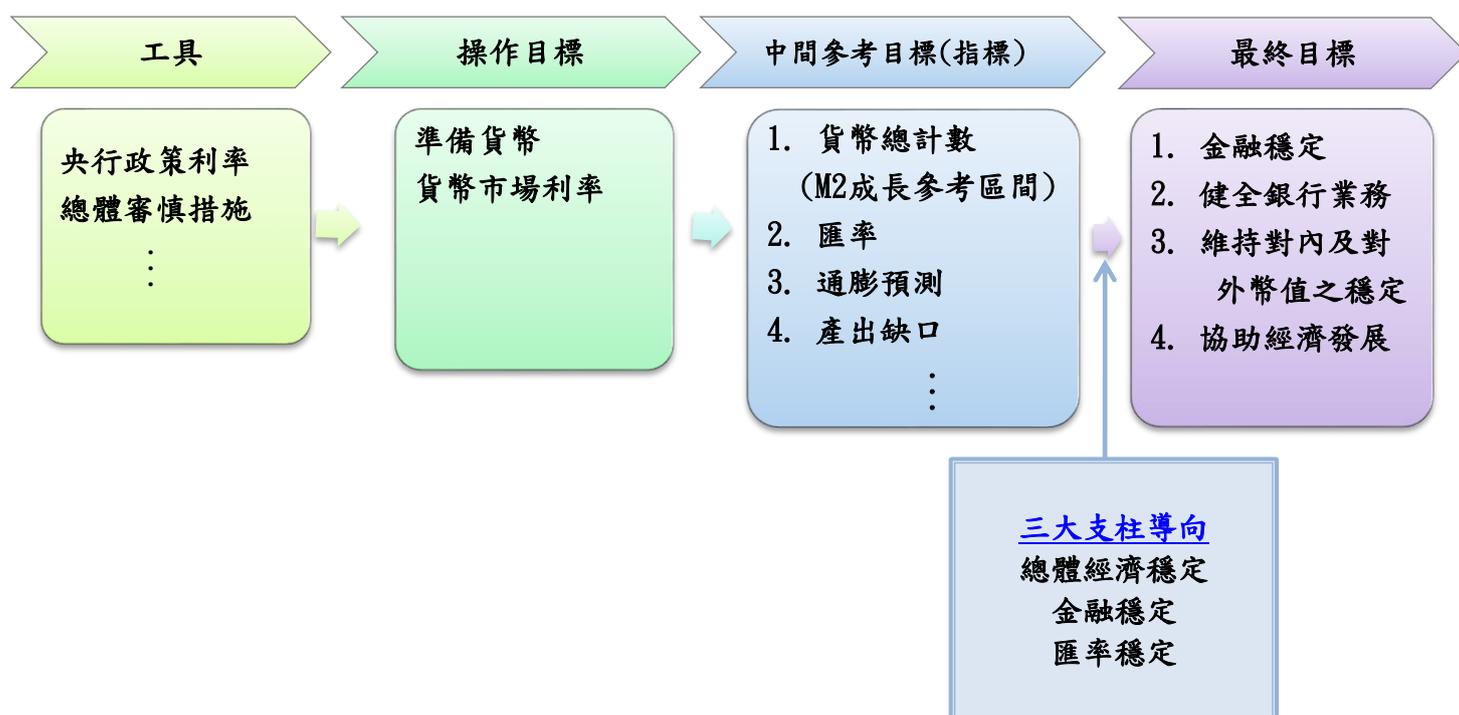
²⁶ 過去，央行係被動以國發會（及前身經建會）的總體經濟目標為依據，例如物價穩定目標係將CPI年增率控制在2%以下；不過，央行楊總裁已於2018年3月明白表示，只要CPI年增率介於0%~2%之間，都可接受；2019年1月，楊總裁於《銀行家》（The Banker）雜誌撰文更進一步表示，宜採定義更廣泛的物價穩定。

²⁷ 此一機制與國際間盛行之彈性的通膨目標化機制，其實差異已相當有限。如果貨幣目標化與通膨目標化機制分別位於貨幣政策架構譜系的兩邊，彈性的貨幣目標化是由貨幣目標化向中間靠攏，而彈性的通膨目標化則是由通膨目標化向中間靠攏。

²⁸ 楊金龍(2019)。

簡言之，台灣央行其實係採三支柱導向的彈性貨幣目標化架構（見圖3）；自2020年起，央行將M2年成長目標區調整為成長參考區間，且不再逐年設定，主要係基於近年來台灣M2成長的不確定性提高、M2與物價的短期關係弱化（惟M2與產出、物價仍具長期的穩定關係），以及為確保貨幣政策的自主性與彈性等考量；央行將M2年成長目標區調整為成長參考區間，且不再逐年設定，可賦予操作目標較大的彈性，亦容許M2在適度的成長區間內變動，以因應總體經濟金融變數的不確定性（此亦為央行實務上的作法），有助於央行達成物價穩定、金融穩定、匯率動態穩定及協助經濟發展的多重目標。

圖3 台灣央行實係採三支柱導向的彈性貨幣目標化架構



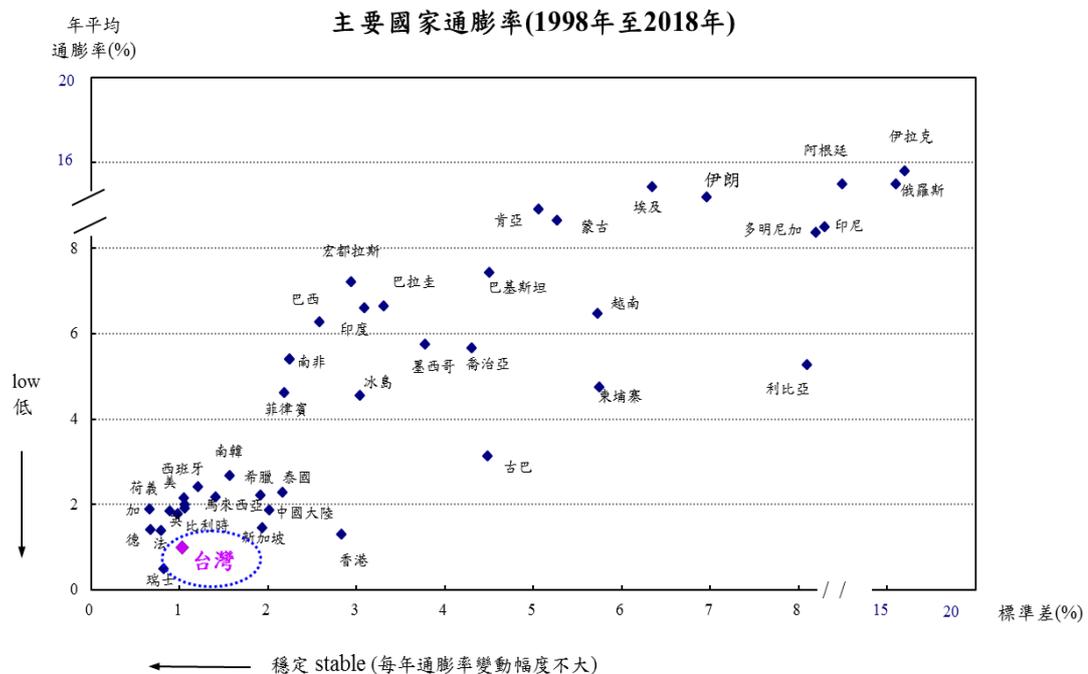
多年來，在央行所採的彈性貨幣目標化架構下，台灣的M2成長率大抵均落於目標區間內，除達成低且穩定的通膨率外（見圖4），在全球金融危機期間，央行因應景氣與物價變動，彈性調整貨幣政策，引導金融業隔夜拆款利率走低、維持銀行有較高的超額準備，充分提供金融機構流動性，增強金融機構的韌性等，協助台灣安度全球金融

危機，及其後餘波盪漾的期間（見圖5）²⁹。

值得說明的是，央行之所以訂定較寬（及不常更動）的年貨幣成長目標區間，即在追求一中長期目標，且將總體經濟金融變數的不確定性納入考量，唯有當觸及成長目標區的上下限時，央行才會採較積極的政策因應。

另自1979年「中央銀行法」修正以來，促進金融穩定早已是央行的經營目標之一，與主要國家央行在全球金融危機後，才引入促進金融穩定職責相較，顯示央行有前瞻性立法；過去為減緩特定地區房價高漲、銀行授信過度集中可能導致的風險，央行曾採行一系列總體審慎措施，以敦促金融機構控管不動產授信風險、促進金融穩定。此外，由於資本帳自由化，央行亦採行相關措施以因應快速資本移動之不利影響³⁰，維護新台幣匯率動態穩定。

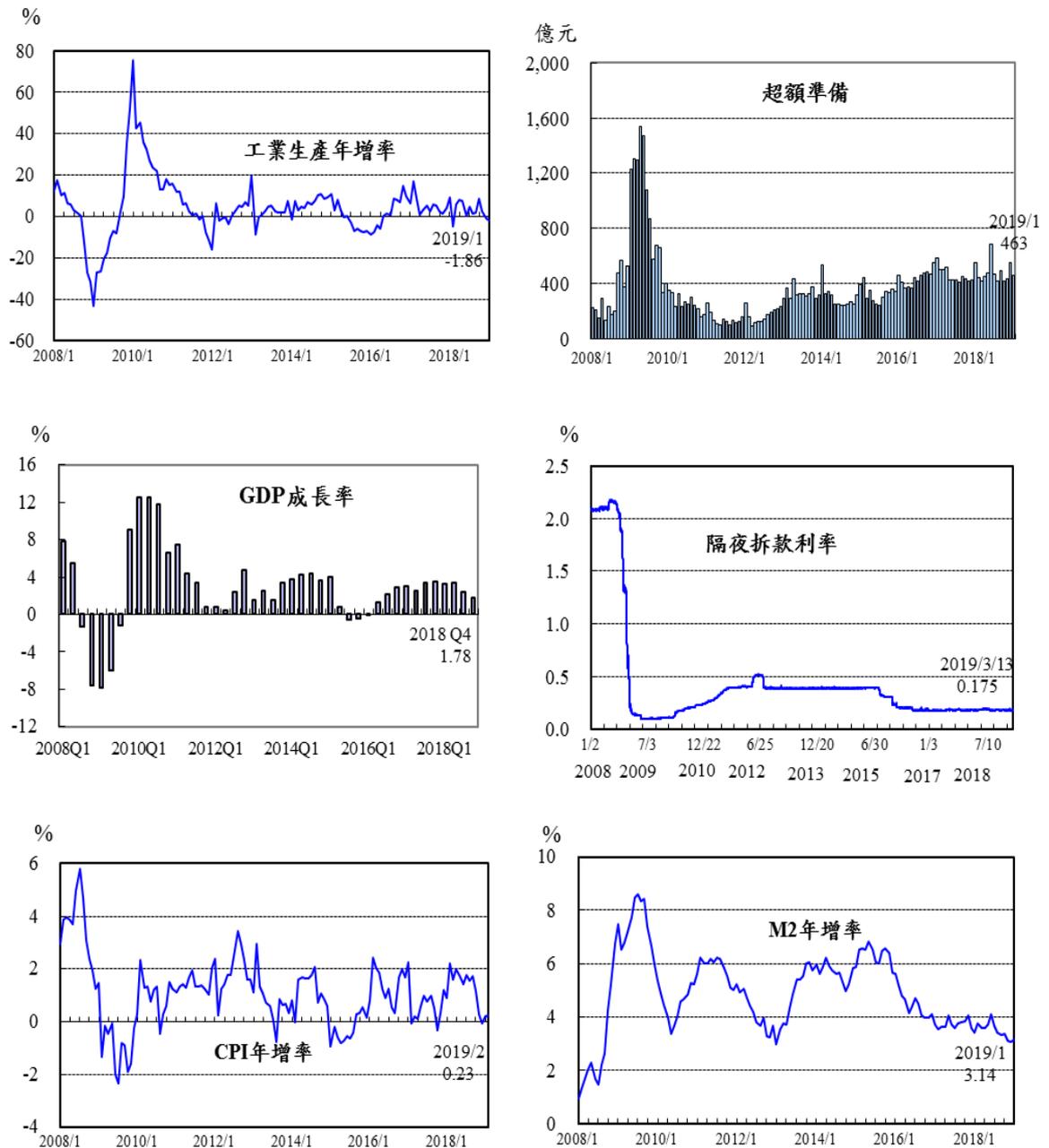
圖4 與主要國家相較，台灣的通膨率低且穩定



²⁹ 感謝中央銀行經濟研究處國內經濟科副科長羅美玲提供圖4、圖5資料。

³⁰ Yang (2019)。

圖5 台灣央行彈性調整貨幣政策，協助台灣安度全球金融危機



台灣央行所採彈性的貨幣政策架構實施成效良好，普獲國際肯定（見表2），例如：

1、國際三大信評公司 **Moody's**、**S&P**、**Fitch** 多次肯定台灣的貨

幣政策³¹：

- (1) Moody's：台灣央行採行貨幣目標化機制，雖非採行通膨目標化機制，但貨幣政策審慎，有效控制通膨，長期維持低且穩定，表現優於大部分相同評級國家。
 - (2) S&P：台灣央行貨幣政策極具彈性，貨幣管理健全，使通膨率低且穩定；相對有彈性的新台幣匯率，有助舒緩經濟及金融的衝擊，雄厚的外匯存底與靈活的貨幣管理，讓身為小型開放經濟體的台灣，有充裕的緩衝能力因應外來衝擊。
 - (3) Fitch：台灣央行貨幣政策操作雖非採行通膨目標化機制，惟藉由貨幣目標化機制的適度管理，使國內物價始終維持穩定，主要係因央行貨幣政策具可信度，且及時採行有效政策所致。
- 2、諾貝爾經濟學獎得主 Robert Mundell 曾稱讚³²，台灣在亞洲金融危機時新台幣匯率的穩健操作，一路緊釘美元，但允許適度浮動，這種動態穩定是不錯的外匯管理策略。
- 3、德國貝特曼基金會（Bertelsmann Stiftung）亦讚揚，台灣通膨溫和、匯價穩定，政府與央行追求金融與經濟穩定，匯率政策審慎，帶領台灣安度全球金融危機及其後危機蔓延的期間；台灣央行具有完全的獨立性，利率政策謹慎可靠，為亞洲國家中聲譽最好的央行之一³³。

³¹ Moody's (2015/7、2014/10、2013/10、2012/10、2011/8)、S&P (2018/4、2017/4、2016/4、2015/4、2014/5、2013/8)、Fitch (2013/7、2009/11)，詳情請參見中央銀行新聞參考資料。

³² Mundell 於2005年10月應經濟部邀請來台發表演說，他於會後面對媒體提問時指出，亞洲貨幣應該緊釘美元，如台灣在亞洲金融危機時，新台幣匯價的穩健操作，一路緊釘美元，但允許適度浮動，這種動態穩定是不錯的外匯管理策略。見經濟日報(2005)，「孟岱爾：人民幣升6% 不傷中國經濟」，10月13日。

³³ Bertelsmann Stiftung (2016)。

表2 央行的貨幣政策架構實施成效良好，普獲國際肯定

國際組織、經濟學家	時間	主要內容
時任哈佛大學教授的 Jeffrey Sachs、Richard Cooper 等人	1998.8	認同台灣逐步開放資本帳的作法，稱讚 台灣沒有遭遇危機 。
時任《金融時報》主編的 Martin Wolf	2000.5	稱讚 台灣在亞洲金融危機中幾乎未受影響 ，台灣因應危機的模式，值得各國研究與效法。
諾貝爾經濟學獎得主 Robert Mundell	2005.1	台灣在 亞洲金融危機時新台幣匯率的穩健操作 ，一路緊釘美元，但允許適度浮動，這種 動態穩定是不錯的外匯管理策略 。
聯合國發展計畫署 (UNDP)	2009.11	建議亞太各國應建立管理資本帳技巧來降低國際資本移動風險，認為 台灣未被捲入 1997 年亞洲金融危機係成功典範 。
UNDP 亞太中心主任 Ajay Chhibber	2010.1	讚揚 台灣防堵投機性資本流入 ，是在做 正確 的事。
哈佛大學教授 Dani Rodrik	2010.3	台灣管理資本移動 的相關措施 相當成功 ，係因台灣有關當局具備 高度行政管理能力 。
波士頓大學教授 Gallagher 與哥倫比亞大學教授 Ocampo	2011.4	以 2009~2011 年初就開始採行 資本帳管理措施 的新興國家而言， 台灣是最有成效國家之一 。
聯合國亞太經濟社會委員會 (UNESCAP)	2011.5	建議亞太國家應將 資本管制視為重要政策工具 ； 肯定台灣自 2009 年以來所採行的資本帳管理措施 。
日本野村總合研究所 (Nomura) 首席經濟學家辜朝明	2013.8	台灣央行讓台灣自 1997 年亞洲通貨危機中幾近全身而退 ，對今日新興經濟體的啟示是， 主管當局需要有限制資本流入的勇氣 。
德國貝特曼基金會 (Bertelsmann Stiftung)	2016.2 2018.3	台灣央行追求金融與經濟穩定 ，利率政策謹慎可靠、 匯率政策審慎 ，帶領台灣安然度過全球金融危機， 及其後危機蔓延、餘波盪漾的期間 。

資料來源：中央銀行(2016)、Bertelsmann Stiftung (2018)。

至於在操作面，央行過去雖係逐月監控準備貨幣成長，以促使 M2 落在年成長目標區內。不過，**為了避免短期利率波動太大**，妨礙正常的經濟金融活動，其實亦**賦予準備貨幣有較大的操作彈性**，實務上並

未堅守逐月的準備貨幣成長路徑。在這樣的安排下，央行得以建立利率區間。

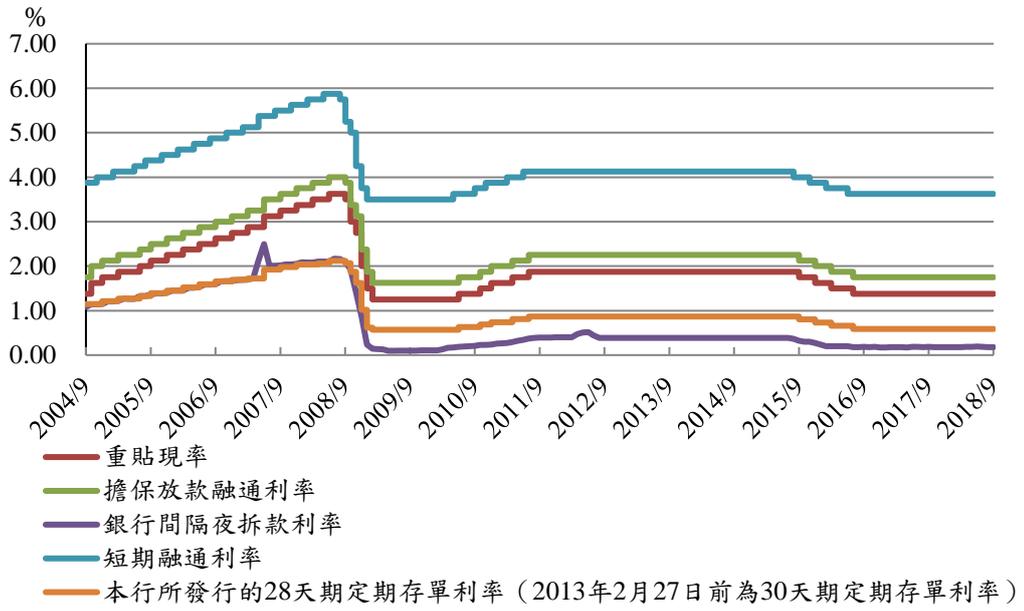
其實，若要將隔夜拆款利率控制在利率區間內，便須以犧牲準備貨幣成長率目標為代價；過去央行利率機制的安排，主要可分為三階段：

- 1、1991年1月~1998年12月，似以短期融通利率為上限，而以重貼現率為下限。
- 2、1999年1月~2002年12月底，係採利率區間機制，以擔保放款融通利率為上限，以重貼現率為下限，將隔夜拆款利率控制在兩者之間。
- 3、2002年12月，因堅守利率區間已帶來準備貨幣成長過低、CPI年增率轉負的不利後果；央行決定放棄利率區間機制，不再將隔夜拆款利率框在擔保放款融通利率與重貼現率之間，並放手讓隔夜拆款利率跌破重貼現率。

近期台灣央行的利率機制，係以重貼現率為短期利率的上限，重貼現率上方尚有另兩層官方利率設計：擔保放款融通利率與短期融通利率（央行的貼放利率中，以短期融通利率最高，擔保放款融通利率次之，重貼現率最低）³⁴，並以央行所發行的28天期定期存單利率為短期政策利率指標，據以引導銀行間隔夜拆款利率；惟2008年9月全球金融危機爆發後，央行為維持較寬鬆的貨幣金融情勢，始刻意讓銀行間隔夜拆款利率低於短期政策利率（見圖6）。

³⁴ 就台灣而言，央行的貼現窗口制度中，在特殊情況下得免提供擔保品的短期融通利率，高於須提供擔保品的擔保放款融通利率，此與美國 Fed 貼現窗口中，第二信用（Secondary Credit）利率高於第一信用（Primary Credit）利率的情況類似（美國 Fed 的第二信用利率=第一信用利率+0.5 個百分點）。

圖6 央行的政策利率與市場利率走勢



陸、結論

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，各國央行所選擇的貨幣政策架構，亦不盡相同；一般認為，好的貨幣政策架構，須具備彈性，且應有助於強化央行與外界的溝通、引導外界的預期，並促使央行在執行貨幣政策時，提高其透明化與權責化要求，俾利最終目標的實現。

一般咸認，就小型開放經濟體而言，理想的貨幣政策架構設計，須採具彈性的物價穩定定義、充分考量匯率的影響，並以總體經濟穩定、金融穩定與匯率穩定的三支柱為基礎；此主要係因，小型開放經濟體的通膨易受外來因素影響（其物價上漲多屬「輸入性通膨」），且匯率對小型開放經濟體的經濟、金融情勢影響甚深，故須將該等因素納入考量。由於台灣係屬小型開放經濟體，因此，央行的貨幣政策架構，即採行具彈性的物價穩定定義，並充分關注匯率的影響，致力於實現總體經濟穩定、金融穩定與匯率穩定。

就台灣的情況而言，長期以來，台灣央行所採的彈性貨幣目標化架構運作良好，尤其全球金融危機期間，央行因應景氣與物價變動，彈性調整貨幣政策，成功度過全球金融危機及其後餘波盪漾的期間，更是迭獲國際間的肯定。

除總體經濟穩定外，「中央銀行法」自1979年以來即賦予央行有促進金融穩定的職責，過去央行曾採一系列總體審慎措施，敦促金融機構控管不動產授信風險、促進金融穩定。此外，由於資本帳自由化，央行亦採相關措施以因應快速資本移動之不利影響，維護新台幣匯率動態穩定。

其實，台灣央行所採彈性貨幣目標化架構，完全符合全球金融危機後，國際間主流的貨幣政策架構發展趨勢，也與國際組織倡議，央

行應廣泛考量貨幣總計數與其他經濟金融變數，兼顧**總體經濟穩定、金融穩定與匯率穩定**，並**保留彈性的建議**完全一致。

鑑於近年來台灣 M2 成長的不確定性提高、M2 與物價的短期關係弱化（惟 M2 與產出、物價仍具長期的穩定關係），以及為確保貨幣政策的自主性與彈性等考量，**自 2020 年起**，台灣**央行已將 M2 年成長目標區調整為成長參考區間**，且**不再逐年設定**，俾賦予操作目標較大的彈性，亦容許 M2 在適度的成長區間內變動，以因應總體經濟金融變數的不確定性（此亦是央行實務上的作法），有助於央行達成物價穩定、金融穩定、匯率動態穩定及協助經濟發展的多重目標。

參考文獻

- 中央銀行 (2014),「貨幣政策架構相關議題之說明」, *中央銀行理監事聯席會議會後記者會參考資料*, 9月25日。
- 中央銀行(2016), *中央銀行業務報告*, 立法院財政委員會會議, 11月9日。
- 李榮謙 (2019a), *貨幣銀行學*, 第三版, 智勝文化, 10月。
- 李榮謙 (2019b), *貨幣金融分析：理論、實務與政策*, 智勝文化, 3月。
- 李榮謙 (1990),「美國貨幣控制之過程」, *美國月刊*, 第5卷第2期, 6月。
- 侯德潛 (2011),「主要國家貨幣目標機制之變革與啟示」, *中央銀行季刊*, 第32卷第3期。
- 楊金龍 (2019),「央行貨幣政策與總體經濟預測」, 台灣經濟學會、台大經濟系與中央銀行舉辦之「總體金融與經濟情勢預測」研討會演講辭, 10月25日。
- 鄭雅蔚、李佳津 (2018),「參加東南亞國家中央銀行研訓中心舉辦之『貨幣政策策略與貨幣操作』課程」, *中央銀行因公出國人員出國報告書*, 2月。
- 盧世勳 (2006),「近期香港強化聯繫匯率制度之內容及影響」, *中央銀行國際金融參考資料*, 第五十輯, 6月。
- 蕭翠玲 (2007),「瑞士央行貨幣政策操作之研究與借鏡」, *中央銀行國際金融參考資料*, 第五十四輯, 7月。
- Baltensperger, Ernst, Philipp M. Hildebrand and Thomas J. Jordan (2007), “The Swiss National Bank’s Monetary Policy Concept - An Example of A ‘Principles-Based’ Policy Framework,” *Swiss National Bank Economic Studies*.

- Bertelsmann Stiftung (2016), Bertelsmann Stiftung's Transformation Index 2016, Feb..
- Bertelsmann Stiftung (2018), *Bertelsmann Stiftung's Transformation Index 2018*, Mar..
- Biggs, Michael and Thomas Mayer (2012), "How Central Banks Contributed to the Financial Crisis," *VoxEU*, Sept. 10.
- BIS(2019), "Monetary Policy Frameworks in EMEs: Inflation Targeting, The Exchange Rate And Financial Stability," *BIS Annual Economic Report*, Jun. 30.
- BoK (2017), "Monetary policy in Korea," Dec.; Nomura (2018), "Gauging How Asia's Central Banks Set Policy," *Asia Special Report*, Nov.;
- Carstens, Agustín (2019), "Exchange Rates and Monetary Policy Frameworks in Emerging Market Economies," Lecture at the London School of Economics, Bank for International Settlements, May 2.
- De Larosière, Jacques (2019), "Tackling 'Dead-End' Monetary Policy," *Central Banking*, Oct. 18.
- Federal Reserve Bank of San Francisco (2003), "How Did the Fed Change Its Approach to Monetary Policy In the Late 1970s And Early 1980s?" *Education*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Jan..
- Filardo, Andrew, Hans Genberg and Boris Hofmann (2014), "Monetary Analysis And the Global Financial Cycle: An Asian Central Bank Perspective," *BIS Working Papers*, No 463, Sep..
- Hinge, Daniel (2019), "BIS Says Theory Behind EME Policy Must Catch Up with 'Reality'," *Central Banking*, Jul. 1.
- IMF (2017), "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2017," *IMF*, Oct..

- Jeffery, Christopher (2018), “Switzerland’s Jordan on Extraordinary Monetary Policy and Sovereign Money,” *Central Banking*, July 31.
- Jordan, Thomas J. (2016), “Monetary Policy In the Euro Area’s Neighbouring Countries,” SAFE Policy Center Lectures, Feb..
- Kim, Hyun Jeong, Hyun Song Shin and Jaeho Yun (2012), “Monetary Aggregates and the Central Bank’s Financial Stability Mandate,” Paper Prepared for the Federal Reserve Conference *Central Banking: Before, During, and After the Crisis*, Mar. 15.
- King, Mervyn (2002), “No Money, No Inflation – the Role of Money in the Economy,” *Bank of England Quarterly Bulletin*.
- Laurens, Bernard J., Kelly Eckhold, Darryl King, Nils Maehle, Abdul Naseer and Alain Durré (2015), “The Journey to Inflation Targeting : Easier Said than Done—The Case for Transitional Arrangements Along the Road,” *IMF Working Papers*, June 25.
- MAS (2013), “Monetary Policy Operations In Singapore,” *MAS Publications*, Mar..
- MAS (2018), “Monetary Policy & The Economy,” *Economics Explorer Series*, Jan..
- Meulendyke, Ann-Marie (1990), “A Review of Federal Reserve Policy Targets and Operating Guides in Recent Decades,” *Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy : A Critical Survey*, Federal Reserve Bank of New York.
- Mishkin, Frederic S.(1999), “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes,” *Journal of Monetary Economics*, 43, pp. 579-605.
- Mishkin, Frederic S. (2016), *The Economics of Money, Banking, and*

Financial Markets, Eleven Edition.

Nomura (2018), “Gauging How Asia’s Central Banks Set Policy,” *Asia Special Report*, Nov.;

Parker, Faranaaz (2009), “Stiglitz Slams Inflation-targeting,” *Mail & Guardian Online*, July 9.

Sellon, Gordon H., Jr., and Ronald L. Teigen (1981), “The Choice of Short-Run Targets for Monetary Policy,” *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, May.

Stiglitz, Joseph (2008), “The Failure of Inflation Targeting,” *Project Syndicate*, May 6.

Tee, Ong Chong (2013), “An Exchange-Rate-Centred Monetary Policy System: Singapore's Experience,” *BIS Papers*, Oct..

Yang, Chin-Long (2019), “How to Rise to New Monetary Policy Challenges,” *The Banker*, Jan..

附錄一：Fed 貨幣政策中間目標與操作目標的演變

一般而言，貨幣政策架構的**中間目標**（intermediate target）係選擇**貨幣總計數**、**信用總計數**、**匯率**或**中長期利率**，而**操作目標**（operating target）則係選擇**準備總計數**或**短期利率**，兩者均涉及**偏重控制價或量的抉擇問題**；中間目標與操作目標都存在**價量問題**，**不能將中間目標的「量」與操作目標的「價」混為一談**。

以美國 Fed 而言，伴隨**美國經濟情勢**、**金融管制環境**的轉變，以及**金融與科技創新**等，**美國 Fed** 貨幣政策架構的**中間目標**、**操作目標**歷經多次更迭（見表1）。

表1 Fed 貨幣政策中間目標與操作目標的演變

時間	中間目標	操作目標	備註
1951~1970年	長天期利率	政府債券的短期利率	
1970~1979年	貨幣總計數	聯邦資金利率	
1979年10月~ 1982年10月	貨幣總計數	非借入準備 (nonborrowed reserve)	1982年末，Fed 不再以 M1 充作貨幣政策指引
1983~1990 年代 初	總體經濟與金融變數（如通膨率、匯率、利率等）	借入準備 (borrowed reserve)	1987年 Fed 暫停宣布 M1 成長的目標區
1993年迄今	長短期利差、通膨率、匯率等	聯邦資金利率	2000年起，Fed 不再設定貨幣成長目標區間

一、 1951~1970年：主要以利率作為中間目標與操作目標

因1951年美國財政部與 Fed 簽署的「財政部與 Fed 協議」(Treasury-Federal Reserve Accord)，二戰期間及戰後，Fed 公開市場操作的**短期貨幣政策目標**係**釘住政府債券之利率結構**(**主要聚焦於短期利率**)，俾協助財政部融資；惟鑑於戰後經濟擴張、釘住利率對通膨可能產生的影響，Fed 希望能終止此一作法，以追求更獨立的政策。

1951~1970年間，貨幣政策的中間目標之概念並未被明確定義，但就凱因斯學派的貨幣政策觀點，以及當時 Fed 之操作方式而言，**將較長天期利率視作中間目標**係屬合理；1951~1970年的多數期間內，**Fed 可被視作以較長天期利率為中間目標**，以及**以短期利率為操作目標**。

1960年代後期，由於**越戰局勢擴大**，財政政策不再是有效的逆循環力量，貨幣政策須承擔更多責任。**政府支出擴張**，**總合需求提高**，**形成推升物價與產出之壓力**；且因**美國經濟接近潛在水準**，**衝擊多反映於物價上漲**。**以利率作為貨幣政策目標已不再妥適**；**試圖緩步升息**，**恐造成更大幅的貨幣成長**，以及**更高的通膨率**。

因此，1960年代末，Fed 調整貨幣政策目標的壓力日益增加；**貨幣學派認為**，**Fed 應揚棄利率目標**，集中火力**直接控制貨幣數量與銀行準備部位**。

二、 1970~1979年：以貨幣總計數為中間目標、聯邦資金利率為操作目標

1970年，**Fed 改以貨幣總計數為中間目標**，主要係因**通膨率上升**、

貨幣成長快速所致的疑慮；1970年起，Fed 開始訂定各貨幣總計數成長目標，將貨幣總計數視為中間目標，而將短期利率（聯邦資金利率）充當操作目標。

當時，FOMC 每6~7個星期開會1次，主要職責在於制定、檢討暨執行對貨幣總計數的控制情形。1974年，FOMC 開始設定截至下次 FOMC 會議前，M1與 M2成長的容忍區間（ranges of tolerance）；1975年，Fed 開始在半年度的國會聽證會上報告 M1、M2等貨幣總計數的年成長區間。

1976~1978年，FOMC 每季以上季貨幣總計數實際值（經季節調整）之平均數（即3個月資料之平均）為基數，並逐季變換年成長目標區域之基點；惟此一操作程序，可能導致貨幣總計數永久偏離上限或下限的成長路徑³⁵。

為消除此種「基數漂移」（base drift）過於頻繁而可能造成的後果，1978年的「充分就業與平衡成長法」（The Full Employment and Balanced Growth Act of 1978，或稱 Humphrey-Hawkins Act）要求 FOMC 於每年2月、7月就貨幣成長目標的相關事項向國會報告；FOMC 於每年2月向國會報告該年貨幣總計數之年成長目標，並定期在年度中回顧半年來產出及貨幣所得流通速度的發展，決定應否調整目標區域之計算基點、修訂年成長目標區域³⁶。

當貨幣總計數因控制失誤或偶發之外生衝擊，致其實際走勢偏離

³⁵ 請參閱附錄二。

³⁶ FOMC 除每年2月公布該年度貨幣總計數的年成長目標（1987年後僅公布 M2及 M3，不再公布 M1）之外，每週四下午並公布上週貨幣總計數之成長情形。

年成長目標區域，**FOMC 通常會依所設定之短期成長路徑，將偏離之貨幣總計數推回目標範圍內。**

原則上，貨幣總計數之短期成長路徑，被設計為與年成長目標表現一致。**FOMC 於每季最後1個月，設定跨越下季度長度為3個月之成長路徑；**不過，這些以季為單位的成長路徑，往往依據新的情報，**在該季的最後2個月重新修正。**換言之，貨幣總計數短期成長路徑的抉擇，正表明 FOMC 欲使偏軌之貨幣總計數，重返年成長目標區域的態度。

不過，此段期間 Fed 所採的貨幣政策機制，並未解決通膨率上揚、貨幣急遽成長之問題；**1970~1979年間，能源與農產品價格上漲、生產力下滑**等因素，導致原已存在的**高通膨問題，益加惡化。**

三、 1979年10月~1982年10月：以貨幣總計數為中間目標、非借入準備為操作目標

為拉低通膨率與通膨預期，1979年10月，Fed 宣布將**操作目標**由短期利率，**改為非借入準備**（nonborrowed reserve）；此主要係因：
（1）相較於以利率為操作目標，以非借入準備為操作目標，能**對貨幣總計數有更佳的控制**；（2）中間目標與操作目標均以總計數為目標，**與 Fed 強調以控制通膨為長期目標的政策一致。**

自**1970年代中期**以來，美國在**金融解除管制**（deregulation）、**金融創新**等因素的影響下，**貨幣總計數與其他經濟變數的關係，已變得**不穩定；加以美國於**1981年起**引入**新型銀行帳戶—可轉讓支付命令帳戶**（Negotiable Order of Withdrawal Account, **NOW**），**存款者將資金**

由儲蓄帳戶（屬 M2、非屬 M1）移往 NOW（屬 M1），讓 M1 貨幣需求更不易估測，M1 成長與 GDP 等經濟活動指標間的關聯性，已然瓦解。

1982 年末，Fed 降低以 M1 充作貨幣政策指引的重要性，其後更於 1987 年停止宣布 M1 的目標成長區間。

四、1983~1990 年代初期：以借入準備作為操作目標，並以多項總體經濟金融變數作為中間目標

Fed 於 1982 年末放棄以非借入準備為操作目標；此主要係因，當時市場利率波動過大，且居高不下。前 Fed 主席 Ben Bernanke 於 2006 年發表演說時指出，自 Fed 放棄以非借入準備作為操作目標開始，貨幣總計數與信用總計數對美國貨幣政策的形成，不再扮演主要角色，即使 Fed 政策制定者仍運用貨幣資料，作為評估經濟狀況的資訊來源。

1983~1990 年代初期，貨幣總計數從制定貨幣政策的主角，退居與其他經濟金融變數如通膨率、匯率等，共同成為貨幣政策的決定因素；自 1983 年起，Fed 主要以借入準備（borrowed reserve）作為操作目標，並綜合考量總體經濟與金融情勢等補充性指標，來制定貨幣政策。或有論者認為，借入準備目標是央行假控制數量之名，而行管價之實的操作方式³⁷。

1980 年代，Fed 嘗試研究以更廣義的貨幣總計數 M2 來取代 M1 充

³⁷ Poole, William (1982), "Federal Reserve Operating Procedures: A Survey and Evaluation of the Historical Record Since October 1979," *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol.14 no. 4, pp575-595.

作貨幣政策指引的可能性³⁸，M2雖曾一度成為 Fed 貨幣政策指引與溝通的實用工具，惟終究難以為繼。迨至**1990年代初期**，低利率促使儲蓄者將資金由儲蓄帳戶（屬 M2）移往股票與債券型共同基金（未包含在任何貨幣總計數的統計中），**M2成長與總體經濟表現的關聯性亦弱化**。

五、 1993年迄今：Fed 主要以聯邦資金利率作為操作目標

1993年7月，前 Fed 主席 Alan Greenspan 於出席國會聽證會時指出，過去 **M2與所得、物價等總體經濟變數的關係已破滅**，Fed 不再運用貨幣總計數來充當 FOMC 貨幣政策的指引；**M2被降級（downgrade）為金融情勢的可靠指標**，且尚無任何單一的變數可取而代之。

前 Fed 主席 Bernanke 於2006年發表演說時指出，對美國而言，**高度仰賴貨幣總計數來指引貨幣政策，可能並不明智**；不過，**貨幣成長仍蘊含有關未來經濟發展的重要訊息**。

自**1993年迄今**，Fed 主要以聯邦資金利率作為操作目標；Fed 雖未明示其中間目標，惟由其貨幣政策操作來看，或可將**長短期利差、通膨率、匯率等總體經濟與金融變數視為其中間目標**。自**2000年起**，Fed 不再設定貨幣成長目標區間；此主要係因，貨幣供給成長未能提供 Fed 施行貨幣政策的實用指標。惟 Fed 指出，FOMC 相信，**貨幣與信用的走勢，對於經濟與金融情勢的評估，仍具有價值**，此外，**M2仍為領先經濟指標指數（Index of Leading Economic Indicators）**

³⁸ 1980年代末期，Fed 研究人員發展了若干與 M2 估測有關的計量模型，例如一般泛稱的 P*模型（P-star model），即運用 M2 與物價的長期關係，來預測長期通膨趨勢。

的重要成分。

近幾年來，FOMC 在決策會議中，主要依據美國經濟活動、勞動市場情況及通膨率等，據以決定是否調整聯邦資金利率目標區間。根據近期 FOMC 會議紀錄顯示，FOMC 決議調整聯邦資金利率目標區間之時機及幅度，將取決於當時美國經濟相對充分就業目標、對稱2%通膨目標之實現，以及預期經濟情況的評估，並將納入就業數據、通膨壓力與通膨預期指標、金融與國際情勢發展等廣泛資訊，充當制定貨幣政策的參考。

參考資料

- 李榮謙 (1990), 「美國貨幣控制之過程」, *美國月刊*, 第 5 卷第 2 期, 6 月。
- 陳一端、劉淑敏 (2006), 「以準備金總額為操作目標之妥適性分析」, *中央銀行季刊*, 第 29 卷第 2 期, 11 月。
- Bernanke, Ben S. (2006), “Monetary Aggregates and Monetary Policy at the Federal Reserve: A Historical Perspective,” Speech At the Fourth ECB Central Banking Conference, Nov. 10.
- Federal Reserve Bank of San Francisco (2003), “How Did the Fed Change Its Approach to Monetary Policy In the Late 1970s And Early 1980s?” *Education*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Jan.
- Federal Reserve Bank of New York (2008), “The Money Supply,” *About the New York Fed*, Federal Reserve Bank of New York, Jul.
- Fed (2018), “Federal Reserve Issues FOMC Statement ,” *Federal Reserve Press Release*, Dec..
- Meulendyke, Ann-Marie (1990), “A Review of Federal Reserve Policy Targets and Operating Guides in Recent Decades,” *Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy : A Critical Survey*, Federal Reserve Bank of New York.
- Sellon, Gordon H., Jr., and Ronald L. Teigen (1981), “The Choice of Short-Run Targets for Monetary Policy,” *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, May.

附錄二：Fed 採貨幣目標化的操作經驗*

近年來中央銀行控制貨幣供給額的過程，普受各界的批評與關注。新聞媒體甚至於「張冠李戴」地誤認，目前中央銀行所採行的控制方式（尤其是年增率的計算），即是美國聯邦準備當局行之已久的那一套方法。

美國貨幣控制過程中，是以聯邦公開市場委員會（Federal Open Market Committee, FOMC）為政策制訂的重要實體。聯邦公開市場委員會的成員，包括理事會的7位理事及12家聯邦準備銀行總裁中的5位，其中各地區聯邦準備銀行的5席，除了紐約聯邦準備銀行的總裁為永久性的一席外，其餘4席則採輪流擔任制度，任期1年，每年3月1日起算（惟自1988年3月起，又補充了額外的5位成員，使得委員會成員增至17人）；原則上，FOMC 的主席是由理事會主席擔任，副主席則是紐約聯邦準備銀行的總裁；政策制訂的過程是採簡單多數決。

FOMC 每6個星期或7個星期開會一次，委員會的主要職責，即在制訂、檢討暨執行對貨幣供給額（下文為便於說明，改用美國習稱之「貨幣總計數」一詞）的控制。茲將其詳細的內容分述如下：

一、貨幣總計數年成長目標區域之決定

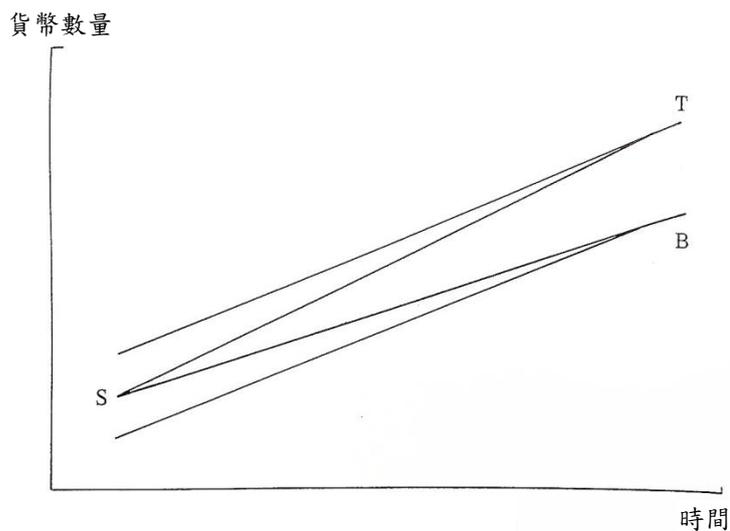
貨幣總計數之年成長目標，係依貨幣總計數與名目GNP的關係來決定，通常它是以貨幣所得流通速度為基礎。實務上，當考慮期望之經濟成長水準及可容忍之物價上漲率，並在影響貨幣所得流通速度之

* 取材自李榮謙(1990)，「美國貨幣控制之過程」，*美國月刊*，第5卷第2期，6月。

決定因素，如實質所得、利率、預期通貨膨脹率及預期匯率等可預知的情況下，就可產生貨幣總計數之合理成長目標。譬如，假設未來1年M1的所得流通速度其成長率為1%；另外，預估之經濟成長率及可容忍之物價上漲率分別為3%及2%，則M1的合理年成長目標應為4%（即依 $M+V=P+Y$ 的等式來設定）。

為考量不確定性因素之影響，FOMC 另於年成長目標上酌情加減某一百分比之寬容度（此一寬容度約為2%至3%），形成所謂之年成長目標區域。FOMC 在1985年2月之前，目標區域的設定方式係採三角形，惟因接近起始點（S）附近，目標區域相當窄，致 FOMC 經常錯失目標，徒然使一般大眾產生不正確的預期心理。有鑑於此，當時的聯邦準備理事會主席伏克爾（P. Volcker），乃建議改採平行線區域——它是由 B 點及 T 點劃出2條平行於目標區中間線的輔助線（見圖1）。

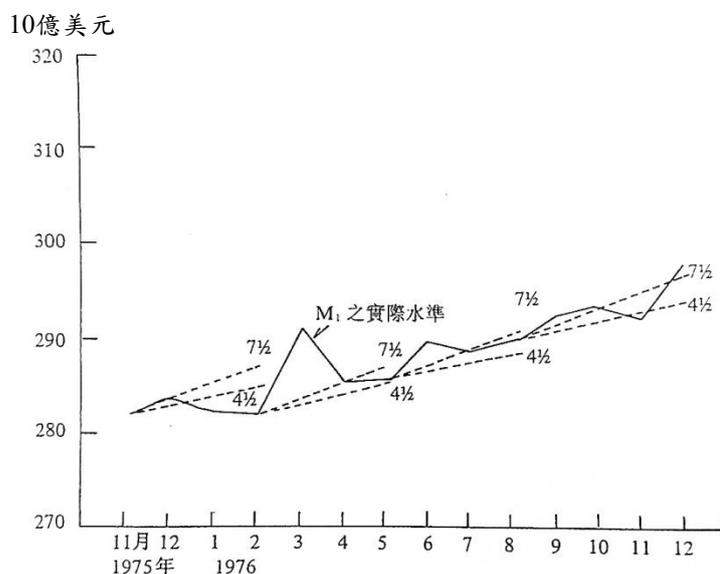
**圖1 貨幣總計數成長目標區域
三角形與平行線區域之示範說明**



二、年成長目標區域其基數的選擇

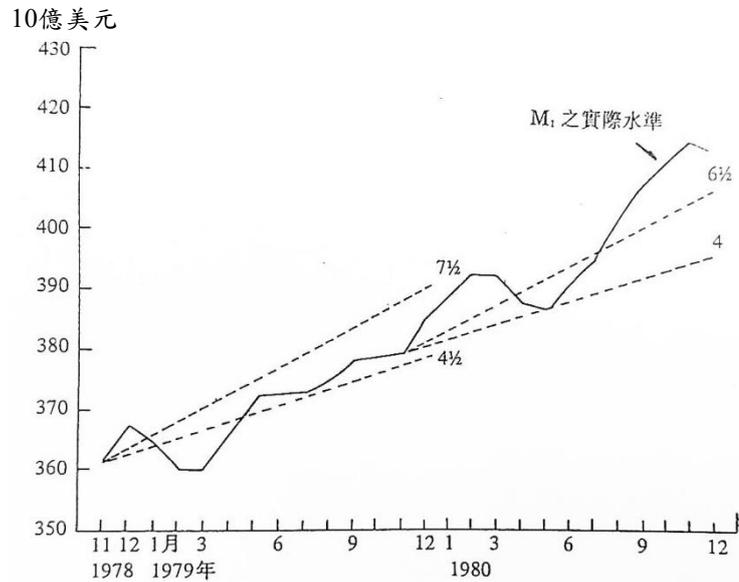
貨幣總計數年成長目標區域決定之後，需選擇一適當基數(Base)作為計算之起點。1976~1978年這段期間，FOMC 係每季以上季貨幣總計數實際值(業經季節調整，以下同)之平均數(即3個月資料的平均)為基數，並逐季變換年成長目標區域之基點(見圖2)。

圖2 貨幣總計數成長目標區域
逐季變換基點之示範說明



這種操作程序的缺點是，它可能導致貨幣總計數永久偏離上限或下限的成長路徑。為消除「基數漂移」(Base Drift)過於頻繁而可能造成的後果，1978年「韓福瑞—霍金斯法案」(Humphrey-Hawkins Act)，要求 FOMC 每年於2月向國會報告該年貨幣總計數的年成長目標。因此，1979年2月以來，FOMC 是以上年第4季貨幣總計數實際值的平均數作為基點，然後由基點起將上、下限成長線延伸至本年第4季，構成本年之成長目標區域值(見圖3)。

圖3 貨幣總計數成長目標區域
每年年底變換基點之示範說明



三、年成長目標區域及基數之檢討

貨幣總計數年成長目標區域訂定之後，並不意味在該年內均「一成不變」，它仍需視經濟、金融情勢的變化，做適當的調整。依照 FOMC 的作法，它係定期在年度中回顧半年來產出及貨幣所得流通速度的發展，據以決定應否調整目標區域之計算基點及修訂年成長目標區域。

假設 FOMC 察覺出因技術進步或（及）金融創新，使得產出或（及）所得流通速度有永久性的結構變化；如產出有永久性上升或所得流通速度有永久性降低，此時年成長目標區域及其基數就會考慮向上修訂。實際的例子是，FOMC 曾於1983及1985年這2年，變換以該年第2季貨幣總計數的實際值為新基點，同時調整年成長目標區域的大小。

四、貨幣總計數之短期成長路徑

當貨幣總計數因控制失誤或偶發之外生衝擊，致其實際走勢偏離年成長目標區域，FOMC 通常會依所設定之短期成長路徑，將偏離之貨幣總計數推回目標範圍內。

原則上，貨幣總計數之短期成長路徑，是被設計成與年成長目標的表現一致。實際的作法，FOMC 是在每季的最後一個月，設定跨越下季長度為3個月之成長路徑；不過，這些以季為單位的成長路徑，往往依據新的情報，在該季的最後2個月重新修正。我們或可這樣說，貨幣總計數短期成長路徑的抉擇，正表明 FOMC 欲使偏軌之貨幣總計數，重返年成長目標區域的態度。

長久以來，FOMC認為應宣布貨幣總計數的年成長目標區域及其相關的訊息，主要理由有二：(1) 可產生政策上的宣示效果，免除一般大眾因不正確的預期心理，加重經濟的紛擾；(2) 中央銀行必須承受達成既定目標的壓力，如此才能有助於目標的實現。基於此一體認，FOMC除了每年2月公布該年貨幣總計數(1987年以後只公布M2及M3，不再公布M1)的年成長目標之外，每週四下午並公布上週貨幣總計數的成長情形，週五則見諸於「華爾街日報」上。

值得說明的是，FOMC所公布的貨幣總計數資料皆已經過季節調整，而年增率的計算，都是直接利用季節調整後的數據比較而得。他們所持的年增率概念有二：一為與上期作比較換算成年率(例如月資料的話，即為與上月作比較乘以12)；一為與上年同期作比較所得之年增率。觀之目前我國貨幣總計數(月底數)年增率的計算方法，係

以經季節調整後之當月貨幣總計數數字，除以上年同月底為中心之12個月移動平均數（皆未經過季節調整，惟已消除農曆春節之影響）。此一方法（我國所採用者），實係美國某位經濟學者的個人主張，非但未被 FOMC 所採納，更與其計算年成長目標區域時所採用的年增率概念，截然不同。