

目 錄

壹、前言	1
貳、國際資本的移動.....	2
一、過去十年與目前亞洲國際資本移動之動態.....	2
二、資本移動形成因素.....	5
三、資本流入之可能影響.....	7
四、資金流入之因應措施.....	8
五、資本管制措施.....	11
六、資本管制經驗案例－智利.....	13
參、匯率與匯率制度之選擇.....	15
一、匯率衡量與競爭力.....	15
二、匯率與有效匯率指數.....	15
三、均衡匯率.....	21
四、匯率制度之選擇.....	26
五、匯率制度經驗案例－香港與馬來西亞.....	30
肆、貨幣政策架構與操作策略.....	37
一、貨幣政策架構與策略選擇.....	37
二、政策執行、管道及傳遞機制效果.....	40
三、貨幣政策的溝通.....	43
伍、金融穩定與政策調整.....	49
一、金融穩定.....	49
二、政策調整工具.....	52
陸、結語	56

壹、前言

職奉 派於民國97年7月5日至19日參加東南亞國家中央銀行研究及訓練中心（以下簡稱SEACEN）與國際貨幣基金新加坡訓練所（以下簡稱IMF/STI）於馬來西亞共同舉辦之「貨幣及匯率政策」課程（Course on Monetary and Foreign Exchange），課程為期2週，並延聘IMF/STI經濟學家Dr. Joshua Greene、Dr. Rajan Govil及Dr Reza Siregar等三人擔任講師。參加學員共29名，來自十六個國家，除本行外，尚包括阿富汗、澳大利亞、孟加拉、汶萊、柬埔寨、斐濟、印度、印尼、南韓、馬來西亞、蒙古、尼泊爾、菲律賓、斯里蘭卡及泰國。

課程內容主要以「不可能的三位一體說（Impossible Trinity）」為架構，並加入金融穩定等相關議題，研討內容分別說明如下：（1）匯率制度：主要討論匯率制度的選擇及演進、匯率競爭力的概念、衡量及評估。（2）資本移動：探討之議題為大額資本移動的優缺點、政策對大額資本移動之因應及資本管制及解除資本移動的優缺點。（3）貨幣政策：探討議題包含貨幣政策策略選擇考量，貨幣政策的操作工具、管道與傳遞機制，貨幣政策的溝通。（4）金融穩定：探討其對總體經濟政策與金融穩定的關係。

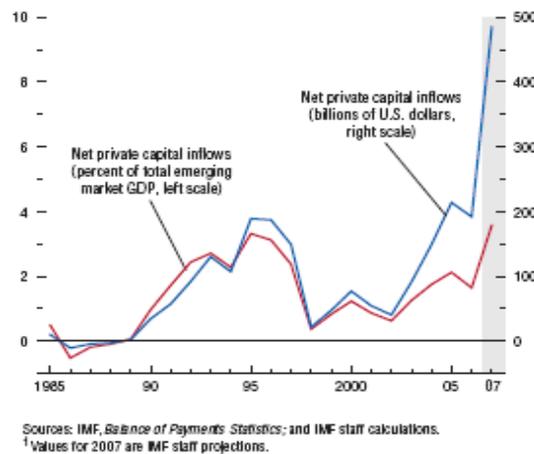
本報告共分為六個部分，除前言外，第二部分為國際資本移動之探討；第三部分說明匯率及匯率制度選擇相關議題；第四部分貨幣政策架構、操作策略與溝通；第五部分為金融穩定與政策調整；第六部分為結語。

貳、國際資本的移動

一、過去十年與目前亞洲國際資本移動之動態

自 1997 及 1998 年亞洲金融風暴襲擊亞洲國家，促使國際資金亦迅速撤離新興經濟體（見圖 1），造成這些亞洲的國家經濟受到不同程度的打擊。而自 2002 年以來國際資本移動浪潮再度流入新興市場經濟體，而這波浪潮除了反應過去幾年這些經濟體的積極整合（實質面與金融面）與金融機構及市場的體質改善，更重要地是對這些經濟體的總體經濟政策也產生相當的挑戰。舉例而言，在過去亞洲及其他新興經濟體地區，因資本流入造成總體經濟問題，例如實質匯率的快速升值、資產價格泡沫化、高槓桿舉債的風險。

圖 1：新興經濟體淨私人資金流入

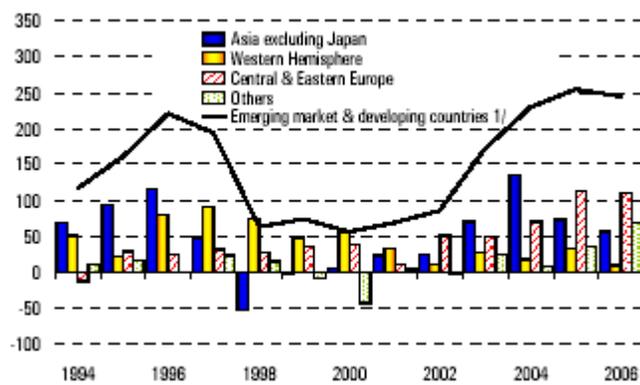


資料來源：World Economic Outlook, April 2007, IMF

另外根據 IMF 的研究報告¹，新興市場經濟體淨私人資本流入在 2006 年估計有 2,500 億美元，這已超過 1990 年代中期的水準。重要的是，新興亞洲地區在 1990 年代中期占資金流入 50%，而在 2006 年已下降至大約占 25%，已不再是最大資金接收地區。現今有超過一半以上的資金流入東歐及中歐的轉型經濟體，相對地流至拉丁美洲仍然相對較少（見圖 2）。

¹ Regional Economic Outlook, April 2007, IMF

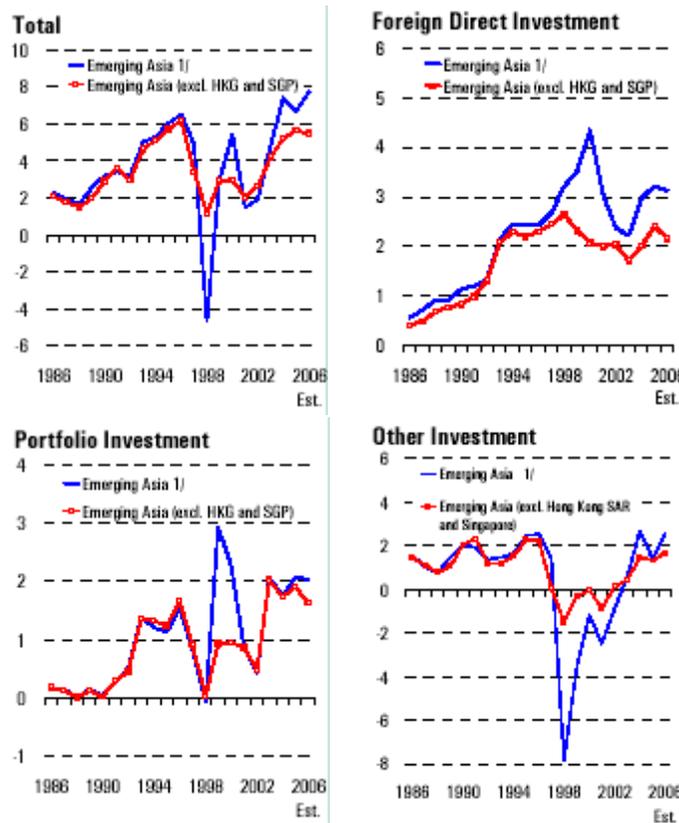
圖 2：新興市場與開發中國家淨私人資本流入統計



資料來源：Joshua Greene, IMF/STI, July 2008

就資金流入的類別而言（見圖 3），以直接投資所占比重最大，大約占資金流入的 40%，而此一比重始終很穩定地占 GDP 比重一定百分比，而目前占 GDP 比率超過 3%，這個水準逐漸接近 1990 年代後期的

圖 3：新興亞洲經濟體全體資金流入

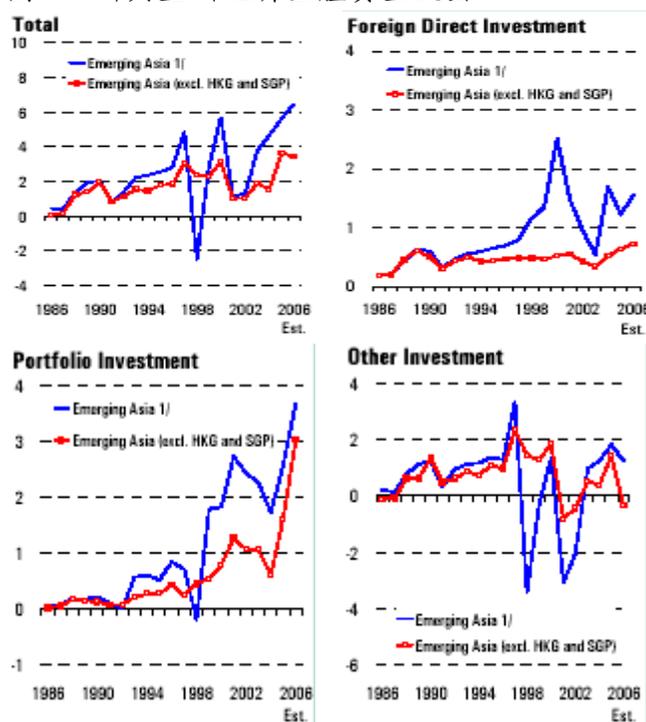


資料來源：Regional Economic Outlook, April 2007, IMF

水準。證券投資流入亦出現成長，在過去四年證券投資流入占 GDP 比率為 1~2%（剔除香港及新加坡兩者為金融中心之考量），此一水準高於先前 1990 年代中期出現的高點。其中，股權證券投資流入繼續強勁，債權證券投資流入則是目前增加的主要來源。而最具戲劇變化的就是其他投資，它不屬於直接投資或證券投資，而是資金流入扣除前兩者之殘餘項，而此類別在資金流入中是具波動性的。從圖中可知在 1990 年代後期與 2000 年初期，其資金呈現流出，而至最近呈流入之趨勢。在 2003 年以後，其他投資為流入且逐漸增加，目前處於 10 年來的歷史高點，而這些增加的部分是與銀行的資金流入有關，在 1990 年代其是相對萎縮。流入非銀行的資金，可能涉及複雜的金融交易，惟其不易分類且動機亦不明確。

就資金流出面而言（見圖 4），最近幾年資金流出快速地增加，並達到前所未有的水準。2006 年在亞洲整體資金流出幾乎到達 GDP 的 7%（3,800 億美元），這是 10 年前的兩倍。由於香港及新加坡是主要資金

圖 4：新興亞洲經濟全體資金流出



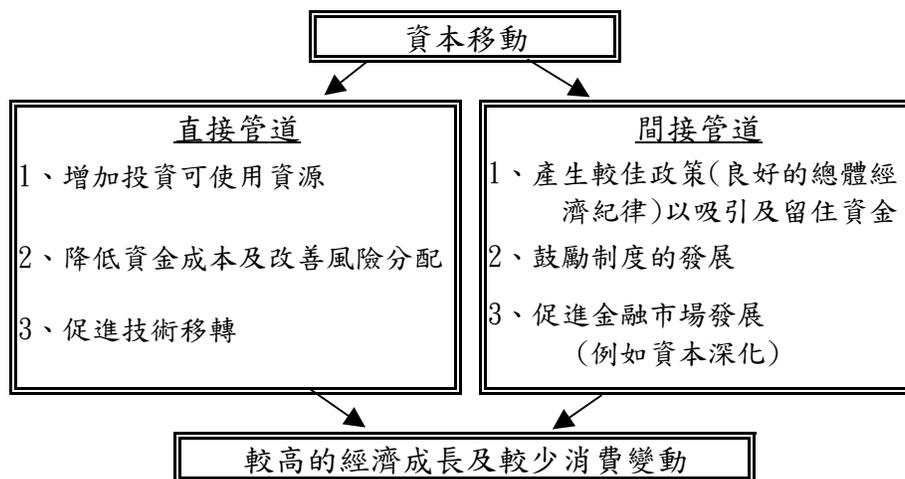
資料來源：Regional Economic Outlook, April 2007, IMF

流出的來源，資金流出即便剔除他們之金額，在過去 10 年新興亞洲的資金流出已成長兩倍，達 1,900 億美元。證券投資是資金流出的主要項目且在過去兩年成長快速，在新興亞洲證券投資流出占 GDP 比重幾乎達 4%，大約是 2,150 億美元。而其他投資流出亦是相當高的且波動性大，但由於與資金流入一樣的資料缺點，使其難以做為分析資本流出行為的項目。最後，新興亞洲對外直接投資也以穩定的速度在增加之中，並且達到 GDP 的 2%，相對於 10 年前只有 1%，這反映逐漸的經濟整合與私人部門的發展。

綜上所述，對於 1990 年代與 2000 年以後的國際資本移動對亞洲新興經濟體而言，皆有極為重要之影響。就兩個時期相互比較，我們可以發現流入亞洲新興經濟體之資金，以直接投資最為穩定成長增加，證券投資與其他投資項目則存在較大的波動性。而就流出亞洲新興經濟體之資金，以證券投資占最大宗，而對外直接投資則呈現穩定增加。

二、資本移動形成因素

圖 5：資本移動透過不同管道增進經濟成長



資料來源：Joshua Greene, IMF/STI, July 2008

新興亞洲國家吸引大額的資本流入，雖可創造經濟成長（見圖 5），惟這些資金流入也易使經濟體出現不穩定。這些國家亦試圖制定政策以

防範這個威脅，探究形成這些資金移動的原因，基本上可區分為二類：內部（拉力）因素與外部（推力）因素²。

（一）內部（拉力）因素：由於下列三項因素，使得外國投資人之風險報酬特性改善。

- 1、開發中經濟體較高的生產力及成長率：許多國家由於健全總體經濟基本面及結構性改革，重建總體經濟管理信心。另外，由於進行外債重整，債信亦獲得適當改善，當信評機構給予其較高的評等，其便能有較大信譽度。
- 2、有較佳基礎設施的金融市場：已發展良好的金融市場，各種避險金融商品的發展，可以使投資人大幅降低避險成本。
- 3、貿易及資本市場的自由化；開發中國家及工業化國家紛紛移除跨國資本移動管制，對其他國家資本管制提供相當刺激作用。再者，不同自由貿易區（FTA）的形成，亦促成國與國之間的競爭。

（二）外部（推力）因素

- 1、全球利率的變動：由於總體經濟環境的改善，開發中國家借款人的信譽明顯提升，倒帳風險降低。工業化國家為刺激經濟而降低利率，這使得工業化國家之投資者為尋求較高的殖利率，而對外投資。
- 2、資本輸出國金融體系的改變：由於科技的發展，降低了通訊成本、當國內市場成本較高時，競爭的激烈而將生產流程移往開發中國家及改變直接投資的性質，以提高效率與獲利。另外，機構投資人（共同基金或退休基金）的重要性提升及機構投資人的放寬管制對資本市場結構產生相當的影響。由於較高的長期報酬率與較多的風險分散機會，機構投資人較願意投資於新興經濟體。
- 3、工業化國家結構性改變：由於工業化國家擁有充沛的儲蓄，因而

² Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart, 1994, "The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues," *Contemporary Economic Policy*, Vol. 12, No. 3 July), pp. 123-39.

使得工業化國家相對於開發中國家的資本報酬率較低，這會促使資金流向報酬率較高的國家。

上述兩大類因素存在，造成國際間資本移動頻繁；資本移動則會對資本接收國家及來源國亦分別產生不同潛在益處。就資本接收國家而言，主要有獲得外儲蓄及降低資金成本、平穩一國消費水準、發展金融市場與制度、獲取技術或管理技能移轉。對資本來源國而言，對儲蓄者及投資者的投資報酬率改善及容許投資多角化。相反地，這些資本移動亦造成潛在的風險，例如 1、面對外部衝擊會產生較大的傷害。2、可能降低國內政策的有效性。3、資金流入的突然反轉。4、總體經濟及金融危機。

三、資本流入之可能影響

對各國決策當局而言，資本流入是一份難以取捨的祝福。從過去到現在，許多國家皆不可避免地面臨資本流入對經濟體產生的影響，例如在 1997 年亞洲金融風暴時泰國與馬來西亞的遭遇，以及目前中國大陸所面臨大量資本流入的困境。而這些遭遇與困境大致羅列，有下列幾種可能影響³：

(一) 經濟體的過熱現象

- 1、總需求的過度擴張：由於資金流入可能會造成總需求的過度擴張或總體經濟過熱。而這擴張可能出現物價上漲壓力、實質匯率升值並擴大經常帳赤字。過度投資亦是問題，投資品質受損害，房地產價格泡沫化
- 2、消費與投資占 GDP 比率較高：首先，總需求擴張其主要來自於消費與投資急劇增加，而且在消費擴張時匯率升值情況會更明顯，主要因為對非貿易財壓力較大。另外，過度的投資亦造成潛在的問題，例如當房地產價格泡沫化時，投資品質則受損害。實

³ 與2.相同，並參考本次研習上課講義。

質匯率升值的程度則視匯率制度之選擇，當一國採行完全浮動匯率制度時，其實質匯率升值程度遠遠大於其他匯率制度選擇。

- 3、過多的閒置資金：資金流入造成貨幣市場流動性增加與外匯存底的急速上升，惟其仍須視對資金流入的政策回應與匯率制度選擇。

（二）金融部門的影響

- 1、銀行借款的擴張：消費與投資擴張，會形成融資需求增加。銀行存款保險的存在，導致銀行增加其風險暴露且未注意銀行之放款品質及金融機構資產負債表之期間與匯率搭配。
- 2、資產價格之哄抬：資金流入往往造成使市場出現過多的流動性時，資金流竄致資產市場例如股票市場或房地產市場，往往形成資產價格的泡沫。

（三）其他影響

- 1、匯率升值的壓力：當資金流入時，決策當局在乎其造成匯率升值的影響，這攸關一國之國際貿易競爭力。當過度升值時，會出現出口產業競爭力之不足，為避免出現此種狀況，中央銀行必須時常注意外匯市場狀況，甚至是進行外匯干預。
- 2、較高的準財政赤字：由於資金流入，中央銀行進行外匯市場干預，並在貨幣市場進行公開市場操作以吸收超額的流動性。當所干預之外國貨幣利率小於中央銀行所發行的存單或國庫券的殖利率時，必然造成財政上的負擔。

四、資金流入之因應措施⁴

在上一節中討論資金流入的相關影響，決策者面對此資金流入之影響，可以採行相關因應措施以降低可能影響，將其細分大致可以從下列幾個面向著手。

⁴ 與 2.相同，並參考 *Joshua Greene*, IMF/STI July 2008 所提供講義。

(一) 貨幣政策

一國若國內信用市場運作不佳、銀行體系相當脆弱且關心通膨的影響，除非財政成本太高，否則其較有可能偏好採行沖銷操作（公開市場操作）。而此沖銷操作之優點為 1、在銀行體系不增加存款準備率要求下，限縮貨幣及信用擴張。2、限制銀行體系做為金融媒介的角色。其缺點則為 1、提高國內利率水準。2、須負擔沖銷操作的準財政成本（quasi-fiscal costs）。

除了採行公開市場操作外，亦可採行對銀行提高存款準備率，以降低貨幣乘數。其優點為在不增加準財政成本的情況下，降低銀行擴張放款能力，其缺點則為 1、造成反金融中介。2、對金融體系無形的課徵租稅。2、因為較高的貸款利率，促使廠商進行海外借款而刺激資金流入。

(二) 匯率政策

匯率政策應採取較大名目匯率彈性，例如放寬匯率波動區間或容許匯率於某一區間爬行，過去墨西哥及智利面對資金流入時曾經採行讓匯率波動區間放寬，而採行此浮動匯率政策之優點為 1、使貨幣供給及國內信用不受資金流入影響，尤其在資金流入反轉及金融部門不佳時更為有效。2、實質匯率升值係透過匯率而非通膨。3、讓匯率浮動而增加不確定性，有助於抑制短期資金流入。而其缺點則為 1、就貿易平衡的長期意涵而言，可能會降低出口商的競爭力。2、當一國避險商品並不是很多可供使用時，匯率波動可能傷害貿易部門。

(三) 財政政策

資金流入造成總體經濟過熱，為抑制總需求可以採行透過刪減公共支出方式的緊縮財政政策，尤其當一國金融整合程度愈大時，可能需要採行較保守的財政政策。再者，當資金流入波動很大時，亦需要採行預先防範的緊縮措施。而採行此一緊縮財政政策的優點為 1、可以避免沖銷的成本。2、可取代浮動匯率而做為另一種穩定的機制。3、透過緩和而非貿易財部門通膨壓力，可能減少最後發生實質匯率升值。其缺點則為 1、在短期難以做政策調整，尤其對於行政與立法部門隸屬不同政黨的

國家。2、可能需進行修法或重新立法。3、需要相當的政治意志。

（四）貿易政策

這是屬於比較長期性的措施，有助於使出口部門免受實質匯率升值影響，首先透過同比例增加出口補貼與進口關稅以避免產生進一步內部對外部貿易條件相對差異，並宣布這類的補貼或關稅在未來將被淘汰，而當廠商感受到這項訊息時，可能會以未來的支出取代現在的，因而冷卻經濟的過熱與緩和實質匯率的升值。這配套措施的優點就是其財政成本並不大，亦不增加靜態的扭曲（如工資僵固及不完全競爭）。惟其缺點則為 1、其有效性決定於廠商是否相信此配套措施在未來將被淘汰。2、此措施與國際商業開放趨勢相違背，易因保護主義引起報復與福利減少。

（五）銀行管理與監督

強化金融體系的規範可以增加銀行及其他中介機構的穩定。假若大部分資金皆流入銀行短期存款，則須使銀行體系隔離於短期資金流入之衝擊是相當正確的思維方向，而規範限制銀行對股票及房地產市場波動的暴險，將有助於將銀行體系隔離於大量資金流入所形成之泡沫。另外，尚須注意強化金融體系體質之要求，如提拔合適的經理人、改變風險會計原則、支持會計標準與報表要求、較佳的公司治理。而對於有關銀行風險的控管，則需要求改善放款準則及放款分類、流動性管理及對特定產業的放款。

（六）促進資金外流

為抵銷資金流入之影響，可以採行之措施包括減少官方資金流入、加速償還外債、放寬居民對外投資限制、放寬盈餘、利息及資本匯出之限制、提高居民國外觀光攜帶外幣上限、放寬對出口商要求上繳外匯之要求，這些通常是較長期性的措施。對於上述措施，具有較健全財政狀況的國家較易於實行。

（七）資金流入之控制

限制資金流入之常見措施如採取減少淨流入而對長期性資金移動

給與有利之租稅措施（例如對直接海外借款之無償性存款準備率）、對本國企業之境外借款及非貿易相關換匯交易活動予以限制、限制居民出售短期性貨幣市場工具與非居民、對銀行未平倉外匯部位予以限制及對金融交易予以課徵托賓租稅⁵（Tobin tax）。

對於有效控制資金流入之影響，除以上所述七大點措施外，尚需就一國對抗通膨的經驗、經濟體開放性、財政彈性及公共財政狀況、國內債券市場規模及流動性、金融體系的健全與監理架構等因素進行整體考量。

五、資本管制措施

從歷史的角度來看，第一次世界大戰時現代資本管制觀念開始發展，並於經濟大恐慌再度出現。在 1970 年代後期已開發國家已將資本管制措施淘汰，而至 1990 年代初期新興市場急驟自由化的壓力出現，紛紛解除資本管制，並於 2000 年以來再度重新思考市場導向的資本管制措施。可知資本管制在歷史上始終存在著，只是資本管制因時空背景而改變。

對於資本管制措施贊成者所舉理由如 1、「次佳理論」：市場機能遭受扭曲時，限制資本帳交易可以彌補金融市場機能不完全，進而提高經濟福利。2、政策執行上有較多彈性，資本的自由移動、固定匯率制度及貨幣政策的獨立自主不可能同時存在。3、面對持續資本移動時，易於維持貨幣及金融穩定。相反地，反對者所持之理由有 1、同時限制期盼及非期盼的資本移動。2、增加行政成本，例如鼓勵貪污。3、造成金融壓抑與限制國內金融市場的發展。4、易造成市場負面印象。5、當市場創造結構型產品或以其他方式進行逃避管制時，將使資本管制措施之有效性不復存在。6、產生外部性，造成貿易對手的成本負擔。7、管制上的不對稱性，例如限制資金流入較控制資金流出有效。

⁵ Tobin(1978)提出對跨國資本移動的交易課稅，以減少國際金融市場的投機活動，維持總體經濟的穩定。

就資本管制的型態而言，主要有兩種：1、直接或行政管制：完全的禁止、數量上限制及核准程序要求。2、間接或市場導向管制：雙元或多元匯率體制、對境外金融交易或海外借款予以課稅(Tobin tax)、間接課稅（無息存款準備金制度）及其他（對海外借款予以信用評等限制）。資本管制通常亦可再區分資本流入管制與資本流出管制，或是按照國際收支平衡表中資本帳中資本移轉、非生產性、非金融性資產的取得與處理、金融帳中直接投資、證券投資、衍生性金融商品或其他投資之分類進行管制。

對於評估資本管制的有效性，相關文獻分別從個體與總體角度進行分析⁶。從個體涵意觀之，其主要與個體經濟實質成本有關，例如 1、資金成本：資本管制造成中小企業募集資金難度提高且成本較為昂貴。再者，多國企業之分支機構所在國家採資本管制之融資成本高於相同母公司多國企業分支機構所在國家未採資本管制者。2、扭曲市場紀律成本：資本管制可能扭曲經濟行為，並浪費資源於尋求規避管制的管道。3、降低國際貿易：即便廠商未意圖逃避管制，而要達到資本管制的各類檢查及申報要求之費用，亦會增加從事國際貿易成本。從總體涵意而言，歸納主要結果有：1、資本管制最多只是短暫的，因為市場參與者最後還是會尋求規避管制。2、雖管制可將資金導引至較長期性資金流入，但整體而言其並無法影響淨移動數量。3、在固定或管理浮動匯率制度下，對資金流入管制會使貨幣政策較具獨立自主性。4、採取嚴格資本流入管制的情況通常與縮減經常帳赤字和降低淨私人資金流入有關。5、就資本流出管制而言，馬來西亞似乎是不尋常案例，除了減少資本外流外，並對貨幣政策獨立性創造空間，惟此治療性管制提供可能只是暫時性喘息且有限的正面效果，就長期而言對獲取資金效果可能不明確。6、其他國家實施資金流出管制成功案例有限，然而常常管制的實

⁶ International Monetary Fund, 2007, “Managing Large Capital Inflows,” Chapter 3 in *World Economic Outlook*, (Washington: International Monetary Fund).

施後，資本逃避增加。因此預防性管制可能在時間上容許一國在面對資本移動改變時採行矯正性措施。

六、資本管制經驗案例－智利

在 1988 至 1991 年間智利資本流入快速的增加，造成智利披索大幅升值，而此資本流入的擴張性效果亦影響政府達到低通膨目標的做為。智利政府試圖以沖銷來吸收市場超額流動性，惟準財政成本昂貴，不得不放棄而尋找其他可能應變措施。

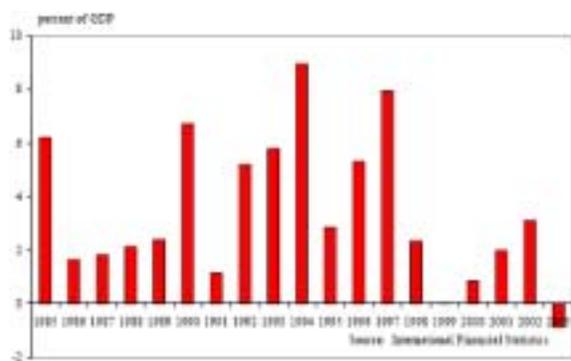
為改善智利披索大幅升值、有效管理短期資本流入、抑制投機性短期負債的發展及提升中央銀行貨幣政策的獨立自主，智利政府在 1991 年實行資本管制，其採取無償性存款準備率措施，對證券投資流入要求最少一年以上，並依資金性質要求將流入資金的 20% 至 30% 無息存入中央銀行的帳戶。本質上，這是一種對資本流入所進行租稅課徵，短期資金流入所課徵租稅較長期資金流入負擔重。最初這項措施含蓋國外貸款⁷（不包括貿易信用），之後其範圍延伸至商業銀行之外幣存款及在直接投資中具有潛在投機性質的資金，並對直接投資與證券投資給予最低停留期間要求。由於市場金融工具的發展，智利政府亦不間斷地調整資本管制以彌補法律漏洞。

智利經過上述措施之實行，淨資金流入轉為較具波動性且非單向的、短期債務佔全體債務比率漸漸下降、本國與外國之利率差距縮短及通膨降低許多且對物價穩定管理較佳（參考圖 6）。

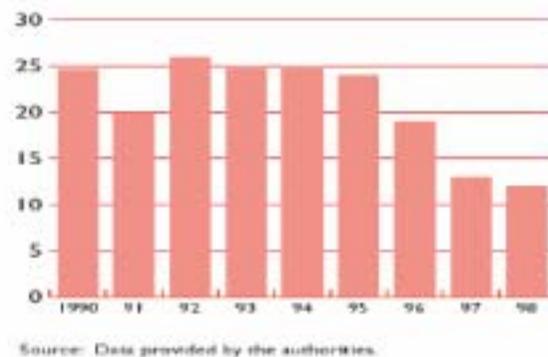
⁷ 國外貸款在有些文獻發現其是所有金融帳中波動最大，因此被視為是所謂熱錢（hot money）。

圖 6：智利採行資本管制後各項經濟指標

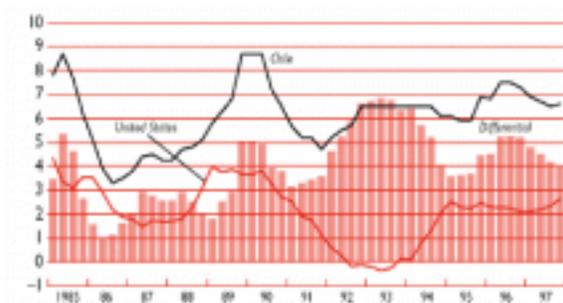
6-1：淨資本流入



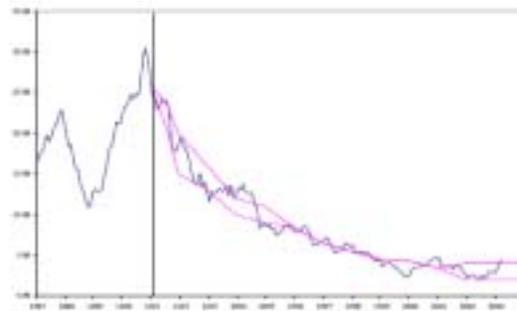
6-2:短期債務占全體債務比率



6-3：本國與外國利率差距



6-4:通膨與通膨目標



資料來源：Reza Siregar, IMF/STI, July 2008

參、匯率與匯率制度之選擇

一、匯率衡量與競爭力

(一) 競爭力意涵

就短期而言主要聚焦於價格或成本的競爭力，亦即出口競爭廠商其貿易財在國際市場中以時下的價格或成本的能力表現。當一國的貿易財部門增加市場占有率或是獲利能力，其競爭力自然就增加，相反地，則視為競爭力衰退。就長期而言，所重視的是國家經濟表現在全球市場中所佔地位，在自由貿易與公平市場機制下，一國能提供生產財貨與服務達到國際市場考驗的程度，與此同時增進其人民長期實質所得。

競爭力對一國的經濟表現而言是相當關鍵的。若一國的競爭力不足，會造成國家經濟的衰退及失業問題、貿易部門的萎縮與減低長期成長率、外債部位無法持續。相反地，競爭力過度，亦容易使經濟過熱與通貨膨脹的發生、排擠非貿易財部門發展、大量的經常帳盈餘與外匯存底累積。

(二) 造成競爭力扭曲的因素

競爭力扭曲可以歸納的因素，大致上有三點：1、工資與物價的僵固性以及匯率釘住在不適當的水準。2、工資與物價的僵固性以及不恰當的總體經濟政策組合。3、不健全的資本市場。

(三) 匯率與競爭力之關係

在競爭力的衡量上，匯率及匯率指數是可做為衡量的工具。例如，當匯率貶值時，可以提升出口商及與進口競爭廠商的競爭力，反之則為降低。然而，以匯率為基礎的指標亦可能誤導，因而需要審慎解讀及搭配其他資訊的使用。再者，匯率的指標亦可被區分成不同形式，包括有：1、雙邊匯率或多邊匯率；2、名目匯率或實質匯率（可分別採用消費者物價指數、單位勞動成本、國內生產毛額平減指數或出口單位價值平減）。

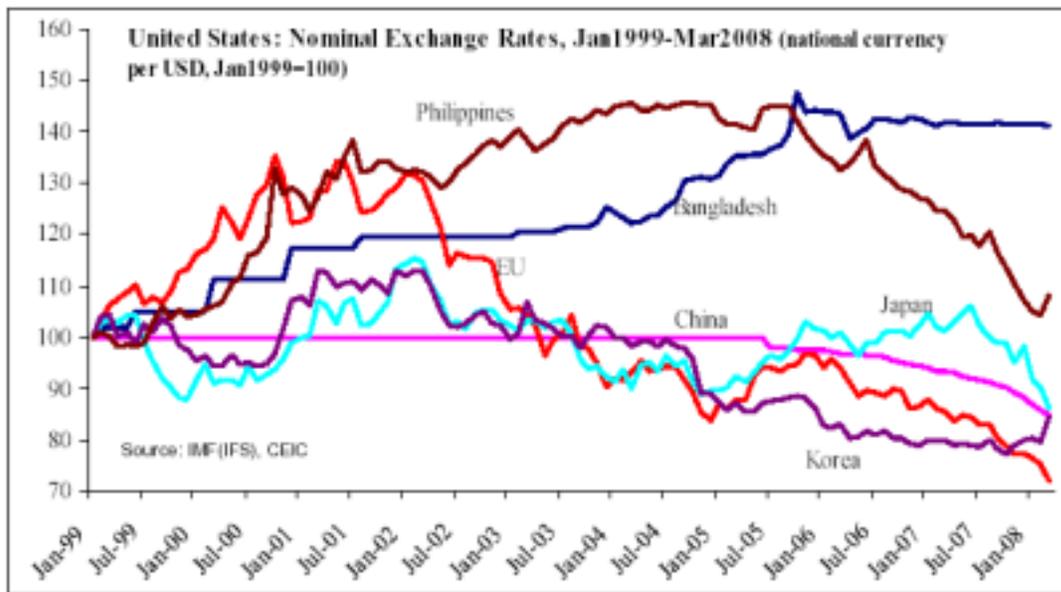
二、匯率與有效匯率指數

(一) 名目雙邊匯率與名目有效匯率

若僅觀察一國貨幣的名目價值，雙邊匯率對決策者可能產生衝突的

訊息。例如，圖 7 所示 1999 年 1 月以來，美元對孟加拉及菲律賓等國家貨幣升值，美元對人民幣、日圓、歐元及韓國等貨幣則呈現貶值。然而在全球的經濟結構中，每個國家所扮演的角色重要性亦有所差異，如何突顯各個經濟體在此經濟結構中份量的匯率指標就相當重要，因此透過計算一籃外國通貨與本國通貨之名目雙邊匯率變動的名目有效匯率指數（NEER），便成當今世界各國自行編製之觀察指標趨勢。

圖 7 美元對其他貨幣之比較



資料來源：Rajan Govil/IMF-STI, 2008/7

名目有效匯率指數之編製主要考量因素為通貨籃之決定、權數及公式的選擇。而權數的選擇方法，可歸納如下：1、雙邊貿易權數係以出口權數、進口權數及出進口貿易權數為考量。2、嘗試著納入第三地市場的競爭力效果。3、出進口試著區分製造、商品及服務。4、採取固定權數或變動權數。計算公式選擇部份，主要採幾何平均為多數國家的選擇。IMF 目前以新權數來計算 NEER⁸，其主要改變有：1、試著納入第三地市場競爭考量。2、權數考量以產業取代雙邊貿易，因此可以劃分

⁸ 若有興趣亦可參考 IMF Staff Papers Vol.53 No.2, "New Rates from New Weights", 2006.

製造、服務、商品及觀光等產業。

雙邊匯率及有效匯率指數皆為名目，要成為較可靠的競爭力指標必需考量物價或工資情況，因此透過物價或單位勞動成本指數的平減計算，我們可以獲得實質匯率與實質有效匯率指數。

(二) 實質匯率與實質有效匯率指數

1、實質匯率

目前常被使用於解釋實質匯率的理論主要為(1) 偏離購買力平價的程度(2) 非貿易財及貿易財之相對價格。因此我們將解釋購買力平價理論，分為絕對購買力平價說及相對購買力平價說。另外，根據前述之平價，以非貿易財與貿易財之相對價格來說明實質匯率，有關說明如下：

(1) 絕對購買力平價說 (Absolute PPP)

其理論根據係源於所謂的「單一價格法則」，亦即完全競爭市場假設下，相同商品在不同國家出售其價格應相等，換言之，經過名目匯率的調整兩國物價趨於相等，而名目匯率所反應即是兩國通貨的購買力，即 $P = EP^*$ (P 代表本國物價水準、 E 代表兩國名目匯率，以一單位外國通貨能兌換多少單位本國通貨來表示， P^* 代表外國物價水準)。當 PPP 成立時，實質匯率 $R_t = E \frac{P}{P^*} = 1$ 。但在現實生活中，存在著關稅的課徵、運輸成本及差異化的產品等等問題，造成 PPP 的不成立。

(2) 相對購買力平價說 (Relative PPP)

由上述之絕對購買力平價之實質匯率 $R_t = E \frac{P}{P^*}$ ，取對數後並微分，我們可以得到 $\% \Delta RER \approx \% \Delta E + (\pi - \pi^*)$ ，亦即實質匯率的升貶等於名目匯率升貶加上兩國通貨膨脹之差距。假設兩國通貨膨脹一樣時，實質匯率的變動亦等於名目匯率的變動。假若名目匯率變動率為零，本國通膨若大於外國通膨，則實質匯率上升，表示本國通貨貶值，競爭力下降。反

之，則相反。

(3) 從非貿易財與貿易財的相對價格來說明實質匯率

依據相對購買力平價之實質匯率 $R_t = E \frac{P}{P^*}$ ，取對數表示為 $rer_t = e_t + p_t - p_t^* \dots (1)$ ，再者假設物價指數為貿易財及非貿易財物價的幾何平均，因此 $p_t = \alpha p_t^N + (1-\alpha)p_t^T \dots (2)$ ， $p_t^* = \alpha^* p_t^{N^*} + (1-\alpha^*)p_t^{T^*} \dots (3)$

將(2)式及(3)式分別代入(1)式並重新整後，實質匯率可表示如後： $rer_t = e_t - p_t^{T^*} + p_t^T - \alpha^*(p_t^{N^*} - p_t^{T^*}) + \alpha(p_t^N - p_t^T) \dots (4)$ ，可以歸納主要影響實質匯率之因素為：兩國貿易財的相對價格、外國非貿易財與貿易財相對價格及本國非貿易財與貿易財相對價格。

假若單一價格法則對所有財貨皆成立且居民之消費偏好相同，則 PPP 成立且取對數微分之實質匯率變動率等於 0。再者，假若 PPP 對所有的貿易財皆成立（不存在套利狀況），則實質匯率決定於兩國貿易財與非貿易財的相對價格，因為以對數表示之 $e_t - p_t^{T^*} + p_t^T = 0$ ，所以實質匯率可以簡化成如下所示 $rer_t = -\alpha^*(p_t^{N^*} - p_t^{T^*}) + \alpha(p_t^N - p_t^T)$ 。而影響貿易財與非貿易財之相對價格，主要來自於貿易財與非貿易財部門之資本密集度及生產力差異。若一個國家其貿易財生產力相較高於非貿易財，其整體物價水準亦會較高。因此當本國與外國之貿易財及非貿易財之相對價格存在差異時，PPP 不成立。若本國貿易財之資本密集度或生產力較高於國外時，實質匯率下降，表示本國通貨升值，競爭力提升所致，反之亦然。此即所謂 Balassa-Samuelson (B-S) 效果。

2、實質有效匯率指數

所謂實質有效匯率指數，係以本國與外國相對物價或成本變動平減名目有效匯率指數，表示如 $REER = \frac{P}{\prod_i (P_i^*)^{w_i}} NEER$ ，其中 $NEER = \prod_i E_i^{w_i}$ 。然而如何選取物價或成本指數是實務上相當難以取捨的問題，目前主要參考的指標物價或成本指數為消費者物價指數、躉售物價指數、生產者物價指數、國內生產毛額平減指數、出口單位價值及單位勞動成本。基本上，消費者物價指數及單位勞動成本最時常被使用，而國際貨幣基金組織以消費者物價指數試編所有國家之實質有效匯率指數，另外再以單位勞動成本對工業化國家試編實質有效匯率指數，我們試將不同物價成本指數之利弊比較整理於表 1。

	優點	缺點
消費者物價指數 (CPI)	有利於跨國間比較 較合理正確 取得便利 經常公佈	包括不同權重的貿易財 排除資本財 受租稅補貼價格管制影響
躉售物價指數 (WPI) 生產者物價指數 (PPI)	與 CPI 相較，貿易財價格較近似	各國間含括範圍差異 統計品質不可靠 過度強調初級產品及半成品 有時給予進口品較高權數
國內生產毛額平減指數 (GDP Deflator)	避免使用 CPI 的偏誤問題 總計國內生產成本的概略方法	及時性 經常修改
出口單位價值 (Export unit values)	貿易財價格的直接方法	國際競爭容易壓縮價差 排除潛在的貿易財 各國間出口組成的差異且經常改變
單位勞動成本 (Unit labor cost)	跨國可比較資料取得較易 含括大部分非貿易財的成本	此指數若用於競爭力指標需基於兩項前題：1) 跨國間貿易財價格是相等的。2) 須維持資本勞動比不變。 單位勞動成本的循環性差異

(三)、不同競爭力指標

REER 與 NEER 之走勢，時常存在著發散狀態 (見圖 8)。另外，分

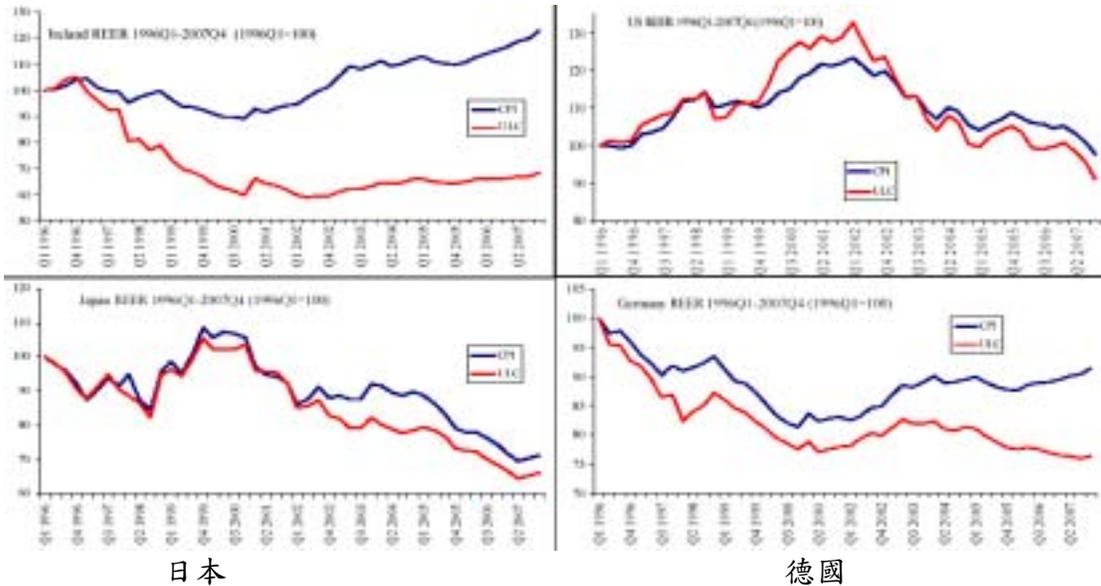
圖 8： REER 與 NEER 兩者趨勢時常存在發散
 印度 韓國



資料來源：Rajan Govil, IMF/STI, July 2008

別以 CPI-based 與 UCL-based 之 REER 趨勢亦有時存在發散狀態（見圖 9）。而 REER 的變動反應著經濟體競爭力的改變，但使用時應謹慎並以

圖 9： 以 ULC-based REER 與 CPI-based REER 兩者趨勢有時亦呈發散
 愛爾蘭 美國



資料來源：Rajan Govil, IMF/STI, July 2008

不同指數平減的 REER 及其他參考指標例如生產力、兩國間生產力差異或出口表現進行比較分析。因此一個理想的指標，不管什麼原因造成競爭力改變，其應與競爭力變動程度同向，例如以匯率做為指標而言，當競爭力改善時匯率應該呈現下降，相反地當競爭力惡化時匯率應出現上升。不幸地到目前為止並沒有一個指標滿足這樣的標準，所有的指標皆有優缺點。相較之下，REER 做為衡量競爭力指標是一較可行的選擇。因此，在評估一國競爭力表現時，匯率及匯率指標相當重要的。再者，我們討論不同形態的匯率指數，然而每一個匯率指數做為評估競爭力指標時，應審慎使用並需參酌其他資訊如總體經濟情況。

三、均衡匯率

事前預測的匯率時常在事後皆不準確，在一年以內的期間亦是如此。而匯率的未來走勢在預測經濟成長、通貨膨脹或是評估總體經濟前景的風險皆扮演重要角色。評估匯率是否失衡及可能導致總體經濟困境是重要的，而這些總體經濟困境像是競爭力喪失、通貨膨脹、成長趨緩、甚至是危機。目前常被做為討論案例如 1997 金融風暴前泰銖的失衡、2001 年阿根廷披索的崩潰及目前人民幣與美元的爭論。

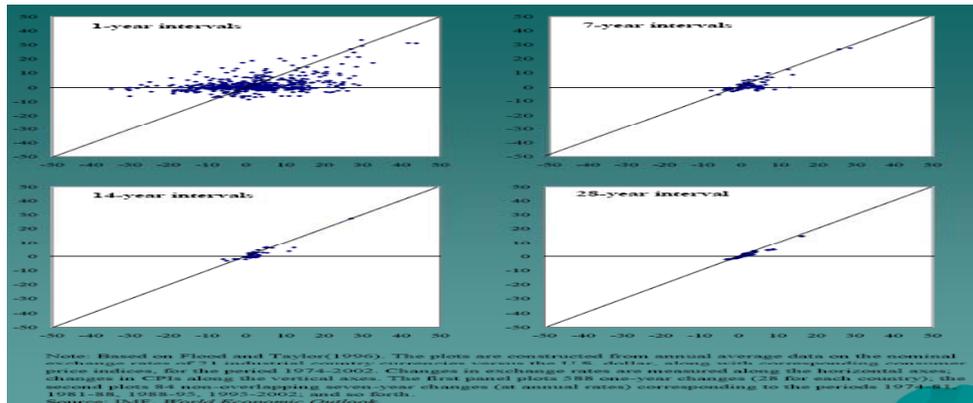
一般而言，現今市場匯率偏離其均衡匯率，即所謂匯率失衡。因此如何計算均衡匯率？採取名目或實質、雙邊或多邊、相對何種貨幣、長期或短期、貨幣或總體因素考量等等衡量指標，使用不同衡量指標，其均衡匯率之意義亦不同。以下我們將就現今不同衡量均衡匯率方法進行介紹，包括購買力平價說、總體經濟均衡評估、貨幣方法、行為均衡匯率法及自然匯率法。

(一) 購買力平價法

兩國貨幣的名目匯率密切反應著兩國貨幣的購買力，公式表示為 $E^{PPP} = \left(\frac{P^D}{P^F} \right)$ ，E 上升代表本國貨幣貶值。如先前所述，PPP 成立時，兩國間的實質匯率等於 1。

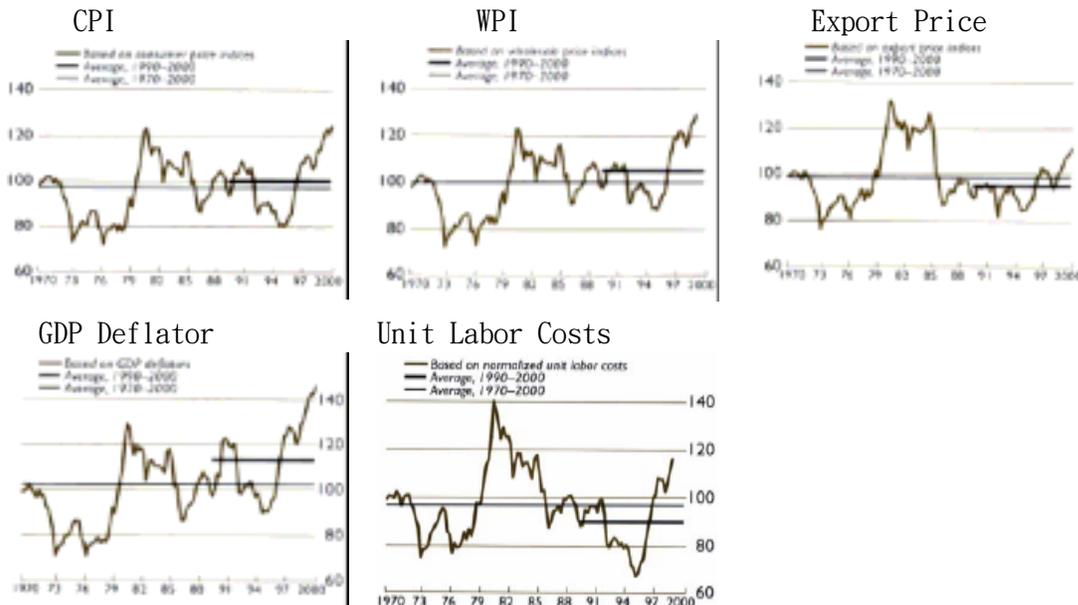
PPP 建立在名目匯率與兩國物價水準間的關係，但在實證上的研究發現 PPP 在短期間呈現發散的狀態，長期間則收斂趨於一致（見圖 10）。我們再以 1970-2000 年不同物價與成本指標下英鎊與馬克之實質匯率來看，似乎實質匯率受到不同物價指標與基期的不同程度影響（如圖 11 所示），因此 PPP 法似乎無法得到準確而收斂的實質匯率。

圖 10：不同期間下匯率變動與通膨差距關係型態



資料來源：Reza Siregar, IMF/STI, July 2008

圖 11：1970-2000 年不同物價與成本指標下英鎊與馬克之實質匯率



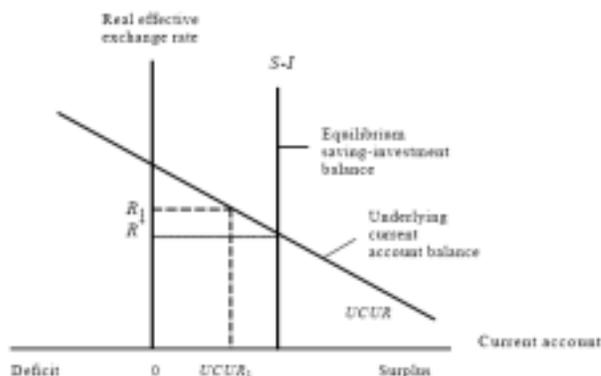
資料來源：Reza Siregar, IMF/STI, July 2008

(二) 總體經濟均衡評估

當國內產出處於均衡狀態（內部均衡）時，其經常帳均衡（外部均衡）必須與實質匯率一致，即所謂總體經濟均衡法。而總體經濟均衡法考量，經常帳餘額（CUR）與淨國際資本流出（CAP）或國內儲蓄大於國內投資（S-I）相等之國際收支與國民所得恆等式⁹，其關係如 $CUR=CAP=S-I$ ，其估計中期 CAP 或 S-I 均衡水準，而此狀態下之均衡匯率即中期均衡匯率。所謂潛在的經常帳餘額（UCUR）為國內外產出皆處於潛在產出水準之下且過去匯率變動效果皆已呈現下之經常帳部位，而其相當強調中期觀念。總體經濟均衡評估之建構如下：

步驟 1：利用所估計 UCUR 與 R（實質有效匯率）的關係，計算在目前匯率下之 CUCR。因此必須估計 CUR 與 R 或其他變數間縮減型式關係，而 R 與 CUR 之關係呈負斜率（如圖 12）。就目前所處位置為實質有效匯率（ R_1 ）及潛在經常帳餘額（ $UCUR_1$ ）。

圖 12：中期基本面關係



資料來源：Reza Siregar, IMF/STI, July 2008

步驟 2：計算 $UCUR_1$ 與 S-I 之均衡水準之差異。首先，必須估計 S-I 與相關可解釋變數（例如財政赤字、人口結構及經濟發展）的歷史關係，其次衡量淨外債佔 GDP 的均衡比例並計算為穩定前述比例於均衡水準時 S-I 餘額，最後計算 $UCUR_1$ 與 S-I 均衡水準的差距（如圖 12）。

步驟 3：計算調整 R 多少可使 UCUR 等於 S-I 均衡水準。這樣的匯率調整

⁹ 請參考由國際貨幣基金出版之國際收支手冊第五版內容。

可使實質有效匯率達到均衡水準 R^* 。

步驟 4：進行實質有效匯率的敏感性分析。亦即在不同均衡水準之 S-I 與其他變數對 R^* 的影響。

有關於總體經濟均衡法之缺點如下：(1) 由於這縮減式的模型忽略具系統性影響 CUR 及 UCUR 的生產力變動。(2) 面對經歷快速結構化變化的開發中及新興市場國家，以歷史 S-I 平均水準來做為 S-I 縮減式模型的計量估計並以此做為均衡 S-I 水準取得方法是大有問題。(3) 以均衡淨外債（資產）存量觀點來定義均衡 S-I 流量亦需要強烈的假設。

(三) 貨幣方法

基本上，貨幣法是利用貨幣與總體基本面二者的關係，並透過 PPP 之理論，所導引出之匯率屬於中長期匯率水準。首先，根據貨幣市場均衡式：貨幣需求等於貨幣供給恆等式分別得到國內外貨幣市場均衡式，本國貨幣市場均衡式 $m_t - p_t = \alpha_1 y_t - \alpha_2 i_t$ ，外國貨幣市場均衡式 $m_t^* - p_t^* = \beta_1 y_t^* - \beta_2 i_t^*$ 。另外假設 $\alpha_1 = \beta_1$ 與 $\alpha_2 = \beta_2$ ，則前兩式可衍變成 $p_t - p_t^* = (m_t - m_t^*) - \alpha_1 (y_t - y_t^*) - \alpha_2 (i_t - i_t^*)$ 。由於長期物價不再具有僵固性及 PPP 成立假設下，貨幣法的中長期匯率縮減式為 $e_t = p_t - p_t^* = (m_t - m_t^*) - \alpha_1 (y_t - y_t^*) - \alpha_2 (i_t - i_t^*)$ ，匯率水準決定於兩國貨幣供給水準、產出差距與利差大小。雖然貨幣法易於瞭解，沒有像總體經濟均衡估計煩人計算步驟，但實證上並無法得到一致性的結論。

(四) 行為均衡匯率法

此學派係以未拋補利率平價 (uncovered interest rate parity, UIP) 為基礎，考量短期匯率決定因素 (利率差距) 之外，並結合長期總體經濟因素。首先，依據未拋補利率平價 $E_t(e_{t+1}) - e_t = i_t - i_t^*$ ， $E_t(e_{t+1})$ 代表 t 期對 t+1 期匯率預測值， e_t 為名目匯率， i_t 與 i_t^* 分別表示本國與外國利率水

準。考慮本國與外國通膨預期之差距之等式為 $(E_t(p_{t+1}) - p_t) - (E_t(p_{t+1}^*) - p_t^*) = E_t(\Delta p_{t+1}) - E_t(\Delta p_{t+1}^*)$ ，將 UIP 扣除兩國通膨差距，則可將名目未拋補利率平價轉換成實質未拋補利率平價，即 $E_t(q_{t+1}) - q_t = r_t - r_t^*$ ，因此 $q_t = E_t(q_{t+1}) - (r_t - r_t^*)$ ，此表示實際的實質匯率決定於實質匯率預測值與兩國實質利差，此學說假定實質匯率預測值係由長期經濟基本面 Z_t 所決定，長期經濟基本面考量因素包括貿易條件、外債、淨國外資產等因素。

(五) 自然匯率法 (The natural rate of Exchange)

短期由於市場存在太多投機交易及循環性因素，無法正確預測均衡匯率，因此著眼於中長期匯率決定。自然匯率法是一個較有理論根據的模型，其模型之建立係結合投資決策、貿易與經常帳餘額、社會節儉與儲蓄偏好及勞動生產力等相關因素，基本模式為 $NATREX = f(tot^d, prod^d, thrift^d)$ ，納入國外因素考量，模型則修正為 $NATREX = f(tot^d - tot^f, prod^d - prod^f, thrift^d - thrift^f)$ 。

綜合以上所述，我們可以檢視近年來有關估計人民幣匯率失衡之相關研究(表 2)，雖然所使用模型不相同，可能產生不同程度的失衡估計結果。因此，決策者在使用這些模型時應注意，1、所有的模型均要求許多假設與判斷，在使用前應該瞭解其定義與限制。2、各種模型並不能精確估計，但重要貢獻在於是否提供嚴重失衡訊息而不在於正確地衡量失衡。3、各種不同模型皆有其利弊，應用不同的方法有助於我們瞭解並做比對參考。

表 2：估計人民幣匯率失衡相關研究

研究作者	研究方法	選擇匯率型態	期間	失衡程度
Bénassy-Quéré <i>et al.</i> (2004)	BEER	Dollar	2003	-47%, -44%
Coudert and Couharde (2005)	BEER	Dollar	2002	-18%
Coudert and Couharde (2005)	FEER	REER Dollar	2003	-23% -44%
Frankel (2004)	Modified PPP	Dollar	2000	-35%
Goldstein (2004)	Simplified FEER	REER	2003	-15 to -30%
Jeong and Mazier (2003)	FEER	REER Dollar	2000	-33% -60%
Wang (2004)	BEER	REER	2003	Near 0
Wren-Lewis (2004)	Modified BEER	Dollar	2002	20%

資料來源：Reze Siregar, IMF/STI, July 2008

四、匯率制度之選擇

(一) 匯率制度的區分

IMF 依照匯率的可調整性將匯率制度區分為三大類，第一大類為固定匯率制度其包含有 1、無單獨法償貨幣的匯率制度 (Exchange arrangements with no separate legal tender) 2、聯繫匯率制度 (currency board arrangements) 3、一般釘住匯率制度 (conventional fixed peg arrangements)。第二大類為有限彈性匯率制度 (Limited Flexibility) 相關的包含 1、區間釘住匯率制度 (pegged exchange rates within horizontal bands) 2、爬行釘住匯率制度 (crawling pegs) 3、區間內爬行匯率制度 (Exchange rates within crawling bands) 4、一籃子釘住匯率制度 (Exchange rates within basket peg)。第三大類為浮動匯率制度 (Floating Exchange Rate Regime) 其主要有 1、管理浮動匯率制度 (Managed floating with no predetermined path for the exchange rate) 2、獨立浮動匯率制度 (Independently floating for exchange rate)。此三大類共計九種匯率制度之主要特色及其優缺點分別整理於表 3。

另外亦根據 IMF 的資料，至 2007 年 4 月止世界 188 個國家中，採行

表3：各種匯率制度之比較

匯率制度	主要特色	優點	缺點
完全浮動	名目匯率完全由市場決定，而資產或財貨供需的實際及預期變動反映在匯率的變動	1、面對國外或國內衝擊亦可以透過名目匯率的調整進行吸納。 2、不需要太多外匯存底。	1、名目（實質）匯率的高波動性亦扭曲資源分配。 2、貨幣政策易架構於不同於匯率的名目基軸。 3、資產負債表效果
管理浮動	1、不事先設定或承諾匯率的變動路徑，但在必要時干預外匯市場。 2、積極的干預導致外匯存底的變動。	1、與完全浮動相似，名目匯率的調整可以吸納國內外衝擊，惟需準備較高的外匯存底。 2、抑制匯率過度波動。	1、中央銀行的干預缺乏透明度可能造成太多不確定性。 2、干預效果一般都是短暫的，亦可能造成不穩定。
區間浮動 （目標區間）	1、允許在區間內波動，而中心價位為本國貨幣釘住另一個或一籃貨幣。 2、區間浮動有些係採合作性協議（如歐洲之ERM），其他則採單一性。	1、結合具公信力的浮動匯率之優點。 2、主要參數（區間及中間點）有助於導引大眾預期。 3、名目匯率在區間內的變動有助於吸納基本面的衝擊。	1、不穩定，特別在區間太窄及國內總體經濟政策與水平區間不一致時，亦受投機性攻擊（1992年ERM）。 2、寬度選擇不重要 3、任何區間及中心評價的重新組合可能降低此制度的可信度。
區間內爬行	一國匯率在中心匯率一定區間浮動，而中心匯率則定期以固定的幅度調整或根據一組指標的變動而調整。	對高通膨國家，其有助於採行區間制度（名目基軸），不需經歷大幅逐步的匯率調整。	1、若調整採回顧過去的型態，可能造成通膨慣性的風險。 2、前瞻性方法若設定錯誤通膨目標可能產生過度升值及導致投機壓力。
爬行釘住	1、名目匯率根據一組指標而定期調整，並且不容許波動超過狹幅區間（例如，2%）。 2、例如透過謹慎設定的預先宣佈利率。	1、對高通膨國家，有助於避免實質匯率過度升值。 2、當中央銀行要獲得可信度，“匯率規劃”制度有助於導引大眾預期。	1、若調整採回顧過去的型態，可能造成通膨慣性的風險。 2、難以顧慮到均衡匯率所要求的變動 3、易受時間不一致缺點。
一籃子釘住	匯率對一籃子加權貨幣釘住而非任一主要貨幣。	1、藉由穩定實質有效匯率，以穩固貿易競爭力。 2、處理外在衝擊的彈性增加。 3、提供若干制約機制，防範失序。	1、缺乏透明度，且一籃貨幣之計算過於複雜。 2、非完全具有彈性。 3、喪失名目基準，可能導致利率風險加碼提高。
一般釘住	1、名目匯率是固定的，但貨幣當局並沒有維持一個固定平價的義務。 2、對平價的調整成為一項強有力的政策工具	1、在低度不確定下，透過維持貿易財價格與外國價格一致，使其提供總體經濟紀律。 2、內在例外條款（貶值）提供些許彈性。	1、由於不佳制度性限制，這制度易受嚴重的時間不一致缺點影響。 2、重新調整可能對企業部門影響不一。
聯繫匯率	1、嚴格固定匯率，貨幣政策受制度性限制。 2、貨幣當局只能發行本國貨幣，且其完全受外匯流入	制度性限制難以改變的情況下，此匯率制度獲得高度公信力。	1、當面對外部衝擊時，必需以失業及經濟活動變動來吸納，經濟政策執行彈性有限。 2、中央銀行喪失最後貸款者的角色功能及減少鑄幣收益。
美元化	採用其他國家貨幣，完全放棄貨幣自主性	這制度公信力最大，且再重回本國貨幣幾乎不可能。	1、當面對外部衝擊時，經濟政策執行彈性有限。 2、中央銀行喪失最後貸款者的角色功能。 3、可能因政治或國家民族理由抗拒。

資料來源：Rajan Govil, IMF/STI, July 2008

固定匯率制度的國家最多，計有 93 個國家；有限伸縮匯率制度的國家為數最少，只有 12 個國家；選擇浮動匯率制度的國家共有 83 個國家（見表 4）。如此兩極化（bipolar）的發展，主要由於近年來資本市場及金融市場全球化發展，使得匯率波動具有很強的傳染效果，尤其是 1990 年代陸續發生貨幣危機，更使得各國央行的金融穩定政策面臨嚴峻挑戰。在資本自由化的趨勢下，面對資本移動難題下，許多國家紛紛依匯率政策穩定或貨幣政策獨立性的政策偏好，改採固定匯率制度或浮動匯率制度。

表4：1996~2007/4現行匯率制度的發展

	(國家數; 期末資料)							
	1996	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007/4
硬性釘住	17	21	22	22	22	22	22	23
1. 無單獨法償	5	8	9	9	9	9	9	10
2. 聯繫匯率	12	13	13	13	13	13	13	13
軟性釘住	107	72	73	72	72	76	83	82
一般釘住匯率	63	55	60	60	63	63	73	70
3. 對單一貨幣釘住	49	45	50	52	55	58	68	63
4. 對一籃貨幣釘住	14	10	10	8	8	5	5	7
中間釘住	44	17	13	12	9	13	10	12
5. 區間釘住	18	6	5	4	4	5	5	5
6. 爬行釘住	14	6	5	5	5	8	5	6
7. 區間內爬行	12	5	3	3	1
浮動制度	60	93	92	93	93	89	82	83
8. 管理浮動	37	43	45	46	49	51	45	48
9. 獨立浮動	23	50	47	47	44	38	37	35

資料來源：Rajan Govil, IMF/STI, July 2008

（二）匯率制度與制度性因素

財政、金融及貨幣的穩定運作下，匯率制度方能運作良好，亦即匯率制度的選擇重要性僅次於良好財政、金融及貨幣制度的發展，而這些制度包括市場安定制度（貨幣與財政制度、審慎監理與金融監督）、市場創新制度（智慧財產權、契約執行）、市場監理制度（監理主體、修正市場失靈的機制）、市場合理化制度（投票權、社會安全網）。不佳的制度性組合會造成一國喪失維持固定匯率本能。例如，不佳的金融體系會造成貨幣政策無效，脆弱的銀行體系會使貨幣管理當局在對抗通膨及

匯率貶值時陷入兩難，一方面因為升息會造成銀行的倒閉，另一方面當銀行有相當數量以外幣計價的債務時，若未能有效防止匯率貶值（若未升息的情況下）亦可能造成崩潰，與此同時對銀行紓困可能導致財政赤字，對銀行問題的預期可能加速銀行倒閉並造就銀行、貨幣危機的惡性循環結果，因此我們應建立完善金融監管及對金融部門問題應立即反應。

即便有良好的財政及金融制度，不佳的貨幣制度亦會產生通膨及貨幣貶值的恐懼，如此的恐懼將使這類的國家難以發行以其本國幣計價的外債。雖然金融監管成功地防止銀行資產負債表上貨幣錯置，但從銀行借款的人角度，亦可能有資產負債表錯置問題產生，然而較佳貨幣制度將使整個經濟體資產負債表錯置問題自然減少許多。

以阿根廷 2001 年不佳的財政制度為例，阿根廷財政制度不健全及未能防止大量預算赤字的情況下，促使政府必須向銀行體系借款以融通財政赤字。中央銀行在法律上是獨立自主的，但政府在 2001 年 4 月強迫央行總裁辭職。另外，執政當局鼓勵並強迫銀行購買政府債券，而當政府債券價值下降時，上述行為會使銀行破產可能性增加。直到 2001 年底銀行倒閉並造成相當大規模危機。

（三）匯率制度的轉換策略¹⁰

採行固定匯率制度國家面對國際資金流動大量流入或流出，造成固定匯率持續與否出現疑問。我們可以從一些歷史事件瞭解許多固定匯率的國家受到貨幣危機波及，皆付出相當高的代價，例如布列登森林體系的崩潰、1992 年歐洲通貨單位匯率機制危機、1999 年至 2000 年土耳其及 2001 年阿根廷。因危機的產生，讓貨幣管理當局重新思考匯率制度轉換。而轉換策略基本上有兩種型態 1、從固定至浮動匯率。2、從本國貨幣到共同通貨，但所見到危機案例前者居多。

¹⁰ Otker-Robe, I., Vavra, D., and others, 2007, “Moving to Greater Exchange Rate Flexibility,” IMF Occasional Paper No. 256 (Washington: International Monetary Fund), Chapter II, pp. 6–30, Appendices I and IV, pp. 67–71, and 76–79 及本次研習講義。

匯率制度的轉換策略執行時間長短，可分為一次到定位與漸近轉換兩種方式。一次到定位的轉換策略通常都是在市場壓力的狀態下發生，此釋放決策者對國內總體經濟表現優先於匯率穩定的承諾訊息。相反地，漸近的轉換能有足夠的時間補強做其支援的制度性架構，而這架構包含嶄新的名目基軸與貨幣政策架構、有效且具流通性的外匯市場、合理且可信的干預政策之規劃以及監管匯率風險的能力。在此架構下，中央銀行的角色極為重要，首先中央銀行需建立起在浮動匯率制度下執行貨幣政策的能力，讓市場參與者需感受到貨幣政策是有效的及匯率風險是兩面的，這亦要求財政紀律及實際的上下的匯率波動。在外匯市場上，為促進市場效率及流動性應採取下列措施：1) 放寬外匯管制。2) 外匯法規的單一簡明化。3) 降低中央銀行於私部門交易平台造市者的角色。4) 支援銀行間貨幣及政府公債市場的發展。5) 增加外匯流向的市場資訊。另外，對於監管匯率風險，則要求下列事項：1) 資訊系統（正式申報要求）。2) 匯率風險評估。3) 銀行內部風險政策及程序。4) 審慎的監理。

五、匯率制度經驗案例－香港與馬來西亞

在這節中將就亞洲金融風暴發生時，香港及馬來西亞所碰到外匯制度上的難題進行討論。

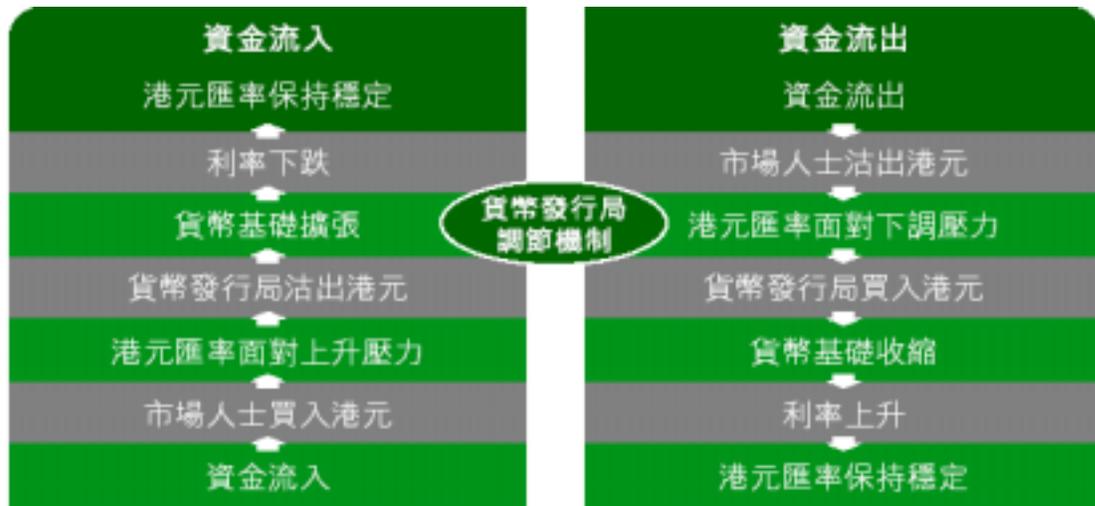
（一）香港採行聯繫匯率之經驗

1、背景介紹

1983年10月15日起開始採行聯繫匯率制度，當時有關於香港回歸中國大陸的不確定性因素，造成金融市場相當混亂。為穩定港元匯價，將港元按7.8港元兌1美元的固定匯率與美元掛鈎。其貨幣機制運作是基於準備貨幣的任何變動都必須有外匯準備按固定匯率計算的相應變動完全配合。發鈔銀行發行鈔券時，須按7.80港元兌1美元的匯率向金管局提交等值美元，並記入外匯基金的帳目，以購買負債證明書，作為所發行紙幣的支持。另外，任何資金流入或流出會使利率出現調整而非匯率，若銀行向貨幣發行局出售與港元掛鈎的美元，以換取港元（即資

金流入)，準備貨幣便會增加。若銀行向貨幣發行局買入美元（即資金流出），準備貨幣便會收縮。準備貨幣擴張或收縮，會分別使本國利率下降或上升，這種貨幣狀況的轉變，會自動抵銷原來資金流入或流出的影響，而匯率則一直維持穩定。這是一個完全自動的調整機制，即聯繫率制度運作機制（見圖 13）。

圖 13 香港聯繫匯率制度之運作機制



資料來源：香港金融管理局 2000 年發行「香港的聯繫匯率制度」

從上述之說明，此制度包含三個基本要件：1、本國貨幣與另一特定國家貨幣的交換比率維持固定。2、自動兌換機制：維持全面且無限的流通紙券、硬幣與掛鈎的美元間之兌換。3、立法承諾此一制度長久之運作。

2、聯繫匯率制度之優、劣勢分析

優勢分析

- (1) 貨幣紀律：因減少貨幣管理當局將財政赤字貨幣化的能力，而增加對制度的可信度，聯繫匯率的建立透露制度改變及較大經濟紀律訊息。
- (2) 貨幣的穩定性：由於聯繫匯率制度經過立法，其較一般釘住匯率制度（conventional fixed peg arrangements）不容易出現政策轉向的問題。

- (3) 利率的收斂：在聯繫匯率制度之下，港元與美元利差的幅度主要反映投資者對港元所要求的溢價。如果兩者利差幅度與市場預期不一致，資金會流入兩者之中利率較高的一種貨幣，以進行套利，因而港元利率及美元利率會趨於一致。
- (4) 金融中介的發展：匯率的穩定及有秩序的貨幣情勢，促進國際貿易及便於與國際金融市場接軌。

劣勢分析

- (1) 中央銀行功能的喪失：貨幣管理當局不再擁有最後融通資金的角色，取而代之的是國際銀行所給予的信用額度或是所持有的外匯存底。
- (2) 債務的通貨緊縮風險：如果勞動市場是無彈性的，資金的外流會導致貨幣供給的緊縮，進而造成物價下跌，這無形之中會使債務人負擔加重，而使緊縮更加嚴重。
- (3) 對財政政策的約束有限：雖然此匯率制度有助於財政紀律但並非保證，在某些情況下大量財政赤字亦需不斷透過公債的發行來融通，以致債台高築。另外，透過對私人支出排擠做限制範圍，高度資本移動增加財政赤字的通膨影響。

3、亞洲金融風暴的投機性攻擊

在1997至1998年間亞洲金融風暴，由於東南亞國家貨幣皆對美元出現急遽性貶值，例如泰國、印尼、菲律賓、韓國及台灣。由於香港採行聯繫匯率制度並與美元緊密掛鉤維持不變，在這段期間內東南亞國家貨幣的貶值，的確對港元之匯率出現相當的壓力。國際投機客瞄準香港亦會出現總體經濟與匯率不一致的情況，因此對港元發動投機性攻擊。投機者分別放空香港上市股票、股票期貨及港幣以獲取暴利，並將資金匯出香港，貨幣發行局被迫買回港元，準備貨幣因而減少，遂使得香港的利率瞬間飆高及股價急速下挫。然而這使得香港特區政府認知事情的嚴重性，於是進入股市同步做多權值股及期指，此項動作與國際投機客堅持數日之久，最後國際投機客彈盡糧絕棄守離去。

經歷此事件，香港貨幣管理當局為維持聯繫匯率制度持續運作之決心，在 1998 年 9 月採取相當關鍵性的強化聯繫匯率制度的技術性管理措施：1、金融管理局給予所有經授權銀行按 7.75 港元兌 1 美元的固定匯率，在其結算帳戶內的港元兌換為美元。2、建立貼現窗口，並取代流動性調節機制 (liquidity adjustment facilities)，其貼現率係參考美國聯邦資金利率及香港隔夜拆款利率為依據所決定，如此給予銀行取得流動性較大信心。

4、成功採行聯繫匯率制度的關鍵性因素

香港採行此制度成功的主要關鍵性因素有：1) 制度的公信力：由於政府本身財政紀律以及數次危機中政府能力與決心之展現，建立聯繫匯率制度永續性。2) 香港金融管理局的獨立自主：聯繫匯率制度高度透明的運作，使得金融管理局專業職能得以發揮。3) 相當龐大的外匯存底：經年不斷的累積外匯，對聯繫匯率制度運作提供相當支持作用。4) 健全的銀行體系：銀行體系的穩健，在資金充裕之下，能有效因應實施聯繫匯率制度可能出現的利率波動情況。5) 經濟彈性佳：由於香港經濟結構靈活性高、適應力強，勞動市場及產品市場均能迅速就不斷轉變的環境做出回應。

(二) 馬來西亞從浮動匯率到固定匯率之經驗

1、金融風暴所造成之衝擊及相關政策回應

馬來西亞於亞洲金融風暴前經濟表現良好，例如高儲蓄率、物價維持穩定及勞動市場失業率相當低、以及相當低的外債。然而，資金不斷流入，造成資本帳中短期資金移動占大部分。在 1997 年及 1998 年之亞洲金融風暴發生，促使短期資本流入的快速反轉造成許多的後果。例如，馬幣 (ringgit) 對美元急速貶值 40%，股票價格亦下降 70% (1998 年 8 月為止)，經濟的緊縮並對銀行體系造成嚴峻影響 (例如不斷上升的 NPL 及緊俏的流動性)。

面對此一金融風暴，決策者認知政策優先性為解決總體經濟的不平衡及強化銀行部門資產品質。因此提出相關的政策包括：1) 寬鬆的貨

幣政策：中央銀行調低利率，3個月期銀行間利率從1998年底的7%到1999年8月的5.5%（有關貨幣與匯率政策請見表5）。2）加速銀行部門結構改造：積極處理NPL，以強化銀行部門資產品質。3）資本管制：減少境外馬幣的交易，自1998年9月逐漸放寬證券投資流出管制（見表6）。4）浮動匯率轉換為固定匯率：1998年9月採行固定匯率以3.8馬幣(RM)兌1美元（見表5）。

表5：馬來西亞金融風暴相關外匯貨幣政策

初期	時間	1997.7-1998.9
	目的/貨幣政策的目標	管理浮動匯率並穩定匯率，惟須注意利率上升對經濟體的傷害。
	中間目標	操作目標：同時控制三個月銀行間利率、隔夜拆款利率並直接控制準備貨幣。
	工具	為使隔夜信用措施便於清算，與商業銀行直接進行存放款、政府存款、中央銀行存單賣斷交易。在市場壓力下，提高準備率。利率於1997年7月達高峰後，為讓利率下滑，較強調直接工具使用，例如金融機構的信用計畫（限制整體信用成長）並禁止對房地產部門的授信。
第二階段	時間	1998年9月至2005年7月22日
	目的/貨幣政策的目標	1998年9月採行固定匯率以3.8馬幣(RM)兌1美元
	中間目標	操作目標為政策利率，而中間目標為匯率
	工具	1997年8月對非商業銀行提供馬幣（賣方）的換匯交易予以限制。1998年9月採行廣泛性資本管制措施，以減少境外馬幣的交易。中央銀行進行實質性沖銷干預以維持匯率的固定（利率波動相對較低，惟外匯準備波動較大）。

表6：馬來西亞亞洲金融風暴時採行資本管制措施

管制項目	未管制項目
短期資本流出 （一年持有期間）	以外幣計價之經常帳交易
出入境時個人所攜帶之馬幣	直接投資、證券投資及其他型式馬幣資產產生之盈餘、利息、股利、資本利得、租賃所
居民出境時所攜之外幣	直接投資之流入與流出
限制馬來人對外投資	居民的一般性支付包括國外教育

資料來源：Rajan Govil, IMF/STI, July 2008

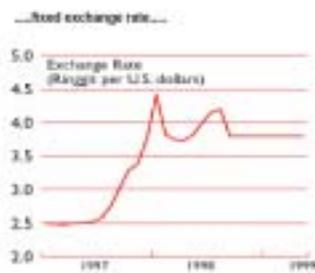
2、資本管制政策之採行及有效性

由於活潑的境外市場馬幣交易，1997年7月泰銖貶值以及顯著的資本外流，馬國曾以提高利率並減少政府支出來回應前述之狀況，至1998年初採行財政政策並再試著調降國內利率以刺激經濟景氣，惟成果不佳。於是在1998年9月採行資本管制措施，以改善國內經濟狀況。

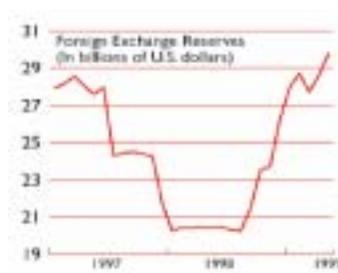
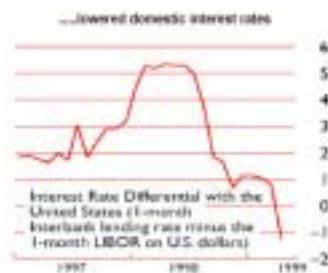
而此資本管制措施主要目的為使貨幣政策自主性提升，並且減少境外馬幣交易及穩定短期資本移動。同時採行固定匯率、降低利率及寬鬆信用政策、並進一步搭配採行擴張性財政政策。另外，由於投資人信心萎縮，1999年2月進行相關政策修正，對於資金流出課徵租稅（exit levies）。

馬來西亞在採行資本管制後一年，經濟開始出現回溫。而這過程中，利率及匯率立即出現穩定、政策自主性提升、利差迅速縮小及外匯存底快速累積（見圖14）。資本流出管制有助於中央銀行穩定短期資金

圖 14：馬來西來資本管制後，相關經濟變數走勢
匯率走勢 外匯存底



美國與馬國利差狀況



馬國股價指數表現



資料來源：Reza Siregar, IMF/STI, July 2008

移動及重獲貨幣政策自主性，惟若市場參與者試圖逃避資本管制，這些現象都只是短暫的。另外，當一個經濟體已經開放其資本市場，資本管制措施會使投資人信心萎靡並造成長期持續性影響。

肆、貨幣政策架構與操作策略

一、貨幣政策架構與策略選擇

(一) 貨幣政策架構與政策目標¹¹

就目前貨幣政策架構主要含蓋兩個範疇，一、政策目標：中央銀行無法直接操控的部分，例如最終目標(final goal)與中間目標(intermediate target)。二、政策執行：包含操作目標(operating target)與操作工具(instruments)(見圖 15)。

首先政策目標而言，最終目標之選擇依各國經濟發展背景而有所差異，所選擇的政策目標亦不盡相同。例如根據我國中央銀行法第二條規定中央銀行之經營目標為促進金融穩定、健全銀行業、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。再者這些目標皆為質的變數，為客觀衡量上述目標勢必以量的變數來做為代理變數，俾便觀察與評估。例如以 CPI 上漲率衡量物價穩定、以 GDP 成長率衡量經濟成長狀況。

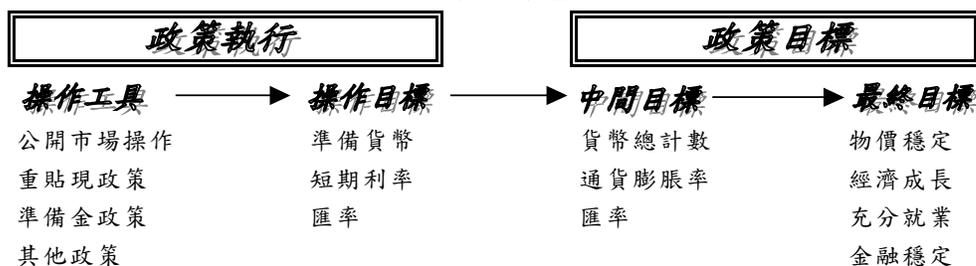
由於貨幣政策無法直接影響最終目標，中央銀行通常必須以中間目標做為媒介以達成最終目標，而中間目標與最終目標兩者需保持良好的穩定關係。因此可做為中間目標的變數有貨幣總計數、長期利率、匯率或通貨膨脹率等，其之選擇涉及各國貨幣政策策略考量。

然而，對中央銀行而言，通常亦無法直接影響或操作中間目標變數，而需藉由各種操作工具以影響所選擇之操作目標，並使操作目標達到理想水準，以期有助於中間目標的達成；中間目標的達成，亦有助於最終目標的達成。

而中間目標與操作目標的組合涉及貨幣政策策略之選擇，目前有許多國家並沒有中間目標及操作目標，例如採行通膨目標策略之國家。

¹¹ 參考中央銀行「中華民國中央銀行之制度與功能」(2003)。

圖 15：貨幣政策基本架構



(二) 貨幣政策策略選擇

由於貨幣政策時常產生時間不一致問題，因此名目基準（nominal anchor）的選擇可以適度消弭此一問題嚴重程度，並可對權衡性貨幣政策產生制衡作用。而依照學者 Mishkin¹²將現行貨幣政策策略區分為匯率目標（exchange-rate targeting）、貨幣目標（monetary targeting）、通膨目標（inflation targeting）以及無明示目標（implicit but not an explicit nominal anchor）等 4 種。以下從歷史的演變，說明貨幣政策策略選擇¹³。

首先，匯率目標機制延續金本位時期黃金兌換成本國通貨的固定價值之概念，對於採用固定匯率制度國家，主要係以本國通貨釘住某一低通貨膨脹率之先進國家通貨的匯價，亦有些國家採用爬行釘住匯率制度，一旦其通貨膨脹率較該先進國家明顯偏高時，可允許其幣值作適度的貶值。惟此一目標機制從許多國家的經驗，我們可以發現其易造成金融不穩定，主要原因係來自於央行欠缺政策責任心而使其貨幣遭受投機性攻擊。

1973 年布列登森林制度崩潰後，當時由於匯率制度走向浮動匯率制度，資本移動情形增加，且長期產出與通膨不存在抵換關係，為因應全球通膨現象，必需存在強而有力的名目基準以維持物價穩定，因此 1970

¹² 有關貨幣政策策略優缺點比較，請參考 F. S. Mishkin(1999), “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes”, *Journal of Monetary Economics*, 43, pp.579-605.

¹³ 請參考 Mishkin, Frederic S., 2006, “Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here?,” NBER Working Paper 12515 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

年代後期至 1980 年代中期許多工業化國家普遍採行貨幣目標，至今仍有 30 多個國家採用，惟沒有一個是工業化國家。主要原因是各國實施數年後，紛紛發現採行此一目標機制之難題，例如貨幣流通速度不穩定、貨幣與所得或物價長期關係並不穩定，遂紛紛放棄此一機制。然採行此目標策略成功的國家為德國與瑞士，其成功原因在於與一般大眾經常的溝通，以突顯中央銀行為達成物價穩定之目標相當重視貨幣政策。就德國而言，政策之執行強調其之彈性並允許改變其通膨目標以達成長期目標。

在各國放棄貨幣目標機制後，紛紛向通膨目標機制靠攏。例如，1990 年紐西蘭率先採用，加拿大於 1991 年跟進，英國於 1992 年採用，瑞典及芬蘭於 1993 年實施，澳大利亞及西班牙於 1994 年施行。一般而言，此目標機制至少包含以下五個要素：(1) 對外公開宣示中期通貨膨脹之數據化目標；(2) 官方承諾以維護物價穩定作為貨幣政策之首要長期目標；(3) 一個資訊完整的策略，並降低貨幣政策中間目標之功能；(4) 經由對大眾及市場的宣導，增加貨幣政策策略的透明化；(5) 加重央行維持物價穩定目標的權責。因此在此機制下之貨幣政策架構簡化，圖 15 之中間目標不復存在，並強調與一般大眾的溝通。此項機制開始運作以來，採行此目標機制之國家皆能有效達到通膨目標，惟自 2008 年以來由於供給面價格衝擊，造成通膨預期心理產生，而物價上漲率亦超出通膨目標許多，使此目標機制以控制物價穩定著稱而受到嚴重打擊。

另外，近年來有些國家總體經濟表現良好，例如維持低而穩定的通貨膨脹率，且以美國的成就最為傑出。這些國家均無明示的匯率、貨幣總計數或通貨膨脹率作為貨幣政策的策略目標。就美國而言，亦未明確宣示其貨幣政策機制，但其執行貨幣政策時，仍維持其前後之連貫性。換言之，Fed 藉隱藏的名目基軸 (implicit nominal anchor) 的方式操作，俾於長期間達到控制通貨膨脹的目的。再者，Fed 常保持前瞻的態度以防範通貨膨脹的訊息外，尚利用一些事先防範壓制 (preemptive strikes) 的措施，以對抗通貨膨脹的威脅。此一目標機制與通膨目標機制的差異

在於無官方發佈的名目目標及政策之運作比較不具透明度。惟此一機制最令人批評的是菁英決策違反民主機制。

總而言之，任何一個成功的目標機制應至少涵蓋彈性化、透明化及權責化等三項特性，而從比較各主要國家不同貨幣政策機制之類型，亦顯示政策透明化及對貨幣政策負成敗責任是促使權衡性貨幣政策達成長期目標的關鍵所在。另外，由於貨幣政策運作之透明化及其責任歸屬，尚需有其他因素搭配，各國中央銀行應衡量其自身政治、文化、經濟及歷史等背景因素，決定一個最適合的貨幣政策機制，俾營造一個有利於長期物價穩定及經濟健全發展的環境。

二、政策執行、管道及傳遞機制效果

(一) 貨幣政策執行

有關於中央銀行貨幣政策執行含蓋兩個部分，一是操作目標，一是操作工具。而中央銀行對貨幣政策執行時須不斷的檢視政策的「規劃、執行及控制」，以完成貨幣政策執行目標。

1、操作目標

中央銀行因為無法直接影響中間目標，而須選擇與中間目標有密切關係且能夠以貨幣政策工具直接影響或控制的變數做為短期操作目標。各國中央銀行目前常見的操作目標為準備貨幣、短期利率及匯率。

2、操作工具

中央銀行執行貨幣政策的操作工具區分為直接性操作工具與間接性操作工具。而直接性工具主要透過限制價格或數量，包括利率上限、銀行授信上限及授信規則的改變，間接性工具則主要透過供給需求或道德勸說間接影響價格或數量，包括公開市場操作、重貼現率及擔保放款融通利率、存款準備率制度、外匯買賣操作及道德勸說等。政策操作工具的選擇取決於不同政策工具與產出及通膨之間關係的相對穩定與可預測性、操作成本考量及操作工具使用的彈性。大部分的國家使用間接工具進行操作，因為可以有效降低扭曲的狀況（例如避免信用管制、利

率上限) 以及其屬於較市場導向的工具。

一般而言，公開市場操作是各國央行主要的選擇，主要由於較存款準備率的變動敏感、且較重貼現率調整的影響大。

就我國而言，主要以公開市場操作為主，央行透過發行不同天期定期存單以吸收市場超額流動性。惟近來美國聯邦準備理事會不斷調降聯邦資金利率，遂使公開市場操作成本相對墊高，轉而以其他工具取代之，例如存款準備率的調升。

(二) 管道及傳遞機制效果

通常貨幣政策工具的操作大致可以經由利率管道、銀行信用管道(銀行放款管道及資產負債表管道)、資產價格管道(財富管道及資產相對價格)、匯率管道及預期心理管道對總體經濟產生影響¹⁴。

1、利率管道

中央銀行採行擴張性貨幣政策，降低短期名目利率，透過利率期限結構，引導中長期名目利率的下滑；此一擴張性貨幣政策也促使預期通貨膨脹率上升，致實質利率下降，個人與廠商因融資成本下降而增加消費支出或投資支出，造成總產出與物價上升的效果。

2、銀行信用管道

銀行信用管道可分為兩種：銀行放款管道及資產負債表管道。

(1)、銀行放款管道

中央銀行透過貨幣政策影響銀行放款的方式，亦即收縮銀行體系超額準備，以影響銀行貸放能力。當銀行體系超額準備增加時，銀行貸放能力提升，進而增加消費支出或投資支出，造成總產出亦增加。這個管道的有效性主要著眼於提高銀行授信的意願，但若個人或廠商對銀行放款的需求不足、銀行逾期放款偏高、對未來悲觀或不確定性升高時，則政策效果較為有限。

(2)、資產負債表管道

主要取決於貨幣政策影響借款者的資產淨值或財務狀況，進而決定

¹⁴ 參考中央銀行「中華民國中央銀行之制度與功能」(2003)與本次研習上課資料。

銀行放款意願。例如在緊縮的貨幣政策下，資產淨值與現金流量的惡化，銀行為避免逆選擇（adverse selection）及道德風險問題致銀行不良資產的增加而減少其放款意願。就資產淨值而言，緊縮性的貨幣政策促使資產價格下跌，廠商的資產淨值或擔保品的價值亦隨之縮減，降低銀行體系放款意願。就現金流量而言，緊縮性的貨幣政策會造成廠商流動性減少，現金流量與財務狀況亦惡化，會造成銀行放款意願下降，而使投資減少。

3、資產價格管道

政策利率的改變會影響股票、房地產及長期債券的資產價格。例如在其他狀況不變下較高的利率通常降低股票或資產價格，相對地較低的利率則有助於提升股票或資產價格。最後資產價格的變化透過財富管道及資產相對價格管道影響需求。

（1）、財富管道

寬鬆的貨幣政策易造成股票、債券及房地產等資產價值上升，增加一般大眾的財富，進而誘發消費支出的增加。

（2）、資產相對價格管道

根據貨幣學派的說法，此管道建立在資產間彼此具有替代關係。由於貨幣與其他資產間互為替代關係，若貨幣政策改變貨幣數量，促使個人進行資產結構調整，亦影響各資產的報酬率結構，而這種改變可以帶來實質的效果。舉例而言，擴張性的貨幣政策增加貨幣數量，造成個人增加購買債券、股權證券等金融資產，甚至房地產或耐久性消費品等，而使消費支出或投資支出增加。再者，Tobin 將企業市值相對於資本重置成本的比率設為 Q ，當股權資產價格上升，企業市值增加而投資設廠所需成本則相對下降（即 Q 大於 1），企業可藉由發行新股募集資金來購買相對便宜的資本財，有助於新廠投資或購置機器設備，因此刺激企業投資支出增加。

4、匯率管道

主要透過利率管道影響國內外利差，進而對幣值及總產出造成的影

響。當採行擴張性貨幣政策時，本國的利率下降，國外貨幣資產的吸引力大於本國，致本國貨幣貶值。而匯率改變對總產出會造成兩種效果，分別為相對價格效果與資產負債表效果。前者為進出口的相對價格變動對國內出、進口的影響，當寬鬆貨幣政策使一國的貨幣貶值，將使該國淨出口的增加；後者為一國持有國外資產或負債因匯率改變而產生匯兌損益，例如許多新興市場國家國外負債大於國外資產，貶值可能造成資產負債表效果大於相對價格效果，對總產出反而產生負面影響。

5、預期心理管道

政策利率的改變會影響未來通膨、利率及匯率的預期，甚至影響實質產出。通常當大眾預期中央銀行將持續採行緊縮性的貨幣政策時，他們將事先調整其支出行為，因而總體經濟活動不可避免地受到影響。例如，美國聯邦準備理事會 2007 年 9 月 18 日未預期地調降聯邦資金利率兩碼，若這訊息意謂美國經濟將比預期衰退許多，企業可能減少投資計畫以面對經濟的衰退。

貨幣政策透過不同的管道傳遞機制以達成最終目標，惟隨全球金融市場整合與金融商品的發展，貨幣政策的傳遞機制更為複雜與不確性大大提高，致各國中央銀行貨幣政策操作充滿嚴峻的挑戰。

三、貨幣政策的溝通

由於金融市場急遽變遷與多元化的發展，對中央銀行之獨立性、透明化及權責化產生極大之影響，而此三者彼此相互影響，例如獨立性需要權責化，而權責化必須藉由高度透明化以彰顯。另外央行的獨立性之達成，即對權責化及透明化之要求，亦即央行愈獨立，對權責化及透明化的要求愈高。因此，透明化及權責化是央行爭取獨立性之要求，透明與溝通是現代獨立央行的責任。而市場愈是自由時，央行就愈需小心溝通，溝通在貨幣政策操作過程中其實扮演樞紐的地位。

另外，現代貨幣政策名目基軸之選擇強調中央銀行之獨立性、透明化及權責化，雖然 IMF 強調通膨目標化之選擇優越性，然而 1980 年代

貨幣目標機制之選擇曾在德國與瑞士有短暫成功實行經驗，歸究其成功關鍵因素亦來自於溝通。因此，溝通在貨幣政策執行扮演一重要樞紐角色。

因此，中央銀行如何進行溝通及溝通內容為何？在各國央行做法不儘相同的情況下，以下就央行之溝通內容及溝通方式進行說明，並以美國聯邦準備理事會（FED）、英國中央銀行（BOE）及歐洲央行（ECB）三者之溝通經驗做案例說明¹⁵。

（一）溝通的內容

中央銀行的溝通內容主要包括貨幣政策的四個方面：目標與策略、政策決定、經濟展望及未來貨幣政策決定。

1、目標與策略

一個具有獨立性的央行應有一個定義明確的使命，通常由政府所給與或由政府宣布央行的目標，且有時亦以數量表示之。政府未給與中央銀行量化目標時，則由其自行決定其量化目標，其理由如下：1) 量化目標有助於權責化，且透過其使命的評量標準遂使央行績效能夠適當評估。2) 一個量化目標有助於將經濟個體的預期平穩化。而有良好基準的通膨預期藉由移除衝擊的重要來源將有助於平穩實際通膨，然而對於實際上以精確的政策法則做為溝通的中央銀行則是少數，反而是經濟個體透過觀察央行做些什麼及聽其說什麼來瞭解中央銀行的法則。

2、政策決策

當今多數的中央銀行在其採取貨幣政策決策當天時告知社會大眾，亦是有例外情形。例如 Fed 在 1994 年 2 月聯邦公開市場委員會（FOMC）會議當天始宣布其目標聯邦資金利率的改變，而在此之前市場必須以公開市場操作的型態及規模推測聯邦資金利率的理想水準，且直到下次 FOMC 會議之後，這次的決策才會被公開。貨幣政策決策迅速且清楚的宣示顯然創造了新聞，但其亦藉由降低社會大眾的猜測而減少

¹⁵ 請參考 Blinder, Alan S., Ehrmann, Michael, Fratzscher, Marcel, De Haan, Jakob, and David-Jan Jansen, 2008, "Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence," NBER Working Paper 13932

雜音，因而此種型態的溝通有效地改善央行貨幣政策的效率。

對於中央銀行在決策說明中應該或不應該說什麼，在各國央行實際運作狀況可能差異甚大，特別是中央銀行對有關決策過程本身（例如透過會議記錄的公布及記名表決結果）應多少被揭露而明顯意見不一致。例如，ECB 不公布會議記錄並堅持其貨幣政策決策係採無記名表決。除了表決結果的公佈外，FED 及 BOE 亦公佈會議記錄。更特別地是，BOE 貨幣政策委員會（MPC）的成員對其決策負責，因而需要使其投票記名及受監督。不採取公佈會議記錄，有些中央銀行（例如 ECB）在其政策決策後立即舉行記者會，此記者會雖較會議記錄提供較少細節部份，但其較及時且具彈性，且其容許媒體發問。

3、經濟展望

中央銀行溝通策略的另一重要面為其提供任何前瞻性資訊的程度及內含，而此一資訊包含了中央銀行對未來通膨及經濟活動的評估與有關於未來貨幣政策決策其本身之偏好。對於是否或如何溝通此類資訊，各中央銀行做法亦差異極大。採通膨目標的中央銀行通常在定期報告中提供其預期未來通膨的評估。例如 BOE 透過扇形圖的機率分配呈現致其他國家模仿學習。然而，對於非採通膨目標的央行時常公佈其通膨預測，例如以 ECB 為例，對此預測係由內部研究人員所做預測（現在每年公佈四次），並做為理事會討論內容，但理事會並不對其背書，這是相當地不同的通膨預測角色。Fed 對於其內部研究人員之預測則未公開，但其一年內發佈四次 FOMC 的通膨預測。另外，2007 年 11 月 Fed 改變其溝通慣例，增加了其公開地發佈預測時間長度與頻率。雖然這些改變並不包含明示通膨目標的採行，中期預測（3 年）有效地揭露通膨水準，且決策者深信這與 Fed 達成穩定物價的使命一致。

4、對未來政策利率走勢

當談及可能的未來政策決定時，許多央行提供一些前瞻性的導引（forward guidance）。例如，有些央行（例如 ECB）時常利用以「警戒」字眼的間接訊息，其他的央行則較為明示。例如，FOMC 有時發出對未

來貨幣政策前瞻性評估聲明稿。

少數央行甚至藉由將總體經濟預測基準公開，以對未來政策利率的走勢提供量化指引，例如瑞典、冰島、紐西蘭及挪威等國之中央銀行。一些觀察者將中央銀行預測其自己未來行為做為透明度的最後一道防線，而三大主要中央銀行並未有意願進展到此境界。

有些學者亦反對宣佈政策利率走勢，其理由為其可能將委員會決策過程複雜化。其亦可能使對社會大眾的溝通複雜化了，因為社會大眾可能無法瞭解預測的前題假設。在實務上，許多央行官員主要的擔心是如此的溝通可能會被誤解是承諾。若預測的發展並未實現時，實際與先前預測的政策誤差可能傷害央行的公信力。再者，當央行的前瞻性導引意圖矯正錯誤的預期，因而減少資源的錯誤配置，不正確的預測可能導致資源錯誤配置，例如經濟個體根據中央銀行的溝通做經濟決策（如承擔貸款）。為防止這些潛在的錯誤，對利率提供前瞻性導引之全體央行強調任何前瞻性評估是依現有資訊為前題，因而受限於其變動。例如，瑞典央行通常藉由重申「其僅是一預測而非保證」以強調其附買回利率走勢預測之前題。

（二）溝通的方式

央行的訊息內容有明顯地差異，而溝通工具的選擇亦是如此。中央銀行可從溝通工具的大菜單中選擇，且對每一個中央銀行皆有其使用之組合。而傳送者的選擇（例如，訊息是否由委員會或個別成員所送出），最後可能影響訊息的準確性。當訊息是由代表貨幣政策委員會進行發送，必須選擇適當的內容、時間及管道。而由個別成員所進行溝通則喚起另一議題，是否由一位成員（例如主席或總裁）擔任委員會之發言人，可表現出一種較學院派的溝通方式，或由每位成員表達其個人觀點，呈現個人主義的溝通策略。

1、由委員會進行溝通

各國央行對溝通的時間及提供內容詳細程度存在相當地差異，例如FED提供簡短記者會新聞稿，這包含決策、依據理由的說明及一些前瞻

性導引。而 BOE 則記者會聲明稿宣佈決策，但一般只有當利率改變或其決策不如預期時才提供相關說明，並在會議之後但下次會議之前。這兩個央行會公佈會議記錄並提供決策細步的理由與說明，相反地，ECB 不只對政策決定做發佈記者會聲明稿，並且在理事會會議當天舉行公開詢答的記者會。與其他兩個央行的方法做比較，其有四個主要差異。1) 當對決策理由提供背景資訊時，ECB 記者會通常較 BOE 及 FED 的會議紀錄簡潔，特別是其並沒有提供任何表決資訊。2) 記者會避免了會議紀錄實質上時間的延遲。3) 在詢答部分容許媒體詢問相關問題，因而有助於釐清問題。4) 記者會一般是以實況轉播方式進行，讓央行有機會接觸廣泛的社會大眾。

委員會被賦予法律上的報表要求則是另一個正常的溝通機會，例如這三個央行皆有義務提供年報並於送交國會前先做說明。FED 及 ECB 的聽證會提供委員會一些看法，相反地 BOE 的證詞是較屬於委員個人的看法。

其他重要的報表工具如平常的出版品，例如在每次貨幣政策會議後一個星期內出版之 ECB 每月公報 (Monthly Bulletin)，其內容含蓋了經濟發展評估及決策過程中所使用模型方法及指標之分析架構資訊。對於 BOE 而言，其最為嚴密監控的報告為每季之通膨物價報告，其陳列出 MPC 決策下之詳細經濟分析及說明 BOE 對未來兩年通膨預期之評估，其之出版亦伴隨著一小時左右之記者會。另外亦有每季之公報 (Quarterly Bulletin) 對市場發展及貨幣政策操作的進行評論。相反地，FED 只有每半年對國會進行貨幣政策報告，並與 FED 主席在國會進行證詞時一起做說明。

2、由委員會個別成員進行溝通

現今多數的央行皆由群體進行決策，這反映著一致的共識。但委員會的型態及規模大小皆不同，其可區分為三種型態，例如 1) 個人主義風格：BOE 的 MPC 屬之；2) 純粹學院派：ECB 理事會屬之；3) 獨裁式學院派：在葛林斯班領導下 FED 的 FOMC 屬之。因此不同型態的委

員會需要採取不同的溝通策略，例如強調個人主義色彩之英國 MPC 多元的觀點應該是明顯的，惟純粹學院派之 ECB 近似多元的觀點，若公開則可能對溝通目標造成損害，因此溝通應主要傳達委員會的觀點。

各央行間及不同時間之下而有所差異，因為在一個特別的 MPC 溝通策略中個人觀點的重要性亦反映著委員會結構與運作。FED 雖其學院派結構而追求有點個人主義式溝通策略，有時在 FOMC 成員間顯現極度多元意見。而此多元性與 ECB 形成對比，ECB 採行較學院派溝通策略，時常在其個別委員會成員間說明顯現較高度的一致性。

總而言之，個別成員及全體委員會間的差異為前者的時間性有較大的彈性。由委員會進行之溝通通常需預先計畫，因而在時間上有點不具彈性，況且與貨幣政策有關的環境變動未必總是與會議時間或證詞同時發生。再者，中央銀行可能希望在極大不確定性時提供一般大眾及金融市場導引。若有需要時，個別委員會成員之非經常性演講及面談亦提供一種快速溝通意見的方式。就各個中央銀行或隨著時間的不同，中央銀行的實務實存著許多運作上的差異，然而，未來朝向更及時與公開溝通是明確的趨勢。

伍、金融穩定與政策調整

一、金融穩定

(一) 金融穩定之定義

談及中央銀行的貨幣穩定目標之「貨幣穩定」一詞，其定義相當的明確且被普遍接受，甚至許多經濟學者將「貨幣穩定」視為「物價穩定」的同義詞，而物價穩定指的是穩定一般的物價水準或維持低的通貨膨脹率，而不是穩定個別的商品價格，雖然經濟學者對物價指數之組成項目及其衡量仍有不同看法，且對物價穩定的最適時間長度亦無交集，但物價穩定的概念已被廣為接受。然而中央銀行的主要職責除了追求貨幣穩定外，促進金融穩定(financial stability)亦是近年來普遍被強調的目標。惟截至目前為止，金融穩定一詞並沒有一個被廣為接受的一致性定義，亦無單一指標用以衡量其效果，主要是因為其含蓋層面太廣，舉凡金融市場、機構及金融基礎設施，以及總體經濟金融情況等，均與金融穩定有關。

鑑於上述情況，將國際機構或是許多經濟學者對金融穩定所做出相關定義歸納，金融穩定係指金融體系有能力：1、有效率地在不同經濟活動及不同期間分配資源；2 評估及管理金融風險；3、吸納不利衝擊。易言之，穩定的金融體系應能強化經濟表現及有助於財富的累積，並有能力採取預防措施以避免遭受非常衝擊。

(二) 金融穩定與中央銀行的關係¹⁶

各國中央銀行長期以來擔負的職務多與金融穩定有密切的關係，分述如下：

- 1、央行為流動性的最後提供者：中央銀行扮演最後貸款者的角色及支付系統管理者的角色，一旦發生金融不穩定的情節，最終還是需要仰賴中央銀行出面解決，以維持金融穩定。
- 2、物價穩定與金融穩定兩者密切相關：各國央行貨幣政策最終目標係

¹⁶ 請參考陳一端(2005/12) IMF 金融健全指標之編製暨其於台灣之運用，中央銀行季刊，第22 - 23頁。

維持物價穩定，基於物價穩定需以金融穩定為前提，且各國央行在進行衡量物價風險時，亦需對金融體系之狀況進行瞭解，顯示兩者關係密切。

- 3、貨幣政策傳遞仰賴金融穩定：貨幣政策的傳遞主要係透過金融機構與金融市場之運作，因此維持金融體系運作順暢，有利於貨幣政策傳遞機制發揮，並有助於貨幣政策之執行。
- 4、中央銀行對市場接觸較多，易於察覺市場的不穩定因素：中央銀行直接監控支付系統及銀行間市場，因此中央銀行會比其他機構更早察覺到某些市場的不穩定因素，從而可預先的判斷系統性危機的起源。

(三) 金融穩定分析與評估架構

根據 IMF 的相關文獻¹⁷，金融穩定分析有助於辨視金融體系穩定的威脅及研擬適當的政策回應，以評估金融體系健全及脆弱度與金融健全與穩定之經濟、法規及制度性決定因素。其考量金融體系所顯示之脆弱度是否會引發流動性或償債能力危機、擴大總體經濟的衝擊或阻礙政策對衝擊之回應。金融穩定之監控與分析涉及總體經濟狀況評估、金融機構與市場的健全、金融體系的監理及金融基礎設施，以決定金融體系所存在之脆弱度及如何對其進行管理。政策處方包含連續預防、導正措施及清理處置措施，端賴金融體系穩定程度的評估結果。而此監控金融穩定分析架構，分述如下：

- 1、金融市場的監控 (Surveillance of financial markets)：有助於評估對金融部門產生不利衝擊之風險來源，這監控所使用的模型為預警系統 (early warning systems)，為建構先期預警系統之分析所使用之指標包含有金融市場、總體經濟及其他變數。
- 2、總體審慎監理 (Macroprudential surveillance)：嘗試評估金融體系之健全及其面對衝擊之脆弱度，總體審慎監理主要的數量工具為監控金

¹⁷ 請參考 International Monetary Fund and the World Bank, 2005, “Assessing Financial Stability,” Chapter 3, *Financial Sector Assessment: A Handbook* (Washington: International Monetary Fund and The World Bank).

融健全指標 (financial soundness indicators) 與採用壓力測試 (stress tests)。這些工具可用以評估不利衝擊如何直接或間接透過非金融部門與金融部門信用連結，並利用其他有關金融基礎設施穩固或相關監理品質評估結果的質性資料分析。

- 3、總體金融連結分析 (Analysis of macrofinancial linkages)：試圖瞭解當不利衝擊損害金融體系中介能力時，影響總體經濟及公共債務持續性之途徑。這分析主要觀察 1) 經濟體中各部門的資產負債表；2) 私部門的融資取得指標 (評估企業主取得新資本以填補總體審慎監理辨視潛在損失之情況)。
- 4、總體經濟情況監控 (Surveillance of macroeconomic conditions)：評估金融體系面對不利衝擊對總體經濟及外債永續性造成之實質影響。

另外，對於上述金融穩定分析架構之分析工具模型說明如下：¹⁸

- 1、預警系統：主要有指標模型及 probit-logit 迴歸模型，IMF 主要將預測開發中國家研究分組模型及預測通貨危機總體經濟指標模型兩者修正成先期預期系統模型，而相關文獻中以模型預期危機型態有三種，1) 通貨危機；2) 外債危機；3) 銀行危機。或是按照模型的考量之決定因素，而區分為三代：1) 第一代主要專注於總體經濟失衡；2) 第二代專注於國內金融市場自我實現投機攻擊、傳染及弱點；3) 第三代模型則引進道德危機角色做為過度借款之原因並以資產價格做為危機的領先指標。
- 2、金融健全指標 (FSIs)：IMF 將此指標區分為核心指標與進階指標。就核心指標而言，其只含蓋銀行部門，這反映著其核心的角色，且資料易於取得，可普遍適用於各個國家，此類資料主要來自於監理統計。而就進階指標而言，除了存款機構之其他指標外，尚包括其他金融機構、企業、家庭、金融市場及不動產市場等指標，主要因這些部門的脆弱通常會影響金融部門的健全。再者，FSIs 之選擇須

¹⁸ 關於此分析工具模型，本行季刊亦有相關研究如吳懿娟 (2003/9)、陳一端 (2005/12)、廖俊男 (2005/9)。

視一國之金融體系的結構與資料取得情形。

- 3、壓力測試：剛開始係用於分析市場價格極端改變對投資組合的潛在風險，如今金融機構將其當做是一種風險管理的工具。漸漸地，其應用範圍更推廣至共同衝擊(common shock)對特定金融機構(如大銀行)、金融體系或某個經濟部門(如對外部門)的影響。其目的在分析異常但似屬合理之總體經濟變數大幅變動，對金融體系健全性之衝擊情形，以評估金融體系之強弱與風險。而總體經濟變數通常包括利率、匯率、信用、流動性及其他資產價格等，並採用下列三種方法進行影響性評估，1) 敏感度分析；2) 模擬情境分析；3) 傳染度分析。壓力測試只能瞭解在某情境下，損失或曝險的可能金額有多大(How much could be lost)，而非發生此情境的可能性有多大(How much is likely to be lost)。

金融全球化及資金自由移動之發展，使各國金融體系緊密相連，任何一個國家發生金融危機，可能快速傳染至其他國家，甚至發展成全球金融危機。而以上金融穩定分析評估架構與工具正提供各國負責執行金融穩定評估與監控之機構一個方向，惟使用上仍須因各國金融狀況不同而做修正。

二、政策調整工具

(一) 政策之協調與次序

對於綜合性經濟調整計畫之形成與執行，其政策協調相當的重要。換言之，貨幣政策與匯率政策兩者須相互搭配，而貨幣政策與財政政策亦應相互支援或取捨。而對於各項政策間執行優先次序亦甚為關鍵，例如價格自由化與穩定性政策應同時並行，以防止失控現象的出現；而金融體系自由化的前題，則須先有穩定的金融及嚴謹的銀行監理制度。

(二) 達成穩定及成長

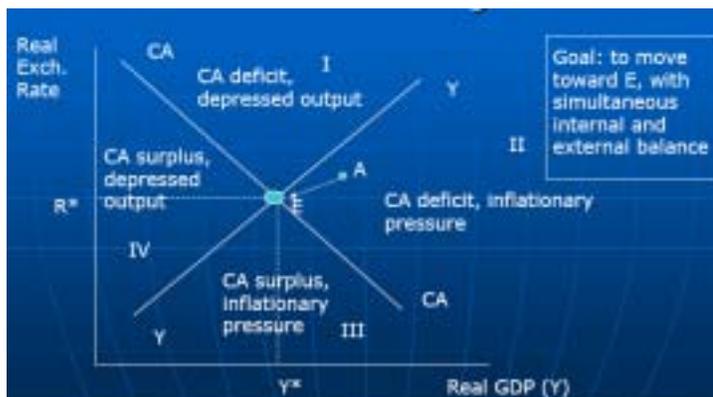
總體經濟的目標是在達成穩定與成長。易言之，對內均衡即達成低通膨及潛在 GDP，對外均衡即達成持續且均衡的國際收支，以及永續的

經濟成長。而經濟體的穩定與成長需有一個健全的金融部門，以避免發生銀行風險或對外部門危機。而穩定與成長即隱含經濟體須同時達到內部與外部均衡。

（三）達到內部與外部均衡的政策調整

利用 Swan Diagram 是一種評估內部與外部均衡方法，並藉由實質匯率與實質 GDP 之所在位置進行判斷。假設 X 軸為實質 GDP，Y 軸為實質匯率，CA 為經常帳餘額決定於實質 GDP (R) 與實質匯率 (R)，YY 為實質所得水準，其決定於實質 GDP 與實質匯率，CA 與 YY 兩者交差決定均衡於 E，並可區分為四個區塊（如圖 16），區塊 I 代表一國處在經常帳赤字與產出不振的情況，許多像是接受 IMF 的 PRGF 支援計畫的國家；區塊 II 代表一國處在經常帳赤字與通膨壓的情況，例如在 1996 年的泰國；區塊 III 代表一國處於經常帳盈餘與通膨壓力的情況，如許多產油國家。區塊 IV 代表一國處在經常帳盈餘與產出不振的情況，例如日本及一些曾遭受亞洲金融風暴後的國家。

圖 16：內部均衡與外部均衡之調整



資料來源：Joshua Greene, IMF/STI, July 2008

利用 Swan Diagram，其有關政策回應如下：

1、解決經常帳赤字，可供選擇之政策如下：

- (1) 內部政策調整：緊縮的財政及貨幣政策將降低總需求，以減少赤字及抑制通貨膨脹，惟其代價可能降低了經濟成長。

(2) 匯率政策調整：藉由貶值降低進口及增加出口，以減少赤字，惟通膨可能升高。

(3) 綜合不同政策亦可解決赤字及通膨，惟成長可能較差。

2、解決經常帳盈餘且遲緩的經濟成長，可供選擇之政策如下：

(1) 匯率政策調整：匯率貶值將可促進成長，惟其代價可能導致高通膨。

(2) 內部政策調整：寬鬆的財政及貨幣政策，藉由降低利率及對民間部門增加放款，亦能提升經濟成長，惟可能造成通膨。

(3) 結構性改革可能促進經濟成長及維持較低通膨水準，惟執行及見效皆費時。

3、政策選擇結果及取捨（見表 7）

(1) 政策的選擇影響經濟成長及通貨膨脹：緊縮的財政及貨幣政策將降低通貨膨脹及經濟成長；匯率的貶值，藉由改善財貨與服務的淨出口，可能提升 GDP，惟亦可能造成通貨膨脹。

(2) 不同政策組合的可能：外部均衡可以透過不同財政/貨幣政策及匯率政策調整組合來達成；達成內部與外部均衡則需調整兩者之政策組合。

表7：政策間選擇之比較

各項政策	執行速度	影響速度	效益
貨幣政策	極快	時間落後長	降低通貨膨脹
財政政策	稍快；視情況而定*	時間落後	永續性成長
匯率政策	快	對進口影響快	外部均衡
結構性改革	介於慢與極慢之間	慢	經濟成長

*立法部門與行政部門分開的國家可能較慢

資料來源：Joshua Greene, IMF/STI, July 2008

(四) 透過健全金融部門，促進穩定與成長

最近許多危機顯示，若金融體系不佳，是無法達成總體經濟穩定。總體經濟政策的制定者必須注意金融部門的狀態及問題。達成一個健全的金融體系必須之作為有：1) 加強法律、規章及標準，以增加金融體系的健全；2) 透過自由化，降低金融壓抑。對此我們進一步說明如下：

- (1) 強化金融部門：創造及加強對金融機構的安全與穩健之適當審慎標準；對金融部門機構採行適當規則進行管理；確保總體經濟政策制定者及金融部門管理者之協調性，如此金融發展才不致傷害總體經濟政策。
- (2) 強化商業銀行：強化對資本適足性、放款分類及準備放款收縮、特許權利及銀行進入、退場機制、監控新商品等之審慎架構；適當的存款保險制度；具公信力之監理單位與表報及實地檢查；透過民營化或外國銀行進入，增加銀行間競爭。
- (3) 解決逾期放款：評估逾期放款的程度及其對銀行資本的影響。
- (4) 減少金融壓抑：以政策干預金融體系，如信用管制、利率的管制、金融服務產業進入之限制、銀行缺乏自主性、國有銀行所有權、外匯管制及對國際資本移動的限制。解除管制需要謹慎小心的管理，如在適當的總體經濟環境中執行、加強法規與監理，以減少金融機構風險承擔的誘因是關鍵前提條件、以及跟上金融市場創新速度。

陸、結語

本次參加由SEACEN Centre、馬來西亞中央銀行及IMF/STI所共同主辦之訓練課程，不僅授課內容廣泛，且三位從IMF/STI延聘之講師具有豐富的國際諮詢與教學經驗，其對上課內容深入淺出的說明，使學員對中央銀行貨幣與匯率政策有整體的瞭解。而從與會學員的意見交流與熱烈討論中，對貨幣與匯率政策執行情況亦有更深入的認識。

過去二十年國際資金移動頻繁，對資金接受國有利亦有弊，若未審慎採取總體經濟政策往往將使一國陷入總體經濟的困境，例如，亞洲金融風暴受傷慘重的泰國及馬來西亞。再者，從2000年以來國際資金再度不斷流入亞洲新興市場國家，並於近年達到歷史的高點。回顧歷史，資金流入往往會對區域經濟造成威脅，為避免金融危機事件再度上演，各國應緊密關注區域經濟的發展，並審慎評估發生金融危機的可能性。

匯率及匯率指數可做為競爭力衡量的工具，為維持對外競爭力，許多亞洲國家將匯率緊釘美元為目標，當市場美元不斷貶值時，這項作法是相當的不恰當，應改採釘住一籃子通貨的方式較為妥當。另外，匯率制度朝向兩極化（bipolar）的發展，主要由於近年來資本市場及金融市場全球化發展，使得匯率波動具有很強的傳染效果，尤其是1990年代陸續發生貨幣危機，更使得各國央行的金融穩定政策面臨嚴峻挑戰。在資本自由化的趨勢下，面對資本移動難題，許多國家紛紛依匯率政策穩定或貨幣政策獨立性的政策偏好，改採固定匯率制度或浮動匯率制度。

各國貨幣政策策略架構不儘相同，雖然1990年代至今，通膨目標機制已逐漸成為主流的貨幣政策機制，且從實行通膨目標的國家經驗來看，在採行通膨目標政策機制後，似乎已成功地降低產出波動與通膨預期。惟從2008年以來國際原油及原物料價格飆漲，致通膨目標之天敵供給面衝擊肆虐，對各國物價穩定形成相當的威脅。未採行通膨目標機制的國家，例如我國（貨幣目標機制）、美國（未明示目標）及新加坡（匯率目標機制），多年來產出與物價穩定甚至優於採行通膨目標國家，顯示採行通膨目標並非達成貨幣政策最終目標的必要條件。各貨幣政策機

制均有其利弊，選擇時仍須衡酌各國當時的經濟條件，例如經濟開放程度、金融市場深度、過去貨幣政策的表現及貨幣政策傳遞效果等因素而定。另外，貨幣政策策略選擇成功的關鍵因素主要來自於中央銀行的溝通，而非策略本身，成功的溝通可以突顯中央銀行的獨立性、透明化及權責化。

雖然各界對中央銀行之使命為維持物價穩定的看法已逐漸形成共識，且長期物價穩定亦可提供較佳經濟發展的基礎。惟物價穩定與金融危機亦可能同時並存，因此，物價穩定並非經濟穩定發展的唯一要件，各國中央銀行仍須進行金融穩定分析及審慎觀察總體經濟及其它金融指標，例如監控金融健全指標，以維護金融穩定。