

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

參加東南亞國家中央銀行研訓中心舉辦之 「貨幣政策策略與操作」課程出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳尹容/辦事員

派赴國家：斯里蘭卡可倫坡

出國期間：107年3月31日至4月7日

報告日期：107年7月

目 錄

壹、 前言	1
貳、 貨幣政策架構、傳遞機制及貨幣政策有效的關鍵	2
一、 貨幣政策架構	2
二、 貨幣政策傳遞管道	5
三、 貨幣政策有效的關鍵	8
參、 貨幣政策操作：流動性管理及預測的重要性	10
一、 流動性管理的意義及其重要性	10
二、 流動性操作	11
三、 採行不同貨幣政策工具應考量之重點	12
四、 印度央行(RBI)流動性管理的實務經驗	15
肆、 開放經濟體的貨幣政策與匯率政策	18
一、 中低所得國家逐漸轉向採取彈性匯率政策	18
二、 有效的外匯干預架構	19
三、 彈性匯率有助減緩經濟衝擊	22
四、 開放經濟體的三難困境及主要經濟體的政策外溢效果	24
伍、 斯里蘭卡匯率制度之演變及央行外匯干預經驗	25
一、 斯里蘭卡匯率制度之演變	25
二、 斯里蘭卡央行外匯干預經驗	26
三、 斯里蘭卡央行對市場溝通採行自由浮動匯率的決心，有助外 匯市場健全發展	27
陸、 結論與建議	29
一、 結論	29
二、 建議	29
參考文獻	32

壹、前言*

職奉派參加東南亞國家中央銀行研訓中心(SEACEN Centre)、南亞區域訓練與技術援助中心(SARTTAC)，於斯里蘭卡舉辦為期 6 日之訓練課程。與會國包括孟加拉、汶萊、柬埔寨、印尼、寮國、馬來西亞、馬爾地夫、蒙古、尼泊爾、菲律賓、斯里蘭卡、泰國及台灣，計 13 國共 33 位成員參與。課程講師來自 SEACEN 中心、SARTTAC、UCLA、印度央行及斯里蘭卡央行等。

訓練課程內容涵蓋貨幣政策架構及傳遞管道的理論說明，並提供貨幣政策架構有效運作的實務建議。針對貨幣政策執行層面，詳細說明流動性管理的重要性、操作方法，以及採用不同貨幣操作工具時，應考量的問題等。此外，印度央行講師也分享該國流動性預測架構(liquidity forecasting framework)之運作模式，以供他國參考。

由於全球貿易的發展，匯率對開放經濟體的影響甚大，央行貨幣政策與匯率政策的協調也是本課程的重點之一。相關主題諸如：有效的外匯干預架構、彈性匯率制度可有效減緩經濟衝擊，以及主要經濟體政策外溢效果等。在課程最末，則由斯里蘭卡央行的講師分享該國匯率制度轉變的歷程，以及其外匯干預的實務經驗。

本報告共分為五章，除前言外，第貳章說明貨幣政策架構及傳遞機制，並探討貨幣政策有效的關鍵。第參章討論流動性管理及預測的重要性，並輔以印度央行流動性管理之操作經驗；第肆章介紹開放經濟體的貨幣政策，說明匯率制度對經濟成長的影響，並提供實證研究佐證；第伍章係斯里蘭卡外匯干預經驗及其政策意涵，最後為結論及建議。

* 本報告係研討會講師授課內容及作者的個人意見，並不代表本行立場。

貳、貨幣政策架構、傳遞機制及貨幣政策有效的關鍵

本章首先簡述貨幣政策的架構，並比較不同貨幣政策目標機制；其次說明當前貨幣政策傳遞機制的趨勢，再以 IMF(2015)所提 7 點貨幣政策有效關鍵，作為政策參考。

一、貨幣政策架構

傳統的貨幣政策架構由最終目標、中間目標、操作目標以及貨幣政策工具 4 個部分所構成(表 1)，央行透過貨幣政策的操作工具，先達成操作目標，再傳達至中間目標，最後及於最終目標。

一般而言，各國央行所設定的典型最終目標為物價穩定，此亦為央行最重要的目標，多數國家的中央銀行法多將此一目標明確規範。惟隨經濟金融情勢發展，民眾對央行的期待提高，促使央行必須肩負促進金融穩定、維護外匯市場穩定、提高就業及協助經濟成長等多重目標。

由於央行無法直接影響最終目標，需藉由訂定中間目標作為決策指引，中間目標具有名目定錨(nominal anchor)的功能，央行可以透過充分的溝通，使大眾對貨幣政策目標形成適當的預期。中間目標包括匯率目標機制(exchange rate targeting)下的匯率、貨幣目標機制(monetary targeting, MT)下的廣義貨幣，以及通膨目標機制(inflation targeting, IT)的通膨預期。

操作目標則為央行執行日間(day-to-day)操作的指引，必須是央行能直接控制的目標，且可有效影響中間目標，並進而達成最終目標者。不同貨幣政策架構下的操作目標包括匯率、準備貨幣、銀行準備部位及銀行間拆款利率等。

央行可藉由操作工具達成操作目標，不同目標機制下常見的操作工具，如外匯干預、公開市場操作(open market operations, OMO)、常設性工具

(standing facilities, SF)及準備金制度(reserve requirements)等。

表 1 貨幣政策架構

	最終目標	中間目標	操作目標	操作工具
匯率目標	匯率(控制通膨為最終目標)	匯率	匯率	外匯干預
貨幣目標 (MT)	控制通膨	廣義貨幣	準備貨幣 銀行準備部位 利率	公開市場操作
通膨目標 (IT)	控制通膨	通膨預期	銀行間拆款利率	公開市場操作、 常設性工具等

資料來源：整理自 Laurens (2018), “Monetary Operations”講義及 Laurens et al.(2015)。

依據各國國情不同，採用之貨幣政策架構亦不同。如 Laurens et al.(2015)認為，MT 以貨幣數量為操作目標，較常見於淺碟金融市場、低度金融中介且高通膨環境的國家。若一國具備金融市場深化、利率傳遞機制有效的環境(央行可藉由影響貨幣市場短期利率，引導債券殖利率及銀行借貸利率)，且央行亦具備充分的分析能力進行前瞻式預測管理，則可採以利率為操作目標、預期通膨為名目定錨的 IT。

不論採行何種貨幣政策架構，MT 及 IT 均有不同的操作困難。例如，MT 機制的操作工具是否具備有效性、如何定義貨幣數量，以及中間目標至最終目標之間是否有穩定的關聯性等。IT 機制藉由操作工具影響銀行間利率，透過利率進而達成控制通膨的目標，其成功關鍵在於，操作工具能否有效影響利率，若利率與通膨間的關係不如預期中穩定，則政策目標將無法達成；此外，通膨目標之設定倚重經濟預測，因此預測模型的好壞將影響政策的訂定與執行。

表 2 整理本次課程 13 個與會國的貨幣政策架構，總計有貨幣目標機制、

通膨目標機制、匯率目標機制以及折衷目標機制(eclectic targeting)。由於全球金融廣化及深化導致貨幣流通速度不穩定，金融商品多元化致使貨幣的定義模糊，貨幣數量與最終目標的長期關係轉弱，部分與會國的貨幣政策架構朝向 IT 機制改變。

表 2 與會國採用之貨幣政策架構

國家	匯率政策		貨幣政策機制			
	De jure(制度)	De facto(事實) ^{1,2}	貨幣目標(MT)	通膨目標(IT)	匯率目標	折衷目標
孟加拉	浮動	穩定化機制	V			
汶萊	聯繫匯率制度	(同左)			V(釘住新加坡元)	
柬埔寨	管理浮動	其他管理式(高度美元化)			V(釘住美元)	
印尼	浮動	(同左)		V		
寮國	管理浮動	穩定化機制				V(混合 MT 及釘住美元匯率機制)
馬來西亞	管理浮動	其他管理式(一籃子通貨)				V(MT 為主)
馬爾地夫	釘住美元	穩定化機制			V(釘住美元)	
蒙古	管理浮動	浮動		V(朝向 IT)		
尼泊爾	釘住印度盧比	(同左)			V(釘住印度盧比)	
菲律賓	自由浮動	浮動		V		
斯里蘭卡	自由浮動	類似爬行釘住(2014 年 10 月起)	V(將朝向彈性 IT)			
泰國	浮動	(同左)		V		
台灣	管理浮動	浮動	V			

資料來源：整理自 Laurens (2018), “Modernizing the Operational Framework”講義(引述自 IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2016)。

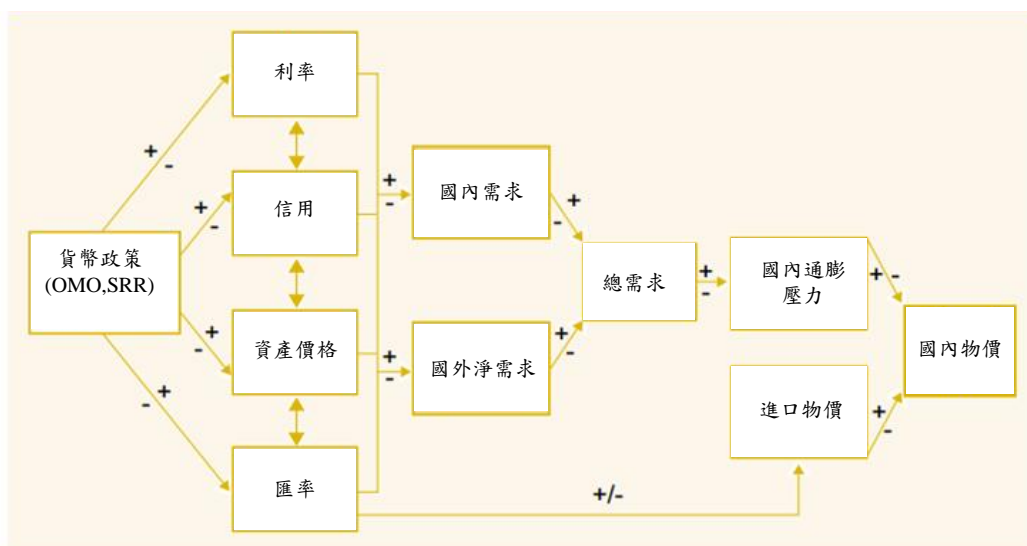
¹根據 IMF 對匯率機制之分類：(1)硬式釘住(hard pegs)：如聯繫匯率制度(currency board)；(2)軟式釘住(soft pegs)：如匯率區間(pegged exchange rate within horizontal bands)、穩定化匯率機制(stabilized arrangement)、爬行釘住(crawling peg)及類似爬行釘住機制(crawl-like arrangement)；(3)浮動機制(floating regimes)又分為浮動(floating)與自由浮動(free floating)；(4)其他管理機制(other managed arrangement)。

² IMF 於 2009 年將管理浮動(managed floating)機制更名為浮動(floating)機制；獨立浮動(independently floating)機制更名為自由浮動(free floating)機制。

二、貨幣政策傳遞管道

貨幣政策經由多種貨幣傳遞管道(monetary transmission mechanism, MTM)影響經濟運作，圖 1 彙總貨幣政策的傳遞過程。央行以物價穩定為最終目標，採取公開市場操作(OMO)、調整法定存款準備率(statutory reserve ratio, SRR)等操作工具，透過利率、匯率、信用、資產價格等傳遞管道，影響總需求(國內需求及國外淨需求)，增減國內通膨壓力，進而影響國內物價，此外，透過匯率管道將影響進口品價格，並反映於總供給(成本)，進而影響國內物價。

圖 1 貨幣政策之傳遞機制



資料來源：整理自 Goswami (2018), “Monetary Policy Transmission and Monetary Policy Instruments”講義。

央行透過了解與掌握貨幣政策之傳遞機制，採取適當的政策工具，評估採取貨幣政策的時機與成效，故傳遞機制對央行貨幣政策具有重要的意涵(張天惠、朱浩榜(2016))。圖 2 進一步說明貨幣政策的 5 個主要傳遞管道，分別為通膨預期、利率、匯率、資產價格及信用管道：

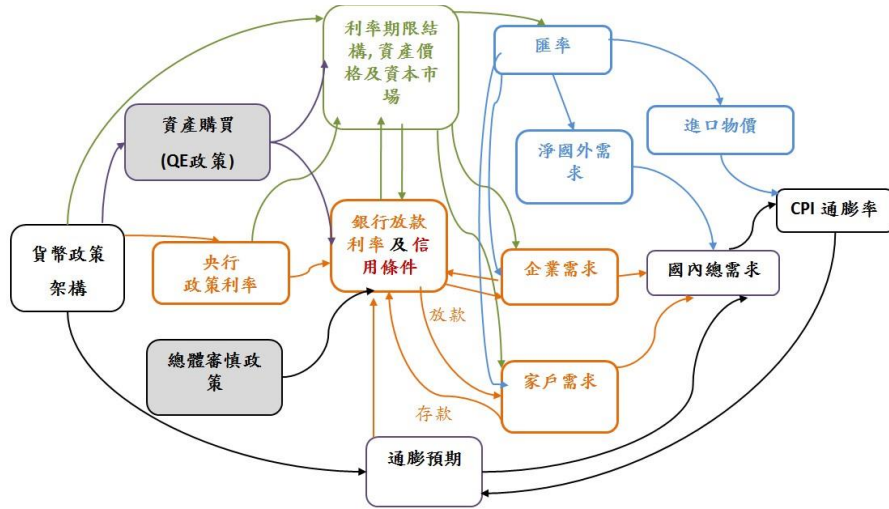
(一) 通膨預期管道(圖 2 黑色部分)：央行藉由公布政策目標的通膨率，以影響大眾對於未來通膨的預期。

- (二) 利率管道(圖 2 橘色部分): 為傳統總體經濟模型的主要管道。根據凱因斯 IS-LM 架構下的貨幣傳遞過程, 當央行增加貨幣供給時, 短期間將使實質利率下降, 並誘發投資與消費; 中長期將促使產出增加, 物價上揚。因此, 當央行調降政策利率時, 將使資金成本下滑, 進而推升企業投資及家戶消費需求。
- (三) 匯率管道(圖 2 藍色部分): 在浮動匯率制度下, 寬鬆的貨幣政策將降低利率, 國外固定收益資產吸引力相對國內提高, 資金流出, 促使匯率貶值, 本國貨幣幣值下降, 致本國商品的國際價格競爭力提高, 出口增加及進口減少, 改善淨出口, 使總需求增加。
- (四) 資產價格管道(圖 2 綠色部分): 寬鬆的貨幣政策使利率下降, 提高股票及房地產等資產價格, 使持有資產之家戶財富提高(此為財富效果), 同時提升其借款能力(此為槓桿效果), 將帶動更多消費。企業則因借款能力提升及增資成本降低, 誘發其投資(此為 Tobin's q 效果)。
- (五) 信用管道(圖 2 紅色部分): 當央行採行寬鬆貨幣政策時, 資產價格上揚, 借款者利息負擔下降, 使借款者的資產負債表改善, 從而提升銀行放款意願(此為資產負債表管道(balance sheet channel)); 另因銀行可用於放款的資金增加, 提升其放款能力(此為銀行放款管道(bank lending channel))。

2008 年全球金融危機之初, FED 採取傳統的寬鬆貨幣政策, 期藉由調降短期利率以促進總需求增加, 惟當名目利率已降至接近零的水準, 仍未見經濟復甦, 顯示傳統的利率及信用管道受損。FED 便尋求非傳統貨幣政策, 自民間購入中長期資產, 並設定購買目標, 以直接影響中長期利率(及實質利率), 並藉由通膨預期管道、財富管道、信用管道與匯率管道等, 來傳遞貨幣政策效果, 以達成刺激經濟的目標(圖 2 灰底部分), 此稱為量化寬鬆(QE)

政策。

圖 2 貨幣政策之傳遞管道



資料來源：整理自 Goswami (2018), “Monetary Policy Transmission and Monetary Policy Instruments”講義。

貨幣傳遞機制的效果，依國家而有所不同，重要性也不一而足。例如，金融市場發達、匯率較具彈性及資本移動較自由的先進國家，各種貨幣政策傳遞管道多有效果，可根據當時的經濟金融情勢決定採行的操作工具；金融市場較不發達、匯率僵固及國際資本移動受限的低所得國家，其貨幣政策傳遞管道的效果較弱，且多數倚重信用管道。

根據 Mohanty and Turner(2008)對新興市場經濟體央行的調查顯示，各傳遞管道中，以利率、信用及匯率管道最為重要(表 3)。

表 3 新興市場經濟體的貨幣政策主要傳遞管道：央行觀點

經濟體	主要貨幣政策傳遞管道
拉丁美洲	
阿根廷	利率及匯率管道
智利	利率、匯率、信用及通膨預期管道
哥倫比亞	通膨預期及匯率管道
墨西哥	利率管道
亞洲	

中國大陸	信用管道為主
香港	資金的直接成本效果
印度	利率及信用管道
馬來西亞	信用、利率、匯率及資產價格管道
菲律賓	利率及匯率管道
新加坡	匯率管道
泰國	利率、匯率及資產價格管道
中歐	
捷克	利率及匯率管道
匈牙利	匯率管道
波蘭	利率及匯率管道

資料來源：Mohanty and Turner (2008)。

三、貨幣政策有效的關鍵

IMF(2015)根據先進及新興市場經濟體的貨幣政策架構發展經驗，針對中低所得國家(low- and lower- middle income countries, LLMICs)提出貨幣政策架構有效運作的重要指引，包括：

(一) 明確的目標，並有央行獨立性及權責化之支持

央行應將貨幣政策的使命，明訂於法規之中。此外，央行也必須確保其獨立性不受政治壓力及財政狀況所影響，以保有獨立的政策操作空間來達成使命。在明確目標、獨立運作，及妥適的透明化機制下，央行應為政策成效負責(權責化(accountability))。

(二) 以物價穩定為優先目標

央行應以物價穩定為貨幣政策的首要目標。此係基於：(1)不同政策目標間常存在衝突，因此不應期待以單一政策工具來達成多重目標；(2)長期間，貨幣政策無法直接影響實質變數(如產出及經濟成長)，其主要效果在於提供名目定錨。中期間，央行將施政焦點聚焦在物價穩定，可讓央行決策及目標具高度一致性。

(三) 設定中期通膨目標，作為貨幣政策行動及溝通的基礎

央行可藉由設定數值性的通膨目標達成物價穩定的使命，惟通膨目標須與短期通膨預測有所區分，且不宜迫於政治壓力或因危機等特殊情況而常常更動。央行亦須對外界清楚說明通膨目標將如何達成物價穩定的最終目標，以提升貨幣政策的透明度及公信力(credibility)。具備透明度及公信力的通膨目標亦促使外界定錨通膨預期。著重中期通膨目標意謂，短期間通膨雖可能因政策傳遞機制遲滯(lag)效果而超出央行控制，但隨時間演進，通膨目標仍需具可達成性(achievable)並能逐步落實(achieved)，以建立政策公信力。因此，「期間」的設定需介於「當前政策工具可即時因應」，且長至「通膨預期可被妥適預期」，以符合其目標，一般設定為 18 至 24 個月。

(四) 若須達成多重目標時，須注意政策間之取捨

除了物價穩定之職責外，現今貨幣政策決策可能亦須考量總體經濟活動及金融穩定等多重目標，諸如考量總產出、失業率、匯率及資產價格等變數。央行必須謹記，物價穩定仍須列為首要目標，不可為處理其他目標而以犧牲物價穩定為代價，因為一旦央行穩定物價的公信力遭到質疑，將對實質經濟及金融穩定產生負面的影響，更遑論達成其他目標。

(五) 清晰的操作架構及運作良好的貨幣市場：銀行間拆款利率須具可預測性及操作穩定性，以使市場情勢與政策取向一致

央行必須有明確且清晰的貨幣政策操作架構，並設定操作目標(如利率區間或預期水準)，且該目標須與中間目標(如中期通膨目標)具有清楚的連結，以使央行操作得以影響金融市場，引導市場利率符合政策目標取向。有效的操作架構亦可支持貨幣市場順暢運作，以使銀行具有可預測的充裕流動性，且可由銀行間或央行取得穩定的短期融通來源。

(六) 根據貨幣傳遞機制，建立透明化的前瞻式貨幣政策策略，以使政策符合物價穩定目標

由於貨幣政策具有動態(dynamic)的性質，且其實施至影響總體經濟變數(如產出、通膨、匯率)存在時間落差，央行必須建立前瞻式的貨幣政策策略，其內容應包含：(1)經濟展望(economic outlook)的完整評估，(2)符合通膨穩定目標，且與總體經濟金融穩定相容的策略路徑，以及(3)對未來風險的評估及因應重大衝擊的緊急計畫。央行必須善用所有可得資訊及分析工具，設計及溝通貨幣政策策略，並即時評估貨幣政策傳遞管道。

(七) 透明且即時的溝通策略，有助強化貨幣政策效果

由於大眾對通膨的預期將反映在實際通膨上，央行可藉由溝通，諸如定期出版報告(如通膨報告、國會報告)等，影響通膨預期。溝通重點應著重解釋過去通膨結果，及能促使通膨預期與政策目標一致的政策行動。有效的溝通可以降低民眾的不確定性，改善貨幣政策傳遞機制，並提高央行權責化及可信度。明確的溝通，亦有助於定錨通膨預期；此外，解釋為何偏離通膨目標及修正政策行動亦具重要性。

參、貨幣政策操作：流動性管理及預測的重要性

央行訂定貨幣政策架構後，必須透過貨幣政策操作，進行流動性管理，據以達成政策目標。以下說明央行流動性管理的重要性、流動性操作及操作工具，並介紹印度的流動性管理經驗。

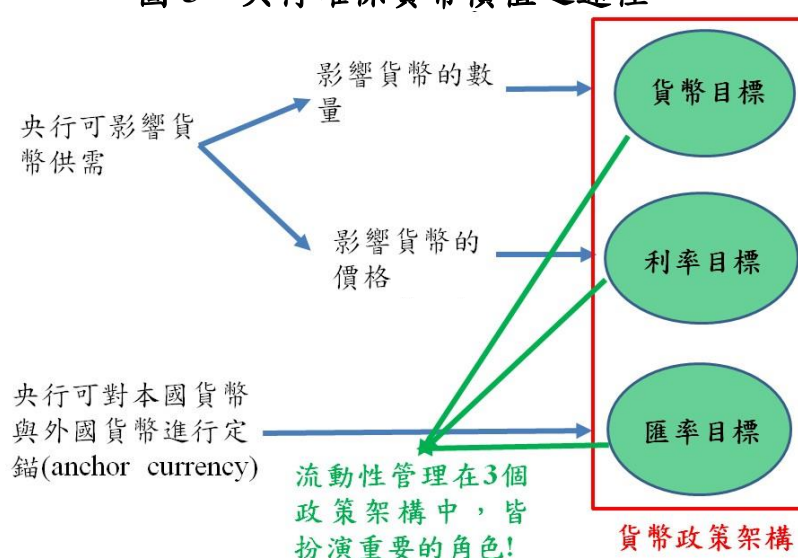
一、流動性管理的意義及其重要性

根據貨幣數量理論之費雪方程式(Fisher's equation)，某期間商品及服務交易的貨幣總值，將等於貨幣流通總值；即 $MV=PY$ ，其中，M 代表貨幣數

量、V 為貨幣流通速度、P 代表單位產出價格、Y 為實質產出。在假設貨幣流通速度及實質產出固定下，價格 P 將隨貨幣數量 M 變動。貨幣學派大師 Friedman 也指出：「通貨膨脹無論何時何地皆是一種貨幣現象」。因此，央行確保價格穩定的最佳做法，便是控制或影響貨幣的創造。

如圖 3 所示，央行藉由流動性管理影響貨幣的供需，以改變市場上貨幣的數量及價格(即利率)，以達成貨幣及利率目標，或藉由流動性管理監控本國貨幣兌外國貨幣的匯率，達成匯率目標。

圖 3 央行確保貨幣價值之途徑



資料來源：整理自 Laurens (2018), “Monetary operations”講義。

央行貨幣政策操作目標在於引導目標(市場)利率貼近政策利率，並極小化目標利率之波動性，以避免干擾貨幣傳遞機制。在現今市場利率自由化下，為有效管控目標利率，央行需進行流動性預測及管理。

二、流動性操作

央行可以影響貨幣的創造，包括：(1)透過銀行準備及法定準備率，改變信用創造過程，(2)透過控制央行貨幣(central bank money)的數量及價格，

而央行貨幣即是由央行資產負債表³所決定。流動性(或貨幣)操作意旨影響央行資產負債表規模的操作，在央行之外的交易操作並不會影響央行資產負債表。例如，銀行買進政府發行公債，此交易不影響央行資產負債表規模及市場流動性；惟當央行進行公開市場操作向銀行買進政府公債時，將使央行資產之「公開市場操作買入有價證券」增加，且央行釋出貨幣，使負債同時增加，故央行資產負債表擴張，且市場流動性增加。

影響央行資產負債表規模的因素有二，其一為長期或結構性的經濟成長，帶動貨幣需求及供給成長：隨著經濟成長，大眾對通貨的需求增加，加以銀行存款增加(由此增加銀行在央行的準備性存款)帶動貨幣供給創造；央行之通貨發行及準備金增加，即貨幣基數(等於準備金加上通貨淨額)成長，擴大央行資產負債表規模，此因素屬於自主需求，央行無法直接控制。其二為央行短期可完全控制，影響銀行流動性的貨幣操作：主要用於調節暫時性的流動性失衡，以確保銀行間支付系統得以順利運作。

三、採行不同貨幣政策工具應考量之重點

貨幣政策工具依其影響貨幣價量的方式，分成直接及間接型工具。直接工具可直接影響商業銀行存款及信用之價量，包括直接利率管制，如訂定利率上限及(選擇性)信用管制，惟此類工具可能干預市場的效率定價，傷害金融市場的發展，因此在金融市場健全的國家已逐漸減少使用。間接工具則指央行藉由調整其資產負債表的組合、數量或價格，來改變銀行體系的流動性，操作工具包含公開市場操作(OMO)、準備金制度(SRR)、常設性工具(SF)以及非傳統貨幣政策工具等。

使用間接貨幣政策工具影響央行資產負債表的情況計有 3 種：一為擴張

³本行資產負債表中，資產項目計有國外資產、對政府放款及墊款、公開市場操作買入有價證券、對金融機構債權、庫存現金及其他資產；負債項目則有國外負債、通貨發行額、政府存款、金融機構存款、央行發行單券，以及其他負債。

性操作，將擴大央行資產負債表規模；二為緊縮性操作，將縮小央行資產負債表規模；三為改變央行資產負債表組合，此種操作不會改變央行資產負債表規模，惟將影響銀行體系的流動性。央行根據市場狀況選用不同政策執行，以管理市場流動性。

表 4 彙總央行常用的政策工具、操作工具類型及操作程序。公開市場操作為央行最倚賴的流動性管理方式，其操作相當彈性，可進行微調，也可做長期、結構性，以及反向操作，其操作期間短至一週，也可長期操作。常設性工具(SF)則設有邊際貸款機制(marginal lending facility)及存款機制(deposit facility)，通常用於隔夜的流動性操作。

表 4 貨幣政策工具、操作工具類型及操作程序

政策工具及貨幣操作		操作工具類型		操作期間	操作頻率	操作程序
		吸收流動性	釋出流動性			
公開市場操作 (OMO)	主要流動性管理操作	收存定期存款	擔保融通放款	一週	每週	投標程序
	長期流動性管理操作	發行央行票券(CB bills)	擔保融通放款	一週以上(約1/3個月)	每月	投標程序
	微調操作	收存定期存款	擔保融通放款	無一定期限	不定期	投標程序或雙方協議
	結構性操作	發行央行債券或政府公債	擔保融通放款	無一定期限	不定期	投標程序
		賣斷操作	買斷操作		不定期	投標程序或雙方協議
常設性工具 (SF)	邊際放款機制		擔保融通放款	隔夜	合格交易對手自由參加	
	存款機制	銀行向央行存款		隔夜	合格交易對手自由參加	

資料來源：整理自 Laurens (2018), “Monetary operations”講義。

以下針對公開市場操作及常設性工具說明：

(一) 公開市場操作分為可逆性操作(reversible/temporary monetary operations) 及買(賣)斷操作(outright monetary operations)

可逆性操作係指央行透過附買(賣)回交易，短暫影響市場流動性，此亦為維持利率走廊(interest rate corridors, IRC)的關鍵操作。可逆性操作主要用於準備金提存期之微調操作(fine-tuning operations)，以支應銀行短期(隔夜)準備金需求，並降低短期市場利率的波動。

買賣斷操作則是指央行藉由買入或賣出政府或央行證券，以挹注或吸收市場流動性，此種操作通常用以影響市場結構性(持續或長期)的流動性。惟買(賣)斷操作亦有其限制，例如在淺碟市場(thin markets)中，由於央行流動性管理規模大，可能干擾次級市場的價格發現機制(price discovery mechanism)；另當市場上缺少有價證券可供購買時，央行無法透過買(賣)斷操作收回市場上過剩的流動性，此時可訴諸(發行)央行證券；買(賣)斷操作可能干擾國債管理過程，因此必須與財政部密切協調。

買(賣)斷操作與可逆性操作的影響力不同，主要反映在流動性期間(tenor)、銀行資產負債表存續期間(利率風險)及債券殖利率曲線等3個層面(表5)：

表 5 買(賣)斷操作與可逆性操作的比較

影響層面	買(賣)斷操作	可逆性操作
流動性期間	影響金融工具到期剩餘期間的流動性，時間通常較長。	對流動性的影響通常較短。
存續期間(利率風險)	會影響銀行的存續期間曝險。	為純粹的流動性工具，幾乎不影響銀行的存續期間。
殖利率曲線	可能顯著改變殖利率曲線。	對殖利率曲線幾無直接影響。

資料來源：整理自 Laurens (2018), “Monetary Operations”講義。

(二) 常設性工具，常以利率走廊形式呈現

常設性工具是指央行提供銀行在短期或營業日底時，調節隔夜流動性的窗口，常以利率走廊形式呈現。當銀行缺乏資金時，可向央行申請依規定之貸款利率融通，此利率具懲罰性，形成利率走廊上限(即目標利率上限)；若銀行有餘裕資金，則可依規定之存款利率存入央行，此利率形成利率走廊下限(亦為目標利率下限)。

針對利率管理架構，近來各國漸由純粹的點(point)政策利率選擇，轉變成利率走廊架構，並進一步可區分為純粹的利率走廊(pure IRC systems)，亦即設定外顯(explicit)的上下限政策利率區間；中間型利率走廊(mid-corridor systems)，具有上下限及中點，中點即為政策利率，並承諾引導隔夜利率貼近政策利率；地板型利率走廊(floor systems)，僅設有下限利率(地板利率)，以及政策利率。

一般而言，選擇利率管理架構應考量兩項因素：一為該國貨幣市場的成熟度，二為央行對於流動性管理的精準度。若央行選擇釘住單一利率的管理架構，必須具備高度流動性的貨幣市場以及精準的流動性預測能力。由於地板型利率走廊架構的操作相對簡單，故可適用於成熟度較低的金融市場，及流動性預測能力較低之央行；中間型利率走廊則適用於銀行間市場較為成熟的國家。

四、印度央行(RBI)流動性管理的實務經驗

(一) RBI 主要的流動性管理工具

RBI主要的流動性管理工具包含公開市場操作、換匯交易(forx swaps)、定期式買回(term repos)、流動性調整機制(liquidity adjustment facility, LAF)，以及調整銀行活期與定期負債淨額(net demand and time liabilities, NDTL)存款準備率。其中，流動性調整機制為利率走廊，其下限為附賣回利率(reverse repo rate)、上限為邊際常備機制(marginal standing facility, MSF)，並以附買回利率(repo rate)為政策利率。2018年6月，政策利率為6.25%，上、下限分別為6.50%及6.00%。

(二) RBI 利率走廊

印度貨幣市場包含3個市場，分別為銀行間的拆款市場(call market)，以及允許非銀行部門參與的附買回市場⁴(repo market)和抵押借貸市場

⁴附買回市場：參與者包含銀行之外的其他核可機構，包含共同基金、房貸機構及保險業等，參與者可進行隔夜借款。

⁵(collateralised borrowing and lending obligation, CBLO)。其中，拆款市場主要用於銀行準備金的供給管理，雖然拆款市場規模僅占總體貨幣市場約 10%，但因 RBI 對銀行的影響力較為直接，故 RBI 以加權平均拆款利率(weighted average call money rate, WACR)為操作目標利率，藉以影響其他市場的利率走勢。圖 4 顯示，近年印度拆款利率大多落在利率走廊區間，且波動率亦呈逐年降低趨勢。

圖 4 印度央行利率走廊(週)



資料來源：RBI 網站。

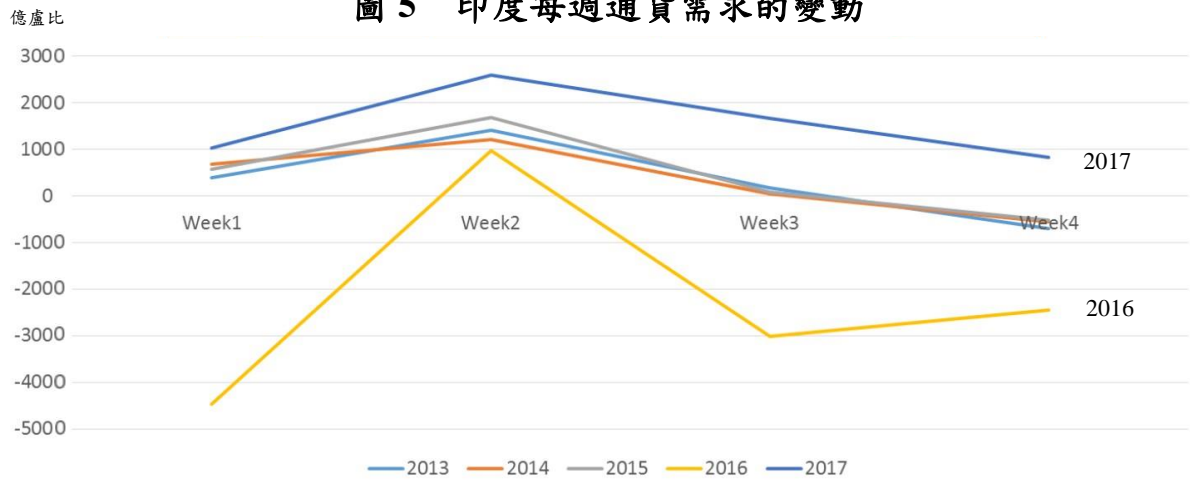
(三) RBI 的流動性預測

RBI 的流動性預測包含長期(6 個月到 1 年)的結構性預測、中期(4 週的週預測)以及短期的每日預測。流動性預測應考量週期性因素，如印度企業發薪日多為月初前兩個禮拜，因此每月第 2 週市場通貨最高(圖 5)，這類因素可透過歷史經驗事前做估計與調整，而不至於讓預測值偏離實際值太多。惟突發性的干擾事件，如 2016 年底印度政府宣布去貨幣(demonetization)政策⁶，造成市場通貨劇降(圖 6)，以及通貨需求大幅超出預期(圖 7)，都會使

⁵抵押借貸市場：參與者包含銀行及前述其他核可機構外的資金需求者，參與者可以抵押借貸方式借款。
⁶廢鈔事件：印度政府為打擊貪腐事件(黑錢常以紙鈔形式存放於銀行體系之外)，於 2016 年 11 月 8 日宣布隔日(9 日)全面廢止面額 500 及 1000 的印度盧比紙鈔。廢大鈔政策讓貨幣流通總額占比達 86% 之印度鈔票突然停止流通，致倚賴現金的印度社會陷入動盪。

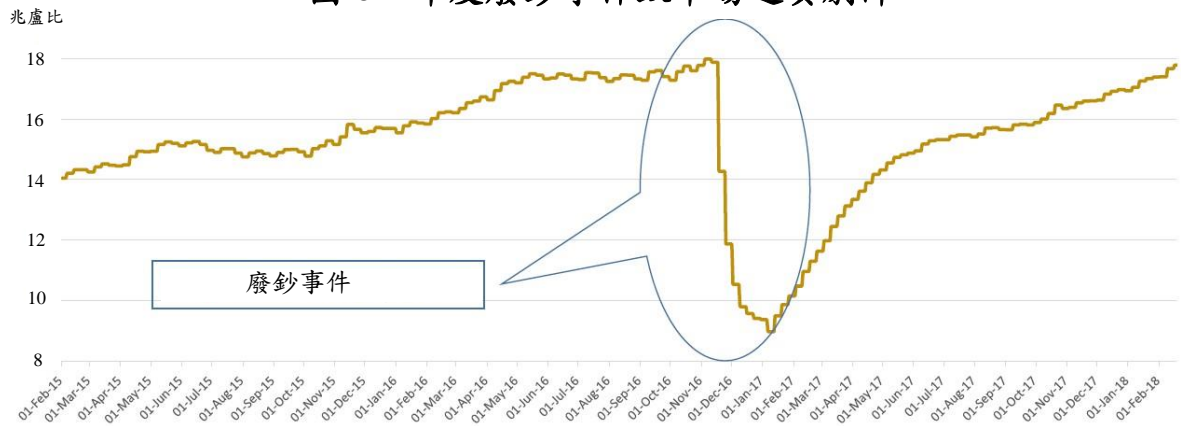
預測失準。

圖 5 印度每週通貨需求的變動



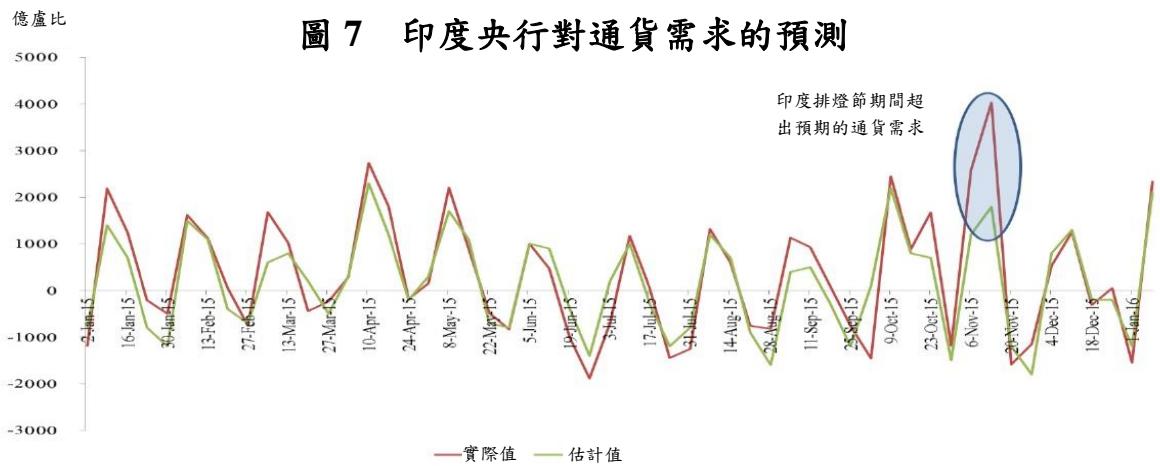
資料來源：整理自 Radha Shyam Ratho (2018), “Liquidity Forecasting Framework”講義。

圖 6 印度廢鈔事件致市場通貨劇降



資料來源：整理自 Radha Shyam Ratho (2018), “Liquidity Forecasting Framework”講義。

圖 7 印度央行對通貨需求的預測



資料來源：整理自 Radha Shyam Ratho (2018), “Liquidity Forecasting 講義”。

肆、開放經濟體的貨幣政策與匯率政策

在貨幣政策傳統觀點中，央行透過影響市場利率達成政策目標，因此殖利率曲線走勢扮演重要角色；惟新興觀點認為，隨全球化發展，長期利率受到全球儲蓄及投資的影響日漸增大，匯率管道在貨幣政策傳遞機制中越顯重要。

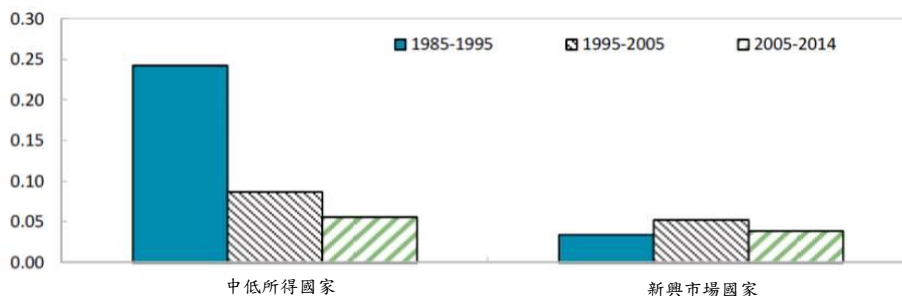
以下針對當前中低所得國家(LLMICs)匯率政策的轉變、有效的外匯干預架構、彈性匯率政策及政策外溢效果等主題說明。

一、中低所得國家逐漸轉向採取彈性匯率政策

近年來，多數中低所得國家在維持物價及總體經濟穩定上，已呈現顯著的進步(IMF, 2015)；展望未來，該等國家如何在通膨、經濟成長及匯率穩定的3個目標中進行取捨，將是必須面對的重要議題。

部分LLMICs持續採取固定匯率制度，惟愈來愈多國家採取相對彈性的匯率制度。在LLMICs的貨幣政策架構中，雖然傳統的匯率管制措施仍扮演重要的角色，惟進行匯率干預(foreign exchange intervention, FXI)的頻率已大幅降低，2005~2014年相較於1995~2005年間，平均FXI數量下降超過50%(圖8)。

圖8 中低所得國家及新興市場國家外匯市場干預指數

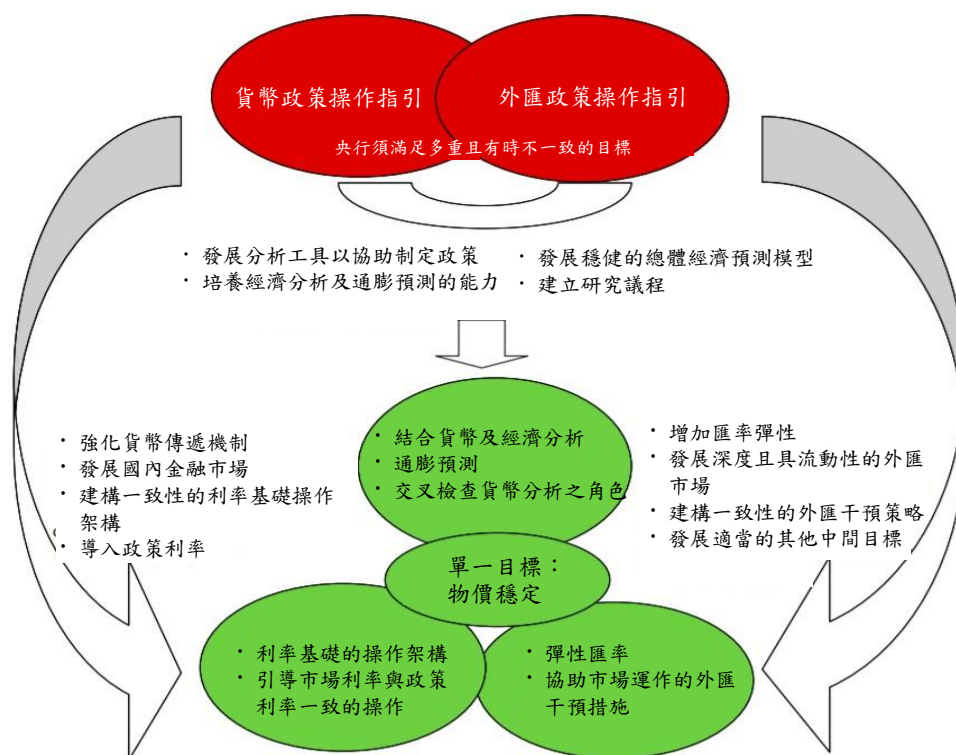


註：根據 Levy-Yeyati et al.(2013)的方法，以外匯存底年平均變動絕對值相對於上季貨幣基數(皆以美元計價)，衡量干預指數。外匯存底變動採用「貨幣基數」進行標準化(normalized)，係為捕捉干預對貨幣數量的影響。

資料來源：IMF(2015)。

圖 9 係 IMF(2015)依據先進及新興市場國家發展經驗，提供 LLMICs 轉型現代化貨幣政策架構的指引。轉型重點包括：採取以「物價穩定」為主要目標，同時朝向利率基礎操作架構及匯率具有更大彈性發展。一方面透過發展健全的國內金融市場，增強貨幣政策的傳遞管道，並藉由貨幣政策操作影響市場利率；另一方面則須發展深度及具流動性的匯率市場，以提高匯率的彈性。央行仍可制定透明的 FXI 策略，惟必須確保 FXI 僅用在健全匯率市場用途上，諸如穩定暫時性的匯率波動等。至於貨幣政策與匯率政策之協調，則有賴良好的政策分析工具及總體經濟與通膨的預測能力。

圖 9 現代化貨幣政策架構的指引



資料來源：整理自 Laurens (2018), “Foreign Exchange Transition Regimes and Operational Challenges” 講義。

二、有效的外匯干預架構

越來越多國家由固定匯率制度轉型為彈性匯率制度，惟成功改變匯率制度並不容易，若央行宣布即刻廢除固定匯率，並採取完全浮動的匯率制度，

可能使外匯市場產生巨大波動與恐慌，最終嚴重影響金融市場的穩定，更可能損及央行公信力。因此，由固定匯率轉型至彈性匯率的過程至關重要。

央行可藉由制定匯率干預(FXI)架構，以因應匯率制度的轉型時期。此架構應以「即期匯率原則上由市場決定，但允許央行可以降低(非消除)匯率的波動性，以支持外匯市場發展」為目標。有效的 FXI 架構須具備以下 4 個特性：

- (一) 務實性(realism)：制定 FXI 架構前，應充分理解 2 項現實帶來的限制：
 - (1) 匯率的公允價格(fair value)不可知，即便以模型估計，其真實價值仍存在不確定性；
 - (2) 外匯存底的多寡將限制央行逆勢阻貶的能力。
- (二) 有用性(usefulness)：FXI 策略應能幫助央行建立公信力及外匯市場發展。公信力建立在兩項基礎上：一是央行貨幣政策架構具備內部一致性。例如，若以利率或準備貨幣為操作目標，則應採行彈性匯率政策與之配合。二是央行應理解 FXI 操作中的限制。例如，若外匯存底有限，則應避免毫無限制的阻貶操作。設計良好的 FXI 策略亦有助於外匯市場發展；具有透明度的 FXI 策略允許雙向(但有限)的匯率風險，將有助於發展管理或評估風險所需之新策略或新工具的環境。
- (三) 穩健性(robustness)：儘管 FXI 策略中的參數(如干預門檻或數值)可隨市況或匯率波動幅度改變，惟其基本架構應具有足夠的穩健性，能帶領央行順利通過匯率制度的轉型期，並在遭遇嚴重匯率衝擊或資本外流時仍可屹立不搖。
- (四) 明確性(clarity)：FXI 架構應該公開透明，如此可以引導市場形成合理的預期，也可提供央行交易人員明確的外匯操作指引，更可確保央行不受政治壓力干擾及批評。

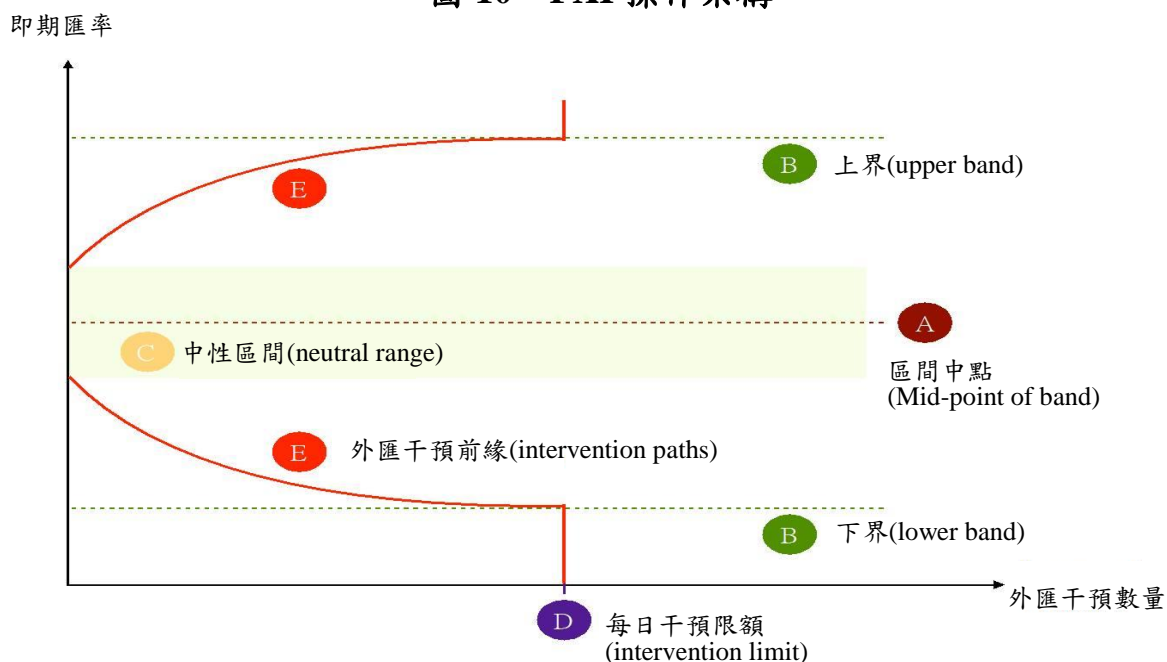
基本的 FXI 架構如圖 10。圖中呈現即期匯率及每日外匯干預數量的關

係，包含區間中點(A)、匯率上下界(B)、中間區域(C)、每日干預限額(D)及外匯干預前緣(E)。A至E點操作設定如下：

- A. 區間中點(Mid-point of band)：為當日預期匯率區間中點，每日早上依據歷史匯率收盤價的移動平均值重新設定；主要目的在於適應市場趨勢，以平滑偶發衝擊所造成之匯率波動。若一國的外匯存底有限，則區間中點可採取近期外匯干預數量的移動平均值，以確保每日匯率中點的波動與干預數量配合(當干預數量越大時，所允許的每日匯率中點波動將越大)，並確保剩餘外匯存底占最低外匯存底的比例應保持穩定(steady state)。此設定可以確保，若一國外匯存底偏低，匯率中點改變的頻率也會增加。
- B. 上下界(upper band/ lower band)：為日內容許即期匯率相對區間中點波動的上下限，該界線與區間中點一樣採取「適應性方式(adaptive fashion)」進行每日重設調整，以因應過去匯率波動的趨勢。即使經歷一段相對平穩的匯率期間，上下限區間仍不宜過小，以確保匯率可充分變動。
- C. 中性區間(neutral range)：當即期匯率落在此區間內時，央行不須進場干預匯市，此區域可訂為區間中點(A)與上下界(B)差距(difference)的某個比例。
- D. 每日干預限額(intervention limit)：當日內外匯干預的累積數量達到此門檻時，本日剩餘時段，央行應放手讓匯率自由浮動，以避免毫無節制的耗費外匯存底。基本上，由於區間中點與上下界皆採取適應性方式設定，因此在非危機時期，達到此門檻的機會甚低。
- E. 外匯干預前緣(intervention paths/ frontier)：當匯率超出中性區間時，外匯干預前緣提供央行交易人員明確的最大干預數量指引。干預前

緣亦可為線性，惟將前緣設計為「凹函數(concave function)」則具有下列優點：當即期匯率越趨近區間中點時，將允許更大的匯率波動度，即可減少干預。

圖 10 FXI 操作架構



資料來源：整理自 Laurens (2018), “Foreign Exchange Transition Regimes and Operational Challenges”講義。

在設定外匯干預架構後，央行必須透過明確的溝通，以確保市場參與者充分了解干預架構的目標及規則，央行可以揭露干預的對象(通貨或一籃通貨)、預期的區間中點、上下界及中性區間等資訊，惟可保留細部的外匯干預前緣資訊，以供央行因應市場動態進行微調操作。

三、彈性匯率有助減緩經濟衝擊

多數實證研究顯示，匯率危機的代價龐大，匯率危機導致經濟成長停滯、失業率及通膨上升(Edwards and Yeyati, 2005)。本課程講師 UCLA 教授

Edwards (2004, 2011)針對新興國家實證亦發現，匯率危機⁷對人均 GDP 成長具有負面影響，其政策意涵為：避免國家陷入匯率危機或經常帳反轉(reversal)的情況，是總體經濟政策的重要目標之一。

1990 年及 2000 年拉丁美洲及東亞國家的通貨危機，引發匯率政策的爭議。部分經濟學家認為新興國家應該放棄本國貨幣，並以其他先進國家通貨為法定貨幣(即進行「美元化」)。目前多數學者認同美元化國家的通膨率低於主動管理本國貨幣的國家，惟對於美元化是否增進實質經濟發展則未達成共識。支持者主張，美元化去除匯率波動風險，促進國際貿易，帶動經濟成長，且美元化亦能降低利率，提高投資使經濟成長；反對者則認為，採取硬式釘住通貨的美元化國家，不易調節外部衝擊，此造成更大波動性。對此，Edwards and Magendzo (2003, 2006)實證發現，美元化國家的通膨率確實較低，惟其 GDP 波動性卻顯著高於非美元化國家，因此，美元化國家的表現並未優於採用本國貨幣的國家。

在保有本國貨幣的國家中，採取較有彈性匯率政策的國家，相較於僵固匯率者，長期而言，經濟成長較快。Edwards (2004)實證研究顯示，彈性匯率制度有助減緩經濟波動，並協助經濟成長；匯率制度越僵固的國家，受貿易條件衝擊的負面影響越大，而在控制其他變數下，較具彈性匯率制度的國家，其經濟成長率也高於僵固匯率制度國家。顯示彈性匯率可提供經濟衝擊之緩衝(act as a shock-absorber)(Edwards and Yeyati, 2005)。

在探討匯率制度與經濟成長關係的實證研究中，最常遇到匯率政策分類的問題，諸如國家對外宣稱的匯率制度(De jure)與實際執行(De facto)不一；

⁷ Edwards (2004)定義匯率危機：1.該國匯率在2個月內貶值超過20%；或2.資金流入突然停止(sudden stops)，即該國淨資金流入在1年內減少GDP的5%以上；或經常帳反轉，即經常帳赤字在1年內減少GDP的4%以上。引發經常帳反轉的因素，包括多種內部及外部因素。內部因素如實施財政整合、提高公共部門儲蓄，將會降低經常帳赤字；外部因素如資本流入突然終止，該等因素都會降低本國經濟活動，減少經常帳赤字。

又如原採取固定匯率制度的國家，面臨貶值危機時，被迫放手讓匯率自由浮動，卻被歸類於浮動匯率國家等。Yeyati and Sturzenegger (2003, 2005)運用 1990 至 1998 年間，99 個國家的國際準備波動率、匯率波動率及匯率變動的波動率，來分類各國實際執行的匯率制度，並實證發現，採取僵固匯率制度的新興國家，其經濟成長率較採取彈性匯率制度國家低，且產出波動更大。此亦再次證明彈性匯率有助和緩經濟波動。

四、開放經濟體的三難困境及主要經濟體的政策外溢效果

開放經濟體不僅面臨傳統的三難困境⁸，在當前全球整合日益深化下，即使採取浮動匯率制度，仍無法完全隔絕國外金融之干擾，尤其會受主要經濟體政策外溢效果影響，亦無法確保貨幣政策的完全自主性。

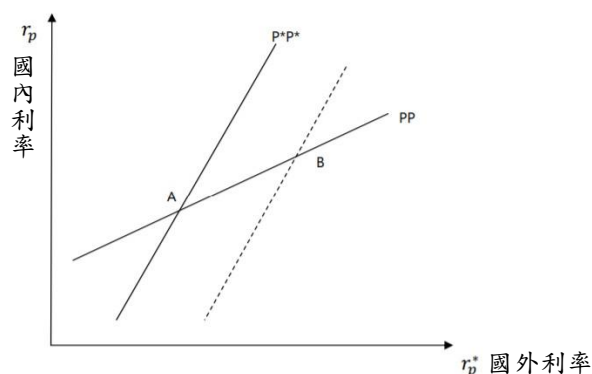
Edwards (2018)實證發現，小型開放經濟體的政策利率亦步亦趨跟隨主要經濟體的政策利率移動。圖 11 以簡單的兩國模型，說明主要經濟體的政策利率影響小型開放經濟體的途徑。橫軸 r_p^* 為國外利率(主要經濟體利率)、縱軸為 r_p 為國內利率(小型開放經濟體利率)、斜線 PP 及 P*P*分別為國內與國外政策利率函數(影響因子包括，標準泰勒法則的成分(通膨缺口及產出缺口)，以及他國利率)。當國外政策利率調高(即 P*P*移動到虛線位置)，若 PP 並非水平線⁹時，則表示存在政策外溢效果，將使均衡點由 A 移動到 B，即國內利率也將隨之提高。

當前主要經濟體貨幣政策逐步正常化，在美國調升利率的同時，由於政策外溢效果，將使其他開放經濟體面臨貨幣貶值的風險，部分國家恐被迫調高利率來因應，以減少對經濟體的衝擊。如 2018 年 4 月以來，伴隨市場預期美國加速升息，致美元走高，新興市場資金外流，股匯重挫。為緩和資金流出及貶值壓力，阿根廷、土耳其、印尼等國陸續調升政策利率。

⁸ 三難困境係指不可能同時達成固定匯率、資本自由移動及貨幣政策自主性 3 個目標。

⁹ 當 PP 為水平線，表示國內利率與國外利率獨立，即國外利率的改變將不會影響國內利率。

圖 11 考慮政策外溢效果下的均衡政策利率



資料來源：Edwards (2018)。

伍、斯里蘭卡匯率制度之演變及央行外匯干預經驗

本次課程中，斯里蘭卡央行(CBSL)分享該國由固定匯率制度轉變為自由浮動匯率制度之歷程，期間歷經外匯干預的失敗，以及其後重新整頓外匯市場的實務經驗。

一、斯里蘭卡匯率制度之演變

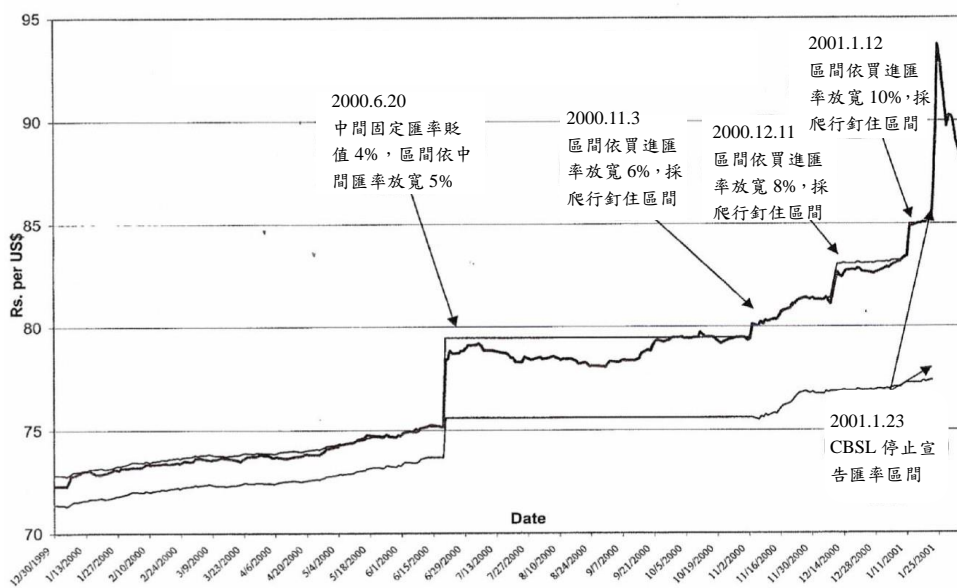
1948 年斯里蘭卡脫離英國殖民統治正式獨立，國幣訂為盧比(rupee)，其匯率制度歷經 4 個時期的重大轉變：

- (一) 固定匯率制度(1948-1967 年): 獨立之初，斯里蘭卡採取固定匯率制度，並將匯率固定在 1 英鎊兌 13.33 盧比。此時期由貨幣委員會(Currency Board)來執行貨幣的發行及管理，並在 1950 年依據貨幣法案(Monetary Law Act)，正式設立斯里蘭卡央行(CBSL)。
- (二) 雙元(dual)匯率制度(1968-1976 年): 1967 年由於外匯存底持續減少及英鎊對美元貶值，致盧比對美元貶值 20%，CBSL 遂於 1968 年改為採行雙元匯率制度，分別對基礎及其他進出口品採行不同匯率。CBSL 於 1971 年連結(alignment)美元，並於 1976 年將盧比釘住一籃子貨幣。

(三) 管理浮動匯率制度(1977-2000年): 1977年由於經濟政策重大改變(放棄計畫經濟及進口替代政策, 改採市場經濟及出口導向策略), 廢除雙元匯率制度, 致盧比對美元貶值46%。CBSL改採行管理浮動匯率制度, 事先宣告盧比兌換美元的區間(buy-sell band), 以便將銀行與央行間交易的匯率控制在此範圍內。在管理浮動匯率制度下, 外匯存底下滑, 匯率面臨貶值壓力, 且匯率區間不斷擴大亦導致投機。

(四) 自由浮動匯率機制(2001年後): 2000年由於國際油價高漲, 致進口大幅增加, 使匯率區間加大; 由於匯率續貶, CBSL大幅提高利率以阻貶, 卻導致2001年GDP負成長。CBSL於2001年1月23日停止宣告匯率區間, 改採自由浮動匯率機制, 放手讓市場決定匯率(圖12)。

圖 12 1999 年底至 2001 年 CBSL 匯率走勢



資料來源：整理自 Chandra Wijayasekera (2018), “FX Intervention and Market Development: Experience of Sri Lanka” 講義。

二、斯里蘭卡央行外匯干預經驗

CBSL 曾 3 度干預匯率貶值之失敗經驗：

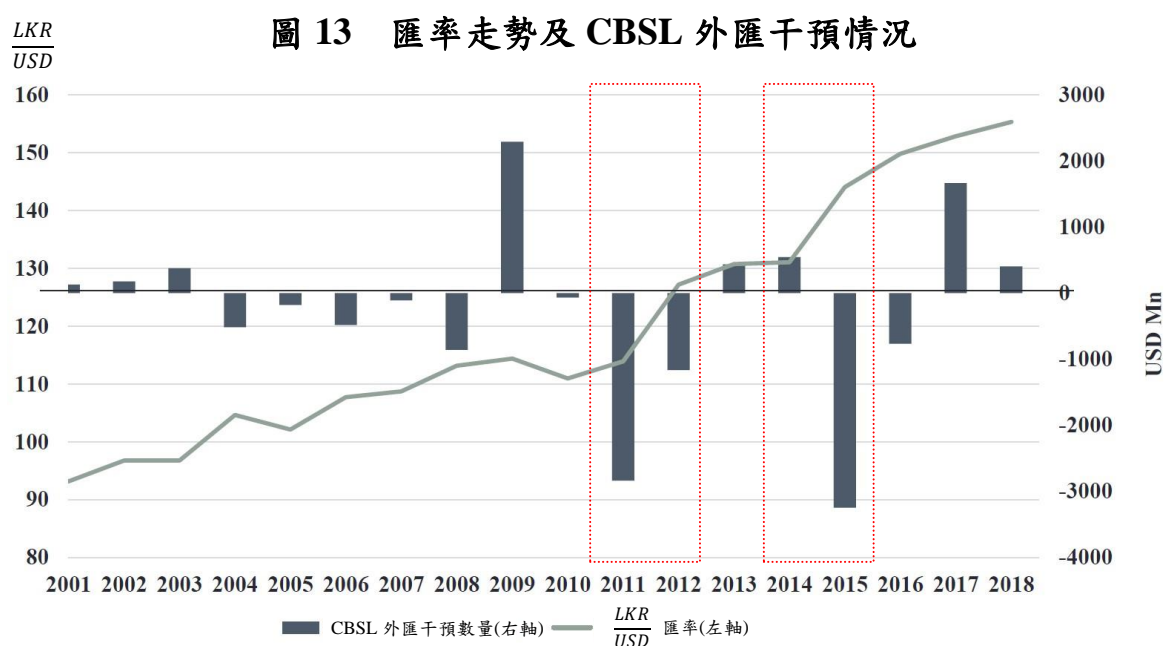
(一) 在管理浮動匯率制度時期, CBSL 曾試圖干預外匯市場以防止貨幣貶值,

惟最終犧牲國內經濟成長。

(二) 2001 年以後，CBSL 雖改採自由浮動匯率制度，惟 2011-2012 年間，因為匯率不斷貶值，CBSL 仍出手干預匯率，但最終耗費 40 億美元外匯存底，匯率仍貶值 14%(圖 13 框線處)。

(三) 2015 年再度遭遇匯率貶值危機，CBSL 以 32 億美元外匯存底干預匯市後，匯率仍續貶 6.5%(圖 13 框線處)。

上述經驗顯示，央行無力以外匯存底來逆勢扭轉貨幣貶值趨勢，其干預手段不僅未能停止盧比貶值趨勢，還付出大量的外匯存底為代價，更使央行聲望下降。恐懼貶值(fear of depreciation)導致 CBSL 採取徒勞的措施，最終導致央行面臨聲望風險(reputational risk)。



資料來源：整理自 Chandra Wijayasekera (2018), “FX Intervention and Market Development: Experience of Sri Lanka”講義。

三、斯里蘭卡央行對市場溝通採行自由浮動匯率的決心，有助外匯市場健全發展

CBSL 外匯干預無效，導致央行陷入公信力的危機。不僅外匯市場遭逢

投機攻擊(speculative attacks)，國內出口商因預期央行阻貶而延後美元兌換，進口商則進口過多商品，導致國內經濟失衡；媒體及市場參與者開始胡亂猜測央行阻貶行動，即便 CBSL 並未有任何動作。

2017 年 6 月之後，CBSL 與國內外匯市場參與者，諸如進出口商、指定外匯經紀商(authorized money broker, AMB)及商業銀行等，進行多次溝通，明確宣示匯率由市場決定，並公開其外匯操作政策，清楚說明未來 CBSL 進出外匯市場的時機。例如，央行會以市場匯率賣出外匯，以緩和匯率劇烈波動，及適時買進外匯，以建立適當的外匯存底等。此外 CBSL 亦大幅改善外匯市場的即時監控系統，以確保市場參與者遵守規定。

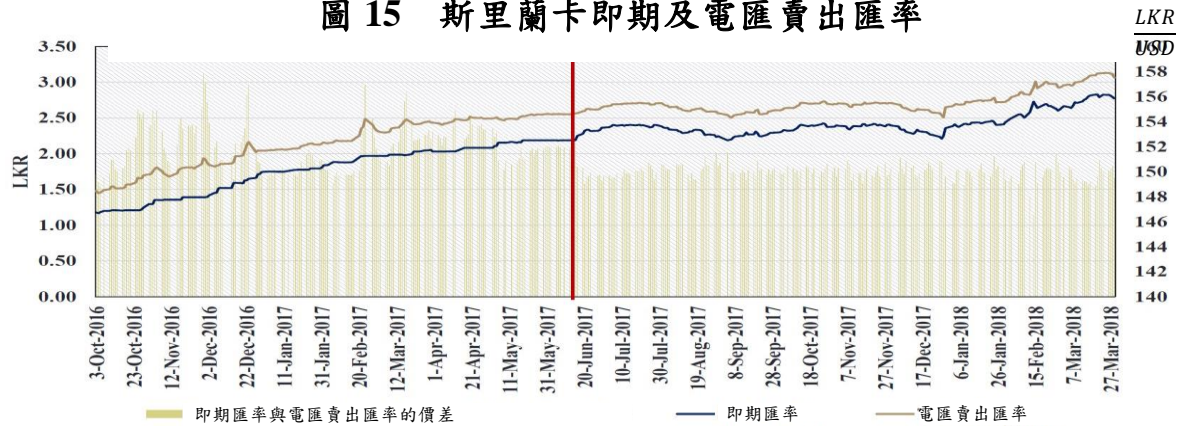
透過 CBSL 的明確宣示與政策公開透明，外匯市場參與者不再期待央行有阻貶的干預行動，匯率回歸市場決定。據 CBSL 統計，匯率的日平均變動率(variance)由 0.039 下降至 0.018，且即期外匯匯率也更加貼近電匯(TT)賣出匯率¹⁰及遠期匯率(圖 14、15)。



資料來源：整理自 Chandra Wijayasekera (2018), “FX Intervention and Market Development: Experience of Sri Lanka”講義。

¹⁰ TT 賣出匯率(TT selling rate)：係指以電匯(telegraphic transfer)形式的賣匯交易所採用的匯率。

圖 15 斯里蘭卡即期及電匯賣出匯率



資料來源：整理自 Chandra Wijayasekera(2018), “FX Intervention and Market Development: Experience of Sri Lanka”講義。

陸、結論與建議

一、結論

隨著全球經濟金融整合程度日漸提高，資金移動越加頻繁，使得小型開放經濟體所面臨的挑戰加劇，央行對內不僅面對多重目標的考驗，對外則有主要經濟體的政策外溢效果，如何協調貨幣政策及外匯政策，以達成物價穩定目標，是央行面臨的重要課題。

本次課程除說明央行貨幣政策策略與操作外，與會講師也提出諸多央行執行貨幣政策時，可供參考的實務指引，諸如貨幣政策運作關鍵因素及外匯操作架構等。此外，課程中透過學員相互交流，亦可了解 SEACEN 國家央行在執行貨幣政策及業務經營時，所面對的各種問題及其處理經驗，可供本行借鏡。

二、建議

(一) 面臨多重目標之挑戰，央行擴大政策工具組合，惟宜關注政策工具間之協調性

民眾對央行期待日高，為達成多重目標，央行須採用多重工具。由於不

同政策工具效果可能產生與政策目標相互抵觸(例如物價穩定與高就業率目標在短期相互衝突)，因此央行須密切關注各項工具的政策效果；並強化即時預測，掌握經濟金融情勢，俾採取妥適政策。

(二) 全球化增加開放經濟體央行貨幣政策執行難度，宜密切關注主要經濟體之貨幣政策外溢效應及國際資本移動情況

台灣為小型開放經濟體，成長動能主要來自外需，匯率在經濟及金融穩定扮演重要的角色，且經濟規模小，更易受國際短期資本移動干擾。在全球金融危機後，先進國家採行的量化寬鬆(QE)貨幣政策，擴大短期國際資本移動的規模；頻繁、大量之外資進出，影響各國金融市場，對台灣的衝擊尤大。尤其主要經濟體貨幣政策逐步正常化，宜密切關注其貨幣政策的後續發展及外溢效應，俾及時採行必要因應措施。

(三) 央行政策執行有效性，高度仰賴公信力；斯里蘭卡央行之失敗經驗宜引以為鑑

由斯里蘭卡央行外匯干預之失敗經驗，可知央行一旦失去公信力，政策傳遞便會受到阻礙。央行貨幣政策要能有效執行，須讓民眾相信央行有能力「說到做到(say what you do, and do what you say)」，正確引導民眾預期方向。

(四) 央行宜持續加強與各界溝通，以協助推動貨幣政策

央行貨幣政策目標之達成，除仰賴精確的分析及預測國內外經濟金融情勢，亦須以透明簡易的方式向各界說明，以利大眾及企業決策，降低經濟金融不確定性，進而提高貨幣政策有效性。

本行一向致力提升貨幣政策之透明化，例如，總裁在每季理事會會議後皆親自主持記者會，並提供簡報及參考資料，說明貨幣政策決策背景及當前重要議題，俾使大眾正確理解本行貨幣政策決策過程及其意涵；並自 2017

年 6 月起公布議事錄摘要，以增進對外界的溝通；此外，為利大眾了解本行貨幣政策，本(2018)年起，年初即公布年內理事會召開日期，並自 6 月 21 日起，理事會會議後記者會全程於 YouTube 影音平台進行直播，俾民眾透過網路了解記者會進行實況。未來本行或可進一步運用社群媒體等方式強化溝通效果。

參考文獻

- 張天惠、朱浩榜(2016),「台灣貨幣政策執行及傳遞機制之探討」,中央銀行季刊,第38卷第4期,頁11-42。
- Edwards, S. (2004), “Financial Openness, Sudden Stops, and Current-Account Reversals.”, *American Economic Review*, 94(2), pp. 59-64. May.
- Edwards, S. (2011). “Exchange-rate Policies in Emerging Countries: Eleven Empirical Regularities from Latin America and East Asia.” *Open Economies Review*, 22(4), 533.
- Edwards, S. (2018), “Finding equilibrium: on the relation between exchange rates and monetary policy,” *BIS Papers*, No. 96, 81-107.
- Edwards, S., & Magendo, I. (2003), “A Currency of One's Own? An Empirical Investigation on Dollarization and Independent Currency Unions”, *NBER Working Paper Series*, No. w9514. February.
- Edwards, S., & Magendo, I. (2006), “Strict Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38, No. 1, pp. 269-282, February.
- Edwards, S., & Yeyati, E. L. (2005). “Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers” *European Economic Review*, 49(8), 2079-2105.
- IMF (2015), “Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-Income and Other Developing Countries” *Staff Report*, October.
- IMF (2016), “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2016” *Annual Report*, November.
- Laurens et al. (2015), “The Journey to Inflation Targeting: Easier Said than Done the Case for Transitional Arrangements along the Road.”, *IMF Working Paper*, No. 15-13, June.
- Mohanty, M S and Turner, Philip (2008) “Monetary Policy Transmission in

Emerging Market Economies: What Is New?”, *BIS papers*, 35, 1– 60, January.

Yeyati, E. L., Eduardo, and Federico Sturzenegger. (2003), “To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth.”, *American economic review*, 93.4, pp.1173-1193.

Yeyati, E. L., Eduardo, and Federico Sturzenegger. (2005), “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words.”, *European economic review*, 49.6, 1603-1635.