

出國報告(出國類別：實習)

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

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳怡娟 四等專員

派赴國家：柬埔寨暹粒

出國期間：108年10月26日至11月2日

報告日期：109年1月31日

目錄

壹、 前言.....	1
貳、 貨幣政策操作架構.....	2
一、 貨幣政策中間目標.....	2
二、 主要操作工具.....	4
三、 利率走廊機制.....	11
參、 全球非傳統貨幣政策之影響與 SEACEN 會員國之因應措施..	13
一、 量化寬鬆措施.....	13
二、 負利率政策.....	18
三、 SEACEN 會員國之因應措施.....	22
肆、 結論與建議.....	26
一、 結論.....	26
二、 建議.....	27
參考資料.....	29
附錄 1、各國資產購買計畫實施情形.....	31
附錄 2、全球金融危機後東協 4 國採行之總體審慎措施.....	33
附錄 3、印度央行之流動性管理措施.....	34

壹、前言

本次參加東南亞國家中央銀行研訓中心(SEACEN)於 2019 年 10 月 28 日至 11 月 1 日舉辦為期 5 日之「貨幣政策策略與操作」(Monetary Policy Strategies and Operations)課程，總計有來自 12 國央行共 32 位學員參加；講師來自 SEACEN、IMF、德國央行及印度央行。本次課程主要內容包括：貨幣政策傳遞機制與貨幣政策操作工具、銀行體系流動性之估測、央行外匯操作及其資產負債表之管理；部分課程採分組討論與簡報方式，有助學員深入瞭解各國貨幣政策之執行架構及主要操作工具使用情形，可作為本行未來檢討與擬訂貨幣政策之參考。

SEACEN 會員國視其經濟結構及金融市場發展情況，採行不同貨幣政策目標與操作工具，主要操作工具包括存款準備金制度、貼現窗口及公開市場操作，另部分央行建立利率走廊機制，以有效調控市場利率。

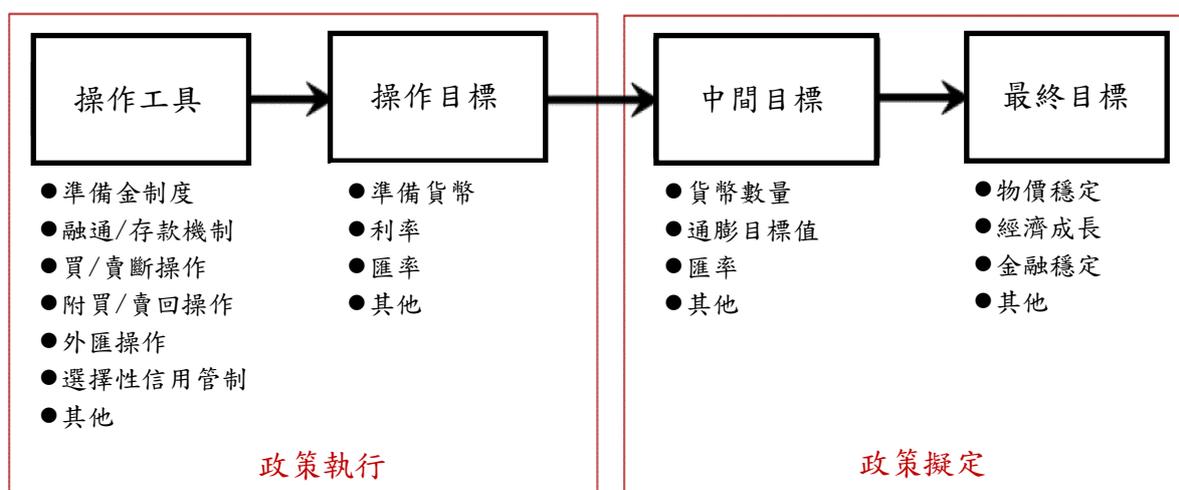
此外，央行對銀行體系流動性之估測與管理機制，對貨幣政策目標之達成相當重要。惟金融危機後，許多國家為協助刺激經濟成長，推出多項非傳統貨幣政策措施，造成國際資金大幅移動，並流入 SEACEN 會員國等新興市場，因而顯著影響其央行對銀行體系流動性之管理效果，進而增加決策困難度；惟 SEACEN 會員國央行大多能採取適當貨幣政策工具因應，其採行之相關措施，值得分析與探討。

本報告第壹章為前言，第貳章說明貨幣政策操作架構；第參章介紹量化寬鬆措施、負利率政策等非傳統貨幣政策之影響與 SEACEN 會員國之因應措施，最後為結論與建議。

貳、貨幣政策操作架構

各國央行主要視其國內經濟金融發展情形，選取合適之貨幣政策操作架構。央行貨幣政策之操作架構包括最終目標、中間目標、操作目標及工具，即央行透過操作工具影響操作目標，進而控制中間目標，並達成最終目標(圖 1)。以下說明主要貨幣政策目標與操作工具。

圖 1. 貨幣政策操作架構



資料來源：整理自本次課程講師 Ole Rummel (SEACEN Centre)授課資料。

一、貨幣政策中間目標

各國央行貨幣政策設定之中間目標主要有貨幣目標、通膨目標及匯率目標。依據 IMF(2019a)統計，全球 192 個國家中，採匯率目標國家所占比重 42% 為最高，其次為通膨目標之 21%、貨幣目標之 13%，其餘 24% 之國家無明示目標；另依據本次與會之 12 個會員國學員簡報資料顯示，各國採行之貨幣政策中間目標亦各有不同(表 1)。

表 1. 各國貨幣政策中間目標

國家別	貨幣政策中間目標			
	匯率目標	通膨目標	貨幣目標	無明示目標
全球 192 個國家(比重)	81 國(42%)	41 國(21%)	24 國(13%)	46 國(24%)
本次與會之 12 個 SEACEN 會員國	柬埔寨、 尼泊爾、 斐濟	印尼、南韓、 菲律賓、泰國	臺灣、緬甸	巴布亞紐幾內亞、 斯里蘭卡、蒙古

資料來源：整理自本次課程講師 Mangal Goswami(SEACEN Centre)授課資料及各會員國簡報資料；IMF (2019a)。

(一) 貨幣目標

1970 年代許多國家係以貨幣數量為中間目標，並訂定貨幣供給成長目標值，惟其後受金融自由化與金融創新等影響，貨幣供給與物價或總產出之間的穩定關係發生改變，央行對貨幣總計數的預測與控制能力亦因而下降，促使各國央行放棄貨幣目標，改採其他中間目標。

本次與會學員，僅我國與緬甸採貨幣目標。惟緬甸學員表示，由於原物料價格及油價上漲造成該國通膨問題，致其貨幣目標面臨實際操作上之困難，目前正研議改採通膨目標之可行性；至於近期本行表示，自 2020 年起，M2 年成長目標區調整為 M2 成長參考區間，參考區間維持 2.5%~6.5%，未來不再逐年設定；惟若 M2 成長率持續偏離上述區間或發生結構性改變，本行將進行檢討並適時調整¹。

(二) 通膨目標

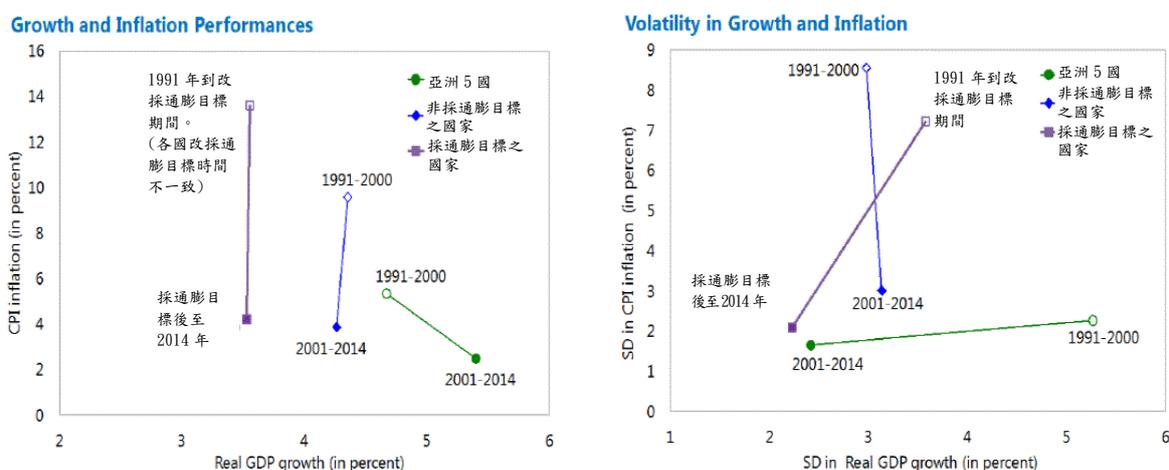
1990 年以來，隨金融自由化與金融創新等快速發展，使央行對貨幣總計數的控制與預測能力下降，許多央行轉向通膨目標。

¹ 中央銀行(2019a)。

在通膨目標下，央行多係明確宣示通貨膨脹率目標值或目標區間，並承諾會達成通膨目標。例如，泰國、印尼及菲律賓央行均係宣示通膨目標區間，南韓則自 2016 年後，由 CPI 目標區間改為單一 CPI 目標值，以向大眾更精準傳達央行之通膨目標。

依據 IMF(2016b)報告指出，比較各國改採通膨目標之總體經濟表現，結果發現 1991~2014 年新興市場與開發中國家改採通膨目標後，通膨明顯下降，通膨與經濟成長之波動度亦大幅下降(圖 2)。

圖 2. 新興市場與開發中國家改採通膨目標制後總體經濟表現



註：亞洲 5 國包括印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國及新加坡。
資料來源：IMF(2016b)。

(三) 匯率目標

為維持出口競爭力及穩定國內物價水準，目前許多高度依賴國際貿易之小型開放經濟體係採釘住單一通貨或一籃子通貨之匯率目標。

依據 IMF(2019a)統計，全球 192 個國家總計有 81 國採行匯率目標²；其中，採軟式釘住制者計 53 國為最多，其次為採硬式釘

² 根據 IMF 對匯率制度之分類：(1)硬式釘住(hard pegs)：包括沒有個別法償貨幣(no separate legal tender)及聯繫匯率(currency board)；(2)軟式釘住(soft pegs)：包括一般釘住匯率 (conventional peg)、區間釘住匯率(pegged exchange rate within horizontal bands)、匯率穩定制度(stabilized arrangement)、爬行釘住匯率(crawling peg)及類似爬行制度(crawl-like arrangement)；(3)浮動機制(floating regimes)：分為浮動匯率(floating)與自由浮動匯率(free floating)；(4)其他管理機制。

住制者共計 24 國(表 2)。本次與會 SEACEN 會員國中，尼泊爾釘住印度盧比，斐濟釘住多種貨幣；至於柬埔寨則屬其他管理機制，由東國央行宣布官方匯率，並以該匯率作為央行與第三方進行外匯交易，以及市場交易之定價基準，而東國政府亦允許美元自由兌換使用，匯率為 1 美元兌換約 4,000 東幣(瑞爾)。柬埔寨學員表示，東國境內流通的美元資金較東幣多出兩倍，使央行估測銀行體系流動性之困難度增加，進而影響央行對國內金融市場資金的調控能力。

表 2. 採匯率目標制國家之匯率制度

國家別	匯率制度		
	硬式釘住制	軟式釘住制	其他管理機制
全球 81 個國家(比重)	24 國(30%)	53 國(65%)	4 國(5%)
本次與會之 12 個 SEACEN 會員國	尼泊爾、斐濟	無	柬埔寨

資料來源：IMF (2019)。

然而，根據不可能的三位一體原則(impossible trinity)³，在跨國資本可自由移動的情況下，採行匯率目標之國家將無法完全保有貨幣政策的自主性，致其無法利用貨幣政策工具因應來自國內本身的衝擊。此外，為維持穩定匯率，央行常需進場干預匯市，若央行同時進行沖銷操作，將增加沖銷成本。

³ 又稱為三難困境(trilemma)，指一國在固定匯率、資本自由移動及貨幣政策自主性三項總體政策目標中，只能同時達成兩項。

二、主要操作工具

央行主要操作工具包括準備金制度、融通制度及公開市場操作。1990年代後，許多央行建立利率走廊機制，以加強調控市場利率。

(一) 準備金制度

準備金制度係銀行依規定應就相關負債項目提存一定比率之準備金，由於法定準備項目與準備率之調整，對銀行可用資金數量與資金成本之影響程度較大，近年來多數央行並未積極採取此項操作工具。

惟必要時，央行仍會透過調整準備金比率，以因應市場資金較大幅度之波動情形。如近期受美中貿易爭端及英國脫歐等不確定因素影響，全球經濟成長趨緩，為因應相關風險，部分央行調降存款準備率，以提供市場流動性，刺激經濟成長。本次與會之菲律賓央行於2019年5月宣布將分3階段⁴調降銀行存款準備率總計2個百分點，自18%降到16%，9月宣布11月1日再調降1個百分點至15%；印尼央行則於2019年11月宣布調降一般傳統銀行與伊斯蘭銀行存款準備率各0.5個百分點，一般傳統銀行自6%降至5.5%，伊斯蘭銀行自4.5%降至4%，自2020年1月生效。

(二) 融通制度

融通制度係央行提供銀行流動性之重要工具，以發揮央行為金融體系最後貸款者之角色。央行各項融通利率之調整，通常被視為央行對未來貨幣政策動向之宣示，惟一般而言，銀行大多不

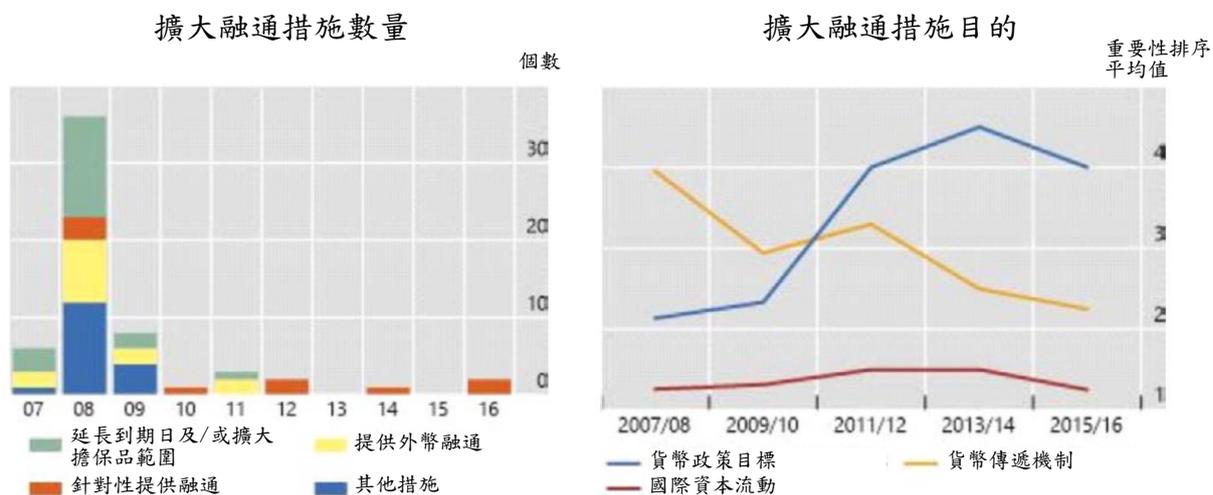
⁴ 分別於5月31日調降1個百分點，6月28日、7月26日各調降0.5個百分點。

願使用融通機制，以避免市場認為銀行財務狀況可能不佳之汙名化問題。

本次與會會員國均建立融通機制以提供銀行流動性，其中，柬埔寨學員表示，該行除現有之流動性擔保操作(Liquidity Providing Collateralized Operation, LPCO)可提供銀行 1 年以內資金外，近期研議實施中期融通機制(Medium-Term Lending Facility, MLF)，以加強調節金融機構較長期之融資成本，有助維持相關天期市場利率水準。

金融危機期間，各國央行妥善調整融通機制，亦發揮相當大之穩定作用。依據 BIS(2019a)調查，2007~2008 年全球金融危機期間總計有 13 家央行推出多項擴大融通措施，主要包括延長融通期限、增加操作頻率、擴大擔保品範圍及融通機構範圍，有助緩解貨幣市場流動性問題與維持市場利率平穩(圖 3)。

圖 3. 各國央行擴大融通措施



註：右圖縱軸為各國央行就全球金融危機後實施擴大融通措施之目的，自 1(最不重要)至 5(最重要)評估其重要性，並計算各項目的之平均值；其中，藍線「貨幣政策目標」包括「通膨率低於央行目標」與「央行透過調整短期利率達成貨幣政策目標的能力有限」，黃線「貨幣傳遞機制」包括「資產市場與/或銀行體系流動性不足或市場運作失靈」與「部分市場的期限/風險溢價過高」，紅線「國際資本流動」為「資本流入、流出」。

資料來源：BIS (2019a)。

(三) 公開市場操作

公開市場操作係目前各國央行最常使用的貨幣政策工具，本節主要介紹央行證券工具(central bank securities)之發行與附買/賣回操作。

1. 央行證券工具之發行

依據 IMF(2015)統計，2013 年全球 125 個國家，總計有 42 國 (34%)發行央行證券工具，主要為亞洲與拉丁美洲國家，因其面臨跨國資本持續大量流入，大多以發行央行證券工具之方式，沖銷過剩流動性。

本次與會之 12 個會員國中，除尼泊爾、菲律賓、緬甸及斯里蘭卡⁵等 4 國外，其餘各國均發行央行證券工具；惟菲律賓學員表示，該行正研議發行央行證券工具，以強化對銀行體系長期流動性之管理機制。至於各國發行央行證券工具之天期、頻率差異甚大，其中，僅我國與東埔寨係每日發行(表 3)。

⁵ 斯里蘭卡央行主要透過賣斷其持有之政府債券以吸收市場流動性，若央行持有之政府債券部位有限，亦可發行央行證券工具，惟目前並未發行。

表 3. SEACEN 會員國央行發行證券工具情形

國家	證券工具類型	發行天期		發行頻率	發行方式	發行餘額 (2018 年底； 換算為新臺幣兆元)
		最短	最長			
臺灣	NCD	7 天	2 年	每天	364 天期、2 年期採標售制，其他天期採申購制。	7.82
柬埔寨	NCD	7 天	364 天	每天	申購	0.08
斐濟	RBF Notes	14 天		不定期	標售	0
印尼	SBI、SDBI、 SBIS(註 2)	1 個月	12 個月	不定期	SBI、SDBI 採標售制，SBIS 採申購制。	0.18
南韓	MSB	91 天	2 年	每週 1~2 次	1 年期、2 年期採申購與標售制，其他天期採申購制。	4.44
泰國	BOT Bonds	14 天	3 年	每週 2~3 次	標售	3.47
蒙古	Central bank bills	1 週	28 週	每週 1~3 次	標售	0.05
巴布亞紐 幾內亞	Central bank bills	28 天	1 年	每週 1 次	標售	0.02

註：1. 柬埔寨同時發行柬幣與美元定存單；斐濟自 2007 年未發行央行證券工具。

2. 印尼一般銀行購買 SBI[Sertifikat Bank Indonesia(Bank Indonesia Certificate)]及 SDBI[Sertifikat Deposit Bank Indonesia(Bank Indonesia Deposits Certificate)]，伊斯蘭銀行購買 SBIS[Sertifikat Bank Indonesia Syariah(Sharia' Bank Indonesia Certificate)]。

3. 匯率分別依 1 柬幣兌 0.007384 新臺幣、1 印尼盾兌 0.002158 新臺幣、1 韓元兌 0.0259 新臺幣、1 泰銖兌 0.99841 新臺幣、1 蒙古圖格里克兌 0.01 新臺幣、1 巴布亞紐幾內亞基那兌 8.86 新臺幣換算。

資料來源：整理自各會員國簡報及網站資料。

2. 附買/賣回操作

本次與會會員國中，泰國、印尼、菲律賓、南韓、蒙古及尼泊爾等 6 國央行以附買/賣回操作為經常性操作工具，惟操作頻率差異甚大，其中，泰國、印尼及菲律賓係每日進行附賣回操作，南韓、蒙古及尼泊爾則依據市場流動性狀況進行操作。泰國央行以附賣回操作為主要之沖銷工具，2018 年全年附賣回操作金額為泰銖 1.7 兆元(折合新臺幣 1.7 兆元)，占全年流動性沖銷總額之 27%。各國央行之附買/賣回操作利率，大多按央行政策利率或採標售制(表 4)

表 4. SEACEN 會員國附買/賣回操作情形

國家	操作類型	天期	操作頻率	利率	餘額 (2018 年底； 換算為新臺幣億元)
泰國	附賣回	隔夜、7 天、14 天 及 1、3、6 個月	每日	1.隔夜期：央行政策利率 2.其他天期：採複數利率標	5,780
印尼	附買回	通常 7 天	不定期	複數利率標。	1,980
	附賣回	7 天、14 天及 1、3、6、9 個月	每日	1.7 天期：央行政策利率 2.其他天期：採複數利率標	1,040
菲律賓	附賣回	隔夜	每日	央行政策利率	1,792
南韓	附買回	多為 7 天	每月 3~5 次	央行政策利率	3,730
蒙古	附買回	最多 7 天	不定期	央行政策利率+1%	246
尼泊爾	附買回	隔夜、7 天、14 天	不定期	1.隔夜期：央行政策利率 2.其他天期：採複數利率標，並不得低於央行政策利率。	未公布
	附賣回	7 天	不定期	複數利率標	

註：1.尼泊爾僅公布操作金額；2018 年全年，印尼附買回、附賣回操作金額分別為新臺幣 109 億元、88 億元。

2.泰銖、印尼盾、韓元、蒙古圖格里克匯率同表 3；菲律賓、尼泊爾匯率則分別依 1 披索兌 0.59563 新臺幣、1 盧比兌 0.42466 新臺幣換算(尼泊爾附買/賣回操作金額以印度盧比報價)。

資料來源：整理自各會員國簡報及網站資料。

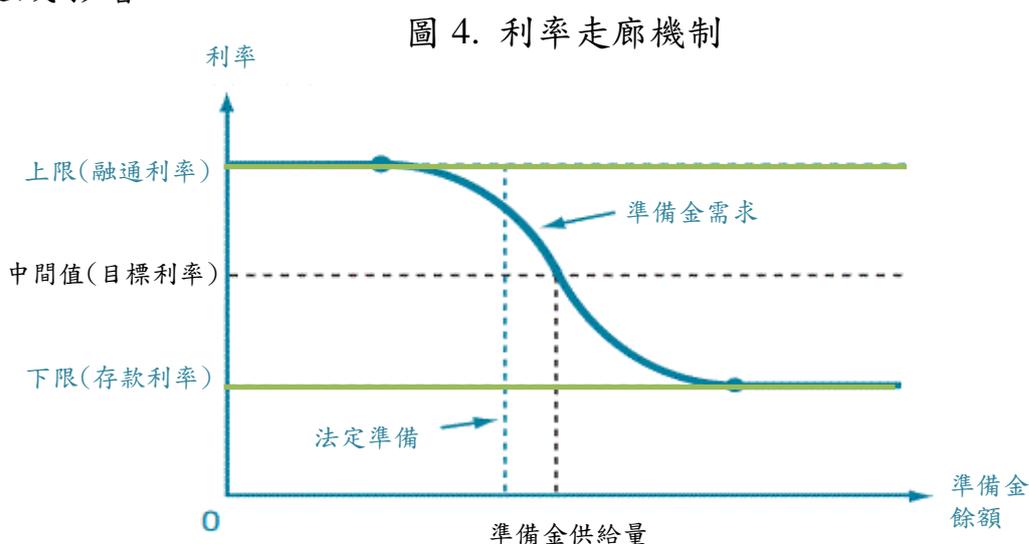
三、利率走廊機制

1990 年代後，多數國家改採通膨目標及實施即時總額清算機制，為利達成操作目標，並降低支付系統可能產生之資金互卡 (grid-lock)⁶情形，許多國家央行陸續調整貨幣政策操作方式，並進行相關政策工具之改革，其中，主要係建立存/放款之常設性機制 (standing facilities)，形成利率走廊機制，以有效調控市場利率⁷。

(一) 利率走廊機制之運作

利率走廊機制係指央行設定利率上、下限區間，並以中間值為操作目標之利率操作機制(圖 4)。一般而言，央行大多以政策利率為中間值，常設性放款利率為上限，常設性存款利率為下限，以引導操作目標之市場利率落於上、下限區間內，並接近中間值。

金融危機後，主要央行持續實施寬鬆貨幣政策，全球資金充裕，並造成國際資金大量移動，對各國利率走廊機制之運作成效造成影響。



資料來源：Keister et al.(2008)

⁶ 係指在資金或證券轉移系統中，因一筆或多筆轉移指令失敗，導致其他參加者後續提交的指令發生無法被處理的情況。

⁷ 朱美智(2019)。

(二) SEACEN 會員國利率走廊機制實施情形

本次課程參訓國家計有柬埔寨(匯率目標)、我國與緬甸(貨幣目標)、巴布亞紐幾內亞(無明示目標)4國未實施利率走廊機制，惟緬甸與巴布亞紐幾內亞表示，正在研議建置利率走廊機制之可行性，以強化對短期市場利率之操作成效。

採行利率走廊機制之8個會員國，均係採上、下限對稱之利率區間，其中，泰國、斐濟、菲律賓及斯里蘭卡之利率上、下限差距均為1個百分點，印尼、南韓、尼泊爾及蒙古則介於1.5~4個百分點，且各國多以政策利率作為利率走廊之中間值(表5)。

表 5. SEACEN 會員國利率走廊機制實施情形

單位：%

國家	利率走廊				操作利率 (2019年底值)
	下限 (存款利率)	中間值 (政策利率)	上限 (融通利率)	上下限 差距	
泰國	0.75	1.25	1.75	1	1.25
斐濟	0	0.5	1	1	1
菲律賓	3.5	4	4.5	1	3.97
斯里蘭卡	7	無	8	1	7.45
印尼	4.25	5	5.75	1.5	4.88
南韓	0.25	1.25	2.25	2	1.39
尼泊爾	3	4.5	6	3	1.15
蒙古	9	11	13	4	10.96

註：1.各國操作利率均為銀行間隔夜拆款利率。

2.斐濟與蒙古銀行間隔夜拆款利率均為月平均利率；另斐濟操作利率為2019年10月資料。

資料來源：整理自各會員國簡報及網站資料，資料截止日為2019年底。

參、全球非傳統貨幣政策之影響與 SEACEN 會員國之因應措施

央行流動性管理係運用各項貨幣政策操作工具，調整銀行準備金之供給，以影響市場資金與利率水準，進而達成各國央行之政策目標。因此，央行對銀行體系流動性之估測與管理機制，對貨幣政策目標之達成相當重要。

全球金融危機後，為協助刺激經濟成長，主要國家採取多項非傳統貨幣政策措施，國際資金大幅流入 SEACEN 會員國等新興市場，因而影響會員國央行對銀行體系流動性之管理效果，增加央行決策之困難度。本章主要就非傳統貨幣政策之量化寬鬆措施與負利率政策，進行相關說明與分析(表 6)。

表 6. 全球非傳統貨幣政策實施情形

非傳統貨幣政策措施	實施國家
量化寬鬆措施(資產購買計畫)	美國、歐元區、英國、瑞士、瑞典、墨西哥、日本
負利率政策	歐元區、瑞士、瑞典、丹麥、日本

資料來源：BIS (2019a)。

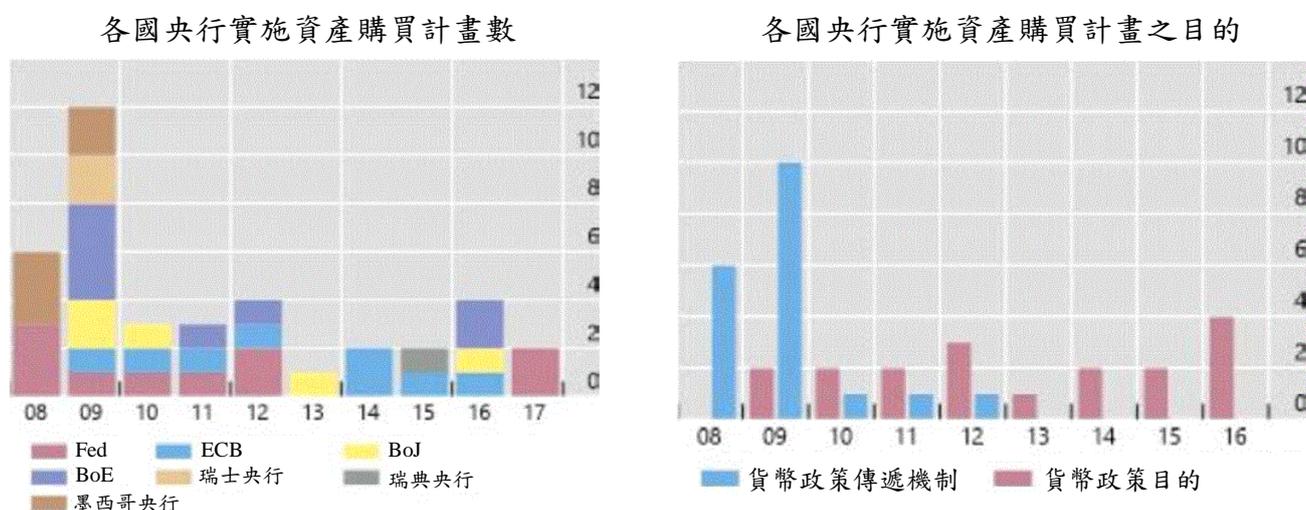
一、 量化寬鬆措施

(一) 各國量化寬鬆措施實施情形

依據 BIS(2019a)報告，2008 年全球金融危機後，Fed、ECB、日本央行、英國央行、瑞士央行、瑞典央行及墨西哥央行推出多項資產購買計畫，以解決貨幣政策傳遞機制失靈問題及提供寬鬆貨幣環境(附錄 1)。2008 年 Fed 與墨西哥央行首先開始實施資產購買計畫，至 2009 年總計多達 6 個國家共推出 12 項計畫，其後每年大致有 1~3 個國家持續實施相關計畫。各國實施資產購買計畫之

目的不同，金融危機初期主要係為解決貨幣政策傳遞機制失靈問題，危機後則以提供寬鬆貨幣環境為主(圖 5)。

圖 5. 2008 年以來各國實施資產購買計畫情形



註：右圖「貨幣政策傳遞機制」代表旨在緩解金融市場壓力與恢復貨幣傳遞機制的計畫；「貨幣政策目的」代表旨在提供額外寬鬆貨幣環境的計畫。

資料來源：BIS (2019a)。

各國央行資產購買計畫之主要買入標的為政府債券，其他尚包括公司債、銀行擔保證券、商業本票、不動產抵押貸款證券 (Mortgage-Backed Securities, MBS) 及資產抵押擔保證券 (Asset-Backed Securities, ABS)，相關購買計畫均使央行資產負債表規模增加，惟其規模因實施目的不同而有所差異。為維持寬鬆貨幣政策而實施之購債計畫規模，大多遠高於為解決貨幣政策傳遞機制失靈而實施之購債計畫規模，前者平均約占各國 GDP 之 15.2%，後者則約占各國 GDP 之 1.2%；另前者購入資產之平均存續期間大約 8 年，亦遠高於後者之 4 年以下。

(二) 量化寬鬆措施之實施成效與影響

依據 BIS(2019a)對各國央行之調查，為解決貨幣政策傳遞機制失靈所實施之資產購買計畫，對降低風險溢價與改善市場情況

最具成效，而為維持寬鬆貨幣環境實施之資產購買計畫，ECB、英國央行及瑞士央行均具成效，Fed、日本央行部分計畫成效則未如預期(表 7)。

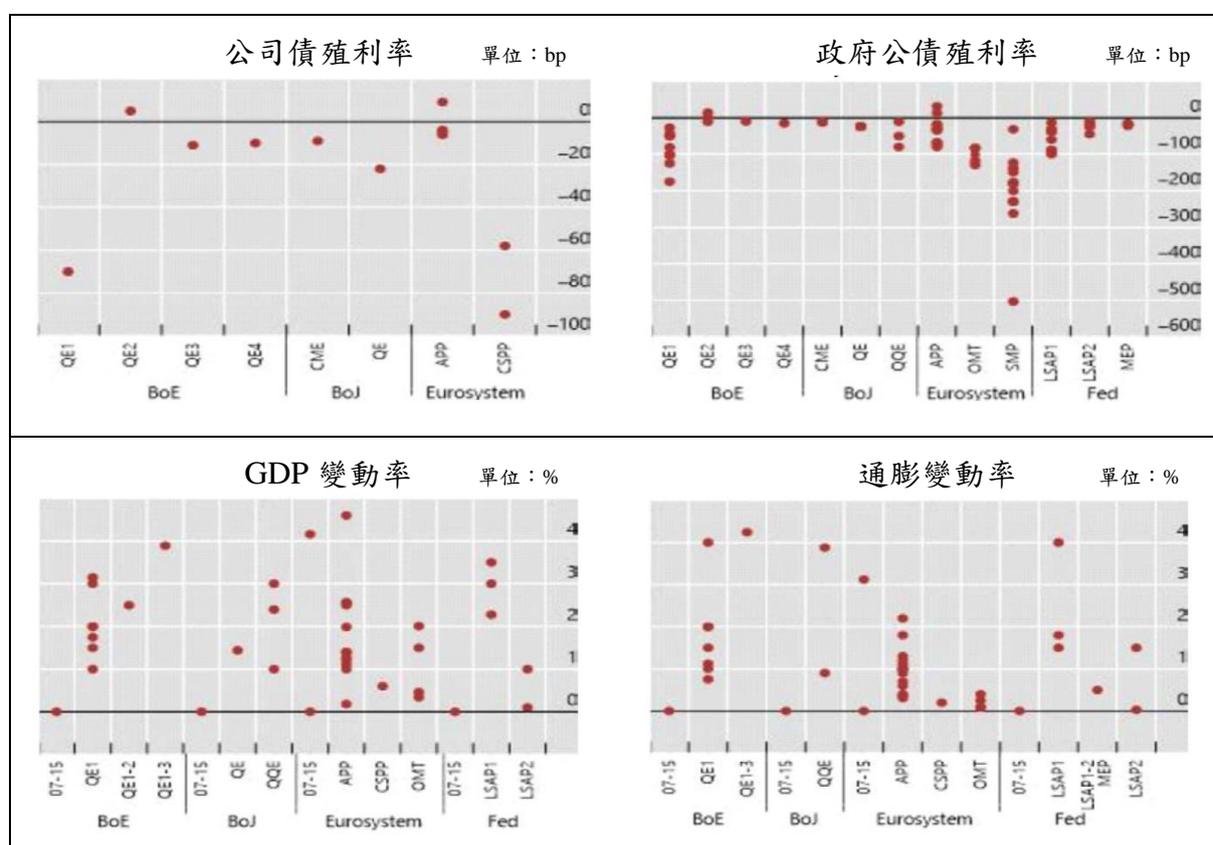
表 7. 各國央行評估其提供寬鬆貨幣環境推出之資產購買計畫效用

央行	資產購買計畫	效用評估
ECB	1. 資產擔保證券購買計畫 (Asset-Backed Securities Purchase Programme) 2. 第 3 輪擔保債券購買計畫 (Covered Bond Purchase Programme 3) 3. 政府部門資產購買計畫 (Public Sector Purchase Programme) 4. 企業部門資產購買計畫 (Corporate Sector Purchase Programme)	有效緩解金融狀況，並降低通縮風險。
英國央行	第 1~4 輪量化寬鬆計畫 (Quantitative Easing 1~4)	有效
瑞士央行	外匯干預	有效
Fed	1. 第 2 輪大規模資產購買計畫 (Large-Scale Asset Purchases 2, LSAP2) 2. 債券到期年限延長計畫 (Maturity Extension Programme, MEP)	效果未如預期： 標的僅限購買公債，未納入 MBS，引導房貸利率下降效果有限。
	3. 第 3 輪大規模資產購買計畫 (Large-Scale Asset Purchases 3, LSAP3)	有效
日本央行	1. 全面貨幣寬鬆計畫 (Comprehensive Monetary Easing) 2. 量質兼備寬鬆貨幣計畫 (Quantitative and Qualitative Easing) 3. 控制殖利率曲線之量質兼備寬鬆貨幣計畫 (Quantitative and Qualitative Easing with Yield Curve Control)	推升通膨預期之效果未如預期。

資料來源：BIS (2019a)。

BIS(2019a)調查結果亦顯示，資產購買計畫可有效引導市場利率下降，並促進各國產出成長與通膨率上升；例如，Fed 之第 1 輪大規模資產購買計畫(Large-Scale Asset Purchases 1, LSAP1)大約使美國 10 年期公債殖利率下降 90~120 bp，LSAP2 與 MEP 的影響則分別約 30~40 bp；而英國央行之第 1 輪量化寬鬆計畫、日本央行之量質兼備寬鬆貨幣計畫、ECB 之資產購買計畫及 Fed 之 LSAP1 均使 GDP 與通膨變動率增加約 1~4 個百分點(圖 6)。

圖 6. 資產購買計畫對債券殖利率、GDP 及通膨之影響



註：下方左右 2 圖橫軸上「07-15」代表 2007~2015 年央行資產負債表變動對 GDP 與通膨變動率之影響。

資料來源：BIS (2019a)。

各國量化寬鬆措施雖有其成效，惟可能對市場造成下列不利影響：

1. 金融市場運作機制可能出現結構性改變

依據 BIS(2019a)對各國央行之調查結果，部分央行表示資產購買計畫可能影響國內公債市場之運作機制。日本央行表示，相關資產購買計畫可能造成公債交易量減少與收益率波動性下降情形；瑞典央行表示，國內公債市場出現流動性下降與周轉率降低情形；另有央行指出，國內貨幣市場交易量出現減少情形。

BIS(2019b)報告亦指出，近 10 年來主要國家持續實施量化寬鬆政策，使整體銀行體系之流動性相當充裕，但特定金融市場卻因法規趨嚴與市場偏好等因素而發生流動性不足情形，此種金融市場運作機制之結構性改變，已顯著影響金融市場之運作。例如 2019 年 9 月中旬，美國短期貨幣市場因繳稅等季節性緊縮因素，加上近年來債券市場發債金額大幅增加，以及銀行業超額準備與公債持有集中於少數大型銀行等金融市場之結構性改變，導致 9 月 17 日隔夜附買回利率一度飆升至 10%，並外溢至聯邦資金市場，使隔夜聯邦資金利率超出 Fed 目標區間上限。為快速因應貨幣市場利率突然大幅上升情形，Fed 立即採取因應措施，包括持續進行每日 RP 操作與購買短期國庫券措施，使聯邦資金利率快速回降至目標區間。

2. 國際資金外溢使新興市場不確定性增加，央行決策困難度上升

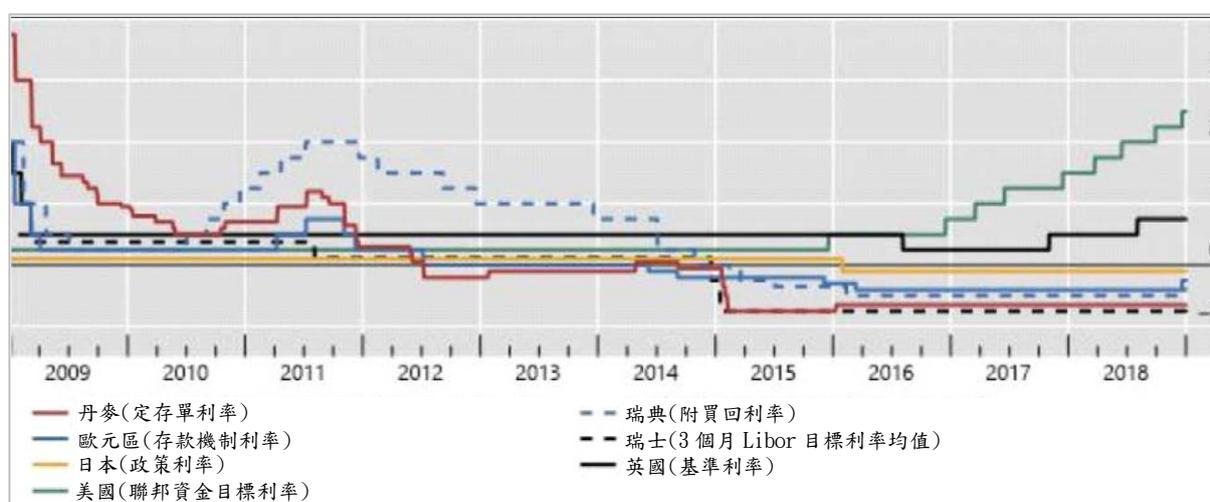
主要央行量化寬鬆措施之資金外溢效果，造成新興市場面臨大量資本流入之壓力，引發匯率升值、資產價格大幅波動情形，使新興市場國家央行須加強因應相關不確定性可能帶來之風險，增加其決策之困難度。例如，本次課程菲律賓學員即表示，2011年主要國家實施量化寬鬆政策，國際資金大量流入該國，惟當時國內通膨率已達5%，顯示經濟已有過熱情形，造成央行無法採取降息措施之兩難局面。

二、負利率政策

(一) 各國負利率政策實施情形

全球金融危機後，因應景氣放緩、貨幣升值及通縮風險等壓力，部分央行政策利率已接近零，因而進一步將政策利率降至負值，以刺激經濟成長或降低貨幣升值壓力。2009年瑞典央行首先採行負利率政策，其後，2014~2016年則有ECB、丹麥央行、瑞士央行及日本央行陸續實施負利率政策(圖7)。

圖7. 負利率政策國家之政策利率



資料來源：BIS (2019a)。

各國央行實施負利率政策，主要有下列 2 項原因⁸：

1. 提振經濟、對抗通貨緊縮(如 ECB 與日本央行)

全球金融危機後，歐元區面臨經濟衰退、通貨緊縮及失業率大幅攀升，ECB 大幅調降政策利率至零利率；惟 2010 年歐債危機爆發，再度衝擊歐元區經濟，進一步造成銀行放款意願降低、企業投資下降及民眾消費意願低落。為避免歐元區陷入通縮，並穩定市場信心，2014 年 6 月 ECB 開始實施負利率。至於日本，亦係因國內需求不振、經濟成長停滯，以及國際避險資金持續流入日本，日圓面臨大幅升值壓力，使國內通縮風險增加，日本央行於 2016 年 1 月宣布實施負利率。

2. 抑制跨國資金流入，降低匯率升值壓力(如瑞典、丹麥及瑞士央行)

瑞典、丹麥及瑞士均係屬鄰近歐元區之小型開放經濟體，隨 ECB 持續實施各項寬鬆貨幣政策措施，促使跨國資本因套利、避險等需求而大量湧入其國內，導致本國貨幣升值及影響其出口與通膨等不利情勢，央行因而採行負利率政策。瑞典、丹麥、瑞士分別於 2009 年 7 月、2012 年 7 月、2015 年 1 月開始實施負利率政策；其中，丹麥央行、瑞典央行曾一度恢復為正利率，惟受 ECB 於 2014 年 6 月實施負利率政策影響，分別於 2014 年 9 月、2015 年 2 月再次實施負利率政策⁹。

(二) 負利率政策之實施成效與影響

IMF(2016a)針對實施負利率政策國家之調查結果指出，各國市場利率明顯隨央行存款利率同步下跌，銀行存/放款利率亦多呈下降，惟降幅不一(圖 8-1、8-2)。

⁸ 簡劭騏(2016)。

⁹ 2019 年 12 月 19 日瑞典央行宣布調升政策利率 1 碼，自 -0.25% 升至 0%，停止實施負利率政策。

圖 8-2 顯示，丹麥央行、瑞士央行及日本央行之負利率政策，對引導銀行放款利率下降之效果不佳。2019 年 11 月瑞士銀行(Union Bank of Switzerland, UBS)針對 2,500 家企業之調查報告¹⁰指出，近 3 分之 2 受訪企業認為，公司營運並未因瑞士央行之負利率政策而獲利，主因 80% 之企業主要營運範圍為瑞士國內市場，並未因負利率造成之瑞郎貶值效應而獲益。此外，少數公司受益於較低的融資成本，惟大多數企業近年來均未增加貸款或發行公司債，故負利率政策對其亦無影響。

圖 8-1. 各國央行負利率與主要市場利率變動情形
(負利率實施日與 2016 年 3 月底資料比較)

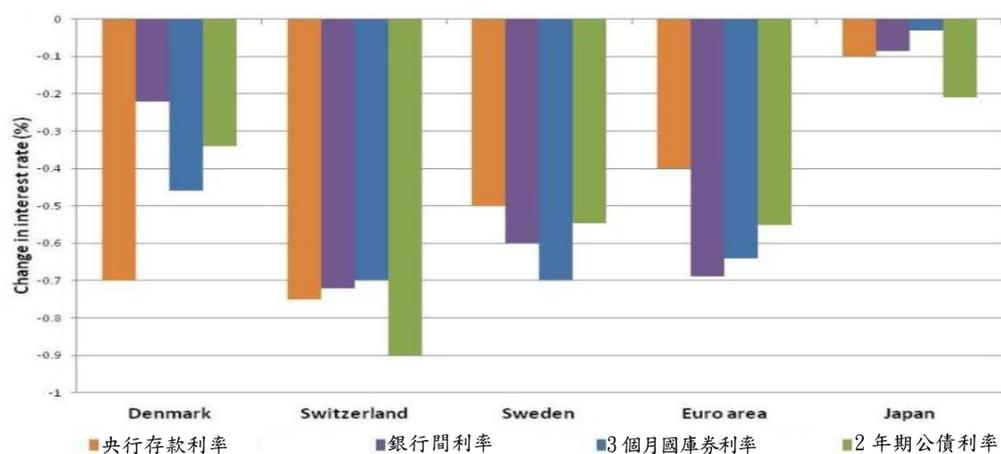
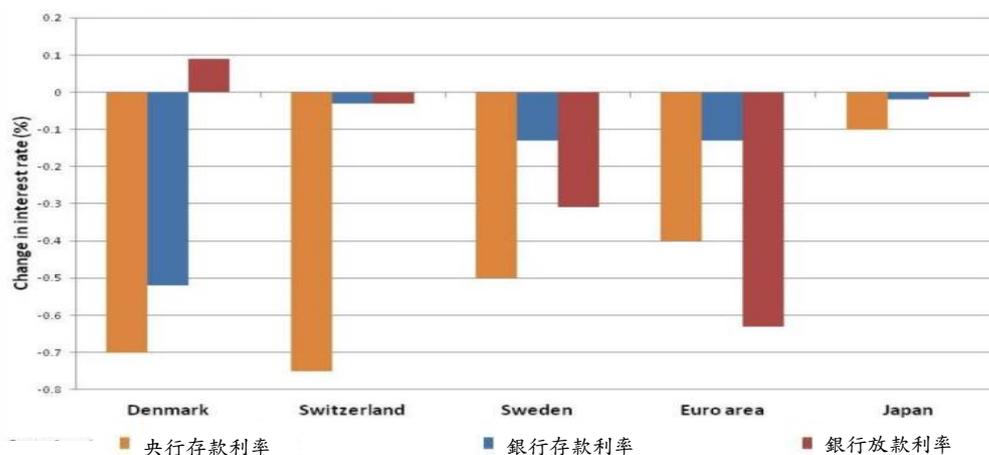


圖 8-2. 各國央行負利率與銀行存/放款利率變動情形
(負利率實施日與 2016 年 3 月底資料比較)



資料來源：IMF (2016a)。

¹⁰ UBS (2019)。

BIS(2019a)調查亦指出，各國央行認為，負利率政策實施期間過長，可能會影響貨幣政策傳遞機制，或對經濟金融產生不利影響，說明如下¹¹：

1.對銀行獲利造成影響，可能降低其金融中介功能

傳統銀行業主要獲利來源為存/放款利差收入，負利率政策實施期間若持續過久，將明顯影響銀行獲利能力。根據S&P估計¹²，若日本央行政策利率調降0.1個百分點，5年後日本大型與區域銀行之淨利息收益將分別下降4.5%與7.0%。為提升獲利，銀行可能採取減少放款、轉向風險較高投資業務之營運策略，進而降低銀行之金融中介功能。

2.誘使投資人追求高收益率之投資業務，不利金融穩定

負利率環境下，投資人為追求較高報酬率，將增加對不動產、股權等之投資，此類資產風險性與波動度較高，除加劇金融市場波動，並可能導致資產泡沫化，不利金融穩定。IMF(2019b)報告亦指出，負利率環境下，保險業與退休基金等機構投資人為追求較高報酬，增購私募股權或包裝不動產貸款商品等另類投資，除大幅推升部分資產價格外，亦讓自身更易受到金融市場波動之衝擊。

¹¹ 中央銀行(2019b)。

¹² Yoshizawa(2019)。

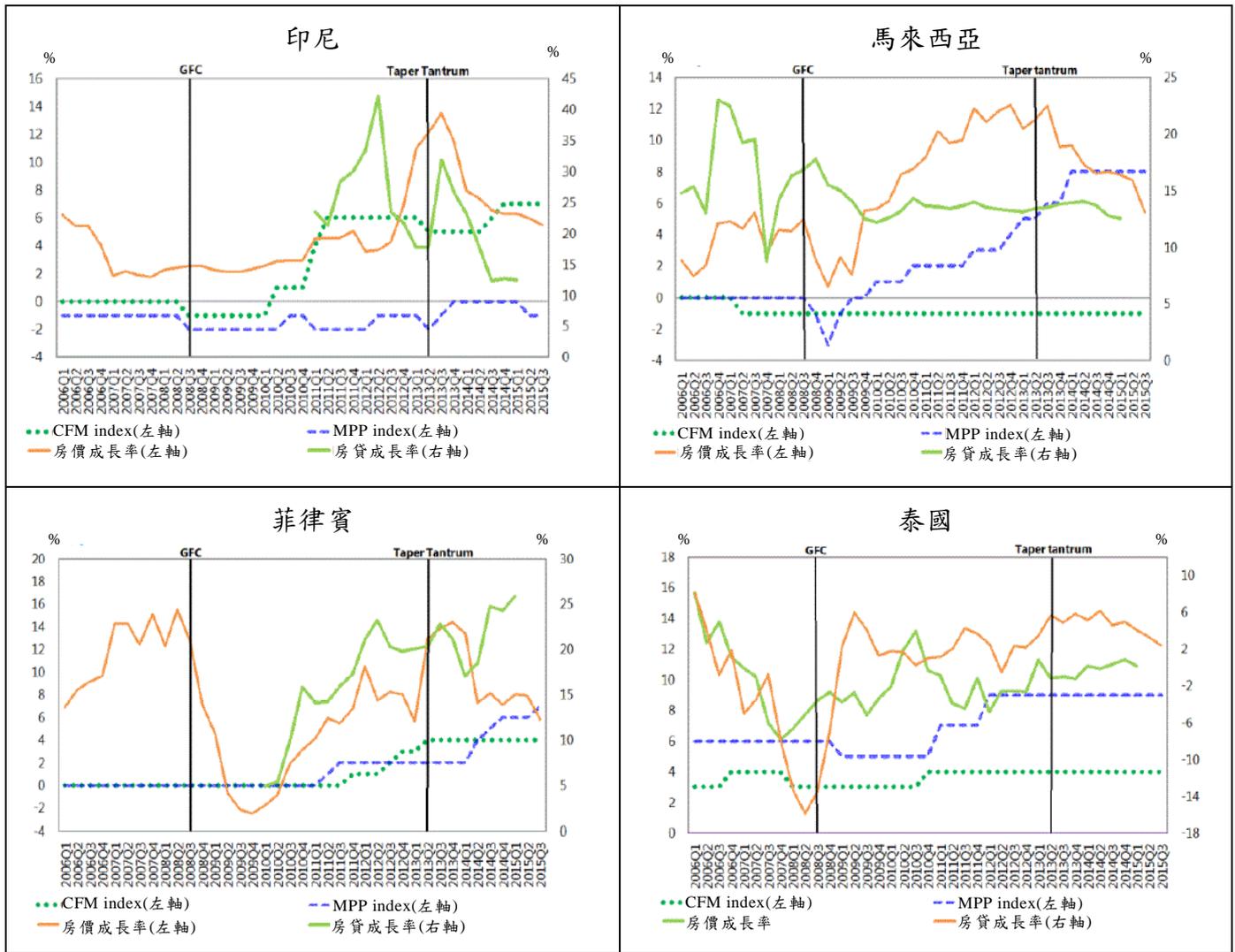
三、SEACEN 會員國之因應措施

量化寬鬆措施引發國際資金快速且大幅移動之資金外溢效果，以及負利率環境促使投資人為提高報酬率而增加風險性投資行為，均使 SEACEN 會員國面臨不確定性增加。

BIS(2019a)研究報告指出，主要國家持續實施量化寬鬆政策，香港貨幣基數自 2008 年 11 月 0.4 兆港幣，增至 2015 年 12 月 1.6 兆港幣，外匯存底亦大量增加，並造成資產價格大幅上漲情形，香港金融管理局因而採取多項總體審慎措施以遏制景氣過熱風險；此外，2009~2013 年中流入東協 4 國(印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國)之跨國資金，較 2005~2008 年中成長 75%，使該等國家之貨幣升值，國內股價則平均上漲 220%。

為因應主要國家寬鬆貨幣政策之資金外溢影響，部分 SEACEN 會員國央行採取外匯干預及其他多項總體審慎措施。依據 IMF(2016b)報告，為維持金融穩定，全球金融危機後，東協 4 國採取多項總體審慎措施(附錄 2)，尤其不動產貸款成數 (loan-to-value ratio, LTV)限制等相關措施，已有效降低房價過高風險(圖 9)。我國亦自 2010 年 6 月實施不動產貸款總體審慎措施，鑒於金融機構已審慎控管不動產授信風險，自 2015 年 8 月逐步放寬相關管制措施。

圖 9. 2006~2015 年東協 4 國總體審慎措施、房貸與房價情形



註：1.CFM index 係指資本移動管理措施(capital flow measures)指數，MPP index 係指總體審慎措施(macprudential policies, MPP)指數，兩項指數源自 Zhang, Longmei and Edda Zoli (2014), “Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia,” IMF Working Paper, No. 14/22；該研究報告透過建立兩項指數，分析各國央行實施外匯管制與總體審慎措施對經濟之影響。

2.MPP index 除考量房貸成數、房屋稅等不動產相關措施外，亦包括消費者貸款與信用限額等措施。

資料來源：IMF(2016b)。

值得注意的是，新興經濟體央行除須因應主要國家寬鬆貨幣政策帶來之影響外，未來若各國貨幣政策轉向正常化，亦將對新興市場帶來衝擊，新興經濟體央行應預先規劃因應措施。例如 2013 年 Fed 暗示其量化寬鬆計畫將退場引起的縮減恐慌效應(taper

tantrum)，國際資金大量流出新興經濟體，造成各國面臨貨幣貶值及其國內金融市場劇烈波動。

依據 BIS(2019a)報告，印尼、馬來西亞及菲律賓採取相關因應措施(表 8)，有效降低縮減恐慌效應造成資金外流之不利影響。以印尼央行為例，由於印尼面臨經常帳與財政之雙赤字問題，印尼央行為兼顧國內金融穩定與減少資金外流，主要採取下列措施：

- 1.調升次要準備金¹³比率，自 2.5%升至 4%，並擴大不動產貸款成數管制範圍¹⁴，以穩定國內金融。
- 2.放寬金融機構持有印尼央行票據(SBI)之最低期限¹⁵，自至少應持有 6 個月，縮短為 1 個月，可增加 SBI 流動性，以因應外資短期資金運用之需求，降低外資流出金額。

表 8. 印尼、馬來西亞及菲律賓因應美國縮減恐慌效應採取之主要措施

國家	主要措施
印尼	升息、外匯干預、調升存款準備率、擴大不動產貸款成數管制範圍、放寬金融機構持有 SBI 最低期限
馬來西亞	限制房貸期限最長 35 年
菲律賓	限制銀行 NDF 之暴險部位

資料來源：IMF(2016b)。

¹³ 印尼準備金制度包括主要準備金(primary reserves)與次要準備金(secondary reserves)，主要準備金之合格資產項目為金融機構存放在央行之活期帳戶餘額，次要準備金之合格資產項目則包括央行票據(SBI 與 SBIS)、公債及超額準備；2018 年印尼央行實施總體審慎流動性緩衝措施(macprudential liquidity buffer)，取消次要準備金制度。

¹⁴ 原實施超過 70 平方公尺之不動產(一般住宅與公寓)LTV 上限為 70%，新增首購族 22~70 平方公尺之公寓 LTV 上限為 80%，並就持有第 2 戶、第 3 戶不動產分別增訂 LTV 上限為 60%~70%、50%~60%。

¹⁵ 量化寬縮措施導致大量資本流入印尼，並投資 SBI，使 SBI 次級市場波動性加劇，進而影響印尼央行之貨幣政策操作成效；2010 年 7 月印尼央行規定，SBI 持有人自購買日起至少需持有 1 個月才能出售 SBI，以降低 SBI 市場之波動性；2011 年再延長至 6 個月。

此外，本次課程印度央行講師 Radha Shyam Ratho 亦指出，2018 年到 2019 上半年，受美國貨幣政策正常化、原油價格大幅波動、地緣政治緊張局勢及貿易摩擦加劇之影響，全球金融市場波動頻繁，使投資者避險情緒上升，導致新興市場資本外流加劇。為因應相關情勢，印度央行採取多項措施，包括進行賣匯操作與公開市場操作，以及使用流動性調節機制(Liquidity Adjustment Facility, LAF)，以充分提供銀行體系流動性；2018~2019 年印度央行透過公開市場操作挹注資金之總金額為 3 兆盧比(有關印度央行之流動性管理措施請參考附錄 3)。

肆、結論與建議

一、結論

(一)各國央行視本身狀況選擇貨幣政策架構，惟須適時檢討調整

各國經濟金融結構與環境不同，央行須視本身狀況以選擇合適之貨幣政策架構；惟因應國際情勢之快速變動及金融科技創新等之發展，央行亦須定期檢討貨幣政策架構之妥適性，適時進行調整。例如，1990年以來，已有多國央行將貨幣目標改為通膨目標，並建立利率走廊操作機制。

(二)國際不確定因素增加，可能影響央行對銀行體系流動性之控管效果

央行對銀行體系流動性之控管成效，攸關其政策目標之達成。由於金融自由化與國際化、主要國家央行持續實施寬鬆貨幣政策，國際資金之移動幅度與速度均較以往顯著增加，各國央行對國內銀行體系流動性之控管效果面臨重大挑戰。因此，央行須定期檢視流動性估測與管理機制之影響因素，以妥善研擬因應對策。

(三)貨幣政策執行困難度增加，央行政策工具之調整為重要議題

由於國際資金快速移動、個別金融市場可能出現突發狀況等，使央行對流動性之控管效果降低，貨幣政策傳遞機制亦因而受到影響，央行執行貨幣政策之困難度將較以往明顯增加。如何調整貨幣政策工具，以因應不同之影響因素，將是各國央行貨幣政策操作之重要課題。

二、建議

(一) 本行宜持續彈性運用各項貨幣政策工具，以因應國際情勢

近期受美中貿易爭端及英國脫歐等不確定因素影響，跨國資金移動益形頻繁；另 IMF 下修 2019 年全球經濟成長預測，顯示全球經濟仍存在衰退風險，主要央行多已轉向寬鬆貨幣政策或擴大寬鬆程度，亦將進一步影響全球資金流動風險。

我國屬於小型開放經濟體，國內經濟發展與金融市場易受國際金融情勢之影響，未來本行宜持續彈性運用各項貨幣政策工具，以有效因應國際資金移動及金融市場波動之可能影響。

(二) 央行宜加強監控重大國際事件之發展，以及早因應

國際事件對各國之影響範圍與速度均較以往增加，尤其相關事件引起之跨國資金大量流入亞洲國家，將影響其匯率與利率水準，進而影響國內金融穩定。本行宜加強監控重要國際事件之發展，並分析可能之影響，以及早研擬因應對策。

(三) 央行宜定期檢討貨幣政策傳遞機制，適時調整操作架構

近年來各國央行普遍面臨流動性控管效果不如預期、貨幣政策傳遞機制可能發生改變等問題，部分國家已採取相關因應措施，例如調整中間或操作目標、實施利率走廊機制。本次課程德國央行講師即表示，由於貨幣政策操作目標、中間目標與最終目標之關係已發生改變，ECB 正在研議將其通膨中期目標改為長期目標，使貨幣政策具有較大操作空間彈性，以利達成最終目標。

2019 年 12 月，本行宣布自 2020 年起，M2 年成長目標區調整為成長參考區間，且將不再逐年設定 M2 年成長參考區間。上述相關調整雖尚不致影響本行貨幣政策之執行，惟未來本行仍宜持續定期檢討貨幣政策傳遞機制之有效性，適時調整貨幣政策操作架構。

參考資料

- 中央銀行(2019a)，「M2年成長目標區調整為成長參考區間」，央行理監事會後記者會簡報，12月19日。
- 中央銀行(2019b)，「全球債市出現大量負殖利率債券之原因及影響」，央行理監事會後記者會參考資料，12月19日。
- 朱美智(2019)，「國際間實施利率走廊經驗之探討」，中央銀行國際金融參考資料第70輯，頁23-44。
- 簡劭騏(2016)，「主要國家央行採行負利率政策及啟示」，國家發展委員會105年度研究發展作品，頁273-306。
- BIS (2019a), “Unconventional Monetary Policy Tools: A Cross-Country Analysis,” CGFS Papers, No. 63, October.
- ___ (2019b), “Large Central Bank Balance Sheets and Market Functioning,” October.
- IMF (2015), “Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines,” IMF Working Paper, May.
- ___ (2016a), “The Broader View: The Positive Effects of Negative Nominal Interest Rates,” IMF Blog, April.
- ___ (2016b), “ASEAN-5 Cluster Report—Evolution of Monetary Policy Frameworks,” IMF Country Report, No. 16/176, June.
- ___ (2019a), “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018,” April.
- ___ (2019b), “Global Financial Stability Report: Lower for Longer,” October.

Keister, T., Martin, A. and McAndrews, J. (2008), “Divorcing Money from Monetary Policy,” *Economic Policy Review*, Vol. 14, No. 2, September.

UBS (2019), “UBS Company Survey: Harmful Impact of Negative Interest Rates,” UBS Research, November 7.

Yoshizawa, Ryoji (2019), “A 0.1% BOJ Rate Cut Would Reduce Japanese Bank Earnings By 6%-21%,” S&P Global Ratings, October 29.

附錄 1、各國資產購買計畫實施情形

央行	資產購買計畫	簡稱	公布日期	目的
Fed	Agency Discount Notes	ADN	2008/9	1
	Large-Scale Asset Purchases 1	LSAP1 (agency debt)	2008/11	1
	Large-Scale Asset Purchases 1	LSAP1 (agency MBS)	2008/11	1
	Large-Scale Asset Purchases 1	LSAP1 (Treasuries)	2009/3	1
	Large-Scale Asset Purchases 2	LSAP2 (Treasuries)	2010/11	2
	Maturity Extension Programme	MEP	2011/9	2
	Large-Scale Asset Purchases 3	LSAP3 (agency MBS)	2012/9	2
	Large-Scale Asset Purchases 3	LSAP3 (Treasuries)	2012/12	2
ECB	Covered Bond Purchase Programme 1	CBPP1	2009/5	1
	Securities Market Programme	SMP	2010/5	1
	Covered Bond Purchase Programme 2	CBPP2	2011/10	1
	Outright Monetary Transactions	OMT	2012/8	1
	Asset-Backed Securities Purchase Programme	ABSPP	2014/9	2
	Covered Bond Purchase Programme 3	CBPP3	2014/9	2
	Public Sector Purchase Programme	PSPP	2015/1	2
	Corporate Sector Purchase Programme	CSPP	2016/3	2
日本央行	CP Purchase	CPs purchase	2009/1	1
	Corporate Bond Purchase	CBs purchase	2009/2	1
	Comprehensive Monetary Easing	CME	2010/10	2
	Quantitative and Qualitative Easing	QQE	2013/4	2
	Quantitative and Qualitative Easing with Yield Curve Control	QQE with yield	2016/9	2

央行	資產購買計畫	簡稱	公布日期	目的
英國央行	Asset Purchase Facility-Commercial Paper	APF1 - CP	2009/1	1
	Asset Purchase Facility-Corporate Bonds	APF2 – CB	2009/1	1
	Asset Purchase Facility-Secured Commercial Paper	APF3 – SCP	2009/7	1
	Quantitative Easing 1	QE1– gilt	2009/3	2
	Quantitative Easing 2	QE2 – gilt	2011/10	2
	Quantitative Easing 3	QE3 – gilt	2012/7	2
	Quantitative Easing 4 -	QE4 – gilt	2016/8	2
	Quantitative Easing 4 - Corporate Bonds	QE4 – CB	2016/8	2
瑞士央行	Foreign Exchange Interventions	FX	2009/3	2
	Bond Purchases	Bond	2009/3	1
瑞典央行	Quantitative Easing	QE	2015/2	2
墨西哥央行	Foreign Exchange Interventions	2 FX	2008/10	1
	Purchases of Agency Debt IPAB	IPAB purchases	2008/10	1
	Foreign Exchange Interventions	2 FX	2009/3	1

註：1.目的 1：解決貨幣政策傳遞機制失靈；目的 2：提供寬鬆貨幣環境。

2.本表未含日本央行於 2001~2006 年採取之 QE 政策。

資料來源：BIS(2019a)

附錄 2、全球金融危機後東協 4 國採行之總體審慎措施

國家	實施日期	內容
印尼	2009 年	實施次要準備金制度(2018 年實施總體審慎流動性緩衝措施(macprudential liquidity buffer)，取消次要準備金制度)。
	2010 年	實施按存放比率(loan-to-deposit ratio)計提準備金規定(2015 年改按放款占資金比率(loan to funding ratio)計提，2018 年改按總體審慎中介比率(macprudential intermediation ratio)計提)。
	2012 年	實施貸款成數管制，超過 70 平方公尺之不動產貸款成數上限為 70%(2019 年 9 月調升不動產貸款成數，自 80%~85%調升至 85%~90%)。
馬來西亞	2010 年	限制第 3 戶以上不動產貸款成數上限為 70%。
	2011 年	訂定信用卡借款規範；非居民不動產貸款成數上限為 60%。
	2013 年	限制個人融資期限最長 10 年、房貸期限最長 35 年。
菲律賓	2014 年	實施不動產價格變動壓力測試，以控管銀行不動產授信風險。
	2015 年	1.訂定國內系統重要性銀行相關規範。 2.公布住宅房價指數。
泰國	2003 年	實施貸款成數管制，高價住宅貸款成數上限為 70% (自 2019 年 4 月起，第 3 戶以上不動產貸款成數上限為 70%；第 1 戶房價超過 1,000 萬泰銖不動產貸款成數上限為 80%)。
	2017 年	5 家系統重要性銀行增提附加資本。

資料來源：1.Bank of Thailand, Bank Indonesia, Bank Negara Malaysia, and Bangko Sentral ng Pilipinas (2019), “Capital Account Safeguard Measures in the ASEAN Context,” ASEAN Working Committee on Capital Account Liberalisation, January。

2.整理自各國央行網站資料。

附錄 3、印度央行之流動性管理措施

一、印度央行之流動性管理工具

印度央行之流動性管理工具主要包括附買/賣回操作、邊際常備機制(Marginal Standing Facility, MSF)及發行市場穩定債券(Market Stabilization Bond, MSB)(表 1)；其中，MSF 與隔夜附賣回操作為常設性機制。

2002 年以來，印度經濟快速發展，吸引大量外資流入，國內流動性大幅增加，印度央行持有之債券規模不足，無法透過附賣回操作有效沖銷市場流動性。2004 年 4 月印度央行與印度政府合作實施市場穩定機制(Market Stabilization Scheme, MSS)，由印度央行發行 MSB，發行期限最長 2 年，各年度發行額度由印度央行與印度政府逐年共同訂定。印度央行發行 MSB 之款項須存入政府「市場危機計畫」專戶，由印度央行代為管理與經營，專戶內款項僅限償還 MSB 本金之用，不得作為財政支出之用。

表 1. 印度央行主要流動性管理工具

操作工具	天期	操作時間	操作上限	利率	頻率
附買回交易	隔夜	9:00~16:00	NDTL 之 0.25%	固定利率	每日
	隔夜	由央行依金融機構申請情況決定		浮動利率	不定期
	其他短天期				
	14 天	11:00~11:30	NDTL 之 0.75%	浮動利率	每週 2 次 (二/五)
附賣回交易	隔夜	17:30~19:30	無限制	固定利率	每日
	隔夜	由央行依金融機構申請情況決定		浮動利率	不定期
	其他短天期				
邊際常備機制(MSF)	隔夜	17:30~19:30	個別銀行各自 NDTL 之 2%	固定利率	每日
發行市場穩定債券(MSB)	2 年以下	由央行決定		固定利率	不定期

註：NDTL 係指活期與定期負債淨額(Net Demand and Time Liabilities)。

資料來源：整理自本次課程講師 Radha Shyam Ratho(Reserve Bank of India)授課資料。

二、成立流動性管理架構工作小組

為提升流動性管理效率，2019年6月印度央行成立流動性管理架構工作小組，就央行之流動性管理架構與原則進行檢討。2019年9月工作小組公布報告並提出建議(表2)，主要內容如下：

- 1.為達成有效的流動性管理，央行每日流動性管理應以浮動利率之隔夜附買/賣回操作為主，操作次數不宜過多，操作利率則宜接近政策利率。
- 2.因應較長期之資金變動，新增14天期以上(最長可超過1年期)浮動利率之較長期附買/賣回操作。
- 3.有關提高政策透明度與資訊揭露之強化，央行公開市場操作資訊之公布，除原操作餘額，新增揭露每日操作金額；另央行每兩週公布其對整體銀行體系流動性狀況之評估，使市場了解整體資金情勢之可能變動。

表 2. 工作小組就央行流動性管理架構之建議事項

項目	建議
流動性管理原則	<ol style="list-style-type: none">1.操作目標：使銀行隔夜拆款加權平均利率接近政策利率。2.因應經濟金融情勢適時調整流動性管理架構。3.流動性管理架構須能彈性因應非預期之變動因素。
操作工具	<ol style="list-style-type: none">1.以浮動利率之隔夜附買/賣回操作為主要操作工具。2.日間微調操作僅於必要時使用。3.常設性機制以 MSF 與固定利率隔夜附賣回操作為主；常備存款機制 (Standing Deposit Facility, SDF) 應按規劃盡早實施。4.公債買賣斷操作與外匯操作(包括換匯交易)，可調節較長期之資金變動。5.新增14天期以上(最長可超過1年期)浮動利率之較長期附買/賣回操作。
對外溝通與訊息揭露	<ol style="list-style-type: none">1.公開市場操作資訊之公布，除原操作餘額，新增揭露每日操作金額。2.每兩週公布其對整體銀行體系流動性狀況之評估，使市場了解整體資金情勢之可能變動。

資料來源：RBI (2019), “Report of the Internal Working Group to Review the Liquidity Management Framework,” Reserve Bank of India, September.