

行政院及所屬各機關出國報告書
(出國類別：實習)

參加東南亞國家中央銀行研訓中心

「當前總經及貨幣理論之挑戰」

課程出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：韓詠翔/經濟研究處辦事員

派赴國家：斯里蘭卡

出國期間：112年9月2日至9月9日

報告日期：112年11月

目錄

壹、前言.....	3
貳、中央銀行的貨幣政策目標.....	4
參、中央銀行的貨幣政策工具.....	6
肆、貨幣政策架構.....	8
伍、貨幣政策的傳遞機制.....	11
陸、非傳統貨幣政策.....	15
柒、貨幣政策正常化與大規模資產購買計畫的退場.....	17
捌、本次課程心得與建議.....	23

壹、前言

職奉准於民國 112 年 9 月 2 日至 9 月 9 日參加東南亞國家中央銀行研訓中心(SEACEN Centre)於斯里蘭卡所主辦之「當前總經及貨幣理論之挑戰」課程(SEACEN Course on Issues and Challenges in Macroeconomic and Monetary Theory)。講師為來自 SEACEN 研訓中心、歐洲央行(ECB)及都柏林聖三一學院(Trinity College Dublin)的經濟學者，參加學員共 28 位，除我國外，尚有來自印度、印尼、寮國、尼泊爾、菲律賓、泰國及斯里蘭卡等國家的學員。

本次課程重點為貨幣政策之執行過程及挑戰，內容涵蓋央行貨幣政策執行相關內容，包含貨幣政策目標、工具、架構及傳遞機制的介紹，以及非傳統貨幣政策之內涵與其目前在操作上面臨的難題。

本次報告分為八個部分，除第壹部分為前言外，第貳部分介紹央行貨幣政策的最終目標；第參部分說明央行執行貨幣政策的工具；第肆部分說明央行在貨幣政策存在時間落後的特性下，如何透過貨幣政策工具來達成貨幣政策目標；第伍部分說明央行透過貨幣政策影響實體經濟的傳遞機制；第陸部分說明非傳統貨幣政策的興起背景，以及常見的非傳統貨幣政策；第柒部分說明非傳統貨幣政策所帶來的副作用，以及貨幣政策正常化所面臨的難題；最後為本次研習的心得與建議。

貳、中央銀行的貨幣政策目標

各國央行實施貨幣政策皆係為達成其法定職責，以我國為例，中央銀行法即明確指出，央行的法定職責為促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定，以及在上列目標範圍內，協助經濟之發展等。其中，維持對內幣值穩定即為物價之穩定，而對外幣值穩定即為匯率之穩定。

各國央行的法定職責不盡相同，目前，常見的法定職責包含以下幾種：物價穩定、經濟成長及充分就業、利率穩定、匯率穩定及金融穩定等，以下分別說明：

(一) 物價穩定

物價穩定有利於投資和就業，對經濟活動及長期的經濟成長有正面影響；反之，若物價不穩定，則可能產生錯誤的價格訊息，並使企業或個人難以對投資或消費做決策，進而造成資源扭曲配置。尤其是若物價上漲持續一段時間，將拉高民眾的通膨預期，而高通膨預期又將再次推升通膨，造成惡性通膨，並對經濟及社會產生嚴重打擊，因此，物價穩定大抵為各國央行最重要的政策目標。

(二) 充分就業及經濟成長

有兩大理由支持央行以貨幣政策將失業率維持在自然失業率(Natural Rate of Unemployment)水準：第一，高失業率將造成嚴重的社會問題；第二，高失業率將同時造成勞動力及機器設備的閒置，拖累經濟成長。

反過來說，若貨幣政策將失業率穩定在自然失業率水準，則代表產出亦維持在潛在產出(Pontential Output)水準，有利於長期經濟成長。

(三) 利率穩定

利率不穩定將為經濟體增添許多不確定性，使經濟體中的各部門難以進行長期經濟決策。舉例來說，若利率波動幅度大，家計單位將難以決定購買房屋的時間，也難以進行長期的儲蓄及財務投資規劃；企業則不易評估投資案的現金流現值，造成企業資本支出延宕甚至減少；對金融機構來說，由於長期資產對利率變動十分敏感，利率波動幅度過大將使金融機構付出額外的避險成本，甚至使其倒閉的風險上升。

(四) 匯率穩定

以中長期而言，匯率穩定有利於進、出口商進行國際貿易，且較易吸引跨國企業進行投資；若匯率波動幅度大，則進、出口商需花費額外成本進行避險，否則將承擔匯率變動造成匯損的風險。

(五) 金融穩定

根據 F. S. Mishkin 的定義，金融穩定係指能夠確保金融體系能將儲蓄有效率地配置至投資機會。當金融體系因突發事件導致金融危機，並對總體經濟產生重大負面衝擊時，央行是唯一能迅速對市場提供足夠的流動性以避免系統性風險發生的金融機構。

參、中央銀行的貨幣政策工具

正常情況下，央行最常使用的貨幣政策工具為公開市場操作、重貼現政策及準備金政策。央行使用這些政策工具來調整貨幣供給額與政策利率水準，以達成其貨幣政策最終目標。

(一) 公開市場操作

公開市場操作是央行在公開市場買賣有價證券，藉以影響銀行體系中準備貨幣數量和金融業隔夜拆款利率的行為，是央行實現其寬鬆或緊縮性貨幣政策的重要工具。其特點為操作上可微調，也可主動。若央行採行寬鬆性貨幣政策，則可以在公開市場中買入有價證券，向市場注入資金。

公開市場操作可被區分為防衛性操作及動態性操作兩類。其中，防衛性操作係指央行進行公開市場操作之目的為抵銷外來因素對銀行體系準備貨幣數量的干擾。舉例來說，若出口商將賺得的外匯賣給商業銀行，嗣後商業銀行將此筆外匯賣予央行，銀行體系的準備金數量將增加，若央行想抵銷此外來因素對準備金數量的干擾，則可於公開市場賣出等額的有價證券吸收原已釋出的準備金，此即為典型的防衛性操作。

動態性操作則係指央行進行公開市場操作的目的並非被動的抵銷外來因素對準備貨幣數量的干擾，而係其為達成其寬鬆或緊縮性的貨幣政策立場而主動於公開市場中進行交易，改變準備貨幣數量。當經濟體系有陷入衰退的風險時，央行可以在公開市場買入有價證券，釋出資金，使貨幣供給額增加以引導利率下降即為一種常見的動態性操作。

(二) 重貼現政策

央行透過貼現窗口提供銀行體系最後融通管道，以美國為例，Fed 的貼現窗口制度主要提供以下三種信用：

1. 第一信用(Primary Credit)：

第一信用係指 Fed 透過貼現窗口向營運健全的存款機構提供其所需要的資金，以應付暫時性的流動性需求，這類借款通常屬於隔夜性質，借款利率即為重貼現率。重貼現率的利率水準通常設定高於聯邦資金目標利率，當存款機構需要資金時，可以先在聯邦資金市場取得較低利率(低於重貼現率)的融通資金，惟若聯邦資金市場利率上升達貼現利率時，則可轉向 Fed 貼現窗口以重貼現率取得融通，因此 Fed 的重貼現率成為聯邦資金市場利率的上限。

2. 第二信用(Secondary Credit)：

第二信用是 Fed 向出現財務問題且陷入流動性危機的銀行提供資金的機制，其利率水準以重貼現率為基準再加 2 碼，以反映其借款者的信用風險較第一信用的借款者為高。

3. 季節性信用(Seasonal Credit)：

季節性信用係 Fed 向有季節性流動性需求的農業、觀光地區小型存款機構提供流動性，以滿足其季節性需求的機制，其融通利率與聯邦資金利率及定期存單利率連動，並無懲罰性質在內。由於金融市場的發展漸趨完善，該特定類型小型存款機構取得資金越來越方便，Fed 有在考慮季節性

信用窗口存在的必要性，或許此機制將在未來關閉。

由上述的介紹可知，Fed 雖可自主決定貼現窗口融通利率，但是否向 Fed 進行融通的決定權卻掌握在銀行手中，故此政策工具並不能主動影響銀行體系中的準備貨幣數量，與公開市場操作的主動性形成鮮明對比；惟透過貼現窗口，央行成為金融體系的最終放貸者，在金融體系遭遇突發事件且有蔓延成全面性的系統風險之虞時，可向金融市場迅速提供近乎無限制的流動性，防範金融危機的發生，成為穩定金融市場的最後一道防線。

(三) 準備金政策

準備金政策係指央行透過調整法定存款準備率，影響存款機構的信用創造能力，達成其寬鬆或緊縮性貨幣政策的目標。調整法定存款準備率係透過影響貨幣乘數改變貨幣供給額，達到寬鬆或緊縮貨幣的效果。

由於調整法定存款準備率將對貨幣數量造成巨大且直接的影響，銀行體系需調整其資產配置來達到新的法定存款準備要求，對銀行資金形成干擾，近年來主要國家中除中國大陸因景氣持續不佳而多次調降法定存款準備率外，大部分國家已很少動用此項政策工具。

肆、貨幣政策架構

央行雖可動用貨幣政策工具達到政策目的，惟貨幣政策工具通常無法直接影響貨幣政策最終目標，故在貨幣政策的執行上，各國央行

往往透過政策工具影響操作目標及中間目標等短期目標來實現其意圖。

貨幣政策的操作目標通常為準備貨幣的數量或是政策利率水準，係央行可透過貨幣政策工具直接影響的變數。在操作上，央行僅能在數量目標或利率目標之間擇一，無法兼顧。具體來說，若央行選擇釘住某個準備貨幣數量，當準備金市場需求發生變動時，市場利率也將隨之變動；若央行選擇釘住某個政策利率水準，則當準備金市場需求發生變動時，央行勢必需要改變其準備金供給，使政策利率水準回到其所釘住的水準。

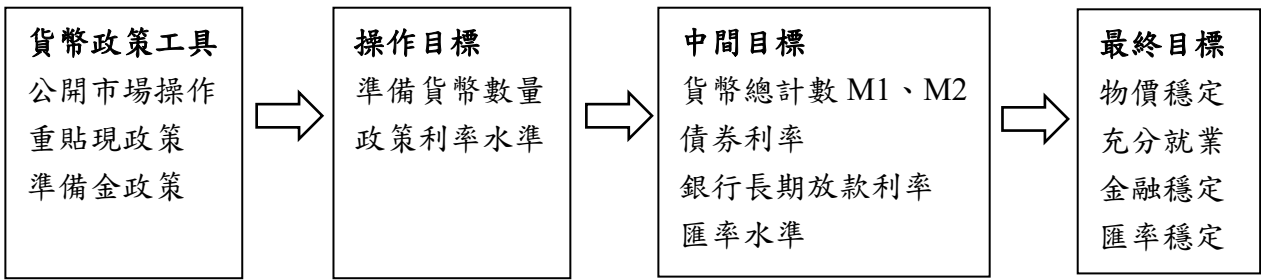
貨幣政策的中間目標為央行透過操作目標影響的變數，由於貨幣政策從開始執行到成效出現有一段時間落差，故在操作目標與最終目標間選取一個能反映當前貨幣政策實施情形的中間目標，提供政策制定者相關訊息，有利於進行下一階段的決策。據此，一個好的中間目標應具備三種特性：第一，央行可迅速且精準地觀察及衡量該指標；第二，央行可有效掌控中間目標之變動情形；第三，該中間目標與最終目標之間應存在明確的因果關係，使央行可透過觀察中間目標來了解最終目標未來可能的變化。常見的中間目標有貨幣總計數M1、M2，以及債券利率、銀行長期放款利率等。

中間目標除了為政策制定者提供決策相關訊息外，亦具有約束貨幣政策操作的作用，有助於減少權衡式操作與時間不一致的問題發生。

至此為央行使用貨幣政策工具來操控操作變數，並間接影響中間變數，達成其貨幣政策最終目標的過程，茲整理成下圖 1。

目前，國際上常見的貨幣政策架構有匯率目標架構、貨幣數量架

圖 1 貨幣政策架構



資料來源：作者自繪。

構及通膨目標架構。採匯率目標架構的國家多為貿易額占 GDP 比重較高的小型開放經濟體，匯率水準的穩定除了有利於進行國際貿易之外，由於此類經濟體匯率波動對物價穩定的影響遠比利率來的大，因此透過匯率目標的訂定有助達成物價的穩定。匯率目標架構的缺點在於，根據不可能的三位一體(the Impossible Trilemma)理論，當一國央行想在施行固定匯率制的同時允許國際資本自由進出，勢必要放棄對其貨幣數量或利率的控制權。

貨幣目標架構於 1970 年代開始流行，其優點在於，央行可透過調節準備貨幣的數量貫徹其施政意圖，貨幣政策自主性較佳，且貨幣數量目標亦可明確表達央行政策的立場，令市場了解央行維持物價穩定的決心。然而，隨著金融創新與金融法規逐漸鬆綁，使貨幣定義不易界定，致貨幣總計數 M1、M2 用來衡量經濟體系實際情況的功能每況愈下，使許多國家的央行紛紛放棄貨幣目標架構。

自 1990 年代開始，愈來愈多央行放棄貨幣政策的中間目標，採用直接釘住通貨膨脹率的通膨目標機制，原因為對貨幣總計數捕捉金融市場動態的能力下降感到失望，或是在維持匯率穩定上遇到困難。採通貨膨脹機制的好處在於，對一般大眾來說，一個明確的通膨目標

是非常易於理解的，有助於建構民眾的通膨預期，並使央行的政策透明性及可究責性大幅提升。惟有論者認為，通膨目標機制應為 2008 年的金融危機負上部分責任，因其忽視擔保品價格高漲致信用快速擴張所帶來的危害，最終導致資產泡沫破裂，危機發生。

伍、貨幣政策的傳遞機制

對貨幣政策傳遞機制的研究，有助於政策制定者在面對不同情況時選擇出適合的政策，減緩景氣循環帶來的產出、失業、物價等波動。貨幣政策的傳遞機制係指央行透過貨幣政策使貨幣數量或政策利率水準改變，進而影響產出、失業率等總體經濟變數的過程。常見的貨幣政策傳遞機制有傳統利率管道、資產價格管道及信用管道。

(一) 傳統利率管道

傳統利率管道係在凱因斯學派的脈絡下，以短期物價及短期內通膨預期僵固為前提推導而出。當央行實施寬鬆性貨幣政策時，因短期內物價僵固，致實質貨幣供給餘額增加並超過實質貨幣需求，使名目利率下跌，又由於短期內通膨預期僵固，名目利率下跌將使實質利率下降，進而引導廠商投資及家計單位耐久財消費增加，致總合需求增加。

隨後，經濟學家認為傳統利率管道僅關注利率水準對投資、產出決策的影響，忽略了貨幣政策造成資產價格改變也會影響廠商及家計單位的投資決策，故而發展出資產價格管道。

此外，貨幣政策存在延續效應與放大效應，亦即利率水準的短暫微小的改變，將使投資及消費的變動持續一段時間，且

變動幅度亦可能十分劇烈，代表除了傳統利率管道之外，應有其他貨幣政策傳遞機制存在。職是之故，經濟學家發展出貨幣傳遞機制的信用管道，作為傳統利率管道的補充觀點。

(二) 資產價格管道

1. 匯率管道

在一個開放經濟體中，寬鬆的貨幣政策將導致實質利率下降，在其他條件不變下，國內資本為追求更高地報酬將轉往國外，使本國貨幣貶值，本國貨幣貶值使本國出口競爭力增加，致總合需求增加。

2. Tobin's q 管道

根據 James Tobin 提出的 q 理論，廠商的投資意願受到其市場價值相對於資本的重置成本的比率影響。其中，廠商的市場價值可以用股價來衡量，而資本的重置成本係如果廠商要完全重建現有資本，應花費的金錢。q 理論認為，如果該比率大於 1，則廠商應進行投資。

當央行實施寬鬆的貨幣政策時，實質貨幣供給超過實質貨幣需求，有部分多餘資金將轉往股票市場進行交易，並推升股票價格。在 q 理論的架構下，股價上升使 q 比率上升，提升廠商的投資意願，總合需求增加。

3. 股票價格管道

股票價格管道認為，央行的寬鬆性貨幣政策使股票價格上漲，並導致家計單位的終身可用資源增加，根據消費

的生命週期理論，消費的多寡取決於其終生可用資源的數量，而股票上漲推升家計單位的終生可用資源數量，將使家計單位消費增加，總合需求上升。

4. 房地產價格管道

此管道與股票價格管道類似，也係因寬鬆的貨幣政策導致房地產價格上升，使家計單位的終生可用資源增加，家計單位消費增加，總合需求上升。

(三) 信用管道

1. 產負債表管道

當經濟體發生衝擊時，將影響廠商及家計單位的財務狀況，使其資產負債表發生變化，由於金融市場中存在許多資訊不對稱的情況，該變化將影響廠商及家計部門的融資能力，使衝擊的影響透過金融市場被放大，這樣的效果稱為金融加速效果。

資產負債表管道即是貨幣政策對經濟體造成的衝擊，透過金融加速效果影響實體經濟的過程，這樣的過程也解釋了為甚麼貨幣政策存在延續效應及放大效應。

對廠商及家計單位來說，決定籌資順利與否最重要的是現金流是否穩定及擔保品價值是否足夠，現金流穩定關係到借款人償還利息的能力，而擔保品價值則可減少逆選擇及道德風險等資訊不對稱問題的發生。

當央行實施緊縮性貨幣政策時，對廠商來說，可能有

如下影響：第一，股市及資產價格下跌，使抵押品價值下跌；第二，終端需求減少，影響廠商營收，廠商現金流減少；第三，名目利率上升，廠商支付利息變得更為吃力。上述影響造成廠商現金流減少且抵押品價值下降，使其籌資能力下降，投資能力降低，總合需求下降。

對家計單位而言，緊縮性貨幣政策使股市及資產價格下跌，也使其擔保品價格下降，融資能力降低，購買房屋及耐久性消費財的意願下降，總合需求下降。

2. 銀行放款管道

銀行放款管道認為，貨幣政策可影響銀行等金融中介的放款能力，進而影響實體經濟。其機制為當央行實施緊縮性貨幣政策時，銀行的準備金數量減少，銀行的放款能力隨之下滑，廠商及家計單位可貸得之資金減少，投資及消費支出下降，總合需求減少；反之，若央行實施寬鬆性政策，則銀行放款能力增加，有助於推升總合需求。實證研究發現，當央行進行政策緊縮時，確實顯著影響籌資較困難的銀行的放款能力，貨幣政策可透過銀行放款管道對實體經濟造成影響。

惟 2008 年金融危機時，Fed 對市場挹注了大量的流動性，銀行體系也出現大量的超額準備，但銀行卻因害怕自身受到流動性危機的波及而不敢放貸，將大量的超額準備放在身上以保障自己的安全，銀行放款管道並未發生作用。

陸、非傳統貨幣政策

過去當經濟體發生負向衝擊時，各國央行往往使用傳統貨幣政策工具來進行總和需求管理，使產出、失業率等總體經濟重要變數波動幅度不致過大，惟 2008 年金融危機之後，主要經濟體央行將政策利率降至零利率底限(zero lower bound, ZLB)附近，一旦經濟情勢面臨下行風險，央行無法再使用傳統貨幣政策調降利率，須轉而採行非傳統貨幣政策以支撐經濟，扭轉經濟衰退局勢。常見的非傳統貨幣政策有量化寬鬆、前瞻指引及負利率政策。

(一) 量化寬鬆(大規模資產購買計畫)

在 2008 年的金融危機及 2020 年的新冠疫情期間，Fed 啟動大規模資產購買計畫，買入大量長期政府債券及不動產抵押證券，為市場挹注大量流動性進而壓低長期利率水準，使經濟體獲得支撐，這樣種政策被稱為量化寬鬆。

大規模資產購買計畫透過以下管道來達成支撐經濟的目標：第一，當金融危機發生時，部分證券市場流動性急凍，Fed 釋出资金購買證券，有助於恢復該市場的運作；第二，當 Fed 購買特定種類的有價證券時，可以壓低該種證券的利率水準，並引導類似資產的利率水準一同下降。如此，雖然短期利率仍在零利率底線附近，但因為家計單位及廠商部門購買耐久性消費財、進行長期投資規劃等決策很大程度取決於長期利率水準，長期利率水準的下降有助於刺激耐久財的購買與廠商投資，進而提振經濟。

(二) 前瞻指引

前瞻指引是央行藉由與外界明確溝通其政策目的，引導民眾預期的一種貨幣政策工具。在 2008 年金融危機期間，為了進一步壓低長期利率水準，Fed 向市場表示只要經濟情況持續疲軟，就會維持極低的利率水準一段時間，引導民眾降低對未來短期利率水準的預期¹，達到進一步寬鬆的效果²。

前瞻指引分為開放式指引與條件式指引。上段的前瞻指引僅說明央行的貨幣政策立場及政策可能改變的時空背景，並但未明確指出政策轉向的時點或條件，屬於開放式的指引。Fed 於 2012 年表示，「只要失業率高於 6.5%、未來 1 到 2 年的通膨率不超過 2.5% 且長期通膨預期持續穩定，則將維持政策利率水準不變」，這樣的指引因明確列出政策轉向的時點與條件，而被稱為條件式的指引。

(三) 負利率政策

在 2008 年的金融危機過後，一些歐洲國家央行及日本央行因其國內經濟疲弱且通膨維持低檔，為求提振經濟並推升通膨預期，將銀行存放央行準備金的利率定為負值，使銀行須為存放央行準備金支付利息費用，以此引導銀行將持有的超額準備金貸放出去，提振家計單位及廠商部門的消費與投資。此外，也有部分央行為了避免國際資本大量流入導致本國貨幣升值而採取此政策。

負利率政策的成效如何目前未有共識，但此政策目前遭受

¹ 根據利率期限結構理論，長期利率係由期望的短期利率再加上期限貼水組成，故對未來短期利率維持在低點的預期可使長期利率下降。

² 詳細可參考 Filardo, Andrew J. and Hofmann, Boris, Forward Guidance at the Zero Lower Bound (March 2014). BIS Quarterly Review March 2014.

以下批評：第一，負利率政策使銀行需要同時為存放央行準備金及本身收受之存款支付利息，壓縮其獲利空間，不利其健全經營；第二，部分學者認為，若負利率政策持續一段時間，有可能使公司債及銀行存款利率也降為負數，引發存款人提款，銀行擠兌發生。

柒、貨幣政策正常化與大規模資產購買計畫的退場

(一) 大規模資產購買計畫造成的結果

1. 貨幣政策與財政政策界線趨於模糊

貨幣及財政當局制定相互配合的總體需求管理政策，可有效應對影響規模巨大的經濟或金融危機，惟以量化寬鬆搭配寬鬆的財政政策，無異於為政府提供隱性的貨幣融通，加深了貨幣政策與財政政策間的連結，使兩者間的界線趨於模糊。

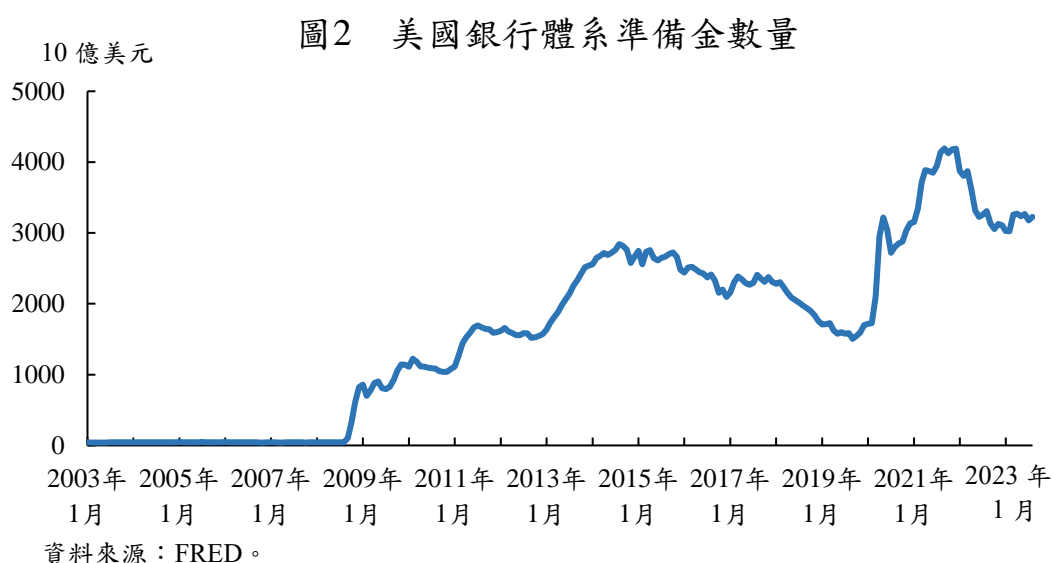
若貨幣政策與財政政策間的界限未取得平衡，則貨幣當局容易淪為財政當局的附庸，嚴重影響貨幣政策自主性及央行可信度，造成寬鬆政策不易退場、民眾通膨制約(inflation anchor)控制困難等後果，且政府債務也容易迅速飆升，對長期經濟與金融穩定造成負面影響。

學界因此對貨幣政策與財政政策的協調做出以下建議：第一，貨幣當局與財政當局於危機期間仍應保持適當界限，並在經濟情勢恢復正常後回歸各自職責，維持較明確的分際；第二，貨幣政策配合財政政策的同時，仍應盡

力維持央行獨立性及可信度，並做好民眾的通膨制約管理。
第三，財政當局應控制政府債務成長速度不致失控，並制定妥適的債務退場策略，以確保公共債務的可持續性。

2. 銀行體系準備金數量暴增

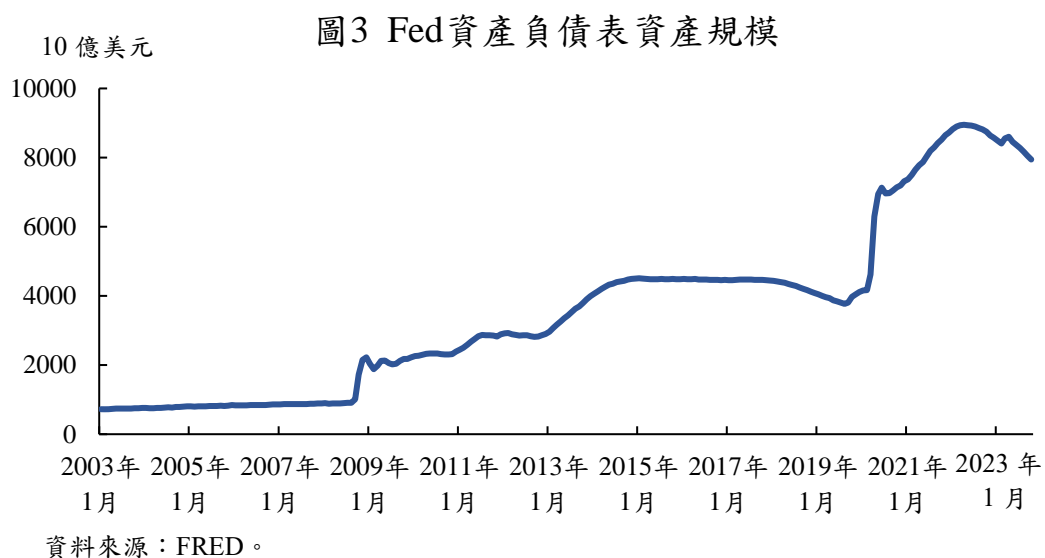
由於 Fed 實施大規模資產購買計畫，美國的銀行體系準備金分別在 2008 年及 2020 年大幅增加，從 2008 年 8 月的 460 億美元暴增至 2015 年 9 月 28,150 億美元的相對高點，以及從 2020 年 1 月的 17,150 億美元暴增至 2021 年 9 月的 41,930 億美元(圖 2)。



銀行體系持有如此龐大數量的準備金並未立即造成通膨壓力，係因當時金融危機剛過，金融市場及總體經濟衰退造成銀行放款意願不高所致。一旦經濟情勢改善，銀行放款意願增加，大量超額準備進入金融市場即有可能造成通膨失控。

3. Fed 資產負債表大幅膨脹且期限錯配嚴重

Fed 的資產負債表資產規模也在大規模資產購買計畫下大幅膨脹，從 2008 年 1 月的 8,950 億美元增長為 2015 年 1 月的 45,070 億美元，以及從 2020 年 1 月的 41,593 億美元增長為 2023 年 1 月的 85,700 億美元(圖 3)。



除了資產負債表膨脹外，大規模資產購買計畫也造成 Fed 資產負債表期限錯配的問題愈發嚴重。由於 Fed 的負債主要組成是銀行存放之準備金以及短期的附賣回交易，而其透過大規模資產購買計畫購入的資產為長期政府公債及不動產抵押證券，皆為長天期之有價證券，使資產的期限大幅增加，資產與負債的期限缺口擴大。

當央行的資產負債表存在嚴重的期限錯配問題時，一旦利率水準走揚，即會對央行淨值造成負向衝擊，甚至使其淨值轉為負值。和商業銀行相同，央行的淨值可用來緩衝可能發生的損失，但與商業銀行不同的是，即便央行的淨值歸零或轉呈負數，央行也不用向商業銀行一樣進行增資或停止營運，只要民眾繼續保持對央行償債能力的信任，

則淨值為負也不影響央行實行貨幣政策的能力，智利及以色列央行即有在淨值為負時繼續營運的經驗。

然而，當央行的損失超過其未來收益現值之總和時，即有可能失去大眾對其之信任，導致央行實施貨幣政策的能力受到嚴重影響，因此，雖然大部分時候央行的虧損並不影響央行的職能，仍應謹慎對待之。

(二) 貨幣政策正常化

根據 Fed 於 2014 年 9 月發布的「貨幣政策正常化準則與計畫」，貨幣政策正常化主要包含三個部分：第一，提升短期利率水準，使利率水準不再接近零利率底線，為未來景氣下行時預留降息的空間；第二，縮減 Fed 資產負債表的規模，使貨幣政策的運作架構回歸到 2008 年金融危機以前；第三，調整 Fed 持有的資產組合，使其回到與 2008 年金融危機以前相似的狀態，也就是說，縮小其資產與負債的期限缺口，改善期限錯配的問題。

由於美國的通膨率於 2021 年開始上升，Fed 於 2022 年 3 月啟動升息循環，美國的利率水準已不再接近零利率底線；Fed 也於 2022 年 6 月開始進行縮表，試圖縮減其資產負債表的規模。

所謂的縮表，指的是央行在其透過量化寬鬆買入的有價證券到期後，不再展期再投資，或是央行主動出售其持有的有價證券，以達到縮減資產負債表規模的效果。理論上，此舉會減少金融市場流動性，並推升長期利率水準，透過貨幣政策的利

率管道及財富管道減少家計單位與廠商部門的消費、投資，達到政策緊縮的目的。此政策也被稱為量化緊縮政策。

升息與縮表的目的都是貨幣政策正常化，惟 Fed 主席曾公開表示，升息為 Fed 貨幣政策正常化的首要工具，其理由有三：第一，利率水準較容易控制，且調整利率水準對經濟體的影響更快；第二，利率水準與通膨之間的關係更為明確；第三，Fed 認為升息使下次危機來臨時有降息空間的優先性大於縮減其資產負債表的規模。

即使如此，縮表仍有其優點。若央行在升息的時候搭配縮表一起進行，有較佳的緊縮效果；此外，如果縮表的過程中長期利率水準顯著上升，則可以放緩升息的幅度，減輕對經濟體的衝擊，避免因過度升息反而使經濟體陷入衰退之中。意即，縮表可以做為升息的輔助工具，使政策操作更為靈活。Benigno 與 Benigno (2022)發現，利率政策與準備金政策的最佳配合為，實施寬鬆性政策的時候，政策利率先下降，之後再增加準備金的供給；實施緊縮性政策的時候，則是先減少準備金供給，再提高政策利率水準。

(三) 縮表的難處

在央行進行縮表的時候，應考量政策施行的時機、速度及政策干預的後果。由於目前僅 Fed 有進行過縮表，其他大部分主要央行皆沒有相關經驗，且學界也尚未釐清縮表將對金融市場造成何種影響，僅能從現有的理論架構進行推測，其實施如同摸著石頭過河一般，須邊做邊學，並從錯誤中修正。

除了欠缺相關經驗外，選擇政策實施的時機也同樣困難。在經濟體面臨復甦的時候，若執政者沒有果斷進行緊縮，直到下次負向衝擊再次發生時，為了提振經濟又再次進行寬鬆性政策，將使央行資產負債表的規模越來越大，難以下降。當經濟下行或金融危機發生時，各國央行大多毫不猶豫地進行寬鬆政策並使央行資產負債表膨脹；因此，在景氣復甦階段，各國央行或許應採相同態度來進行縮表，尤其經濟體存在通膨隱憂的時候更應如此。

此外，由於縮表對國庫收入及政府舉債成本造成負面影響，當政府預算赤字規模龐大時，也會加深縮表的難度。以美國為例，Fed 的主要收入來源為其持有的資產孳息，扣掉支付給銀行存放央行的準備金利息以及人事費用等主要支出後，剩下的錢將轉交給美國財政部，作為財政收入的一環。通常，在量化寬鬆的階段，Fed 會有較多的盈餘繳庫，量化緊縮時則較少。這是因為量化寬鬆使 Fed 持有大量有價證券，且當下利率通常位於低點，使 Fed 的收入增加且支出減少；反過來說，量化緊縮的時候通常搭配升息，Fed 的收入減少且支出增加，影響盈餘繳庫的金額³；量化緊縮的過程也可能推升長期利率水準，致政府舉債成本增加，債務展延難度上升。如果央行的獨立性不夠，則有可能受到政治壓力的干預而無法於適當的時機進行縮表，使貨幣政策正常化受阻。

最後，縮表的速度也須十分謹慎。Fed 在 2019 年 9 月的縮

³ 根據美國國會預算辦公室的推算，本年到 2027 年間的盈餘繳庫將在不到 100 億美元的谷底震盪，與 2022 年的約 1000 億形成鮮明對比。

表循環中，因沒注意到銀行體系內的準備金水準已降到充足水準以下，在附買回市場引發流動性危機，附買回利率一度衝破 10% 水準，引起金融市場動盪，使 Fed 不得不結束此一縮表循環。這次經驗提醒各國央行應注意縮表速度是否過快，進而對金融市場流動性造成影響，尤其在通膨情況下，應避免發生央行一邊升息對抗通膨，另一邊卻需要重啟資產購買計畫以維持金融市場穩定的情況發生。

(四) 小結

近 20 年來，當經濟體面臨嚴重的衰退風險且利率又維持在低點時，量化寬鬆政策成為央行貨幣政策的首要選擇，雖然令許多國家成功度過危機，但也帶來財政政策與貨幣政策界線逐漸模糊、銀行體系準備金數量暴增且央行資產負債表規模膨脹、期限錯配嚴重等副作用。

為了改善這些問題，需要以升息搭配縮表來讓貨幣政策正常化，擴大傳統貨幣政策工具在未來面對經濟下行風險時的施展空間，惟縮表亦面臨許多難處，除了各國央行經驗不足外，尚須考量政策施行的時機、速度，以及對金融市場、政府債務等的影響。

捌、本次課程心得與建議

(一) 心得

1. 本次課程期間，講者鼓勵各國學員踴躍發言，進行討論。學員間因國情不同，各有不同的政策思維，透過交流，學習不

同國家的央行制度與其當下面臨的經濟困境，對全球經濟情勢能有更深入的掌握。

2. 貨幣政策的執行十分複雜，除了時間落後的特性使政策效果不易掌控外，何時實施及該使用哪種貨幣政策工具也須隨當下的金融市場情勢做出改變。Fed 在面對不同的金融情勢時，能靈活地利用多種政策工具達成其政策目標，這種具彈性的施政手法值得本行借鏡。

(二) 建議事項

1. 近來國際經濟情勢詭譎多變，除了非傳統貨幣政策的退場外，不斷升溫的地緣政治風險、逐漸逼近的氣候風險、層出不窮的金融創新等，皆對央行執行貨幣政策造成挑戰。我國央行應密切關注這些議題之發展，以應對未來可能面對的挑戰。
2. 我國為高度開放的小型經濟體，貨幣政策的效果易受國際間資本快速移動影響。目前世界主要經濟體央行準備或已開始進行縮表，將可能改變我國與這些經濟體間的利差，進而使資本移動的規模擴大或移動速度加快，因此本行宜更加關注外匯市場動態，適時調節外匯市場，以維持金融市場穩定及國內各經濟部門正常的運作。

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, 2016 年 12 月。
- Allen, W A, Chadha, J S and Turner, P (2021), 'Quantitative tightening: protecting monetary policy from fiscal encroachment', VoxEU blog, 23 October.
- Belhocine, N, Bhatia, A V and Frie, J (2023), 'Raising rates with a large balance sheet: the Eurosystem's net income and its fiscal implications', IMF Working Paper WP/23/145.
- Bell, S, Chui, M, Gomes, T, Moser-Boehm, P and Tejada, A P (2023), 'Why are central banks reporting losses? Does it matter?', BIS Bulletin No 68.
- Benigno, G and Benigno, P (2022), 'Managing monetary policy normalisation', Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 1015, May.
- Crawley, E, Gagnon, E, Hebden, J and Trevino, J (2022), 'Substitutability between balance sheet reductions and policy rate hikes: some illustrations and a discussion', FEDS Notes, 3 June.
- D'Amico, S and Seida, T (2020), 'Unexpected supply effects of quantitative easing and tightening', Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper No. 2020-17, July.
- Gertler, M and Karadi, P (2013), 'QE 1 vs. 2 vs. 3. . . : a framework for analysing large-scale asset purchases as a monetary policy tool', International Journal of Central Banking, Vol. 1, Supplement 1, pages 5-68.

House of Lords Economic Affairs Committee (2021), 'Quantitative easing: a dangerous addiction?', 16 July 2021.

Kupiev, P H and Pollock, A J (2022), 'Federal Reserve operating losses and the federal budget deficit', American Institute for Economic Research, 7 September.

Swanson. E T (2023), 'The macroeconomic effects of the Federal Reserve's conventional and unconventional monetary policies', mimeo.

SEACEN Course on Issues and Challenges in Macroeconomic and Monetary Theory Course Programme Materials, September 2023.