

行政院及所屬各機關出國報告書
(出國類別：其他)

美國紐約聯邦準備銀行(FRBNY)舉辦之「第48
屆中央銀行研討會」出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：徐婉容/經濟研究處副研究員

派赴國家：美國/紐約

出國期間：113年10月19日至10月27日

報告日期：114年1月

目 錄

壹、前言	2
貳、地緣政治風險對全球金融經濟碎片化之影響	3
參、全球與美國經濟展望	6
肆、美國與其他主要央行貨幣政策架構之變革	10
伍、心得與建議	22
參考文獻	25

參加美國紐約聯邦準備銀行（FRBNY）「第 48 屆中央銀行 研討會」出國報告

壹、前言

職奉准於民國 113 年 10 月 19 日至 11 月 27 日參加美國紐約聯邦準備銀行(FRBNY)舉辦之「第 48 屆中央銀行研討會」。本次會議為期 5 天，共 234 位學員與講師參與，分別來自 100 個國家或國際組織。

會議中除 Fed 資深官員擔任研討會的講師外，印度央行、BOJ、歐洲央行、英國央行、墨西哥央行資深官員亦於會中說明各國的貨幣政策、經濟金融前景與面臨的挑戰。此外，主辦單位另邀請外部學者、資深投顧經濟學家以及金融媒體專業記者進行專題演講與意見交流。本次研討會探討地緣政治的分裂使得國際貿易與全球金融出現更多摩擦。技術創新正在改變金融體系的運作與服務方式，而經濟數據與經濟福祉之間的歧異可能降低人們對央行的信任感。面對上述現象，本研討會邀請私部門與公部門專家分析未來的政經形勢、科技發展，評估其對經濟金融可能造成的影響，並從近期的經驗教訓，對貨幣政策決策與執行的當前發展與未來挑戰交換意見。本報告將選取會議中重要內容部分，做較詳細的介紹說明。

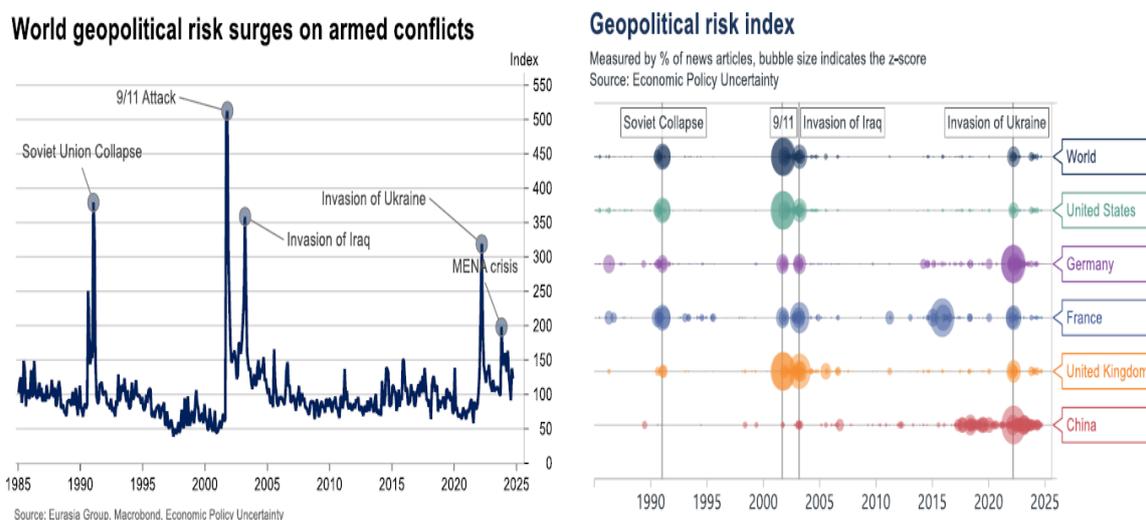
本報告架構如下，除第壹章為前言外，第貳章地緣政治風險對全球金融經濟碎片化(fragmentation)之影響。第參章說明美國經濟展望與美國總統大選對經濟金融發展之可能影響。由於撰寫此份報告時美國總統大選結果已揭曉，確定由川普擔任美國第 48 任總統。因此除

了簡述多家投顧機構如何在選前分析各候選人對美國與全球經濟的影響外，針對川普政策，本文將討論其對全球與台灣於經濟金融方面可能的影響。第肆章說明美國與其他主要國家央行貨幣政策架構與目前的變革。由於 COVID-19 爆發導致經濟急遽下滑且影響廣泛，各國央行迅捷地祭出多項寬鬆措施，使央行資產負債表迅速膨脹。疫情過後，多國央行開始正常化其貨幣政策，因此需要對其貨幣政策做調整。第五章為課程心得與建議。

貳、地緣政治風險對全球金融經濟碎片化之影響

近年來全球地緣政治緊張關係高漲，而地緣政治風險劇增帶來的不確定性，加劇各界對全球金融與經濟碎片化之擔憂。已有相當多證據顯示地緣政治對經濟政策與總體經濟表現的影響正在顯著增加。圖 1 為近年來地緣政治風險事件，以及對應各事件的地緣政治風險指數。從圖可知 1985 年後地緣政治事件頻傳，而從其構成的風險指數可看出，相較於 1990 年代，2000 年後地緣政治事件影響的範圍與程度有擴大的趨勢，單一地緣政治事件往往牽涉或外溢至多個國家，且影響時間更持久。

圖 1 全球地緣政治風險事件與地緣政治風險指數



資料來源: Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022)、Dario Caldara, Sarah Conlisk, Matteo Iacoviello, and Maddie Penn (2022)

目前對全球外溢效應最大的地緣政治風險包含: (1)美國總統大選, 尤其川普與賀錦麗兩人對全球貿易、財政政策與移民政策的可能影響¹。(2)中國的「安全重於成長」策略, 以及其與美國充滿挑戰的關係。(3)中東和俄烏衝突的外溢效應和尾端風險。(4)歐洲政治兩極化與領導力真空(leadership vacuum), 妨礙有效的經濟政策制定。觀察這些地緣政治事件, 可發現此類風險具有一些特性。首先, 地緣政策暫時性衝擊與永久性衝擊之間的影响顯著不同、尾端風險與基準情景之間亦存在顯著差異。經驗法則無法捕捉到事件的複雜性、衝擊來源、持續性及結構性影响。複雜且相互交織的風險使得情境分析變得至關重要。此外, 經濟與政治之間的強烈相互作用, 可能使得過去對總體經濟與風險溢價的評估分析不再適用。總體經濟環境的變化通常意味著根本參數的變動, 而地緣政治造成的衰退則代表風險環境的根本變

¹ 此次會議期間為 2024/10/21-10/25, 在第 48 屆美國總統大選投票之前。本報告完成於 2025 年 1 月, 已確定第 48 屆美國總統為川普。

化。隨著風險影響的層面更深入，建構適合的計量模型與預測變得更加困難，往往遠超過傳統總體經濟預測的範疇。

面對地緣政治風險，可採用以下幾個步驟來分析地緣政治事件對經濟政策與總體經濟的影響：

- (一) 制定政治決策:蒐集情報來形成政治判斷，而這些判斷通常是質性的，並分析其政治和經濟政策的後果。過程中會大量使用機率描述與情境分析，並可應用於事件、政策及長期結構性問題。
- (二) 將政治決策與經濟和市場做連結:分析政治決策對經濟和市場前景的影響，其中涵蓋事件、政策衝擊及總體經濟政策等範疇。通常會從循環性和結構性的觀點，將風險、不確定性和尾端風險納入考量。分析方式較偏向使用「情境分析」而非具體的預測數字，較難以經驗法則或是單一計量經濟模型來評估或預測其影響。
- (三) 策略與主題面: 經濟政策和企業策略應如何應對地緣政治的變化，是需要關注的重要問題。央行面臨的議題包括：在全球經濟碎片化的背景下，總體經濟政策框架將如何演變？這對貨幣政策和金融穩定有何影響？這些變化將如何影響未來的支付系統和金融基礎設施？

針對近期多件地緣政治風險事件，我們評估未來經濟前景、全球總體經濟與金融環境已有結構性轉變。短期下，經濟成長雖然乏力但不至於衰退，通膨雖然已從高峰漸緩但持續性仍強。策略性政策將主導經濟決策，導致全球經濟體系碎片化，降低潛在成長力。

參、全球與美國經濟展望

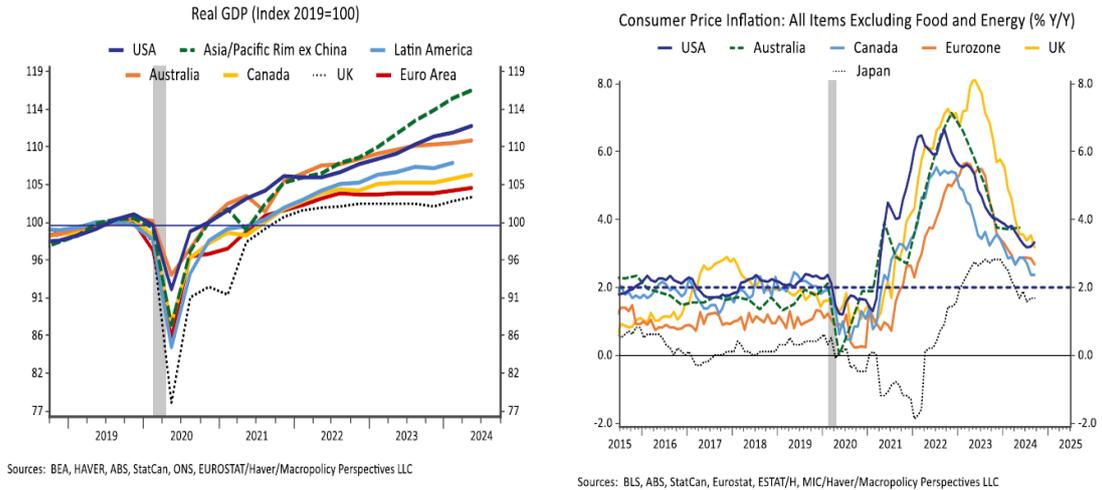
(一) 全球經濟自 COVID-19 後疫情時代逐漸復甦，通膨壓力趨緩

自 2020 年初 COVID-19 疫情爆發以來，全球經濟經歷了一系列的衝擊與調整。從最初的經濟急速下滑到隨後的復甦，疫情在不同時期對經濟成長、通膨以及勞動市場產生了複雜且多樣化的影響。從圖 2 可見疫情初期，各國的封鎖措施和供應鏈中斷導致全球經濟大幅萎縮。2020 年，全球 GDP 萎縮 3.73%，是自大蕭條以來最嚴重的經濟衰退。隨著疫苗的推出以及逐步放寬封鎖措施，2021 年全球經濟增長迅速反彈，達到 6.2%。然而，這種增長並不均衡，先進經濟體受益於疫苗分配和政策支撐，而發展中國家則因疫苗不足與財政資源有限而復甦緩慢。

在通膨方面，疫情爆發後，各國採取封鎖和隔離措施，經濟活動急劇下降，消費需求受到抑制，導致核心通膨在短期內下降。從 2021 年起，隨著疫苗接種推廣和經濟活動恢復，核心通膨出現快速上升，並在 2022 年達到高峰。各國央行為應對高通膨，自 2022 年起大幅提高政策利率(圖 3)。全球供應鏈瓶頸也在 2023 年得到顯著緩解，物流成本下降，原材料短缺問題大致已解決。隨著勞動力參與率逐漸恢復，工資增長速度減緩，尤其是在先進經濟體的服務業。這降低了成本推動型通膨壓力，幫助核心通膨進一步回落。截至 2024 年上半年，美國核心通膨率降至接近 3%，並預期將持續減緩。FOMC 已在 2024 年 9 月啟動降息循環。當時多位投顧研究人員認為到 2024 年底前 Fed 政策利率會再降低 50 個基點²。

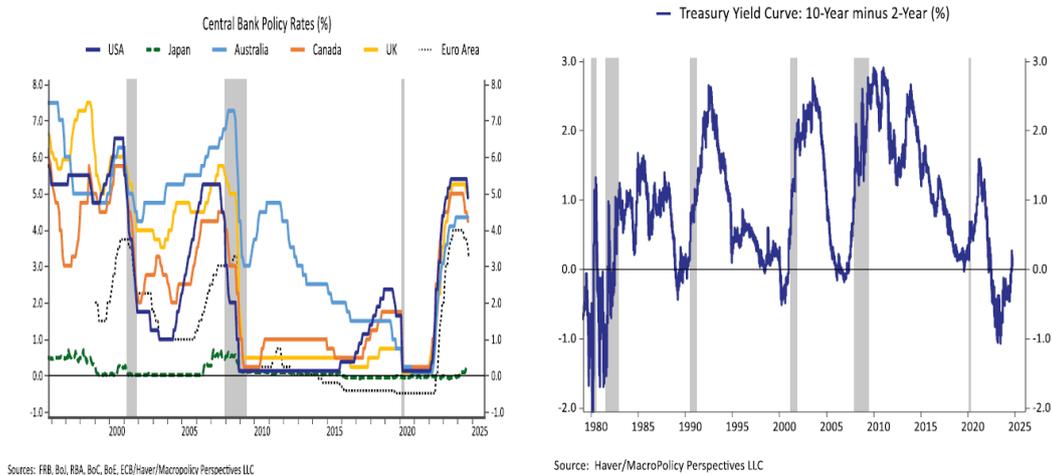
² 本報告完成日期為 2025 年 1 月，Fed 已於 2024 年 12 月之 FOMC 會議將聯邦資金利率目標區間下調至 4.25%~4.50%，與研討會多位投顧專家的預期相同。

圖 2 全球經濟與通膨的發展



資料來源: Julia (2024)

圖 3 全球央行政策利率與美國公債收益率曲線

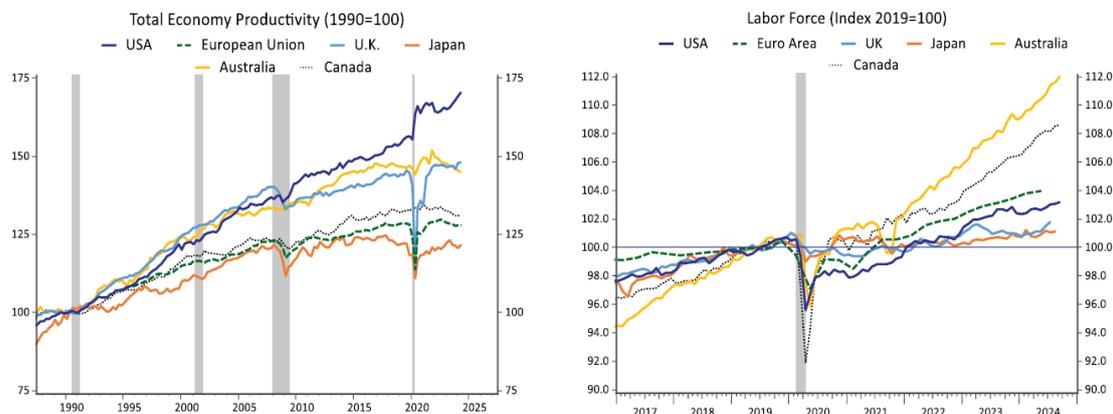


資料來源: Julia (2024)

COVID-19 疫情對全球生產力的影響顯著，呈現出大幅波動的特徵，從疫情初期的生產力衝擊，到後期的逐步復甦。美國經濟成長在全球經濟體中保持相對穩健成長，此結果主要來自美國強健的總生產力(圖 4)。Fed 官員認為美國在疫情爆發後快速且規模龐大的財政與貨幣政策決策，與勞動市場間的靈活互動，使得美國勞動市場在疫情後展現更有效率的匹配與經濟活力。此外，在科技推動和勞動力市場

調整的背景下，高科技業的生產力持續增長，使得美國逐漸成為後疫情時代生產力恢復的領先國家之一。

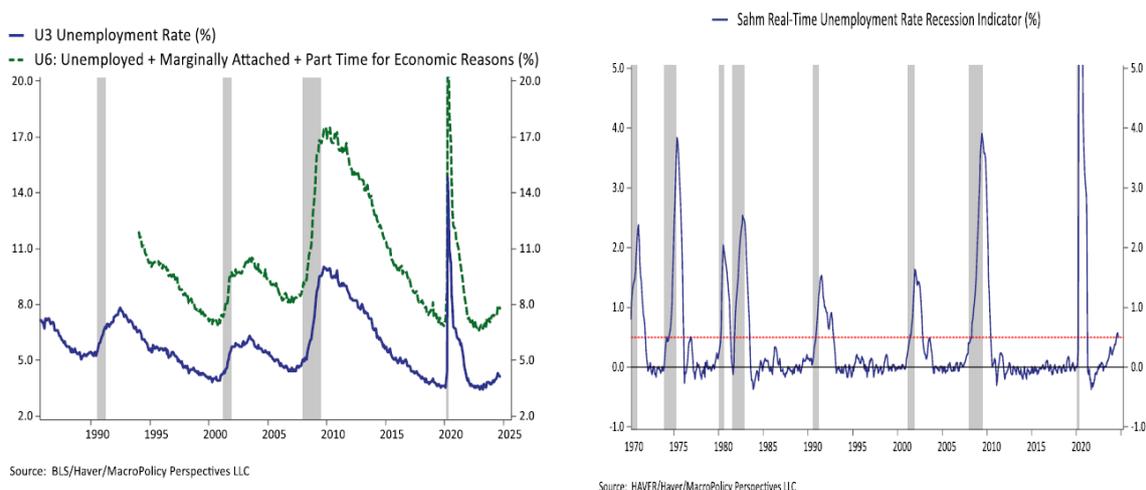
圖 4 美國生產力引領全球



資料來源: Julia (2024)

美國勞動市場在移民的帶動下，持續在總收入、支出與聘僱之間推動自我持續性(self-sustaining)的成長。勞動市場目前雖然已逐漸出現放緩現象，並觸及莎姆法則(Sahm Rule)門檻。但研究人員表示此次失業率上升的速度較為緩慢，不同於過去觸發景氣衰退的歷史經驗，加上其他經濟數據依舊強健，因此認為景氣衰退的可能性仍低(圖 5)。

圖 5 美國失業率與莎姆法則(Sahm Rule)



資料來源: Julia (2024)

(二) 美國總統大選³與川普政策影響

多位投顧研究人員表示美國未來經濟狀況將很大程度上受到美國選舉結果影響。依美國總統選舉兩黨候選人的政見，若民主黨候選人賀錦麗勝選，代表政策具延續性，對經濟影響相對較有限；若共和黨候選人川普勝選，代表較多顛覆性的改變，對經濟影響較大，帶來較多不確定性。

大選的政治風險主要在貿易、移民、財政與監管等四個領域，其中貿易戰是最即時的風險。依川普的政見，將對進口品全面加徵 10% 關稅、對中國課徵 60% 關稅⁴，此將不利於全球經濟成長，並為美國通膨帶來上行風險。關稅也會影響匯率之風險貼水，可能使美元表現優於其他貨幣，並對全球其他貨幣與經濟成長造成負面影響。由於兩黨候選人的政見都將擴大財政支出，川普的政見主要由債務推動，而賀錦麗的政見較有健全的收入來源。因此多家投顧機構預估若是川普當選，將使美國財政赤字更嚴重，使公債殖利率升高。此外，相較於賀錦麗政策，川普的移民政策較為嚴格，可能導致新移民數量減少，造成勞動力短缺，生產力下降，抑制經濟成長。

由於本報告撰寫時，已確定由川普當選，為美國第 48 屆總統，因此將針對川普再度入主白宮(川普 2.0)，其政策將對全球經濟金融發展影響之不確定性影響管道，做概述性分析⁵：

(1) 實體部門管道

川普上任後很可能對全球其他各國加徵關稅，並強化「美國優先」政策，恐加劇全球貿易摩擦，加快全球供應鏈重組，多家國際機構如

³ 同註釋 1。

⁴ 川普 2024 年 11 月底表示，2025 年上任第一天就將宣布對進口自加拿大和墨西哥的產品課徵 25% 關稅，並將對中國大陸產品加徵 10% 關稅。

⁵ 中央銀行(2024)。

IMF、ADB 與 PIIE，均預期將對全球經濟成長動能造成負面衝擊。針對台灣半導體產業影響，若川普要求廠商提高於美國製造之規模及製程，基於其產品複雜及不可替代性高，所受影響應屬有限，惟仍可能分散台灣半導體資源，削弱國內產業聚落完整性。

(2) 物價管道

川普若對全球各國提高關稅，恐引發各國貿易爭端，造成全球供應鏈移轉，加重企業成本，推升全球通膨壓力。惟若在全球經濟成長動能同時受挫之情境下，其對通膨的淨效果仍存不確定性。

(3) 金融管道

川普的減稅措施預期將加重美國財政負擔，推升美國公債殖利率，並帶動國際美元走強，加上欲對中國提高更高的關稅，人民幣的貶幅恐更明顯。此外，若關稅政策推升全球通膨壓力，將使 Fed 降息態度轉趨謹慎，推升長天期公債殖利率。

肆、美國與其他主要央行貨幣政策架構之變革

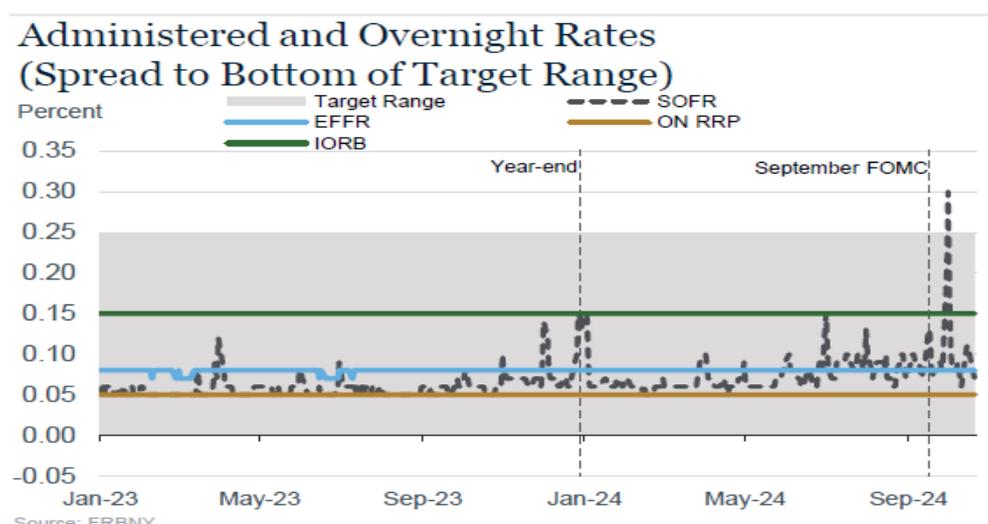
(一) Fed 貨幣政策操作的基本架構、2022 年啟動縮表後的情況，以及未來展望。

Fed 的貨幣政策操作大抵可分為利率管理(administered rates)與資產負債表管理，另外還包含其他輔助短期融通借貸的工具。全球金融危機前，Fed 主要透過貼現窗口、法定存款準備及公開市場操作等政策工具調節準備金，引導聯邦資金有效利率趨近目標，並以貼現窗口之主要融通利率作為聯邦資金利率目標上限，為利率走廊體系操作模式。

全球金融危機爆發後，Fed 實施量化寬鬆政策(quantitative easing, QE)，釋出大量資金至銀行體系，導致銀行體系準備金大增，拆借需

求下降，使得無法以原先的公開市場操作方式有效影響聯邦基金有效利率。Fed 因此對準備金付息(準備金餘額利率，IORB)，讓存款機構不願意以低於 IORB 之利率拆出資金，IORB 理應為聯邦基金利率目標區間下限，然而非存款機構，如 Freddie Mac、Fannie Mae 等，無法使用 IORB 機制獲取利息，因此願意將資金以低於 IORB 之利率拆出，使得 IORB 轉為聯邦資金利率目標區先上限。為了控制聯邦資金利率之下限，Fed 推出隔夜附買回操作(ON RRP)，吸收非存款機構餘裕資金，使得 ON RRP 利率成為聯邦資金利率目標區間下限。Fed 以 IORB 與 ON RRP 利率分別設定為聯邦資金利率目標區間上、下限，以利率下限體系(floor system)來控制聯邦基金利率落在目標範圍內(圖 6)。

圖 6 聯邦資金有效利率



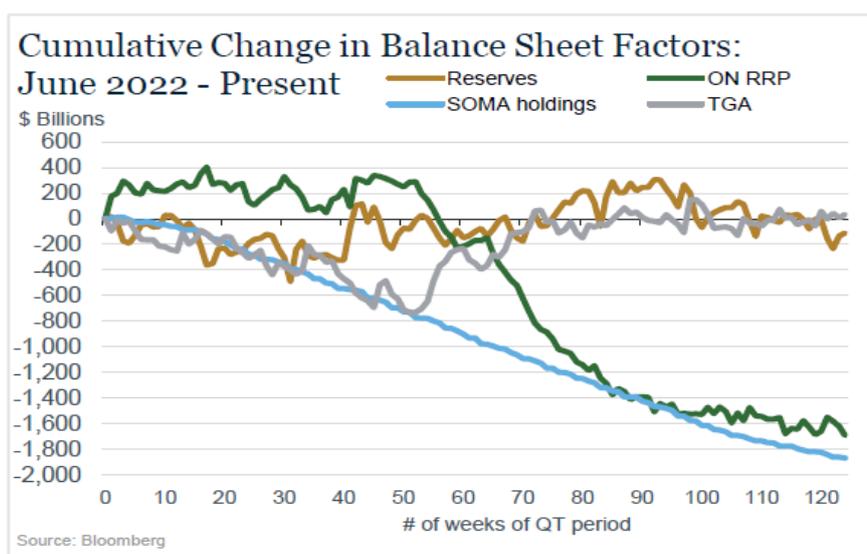
資料來源: Roberto (2024)

資產負債表方面，Fed 透過資產驅動(asset-driven)的購買來提供融通或解決市場運作問題，以及負債驅動(liability-driven)的購買來滿足 Fed 的寬鬆需求。除了上述工具外，Fed 還使用其他輔助工具(backstop facility)，包含貼現窗口、常備回購機制(standing Repo facility)、常備換匯協議(standing swap line)與外國及國際貨幣當局債券附買回

交易機制 (FIMA Repo Facility)，來對市場提供流動性，強化政策執行的有效性。

自 2022 年 6 月起，Fed 啟動縮表計畫，圖 7 顯示影響資產負債表累計變動的因素。資產負債表最初流動性的縮減是來自於準備金與國庫總帳(Treasury General Account, TGA)，而隔夜附賣回餘額則略微上升。2023 年 6 月政府債務上限問題解決後，隔夜附賣回餘額迅速下降，為 2023 年公開市場操作帳戶(System Open Market Account, SOMA)資產組合中主要的縮減項目。總體而言，目前的準備金水準與 2022 年 6 月開始縮表的水準非常接近，並無跡象顯示準備金將轉為稀缺。

圖 7 Fed 資產負債表累計變動因素:樣本期間 2022/6-2024/10

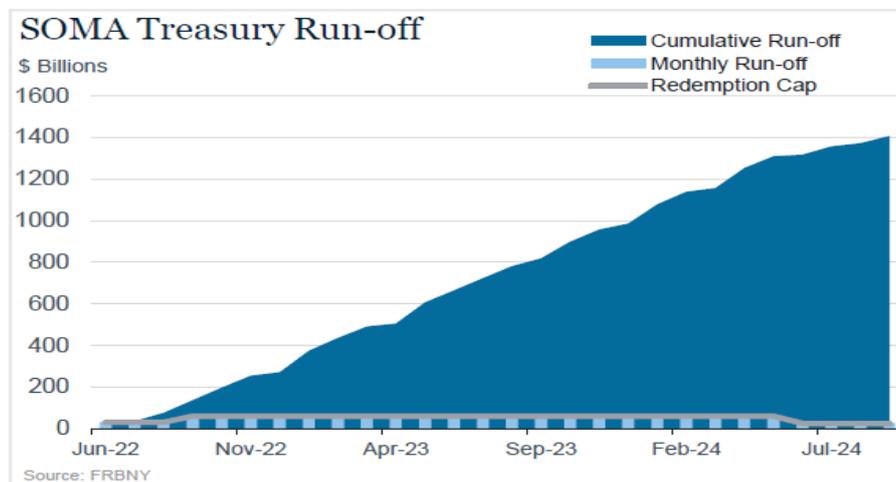


資料來源: Roberto (2024)

圖 8 顯示 SOMA 資產組合中主要的縮減項目-國庫券。Fed 根據資產負債表規模縮減的原則和計劃，2022 年 6 月開始進行投資組合贖回。縮減計劃是根據以往的經驗教訓，其中贖回上限(Redemption Cap)反映了歷史經驗，並根據當前環境進行了調整。國庫券贖回上限於 2024 年 6 月 1 日下調，但未引發明顯的市場困擾。根據 Fed 的

對外溝通，資產負債表的縮減最終將使 Fed 轉向更純粹的國債投資組合。

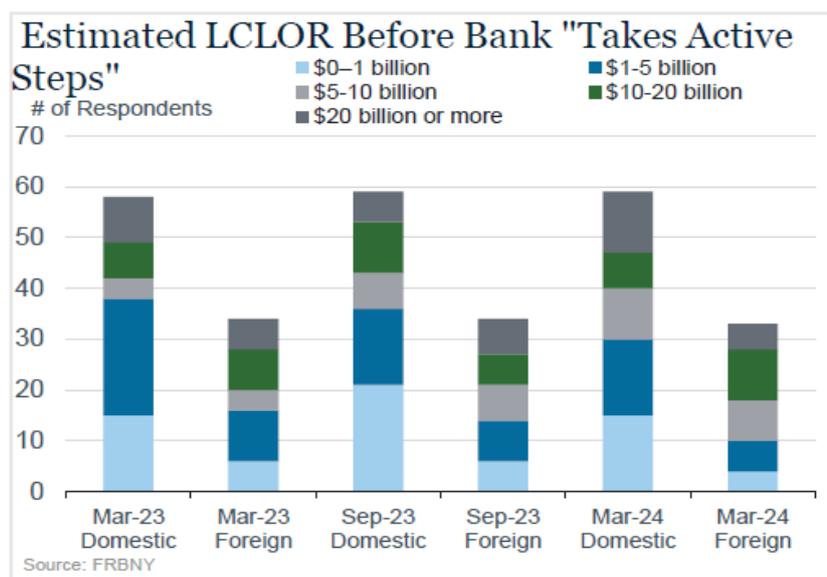
圖 8 SOMA 國庫券縮減



資料來源: Roberto (2024)

在充裕準備金制度下，執行政策所需的準備金平穩水準隨時間而變化，而銀行需求的準備金數量也具不確定性。根據最近的資深財務官調查結果(Senior Financial Officer Survey)，會讓銀行採取行動的準備水準在過去一年半中發生了變化(圖 9)，但總體而言，最低舒適準備水準(Lowest Comfortable Levels of Reserves, LCLoR)尚保持穩定。此結果進一步確認準備不會變得稀缺的評估結果。Fed 官員認為銀行準備需求是個別銀行特異性特徵，與監管指標、資金流出預測和支付需求等銀行層面個別特徵的函數，也是金融市場條件等系統層面特徵的函數。

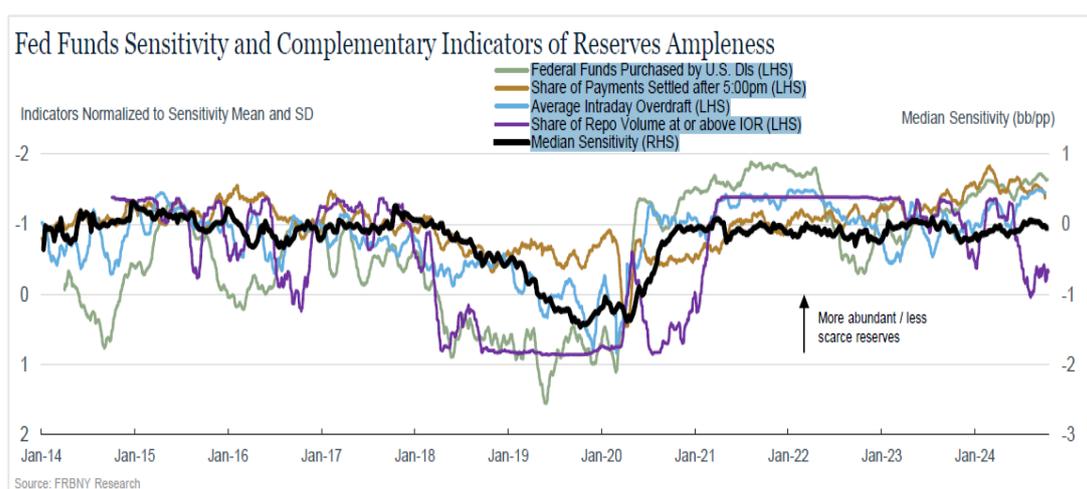
圖 9 最低舒適準備水準 (LCLoR)



資料來源: Roberto (2024)

圖 10 顯示 Fed 用來監控準備的一系列指標，可看出自 2022 年 6 月後開始縮表後，準備並沒有變得稀缺。如同今年 9 月 Fed 主席 Powell 所言，Fed 將持續其縮表計畫，但會緊密監控市場中準備金的充裕程度，根據經濟數據和市場反應，靈活調整縮表的速度或規模。

圖 10 美國聯邦基金敏感性與準備充裕度之補充指標

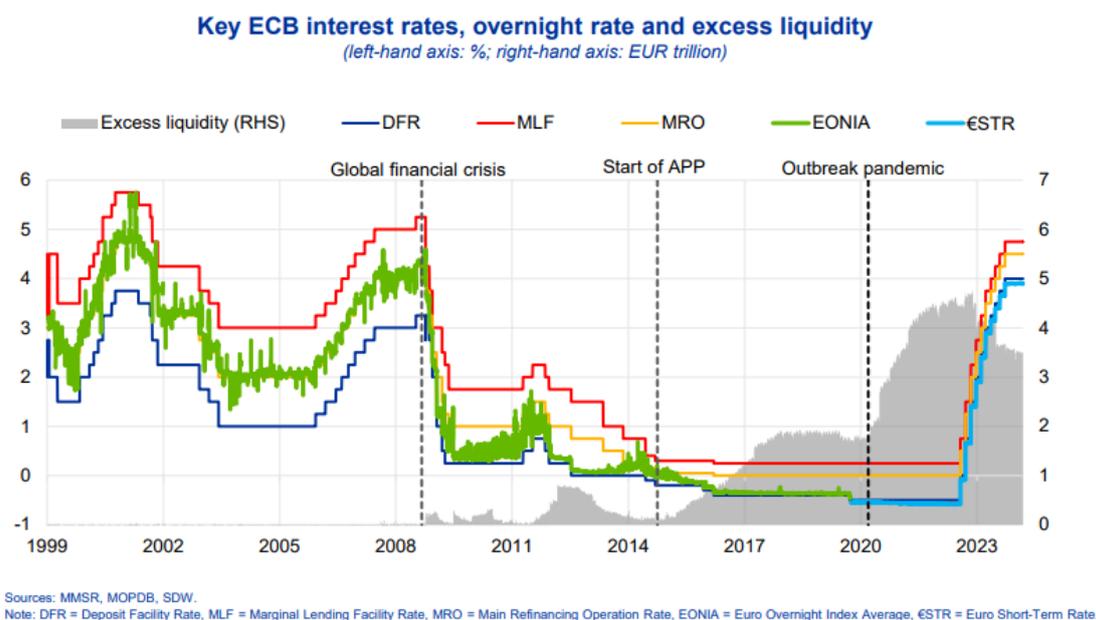


資料來源: Roberto (2024)

(二) 歐洲央行貨幣政策架構與近期操作的變革

歐洲央行(ECB)貨幣政策架構之法定目標為物價穩定，並在不牴觸物價穩定下支持歐盟經濟決策，亦有協助金融穩定之任務。ECB 貨幣政策操作主要透過調整政策利率引導短期市場利率於區間波動。全球金融危機前，ECB 以調整主要再融通操作利率(Main Refinancing Operations, MRO)為核心，以邊際放款利率(Marginal Lending Facility, MLF)為上限，隔夜存款利率(Deposit Facility Rate, DFR)為下限，控制市場利率⁶於此區間波動，為利率走廊體系(圖 11)。全球金融危機爆發以及之後歐債危機的發生，大規模的資產購債計畫使得市場存在大量流動性，市場利率降至利率走廊下限。2015 年 ECB 調整政策以調整隔夜存款利率為核心，利率操作轉為利率下限體制(floor system)(圖 11)。

圖 11 歐元區重要利率變動



資料來源: ECB (2024)

COVID-19 爆發與烏俄戰爭造成全球通膨高升，主要國家紛紛緊

⁶ 2022 年以前為 EONIA(Euro Overnight Index Average)，之後改以歐元短期利率(Euro Short Term Rate, ESTR)取代之。

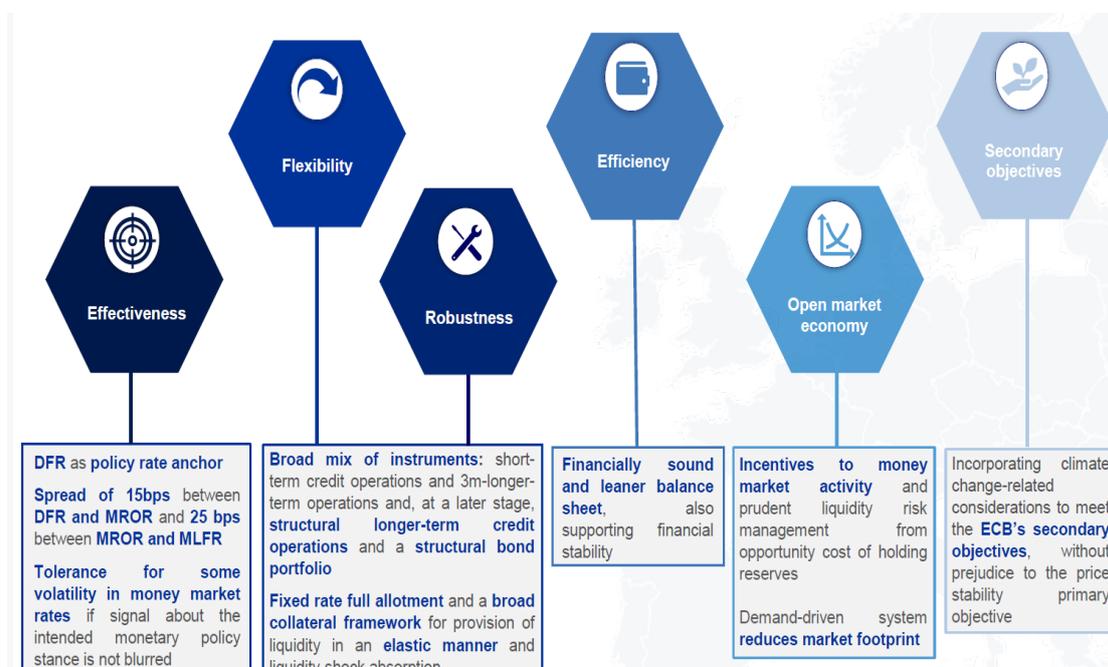
縮政策利率以抑制通膨。2024 年 3 月，ECB 宣布調整貨幣政策操作架構(第三次)，這些變更將影響央行提供流動性的方式，主要係 ECB 預期資產負債表正常化過程中，超額流動性將逐漸縮減。操作架構修改的目的是要鼓勵銀行參與歐洲央行之主要再融通操作調度資金，讓短期貨幣市場利率可以緊貼央行的政策利率決策。ECB 將以下列 6 項原則指導未來貨幣政策的執行(圖 12):

- (1) 有效性：操作架構的主要目標是確保按照歐盟條約的規定有效實施貨幣政策立場，需要讓短期貨幣市場利率緊貼貨幣政策決策。在不曾模糊預期的貨幣政策立場訊號下，些許的貨幣市場利率波動是可以容忍的。
- (2) 穩健性：操作架構需要對不同的貨幣政策組合以及不同的金融和流動性環境保持穩健，並與歐洲央行貨幣政策策略中規定的貨幣政策工具的使用保持一致。歐洲系統打算透過廣泛的工具組合提供中央銀行儲備，以便為銀行體系提供有效、靈活和穩定的流動性來源，從而也支持金融穩定。
- (3) 靈活性：歐元區銀行體系規模龐大，銀行規模、業務模式和地理位置各不相同。因此，以銀行需求為基礎的中央銀行準備彈性供應，最適合有效地為整個歐元區的銀行體系提供流動性，且有助於吸收流動性衝擊。
- (4) 效率：一個有效率的操作架構能執行所需的貨幣政策立場，同時尊重比例原則，並考慮淨副作用，包括金融穩定性風險。此外，該架構應保持金融穩健。金融穩健的資產負債表有助於央行的獨立性，並使貨幣政策得以順利執行。
- (5) 開放市場經濟：操作架構的設計應與市場平穩有序地運作保持一

致，包含與貨幣政策實施有密切關係的貨幣市場。這有利於資源的有效配置、有效的價格發現機制以及貨幣政策的順利傳遞。

(6)次要目標：在確保操作架構可有效實施貨幣政策立場的情況下，操作架構應有助於 ECB 實現其支持歐盟整體經濟政策的次要目標，尤其是在不影響穩定物價之首要目標下，轉型過渡至綠色經濟。在此背景下，操作架構的設計將旨在將與氣候變化相關的考慮因素納入結構性貨幣政策操作中。

圖 12 ECB 第三次貨幣政策架構調整之 6 項原則指導



資料來源: Rahmouni-Rousseau, Imène (2024)。

根據上述原則，ECB 表示將繼續透過調整隔夜存款利率 (DFR) 來引導貨幣政策立場，並預期短期貨幣市場利率將在隔夜存款利率附近波動。歐元體系將透過廣泛的工具組合提供流動性，包括短期信貸操作 (即 MRO) 和三個月長期再融通操作 (Long-Term Refinancing Operations, LTRO)，以及稍後階段的結構性長期信貸操作和結構性證券組合。主要再融通操作利率(MRO)與三個月的長期再融通操作

(LTRO)將繼續透過全額配發的固定利率投標程序進行。市場風險操作利率將會調整，使主要再融通操作利率(MRO)與隔夜存款利率(DFR)間利差由目前的 50 個基點縮小至 15 個基點。這個較窄的利差空間將鼓勵銀行在每週操作中的競價，使得短期貨幣市場利率會在隔夜存款利率(DFR)附近波動，同時，也會鼓勵銀行尋求以市場為基礎的資金解決方案。隨著金融市場、機構和交易對手適應市場流動性的變化以及歐元體系資產負債表的縮減，ECB 理事會將在此公佈的參數範圍內仔細監測過剩流動性的變化和分佈、貨幣市場利率的形成、銀行對準備需求的演變以及貨幣市場和更廣泛的金融市場的運作。根據過往的經驗，ECB 理事會將於 2026 年檢討此操作架構的主要參數，並隨時準備在必要時提早調整架構參數，以確保貨幣政策的實施符合既定原則。

(三) 日本央行貨幣政策架構與近期的改變

從 1999 年至 2023 年，日本央行 (Bank of Japan, BOJ) 的貨幣政策經歷了多次重大變革，其主要目的是因應長期通貨緊縮、經濟成長疲弱以及全球經濟環境的挑戰。以下是其變革歷程的簡述(圖 13)：

(1) 1999 年：零利率政策的開端

1990 年代泡沫經濟崩潰後，日本經濟陷入長期低迷，並面臨通貨緊縮壓力。1999 年，BOJ 率先實施零利率政策，希望透過降低資金成本來刺激投資和消費。然而，實際效果有限，因為企業和家庭普遍傾向於償還債務而非增加支出。

(2) 2001 年：量化寬鬆政策 (QE)

2001 年，BOJ 進一步採取了量化寬鬆政策，成為全球第一個實施該政策的主要央行。QE 的核心是增加商業銀行的準備金，並購買

政府債券以壓低長期利率。此舉旨在向市場注入流動性，進一步緩解通貨緊縮壓力。儘管 QE 在某種程度上穩定了金融市場，但對實體經濟的提振效果有限。企業仍對未來的經濟前景持悲觀態度，導致投資增長乏力。2006 年 BOJ 過早結束 QE。

(3)2010 年：量化寬鬆的深化與「綜合性貨幣寬鬆措施」

全球金融危機後，日本經濟遭受重創，2010 年，BOJ 推出了「綜合性貨幣寬鬆措施」(Comprehensive Monetary Easing, CME)，其主要內容包括：維持 0-0.1% 的低政策利率區間、擴大購買日本國債 (JGB)、公司債和商業票據 (CP) 的規模，並首次涉足購買股票型交易所交易基金 (ETF) 和日本房地產投資信託基金 (J-REITs)，並強調物價穩定目標 (但未正式納入政策目標)。

(4)2013 年：安倍經濟學與「量質兼備寬鬆 (Qualitative and Quantitative Easing, QQE)」貨幣政策

2012 年，日本首相安倍晉三提出以「三支箭」(擴大財政刺激、寬鬆貨幣政策、經濟結構性改革)為核心的安倍經濟學。2013 年 BOJ 在總裁黑田東彥的領導下，實施了所謂「量質兼備寬鬆 (Qualitative and Quantitative Easing, QQE)」之激進貨幣政策。該政策包括：2% 的通膨目標、大規模資產購買。2016 年，為進一步壓低資金成本，引入負利率政策，對部分金融機構存放於央行的準備金收取費用。

(5)2016 年：殖利率曲線控制 (Yield Curve Control, YCC)

由於市場對大規模寬鬆政策的可持續性產生質疑，2016 年，BOJ 調整政策架構，採用「殖利率曲線控制」，該政策目標是將 10 年期國債殖利率控制在接近 0% 的水準，同時維持短期利率在負值區間。

圖 13 BOJ 非傳統貨幣政策歷程

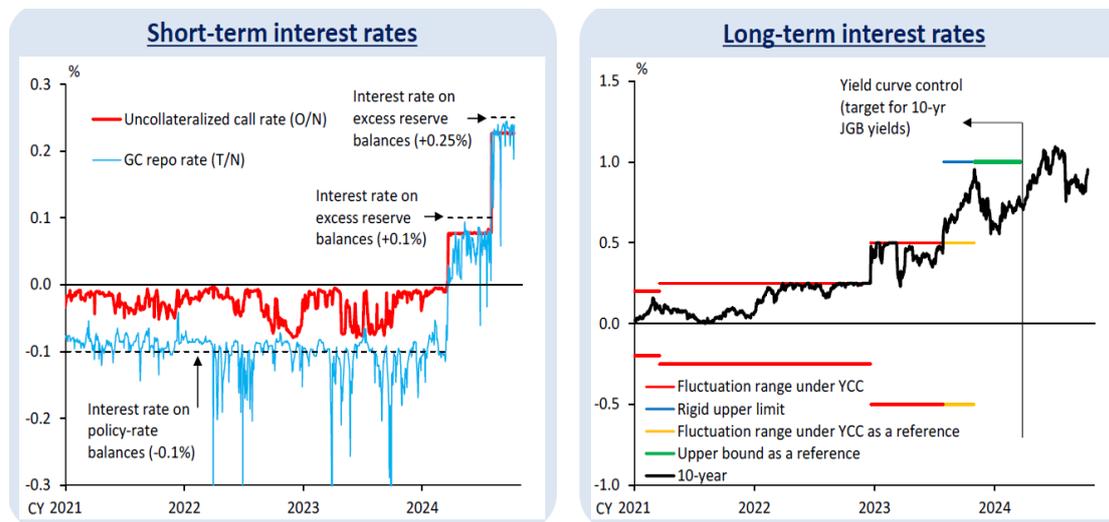
	Operating target	Target of short-term interest rates	(1) Lowering longer-term interest rates	(2) Affecting risk premiums	(3) Applying a negative interest rate to the current accounts	(4) Encouraging inflation expectations to rise
Feb. 1999	Zero Interest Rate Policy	Uncollateralized O/N call rate	"As low as possible" (virtually 0%)	Policy duration effect (forward guidance)		
Aug. 2000						
Mar. 2001	Quantitative Easing Policy	Current account balances at BOJ	Around 0%	Policy duration effect (forward guidance)		
Mar. 2006						
Oct. 2010	Comprehensive Monetary Easing Policy	Uncollateralized O/N call rate	0 to 0.1% (virtually 0%)	JGB purchases / Fixed-rate funds-supplying operation Policy duration effect (forward guidance)	Purchases of risk assets (CP, corporate bonds, ETFs, J-REITs)	"Price stability target of 2 percent" (since Jan. 2013)
Apr. 2013						
Apr. 2013	Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE)	Monetary base	Around 0% ↓ Negative territory (Jan. 2016-)	Large-scale JGB purchases	Purchases of risk assets	Negative interest rate (introduced in Jan. 2016) Strong and clear commitment to achieve the price stability target
Sept. 2016						
Sept. 2016	QQE with Yield Curve Control	Short- and long-term interest rates -Short-term policy interest rate -10-yr JGB yields -Forward guidance (July 2018)	Negative territory	Yield curve control (target for 10-yr JGB yields)	Purchases of risk assets	Negative interest rate Added inflation-overshooting commitment
Mar. 2024						

資料來源: Joji (2024)

2022 年，全球多國因通膨升溫而轉向緊縮政策，但日本因結構性低通膨，仍維持寬鬆立場。儘管能源價格上漲推高了短期通膨，BOJ 認為這是暫時性現象，未改變其貨幣政策基調。2023 年下半年 BOJ 開始微調 YCC 政策，如允許殖利率更大幅度波動，但其基調仍保持寬鬆，表明其仍優先支持經濟增長而非立即因應通膨。2024 年，由於日本近期的經濟數據顯示工資與物價之間的良性循環已趨穩定，BOJ 判斷 2% 的物價穩定目標將在預測(2024 年 1 月展望報告)期間末期可以持續與穩定的方式達成。因此，大規模的貨幣寬鬆措施，包括負利率政策和殖利率曲線控制將被新的貨幣政策架構取代。利率方面，將建立新的短期利率目標，目前定義為無抵押隔夜拆款利率介於 0 與 0.1% 之間，將上調至 0.25%，結束了長期的零利率政策，而 10 年期公債利率目標則被移除，由市場決定長期利率(圖 14)。縮減購債規模方面，將以可預測的方式逐步減少公債購買，但同時以足夠的彈性

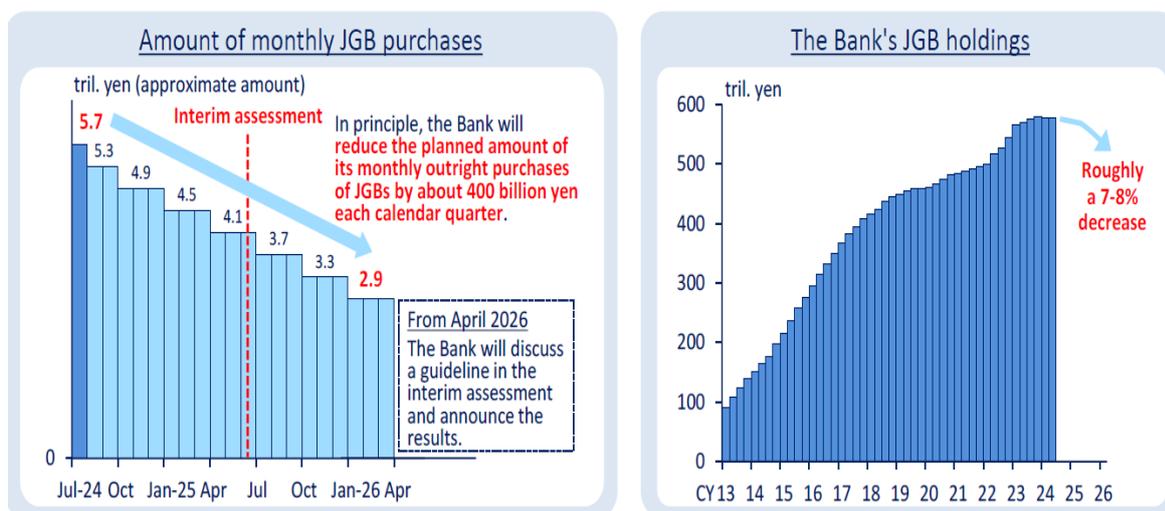
支持公債市場的穩定。BOJ 計劃每季減少約 4,000 億日圓的公債購買量，預計至 2026 年第一季度，月購債規模將縮減至約 3 兆日圓(圖 15)。

圖 14 BOJ 貨幣政策架構變革(2024 年 3 月)



資料來源: IDE, Joji (2024)。

圖 15 BOJ 貨幣政策架構變革(2024 年 3 月)



資料來源: Joji (2024)

在後疫情時代，為了抑制通膨，可看到各大央行為了適應經濟環境的變化，採取不同的策略，實施貨幣政策正常化進程，展現了靈活的政策調整與創新的改革措施。為了因應總體經濟金融之不確

定，本行自 2000 年起將 M2 年成長目標區調整為成長參考區間。展望未來，仍需持續關注主要央行對貨幣政策之相關研究與措施，可作為本行貨幣政策之參考。

伍、心得與建議

本次研討會的內容廣泛，除說明當前地緣政治風險外，也針對美國總統選舉提出對經濟、金融各面向的影響，提出可能風險情境分析與機率概估。除了評估各國經濟金融前景外，也邀請主要央行說明其對經濟金融環境的改變，將如何調整其貨幣政策操作架構。此外，針對金融市場代幣化、經濟平等、央行社區經濟發展 (community economic development) 之角色以及如何與外界溝通的經驗，Fed 資深官員亦與其他專家以及在場學員進行意見交流。

(一) 心得

- (1) 多家資深投顧研究人員認為，國際資本中，針對固定收益的資產配置選擇，國家總體經濟發展概況與前景，以及政府穩健性的影響相當重要；針對股市投資，投資人則較重視公司本身的營運狀況與經營前景。此外，研究人員也強調不同類型的投資者(被動或主動、短期或長期)其資產配置的考慮亦不同。針對國家政府品質 (quality of government) 的評估，投資人也重視央行貨幣政策執行的成效(如通膨目標是否達成)、央行透明度與對外溝通的清晰程度。他們認為央行是否能清楚對外說明其政策，輔以是否能從新聞媒體獲得央行相關的有用資訊，皆為評估資產配置選擇的重要考量。
- (2) NY Fed 的總裁 John C. Williams 分享美國成功抑制 COVID-19

後的高通膨以及勞動市場相對復甦快速的經驗。他表示 Fed 深入探討驅動通膨背後的需求面與供給面因素，並分析商品與服務在疫情爆發與後疫情時代的消費選擇輪替變遷，使得貨幣政策能較有效地控制需求面發展，確保其與供給面的變化相互協調，進而達成通膨穩定與經濟成長復甦。

(二) 建議

(1) 地緣政治風險的影響可能對經濟與金融情況產生結構性的改變。

國家安全、競爭策略的考量可能優先於單純經濟政策，國際政治事件引發的外溢效果亦牽動全球經濟與金融市場。面對地緣政治產生的不確定性，央行宜謹慎評估國際地緣政策風險事件，以情境分析搭配機率分析，做謹慎的風險評估。尤其，台灣身為小型開放經濟體，經濟成長高度依賴貿易，通膨受國際能源、大宗原物料影響甚鉅，且金融市場的穩定性對國際資本移動高度敏感。因此，本行應對國際政治風險謹慎因應，保持政策靈活，以適應瞬息萬變的國際情勢。

(2) 多位央行官員、投顧研究人員以及資深財金媒體記者均強調央行與外界溝通的重要性。尤其，隨著 AI 科技的發展，大型語言模型(LLM)已被應用在分析央行溝通內容上。其涵蓋層面除了學術領域外，尚包含商業應用，例如 Goldman Sachs、Morgan Stanley 與 JP Morgan 皆已透過 AI 技術判斷央行的溝通情緒(鴿派、鷹派或中性)及未來政策走向。本處在 2023 年曾經委託國內學者以文字探勘技術來估計台灣貨幣政策衝擊，惟 AI 語言模型的發展日新月異，且普及率日益增加。本行應密切關注外界是否已開始使

用類似工具分析央行的言論，留意 AI 模型的分析結果是否與本行的政策意圖一致，並同時利用 AI 工具協助強化溝通策略。

參考文獻

中央銀行 (2024), 「川普政策對全球經貿之可能影響及近期對金融市場之效應」, 113 年 12 月 19 日央行理監事會後記者會參考資料。

Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022), “Measuring Geopolitical Risk,” *American Economic Review*, April, 112(4), pp.1194-1225.

Dario Caldara, Sarah Conlisk, Matteo Iacoviello, and Maddie Penn (2022) “The Effect of the War in Ukraine on Global Activity and Inflation. Is It Time for Markets to Worry About Political Risk?” Council of Foreign Relations.

Coronado, Julia (2024) , “US Economic Outlook An Outperformance and a Risky Outlook,” the Presentation of Central Banking Seminar, Federal Reserve Bank of New York.

Perli, Roberto (2024), “Recent Developments in U.S. Monetary Policy Implementation,” the Presentation of Central Banking Seminar, Federal Reserve Bank of New York.

ECB (2024), ECB announces changes to the operational framework for implementing monetary policy, 13 March.

Rahmouni-Rousseau, Imène (2024), “Changes to the Eurosystem operational framework,” the Presentation of Central Banking Seminar, Federal Reserve Bank of New York.

IDE, Joji (2024), “Developments in Japan’s Monetary Policy Implementation Framework,” the Presentation of Central Banking Seminar, Federal Reserve Bank of New York.