

第一章 緒論

第一節 研究動機

匯率制度對於國與國之間的經濟活動具有舉足輕重的影響，在經濟全球化的今日更是重要。致使經濟學家利用簡單的概念，嘗試推論出符合現實世界，進而幫助經濟發展的匯率制度理論。

從早期1880至1910年代的金本位固定匯率制度，到1940至1970年代的布列頓森林協定（Bretton-Woods Agreement），與史密松寧協定（Smithsonian Agreement）變化的固定匯率制度，而到1973年2月的美元貶值，引導世界主要經濟體系皆改行浮動匯率制度。但是無論採行固定或浮動匯率制度皆無法得到完善的效益。致使此後世界各國皆根據自身的經濟條件結構，尋找一最適合的匯率制度，進而發展出各種介於固定或浮動匯率之間的匯率制度。¹

匯率目標區制度也是其中的一種，其概念首先由Williamson（1983）所提出，其提出當匯率位於目標區間內，貨幣當局放手讓匯率自由浮動，但匯率碰觸到邊界水準時，貨幣當局會藉由外匯市場干預，將匯率維持於目標區間內。

然而匯率目標區政策在貨幣當局考量現實狀況下，也會與其他政策相同，存在不確定性的情形。本文主要討論當貨幣當局的信譽不佳狀況下，而使得目標區政策存在各種不確定性時，政策之效果；且若民眾對政策之不確定性的猜測行為並非一成不變之下，會隨現實狀況調整時，目標區政策之效果有何不同。²

¹ 有關各種浮動匯率的變化參閱賴景昌（1994），《國際金融理論（基礎篇）》，第二章。

² 不確定的情況，如：邊界干預措施、邊界水準值，等...

第二節 文獻回顧

「匯率目標區」(exchange rate target zone)一詞，首先由Williamson (1983) 所提出，係指一組央行干預外匯市場時所遵循的法則。主要概念是指央行對匯率設定一可浮動區間（包括上限匯率及下限匯率），當匯率水準位於該區間內時，央行放任匯率由市場力量決定；匯率若欲脫離區間時，央行會進場干預，使匯率不會離開此干預區間。不過受限於數學分析工具的不足，僅止於討論目標區政策的機能及經濟邏輯。直到1988年，Krugman提出「目標區與匯率動態」(Target Zones and Exchange Rate Dynamics) 一文，將隨機微分方程的數學技巧，應用於匯率目標區政策的研究，此篇文章於1991年正式刊登於哈佛大學的經濟季刊 (Quarterly Journal of Economics) 中。

Krugman (1991) 成為日後研究匯率目標區所遵循的經典之作，後續所有研究文獻幾乎以此文之模型為基礎，進行修正及延伸的發展。此文之所以重要，除了引進數學技巧以具體化分析匯率目標區政策外，更重要的是發現藉由貨幣當局宣告目標區的動作，可影響民眾對匯率升貶值的預期，進而改變其投資組合，造成外匯需求的變動，最終導致匯率實際的調整。所以貨幣當局可利用此一機制，雖在目標區間內未採取任何干預行動，藉由政策之宣告改變民眾對匯率的預期，仍會使得匯率波動較浮動匯率制度緩和，而此安定機制稱為「蜜月效果」(Honeymoon Effect)。

Krugman (1991) 文中曾探討政策不確定性的問題，假定因貨幣當局以往施行政策的信譽不佳，民眾不信任貨幣當局所宣告的目標區政策，此一情況會導致民眾對於貨幣當局在外匯市場的干預動作有不一致的看法，進而加大匯率波動的幅度，而且不信任的程度愈高，匯率波動幅度也會愈大。

Bertola and Caballero (1992) 觀察1979年到1987年間，法郎／馬克之雙邊匯率發生六次的重整，而對目標區政策的蜜月效果有所質疑，遂將匯率目標區重整的實際現象納入模型中，且假設民眾預期匯率觸碰到目標區邊界時，貨幣當局可能採取兩種干預措施：第一是將匯率拉回到原來的中心平價；第二則是進行目標區重整，將目前匯率水準設定

為新的中心平價。經過模型的修正後發現，若民眾預期目標區重整的可能性大於二分之一時，則蜜月效果不再存在，藉此解釋歐洲國家實行匯率目標區政策後，反而造成匯率劇烈波動的现象。

在實證的文獻上，Bertola and Caballero (1992) 與 Kempa and Nelles (1999) 觀察歐洲貨幣體制的會員國之間，在開始施行匯率目標區政策的前幾年，時常出現匯率波動加劇，沒有原先所構想具蜜月效果的情況。為了使目標區政策之理論與實證研究相符，既有文獻上提出三個解決的方法：第一是放寬民眾對於貨幣當局目標區政策完全可信的假設，加入外生或內生的重整預期。重整預期的討論如同上述 Bertola and Caballero (1992) 一文。第二是調整貨幣當局的邊界干預方式，討論界內干預 (Intramarginal Intervention) 的情形。Svenssen (1992) 與 Beetsma (1995) 等曾提及界內干預的概念。第三則是放棄價格可迅速調整的假設，研究價格緩慢調整對於經濟體系的影響。Miller and Weller (1991) 利用具有價格調整的隨機 Dornbusch (1976) 模型來研究目標區政策，並將所獲得的結論與 Krugman (1991) 的結論相互比較；除此之外，文中也對 Krugman (1991) 模型的來源作了詳細的說明。

賴景昌與謝智源 (2001) 中則分別探討了貨幣當局施行目標區政策下，存在目標區邊界水準、貨幣當局握有的外匯數量與邊界干預措施等的不確定性之時，對於蜜月效果以及匯率走勢的影響。

José (2000) 利用了民眾猜測貨幣當局之不確定性目標區政策行為的內生化，來探討目標區政策的蜜月效果，文中假設民眾相信貨幣當局施行目標區政策的可信度隨著市場基要偏離中心平價的幅度而降低；結果發現，在此一假設下匯率的走勢位於目標區間內時，仍然具有蜜月效果，而一旦匯率碰觸到目標區的邊界水準時，因民眾已不再相信貨幣當局會堅守目標區政策，所以使得蜜月效果不再存在，而且在匯率碰觸到目標區的邊界水準時匯率會出現大幅跳動的現象。

此外，Krugman（1991）只針對匯率目標區政策對於匯率的影響，並未對於其它總體經濟變數的影響作探討。Klein（1990）修正Krugman（1991）商品市場的設定，放棄購買力平價說的假定且假設產出未處於充分就業狀態，此外利用商品需求為實質利率的反函數，將民眾對於物價變動的預期引入模型之中。利用此一具有匯率變動預期與物價變動預期的聯立隨機微分方程體系，發現當經濟體系面臨貨幣面的干擾時，匯率目標區政策對於匯率、物價與產出皆具安定效果，且目標區的區間越小，政策的穩定作用越大。而當經濟體系面臨自商品面的干擾時，匯率目標區政策雖能安定匯率，但卻使物價與產出的波動加大。Sutherland（1995）的模型假設名目工資具有僵固性，且總合需求僅受實質匯率與商品市場干擾所影響，其他的設定則與Klein（1990）相同。Sutherland（1995）所推得的結論大致上與Klein（1990）相一致，但進一步指出，當體系同時面臨貨幣與商品面的干擾時，介於固定匯率制度與浮動匯率制度之間的匯率目標區制度，為較佳的匯率政策，更能穩定物價及產出。

第三節 本文架構

本文共分為六章。第一章為**緒論**，說明研究動機及目的，與簡單介紹匯率目標區相關的研究文獻。第二章為**匯率目標區模型概述**，說明本文中所用的模型，與簡述數種目標區干預措施，以及說明民眾對於干預措施的猜測行為。第三章為**不確定性干預措施之匯率目標區模型**，搭配不同的民眾猜測行為下，干預措施的不確定性對匯率走勢的影響。第四章為**考量匯率重整可能性之不確定干預模型**，搭配不同的民眾猜測行為下，在目標區重整存在不確定性對於匯率走勢的影響。第五章為**不確定干預邊界之匯率目標區模型**，搭配不同的民眾猜測行為下，在不確定的干預邊界對於匯率走勢的影響。第六章為**結論與未來展望**。