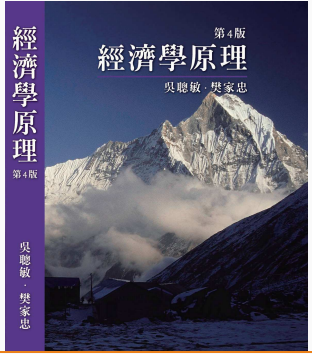
# 第 25 章
# 貨幣政策



# 目錄

1. 升息與降息

2. 量化寬鬆政策

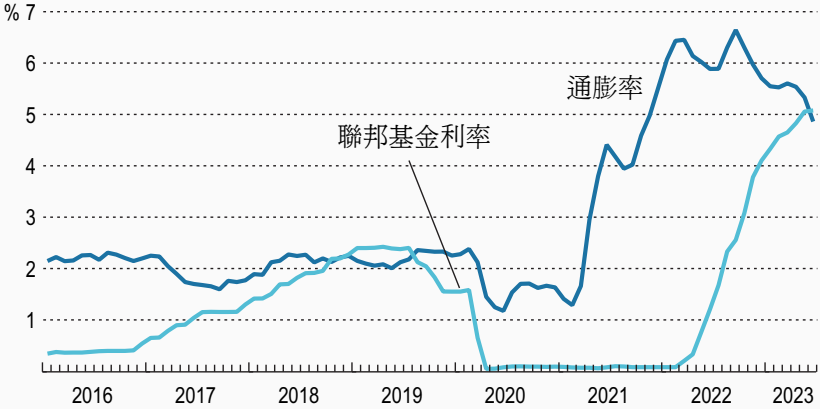
3. 台灣央行的利率政策

# 不受歡迎的措施

- 2023年1月, 聯準會主席鮑爾 (Jerome Powell):
  穩定物價需要採取不受歡迎的措施 (measures that are not popular)

# 升息與降息

# 美國的通膨率與利率




- 計算通膨率之 CPI 不含食物與能源, 又稱為核心 CPI (core CPI)

# 升息: 2022–2023

- 美國聯邦基金利率在 2022 年 2 月的平均仍然是 0.08% 極低的水準。但是, 3 月上升至 0.20%; 到了 2023 年 7 月, 已上升到 5.08%
- 原因, 美國出現持續的通膨
- 「穩定物價需要採取不受歡迎的措施」, 指的就是升息

# 聯邦基金利率

- 聯準會底下有一個聯邦公開市場委員會 (Federal Open Market Committee, 簡稱為 FOMC), 每年開 8 次例行會議, 訂定聯邦基金目標利率 (federal funds target rate)
- 市場實際的利率稱為聯邦基金有效利率 (federal funds effective rate), 與目標利率差異甚小
- 聯邦基金利率是美國商業銀行間的短期借貸利率, 起源於存款準備金制度

# 公開市場操作: 降息

- 2008年4月底, 聯準會宣布將聯邦基金利率目標調降至1碼, 由原先的2.25%降為2.00%
- 聯準會調降利率目標之後, 聯準會的交易員即在公開市場買入債券
- 聯準會所買入的債券原先是各商業銀行所持有, 銀行出售債券後, 它所持有的現金即增加, 進而導致聯邦基金利率下降,
- 聯準會的公開市場操作 (open market operation) 會持續到2.00%的目標為止

# 通膨預期

- 2021年初美國已經出現通膨, 但是, 聯準會並未升息, 原因是聯準會官員一開始認為通膨是短暫性的
- 但是, 美國有些學者, 例如, Robert Barro, 在當時就認為 Fed 應該升息
- 事後看來, 2021年初, 民眾已出現通膨預期

# 通膨預期定錨

- 通膨預期定錨 (inflation expectations anchor)
- 柏南克 (Ben S. Bernanke): 通膨預期之定錨可能良好, 但也可能不穩定
- 不穩定的定錨是指民衆對未來的通膨預期可能會隨著經濟情勢, 以及當前或以往的貨幣政策而改變
- 反之, 所謂通膨預期定錨良好, 則指民衆的通膨預期不因為當前的經濟狀況, 以及當前與以往的貨幣政策而改變

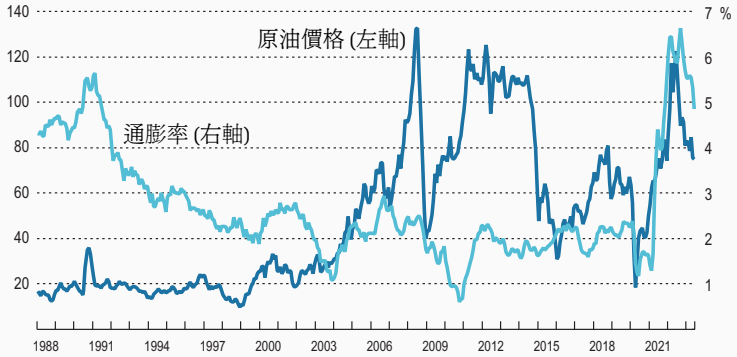
# 通膨預期定錨

- 例如, 如果通膨預期定錨是 2%, 則寬鬆貨幣政策不致造成通膨; 反之, 若定錨不穩定, 寬鬆貨幣政策會造成通膨
- 由以上的理論, 2021 年初美國的通膨預期定錨不穩定, 因此, Fed 的寬鬆貨幣政策造成通膨

# 油價與通膨預期定錨

- 根據以上的理論, 如果通膨預期定錨良好, 油價波動並不會造成物價上漲

# 美國的通膨率與油價




- 油價為布蘭特 (Brent–Europe) 每桶美元, 通膨率是以核心 CPI 計算
- 2000–2013 年, 原油價格上下起伏, 但美國的 CPI 相對穩定, 表示通膨預期定錨良好

# 如何穩定通膨預期定錨?

- 善用利率政策工具
- 前瞻指引 (forward guidance): 央行可以向社會大衆說明, 未來貨幣政策的走向, 重點是民衆相信央行的說法

# 量化寬鬆政策

# 量化寬鬆政策

- 量化寬鬆政策 (quantitative easing, 簡稱為 QE)
  Fed 購買指定數量的長期債券包括財政部公債, 目標是降低長期利率, 以求刺激景氣

# 量化寬鬆政策

- QE 政策被稱為非傳統貨幣政策 (unconventional monetary policy), 原因是在傳統貨幣政策下, 央行的公開市場操作都是交易短期債券
- 換言之, 傳統的貨幣政策直接影響短期利率, 長期利率只是間接受影響
- 相對的, 量化寬鬆政策則是交易長期債券, 故會直接影響長期利率

# 台灣央行的利率政策

# 量化寬鬆政策

- QE 政策被稱為非傳統貨幣政策 (unconventional monetary policy), 原因是在傳統貨幣政策下, 央行的公開市場操作都是交易短期債券
- 換言之, 傳統的貨幣政策直接影響短期利率, 長期利率只是間接受影響
- 相對的, 量化寬鬆政策則是交易長期債券, 故會直接影響長期利率

# 台灣的通膨率與利率

- 台灣的通膨似乎相對溫和; 但是, 台灣的通膨率低是假象

# 物價管制與通膨

- 主計總處公布的 CPI, 居住支出項的占比低估, CPI 上漲率可能也低估
- 油電凍漲
- 農委會管制蛋價
- 其他的價格管制 (水價, 專案進口豬肉, ...)

# 「穩定物價小組」

- 國發會:「穩定基本民生物價, 為政府重要政策目標」
- 「加強從上、中、下游之生產到銷售的整體流程掌握與監控, 並適時採取各項穩定物價措施, 確保穩定民生物價, 以保障消費者權益。」
- 歐美國家, 穩定基本民生物價也是政府重要政策目標, 但做法是良好的貨幣政策, 台灣則是經由物價管制

# 重貼現率

- 2023年3月23日, 台灣央行的理監事會決議升息半碼 (0.125%):「本行重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率各調升0.125%, 分別由年息1.75%, 2.125%及4%調整為1.875%, 2.25%及4.125%。」
- 重貼現率是商業銀行向央行借錢的利率, 台灣央行稱之為「政策利率」

# 重貼現率與隔夜拆款利率

- 台灣商業銀行之間本來就有一個短期借貸市場, 稱為金融業拆款 (interbank call loans) 市場, 利率稱為隔夜拆款利率
- 2020年3月底, 台灣央行宣布降息1碼, 重貼現率降為1.125%; 但是, 2月的隔夜拆款利率平均只有0.178%
- 因此, 台灣央行宣布降息, 商業銀行並不會向央行借錢, 也無寬鬆政策的效果

# 目標利率

- 台灣央行為何不以金融業隔夜拆款利率做為目標利率?