

# 央行如何因應通貨膨脹與分配不均？

---

李怡庭

台大經濟系

2021/12/1

本文內容僅屬個人意見，不代表中央銀行的意見

## 明確的貨幣政策執行架構

- 大眾關注的焦點：通膨上升的壓力、所得與財富分配不均
- 央行和貨幣政策應自外於此嗎？
  - 法定目標與其他目標
- 建立一個具有獨立性、透明度和可究責的央行和貨幣政策的執行架構，幫助大眾對利率和通膨形成預期，減少市場的不確定性，使央行政策對經濟的影響更有效，也更有效地回應問題

## 以英格蘭銀行為例

英格蘭銀行(BoE) 在1998年通過了以物價穩定為首要的法定目標，將通貨膨脹率目標定為2%，如果通膨率高於或低於2%超過1個百分點，央行總裁就必須寫信給財政大臣，公開說明沒有達到通膨目標的原因、將採取什麼政策，和預期多久回到通膨目標等，體現央行和貨幣政策的透明度和可究責性

## 英格蘭銀行總裁的信 (2021.09.23)

- the reasons why inflation has moved away from the target, and the outlook for inflation
- the policy action that the MPC (Monetary Policy Committee) is taking in response
- the horizon over which the MPC judges it is appropriate to return inflation to the target
- the trade-off that has been made by the MPC with regard to inflation and output variability in determining the scale and duration of any expected deviation of inflation from the target
- how this approach meets the Government's monetary policy objectives

# BoE 通膨展望

- 疫情對經濟的影響非常不平均, 對供給面和需求面都有顯著的影響, 且為物價帶來壓力
  - CPI 上漲率在2021年8月達到3.2%, 是2011年11月以來最高的水準
  - 貨幣政策委員會 (MPC) 認為通貨膨脹率將在中期回歸到2%的目標

## BoE 將採取什麼行動因應？

- 央行總裁重申物價穩定是整個貨幣政策架構的首要地位，將採取貨幣政策以達到2%的通膨目標，並以此幫助經濟成長和就業
- 貨幣政策委員會將採取措施是使通貨膨脹率在兩年左右回到目標值
- 為了達到將通貨膨脹率在中期回到目標水準，無可避免的，央行可能在某些時候必須採取緊縮的貨幣政策
- 貨幣政策委員會將持續注意失業和勞動市場的情況、廠商將工資或其他成本反映在物價上，以及大眾的中期通膨預期

## BoE 的因應措施如何達到其法定目標？

- 委員會再度重申維持物價穩定是央行的法定目標，並在達到這個目標的前提下支持經濟體的成長與就業
- 貨幣政策執行策略的基本，在於有足夠的透明度達成物價穩定

## 英國財政大臣的回信

- 同意央行總裁對於通膨高於目標的原因的評估
- 認知不同商品和勞務的價格上漲率不同，而這會使個人和家戶受到通貨膨脹的影響不同
- 政府對英格蘭銀行執行貨幣政策的獨立性，以及具有彈性的通膨目標機制予以承諾
- 這個2%的CPI 通膨目標是對稱的：高於或低於這個目標都是偏離目標，必須採取政策來因應
- BoE 的貨幣政策執行架構，可以幫助定錨大眾的通膨預期，使貨幣政策得以有效達到目標



# 歐洲央行

- 歐洲央行(ECB) 以調和物價指數 (Harmonised Index of Consumer Prices, HICP) 上漲率 2%為法定目標
- ECB 認為, 以穩定物價為目標所採取的貨幣政策, 有助於減緩所得不均
- 雖然造成所得不均度擴大有其結構性因素 (例如資本財更便宜也更容易獲得而取代勞動), 這不表示央行不必思考貨幣政策和分配不均之間的關聯
  - 分配不均對貨幣政策傳導機制的影響
  - 貨幣政策本身影響了所得和財富的分配

## 分配不均對貨幣政策傳導機制的影響

- 從執行貨幣政策有效性的角度，應該思考分配不均對貨幣政策傳導機制的影響
- 最近許多研究認為，所得和財富的異質性為貨幣政策主要的傳遞機制，異質的家計單位面對所得和財富面的衝擊會採取不同的支出行為（具有不同的消費邊際傾向）

Auclert, A. (2019), "Monetary Policy and the Redistribution Channel", *American Economic Review*, Vol. 109, No 6, pp. 2333-67.

Kaplan, G., Moll, B. and Violante, G.L. (2018), "Monetary Policy According to HANK", *American Economic Review*, Vol. 108, No 3, pp. 697-743.

## 維護物價穩定緩和所得分配不均

- 一般認為通貨膨脹是最具有累退性質的稅，低所得家戶的生活成本對物價水準波動的反應最敏感
- 央行達成維護物價穩定的責任就是保護人們的購買力，也增進低所得家戶的生活水準
- 一些實證研究指出，當貨幣政策將通貨膨脹率保持在平穩的水準時，所得分配不均的情況也較為平緩

BIS (2021), "The distributional footprint of monetary policy", Annual Economic Report, 29, June.

## 低利率政策提高所得分配不均

- 貨幣政策對所得分配的影響必須更細緻地考量，尤其是資本利得
- 瑞典：若將實現的資本利得包含在個人所得中，相對於中產階級，低利率政策使高所得者（資本利得提高）和低所得者（勞動所得提高）獲益
- 丹麥：擁有最高所得的家戶單位是從低利率政策中獲益最大的

Amberg et al. (2021), "Five Facts about the Distributional Income Effects of Monetary Policy", Working Paper Series, No 403, Sveriges Riksbank

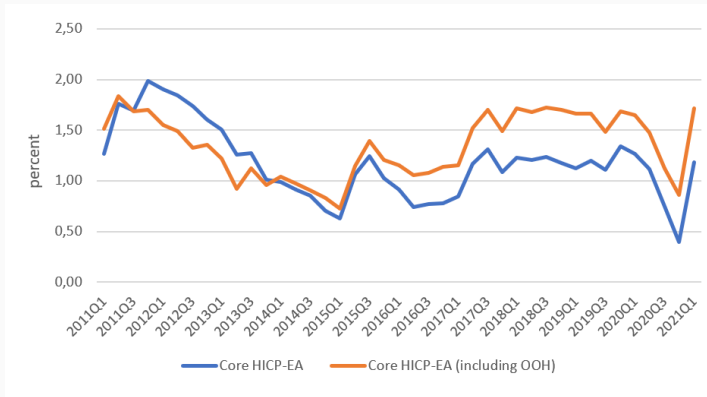
Andersen, A.L. et al. (2020), "Monetary policy and inequality", Discussion Papers, No 15599, Centre for Economic Policy Research

## 為何央行應該關注房地產價格？

- ECB 認知金融穩定是物價穩定的前提，無論從物價穩定或是金融穩定的角度來看，央行都必須關注房地產價格
- ECB 研究將房價（自用住宅房產價格，owner-occupied housing prices）納入調和消費者物價指數，稱為「增強的HICP」（augmented HICP）
- 納入自用住宅房產價格的物價指數，更好地呈現家計部門真正的消費支出，而且更好地反映貨幣政策的傳導

“Monetary policy and inequality,” Speech by Isabel Schnabel, 9 November 2021.

# Core inflation with and without taking into account the cost of owner-occupied housing



“The rising cost of housing,” 09 Jul 2021.

## 結論：以英格蘭銀行和歐洲央行為例

- 台灣央行的法定目標之一是維護物價穩定，若沒有明確的通膨目標，如何才算沒有達到法定目標？
  - 若未達到穩定物價的目標，央行將採取什麼措施因應？
  - 預計多久可以回到穩定物價的目標？
- 台灣央行是否關心所得與財富分配不均？
  - 目前的消費者物價指數衡量出真實的生活成本嗎？
  - 房價持續上漲對人們生活成本的影響、資源誤置、銀行房地產放款的過度擴張等問題，對金融穩定和經濟成長帶來挑戰
- 一個具有獨立性、透明度和可究責的央行和貨幣政策的執行架構，才能因應通貨膨脹與分配不均的問題