

14 貨幣政策的執行策略

① 貨幣政策最終目標的衝突

② 貨幣政策目標機制

③ 泰勒法則 (Taylor rule)

貨幣政策最終目標

- 貨幣政策的最終目標大致包括物價穩定、經濟成長和維持金融體系的安定等，許多主要工業國家都是以物價穩定為優先的最終目標。
- 中央銀行執行貨幣政策，藉由調控貨幣供給或利率水準來達到最終目標。

貨幣政策最終目標的衝突

貨幣政策最終目
標的衝突

貨幣政策目標機
制

泰勒法則
(Taylor
rule)

- 央行貨幣政策的最終目標短期內可能有衝突。
- 例如景氣熱絡時，央行面臨通膨和利率雙雙上漲的壓力：

緊縮性貨幣政策壓抑通貨膨脹：賣出債券 → 債券利率上漲 → 失業率上升；寬鬆貨幣政策以降低失業率 → 通貨膨脹壓力。

時間不一致性

- 若央行以物價穩定為目標，卻又為了其他目標（如促進短期經濟成長）而實施造成物價上漲的貨幣政策，便產生「時間不一致性」(time-inconsistency) 的問題。

時間不一致性: 例子

央行宣稱追求物價穩定的目標，將通膨目標訂在 2.5%，且大眾相信央行，將其預期通膨率訂在 2.5%，廠商和勞工都根據此預期通膨率決定工資。

- 央行實施超出預期的寬鬆貨幣政策，造成物價上漲、利率下跌，廠商的借貸成本降低，而工資在短期內難以調整，廠商發現在短期內多雇用勞工增加生產是有利的，失業率就降低了。
- 若短期內物價穩定與就業率有抵換關係，央行可能為了追求短期高就業率，採取寬鬆貨幣政策，期望用些微的物價上漲來換取高就業率。

貨幣政策最終目標衝突

- 由於短期內央行的最終目標之間可能會有衝突，或發生時間不一致性的問題，各國央行採取不同方式來解決此問題。
- 英國、加拿大和紐西蘭等國明令央行的首要目標是物價穩定，美國央行則同時以物價穩定及最大就業率為目標。

- 名目工具是央行選擇可透過貨幣政策工具來影響、並與其最終目標有關的名目變數。
- 央行為該名目工具建立明確的目標區間，其貨幣政策的執行便在於達到這個目標區間，降低時間不一致性的問題。
- 例如：央行為了達成物價穩定，必須選擇一個受貨幣政策工具影響的名目工具（例如通貨膨脹率或 M2 成長率），央行藉由執行貨幣政策工具，使該名目變數落在央行預定的區間內，以達成物價穩定的最終目的。

貨幣政策目標機制

貨幣政策目標機制是央行執行貨幣政策的策略：

- 貨幣目標機制 (monetary targeting);
- 通貨膨脹目標機制 (inflation targeting);
- 無明示目標機制 (monetary policy with an implicit nominal anchor)。

貨幣政策的執行策略

貨幣政策工具的執行到最終目標的實現有時間落差，因此需要明確的策略來指引政策工具的操作：

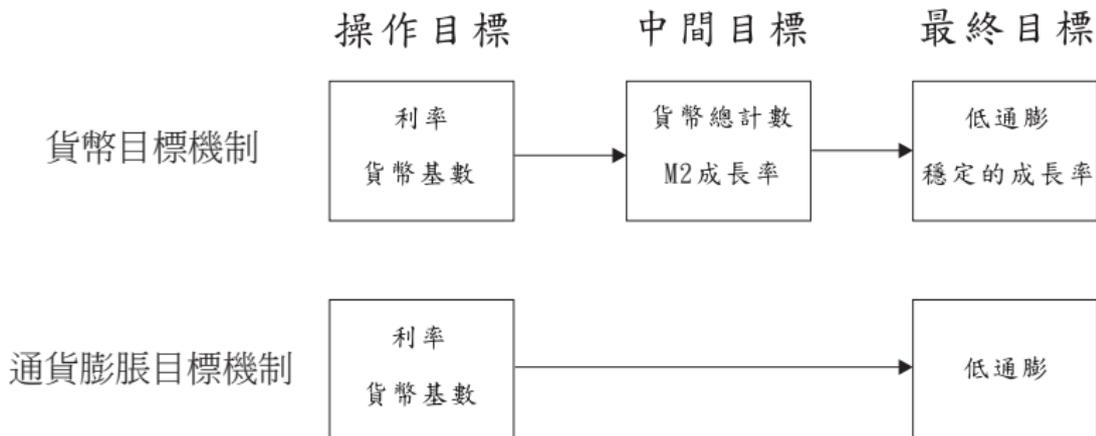
貨幣政策工具 → 操作目標 → 中間目標 → 最終目標

- 作為中間目標的金融變數 (例如貨幣數量 M1、M2 的成長率或短期利率和長期利率)，必須與最終目標具有密切的關係。
- 央行會選擇與中間目標關係密切，能夠受到貨幣政策工具直接影響、且隨時可掌握的金融變數 (如準備金、貨幣基數、同業拆款利率等)，作為操作目標。

貨幣政策執行的邏輯：例子

- 某國央行以物價穩定為最終目標，並設定物價年增率為2%。
- 據總體經濟和計量模型，計算出為達到物價年增率為2%所應設定的 M2 成長率目標區間為5%至7%。
- 央行以貨幣基數為操作目標，貨幣基數成長率必須控制在2%至3.5%之間，才可使中間目標 M2 成長率控制在5%至7%之間。
- 若貨幣基數低於目標，央行透過公開市場買入債券來達成該目標值。

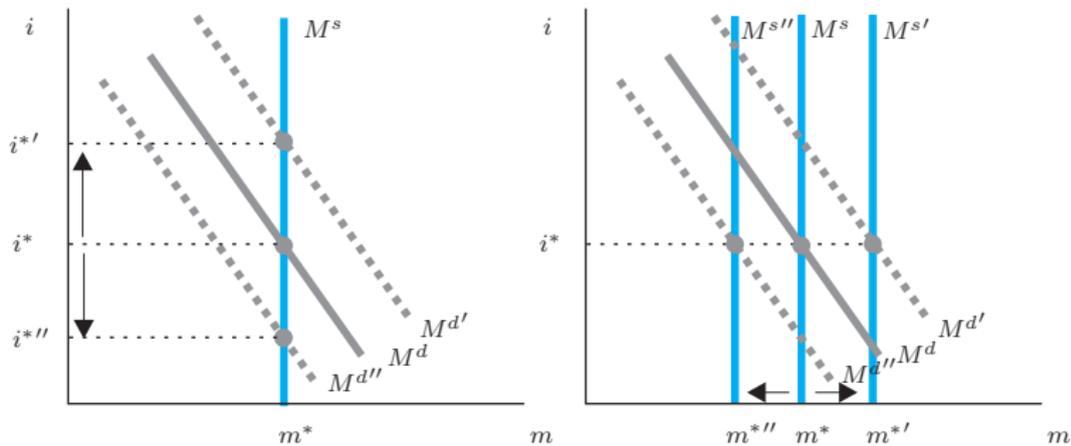
圖: 14.1 貨幣政策的執行策略



中間目標與操作目標的選擇

- 挑選中間目標與操作目標的準則是，這些金融變數必須是央行可衡量（即可觀察的）和可控制的。
- 央行無法同時以利率與貨幣數量作為目標變數。

圖 14.2 央行無法同時以利率與貨幣數量作為目標



(a) 央行以貨幣供給為操作目標

(b) 央行以利率為操作目標

貨幣目標機制

- 貨幣目標機制乃是以貨幣總計數 (monetary aggregates) 的年成長率作為中間目標，央行會宣布年成長率的目標區間，其後央行就必須負責達成這個目標。
- 若貨幣和物價或總產出之間的關係得以維持穩定，或該關係雖改變仍可予以合理解釋時，則貨幣數量可作為貨幣政策重要指標。

我國央行如何制定 M2 成長率目標區間

- 央行在每年年底估計貨幣需求函數 → 估算次年的貨幣需求 → 核定次年的 M2 成長率目標區 → 年中檢討目標區達成的狀況。
- 例如，2008年 M2 成長率目標區間原本設定為3%至7%，到了2008年年中，央行參考主計處於5月公布之經濟成長率、消費者物價上漲率的預測值，以及金融變數之後，將2008年 M2 貨幣成長目標區調整為2%至6%。

貨幣目標機制有效的前提

貨幣政策最終目
標的衝突

貨幣政策目標機
制

泰勒法則
(Taylor
rule)

- 以 M2 成長率為目標機制者，其得以影響一國的名目所得的前提是，M2 貨幣需求函數具有穩定性。央行也必須利用計量方法檢定 M2 貨幣需求函數的穩定性，及其方程式的模型設定是否良好。

貨幣目標機制的優點

- 彈性：央行可根據經濟成長率、消費者物價上漲率的預測值以及利率等變數訂定 M2 成長目標區間，在經濟情勢發生變動時可修正目標區間。
- 透明度：明確宣示 M2 成長率目標區間；短時間內便可正確衡量 M2 及檢驗政策成效。
- 可究責性：目標區間明確，民衆有明確的標準評斷央行的表現。
- 傳訊效果：央行也可以在短時間內對市場傳遞訊息，及時抑制通貨膨脹預期。

貨幣目標機制的缺點

- 許多金融創新的出現和各國解除金融管制，使貨幣總計數的正確衡量日益困難，而貨幣總計數和物價的關係亦漸趨不明確和不穩定。
- 操作目標和中間目標必須有明確穩定的關係，例如：以貨幣基數為操作目標，以 M2 為中間目標，它們之間的關係是 M2 的貨幣乘數。經濟金融環境發生變化，使貨幣乘數難以預測。
- 如果上述兩項關聯，發生了變化，央行就必須重新設定它的目標，並向民衆解釋為什麼它不能達到目標。

通膨目標機制

- 由於貨幣目標機制的缺點，一些央行將操作目標（如利率）和最終目標（如通貨膨脹率）直接連結起來，如通貨膨脹目標機制。
- 通貨膨脹目標機制由紐西蘭在1990年採用以來，已被超過20多個國家所採用。
- 實證發現，通貨膨脹目標機制在達到通貨膨脹率穩定以及產出的穩定，有很好的成效。

通膨目標機制要點

- 央行明確宣示一個通貨膨脹率的目標值，或一個目標區間。
- 貨幣政策的執行必須仰賴通貨膨脹率的預測，因此該制度有時也被稱為「通貨膨脹預測值目標機制」(inflation forecast targeting)。
- 有很高的透明度和可究責性。
- 實務上也兼採其他變數，由央行判斷各變數的重要性以設定權數。

通膨目標機制的實施

- 英格蘭銀行 (英國央行) 在1998年通過了以物價穩定為首要目標的法律。
 - 訂定了通貨膨脹率的目標值, 貨幣政策委員每個月都會定期舉行會議, 決定短期利率, 以達到通貨膨脹率的目標值。
 - 為了說服民衆央行會致力於降低通貨膨脹率, 委員會後得發布會議紀錄, 每一季也會發布它對未來通貨膨脹的預測。
- 英國央行的作法增加貨幣政策的透明度, 和央行的可究責性, 進而提高英國央行的公信力。

通膨目標機制的優點

- 央行會定期發布有關貨幣政策的報告：增加透明度及可究責性。
- 當央行採取許多措施讓民衆相信它能夠將通貨膨脹壓低，便可以降低人們對未來通貨膨脹的預期：建立對預期的管理和公信力。
- 一旦央行建立了高度的公信力，會讓它有比較高的彈性，在未來景氣衰退時，可以採取稍微寬鬆的貨幣政策加以因應。

通膨目標機制的缺點及贊成者的反駁

- 政策反應太慢；但央行可以在通膨還在萌芽之際就採取措施予以壓制，避免民衆形成通貨膨脹預期。
- 過度僵化；在實際操作上，通貨膨脹目標機制的彈性很大，它可以自由選擇政策工具與操作指標，在必要時也可以採取措施因應景氣衰退，維持產出的穩定。
- 造成產出波動；因為通膨目標機制所具有的高透明度、可究責性和公信力，使民衆降低通膨預期，在達到穩定物價的過程中所受到的經濟損失其實不大。

無明示的目標機制

Fed 關心物價與產出的穩定，但它不明示以什麼名目工具為目標，而是採用各種資訊瞭解當時的經濟狀況，並據以決定貨幣政策，相當具有彈性。

優點：

- 避免仰賴單一指標。
- 達到對物價水準早期預警與因應的效果。

缺點：

- 「不明講」的策略降低央行透明度和可究責性。
- 政策表現深受 Fed 主席影響。

雙支柱貨幣政策操作策略

歐洲央行貨幣政策操作策略包括物價穩定的量化定義，利用貨幣分析和經濟分析對資訊作有效的評估，制定適當的短期利率，達到物價穩定的目標。

- 建立「雙支柱」分析經濟數據的架構，作為貨幣政策決策的基礎
 - 貨幣分析：藉由公布廣義貨幣供給 M3 成長率參考值，影響民衆對通貨膨脹的預期
 - 經濟分析：分析評估影響物價變動之經濟與金融指標，有助於對歐元區物價發展的預測
- 歐洲央行訂定貨幣成長率參考值，但並未承諾達成此參考值，當實際貨幣成長率偏離參考值時，它也不一定會採取行動。

泰勒法則是描述央行制定利率的行為法則：

$$\begin{aligned} \text{聯邦基金指標利率} &= \text{長期實質利率} + \text{目前通貨膨脹率} \\ &+ \frac{1}{2}(\text{通膨率缺口}) + \frac{1}{2}(\text{產出缺口}) \quad (1) \end{aligned}$$

通貨膨脹缺口 = 目前通貨膨脹率 - 通貨膨脹率目標,

產出缺口 = 目前產出 - 潛在產出 (充分就業產出水準)

當目前的通貨膨脹率超過央行所設定的目標時，通貨膨脹缺口是正值，在其他因素不變之下，Fed 應該調高指標利率。

- 式 (1) 中通貨膨脹缺口和產出缺口的權數選擇反映了中央銀行對兩個最終目標的相對重視程度。
- 通貨膨脹缺口是正值時，Fed 要採取緊縮的貨幣政策，例如採取公開市場賣出，收縮貨幣基數，降低貨幣供給額，以緩和通貨膨脹的壓力。
- 當一國的產出超過充分就業的產出水準，表示經濟活動有過熱的現象，通常會引發通貨膨脹的壓力。因此，央行必須提高指標利率，採取緊縮的貨幣政策，以降低通膨的壓力。

- 假設：預期通貨膨脹率 = 目前通貨膨脹率，而且 $i_r = i - \pi^e$ ，由式 (1) 可算出：
當通貨膨脹率上升1個百分點，聯邦基金指標利率要上升 $1\frac{1}{2}$ 個百分點，這將使實質利率提高 $\frac{1}{2}$ 個百分點。
- 實質利率的提高，也代表實際借貸成本提高，會影響到投資與生產，最後降低通貨膨脹。
- 未調整指標利率 → 通貨膨脹率提高 (實質利率降低) → 鼓勵投資與生產 → 未來面臨通貨膨脹壓力。

Fed 依照泰勒法則嗎？

- 泰勒法則所提出的關係式是根據 Fed 過去設定聯邦基金利率的指標，以及過去美國的通貨膨脹率及產出缺口等資料而來，但並不表示 Fed 過去的確是按照這個公式選取指標利率。
- 當 Fed 的指標利率偏離泰勒法則時，其原因可能是：
 - 央行低估通膨壓力，給予避免經濟衰退更高的權數，使物價穩定陷入風險；
 - 除了通貨膨脹和產出平穩的兩項因素外，央行還有其他的考量。