

貨幣政策最終目  
標的衝突

貨幣政策的執行

通貨膨脹目標機  
制

雙支柱貨幣政策  
操作策略

貨幣目標機制

央行需要對資產  
泡沫加以反應  
嗎？

泰勒法則  
(Taylor  
rule)

# 14 貨幣政策的執行策略

- 1 貨幣政策最終目標的衝突
- 2 貨幣政策的執行
- 3 通貨膨脹目標機制
- 4 雙支柱貨幣政策操作策略
- 5 貨幣目標機制
- 6 央行需要對資產泡沫加以反應嗎？
- 7 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

- 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

- 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

# 貨幣政策的目標機制

- 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
- 貨幣政策的目標機制是指央行執行貨幣政策的策略和架構
  - 通貨膨脹目標機制 (inflation targeting)
  - 貨幣目標機制 (monetary targeting)
  - 「雙支柱」貨幣政策的操作策略 (two-pillar monetary strategy)



# 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：

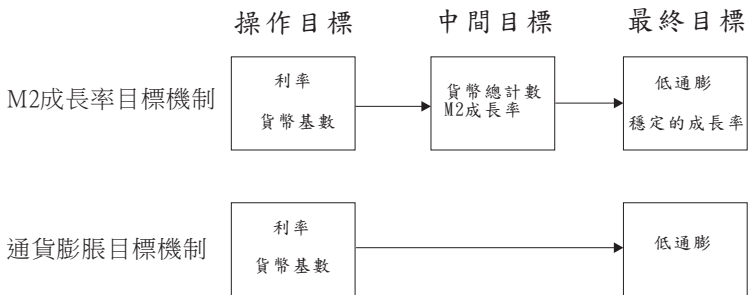
貨幣政策工具 → 操作目標 → 中間目標 → 最終目標

- 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

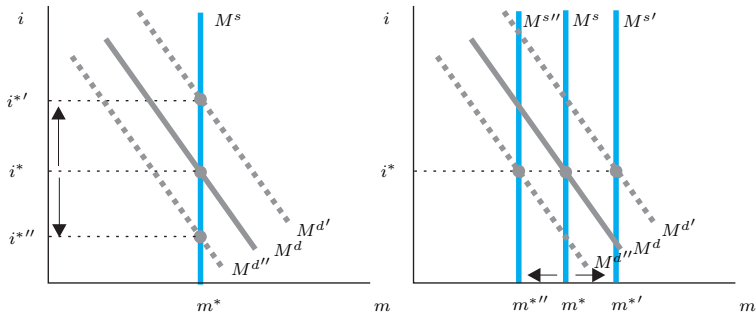
圖: 14.1 貨幣政策的執行策略



# 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

- 通貨膨脹目標機制由紐西蘭在1990年採用以來，已被多個國家所採用
- 實證發現，通膨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: 以英國央行為例

- 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

貨幣政策最終目標的衝突

貨幣政策的執行

通貨膨脹目標機制

雙支柱貨幣政策操作策略

貨幣目標機制

央行需要對資產泡沫加以反應嗎?

泰勒法則 (Taylor rule)



# 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

## Fed 過去採取無明示的目標機制

貨幣政策最終目  
標的衝突

貨幣政策的執行

通貨膨脹目標機  
制

雙支柱貨幣政策  
操作策略

貨幣目標機制

央行需要對資產  
泡沫加以反應  
嗎？

泰勒法則  
(Taylor  
rule)

Fed 過去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

- 「不明講」的策略降低央行透明度和可究責性
- Fed 仍一直致力於提高央行的透明度
- 政策表現深受 Fed 主席影響

- 維持長期的物價穩定，與維持經濟在充分就業的目標是一致的
- 採取通膨目標機制，長期有助於達成央行的高就業率的目标，而短期內若經濟景氣衰退，央行也可採取因應措施，
- 2012年1月25日 FOMC 會後聲明：同意採取設定通貨膨脹目標，並把目標設為2%，同時說明，央行會採取和它的雙重授權一致的彈性通膨目標機制

# 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
- 有經濟學家稱 ECB 的操作策略為隱形版的通貨膨脹目標機制

## 建立「雙支柱」分析經濟數據的架構

- ECB 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

貨幣政策最終目標的衝突

貨幣政策的執行

通貨膨脹目標機制

雙支柱貨幣政策操作策略

貨幣目標機制

央行需要對資產泡沫加以反應嗎？

泰勒法則 (Taylor rule)

- 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

# 貨幣目標機制有效的前提

- 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，貨幣需求函數越發不穩定，而貨幣總計數和名目所得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
- 若上述兩項關聯發生變化，央行就必須重新設定目標，並向民衆解釋為何不能達到目標

# 我國央行的貨幣政策執行策略

14 貨幣政策的  
執行策略

27/39

貨幣政策最終目  
標的衝突

貨幣政策的執行

通貨膨脹目標機  
制

雙支柱貨幣政策  
操作策略

貨幣目標機制

央行需要對資產  
泡沫加以反應  
嗎？

泰勒法則  
(Taylor  
rule)

我國央行過去採取貨幣目標機制，每年底皆訂定次一年度的 M2 年成長目標區，自2020年起，央行將 M2 年成長目標區調整為成長參考區間，且不再逐年設定

## 央行改變貨幣政策架構的說明

- 央行貨幣政策的參考指標，除 M2 成長率外，長期以來亦關注通膨預測、產出缺口、利率及匯率、信用及資產價格等重要經濟金融指標
- 據過去採行的經驗，M2 成長率易受跨國資金移動、民衆資產選擇多樣化、金融創新等因素影響
- 全球金融危機後，台灣 M2 與物價的短期關係弱化，然而 M2、產出與物價在較長期間仍具有穩定關係，維持 M2 適度成長有助達成物價穩定的最終目標；此外，M2 亦能提供有關金融穩定的重要訊息
- 由於 M2 具備中長期指標的特性，將 M2 年成長目標區調整為成長參考區間，可賦予操作目標較大的彈性

# 目前貨幣政策執行策略的可能問題

- 央行並未說明貨幣政策的執行目標為何？（例如 ECB 明確表示它會將通膨率在中期維持在低於但接近2%的水準）
- 央行提及貨幣政策的參考指標包括許多重要經濟金融指標，但並未說明這些經濟金融指標是如何整合為央行執行政策的依據

## 央行需要對資產泡沫加以反應嗎？

- 若央行不對資產泡沫予以回應，一旦失控，可能會引起通貨膨脹或景氣蕭條的風險
- 當名目資產價格因信用的擴張，超過一個國家名目所得和物價所能支撐的水準：
  - 若資產價格崩跌，造成許多家庭與廠商破產、可能引起景氣蕭條
  - 若商品與勞務的價格繼續上漲，以便追趕高漲的資產價格，可能造成了高通貨膨脹
- 資產泡沫形成的重要原因之一是資金寬鬆

# 信貸擴張與資產泡沫

- 信貸擴張時，因為人們較容易借到資金購買資產，資產價格會逐漸上漲；而資產價格上漲使得以資產作為抵押品的借貸也變多了
- 資產價格上漲也使銀行的資本增加，提高銀行的放款能力
- 借貸變多使人們增加對資產的需求，進而推高資產價格，這又使人們更容易獲得高額的貸款來追逐資產，最後可能形成資產價格的泡沫，也就是資產的價格超過其基本價值 (fundamental value)
- 一旦貨幣政策改變或外來的衝擊發生，上述效果反轉，引發資產價格持續下跌而形成泡沫的破裂 (例如 2008 金融危機)

# 一般金融危機後的經濟情勢

就一些曾經發生過金融危機的國家來看，金融危機發生後，經濟體系大多有以下特徵：

- 資產市場價格暴跌，且影響期間很長：實質房價的平均跌幅為35%，持續約6年；實質股價的平均跌幅為55%，持續約3.5年
- 金融危機發生後，產出與就業巨幅萎縮：失業率平均增加7個百分點，影響期間超過4年產出跌幅約9.3%，影響期間約2年
- **政府實質債務激增**：二次大戰後發生的金融危機，政府實質債務平均增加86% 因實施反景氣循環的財政政策，擴大政府支出與減稅



## 因應資產價格泡沫的總體審慎監理

- 銀行放款標準降低是信貸過分擴張原因之一
- 金融安全網造成道德危險，資產泡沫又是因為銀行體系和金融市場太過寬鬆的信用所造成，央行應考慮適當的貨幣政策和總體審慎監理政策，對資產價格可能的泡沫加以回應，確保金融穩定
- 針對房地產市場價格的飆漲進行借貸的規範
- 要避免信貸的極度擴張，央行可考慮同時使用利率政策和總體審慎監理政策，例如採用逆循環資本要求，或降低貸款成數上限等
- 金融監理機關可考慮更嚴苛的資本適足率的要求，或提高備抵呆帳覆蓋率的要求

## 不動產抵押貸款之總體審慎監理措施

- 2008年全球金融危機後，全球央行採取寬鬆政策，許多國家房價走升，金融市場波動加劇
- 為維護金融穩定，許多國家採取穩定房市的總體審慎措施，使用多種金融監理工具與租稅措施等政策組合，包括逆循環資本緩衝、資本保留緩衝等資本工具、金融機構槓桿比率上限，和企業部門放款之規範如限制特定產業貸款

貨幣政策最終目標的衝突

貨幣政策的執行

通貨膨脹目標機制

雙支柱貨幣政策操作策略

貨幣目標機制

央行需要對資產泡沫加以反應嗎？

泰勒法則  
(Taylor rule)

## 總體審慎政策：限制貸款人信用

- 針對家計部門放款之相關規範，主要是限定貸款成數 (loan-to-value ratio, LTV) 和貸款負擔率 (debt-servicing-to-income ratio, DTI)、最長貸款年期、調整家計部門貸款的信用風險權數，以及租稅措施等
- 上述工具主要是限制貸款人信用與要求金融機構增提資本，並隨房市景氣波動彈性調整
  - 在景氣過熱時，調降貸款成數上限，以限制信用過度擴張，並要求金融機構增提資本與流動性準備，以增加資本緩衝和確保流動性的充足
  - 在景氣衰退時，可考慮放寬貸款成數上限，以減緩對經濟之衝擊

泰勒法則是描述央行制定利率的行為法則：

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

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