

傳統利率管道

資產價格管道

信用觀點

資產負債表管道

銀行放款管道

17 貨幣政策的傳遞機制

傳統利率管道

資產價格管道

信用觀點

資產負債表管道

銀行放款管道

① 傳統利率管道

② 資產價格管道

③ 信用觀點

④ 資產負債表管道

⑤ 銀行放款管道

貨幣政策的傳遞機制

貨幣政策的傳遞機制 (transmission mechanism of monetary policy) 是指貨幣政策變動使貨幣數量或短期利率改變，進而影響產出與失業等實質變數的管道。

- 傳統上經濟學家是利用資本成本的概念解釋傳遞機制，稱為傳統利率管道。
- 其他貨幣政策傳遞機制：資產價格管道以及信用管道。信用管道是一種增強傳統利率管道的機制，經濟學家發現此機制可以解釋許多實證上觀察到的現象。

傳統利率管道

- 透過影響廠商的投資決策來運作：

$$\begin{aligned} M \uparrow &\rightarrow \frac{M}{P} \uparrow \text{ (因短期價格僵固)} \rightarrow i \downarrow \\ &\rightarrow i_r \downarrow \text{ (因假設 } \pi^e \text{ 不變)} \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y^{\text{ad}} \uparrow \end{aligned}$$

- 利率下降也使家計單位面對較低的借貸成本，進而增加房屋、汽車和其他耐久財的消費支出，使總合需求提高。
- 傳統利率管道的一個重要特徵是強調實質利率才是影響廠商和消費者決策的因素，而非名目利率。

資產價格管道

資產價格管道討論債券以外其他資產價格變動的
效應：

- 匯率管道影響淨出口：

$$M \uparrow \rightarrow \frac{M}{P} \uparrow \rightarrow i_r \downarrow \rightarrow \text{本國貨幣貶值} \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y^{\text{ad}} \uparrow$$

- 托賓 q 管道影響投資決策
- 股票價格管道透過財富效果影響消費決策
- 房地產價格管道
 - 透過財富效果影響消費決策
 - 透過提高房屋市場的 Tobin's q , 刺激房屋建造與投資

Tobin's q 管道

- $q = \frac{\text{廠商的市場價值}}{\text{資本的重置成本}}$

重置成本：廠商若重建現有資本所需的成本。

- 令 P_s 代表股票價格，則Tobin's q 管道：

$$M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow \text{Tobin's } q \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y^{\text{ad}} \uparrow$$

財富效果：股票價格管道

傳統利率管道

資產價格管道

信用觀點

資產負債表管道

銀行放款管道

Ando 和 Modigliani 的生命週期理論認為，消費支出決定於消費者擁有多少終身資源。當股票價格上升增加金融資產的價值，將提高消費者終身可用資源：

$$M \uparrow \rightarrow P_s \uparrow \rightarrow \text{財富} \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y^{\text{ad}} \uparrow$$

房地產價格管道

- 當房地產價格提高使房屋的價值相對於重置成本上升, 房屋市場的 Tobin's q 提高將會刺激房屋建造:

$M \uparrow \rightarrow \text{房地產價格} \uparrow \rightarrow \text{Tobin's } q \uparrow \rightarrow \text{房地產投資} \uparrow \rightarrow Y^{\text{ad}} \uparrow$

- 寬鬆貨幣政策造成房地產價格上揚的財富效果:

$M \uparrow \rightarrow \text{房地產價格} \uparrow \rightarrow \text{財富} \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y^{\text{ad}} \uparrow$

- 表 17.1 列出2013年我國家庭部門資產結構, 其中房地產占資產淨額將近40%。

9/24

表 17.1 2018 年我國家庭部門資產結構(土地以市價計值)

| 項目別 | 金額(新台幣億元) | 比例(%) |
|----------------------|-----------|--------|
| (1) 非金融性資產淨額 | 519,849 | 40.77 |
| 房地產 | 471,288 | 36.96 |
| 家庭生活設備 | 48,562 | 3.81 |
| (2) 國外金融性資產淨額 | 73,740 | 5.78 |
| (3) 國內金融性資產淨額(A - B) | 681,569 | 53.45 |
| (A) 國內金融性資產 | 843,198 | 66.12 |
| 現金與活期性存款 | 155,956 | 12.23 |
| 定期性存款及外匯存款 | 171,765 | 13.47 |
| 有價證券 | 180,975 | 14.19 |
| 人壽保險準備及退休金準備 | 264,614 | 20.75 |
| 其他國內金融性資產 | 69,889 | 5.48 |
| (B) 國內金融性負債 | 161,629 | 12.68 |
| 貸款 | 157,045 | 12.32 |
| 其他國內金融性負債 | 4,585 | 0.36 |
| 淨值 = (1) + (2) + (3) | 1,275,158 | 100.00 |

說明：「有價證券」包含政府債券、國內公司債、金融債券、共同基金、上市上櫃公司股權及其他企業權益；「其他國內金融性資產」包括附條件交易、非金融部門放款、短期票券、應收應付款及其他債權債務淨額；平均每戶淨值為 1,460 萬元

- 強調金融市場的資訊不對稱問題，貨幣機制可以透過非價格的信用分配來影響經濟。
- 例如，貨幣政策透過影響貸款人的借貸成本，以及放款人的放款能力，進而影響實質經濟。
- 信用管道討論傳統利率管道的增強機制，故其並非獨立的管道。
- 信用管道一般包括資產負債表管道、銀行放款管道。

金融加速效果

- 當經濟體遭受衝擊，金融市場與實質經濟的變化會影響企業與家計部門的財務狀況，進而影響其籌募資金進行支出的能力，深化衝擊對實質經濟的影響，此機制稱為**金融加速效果**。
- 信用市場不完美性會產生外部融資貼水 (external finance premium): 廠商進行外部融資時，資金提供者面臨逆選擇和道德危險的問題，對他所承受的倒帳風險會要求補貼，造成外部融資成本較高。

金融加速效果的傳遞機制

傳統利率管道

資產價格管道

信用觀點

資產負債表管道

銀行放款管道

- 衝擊 \Rightarrow 信用市場訊息不對稱 \Rightarrow 企業的財務狀況和籌資的能力 \Rightarrow 廠商的外部融資的貼水 \Rightarrow 生產投資的決策。
- 對家計單位的影響亦同。
- 衝擊若是來自於貨幣政策，則金融加速效果的傳遞機制便是資產負債表管道所依賴的機制。

金融加速效果：廠商

金融加速效果透過影響廠商的外部融資貼水運作：

- 短期經濟衝擊會產生延續效應：
正面衝擊 → 產出增加、財務狀況改善（例如現金流和淨值增加） → 未來幾期有較低的外部融資貼水 → 投資意願增加 → 持續投資，產出持續擴張。

金融加速效果: 家計單位

金融加速效果透過影響家計單位的外部融資貼水運作:

- 房價的變動會影響家計單位的資產負債表與抵押品價值, 進而改變家計單位的外部融資成本, 最後影響其借貸和支出。此效果比傳統的財富效果管道強。
- 當衝擊發生使家計單位的現金流下降、低流動性的資產 (如房地產) 價格下跌, 因為信用市場存在資訊不對稱, 人們希望保有更多的高流動性資產 (如現金), 因而減少消費和低流動性資產。

資產負債表管道

貨幣政策透過影響貸款人的資產負債表，造成逆選擇或道德危險的問題發生變化，進而影響貸款的成本與難易度，而對總合需求發生影響。

- 貸款人的償債能力主要受到淨值的影響，淨值低表示償債能力較差，所面臨的逆選擇和道德危險問題就會越嚴重。
- 影響企業償債能力的兩個重要項目是流動性資產與抵押品，前者受到現金流的影響；後者則包括股本、機器和廠房等。

緊縮性貨幣政策的影響管道

- 股市及資產價格下跌，造成貸款人的抵押品價值與淨值下降；
- 廠商銷售減少，營收減少，造成現金流下降；
- 名目利率與實質利率上升，使利息支付更高，減少貸款人的現金流。
- 啓動金融加速效果的運作機制：貸款人的償債能力下降，倒帳風險上升，面臨更高的外部融資成本，籌資也更為不容易，可能面臨信用分配，造成消費需求與投資需求降低。

家計單位的資產負債表效果

當緊縮性貨幣政策造成資產價格下跌，且上升的利率使消費者的現金流下降，皆會惡化家計單位的資產負債表。

- 家計單位無法順利獲得資金，因此減少住屋支出與耐久性消費財支出。
- 若家計單位的金融資產多於債務，當緊縮貨幣政策使金融資產價格下跌，他們認為發生金融困境的可能性升高，因此對房屋或耐久財等流動性較低的資產需求下降。

匯率貶值的資產負債表效果

傳統利率管道

資產價格管道

信用觀點

資產負債表管道

銀行放款管道

- 有些國家的銀行和企業發行以外幣計價的債券，對一個具有大量以外幣計價之債務的國家而言，本國貨幣貶值將加重外債的實質負擔，造成銀行和企業的淨值下降，使其資產負債表惡化，融資更加困難，可能導致總體經濟陷入困境。
- 例：匯率貶值與俄羅斯債信危機。

銀行放款管道

只要銀行存款和其他資金管道不是完全替代，則貨幣政策就可以透過銀行放款管道發揮效果。

- 實施緊縮性貨幣政策後，銀行可供貸放的資金就減少了，銀行放款縮減使經濟體中依賴銀行資金的廠商和家計單位只好縮減其經濟活動，投資和消費需求下降。
- 美國聯準會在次貸風暴之後採取量化寬鬆政策，銀行體系僅一部分用於放款，龐大的超額準備金仍存放在聯準會。

銀行放款管道的分配效果

傳統利率管道

資產價格管道

信用觀點

資產負債表管道

銀行放款管道

銀行放款管道的重要意涵在於它可能對不同類型的貸款人產生不同的影響；大廠商遭到的衝擊較小，對小廠商的投資支出將會有較大的影響，因為：

- ① 大廠商的籌資管道較多且比較有可能和銀行簽署貸款承諾，當銀行緊縮貸放時，其資金來源不會有立即的影響；
- ② 銀行較願意借錢給倒帳風險較低的大廠商。

可解釋何以央行採取緊縮貨幣政策後，大小廠商的存貨投資變動有不同的表現。

現代銀行放款管道

在1970年代以前，因替代融資管道有限以及金融管制，銀行放款管道頗為重要。之後由於金融創新與管制解除，金融市場的運作方式已與往日不同。

- 銀行可以進入蓬勃發展的市場籌資，不再只靠存款作為主要資金來源。
- 對資金需求者而言，可由非銀行的金融中介如融資公司獲得資金。
- 現代金融環境下，銀行放款管道在經濟社會中更形重要：
 - 銀行融資成本的差異
 - 影子銀行的興起

銀行融資成本的差異

- 銀行可以向市場募資，但外部融資貼水比吸收存款的成本更高。存款保險制度保障了存款的安全，使銀行可以用較低的成本來吸收存款。
- 銀行從市場融資的成本與管道決定銀行資金的多寡，進而決定銀行的貸放能力。
- 由於銀行成為市場上的資金需求者，如同資產負債表管道中的貸款人，銀行獲得資金的能力與成本將受到它的資產負債表所影響。

銀行的資產負債表與融資成本

傳統利率管道

資產價格管道

信用觀點

資產負債表管道

銀行放款管道

許多銀行投資金融資產的比重很大，一旦緊縮性貨幣政策造成資產價格下跌，勢必影響銀行的資產價值，導致銀行的淨值下降，違約風險提高，銀行也就面臨更高的外部融資貼水，更不易獲得資金。例如，2007年英國北岩銀行最後落得被國有化。

非銀行放款者的崛起

- 非銀行放款者 (影子銀行) 的大部分資金都是來自發行商業本票和貸款等, 一旦它的資產負債表與淨值惡化, 立刻面臨高額的外部融資貼水, 導致放款緊縮。
- 結論: 雖然銀行替代融資管道增加, 且非銀行放款人崛起, 但只要放款人用吸收存款以外的方式募資, 就會面臨外部融資成本, 產生與資產負債表管道相同的效應: 貨幣政策將影響放款人的財務狀況, 改變其募資能力乃至於貸放能力, 進而影響總合需求。