

Chapter 15

貨幣政策的目標與執行

一、選擇題

1. 大多數國家的中央銀行均將：

- (A)穩定物價 (B)充分就業 (C)經濟成長 (D)利率穩定
(E)匯率穩定 列為貨幣政策的首要目標。

：(A)

2. 下列何者不是貨幣政策的操作目標變數：

- (A)準備金 (B)貨幣基數 (C)非借入準備金 (D)物價 (E)拆款利率

：(D)

物價穩定是貨幣政策的最終目標，不是操作目標。

3. 中間目標的選擇，一般而言，必須具備何種標準：

- (A)可測性 (B)可控制性 (C)相關性 (D)以上皆是

：(D)

4. 下列有關中間目標與操作目標的所述，何者是錯誤的：

- (A)釘住貨幣數量目標，隱含放棄對利率的控制
(B)釘住利率(價格)目標，隱含放棄對貨幣數量的控制
(C)近年來，以貨幣數量作為中間目標，已日漸式微
(D)近年來，許多國家的中央銀行採用拆款利率等短期利率作為操作目標
(E)中央銀行能同時釘住利率目標與貨幣數量目標

：(E)

中央銀行只能選擇釘住利率或貨幣數量目標之一，而不能同時釘住二個目標，故(E)是錯誤的。

5. 當中央銀行採取釘住貨幣數量目標時，若某項因素造成貨幣需求增加，則利率會：

- (A)上升 (B)下降 (C)維持不變 (D)先下降後上升

：(A)

6. 當中央銀行採取釘住利率目標時，若某項因素造成貨幣需求增加，則：
 (A)利率會下降 (B)貨幣數量會增加 (C)貨幣數量會減少 (D)貨幣數量不變

答：(B)

當中央銀行採取釘住利率目標時，若某項因素造成貨幣需求增加，貨幣需求曲線將右移，為維持利率水準不變，中央銀行必須增加貨幣供給，故(B)為正確答案。

7. 貨幣政策影響銀行的準備金水準，以及銀行可貸資金的數量，進而影響消費與投資等經濟活動的效果，稱為：
 (A)利率效果 (B)信用分配效果 (C)匯率效果 (D)財富效果 (E)資產選擇效果

答：(B)

8. GDP 並非理想的中間目標，因為它不具備何種特性或標準：
 (A)可測性 (B)可控制性 (C)相關性 (D)可逆性

答：(B)

中央銀行對 GDP 幾乎沒有直接的控制能力，故選(B)。

9. 貨幣政策改變貨幣供給量，造成資產相對價格改變，投資人因而調整投資組合，進而影響經濟活動的效果，稱為：
 (A)利率效果 (B)信用分配效果 (C)資產選擇效果 (D)財富效果

答：(C)

10. 下列有關貨幣政策的時間落後之描述，何者是錯誤的：
 (A)時間落後可分為內部落後與外部落後
 (B)內部落後又可分為認知落後與行政落後
 (C)外部落後又稱為影響落後
 (D)貨幣政策的時間落後容易預測
 (E)時間落後的問題可能加重景氣的不穩定

答：(D)

貨幣政策的時間落後，通常很長，且變異性很高，不容易預測，故(D)的說法有誤。

二、問答題

1. 請解釋下列名詞：
 (1) 貨幣政策的傳遞機制
 (2) 信用分配效果
 (3) 托賓 q 理論
 (4) 時間落後

答：

- (1) 貨幣政策的傳遞機制：指貨幣政策影響總體經濟活動的各種管道與過程。貨幣政策工具的實施，影響準備金、貨幣基數與貨幣供給，改變了利率、匯率、銀行信用、股價及其他資產價格等變數，進而影響消費與投資等總體經濟活動。
- (2) 信用分配效果：指貨幣政策工具的實施，影響銀行可貸資金數量，進而影響投資與消費的效果。
- (3) 托賓 q 理論：托賓定義 q 等於公司的「市場價值」除以資本的「重置成本」。當 $q > 1$ 時，表示公司的市場價值高過資本的重置成本，即新的廠房及機器設備相對公司的市場價值便宜。所以會誘使公司發行股票，並以取得的資金來購買新的廠房及機器設備。反之，當 $q < 1$ 時，公司不會增加新的投資。
- (4) 時間落後：指經濟問題發生，到發現問題並採取行動，且產生效果的時間。時間落後可分為「內在落後」與「外在落後」。內在落後指經濟現象發生，需要採取對策因應，以至中央銀行實際上採取對策的時間過程，又可分為兩部分：「認知落後」與「行動落後」；外在落後又稱為「影響落後」，指政策實施到產生效果的時間。

2. 試比較下列各項，其二者之間有何不同：

- (1) 操作目標與中間目標
- (2) 財富效果與資產選擇效果

答：

- (1) 「操作目標」指央行可直接控制的目標變數。「中間目標」是與最終目標關係密切的變數，但是政策工具無法直接影響它們，因此，貨幣政策工具藉由先影響可控制的操作變數，再影響到中間變數，進而達成最終目標。
- (2) 「財富效果」指貨幣政策工具的實施，改變資產價格及大眾的「財富」，進而影響消費、投資等經濟活動。「資產選擇效果」指貨幣政策工具的實施，造成資產相對價格與「投資組合」變化，進而影響經濟活動的效果。兩種效果都會改變資產價格，並影響經濟活動。不同的是，財富效果係透過利率水準，間接影響資產價格與財富；而資產選擇效果則直接影響資產的相對價格。

3. 貨幣政策的最終目標有那些？並說明這些目標可能的衝突。

答：

- (1) 大體而言，貨幣政策的最終目標(ultimate targets)有：
 - ① 物價穩定。
 - ② 充分就業。
 - ③ 經濟成長。
 - ④ 利率穩定。
 - ⑤ 匯率穩定。
 - ⑥ 金融市場與金融機構穩定。

至於我國中央銀行的經營目標，依據「中央銀行法」第二條規定為：①促進金融穩定。②健全銀行業務。③維持對內(物價)及對外幣值(匯率)的穩定。④以及在上述目標範圍內，協助經濟發展。

(2) 目標可能的衝突有：

① 物價穩定與充分就業的衝突

當中央銀行採取緊縮性貨幣政策，來抑止通貨膨脹時，短期會造成失業率的提高，不利充分就業目標的達成。若在經濟擴張時期，持續採取寬鬆性貨幣政策，雖有助於充分就業目標的達成，但可能會導致嚴重的通貨膨脹。

② 經濟成長與匯率穩定的衝突

經常帳的出超是維繫台灣經濟成長的動力，但經常帳若持續出超，將使新台幣面臨強大的升值壓力，導致匯率波動。

③ 總體經濟目標與金融目標的衝突

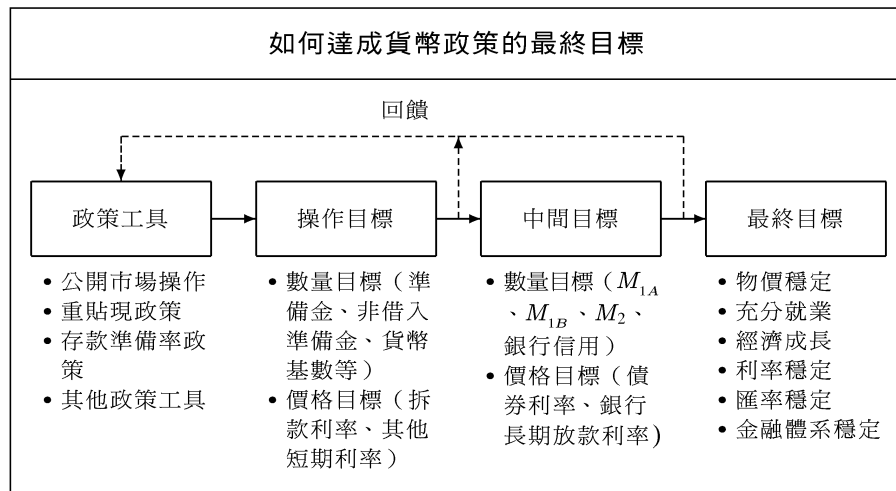
當經濟繁榮造成通貨膨脹時，若中央銀行採行緊縮性的貨幣政策，來抑制通貨膨脹，短期內，如果「流動性效果」明顯大於「物價水準效果」與「預期通貨膨脹效果」，將使利率水準快速上升。也就是說，為達成穩定物價的目標，可能導致利率的不穩定。

4. 貨幣政策的工具、操作目標、中間目標及最終目標間的關係為何？

答：

中央銀行欲達成貨幣政策之最終目標，但問題是，貨幣政策工具不能直接影響「最終目標」，只能在實施一段時間後，間接影響最終目標。也就是說，貨幣政策有「時間落後」問題。假使中央銀行真要等上一段時間，才能知道其政策對最終目標的影響，則當政策不能達成最終目標，甚至有害於最終目標時，恐為時已晚，而來不及修正。

有鑑於此，中央銀行便發展出一種策略，即設定「中間目標」及「操作目標」，藉由「貨幣政策工具」直接控制「操作目標」，再影響到「中間目標」，進而達成「最終目標」。中間目標與操作目標提供回饋，讓中央銀行能判斷政策方向是否正確，是否有達到預期的效果，讓中央銀行能及時修正政策，大大提高達成最終目標的機率。



5. 假設某種因素造成民眾的貨幣需求增加，請就下列二種目標的選擇，來分析其對利率、貨幣供給額的影響？

- (1) 釘住利率目標
- (2) 釘住貨幣數量目標

答：

(1) 假設貨幣供給曲線為一條垂直線，貨幣需求曲線為負斜率的曲線，當某種因素造成民眾的貨幣需求增加時，貨幣需求曲線將會右移，利率水準將會上升，此時若中央銀行採「釘住利率」目標，為維持利率於目標水準，中央銀行必須增加貨幣供給，結果造成貨幣數量增加，利率則回到原來水準。(圖形請見課本圖 15-3，p.504)

(2) 相同的假設下，當某種因素造成民眾的貨幣需求增加時，貨幣需求曲線將會右移，此時若中央銀行採「釘住貨幣數量」目標，利率水準將會上升，貨幣數量則維持不變。(圖形請見課本圖 15-2，p.503)

從這個例子，我們可以知道，利率與貨幣數量兩個變數，釘住其中一個變數，另一個變數就會變動。

6. 一個良好的中間目標，應該具備那些標準或特性？試說明之。

答：

一個良好的貨幣政策中間目標，一般認為應具備三項標準或特性：

(1) 可測性(measurability)

「可測性」指目標變數可被精確且迅速測量的特性。目標變數必須有明確的定義，且統計資料的提供必須迅速而可靠，如此中央銀行才能在短期內測出中間目標，並得知有無偏離預定的目標，以作為是否調整政策的判斷依據。

(2) 可控制性(controllability)

「可控制性」指目標變數能為央行所控制的特性。作為有用的中間目標，中央銀行對它必須具備有效的控制能力，否則即使它對貨幣政策目標有影響，也是沒有用處。

(3) 相關性(relatedness)

「相關性」指目標變數能影響最終目標，兩者間是相關的。中間目標與最終目標間必須具「相關性」，否則，即使中央銀行可精確且迅速測出此變數，並有能力完全控制它，但因它不能影響最終目標，則此變數將沒有作用，中央銀行還是無法運用它來影響物價及就業水準等最終目標。

7. (1) 何謂操作目標？

(2) 操作目標變數可分為那二類？

(3) 為何近年來許多國家放棄以準備數量作為操作目標，而改以拆款利率作為操作目標？

答：

(1) 「操作目標」是中央銀行可直接藉由政策工具控制的變數，它與「中間目標」具高度相關。中央銀行藉由貨幣政策工具，直接控制「操作目標」，再影響到「中間目標」，進

而達成貨幣政策的「最終目標」。

(2) 操作目標變數分為兩種型態：

① 數量目標：包括準備金、非借入準備金、貨幣基數等。

② 價格目標：包括拆款利率、票券利率等。

(3) 近年來，許多國家放棄以準備數量為操作目標，改以拆款利率等短期利率為操作目標，主要的原因有：

① 快速的金融創新與金融自由化，使得貨幣數量的定義與衡量愈加困難。

② 各國陸續調降存款準備率，甚至採零存款準備率政策，使得準備金需求降低，準備金數量變得較不穩定，準備貨幣的可控制性大為降低。

③ 金融自由化、國際化及金融創新使得金融市場快速發展，利率傳遞訊息功能提升，且短期利率與中長期利率間的關係較以往明確，中央銀行透過對短期利率的控制，能影響中長期利率的變動。

8. 試簡要說明貨幣政策的傳遞管道。



貨幣政策的「傳遞機制」係指，貨幣政策影響總體經濟活動的各種管道與過程。主要傳遞的管道包括利率效果、信用分配效果、匯率效果、財富效果、資產選擇效果等，茲分別說明如下：

(1) 利率效果

係指貨幣政策工具的實施，透過改變準備金與貨幣基數，使貨幣供給發生變動，並改變利率水準，進而影響消費與投資等經濟活動。

(2) 信用分配效果

指貨幣政策工具的實施，會影響銀行的準備金水準，以及銀行「可貸資金」數量，進而影響投資與消費等經濟活動。

(3) 匯率效果

指貨幣政策工具的實施，會影響利率和物價水準，並使「匯率」水準發生變化，進而影響進出口等經濟活動。

(4) 財富效果

指貨幣政策影響利率水準，從而使資產價格發生變化，資產價格的變化同時改變了社會大眾的財富狀況，進而影響消費及投資等經濟活動。

(5) 資產選擇效果

指貨幣政策改變貨幣數量，導致資產的相對價格改變，投資人會因而調整其投資組合(portfolio)，進而影響消費與投資等經濟活動。

9. 試以貨幣供給增加為例，比較凱因斯學派與貨幣學派的貨幣傳遞機制，有何不同。



(1) 傳統的凱因斯學派認為，貨幣政策經由改變「利率」水準，進而影響消費、投資及政府

支出等經濟活動，最後使物價、產出與就業水準變動。透過資金成本的改變，利率對消費、投資及政府支出有很大的影響，即這些支出對利率的敏感性很高。由此可見，傳統凱因斯學派強調利率在貨幣政策傳遞過程中的重要性(利率效果)。(見課本圖 15-5, p513)

- (2) 貨幣學派則認為，貨幣政策先改變貨幣數量，經由複雜的資產調整過程，最後使得經濟活動產生變化。貨幣學派認為統計上的利率，並不能反映借款的實質資金成本，而且實證顯示資金成本的利率效果並不強，即投資對利率變動的反映並不靈敏。由此可見，貨幣學派否認利率在貨幣政策過程中的重要性，而強調貨幣數量主要係透過資產價格與信用分配管道，來影響經濟活動。(見課本圖 15-6, p513)

10. 試述貨幣政策的時間落後，以及時間落後對經濟景氣的影響。

答：

- (1) 「時間落後」指經濟問題發生，到發現問題並採取行動，以至產生效果的時間。時間落後可分為「內在落後」與「外在落後」。內在落後指經濟現象發生，需要採取對策因應，以至中央銀行實際上採取對策的時間過程，又可分為兩部分：(見課本圖 15-7, p514)
- ① 「認知落後」：指經濟問題發生到發現問題的時間。
 - ② 「行動落後」：指發現問題到採取行動的時間。
- 外在落後又稱為「影響落後」，指政策實施到產生效果的時間。
- (2) 貨幣政策有「時間落後」現象，時間落後長度很長，且變異性很高，不容易預測。「內部落後」的問題，會使中央銀行的貨幣政策不能配合實際的經濟情勢需要；「外部落後」的問題，可能使中央銀行在不當的時點採取行動。時間落後的問題，可能加深經濟的不穩定，並可能使問題變得更糟。(見課本圖 15-8, p516)

11. (1) 何謂權衡與法則？

- (2) 試說明贊成權衡政策者的論點。
- (3) 試說明贊成法則政策者的論點。

答：

- (1) 所謂權衡(discretion)的貨幣政策，指中央銀行得依經濟情勢的變化，來調整貨幣政策的方向與程度；所謂法則(rule)的貨幣政策，係指中央銀行必須依據事先決定的原則或定律，來變動貨幣數量，不論經濟情勢如何，中央銀行都必須遵守該法則。
- (2) 贊成採取「權衡」政策者的論點，主要為：
- ① 讓中央銀行得依經濟情勢的變化，來調整貨幣政策，才能因應詭譎多變的經濟環境。而依照事先設定的法則，讓貨幣供給額依一定年增率擴增，並不一定能達到預期的目標。
 - ② 只要中央銀行有高度的獨立性，貨幣政策不受行政部門與利益團體影響，則權衡政策也能達成物價穩定的目標，也不會犧牲「物價穩定」來換取高經濟成長。
- (3) 贊成採取「法則」政策者的論點，主要為：
- ① 貨幣政策的「時間落後」期間很長，且變異性大，採取權衡政策常使經濟更不穩定。

- ②「物價穩定」與「經濟成長」目標短期間存在抵換關係，權衡政策可能會犧牲「物價穩定」來換取高經濟成長。

12. 何謂「貨幣數量法則」？何謂「回饋法則」？試分別說明之。

答：

- (1) 所謂「貨幣數量法則」，指貨幣數量按固定成長率增加，不隨意調整，就能維持物價穩定，且貨幣政策可避免成為經濟擾亂的一項主要來源。例如，費利德曼(Friedman)所提倡的「固定數量法則」。
- (2) 「回饋法則」兼顧「法則」與「權衡」，原則上，貨幣政策仍依事先設定的「法則」進行，但是，當實際目標與預定目標偏離時，允許政策制定者調整貨幣政策，只要該項調整仍是法則的一部分。此種考慮回饋機制，允許調整貨幣政策，而又保守法則精神的做法，稱為「回饋法則」。例如，泰勒提出的「聯邦資金利率法則」，就是一種「回饋法則」，該法則係依據實質產出的實際值與目標值的差距，以及通貨膨脹率的實際值與目標值的差距，來調整聯邦資金利率。