

第16章

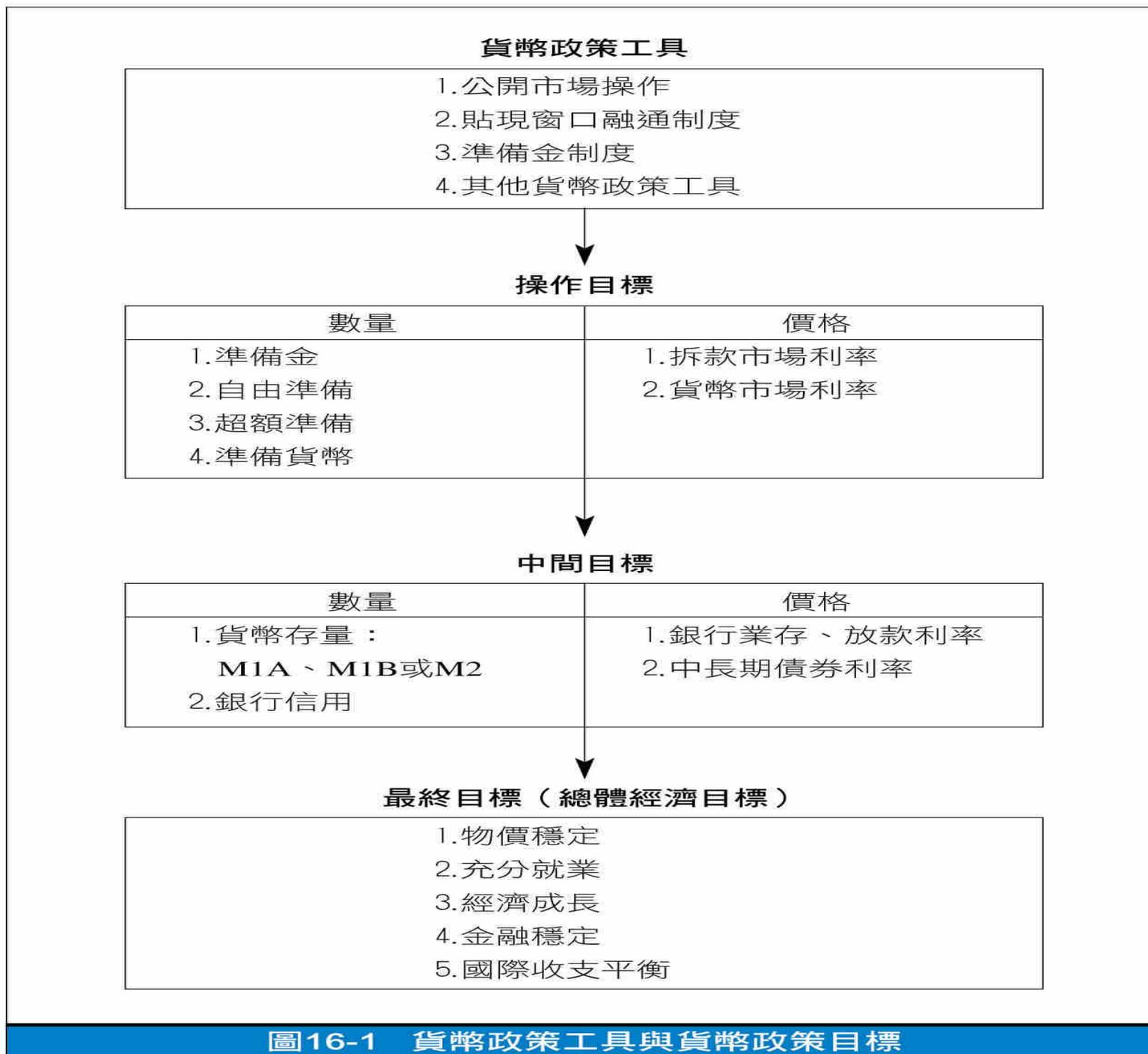
貨幣政策的目標 與 傳遞機制

本章綱要

- 一、貨幣政策目標
- 二、貨幣政策目標的選擇
- 三、貨幣政策的傳遞機制
- 四、貨幣政策的時間落後問題
- 五、貨幣政策的權衡論與法則論

一、貨幣政策目標

- 貨幣政策目標分為操作目標、中間目標以及最終目標。
- 從貨幣政策的執行到最終目標的實現，有時間落差，中央銀行選取比較容易控制且與最終目標關係密切的變數充當中間目標。
- 中央銀行不能立即直接控制中間目標，故再選取可以直接控制且與中間目標關係密切的變數充當操作目標。



二、貨幣政策目標的選擇

- (一)最終目標
- (二)中間目標與操作目標的選擇標準
- (三)數量目標與利率目標的選擇

二(一)最終選擇

- 一般國家的中央銀行追求的最終目標如下：
 - ◎ 物價穩定
 - ◎ 充分就業
 - ◎ 經濟成長
 - ◎ 利率穩定
 - ◎ 匯率穩定
 - ◎ 國際收支平衡
 - ◎ 金融穩定
 - ◎ 健全金融體系

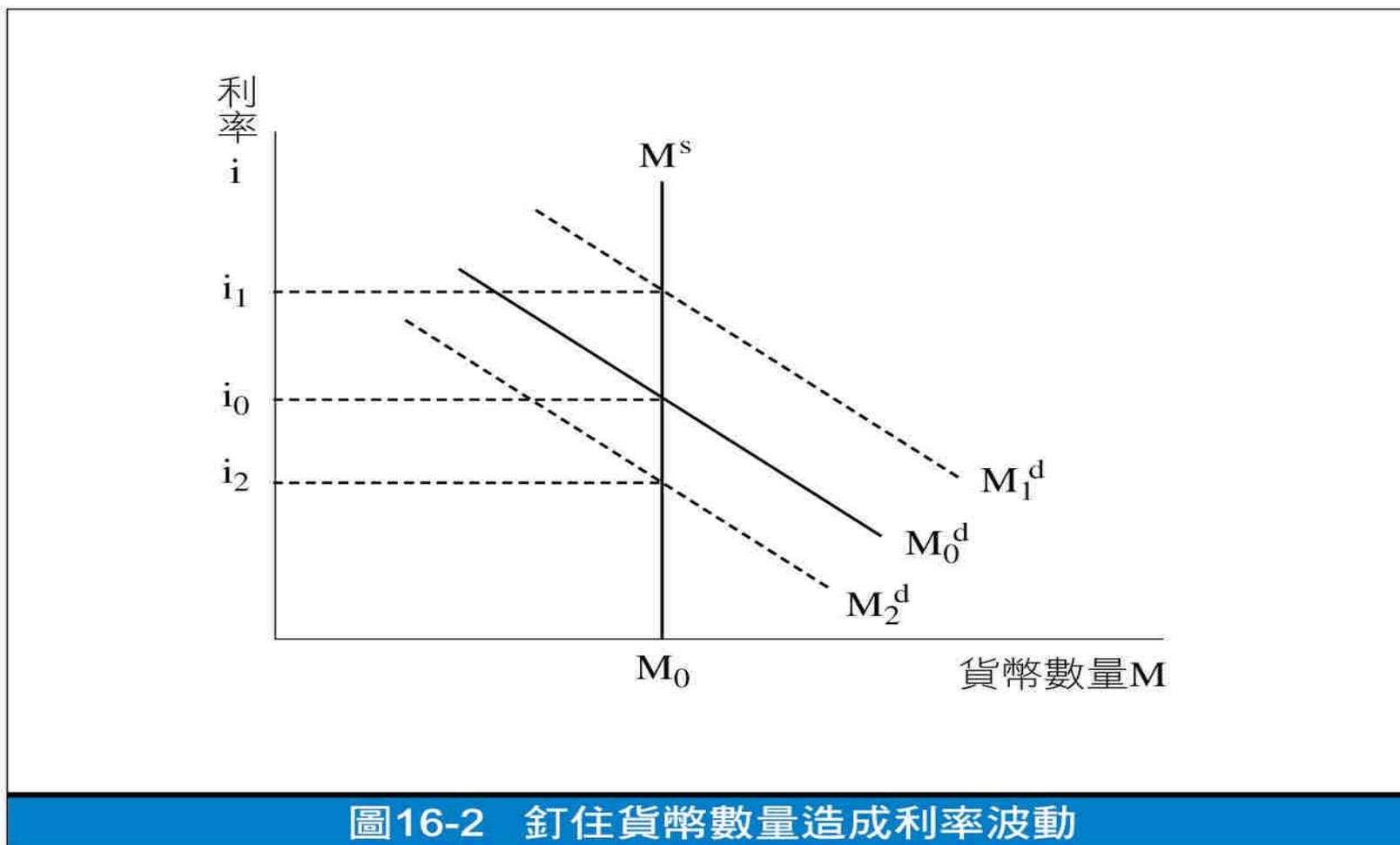
二(二)中間目標與操作目標的選擇標準

- 中間目標與操作目標應該具備三個要件：
 - 可測性：必須可以被精確而迅速地測量。
 - 可控性：中央銀行必須對中間目標變數擁有控制能力。
 - 可預測的因果性：它必須能影響最終目標，而且對最終目標的影響必須可以預測。

二(三)數量目標與利率目標的選擇(1/5)

- 充當操作目標與中間目標的變數可能是價格(利率)變數或數量變數(準備金與貨幣總計數)，但中央銀行不能同時釘住「價格目標」與「數量目標」。
- 中央銀行應該以價格變數或是數量變數，作為操作目標或中間目標，取決經濟體系的干擾來源。
- 當干擾來自金融面因素時，中央銀行應釘住利率目標，而當干擾來自實質面因素時，中央銀行應釘住數量目標。
- 如果將操作目標釘住在某一水準值，則貨幣政策不僅無法調節景氣變動，反而會使景氣波動加劇。

二(三)數量目標與利率目標的選擇(2/5)



二(三)數量目標與利率目標的選擇(3/5)

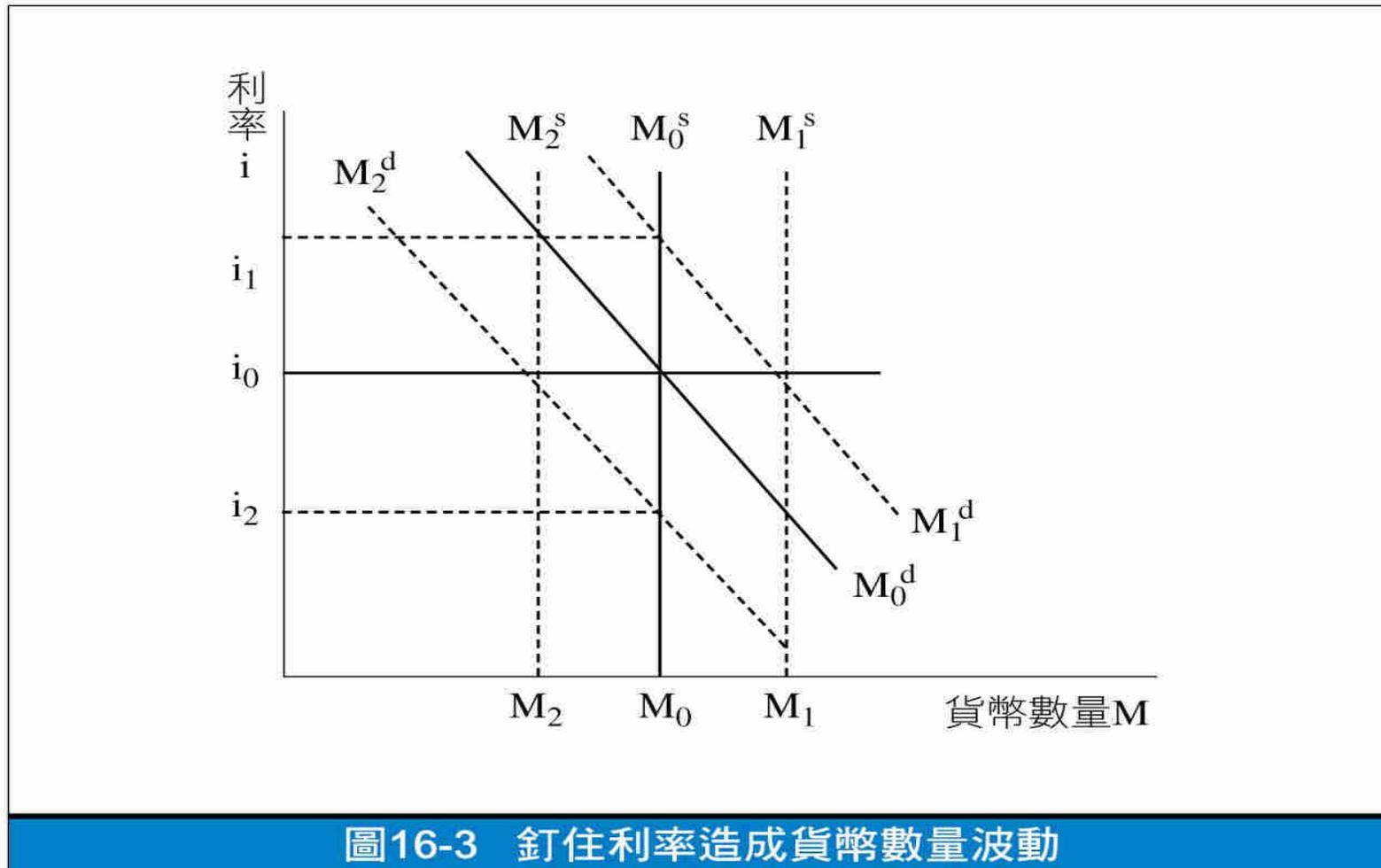


圖16-3 釘住利率造成貨幣數量波動

二(三)數量目標與利率目標的選擇(4/5)

- 案例 1：中央銀行釘住自由準備，則景氣擴張時，中央銀行反而增加貨幣供給。影響流程圖示如下：

$Y \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow R_E \downarrow R_B \uparrow \rightarrow R_F \downarrow \rightarrow$ 中央銀行釋出資金

二(三)數量目標與利率目標的選擇(5/5)

- 案例2：釘住聯邦資金利率自由準備，則景氣擴張時，中央銀行反而增加貨幣供給。影響流程圖示如下：

$Y \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow$ 中央銀行釋出資金

三、貨幣政策的傳遞機制

- 貨幣政策影響總體經濟活動的過程，稱為貨幣政策的傳遞機制。貨幣政策的傳遞機制主要有：
 - (一)利率管道
 - (二)資產價格管道
 - (三)信用管道

三(一)利率管道

- 寬鬆性貨幣政策使利率下跌，利率下跌之後，耐久性消費財與房地產的需求及企業的投資支出，都將增加，進而使總產出增加。利率管道的影響流程圖示如下：

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow C \uparrow \quad I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

三(二)資產價格管道

- 外匯價格管道

$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

- 股票價格管道

- 融資成本效果

$M \uparrow \rightarrow P_e \uparrow \rightarrow \text{融資成本} \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

- 財富效果

$M \uparrow \rightarrow P_e \uparrow \rightarrow \text{財富} \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

三(三)信用管道

- 銀行放款管道

$M \uparrow \rightarrow$ 銀行準備金與存款 $\uparrow \rightarrow$ 銀行放款 \uparrow
 $\rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

$M \uparrow \rightarrow$ 銀行存款 $\uparrow \rightarrow$ 銀行放款 $\uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

- 資產負債表管道

$M \uparrow \rightarrow$ 企業淨值 $\uparrow \rightarrow$ 逆向選擇與道德危機
問題改善 \rightarrow 企業較易取得資金 $\rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

四、貨幣政策的時間落後問題

- (一)時間落後過長所造成的問題：貨幣政策如果需要一段時間才可影響經濟活動，屆時經濟情勢可能已經改變，其所發揮的效果反而使當時的經濟問題惡化。
- (二)時間落後不規則所造成的問題：如果時間落後的長度沒有規則性，則中央銀行將難以準確預測貨幣政策需時多久才會發揮效果。

四、貨幣政策的時間落後問題

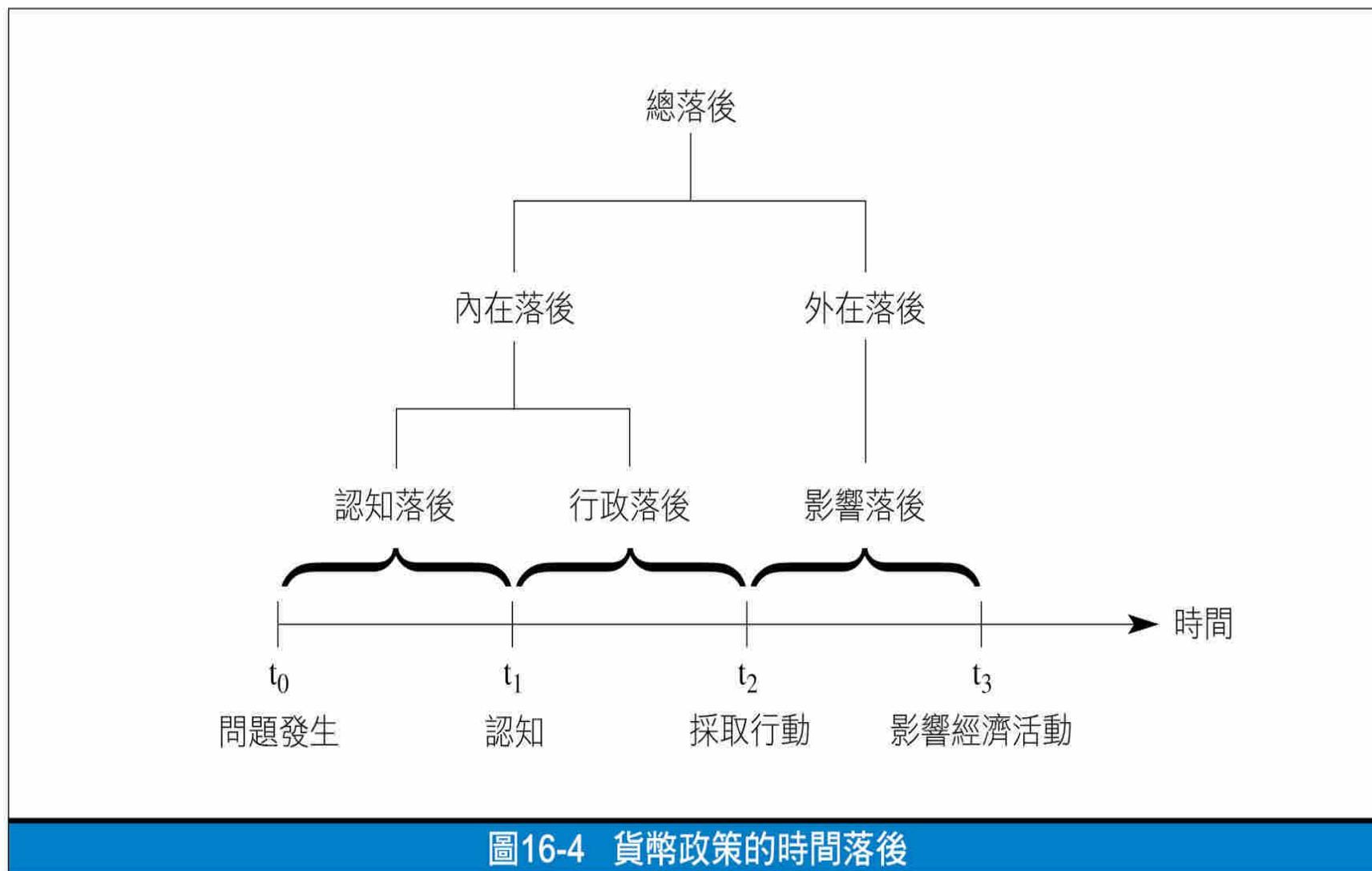


圖16-4 貨幣政策的時間落後

五、貨幣政策的權衡論與法則論

- (一)權衡論者主張：(以凱因斯學派為代表)中央銀行依據經濟情勢與經濟目標，調整貨幣政策。
- (二)法則論者主張：(以貨幣學派為代表)不論經濟情勢如何變動，中央銀行都依據事先訂定的準則來執行貨幣政策。有三種法則主張。
- 1固定貨幣成長法則
 - 2回饋機制的法則
 - 3泰勒法則

五(一)凱因斯學派的主張

- 價格機能無法充分發揮，名目工資與一般物價水準有「向下僵固性」。因此，主張藉由政府干預來解決失業與商品總需求的問題。
- 希克斯將利率對投資的影響納入分析，學者察覺增加貨幣供給可以降低利率，刺激經濟活動，此後，凱因斯學派主張將貨幣政策與財政政策搭配使用。
- 到了1960年代晚期，擴張性貨幣政策無法解決失業問題，只是使通貨膨脹更為惡化。

五(二)貨幣學派的主張

- 貨幣學派強調市場機能，認為政府不需要干預經濟的運作。
- 歷史經驗顯示以貨幣政策調節景氣將適得其反，理由如下：
 - ⊙ 貨幣政策的時間落後期間很長且變異性大。
 - ⊙ 我們對景氣變動的預測、貨幣政策傳遞過程的掌握與貨幣政策效果的評估，能力仍然不足。
 - ⊙ 中央銀行經常受到政治壓力而作出不利於經濟穩定的貨幣政策。

五(二)1. 固定貨幣成長法則

- 為了防止景氣波動並減少政府對經濟的干預，傅利曼主張中央銀行應該以法則代替權衡，根據「固定貨幣成長法則」執行貨幣政策。
- 「固定貨幣成長法則」是指中央銀行將貨幣供給額的成長率固定在某一數值上，亦即這是一個以不變應萬變的政策法則。

五(二)2. 回饋機制的法則

- 若干學者試圖調和權衡論與法則論，提出「具有回饋機制的法則」(Feedback Rule)，貨幣當局並不是在任何經濟情勢下都將利率或是貨幣供給成長率維持不變，而是根據經濟情勢的變化來調整貨幣政策，只不過貨幣政策的調整不是任意的，而是有法則為依據。

五(二)3. 泰勒法則(1/2)

- 史丹佛大學經濟學家泰勒提出「聯邦資金利率法則」，讓中央銀行在設定「拆款利率」目標值時，有所依循。泰勒法則以四個因素設定聯邦資金利率：
 - ⊙ 通貨膨脹目標值，泰勒設定為每年2%。
 - ⊙ 均衡實質利率，泰勒設定為每年2%。
 - ⊙ 依據通膨缺口所做之調整
 - ⊙ 依據產出缺口所作之調整

五(二)3.泰勒法則(2/2)

- 「泰勒法則」可以數學式表達為：

$$i_t = r + \pi_t + 0.5 \times (\pi_t - \pi^*) + 0.5 \times \left(\frac{y_t - y_t^*}{y_t^*} \right)$$

i_t ：t期之聯邦資金利率目標值

r ：實質利率

π_t ：t期之通貨膨脹率

y_t ：t期之實質產出

y_t^* ：t期之實質產出目標值

π_t^* ：t期之通貨膨脹率目標值

五(二)3.泰勒法則

- 泰勒法則有幾個重要的涵義：
 - ◉ 有一個可以「使通貨膨脹率維持不變的失業率」，當失業率高於此一失業率，通貨膨脹率上升；反之，通貨膨脹率下降。
 - ◉ 聯準會同時以穩定物價與穩定產出為最終目標，但前者比後者優先
 - ◉ 將回饋效應法則化，兼具權衡論與法則論的精神。