

貨幣政策的新思維

李榮謙*

業務研習會
中央銀行業務局
2001年8月16日、30日

*經濟研究處國際經濟科科長，輔仁大學、世新大學兼任副教授。主要著作：貨幣銀行學（2001年8月七版）、國際貨幣與金融（1999年6月二版）。

大綱

壹、前言

貳、貨幣理論的新發展

參、貨幣政策的新架構

肆、貨幣政策操作程序的新機制

伍、運用貨幣政策工具的新課題

陸、金融整合及其衍生的新挑戰

主要參考資料

推薦網站

壹、前言

- 貨幣金融環境已產生急遽的變遷，中央銀行所面對的挑戰日益艱鉅。
- 傳統的貨幣理論與實務經驗，或有重新檢視的必要。
- 本課程擬引介貨幣理論的一些新發展，同時說明國際間中央銀行新的貨幣政策架構與操作方式，並簡單對照一下我國的情況。

貳、貨幣理論的新發展

一、中央銀行制度不是唯一的選擇

(一) 貨幣制度的種類

- 中央銀行制度 (Central Bank system)
- 通貨委員會制度 (currency board system)
- 美元化制度 (dollarization system)
- 自由銀行制度 (free banking system)

(二) 不同貨幣制度的表現

- 修勒 (Kurt Schuler) 對155個國家進行實證分析
- 有中央銀行制度的國家經濟表現較差

二、中央銀行可信度的重要性

(一) 理論上與實務上的證據

(二) 提高可信度 (credibility) 的作法

- 獨立性 (independence)
- 透明化 (transparency)
- 權責化 (accountability)
- 以法則 (rule) 替代權衡 (discretionary)
 - 弗利得曼 (M. Friedman) 的固定貨幣成長率法則
 - 回應法則 (feedback rule)

● 中央銀行與廠商的賽局

		廠商的策略	
		提高 p	不提高 p
中央銀行的策略	提高 M	中央銀行：0 廠商：2 結果 A =10% ; u=6%	中央銀行：2 廠商：1 結果 B =0% ; u=3%
	不提高 M	中央銀行：-1 廠商：0 結果 C =10% ; u=9%	中央銀行：1 廠商：3 結果 D =0% ; u=6%

	給予點數	
	中央銀行	廠商
=0%	1	1
=10%	0	0
u=自然失業率 (6%)	0	2
u>自然失業率 (9%)	-1	0
u<自然失業率 (3%)	1	0

- 麥卡倫 (Bennett T. McCallum) 的準備貨幣成長法則

$$b_t = 0.00739 - \overline{v}_t + 0.25(Y^*_{t-1} - Y_{t-1})$$

式中 b_t 為準備貨幣成長率、 \overline{v}_t 為流通速度成長率的長期趨勢、 Y^* 為名目GNP目標值、 Y 為最近的名目GNP實際值。

- 泰勒 (John Taylor) 的利率法則

$$i = P + 0.5 (Y - Y^*) / Y^* + 0.5(P - 0.02) + 0.02$$

式中 i 為聯邦資金利率、 P 為實際通貨膨脹率、 $(Y - Y^*) / Y^*$ 衡量產出缺口、 $(P - 0.02)$ 衡量通貨膨脹缺口。

● 美國聯邦準備制度與歐元制度的比較

制度別	內容	貨幣政策決策組織	決策成員的任期及任命程序	貨幣政策的目標
聯邦準備制度	<ul style="list-style-type: none"> ● 聯邦公開市場委員會 (Federal Open Market Committee, FOMC)。 ● 成員：聯邦準備理事會 7 位理事、地區性聯邦準備銀行 5 位總裁。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 理事任期 14 年。 ● 理事由美國總統提名，經參議院同意後任命。提名人選應考慮公平代表金融、農業、工業和商業利益，同時應平衡地理區域。 ● 地區性聯邦準備銀行總裁由該行董事會提名，經聯邦準備理事會核准後任命。 	<p>聯邦準備理事會及 FOMC 應該維持與提高長期潛在產出相當之貨幣和信用之長期成長，俾有效促成充分就業、物價穩定和適當的利率目標。</p>	
歐元制度	<ul style="list-style-type: none"> ● 管理委員會 (Governing Council)。 ● 成員：執行理事會 6 位理事、歐元區 12 個會員國中央銀行總裁。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 理事任期 8 年。 ● 理事由歐洲高峰會議提名，經歐洲議會同意後任命。提名人選應對貨幣或銀行事務享有令譽及專業經驗之人士。 ● 歐元區各會員國中央銀行總裁由各會員國政府提名，且不須經執行理事會的核准。 	<p>歐洲中央銀行制度的主要目標為維持物價穩定，並在不利及物價穩定之情況下，應該支持歐盟的一般經濟政策。</p>	

三、貨幣景氣循環 or 實質景氣循環？

(一) 貨幣與景氣循環的關係

- 早期貨幣主義論者的發現
- 新興古典學派與新興凱因斯學派的看法

(二) 實質景氣循環論者的觀點

- 逆因果 (reverse causation)
 - 交易性服務解釋逆因果
 - 訊息解釋逆因果
- 實質景氣循環理論 (Real Business Cycle theory, RBC)

四、不確定性與貨幣政策

(一) 新經濟(New Economy)

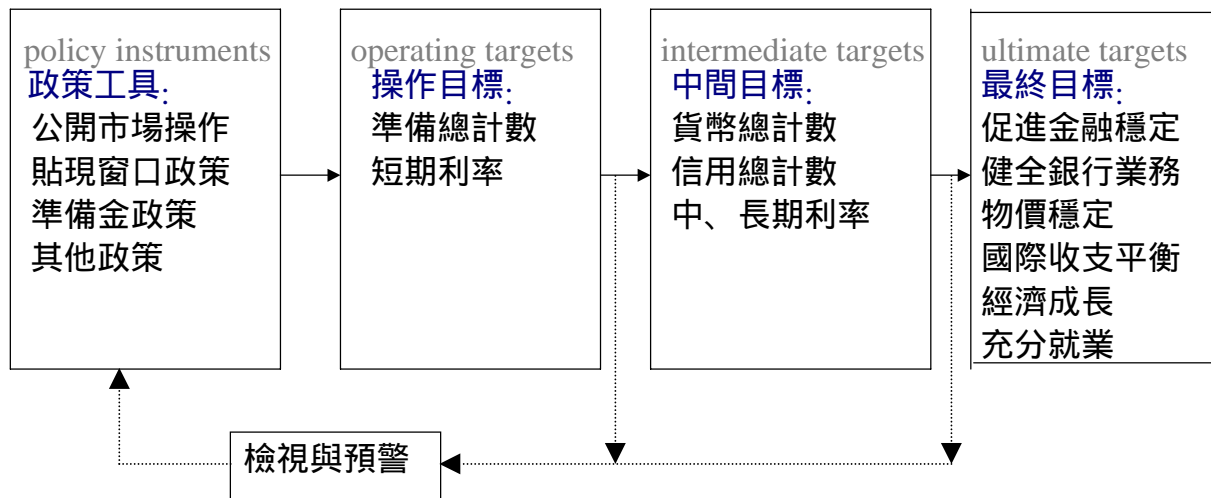
(二) 自然失業率(natural rate of unemployment) vs. 無加速通膨的失業率(Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, NAIRU)

(三) 審慎政策 vs. 積極政策

參、貨幣政策的新架構

一、貨幣政策的傳統架構

(一) 貨幣目標化 (monetary targeting)





(二) 貨幣目標化面臨的難題

- 中間目標變數與實質經濟活動缺乏緊密的因果關係。

(三) 美國的經驗

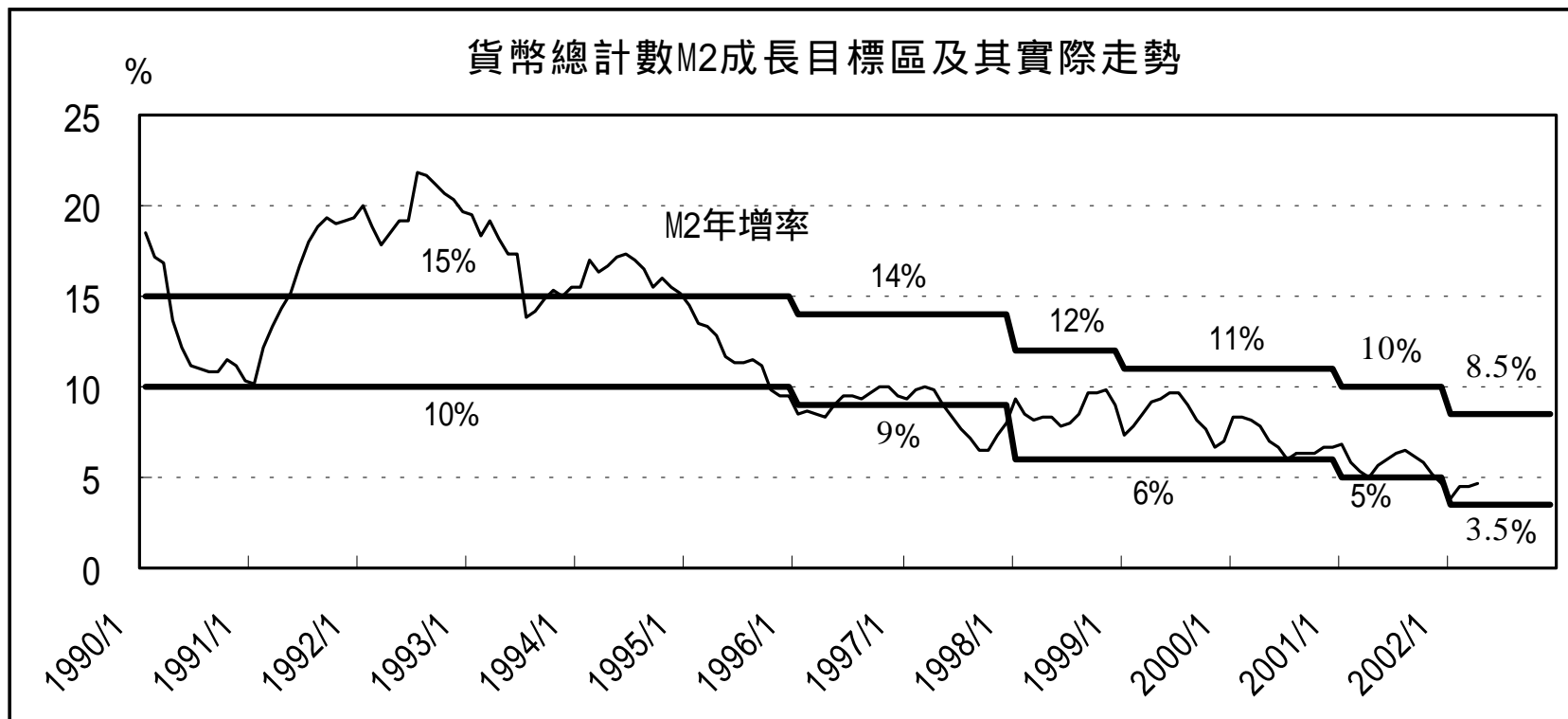
- 1975年起，Fed即設定並公布貨幣總計數M1、M2及M3的成長目標區；之後，根據1978年制定的Humphrey-Hawkins Act之規定，Fed主席應於每年2月及7月在提交國會的報告中，公布所定的貨幣及信用總計數成長目標與計畫。1980年代初期，Fed傾向於維持貨幣總計數M1之年增率於其公布之成長目標區內。

- 
- 1987年起，Fed放棄設定M1成長目標，同時轉而強調較具彈性的控制策略。在這段期間，經濟學家與Fed密切注意每週四所公布的M2及M3的成長情形。
 - 1994年起，Fed淡化M2、M3成長目標區的重要性。葛林斯班接任Fed主席後，鑑於1990年代初期貨幣總計數之成長與經濟活動的關係出現不規律的變化，故自1994年開始降低M2、M3成長目標區在貨幣政策中的重要性。



- 2000年7月，Fed終止公布M2及M3成長目標區。由於Humphrey-Hawkins Act的法定期限已於2000年上半年到期（expired），因此Fed決定終止公布M2及M3成長目標區，朝向更靈活的操作方式。雖然Fed仍決定繼續向國會提交貨幣政策報告，說明M2及M3的變動情形，但Fed官員咸認，貨幣成長目標區對其制定最適利率水準的決策過程沒有任何助益。

(四) 我國的情況



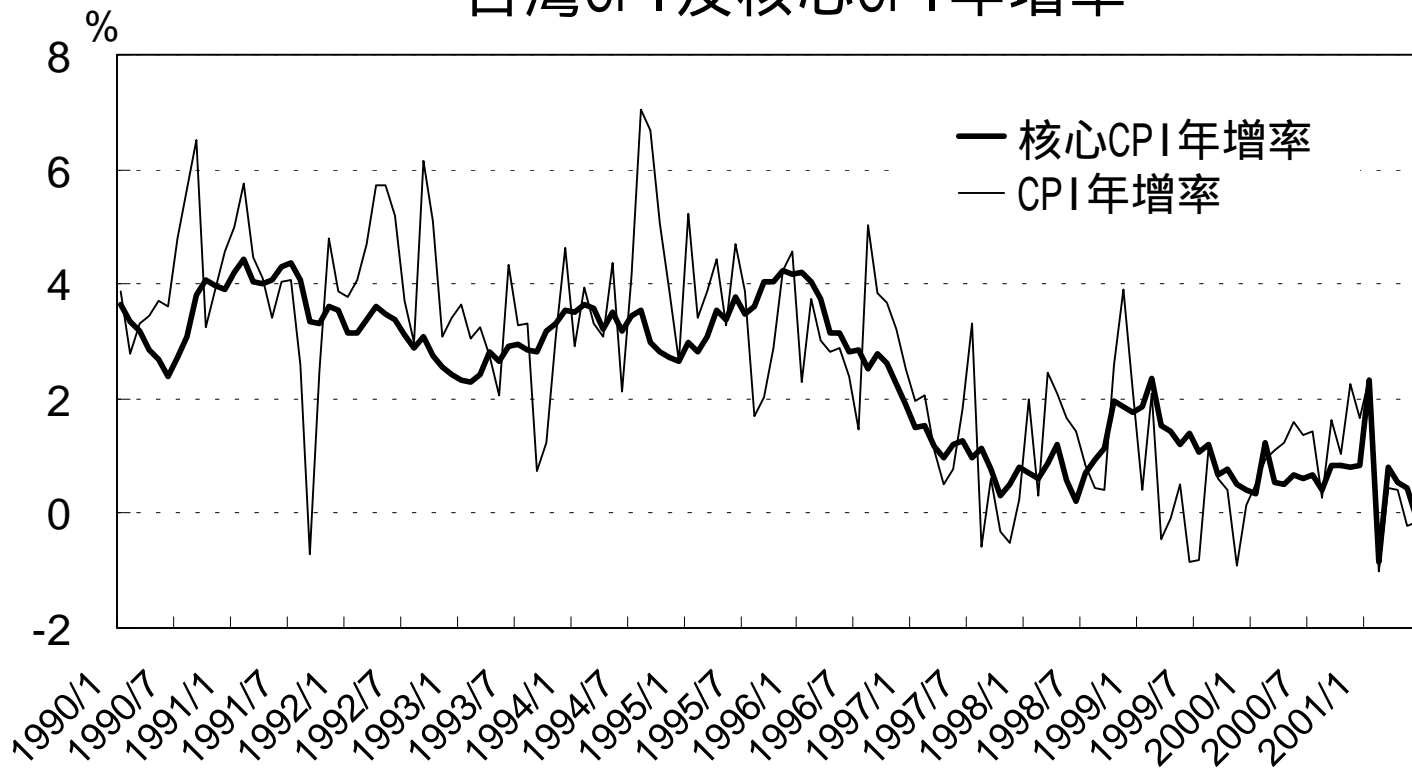
二、貨幣政策的新架構

(一) 通貨膨脹目標化 (inflation targeting) 的意義

(二) 通貨膨脹目標化的內涵

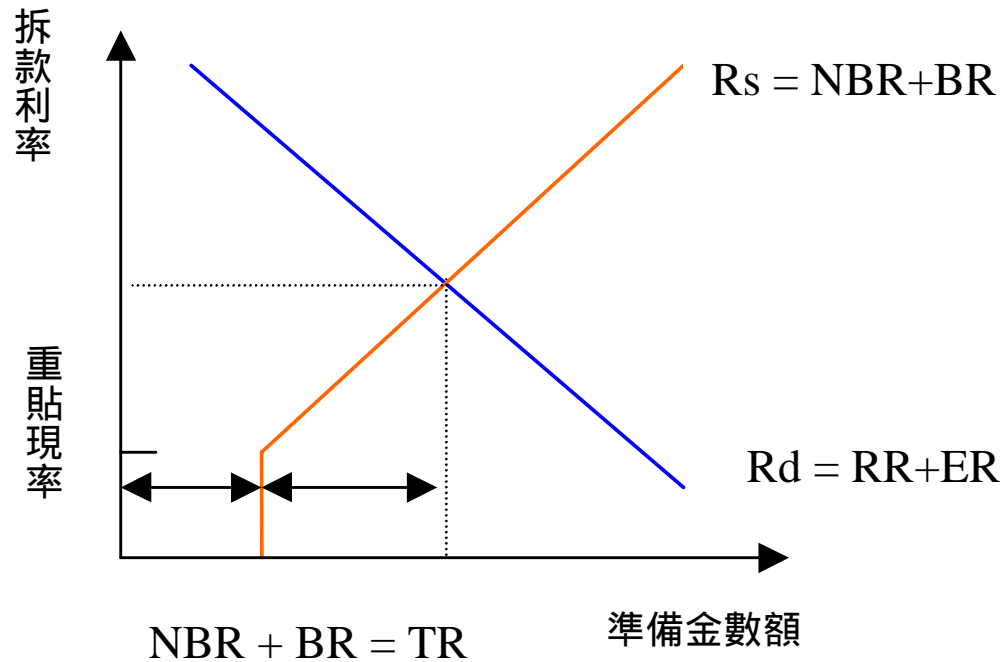
- 沒有明確的中間目標變數
- 選取所欲控制的物價指數
- 設定通貨膨脹目標值 (區間)
- 發佈通貨膨脹報告書 (涵蓋對未來通貨膨脹的預測)
- 公開貨幣政策決策會議的會議紀錄
- 若通貨膨脹偏離目標，央行總裁有義務對外做說明

台灣CPI及核心CPI年增率



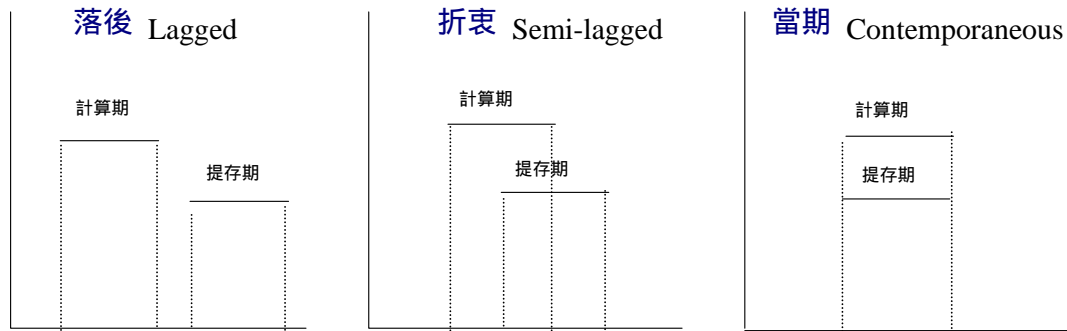
肆、貨幣政策操作程序的新機制

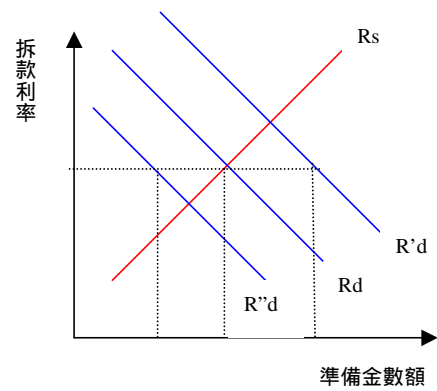
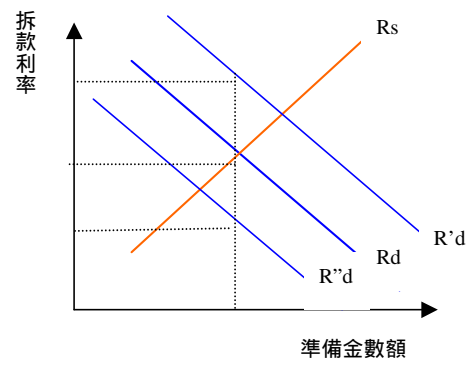
一、準備金市場



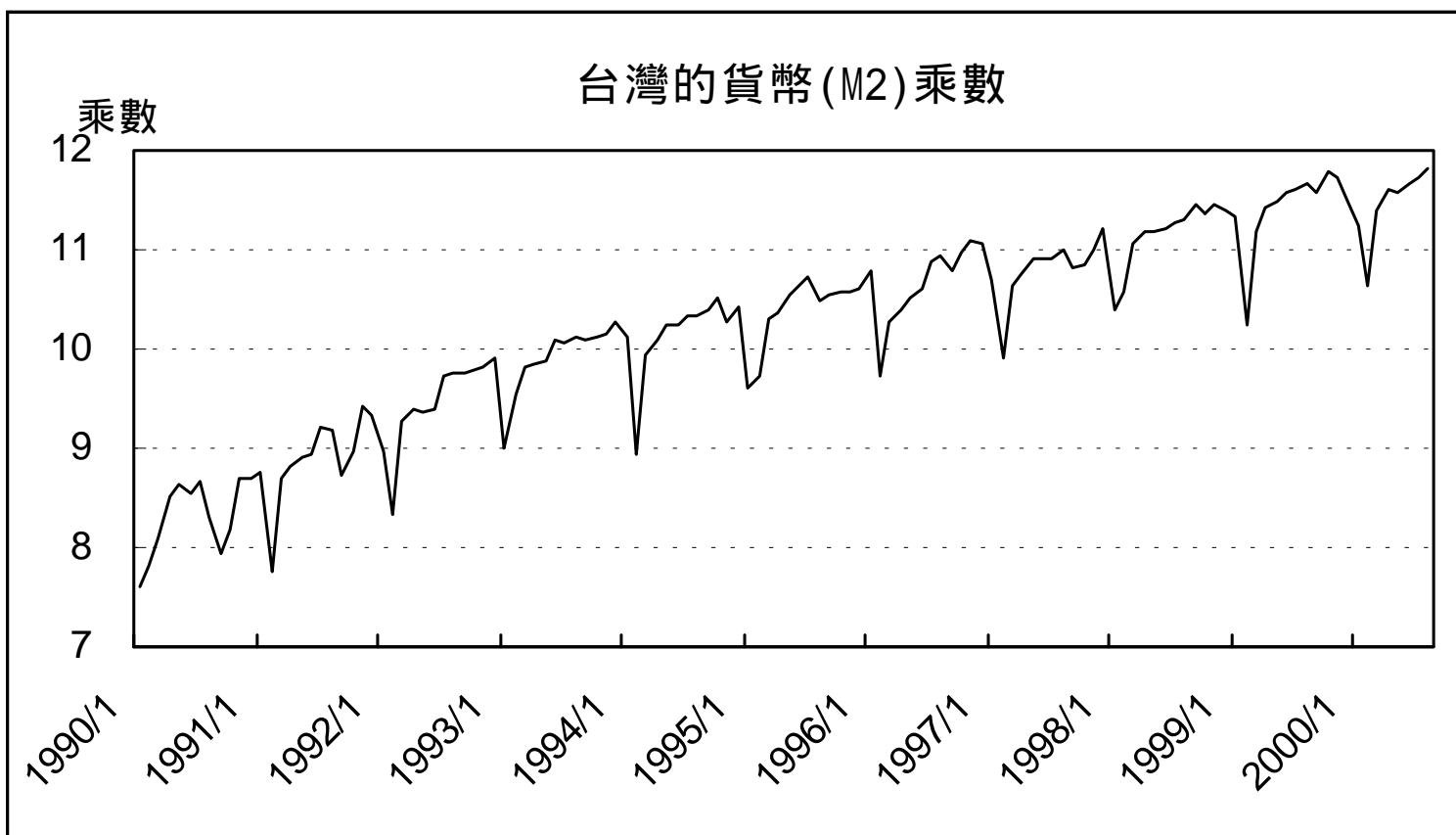
二、準備金操作程序

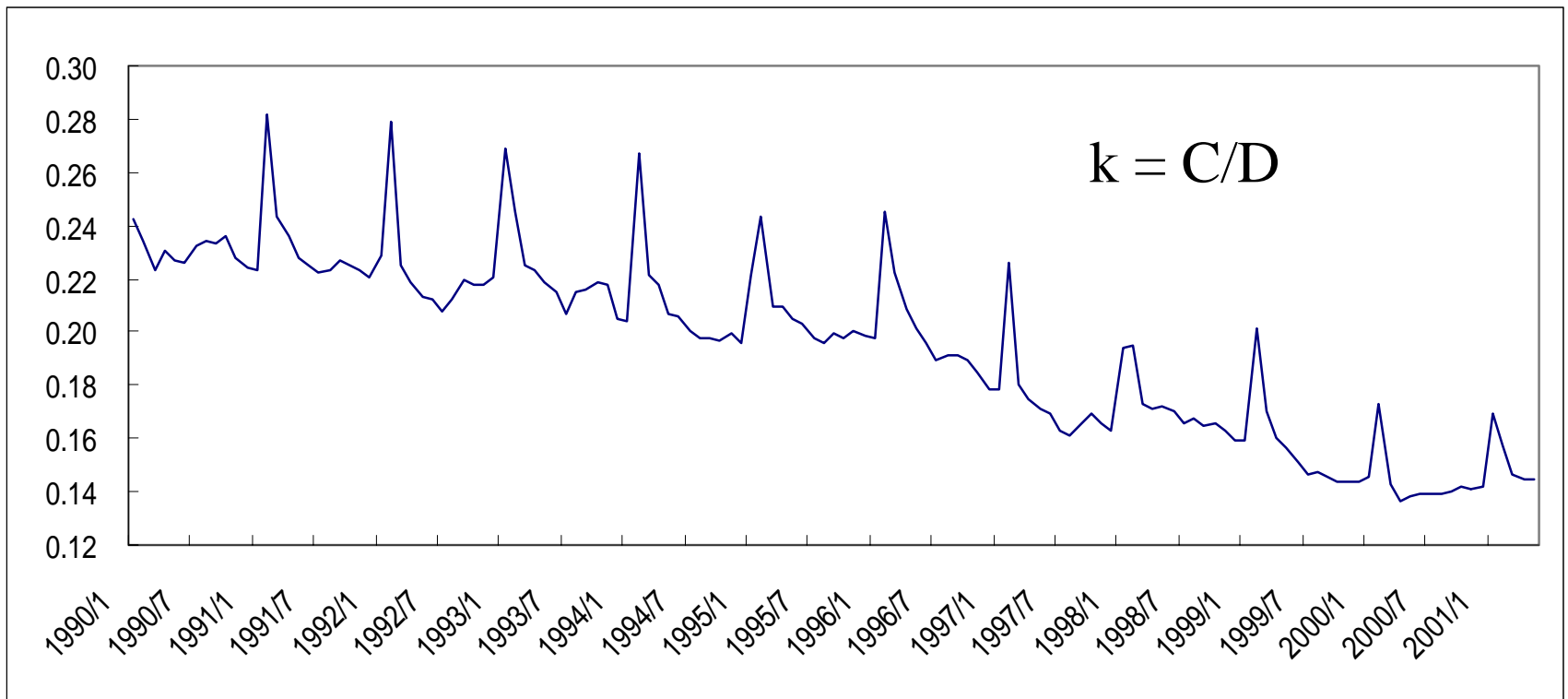
(一) 準備金提存制度

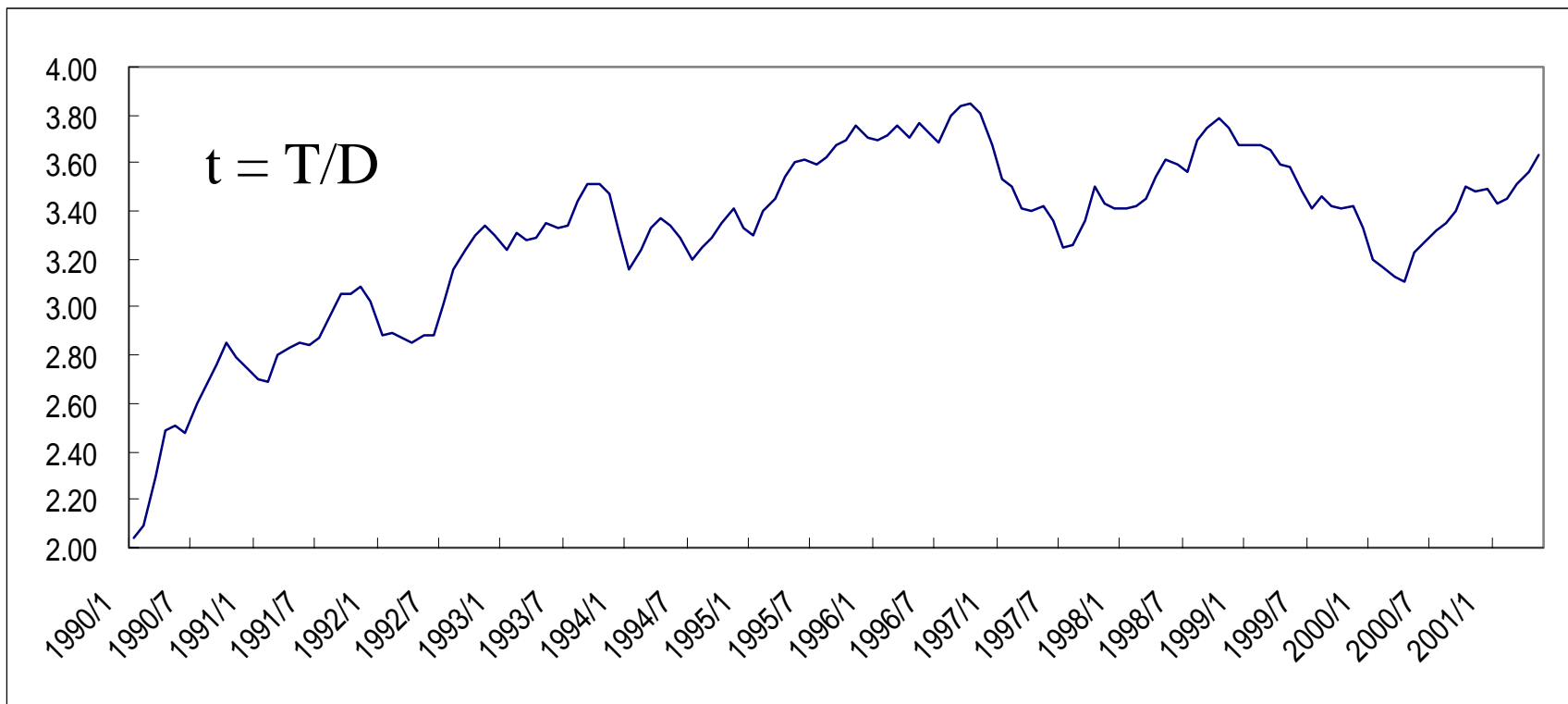


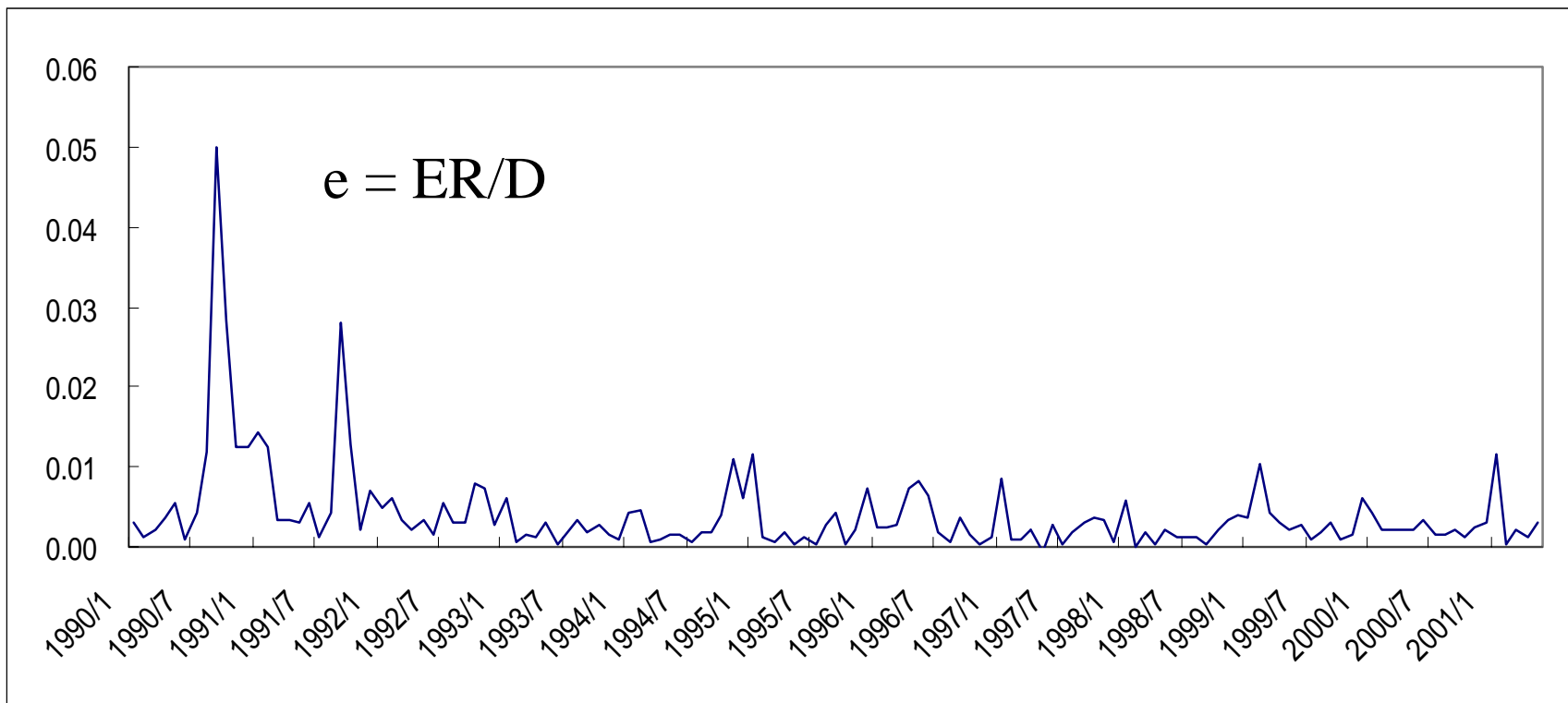


(二) 貨幣乘數的穩定性或可測性









三、隔夜拆款利率操作程序

(一) 操作程序的制度性安排

- 選擇隔夜拆款利率充當操作目標
- 公布操作目標區間
- 設定官方利率目標

(二) 以歐元制度為例

- 以主要再融通利率來導引隔夜拆款利率
- 將隔夜拆款利率控制在ECB的邊際貸放利率與存款利率之間

歐元制度下之貨幣政策操作

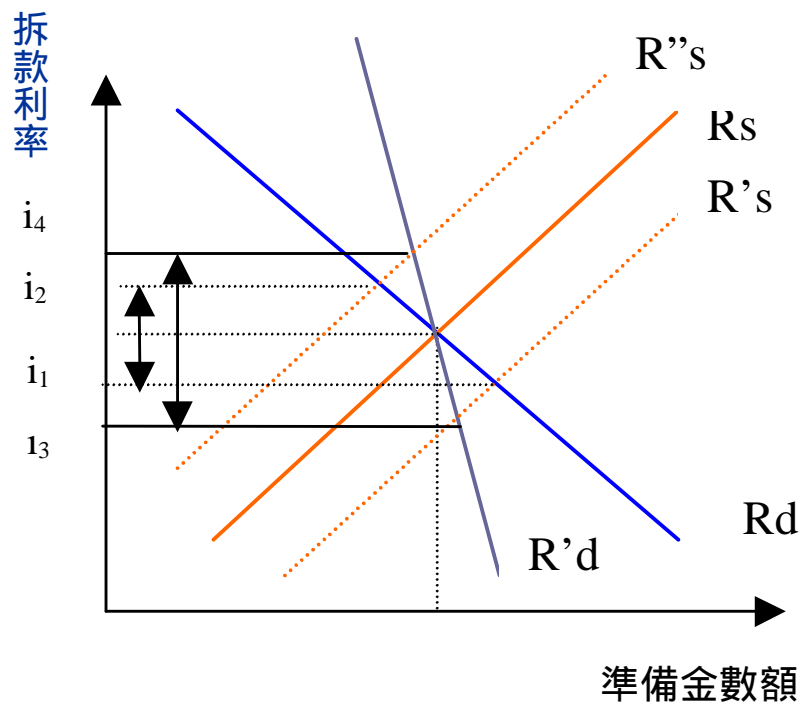
貨幣政策操作	交易型態		期 限	頻 率	程 序
	提供流動性	吸收流動性			
公開市場操作					
主要再融通操作	附買回交易		二週	每週	制式的競標
較長期再融通操作	附買回交易		三個月	每月	制式的競標
	附買回交易	換匯交易	無標準化	不定期	立即競標
微調操作	換匯交易	吸收固定期限存款 附買回交易			雙邊程序
	買斷	賣斷		不定期	雙邊程序
結構操作	附買回交易	發行債務憑證	標準化/無標準化	定期和不定期	制式的競標
	買斷	賣斷		不定期	雙邊程序
常備窗口機制					
邊際貸放機制	證券質押放款		隔夜		由交易對手權衡決定
存款機制		接受存款	隔夜		由交易對手權衡決定


四、準備率高低對準備金市場之影響

- 近年來，由於我國中央銀行不斷調降法定存款準備率，使得銀行的應提準備金大幅減少，此際銀行對準備金的大部份需求，不再是取決於其所吸收的存款數額，而係基於支付清算目的而握持。再者，基於支付清算目的之準備金的需求，也較基於存款目的之需求難預測，因此勢必加重拆款利率的波動。

- 尤有進者，RTGS的發展無疑也會加重拆款利率的波動。
- 在這種情況下，銀行對準備金的需求曲線將較原先之高準備率之下為陡峭（如圖中 R_d 之變為 R'_d ）。從而，任何非預期之準備金供給曲線的變動，如圖中之 R_s 移至 R'_s 或 R''_s ，將使得金融業拆款市場利率的波動幅度由 $i_1 i_2$ 擴大為 $i_3 i_4$ 。

準備率高低與準備金需求





- 處於此一場合，為了降低拆款利率的波動幅度，或可仿效瑞士國家銀行的作法，賦予貼現窗口機制較大彈性（使 R_s 較平坦）；另一方面，為使準備金需求有較大的穩定性，準備金提存制度改採落後制，或對準備金帳戶（含清算帳戶）依市場利率付息（一如ECB的作法），也是可以考慮的方向。


伍、運用貨幣政策工具的新課題

一、間接工具日益重要

- 金融自由化與國際化的發展，類如管制利率、管制信貸及行政指導等直接工具將被間接工具所取代。
- 一般所指的間接工具，包括：公開市場操作、準備金政策及貼現窗口政策。雖然準備金政策是藉由管制力量所施行，但其貨幣性效果的實現，則是透過影響銀行對準備貨幣之需求來達成。因此，準備金政策一般仍被視為間接工具。

二、靈活的公開市場操作仍嫌不足

- 在金融市場尚不發達時期，靈活、雙向的公開市場操作無法順利進行，此際先透過準公開市場形式的工具(open-market-type instruments)仍可獲致眾多利益。此類準公開市場形式的工具通常是在初級市場中採用，例如中央銀行所發行的單券及政府基於貨幣政策目的而標售的債券等皆是。

- 
- 台灣的公開市場操作過去囿於金融市場規模的限制，因此相當仰賴準公開市場形式的工具，這些工具包括財政部及中央銀行所發行的國庫券，中央銀行所發行的儲蓄券及定期存單，甚至於中央銀行利用郵政儲金轉存制度的運作，亦可視為此種類型。
 - 透過換匯操作雖可補充公開市場操作的不足，但經由拋補的利率平價關係，仍不可避免地影響到即期匯率。

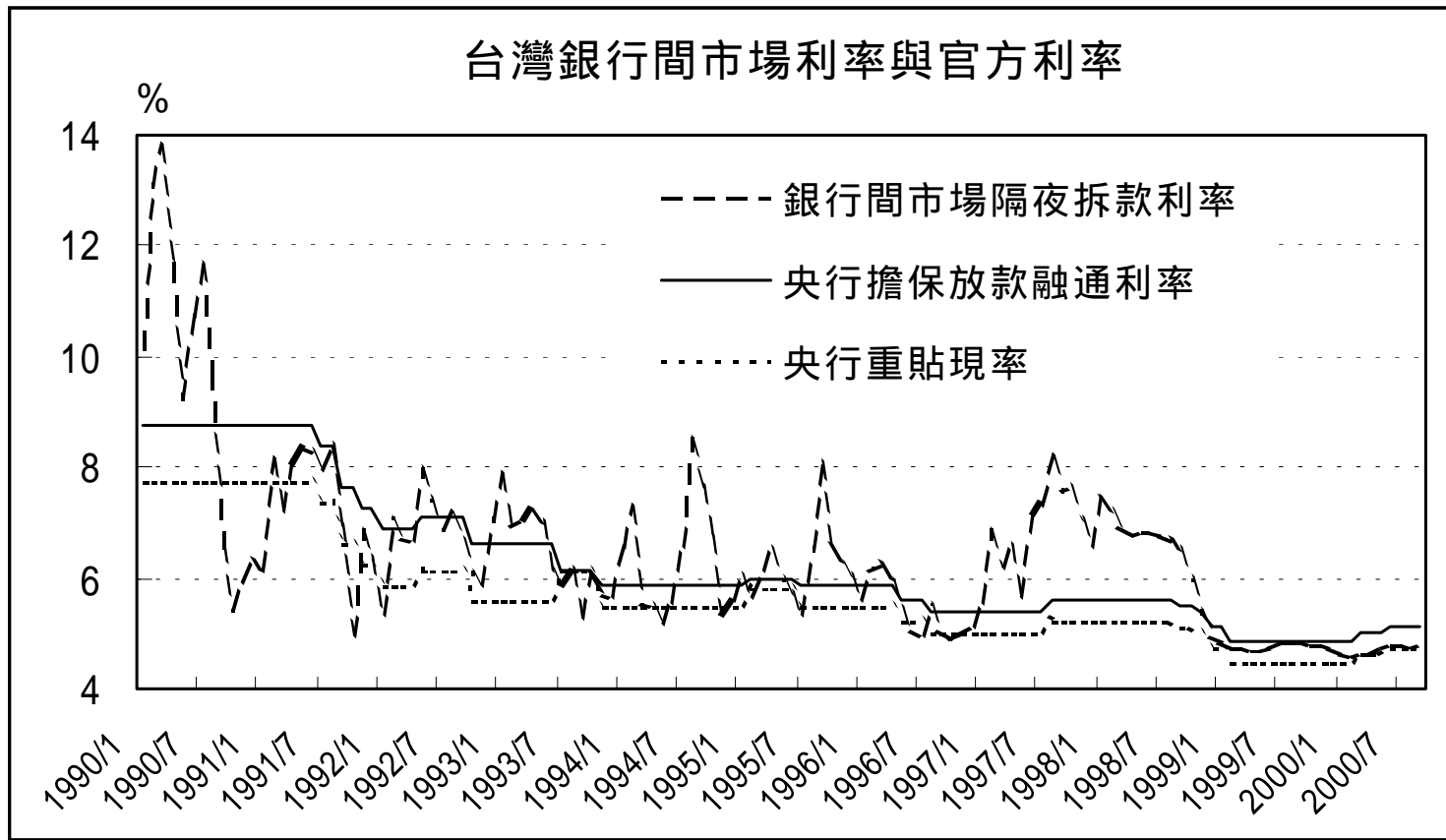
三、準備金政策宜儘速定位

- 如基於資源配置效率，加權平均法定準備率不應高於4%。
- 如基於貨幣控制目的，應考慮採行單一法定準備率。
- 如基於流動性管理目的，應儘速合併準備金甲戶、乙戶。

四、富彈性的貼現窗口政策仍待強化

- 為降低道德風險(moral hazard)，貼現窗口應對資本不足之銀行設限。
- 為構建利率操作程序，官方利率結構應儘速釐清。
- 為穩定短期利率，應構建富彈性的貼現窗口。

台灣銀行間市場利率與官方利率



陸、金融整合及其衍生的新挑戰

一、金融整合的意義

- 金融整合（financial consolidation）一詞泛指各金融業別的業內及跨業併購、合資及策略聯盟，以及業務的多樣化。

二、金融整合的成因

- 金融業本身為了使其經營達到更具規模經濟及其股東逐漸重視經營績效；
- 金融機構營運之相關法規的逐步放寬及資訊科技（Information Technology, IT）的進步；
- 若干受國內外金融危機影響的國家，為了防範金融危機的擴大，並解決日益嚴重的信用緊縮問題，遂採防衛性整合方式來增強金融業體質，由政府直接介入並推動金融整合。

三、國際間金融整合的現況

- 根據G10的報告，1990年代美國的併購件數最多。
- 大部份的併購係發生在同一國家內、性質相同的金融服務業（72%），其次為同一國家內不同性質金融服務業的整合（約占15%），至於跨國的整合則較少。
- 綜觀1990年代全球各國金融整合的結果顯示，就銀行業而言，每一國家的銀行家數均呈逐漸減少趨勢，但各國集中度仍有很大的差異，就G10 調查各國前五大銀行資產占該國銀行業總資產比重，其中德國、美國及日本比重低於30%，而加拿大、澳大利亞、比利時、荷蘭及瑞典均高於70%。

國際間金融業併購案件數統計

國別 年	美國	加拿大	日本	澳洲	歐洲大陸 ¹				總計	
					法國	德國	義大利	英國		
1990	186	14	5	9	110	16	8	15	35	324
1991	223	25	11	18	272	73	17	37	48	549
1992	317	20	5	10	264	49	26	50	39	616
1993	406	22	9	23	222	41	25	33	51	682
1994	455	18	3	22	275	35	57	54	57	773
1995	512	22	9	39	274	54	55	33	77	856
1996	469	32	18	30	293	39	45	36	104	842
1997	529	45	32	31	264	32	34	33	96	901
1998	507	39	35	29	264	40	43	33	80	874
1999	380	44	111	41	311	29	63	46	98	887
總計	3,984	281	238	252	2,549	408	373	370	685	7,304
銀行集中度 ²	26.6%	77.1%	29.8%	73.9%	--	69.3%	18.8%	56.7%	35.2%	--

註：1. 歐洲大陸包括比利時、德國、法國、義大利、瑞士、荷蘭、瑞典、英國及西班牙。

2. 1999年前五大銀行資產占整體銀行總資產比重；其中德國及英國集中度為1998年資料。


資料來源：Group of Ten (2001), Consolidation in the Financial Sector, Jan., Data Annex A.

四、金融整合與貨幣政策

- 大型金融機構加重系統性風險(systematic risk)。
- 金融機構“太大不容倒閉”(too-big-to-fail)的鐵律，助長道德風險。
- 銀行規模擴大後，資產選擇能力隨之提高，較有能力將資金貸放給較大企業；此外，大銀行對於中小企業持續的監控能力較小銀行不具比較利益；加以金融整合後，貸款決策將傾向於集中化，造成與中小企業的聯繫不易接續，不利於中小企業的融資。
- 影響貨幣政策傳遞過程中的利率及放款管道。

主要參考資料

- [1]李榮謙(2001),貨幣銀行學,第七版,智勝文化,8月。
- [2]呂桂玲、方慧娟、李榮謙(2001),國際間金融整合之發展、問題與啟示,中央銀行經濟研究處,4月。
- [3]施遵驊、李榮謙(2000),「台灣在WTO下的金融開放措施及其影響暨中央銀行貨幣政策的挑戰」,*中央銀行季刊*,12月。
- [4]Ferguson, Roger W., Jr. (2001), Understanding Financial Consolidation, Remarks at the International Banking and Financial Systems Conference , Italy, March 9.
- [5]Fischer, Stanley (1997), Central Banking: The Challenges Ahead Maintaining Price Stability (<http://www.worldbank.org/fandd/english/1296/articles/0101296.htm>).
- [6]Friedman, Benjamin M. (2000), Monetary Policy, *NBER Working Paper*, Dec..
- [7]Group of Ten (2001), *Consolidation in the Financial Sector*, Jan..
- [8]Hubbard, R. Glenn (2000), *Money, the Financial System & the Economy*, Third Edition.

- 
- [9]Issing, Otmar (1999), “The Monetary Policy of the Eurosystem,” IMF : *Finance & Development*, Mar., pp. 18-21.
- [10] McCallum , Bennett T. (1989), *Monetary Economics : Theory and Policy*, Macmillan Publishing Company .
- [11]Mishkin, Frederic S. (2001), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Sixth Edition.
- [12]Neely, Chris (2000), “ The Practice of Central Bank Intervention : Looking under the Hood ,” *Central Banking*, Nov..
- [13]Schuler, K. (1999), “ Basics of Dollarisation ,” US Senate : *Joint Economic Committee Staff Report* , July.
- [14]Sellon, Gordon H., Jr. and Stuart E. Weiner (1996), “ Monetary Policy Without Reserve Requirements : Analytical Issues, ” Federal Reserve Bank of Kansas City : *Economic Review*, Fourth Quarter, pp. 5-24.
- [15]Walsh, Carl E. (1998), *Monetary Theory and Policy*, The MIT Press.

推薦網站

1. Board of Governors of the Federal Reserve System
(<http://www.federalreserve.gov/>)
2. Center for the Study of Central Banks
(<http://www.law.nyu.edu/centralbankscenter/>)
3. Central Bank Survey (<http://rationalexpectations.com/>)
4. Central Banking Publications (<http://www.centralbanking.co.uk/>)
5. Currency Boards and Dollarization (<http://users.erols.com/kurrency/>)
Site maintained by Kurt Schuler
6. European Central Bank (<http://www.ecb.int/>)
7. Mark Bernkopf's Central Banking Resource Center
(<http://patriot.net/~bernkopf/>)
8. National Bureau of Economic Research (<http://www.nber.org/>)