

# 貨幣政策的傳遞機制

Transmission Mechanism of Monetary Policy

李榮謙\*

\* 中央銀行經濟研究處國際經濟科科長，輔仁大學兼任副教授。

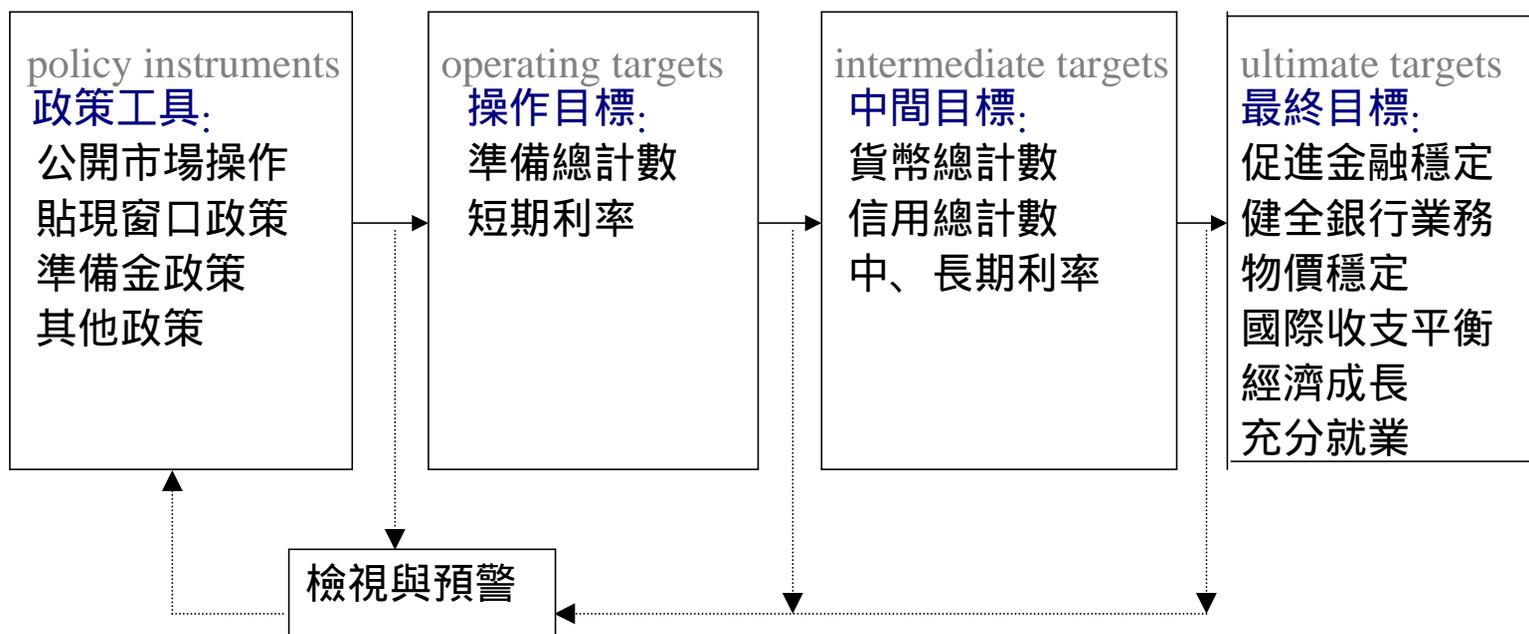
e-mail: [jclee@mail.cbc.gov.tw](mailto:jclee@mail.cbc.gov.tw)

# 導論

review

- 貨幣政策的基本架構
- 貨幣的重要性：貨幣學派 vs. 凱因斯學派
  - 實證方法論
  - 早期凱因斯論者(Keynesians)之證據
  - 早期貨幣論者(Monetarists)之證據
- 貨幣政策的傳遞機制
- 貨幣政策的課題

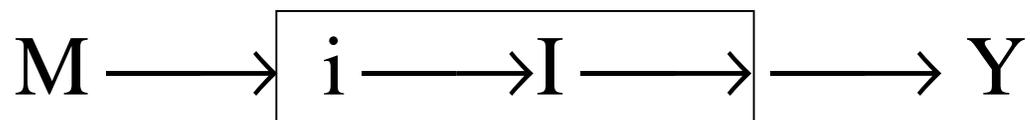
# 貨幣政策的基本架構



# 貨幣的重要性：貨幣學派 vs. 凱因斯學派

## 實證方法論

- 凱因斯學派—結構模型(structural model)



- 貨幣學派—縮減式(reduced-form equation)



## 結構模型分析法的優點

- 由於我們可以分別檢視每一傳遞機制的合理性，因此可以得到貨幣是否對經濟活動有重要影響的較多證據。
- 知道貨幣變動如何影響經濟活動，可以幫助我們更精確地預測M對Y的影響。
- 藉由對經濟體系運作的瞭解，我們將有較大能力去預估經濟體系制度性的變革，將如何影響M與Y的連結關係。

## 結構模型分析法的缺點

- 除非我們對所有的傳遞機制有完全的瞭解，否則掛一漏萬，極可能因結構模型遺漏了貨幣政策重要的傳遞機制，致嚴重低估M對Y的影響。
- 貨幣論者通常不認同凱因斯論者對貨幣政策傳遞管道過於狹隘的看法，例如凱因斯論者過份強調 $M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$ 。

## 縮減式分析法的優點

- 不排除貨幣政策影響經濟活動的任一可能管道。
- 我們對貨幣政策所有傳遞機制的瞭解有限，與其掛一漏萬，不如直接觀察M的變動是否與Y的變動有高度相關。
- 貨幣論者偏愛縮減式分析法，可歸因於，他們相信，透過M改變影響Y的管道眾多，且伴隨時間的過往不斷在改變。

## 縮減式分析法的缺點

- 縮減式分析法可能會產生誤導，例如得到M的變動帶來Y的變動，但實際情況並非如此。
- 相關(correlation)並不必然隱含因果(causation)。
- 可能存在逆因果(reverse causation)，例如Y的變動帶來M的變動。
- 可能存在虛假相關(spurious correlation)，M與Y同受第三個變數影響。

# 早期凱因斯論者之證據

- 大蕭條(Great Depression)時期，美國政府公債利率下挫至極低水準，代表貨幣係處於極寬鬆的場合，然而寬鬆的貨幣卻對總合產出毫無助益，顯示貨幣無效(money doesn't matter)。
- 早期實證研究發現，名目利率的變動與投資支出的聯結關係薄弱。
- 對企業主的調查顯示，投資決策大抵不受市場利率之影響。

## 對早期凱因斯論者之駁斥

- 大蕭條時期，美國貨幣政策一點也不寬鬆，反而呈現前所未有的緊俏。
- 利率並不是真的那麼低。雖然美國政府公債利率下挫至極低水準，但低投資等級的公司債利率卻高的離譜。
- 影響投資支出的是實質利率(real interest rate)而非名目利率(nominal interest rate)。大蕭條時期，美國的實質利率其實相當高。
- 貨幣政策影響總合需求的管道眾多，利率影響投資支出只是其中之一。

# 早期貨幣論者之證據

- 時間測定的證據(timing evidence)

貨幣論者探討貨幣供給變動與景氣循環的關係，結果在近一百年的景氣變動過程中，他們發現：

  - ✓ 貨幣供給成長率下降皆較產出下降來得早，低谷領先12個月；
  - ✓ 貨幣供給成長率上升又領先產出上升，高峰領先16個月；
  - ✓ 貨幣供給成長率領先景氣變動的變異程度，從4個月到22個月不等。
  - ✓ 結論：貨幣成長肇致景氣波動，且存在“長而多變的落後”(long and variable lags)。

- 統計上的證據(statistical evidence)

Y與M的相關性，遠高於Y與A。

對貨幣主義論者的批評：

- ✓ 對縮減式分析法的典型批判；
- ✓ 對凱因斯模型過度減化處理的不公平對待；
- ✓ 對自發性支出的處理不當，一旦妥當處理，則凱因斯模型將獲勝。

- 歷史上的證據(historical evidence)

貨幣供給變動屬於外生事件(exogenous event)

# 聖路易模型(St. Louis model)

- 聖路易模型與M. Friedman有相當深的淵源，這倒不是因為該模型的主要設計者L. Andersen曾為Friedman的老師，更重要的是，該模型首創以計量模型驗證貨幣政策與財政政策之相對效果是受到Friedman & Meiselman(1963)及Friedman & Schwartz(1963) 兩文之啟發。
- Andersen & Jordan(1968)以一條迴歸縮減式，測試究竟貨幣抑財政政策對所得的影響較大、較可靠、較快速。結果，財政政策一敗塗地。

$$\Delta Y_t = f(\Delta M_t, \Delta M_{t-1}, \dots, \Delta M_{t-4}, \Delta G_t, \Delta G_{t-1}, \dots, \Delta G_{t-4})$$

## 持平看待貨幣論者之證據

- 由於逆因果及虛假相關的問題，使得從時間測定與統計上的證據之結論，遭致嚴重的質疑。
- 若干歷史上的證據，證明貨幣成長外生性的下降，伴隨而至的是景氣循環的收縮，提供了貨幣論者較堅強的論據。
- 實質景氣循環理論(real business cycle theory)不認同貨幣成長變動肇致景氣波動，此一理論認為景氣循環都是源自供給面的實質因素，貨幣帶來景氣循環其實是逆因果。

# 貨幣政策的傳遞機制

- 傳統利率管道

- ✓ 存在價格僵固性， $i \downarrow \Rightarrow i_r \downarrow$ ；透過利率期限結構，短期實質利率 $\downarrow \Rightarrow$ 長期實質利率 $\downarrow$

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

- ✓ 即使處於通貨緊縮，名目利率趨近於零，貨幣政策仍可藉由下述管道發揮效果：

$$M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

- 其他資產價格管道

- ✓ 匯率對輸出淨額的影響：

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

- ✓ 托賓q理論 (Tobin's q theory) :

q = 股票市價 / 資本財的重置成本

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

- ✓ 財富效果：

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

銀行放款  
的特殊本質

- 信用觀點的傳遞管道

主張貨幣政策傳遞機制是透過信用市場中的資訊不對稱效果。

資訊不對稱 ( asymmetric information )  
會帶來逆選擇 ( adverse selection ) 與道德危機 ( moral hazard )。

✓ 銀行放款管道：

$M \uparrow \Rightarrow \text{銀行存款} \uparrow \Rightarrow \text{銀行放款} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

✓ 資產負債管道：

$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{逆選擇} \downarrow、\text{道德危機} \downarrow \Rightarrow \text{放款} \uparrow$   
 $\Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

✓ 現金流量管道：

$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow \text{現金流量} \uparrow \Rightarrow \text{逆選擇} \downarrow、\text{道德危機} \downarrow$   
 $\Rightarrow \text{放款} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

✓ 非預期價格水準管道：

$M \uparrow \Rightarrow$  非預期價格  $\uparrow \Rightarrow$  逆選擇  $\downarrow$ 、道德危機  $\downarrow$   
 $\Rightarrow$  放款  $\uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

✓ 家計部門流動性效果：

$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow$  金融資產  $\uparrow \Rightarrow$  金融困境的可能性  $\downarrow$   
 $\Rightarrow$  消費者耐久財與住宅支出  $\uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

## • 何以信用管道似乎十分重要

- ✓ 諸多證據支持，個別廠商的行為深受信用市場不完全(credit market imperfections)的影響。
- ✓ 有證據顯示，小廠商較大廠商易受緊縮性貨幣政策的傷害。
- ✓ 信用市場不完全的資訊不對稱觀點，業經證實在說明許多其他重要現象時十分有用，例如為何存在許多種類的金融機構？為何我們的金融制度呈現如此的結構？以及為何金融危機對經濟體系的傷害那麼大？

# 貨幣政策的課題

- 僅以短期名目利率的上升或下降，來作為採行緊縮或寬鬆性貨幣政策的依據，經常是十分危險的。
- 除短期利率之外，其他的資產價格也能提供貨幣政策重要的訊息。當短期利率偏低甚或為零，股票與房地產價格低迷，本國通貨匯價過高，貨幣政策緊縮的態勢已不言可喻。

- 即使短期利率已接近零，貨幣政策用來提振疲弱的經濟，仍可能十分有效。
- 避免價格水準非預期的波動，是貨幣政策的重要目標，因此提供合理的價格穩定，係貨幣政策主要的長期目標。