


新時代的貨幣銀行學概要(二版) 李榮謙 編著 ISBN 978-957-729-972-7

Chapter  
**13**

## 第13章 貨幣政策目標與操作策略



www.bestwise.com.tw 智勝文化事業有限公司


新時代的貨幣銀行學概要(二版) 李榮謙 編著 ISBN 978-957-729-972-7

### 一、研讀目標

**13**  
貨幣政策目標與操作策略

- 一、研讀目標
- 二、重點提要
- 三、走出象牙塔
- 四、問題與討論

- 看看貨幣政策的基本架構
- 瞭解中央銀行所關心的最終目標
- 知道貨幣政策中間目標的抉擇標準
- 想想凱因斯學派與貨幣學派對貨幣政策傳遞機制之看法有何不同？
- 思考貨幣政策的時間落後之類型
- 比較權衡政策與貨幣法則



www.bestwise.com.tw 智勝文化事業有限公司

## 二、重點提要

13

貨幣政策目標  
與操作策略一、閱讀目標  
二、重點提要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論

- 1. 貨幣政策的基本架構
- 2. 為何中央銀行應以物價穩定為最重要的最終目標？
- 3. 為何需要中間目標？中間目標變數如何抉擇？
- 4. 貨幣政策的傳遞機制
- 5. 「價」與「量」的控制問題
- 6. 貨幣政策的時間落後
- 7. 貨幣法則為何受到重視？較富盛名的貨幣法則有哪些？



www.bestwise.com.tw

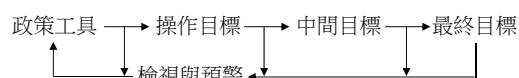
智勝文化事業有限公司

## 1. 貨幣政策的基本架構(1/2)

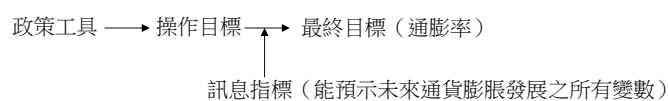
13

貨幣政策目標  
與操作策略一、閱讀目標  
二、重點提要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論

- 長期以來，中央銀行執行貨幣政策的基本架構，係採三段式的操作策略；例如，**貨幣目標化**(monetary targeting)：



- 1990年代起，由紐西蘭準備銀行所帶頭的二段式貨幣政策架構，已在國際間引起效尤，目前約有27餘國的中央銀行採行此種策略。二段式的貨幣政策架構係明確地以物價穩定為目標，因此也稱之為**通膨目標化**(inflation targeting)：



www.bestwise.com.tw

智勝文化事業有限公司

## 1. 貨幣政策的基本架構(2/2)

### 國際間常見的貨幣政策架構

貨幣政策架構	優點	缺點
匯率目標化	<ul style="list-style-type: none"> <li>以匯率作為名目制約，可穩定一國貿易財價格，有助直接控制國內通膨。</li> <li>增強國人對本國通貨的信心。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>對資本自由移動的國家而言，匯率目標使該國貨幣政策喪失自主性。</li> <li>若匯率的調整缺乏彈性，易遭受投機性攻擊。</li> <li>匯率的逐日變化無法反映貨幣政策動向訊息。</li> </ul>
貨幣目標化	<ul style="list-style-type: none"> <li>央行可透過調節貨幣數量，因應國內經濟金融情勢的變化，貨幣政策較具自主性。</li> <li>以貨幣總計數做為中間目標，有助央行及時採行適當的貨幣政策，避免延誤政策執行時機。</li> <li>貨幣目標明確傳達央行之政策方向。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>若貨幣所得流通速度不穩定，即使貨幣目標達成，亦不確保最終目標可實現。</li> <li>金融創新商品推陳出新，貨幣定義不易界定。</li> </ul>
通膨目標化	<ul style="list-style-type: none"> <li>通膨目標易為社會大眾理解，且目標明確、透明度高。</li> <li>無須仰賴穩定的貨幣與通膨關係。</li> <li>提高央行權威。</li> <li>強迫決策者具前瞻性，避免決策局限當前經濟情勢。</li> <li>降低通膨衝擊的影響。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>對於是否達成目標，存在訊息遲延的問題。</li> <li>通膨率不易預測。</li> <li>影響通膨率的因素眾多，央行不易控制。</li> <li>可能存在法則過於僵固、缺乏彈性的問題。</li> <li>無法確保金融穩定。</li> </ul>

資料來源：Mishkin, Frederic S. (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," *Journal of Monetary Economics*, 43, pp. 579-605.

中央銀行(2014)，9月25日央行理監事會後記者會參考資料，9月25日。

中央銀行(2016)，3月25日央行理監事會後記者會參考資料，3月24日。

13

貨幣政策目標與操作策略

一、閱讀目標  
二、重點提要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論



www.bestwise.com.tw

智勝文化事業有限公司

## 2. 為何中央銀行應以物價穩定為最重要的最終目標？

13

貨幣政策目標與操作策略

一、閱讀目標  
二、重點提要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論



www.bestwise.com.tw

智勝文化事業有限公司

- 中央銀行所發行的命令貨幣，其購買力高低係取決於物價水準，一旦物價不穩定，例如發生惡性通膨，則貨幣的功能將嚴重受挫。其實，所謂的物價穩定，並非只是單向的避免發生通貨膨脹，防範因物價持續下跌而發生通縮，亦是中央銀行的職責。這是因為，通縮將有肇致經濟衰退的後果。
- 至於中央銀行應否協助經濟成長？此一議題頗富爭議。不過，一般的看法是，因為物價穩定業已提供經濟良性發展的極佳環境，因此實際上已隱含協助經濟成長的政策目標；亦有論者認為，中央銀行有義務在物價穩定的前提下，支持政府一般性的經濟政策。

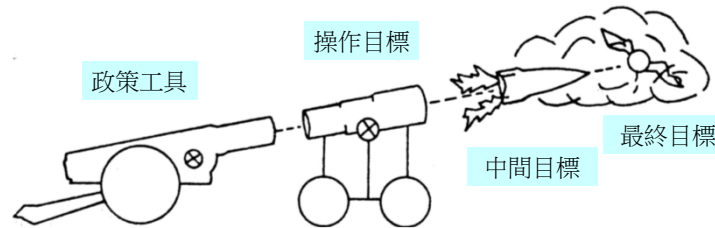
### 3.為何需要中間目標？中間目標變數如何抉擇？(1/3)

13

貨幣政策目標與操作策略

一、閱讀目標  
二、重點提要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論

- 就傳統三段式的貨幣政策基本架構而言，中間目標係扮演關鍵性的角色，肯尼(E. J. Kane)曾以鮮活圖示來加以描述：



- 中間目標的重要性
- 若能找到理想的中間目標，則中央銀行運用貨幣政策工具據以影響最終目標的過程，不確定性較低，成功的機會較大。
  - 中央銀行欠缺對通膨的直接控制能力，況且釘住通膨率存在訊息遲延的缺點。



www.bestwise.com.tw

智勝文化事業有限公司

### 3.為何需要中間目標？中間目標變數如何抉擇？(2/3)

13

貨幣政策目標與操作策略

一、閱讀目標  
二、重點提要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論

- 中間目標變數的抉擇
- 相關性：與最終目標變數須有明確且緊密因果關係。
  - 可及性：操作目標變數必須能夠有效控制此等變數。
  - 可測性：此等變數其訊息的提供必須快速、正確。
- 「量」vs.「價」的控制架構
- 如果操作目標選擇**準備總計數**，中間目標選擇**貨幣總計數**，則此一控制過程能否順利運行，有二個關鍵性因素。首先，**貨幣乘數**必須**具可測性**；其次，**貨幣流通速度**必須很穩定或**具可測性**。
  - 貨幣乘數的可測性問題，已於第十一章中討論；至於貨幣流通速度亦已在第十二章中介紹。



www.bestwise.com.tw

智勝文化事業有限公司

### 3. 為何需要中間目標？中間目標變數如何抉擇？(3/3)

13

貨幣政策目標與操作策略

一、閱讀目標  
二、重點提要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論



www.bestwise.com.tw

智勝文化事業有限公司

- 如果操作目標選擇短期利率，則透過短期利率來傳遞至中長期利率之**殖利率曲線**，就變成很重要的訊息指標。
- 採行通貨膨脹目標化架構之中央銀行，幾乎都以短期利率充當操作目標，此際必須確定短期利率與通貨膨脹率這兩者的關係。

### 4. 貨幣政策的傳遞機制(1/2)

13

貨幣政策目標與操作策略

一、閱讀目標  
二、重點提要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論

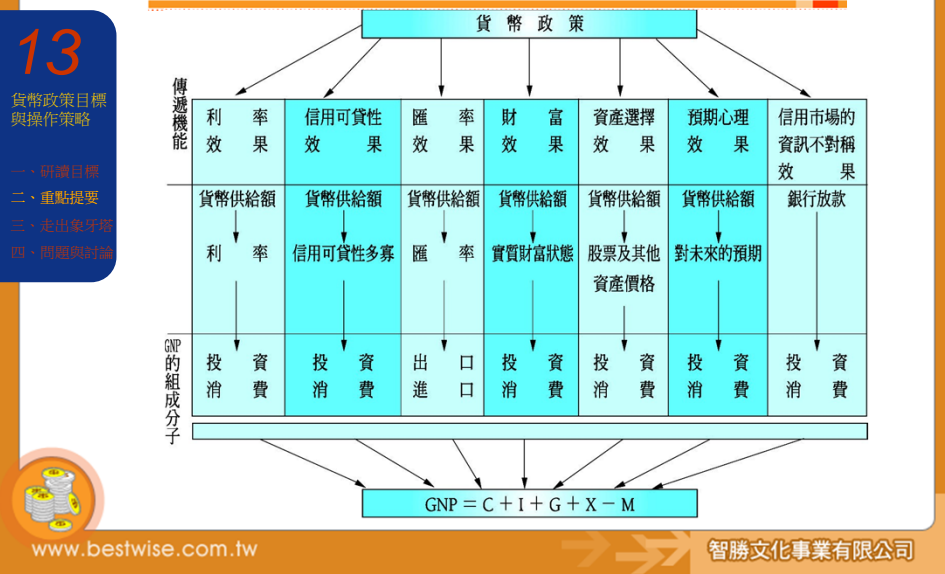


www.bestwise.com.tw

智勝文化事業有限公司

- 貨幣政策影響經濟活動係透過許多管道發揮效果，這些傳遞管道即是一般所稱的貨幣政策的**傳遞機制**(transmission mechanism)。經濟學家所強調的主要傳遞管道有利率效果、匯率效果、財富效果、資產選擇效果及信用市場的資訊不對稱效果（見圖13-2）。
- 貨幣管道 vs. 信用管道
  - 傳統的貨幣管道著重的是銀行的負債面，強調透過利率效果的影響過程；至於1980年代以來，**信用管道**著重的是銀行的資產面，旨在強調**銀行放款**的特殊本質（無法由其他信用來替代），認為在此一過程中，信用市場的資訊不對稱效果扮演重要角色。

圖 13-2 貨幣政策的傳遞機能



### 4. 貨幣政策的傳遞機制(2/2)

13

貨幣政策目標與操作策略

一、明確目標  
二、重點摘要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論

□ 凱因斯學派 vs. 貨幣學派

- 凱因斯學派強調利率影響投資的管道；貨幣學派較強調透過貨幣供給量的改變，影響各種資產的相對價格，進而使得各種支出流量受到影響之管道。
- 就研究方法而言，凱因斯學派以結構模型(structural model)來分析，嘗試找出各個影響管道的傳遞過程；至於貨幣學派則是以縮減式(reduced-form equation)來分析，因此傳遞過程宛若**黑箱**(black box)。

➢ 凱因斯學派—結構模型(structural model)

$$M \longrightarrow \left[ i \longrightarrow I \longrightarrow \right] \longrightarrow Y$$

➢ 貨幣學派—縮減式(reduced-form equation)

$$M \longrightarrow \boxed{?} \longrightarrow Y$$

www.bestwise.com.tw 智勝文化事業有限公司

## 5. 「價」與「量」的控制問題 (1/4)

13

貨幣政策目標  
與操作策略

- 一、研讀目標
- 二、重點提要
- 三、走出象牙塔
- 四、問題與討論

- 價格指標與數量指標無法同時控制
- 操作目標的抉擇

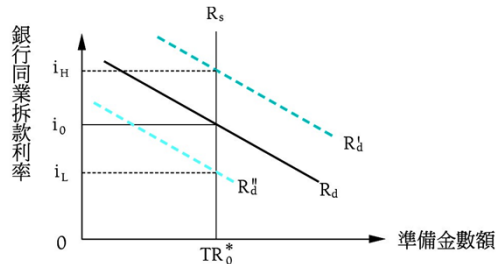


圖 13-3 以準備金為貨幣政策  
操作目標的場合

在以拆款利率為貨幣政策操作目標的場合，準備金供給曲線將成為一條水平線，此時準備金需求非預期的變動，將導致準備金數量的較大波動。



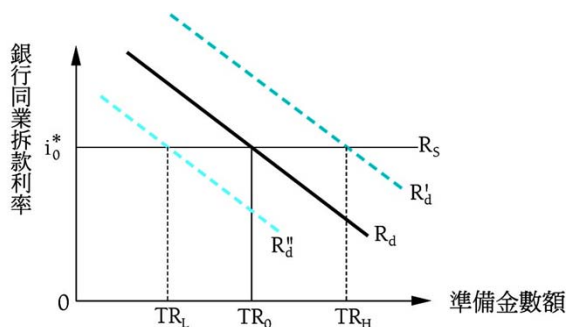
## 5. 「價」與「量」的控制問題 (2/4)

13

貨幣政策目標  
與操作策略

- 一、研讀目標
- 二、重點提要
- 三、走出象牙塔
- 四、問題與討論

圖 13-4 以拆款利率為操作目標的場合



在以拆款利率為貨幣政策操作目標的場合，準備金供給曲線將成為一條水平線，此時準備金需求非預期的變動，將導致準備金數量的較大波動。





### 5. 「價」與「量」的控制問題 (3/4)

13

貨幣政策目標與操作策略

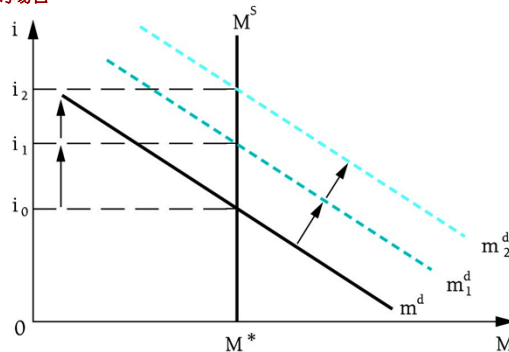
- 一、研讀目標
- 二、重點提要
- 三、走出象牙塔
- 四、問題與討論



www.bestwise.com.tw

#### □ 中間目標的抉擇

圖 13-5 控制貨幣供給額的場合



起初貨幣需求為 $m^d$ ，其與中央銀行所欲控制的貨幣數量 $M^*$ 相交於利率為 $i_0$ 的地方。如果貨幣需求不斷提高至 $m_1^d$ 進而至 $m_2^d$ ，而中央銀行卻仍將貨幣數量控制在 $M^*$ 的水準，則利率將上升至 $i_1$ ，而後至 $i_2$ 。顯示為了控制貨幣數量，利率將失去控制。

智勝文化事業有限公司

### 5. 「價」與「量」的控制問題 (4/4)

13

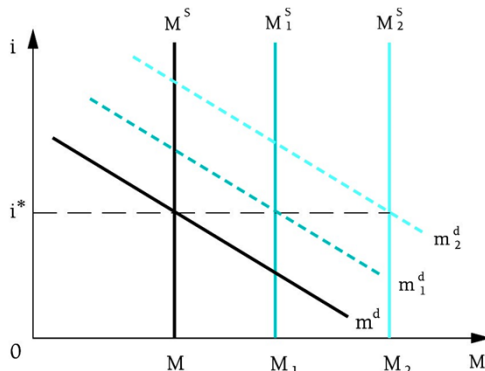
貨幣政策目標與操作策略

- 一、研讀目標
- 二、重點提要
- 三、走出象牙塔
- 四、問題與討論



www.bestwise.com.tw

圖 13-6 控制利率的場合



起初貨幣需求為 $m^d$ ，其與中央銀行所欲控制的利率水準 $i^*$ ，相交於貨幣供給 $M$ 的水準。如果貨幣需求提高至 $m_1^d$ 進而至 $m_2^d$ ，而中央銀行卻仍想控制利率在 $i^*$ 的水準，則貨幣供給必須伴隨提高至 $M_1^s$ ，而後至 $M_2^s$ 。顯示為了控制利率水準，貨幣數量將失去控制。

智勝文化事業有限公司



## 6.貨幣政策的時間落後(1/2)

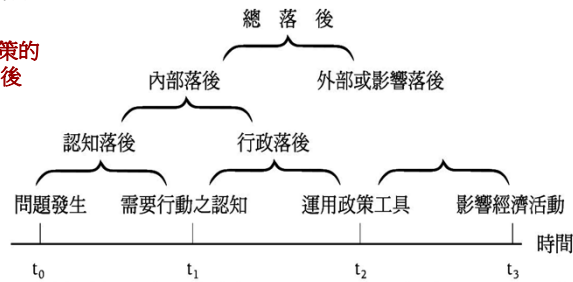
13

貨幣政策目標與操作策略

- 一、閱讀目標
- 二、重點提要
- 三、走出象牙塔
- 四、問題與討論

- 貨幣政策自問題發生至影響經濟活動需歷經很長一段時間，此一情形稱之為貨幣政策的時間落後。
- 時間落後的類型

圖 13-7 貨幣政策的時間落後



貨幣政策自問題發生至影響經濟活動需歷經很長一段時間，此一情形稱之為貨幣政策的時間落後。貨幣政策的時間落後可分為內部落後與外部或影響落後。內部落後又可區分為認知落後與行政落後，前者是指問題發生至需要行動之認知的這段期間；而後者則是指需要行動之認知至實際運用政策工具的這段期間。至於外部落後則是指運用政策工具至影響經濟活動的這段期間。



## 6.貨幣政策的時間落後(2/2)

13

貨幣政策目標與操作策略

- 一、閱讀目標
- 二、重點提要
- 三、走出象牙塔
- 四、問題與討論

- 貨幣政策 vs. 財政政策的時間落後

	內部落後 (月數)		外部 (影響) 落後 (月數)	總落後 (月數)
	認知落後	行政落後		
貨幣政策	3	0	1-20	4-23
財政政策	3	1-15	1-3	5-21

資料來源：Wallis, Mark H., "Lags in Monetary and Fiscal Policy," *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Mar. 1968, p. 7.

中央銀行(2015)，9月24日央行理監事會後記者會參考資料，9月24日。



## 7.貨幣法則為何受到重視？較富盛名的貨幣法則有哪些？(1/3)

13

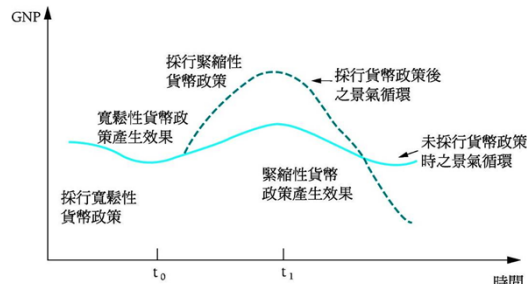
貨幣政策目標與操作策略

一、研讀目標  
二、重點提要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論

### □ 權衡政策 vs. 貨幣法則

- 權衡政策容易受到行政部門的干預，況且因為**時間不一致性**的問題，權衡政策有可能加重經濟的紛擾（見圖14-8）。大抵源自於這些原因，經濟學家較青睞貨幣法則。

圖 13-8  
權衡性貨幣政策加重景氣循環



圖中實線代表未採行貨幣政策時之景氣循環。如果中央銀行採行權衡性貨幣政策，例如在 $t_0$ 時採行寬鬆性貨幣政策，而於 $t_1$ 時採行緊縮性貨幣政策，則採行貨幣政策後之GNP成長情形將出現如圖中虛線的較大波動的景氣循環。

www.bestwise.com.tw

智勝文化事業有限公司

## 7.貨幣法則為何受到重視？較富盛名的貨幣法則有哪些？(2/3)

13

貨幣政策目標與操作策略

一、研讀目標  
二、重點提要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論

### □ 普受重視的回應法則

- 過於僵硬的貨幣法則雖然較具可測性，惟因缺乏彈性無法因應外在環境的變化，故亦帶來難以承受的成本。基於此，回應法則乃普受經濟學者的支持。
- 1980年代最富盛名的法則：麥卡倫 (Bennett T. McCallum) 的**準備貨幣成長法則**

$$\dot{b}_t = 0.00739 - \dot{v}_t + 0.25(Y_{t-1}^* - Y_{t-1})$$

- 式中  $\dot{b}_t$  為準備貨幣成長率、 $\dot{v}_t$  為準備貨幣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。

www.bestwise.com.tw

智勝文化事業有限公司

## 7. 貨幣法則為何受到重視？較富盛名的貨幣法則有哪些？(3/3)

13

貨幣政策目標與操作策略

一、閱讀目標  
二、重點摘要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論

- 1990年代最富盛名的法則：泰勒(John Taylor)的利率法則，稱為**泰勒法則**(Taylor's rule)

$$i = \dot{P} + 0.5(Y - Y^*)/Y^* + 0.5(\dot{P} - 0.02) + 0.02$$

- 式中  $i$  為聯邦資金利率、 $\dot{P}$  為實際通膨率、 $(Y - Y^*)/Y^*$  衡量產出缺口、 $(\dot{P} - 0.02)$  衡量通膨缺口。

擴充的泰勒法則(augmented Taylor's rule)

$$i = \alpha_0 + \alpha_1(y - y^*) + \alpha_2(\pi - \pi^*) + \alpha_3(s - s^*) + \alpha_4(q - q^*)$$

產出缺口 通膨缺口 匯率偏離 股價偏離



## 三、走出象牙塔(1/3)

13

貨幣政策目標與操作策略

一、閱讀目標  
二、重點摘要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論

- 將貨幣數量重新找回來
- 為何最近的研究有意忽略貨幣的角色？

- 近年來，美國貨幣總計數的情報價值受到極大的質疑。例如，艾斯翠拉及密斯金(Arturo Estrella & Frederic Mishkin, 1996)的論文即指出，中央銀行的貨幣政策不能太依賴貨幣總計數，否則可能被誤導。他們是藉檢視各種不同定義之貨幣總計數與通貨膨脹、名目所得之間的關係後提出這個結論。學理上，在其他情況不變之下，貨幣數量成長較快速應會導致物價和名目所得這兩者也會呈現較快速的成長水準。但是，實務上，他們卻發現這個關係幾乎不存在。以美國最受重視的貨幣總計數  $M_2$  而言，其成長率對未來的通貨膨脹或名目所得都缺乏緊密相關性；也許早期相關性較大，不過自1979年以後， $M_2$  年增率就失去預測能力。



### 三、走出象牙塔(2/3)

13

貨幣政策目標  
與操作策略一、閱讀目標  
二、重點提要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論

www.bestwise.com.tw

智勝文化事業有限公司

- 處在零利率的底線，為何貨幣數量是極有價值的參考指標？
- 梅爾薩(Allan H. Meltzer, 1999)強調，實質短期利率無法完全掌握到貨幣政策行動對經濟的影響效果，而且實質貨幣基數的改變對總合需求具有獨立或直接的影響效果。例如為數不少的經濟學者就主張，即便是名目短期利率為零，中央銀行亦能透過擴充貨幣基數去策動匯價的貶值，據以影響總合需求。基於與梅爾薩相同的看法，尼爾森(Edward Nelson, 2002)嘗試結合學理及實證層面，檢視貨幣基數影響總合需求的這些直接效果。結果發現，貨幣基數確實能在實質短期利率之外，提供直接或獨立的影響管道。而就實證結果來看，確實有堅強的證據，支持英國與美國有類似的經驗，亦即即使不考慮透過實質短期利率此一影響管道，實質貨幣基數的成長也對總合需求有極為顯著且正向的影響。梅爾亦確信監控貨幣成長十分重要，特別是處於高通貨膨脹率的場合，一如1970年代及1980年代早期之美國，以及在通貨緊縮、政策利率趨近於零的場合，一如1990年代的日本。

### 三、走出象牙塔(3/3)

13

貨幣政策目標  
與操作策略一、閱讀目標  
二、重點提要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論

www.bestwise.com.tw

智勝文化事業有限公司

- 貨幣政策的「第一支柱」所指為何？
- 其實，梅爾是希望構建類如歐洲中央銀行(ECB)的「雙支柱」架構。在ECB的「雙支柱」中，「第一支柱」係追求歐元區通貨膨脹率在2%以下的水準；至於「第二支柱」則是設定歐元區貨幣總計數 $M_3$ 成長率的參考值(reference value)為4.5%（過去此一參考值的適當水準係每年檢討，但2003年之後ECB已將之改為中期展望，宣稱不再定期檢討）。梅爾認為，採用 $M_2$ 貨幣定義在美國似乎是頗為合理的選擇，因為其組成分子的廣度足以涵蓋並消化部分來自技術創新所造成的影響，且其定義也具有足夠的限制性，可以充分代表主要交易支付工具的資產組合。根據初步估算，梅爾得到 $M_2$ 成長率的參考值為5.0%~5.5%之間。

## 四、問題與討論(1/2)

13

貨幣政策目標  
與操作策略一、閱讀目標  
二、重點提要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論

www.bestwise.com.tw

智勝文化事業有限公司

- 比較名詞異同
  - 操作目標 vs. 中間目標
  - 權衡政策 vs. 貨幣法則
- 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？試以現階段中央銀行所採取的貨幣政策的中間目標來說明。（84年簡任升等）
- 貨幣供給額與利率皆為影響經濟活動的重要變數。請利用圖形說明，中央銀行為達成其政策目標，能否同時控制這兩個變數？（83年高考）

## 四、問題與討論(2/2)

13

貨幣政策目標  
與操作策略一、閱讀目標  
二、重點提要  
三、走出象牙塔  
四、問題與討論

www.bestwise.com.tw

智勝文化事業有限公司

- 試述貨幣政策之時間落後的意義，並說明其形成原因。（77年高考國貿人員）
- 試判斷下列問題之是非或不一定，並簡述其理由：
  - (一)利率的可測性優於貨幣總計數，因此利率較貨幣總計數適合作為貨幣政策的中間目標(intermediate target)。
  - (二)中央銀行對準備貨幣(reserve money)有十足的控制能力，因此準備貨幣是理想的操作目標(operating target)。
  - (三)準備金政策(reserve requirements policy)是積極有效的貨幣政策工具，因此先進國家之中央銀行相當仰仗此一工具。（92年特考）