

# 第13章 貨幣政策的目標與工具

授課老師：黃志典教授

# 前言

- 貨幣政策的實施，在於追求最終經濟目標的達成，貨幣政策的效果，取決於中央銀行如何操作貨幣政策與貨幣政策的傳遞機制。本章將探討貨幣政策的目標、貨幣政策工具，並分析貨幣政策的傳遞機制、貨幣政策的時間落後問題以及貨幣政策的權衡論與法則論。

# 本章綱要

- 貨幣政策目標的選擇
- 貨幣政策工具
- 貨幣政策的傳遞機制與時間落後
- 貨幣政策的權衡論與法則論

實務Corner：釘住通貨膨脹率的貨幣政策

# 貨幣政策目標的選擇

- 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**，央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。
  - 央行不能立即直接控制中間目標，故再選取可直接控制且與中間目標關係密切的變數充當操作目標。

# 貨幣政策工具與貨幣政策目標

1. 公開市場操作
3. 準備金制度

2. 貼現窗口融通制度
4. 其他貨幣政策工具

## 操作目標

數量	價格
1. 準備金 3. 超額準備	1. 拆款利率 2. 貨幣市場利率
2. 自由準備 4. 準備貨幣	

## 中間目標

數量	價格
1. 貨幣存量：M1A、M1B或M2 2. 銀行信用	1. 銀行業存、放款利率 2. 中長期利率

## 最終目標(總體經濟目標)

1. 物價穩定
2. 充分就業
3. 經濟成長
4. 金融穩定
4. 國際收支平衡

# 貨幣政策目標的選擇

- 一般國家的中央銀行追求的最終目標如下：
  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. 金融穩定
  7. 國際收支平衡

# 中間目標與操作目標的選取標準

- 中間目標應該具備三個要件：
  1. 可測性：必須可以被精確而迅速地測量。
  2. 可控性：中央銀行必須對中間目標變數有控制能力。
  3. 可預測的因果性：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。
- 操作目標的選擇標準與中間目標相同。

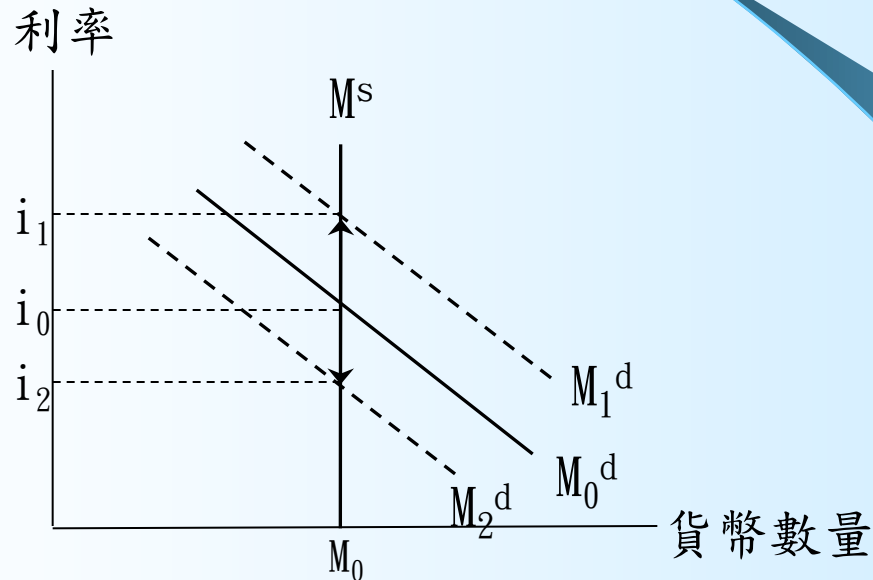
# 貨幣數量目標與利率目標

- 充當操作目標與中間目標的變數可能是**價格**（利率）或**數量**（準備金與貨幣總計數），中央銀行不能同時釘住「**價格目標**」與「**數量目標**」。



# 貨幣數量目標與利率目標(續)

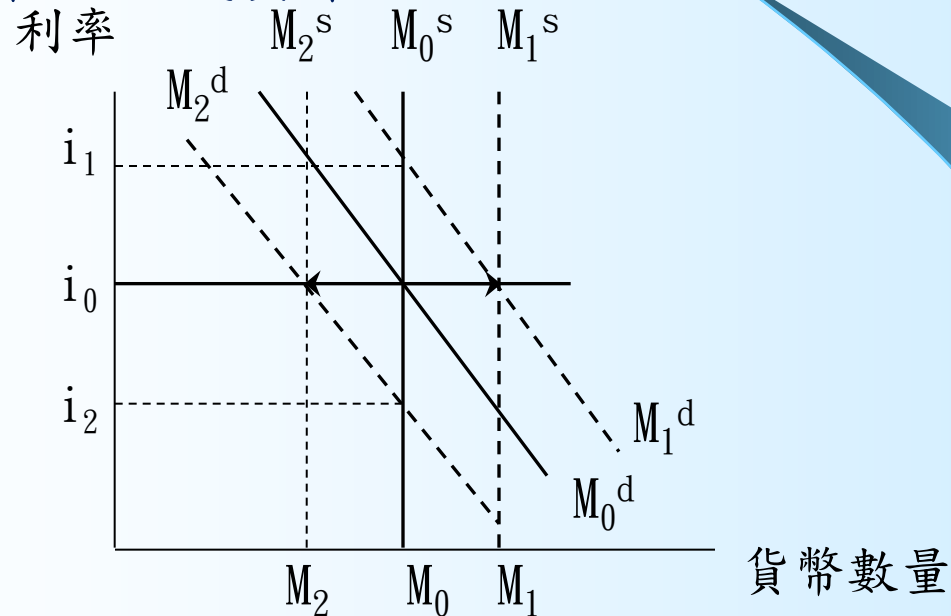
- 釘住貨幣數量將造成利率波動。



- 中央銀行以「貨幣數量」為操作目標，並將目標值設定為 $M_0$ 。
- 貨幣需求線在 $M_1^d$ 與 $M_2^d$ 間變動，利率將會在 $i_2$ 和 $i_1$ 間變動，亦即釘住貨幣數量將造成利率波動。

# 貨幣數量目標與利率目標(續)

- 釘住利率將造成貨幣數量波動。



- 中央銀行以「利率」為操作目標，並將目標值設定為  $i_0$ 。
  - 貨幣需求線在  $M_1^d$  與  $M_2^d$  間變動，貨幣數量將在  $M_1$  與  $M_2$  間變動，亦即釘住利率將造成貨幣數量波動。

# 貨幣數量目標與利率目標(續)

- 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。
- 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。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

# 貨幣數量目標與利率目標(續)

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

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

# 貨幣政策工具

- 公開市場操作
- 貼現窗口融通制度
- 準備金制度
- 其他貨幣政策工具

# 公開市場操作

- **中央銀行**經由金融市場買賣債票券，以調節準備貨幣數量，從而影響貨幣供給額。
  - 買進債票券時，會釋出強力貨幣；反之，會回收強力貨幣。

# 公開市場操作的目的是

- 動態性操作

- 為改變備金貨幣數量所進行的操作。

- 防衛性操作

- 為抵銷外來因素對準備金數量的干擾所進行的操作。

# 公開市場操作的效果

## 共有三種效果

### ● 數量效果

- 買進債票券將使準備貨幣增加。
- 賣出債票券將使準備貨幣減少。

### ● 利率效果

- 買進操作使利率下跌。
- 賣出操作使利率上升。



# 公開市場操作的效果(續)

## ● 預期效果

- 民眾將公開市場操作視為貨幣政策指標，進而修改資產配置與支出計畫，使經濟活動發生改變。
- 若民眾預期中央銀行將採取擴張性貨幣政策，消費與投資將增加，反之，消費與投資將減少。

# 公開市場操作的方式

## 有買賣斷及附條件兩種操作方式

### ● 賣斷及買斷操作

- 賣斷操作：中央銀行買進債票券之後，債票券的所有權由賣方轉移給中央銀行，永久釋出準備貨幣。
- 買斷操作：中央銀行賣出債票券之後，債票券的所有權由中央銀行轉移給買方，永久收回準備貨幣。
- ✓ 影響是永久的，又稱為「永久性操作」。

# 公開市場操作的方式(續)

## ● 附賣回及附買回操作

- 附賣回操作：央行賣出票據時，約定在未來某時點，按約定價格再買回。
- 附買回操作：央行買進票據時，約定在未來某時點，按約定價格再賣回。
- ✓ 將強力貨幣暫時收回或釋出，又稱為「暫時性操作」。

# 附賣回操作

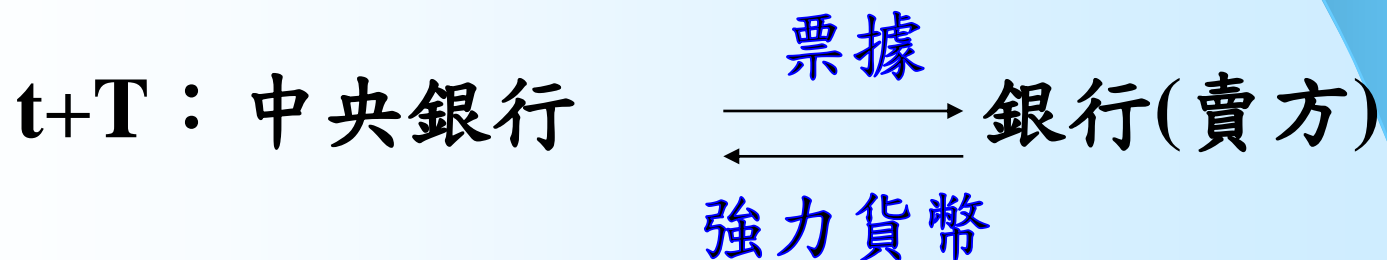
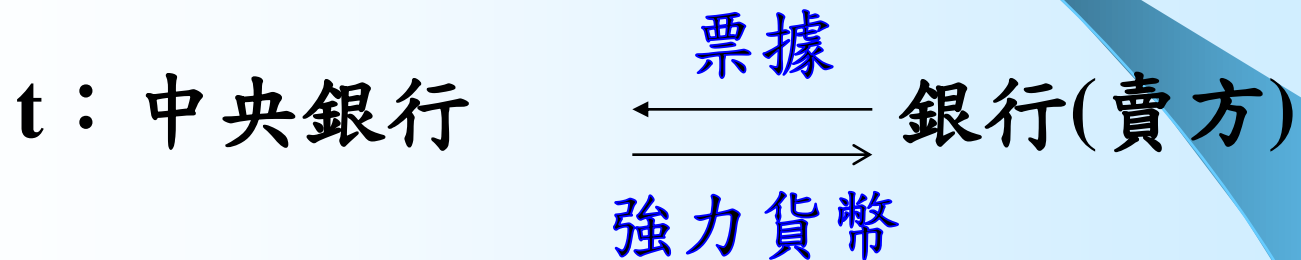
- 操作流程如下

t：中央銀行  $\xrightarrow{\text{票據}}$  銀行(買方)  
 $\xleftarrow{\text{強力貨幣}}$

t+T：中央銀行  $\xleftarrow{\text{票據}}$  銀行(買方)  
 $\xrightarrow{\text{強力貨幣}}$

# 附買回操作

- 操作流程如下



# 公開市場操作的優點

- 有四項優點：

- 自主性

- ✓ 中央銀行可以主動改變貨幣數量。

- 精確性及伸縮性

- ✓ 中央銀行可以精確控制並調整操作的金額。

- 時效性

- ✓ 可迅速執行。

- 可逆性

- ✓ 情勢改變時，可立即進行反向操作。

# 貼現窗口融通制度

- **貼現窗口融通制度**：銀行向中央銀行申請資金融通的一種制度，融通方式包括貼現與放款，貼放融通利率由中央銀行訂定。
- 目前公開市場操作的重要性已躍居各項操作工具之首，但貼現窗口對穩定金融體仍然有關鍵性影響。

# 貼現窗口融通操作的效果

- 有三種效果：

- 數量效果

- ✓ 當銀行向中央銀行的融通增加，準備貨幣增加，反之，準備貨幣減少。

- 利率效果

- ✓ 當銀行向中央銀行的融通增加，市場利率趨於下跌，反之，市場利率趨於上升。

- 宣示效果

- ✓ 中央銀行宣布調整融通利率，社會大眾與銀行體系對中央銀行貨幣政策方向將產生預期心理，進而修改各種資產配置與支出計畫，使經濟活動發生改變。



# 融通利率的調整

- 貼現窗口融通利率由央行訂定，具有宣示作用，稱為中央銀行利率。
- 景氣過熱時，調高中央銀行利率，反之則調降，以對外宣示貨幣政策方向，引導市場利率上升或下降。

# 準備金制度

- 央行依法要求銀行依其負債提存一定比率的準備金，以因應支付需求的制度。
- 要求提存準備金的目的：
  - 建立社會大眾對金融體系提供充分流動性的信心。
  - 作為貨幣政策工具，中央銀行透過準備率的調整，可改變銀行體系的信用貸放能力，進而控制貨幣供給額。

# 調整準備率的立即效果

## 有三種效果

### ● 數量效果

- ▶ 當央行調高準備率，銀行必須增提準備金，貸放能力降低；反之，貸放能力擴張。

### ● 利率效果

- ▶ 當央行調整準備率，市場利率將因超額準備之增加或減少，而下跌或上升。

### ● 宣示效果

- ▶ 當央行宣布調整準備率，大眾與銀行體系將對未來的政策方向產生預期心理，修改其資產配置與支出計畫，進而影響經濟活動。

# 流動準備制度

- 金融機構應保有適當的高流動性資產，以因應緊急資金需求。
- 央行規定銀行流動資產相對於負債的比率應達一最低標準。

# 準備金政策的發展趨勢

- 大部份國家逐漸減少使用準備金政策，主要原因如下：
  - **金融創新**使銀行以外的金融機構可透過有存款之實而無存款之名的金融工具吸收資金，而不需提存準備金，因而對銀行造成不公平競爭。
  - **提存準備金使銀行的經營成本增加**，進而使企業融資成本增加。
  - 即使沒有法令規範，**銀行仍會提存適當的準備金**，以**因應存款人的臨時性提領**。

# 台灣歷年來的存款及其他各種負債準備金比率

表 13-2 台灣歷年來的存款及其他各種負債準備金比率

單位：%

調整日期	支票存款	活期存款	活期儲蓄存款	定期儲蓄存款	定期存款	外匯存款 (新增部分)	其他各種負債
2000/10/1	13.5	13	6.5	5	6.25	0	0
2000/12/8	13.5	13	6.5	5	6.25	5	0
2000/12/29	13.5	13	6.5	5	6.25	10	0
2001/10/4	10.75	9.775	5.5	4	5	5	0
2001/11/8	10.75	9.775	5.5	4	5	2.5	0
2002/6/28	10.75	9.775	5.5	4	5	0.125	0
2007/6/22	10.75	9.775	5.5	4	5	5	0

信託資金準備比率：15.125%。

資料來源：中央銀行中華民國金融統計月報。

# 其他貨幣政策工具

- 選擇性信用融通
- 選擇性信用管制
- 道德勸說
- 金融機構轉存款（台灣）

# 選擇性信用融通

- **意義：**

- ▶ 中央銀行對銀行配合辦理的政策性放款業務給予資金融通，例如外銷貸款貼現、一般企業進口機器貸款轉融通等。

- **效果：**

- ▶ 可增加銀行體系的準備部位，對經濟具擴張性影響。



# 選擇性信用管制

- 意義：

- 中央銀行對金融機構的某些業務採取限制措施。

- 內容：

- 直接信用管制：對金融機構的信用創造加以直接限制。
- 不動產信用管制：對不動產放款的條件加以規範。
- 消費者信用管制：對消費性貸款的條件加以規範。
- 保證金比率：透過保證金比率的調整，調節銀行對證券市場的貸款金額。

# 道德勸說

- 中央銀行公開說明政策立場，透過道德的影響，說服金融機構配合政策。

# 金融機構轉存款

- 意義：

- 金融機構將吸收的存款轉存中央銀行，包含基層金融機構轉存款與中華郵政公司轉存款。

- 效果：

- 中央銀行可以藉由調整轉存比率，影響準備貨幣的數量，轉存比率如果提高，準備貨幣的數量將下降，反之則上升。

# 貨幣政策的傳遞機制

- 貨幣政策的傳遞機制：貨幣政策影響總體經濟活動的過程，主要有：
  1. 「利率管道」
  2. 「資產價格管道」
  3. 「信用管道」

# 貨幣政策的傳遞機制：利率管道

- 寬鬆性貨幣政策可以使利率下跌，當利率下跌，個人對耐久性消費財與房地產的需求、企業的投資支出，都將增加，即商品總需求增加，進而使總產出增加。反之，緊縮性的貨幣政策可以使商品總需求減少，進而使總產出減少。
- 利率管道的影響流程可以圖示如下：

貨幣供給 ↑ → 利率 ↓ → 消費 ↑、投資 ↑ → 產出 ↑

# 貨幣政策的傳遞機制：資產價格管道

## ● 資產價格管道

### 1. 外匯價格管道

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

### 2. 股票價格管道

#### 1) 融資成本效果

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

#### 2) 財富效果

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

# 貨幣政策的傳遞機制：信用管道

## ● 信用管道

### 1. 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  $\uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

### 2. 資產負債表管道

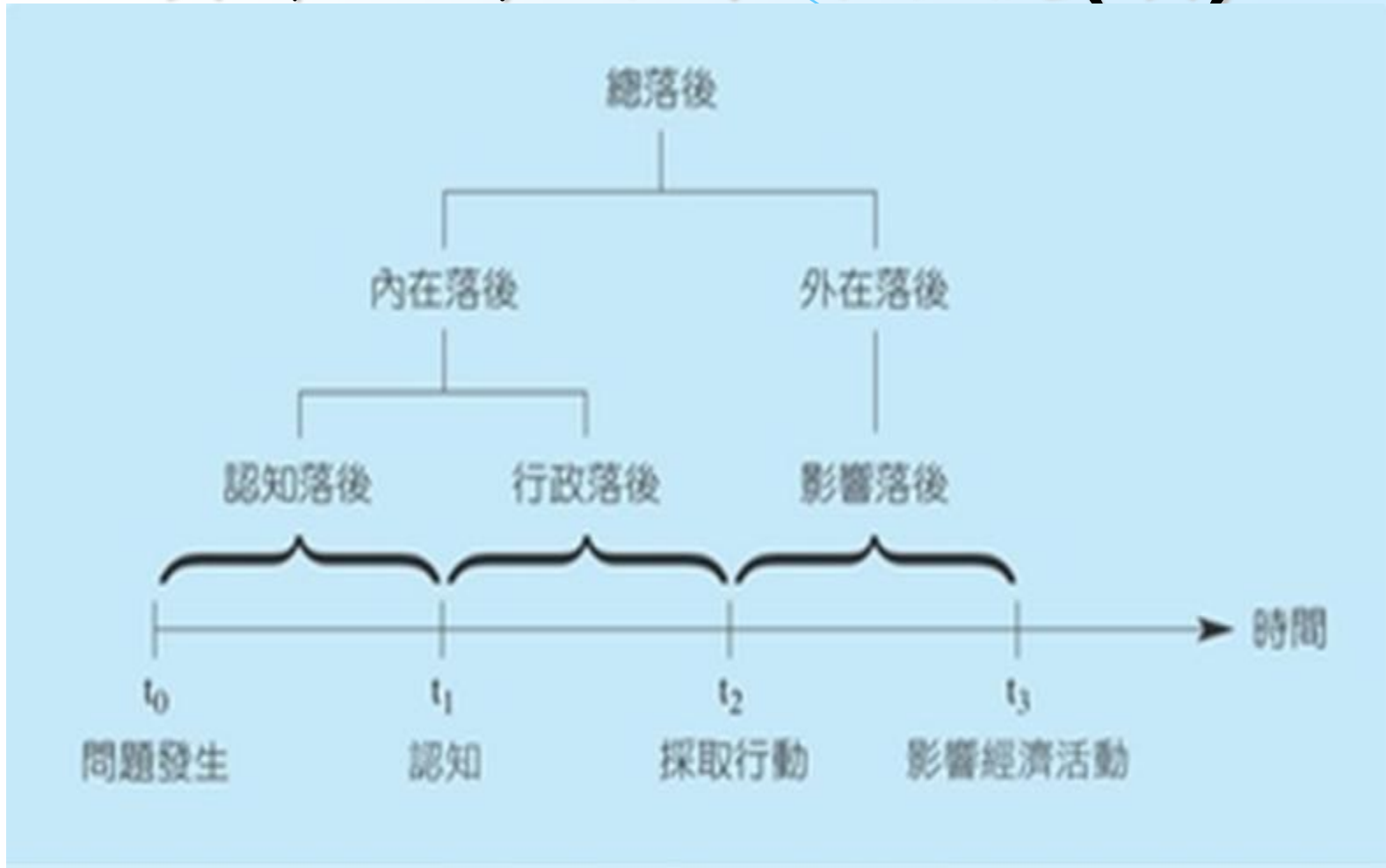
$M \uparrow \rightarrow$  企業淨值  $\uparrow \rightarrow$  逆向選擇與道德危機  $\uparrow$   
企業較易取得資金  $\rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

# 貨幣政策的時間落後

- 時間落後過長所造成的問題
- 時間落後不規則所造成的問題



# 貨幣政策的時間落後(續)



# 貨幣政策的時間落後問題

- 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，反而使當時的經濟問題惡化。

- 時間落後不規則所造成的問題

時間落後的長度如果沒有規則，中央銀行難以準確預測貨幣政策需時多久才會發揮效果。

# 貨幣政策的權衡論與法則論

- 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，調整貨幣政策。
- 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。

# 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不足的問題。
- 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，發現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。

# 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：
  1. 貨幣政策的時間落後期間很長且變異性大。
  2. 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。
  3. 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。

# 貨幣學派的主張— 固定貨幣成長法則

- 「固定貨幣成長法則」：中央銀行將貨幣供給額的成長率固定在某一數值上。
- 為了防止景氣波動，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。

# 具有回饋機制的法則

- 「具有回饋機制的法則」：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。

# 具有回饋機制的法則：泰勒法則

- 史丹佛大學經濟學家泰勒提出「**聯邦資金利率法則**」，以四個因素設定聯邦資金利率：
  1. 通貨膨脹目標值，設定為每年2%。
  2. 均衡實質利率，設定為每年2%。
  3. 依據通膨缺口所做之調整。
  4. 依據產出缺口所作之調整。



# 具有回饋機制的法則：泰勒法則(續)

- 「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

$\pi_t$ : 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

$\pi_t^*$ : t期之通貨膨脹率目標值

# 泰勒法則的重要涵義

- 泰勒法則有三個重要涵義：

1. 有一個可以「使通貨膨脹率維持不變的失業率」，當失業率低於此一失業率，通貨膨脹率上升；反之，通貨膨脹率下降。
2. 同時以穩定物價與穩定產出為最終目標，但前者優先
3. 將回饋效應法則化，兼具權衡論與法則論的精神。

# 實務Corner：

## 釘住通貨膨脹率的貨幣政策

- 釘住通貨膨脹率的貨幣政策：中央銀行跳過貨幣政策的中間目標而直接專注在降低通貨膨脹率的目標上。
  - **作法**：公布通貨膨脹率目標值，而且把維持物價穩定當成施政的最優先目標。
  - **目的**：使社會大眾相信中央銀行確實會維持物價的穩定，因而有助於降低社會大眾對通貨膨脹的預期，進而使長期利率維持低水準，促進經濟成長。

# 實務Corner：

## 釘住通貨膨脹率的貨幣政策

- 1990年代，英國、紐西蘭、澳洲、智利及南非的中央銀行都實施釘住通貨膨脹率的貨幣政策，這些國家似乎都達到降低通貨膨脹率的目的
- 釘住通貨膨脹率的貨幣政策的好處：政策目標明確而單一，可以明確地判斷中央銀行是否達到政策目標，提高中央銀行的「可信度」。
- 釘住通貨膨脹率的貨幣政策的壞處：貨幣政策將失去彈性而無法因應緊急狀況。