

五、國際間央行為何視 2%通膨率目標為主流信仰？

1989 年 12 月，紐西蘭成為全球第一個正式訂定通膨率目標的國家；當時紐西蘭將通膨率目標訂於 0%~2%，成功地終結 1970 年代與 1980 年代的高通膨，引起全球許多先進國家的仿效。自 1990 年代以來，2%通膨率目標大抵已成為主要央行(如 Fed、ECB、BoJ)的共同信仰。

不過，2%通膨率目標的數字究竟從何而來？此外，即使 2%通膨率目標似已成為主流信仰，論者對最適通膨率目標的討論仍有增無減，包括：2%通膨率目標是否正確？伴隨環境轉變，2%通膨率目標是否需調整？

鑑於此，本文擬由 2%通膨率目標的起源談起；接著引介各界對最適通膨率目標的討論；進而說明近期 Fed 及 ECB 均對 2%通膨率目標改採較具彈性的作法，例如 Fed 採平均通膨率目標 2%，ECB 則採對稱的 2%通膨率目標，至於小型開放經濟體(如瑞士、台灣)尤須採具彈性的物價穩定定義等，俾供各界參考。

(一)主要央行 2%通膨率目標從何而來？

1. 紐西蘭 2%通膨率目標的由來¹

(1)1989 年 12 月通過的「紐西蘭央行法」，是紐西蘭正式訂定通膨率目標的關鍵之一。

—紐西蘭採通膨目標化(inflation targeting)並進行相關改革的背景：高通膨、紐西蘭央行缺乏獨立性(independence)。

時間	背景與重要事件
1970、1980 年代	紐西蘭的通膨率高達 10%~15%；當時，紐西蘭央行的獨立性並未在法律中明定。
1986 年	時任紐西蘭財政部長 Roger Douglas 就紐西蘭貨幣政策架構的改革，邀集政府官員討論相關方案，旨在降低政治對貨幣政策的影響，以避免過去對通膨率控制不佳的情形重演。
1986~1989 年	各界對紐西蘭央行改革方案積極展開討論，改革的核心在於：建立紐西蘭央行的可信度(credibility)，以維持低且穩定的通膨率。

¹ Irwin, Neil (2014), "Of Kiwis and Currencies: How a 2% Inflation Target Became Global Economic Gospel," *The New York Times*, Dec.19; McDermott, John and Rebecca Williams (2018), "Inflation Targeting in New Zealand: An Experience in Evolution," A Speech Delivered to the Reserve Bank of Australia Conference on Central Bank Frameworks, in Sydney, Apr.12; Jahan, Sarwat (2012), "Inflation Targeting: Holding the Line," *IMF Finance & Development*, Feb..

- 「紐西蘭央行法」的立法在當時廣受爭議，並引發勞工團體等不滿。然而，紐西蘭國會的多數黨領袖最終決定將這些爭議置之不理。此部分係因，當時極力反對此法案的前紐西蘭總理、時任國會議員 Rob Muldoon 正在住院；此外，聖誕節即將來臨。
- 1989 年 12 月「紐西蘭央行法」通過，旨在抑制紐西蘭的高通膨率、建立紐西蘭央行的可信度與權責化 (accountability)，並賦予該行操作獨立性 (operational independence)，亦即由紐西蘭財政部長與央行總裁共同決定正式的通膨率目標，再由紐西蘭央行獨立地制定利率政策以達成該通膨率目標，免受政治或選舉循環的影響。

(2) 根據《紐約時報》報導²，紐西蘭之所以將通膨率目標訂在 2%，實屬無心促成的結果。

時間	重要事件
1988 年 4 月 1 日	<ul style="list-style-type: none"> • 時任紐西蘭財政部長 Douglas 接受電視專訪時，為避免紐西蘭民眾誤認央行安於高通膨率，他不假思索地表示，通膨率目標應訂在 0%~1%。 • 當時此一隨口提及的數字實為憑空取得，旨在影響大眾的預期。
1989 年底	<ul style="list-style-type: none"> • 時任紐西蘭財政部長 David Caygill 與時任央行總裁 Don Brash，以前任財政部長 Douglas 脫口而出的通膨率數字 (0%~1%) 為出發點，思索妥適的通膨率目標。 • 彼等認為，應略為擴大通膨率目標範圍，俾保留較大操作空間，遂將通膨率目標訂於 0%~2%。

(3) 1990 年代以來，鑑於紐西蘭央行的通膨目標化架構³成功地抑制通膨，許多先進經濟體央行紛紛仿效。

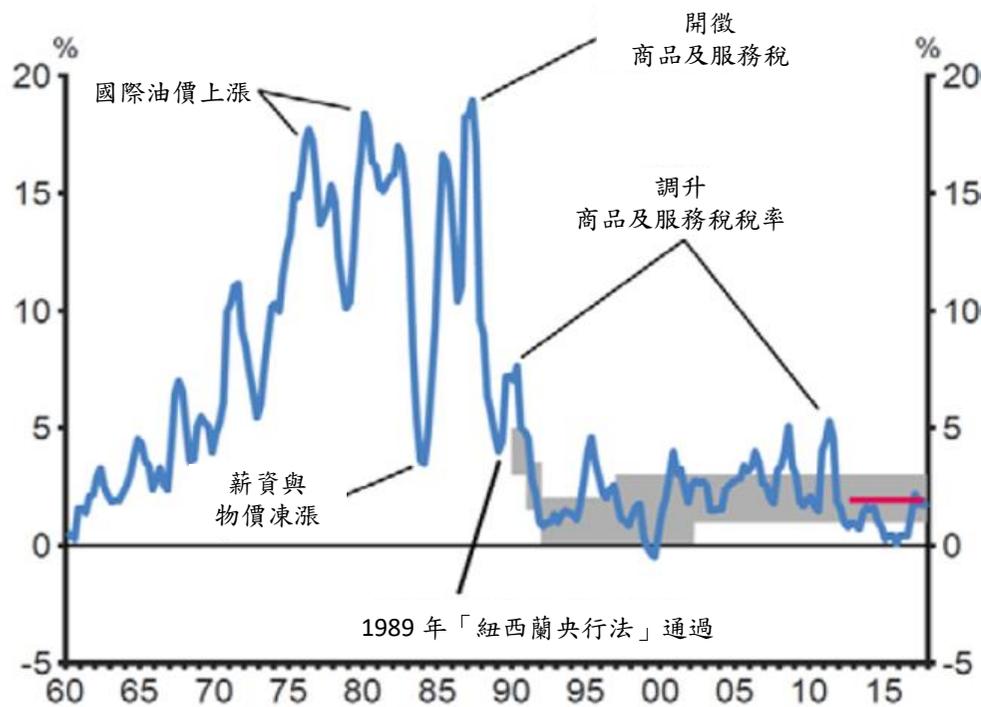
- 1990 年代以前，央行通常不會對外宣布其所釘住的通膨率目標。1990 年代後，紐西蘭央行的經驗顯示，透過宣告通膨率目標，並賦予央行獨立的權責以達成此目標，確實能讓目標成真；紐西蘭的企業與勞工團體在薪資協商或調漲價格的過程中，均假設通膨率落在 2% 左右，透過此一自我實現的過程，紐西蘭的薪資與物價成長減緩。

² Irwin, Neil (2014), "Of Kiwis and Currencies: How a 2% Inflation Target Became Global Economic Gospel," *The New York Times*, Dec.19.

³ 雖然通膨目標化的確切特質因國而異，其核心架構須有明訂的通膨率目標充當貨幣政策的主要目標；此外，通膨目標化亦伴隨強化的溝通 (communication) 與透明化 (transparency)，以闡明央行的政策意旨。

—1989 年底「紐西蘭央行法」通過後，至 1990 年代初期，紐西蘭的通膨率由 1970~1980 年代的雙位數降至約 2%(圖 1)，此外，紐西蘭的通膨率目標歷經幾次修正(表 1)。當時，時任紐西蘭央行總裁 Brash 在世界各地廣為宣傳；例如在 Jackson Hole 全球央行年會上，分享紐西蘭央行的成功經驗。自此，通膨目標化架構在國際間日益盛行；1990 年代~2000 年代初期，全球許多央行(包括加拿大、瑞典、英國等)陸續跟進採行。

圖 1 紐西蘭的 CPI 年增率變化



註：通膨率目標區間以灰底標示。
資料來源：McDermott and Willams (2018)

表 1 紐西蘭通膨率目標的變動

時間	通膨率目標
1990 年~1996 年	0%~2%*
1996 年~2002 年	0%~3%
2002 年~2012 年	1%~3%
2012 年以來	1%~3%，聚焦於 2%的通膨率目標中點

*紐西蘭實施通膨目標化機制初期，曾暫時設定過渡期通膨率目標(1990 年為 3%~5%；1991 年為 1.5%~3.5%)。

資料來源：McDermott and Willams (2018)

2. Fed 接受 2%通膨率目標的起源⁴

(1) Fed 所採的 2%通膨率目標，主要是源於 1996 年一場 FOMC 會議所形成的共識，惟 Fed 至 2012 年才正式宣布。

—前 Fed 理事 Robert Heller 指出，時任 Fed 主席 Alan Greenspan 在 1996 年 7 月 2 日的 FOMC 會議上指出，物價穩定係指一般物價水準的預期變動，不致有效地改變廠商與家計部門決策的狀態；若通膨率被適當衡量，代表物價穩定的通膨率應為 0%。不過，時任 Fed 理事 Janet Yellen 認為，些許的通膨率有助於促進經濟運轉，能給予央行更多彈性以因應經濟衰退。

—該場 FOMC 會議召開時，美國的 CPI 年增率為 3%；當時會上多數的討論聚焦於 Fed 應否讓年通膨率降至 2% 或更低，從而鞏固過去 15 年來政策制定者全力打擊通膨的成果；最後，Greenspan 總結共識：吾人現在均同意 2%；在此結論下，Fed 的 2%通膨率目標於焉而生。

—經此討論後，Greenspan 告誡 FOMC 委員對有關通膨率目標的討論保密；在這場 FOMC 會議正式的議事錄摘要中，並未提及通膨率目標的相關討論，且 FOMC 亦未正式宣布 2%通膨率目標；直至 2012 年，時任 Fed 主席 Ben Bernanke 才正式宣布 2%通膨率目標。

(2) 前 Fed 主席 Paul Volcker 認為，在 1996 年 7 月初的 FOMC 會議上，時任 Fed 主席 Greenspan 就物價穩定乙詞所下的定義，係屬合理；惟之後在 Bernanke 及 Yellen 擔任 Fed 主席的期間，物價穩定乙詞漸被解釋成一個數字：2%。不過，Volcker 表示，他不知道 2%通膨率目標的理論論述為何，此一共識的起源，可能無關理論，亦無關深入的實證研究，僅是紐西蘭於 1980 年代末所做的實際決定(見下頁專欄)。

(3) 此外，St. Louis Fed 資深研究員、加州大學洛杉磯分校(UCLA)經濟學博士簡怡立曾於 2019 年 11 月 4 日應邀至本行演講時表示，沒有人知道 Fed 的 2%通膨率目標從何而來。

⁴ Irwin, Neil (2014), “Of Kiwis and Currencies: How a 2% Inflation Target Became Global Economic Gospel,” *The New York Times*, Dec.19; Heller, Robert (2015), “The Fed Versus Price Stability,” *Project Syndicate*, Mar. 19; Volcker, Paul (2018), “What’s Wrong With the 2 Percent Inflation Target,” *Bloomberg*, Oct. 24.

專欄：Volcker 批評 2%通膨率目標，假精確反而帶來危險的政策*



在 1996 年 7 月初的 FOMC 會議上，時任 Fed 主席 Alan Greenspan 與 Fed 理事 Janet Yellen 就「以物價穩定作為目標」這個議題，交換意見。

Greenspan 認為，物價穩定的定義是，一般物價水準的預期變動，不會有效改變廠商或家計部門決策的狀態；且若通膨可妥適衡量，數字是 0%。Yellen 則表示，基於目前不精確的衡量，以 2% 為目標，最可能有所助益。

央行奉為圭臬已久的 2% 通膨率目標是否應調升，俾讓貨幣政策在未來有更多降息空間，在國際間引起討論，前 Fed 主席 Paul Volcker 於 2018 年出版《堅持下去：對健全貨幣與良好政府的追求》(Keeping at It: The Quest for Sound Money and Good Government) 乙書，否定 Fed 設定 2% 通膨率目標的必要性。Volcker 於 1979 年 8 月~1987 年 8 月擔任 Fed 主席，最著名的事蹟為，1980 年代初期不惜以大幅升息來擊退通膨(Volcker 以升息來對抗通膨，即是外界所稱的「伏克爾時刻」(Volcker moment))，終結通膨率達 2 位數的高通膨時代；儘管當時曾面臨強烈抵制，Volcker 仍堅持政策，藉以維護央行獨立性免受政治與公眾干擾。

Volcker 指出，1996 年 7 月 Greenspan 就物價穩定乙詞所下的定義，係唯一合理的答案，惟 Yellen 就物價穩定給予 2% 這個數字；之後，物價穩定乙詞便逐漸被解釋為一個數字：2%。Volcker 對 2% 通膨率目標發展成央行界的新共識，其背後道理感到困惑，此共識既無關理論，亦無關深入的實證研究，僅是源於 1980 年代末紐西蘭經濟政策變革，將央行重心限縮至單一目標，即將通膨率降至預設好的目標。

不過，Volcker 認為，以 2% 作為上限來穩定物價的主張，可能導致危險的政策；即使相關想法值得嚮往，但須正視的事實是，貨幣政策與財政政策的工具無法允許這種程度的精確度；屈服於試水溫(test the water)的誘惑，只會破壞物價穩定的承諾，而此承諾係健全的貨幣政策所端賴。

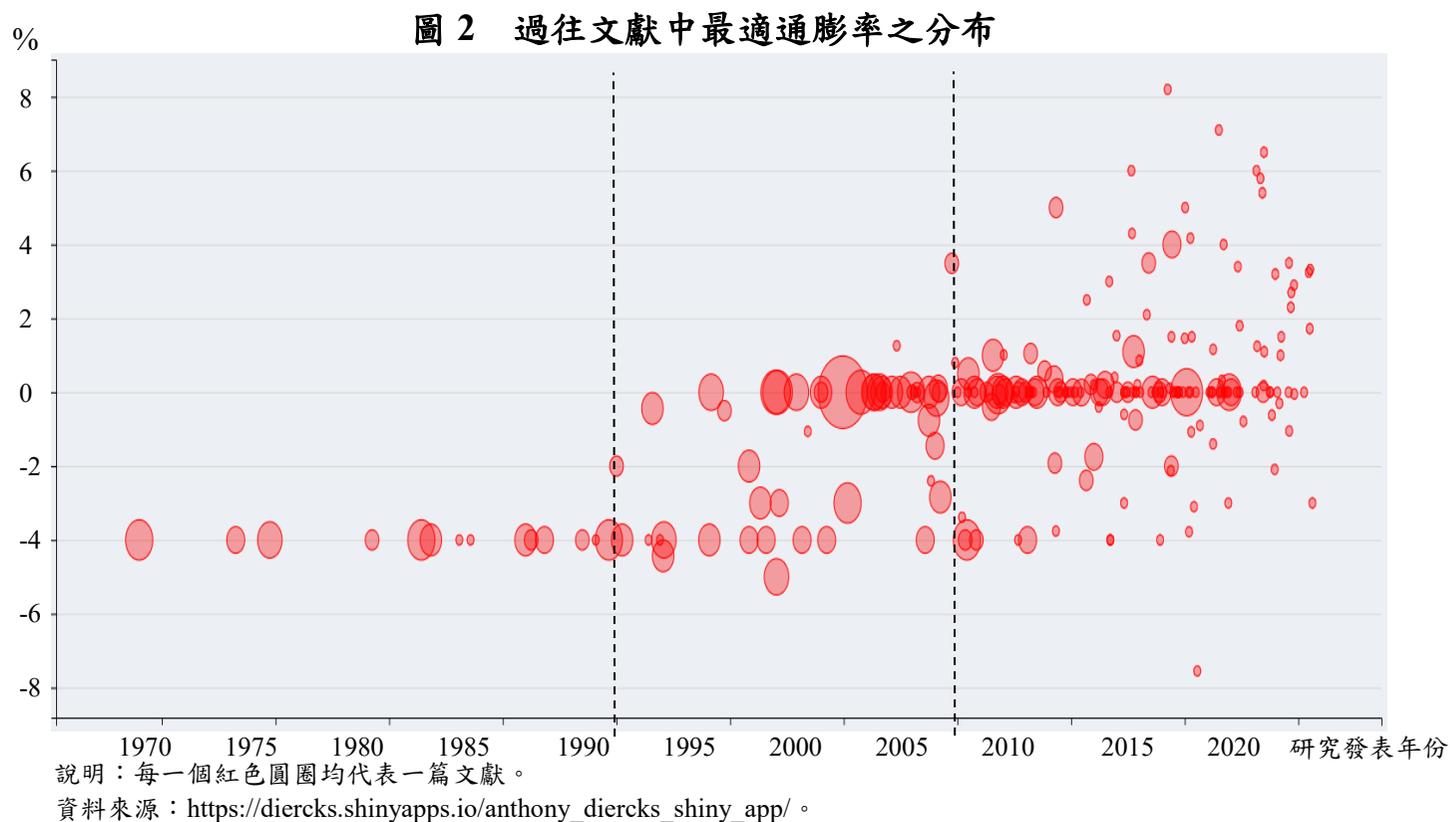
*資料來源：Volcker, Paul (2018), "What's Wrong With the 2 Percent Inflation Target," *Bloomberg*, Oct. 24；中央銀行 (2019), 「一位偉大中央銀行家的殞落：悼念前 Fed 主席 Paul Volcker」, 央行官方臉書, 12 月 10 日。

(二)目前學界對最適通膨率目標尚無定論，應汲取過去成功的經驗

1. 迨至目前為止，學界對最適通膨率水準並無共識⁵

(1) Fed 資深經濟學家 Anthony Diercks 彙整最適通膨率水準的相關文獻，結果顯示，經濟學家對最適通膨率的討論不斷，但觀點卻逐漸由過去的一致走向分歧(圖2)。

- 1965~1990年間，文獻上認為的最適通膨率約落在-4%；1990~2005年間，外界看法逐漸轉變為由-4%~0%皆有。
- 愈到近期，外界看法愈顯分歧，最適通膨率散佈在極大的範圍，從接近-8%到略高於8%均有人主張。



⁵ Jeffery, Christopher (2020), "Inflation Targets back in the Spotlight," *Central Banking*, Mar. 3.

- (2)過去文獻大多認為，美國最適通膨率為個人消費支出(Personal Consumption Expenditures, PCE)物價指數年增率略低於2%；此外，根據 Kansas City Fed 研究員以 New-Keynesian 模型估算，則在0.7%~1.4%之間⁶。
- (3)大抵而言，近來學界對最適通膨率目標並不存在共識，調升與調降通膨率目標的意見都有⁷，平均值約落在0%。

最適通膨率	主要論述
0%	<ul style="list-style-type: none"> 主張最適通膨率應為 0%者，其看法類似於強調物價僵固性(sticky prices)的新凱因斯模型架構。 在該架構下，價格變動的成本很高，因此不改變才是最好的。
0%以下	<ul style="list-style-type: none"> 主張最適通膨率為 0%以下者，反映在弗里曼法則(Friedman's rule)—經濟學家 Milton Friedman 主張，名目利率應為 0%，亦即持有貨幣的機會成本等於創造貨幣的成本(皆為 0)⁸。 由於政府債券實質利率為正值，央行須設計通縮(deflation)，方能使名目利率長期而言為 0%。
大於 0% (近期較多文獻主張)	<ul style="list-style-type: none"> Fed 資深經濟學家 Diercks 指出，衰退帶來的福利損失比先前研究所估計的更高，故據此主張最適通膨率應為 3%或 3.5%。 倫敦政經學院名譽教授 Charles Goodhart 指出⁹，從 1990 年左右迄今，通膨率目標應為 0%；惟在接下來的 30 年，3%可能將屬適當。 約翰霍普金斯大學經濟學家 Laurence Ball、前 IMF 首席經濟學家 Olivier Blanchard 等建議¹⁰，應考慮將通膨率目標調升至 4%。

⁶ Billi, Roberto M. and George A. Kahn (2008), "What Is the Optimal Inflation Rate?" *Kansas City Fed: Economic Review*, 2nd quarter.

⁷ 近期奧地利央行總裁 Robert Holzmann 指出，ECB 應考慮將通膨率目標暫時設定於 1.5%；前 IMF 執行長 Jacques de Larosière 亦指出，將通膨率目標調降至 1%~1.5%應屬妥適；不過，紐約 Fed 總裁 John Williams 等則主張提高通膨率目標。資料來源：Reuters (2019), "ECB's Holzmann Calls Current Monetary Policy 'Wrong', Hopes for New Course Under Lagarde," *Reuters*, Oct. 13; de Larosière, Jacques (2019), "Tackling 'Dead-End' Monetary Policy," *Central Banking*, Oct. 18; Williams, John C. (2016), "Monetary Policy in a Low R-star World," *FRBSF Economic Letter*, Aug. 15.

⁸ 民眾持有貨幣雖利於交易進行，但亦須付出持有成本(如損失利息收益等)，民眾持有貨幣之多寡，取決於上述兩者之權衡。當貨幣投資於證券之收益，高於作為貨幣工具之效益時，民眾有誘因經濟化使用貨幣(economize on its use)。Friedman 認為，就全體社會觀點，這個行為是一種浪費，鑑於民眾持有貨幣須付出成本，但央行製造貨幣卻幾無成本，他主張，最適政策應消除民眾經濟化使用貨幣的誘因，換言之，消除貨幣工具與其他證券間的利差，使持有貨幣的成本為 0。Friedman 提出上述論據時，持有貨幣利息為 0，最適政策即是使債券的名目利率為 0%，在名目利率等於實質利率加上預期通膨率下，當實質利率為正值(約 2%~3%)，央行尋求最適通膨率應為負值(-2%~3%)。資料來源：Cogley, Timothy (1997), "What is the Optimal Rate of Inflation?" *FRBSF Economic Letter*, Sep. 19.

⁹ Jeffery, Christopher (2021), "Charles Goodhart on Inflation Targets, Financial Stability and the Role of Money," *Central Banking*, Jun. 22.

¹⁰同註 2；Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia, and Paolo Mauro (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy," *IMF Staff Position Note*, Feb. 12.

2. 檢討2%通膨率目標雖然聲浪不斷，惟輕易改弦易轍恐付出代價¹¹

(1) 全球金融危機以來，在**低通膨、低利率、低成長**環境下，**主要央行未能實現其通膨率目標**，**經濟學家紛紛思索，過去的通膨率目標是否有誤**，應否進行調整¹²。

(2) **2%通膨率目標已行之有年**，論者認為，如**輕易更動恐帶來損及央行可信度、妨礙金融市場運作**等高昂成本。

— 多年來，央行家已致力於建立2%通膨率目標的可信度，如輕易改變此目標，恐影響大眾對央行的信任。此外，**通膨率目標的改變**，亦可能影響金融市場功能，**妨礙金融市場運作**。

— 根據 **BoJ** 於2013年將通膨率目標由1%調升至2%的經驗顯示，央行宣布較高的通膨率目標，未必能確保通膨率將升至新的通膨率目標；**若央行在調升通膨率目標前未能達成原目標，或政策制定者間對新通膨率目標存在歧見**，均可能傷害央行的可信度，從而**損及央行其他政策的有效性**¹³。

3. 一般認為，在檢視貨幣政策架構的過程中，汲取過去成功經驗、強化運作良好的基本要素至關重要¹⁴

(1) 放眼未來，較重要的問題或許並非過去的**通膨目標化**有何錯誤，而是**須保存何種元素，並加以強化**。

(2) 一般認為，**貨幣政策架構應涵蓋並強化過去證明為成功的基本原則**，包括：

基本原則	主要內容
良好制約的通膨預期	若央行能將通膨預期制約於適當的水準，則可抑制通膨預期進一步下降的趨勢。
權責化	通膨預期取決於行為，而不僅是言論；央行須強化其實現目標的權責化，以獲取大眾信任。
透明化	央行須就其行動與決策理由進行良好溝通、提升透明化，俾成功地制約通膨預期。

¹¹ 同註 2。

¹² 或有論者認為，伴隨**均衡通膨率下降**，**通膨率目標亦須相應調降**；另有論者指出，在**正常時期**，或**應釘住較高的通膨率目標**，以**增進貨幣政策因應不利衝擊的空間**。

¹³ Central Banking Newsdesk (2020), “Central Banks Must Learn Lessons of BoJ’s Inflation Target Rise – Fed Paper,” *Central Banking*, Jan. 16; Nakata, Taisuke (2020), “Raising the Inflation Target: Lessons from Japan,” *Feds Notes*, Jan. 8.

¹⁴ Williams, John C. (2020), “Inflation Targeting: Securing the Anchor,” Remarks at The Future of Inflation Targeting, Bank of England, London, U.K., Jan. 10.

(三)彈性的貨幣政策架構已漸成國際間共識，小型開放經濟體亦然

1. 近期國際間咸認，嚴格的通膨目標化似已不適用，較具彈性的貨幣政策架構方屬良策

(1)全球金融危機後，若干著名經濟學家指出，通膨目標化機制有其缺陷，應予放棄，小型開放經濟體尤不宜採行。

—全球金融危機顯示，物價穩定不足以確保金融穩定，亦凸顯通膨目標化架構過度重視物價穩定，卻忽略金融穩定的缺陷。全球金融危機後，哈佛大學經濟學教授 Jeffrey Frankel 直接宣告通膨目標化機制的死訊¹⁵；他認為，通膨目標化機制的最大致命傷，是對資產價格泡沫的重視不足。

—2008年以來，諾貝爾經濟學獎得主 Joseph Stiglitz 一再大力抨擊通膨目標化機制過於粗糙，是肇致全球金融危機的成因之一。此外，小型開放經濟體的物價上漲多屬「輸入性通膨」；如因「輸入性通膨」而採緊縮性貨幣政策，不僅無法抑制，反而使產出惡化。因此，Stiglitz 強烈反對小型開放經濟體採通膨目標化機制¹⁶。

(2)近年來，全球貿易發展、技術變遷等結構性因素轉變，進一步削弱了央行對通膨率的影響，並加深央行實現精確的通膨率目標之難度；此際，嚴格的通膨目標化(strict inflation targeting)似已不可行¹⁷。一般咸認，伴隨環境轉變，理想通膨率的定義，應具一定程度的彈性(flexibility)，而非僅堅守不容改變的機械式通膨率目標(如2%)，且應將彈性嵌入較廣泛的政策目標¹⁸。

(3)近期 Fed 改採「彈性形式的平均通膨率目標化」(flexible form of average inflation targeting)，即為在貨幣政策架構中融入彈性精神之體現¹⁹，期能藉此提升通膨預期；惟部分論者對此表示質疑，認為 Fed 須進一步強化溝通。

¹⁵ Frankel, Jeffrey (2012), "The Death of Inflation Targeting," *Project Syndicate*, May 16.

¹⁶ Stiglitz, Joseph (2008), "The Failure of Inflation Targeting," *Project Syndicate*, May 6; Parker, Faranaaz (2009), "Stiglitz Slams Inflation-Targeting," *Mail & Guardian Online*, Jul. 9.

¹⁷ Mendez-Barreira, Victor (2020), "'Strict Inflation Targeting Is Past Its Expiry Date' –Klaas Knot," *Central Banking*, Sep. 2.

¹⁸ 同註 17; de Larosièrre, Jacques (2019), "Tackling 'Dead-End' Monetary Policy," *Central Banking*, Oct. 18.

¹⁹ Fed (2020), "Federal Open Market Committee Announces Approval of Updates to Its Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy," *Fed Press Release*, Aug. 27; Powell, Jerome (2020), "New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review," Speech at "Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy," An Economic Policy Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming (via webcast), Aug. 27; Towing, William (2020), "Fed Adopts Average Inflation Target," *Central Banking*, Aug. 27.

- **上(2020)年8月27日**，FOMC 宣布更新其長期目標與貨幣政策策略聲明；其中，在物價穩定目標方面，**FOMC 將原先「長期通膨率2%」之目標，修改為追求「一段時間內平均通膨率2%」**。**Fed 主席 Jerome Powell** 強調，在**實現平均通膨率2%目標**的過程中，**Fed 將不會固守定義平均值的特定數學公式**；因此，Fed 所採方法可被視為「**彈性形式的平均通膨率目標化**」架構。
- **Fed 本次調整貨幣政策架構有關物價穩定目標的部分，旨在透過「彌補策略」(makeup strategies)**，**允許通膨率在一段時間內適度地高於通膨率目標**，以**彌補先前幾年通膨率低於通膨率目標的落差**，從而**有助於 Fed 提升通膨預期、降低觸及零利率底限(zero lower bound)的風險**。
- **部分人士對 Fed 的新架構仍存在質疑**，彼等認為 **Fed 可能須強化溝通**，並就其**施行細節等提出更詳細的說明**²⁰。

- 部分論者認為 **Fed 的新貨幣政策架構過於模糊**，恐削弱 **Fed 對通膨預期的制約、損及貨幣政策效力**。
 - **前費城 Fed 總裁 Charles Plosser** 擔憂，此一架構調整，**恐損及 Fed 對通膨預期的制約能力**，從而可能陷入**通膨率偏高的危險**。
 - **前 Fed 理事 Frederic Mishkin** 認為，**若 Fed 不針對平均通膨率的計算方式提供明確說明**，可能**損及其貨幣政策架構的有效性**。
- 彼等認為，**良好的對外溝通**，是 **Fed 新架構順利運作的一大關鍵**；**Fed 可能須就平均通膨率的計算方式、擬如何推升通膨率並使其平均值達2%等**，進一步**提供更詳盡的說明**，俾增進各界對此新架構的理解與認同。

²⁰ Towing, William (2020), "Fed's New Framework Splits Opinion," *Central Banking*, Oct.; 中央銀行(2021), 「主要經濟體貨幣政策架構的現況、問題與挑戰」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6月17日。

(4)近期 ECB 改採對稱的2%通膨率目標，強調中期導向、具彈性的貨幣政策策略²¹；外界認為此舉或有助於該行續採貨幣激勵，惟效果仍待觀察。

—ECB 於本(2021)年7月8日宣布貨幣政策策略檢視結果，在通膨率目標方面，ECB 以「對稱的2%通膨率目標」取代原先「低於、但接近2%的通膨率目標」。

—ECB 指出，藉由中期釘住2%通膨率目標，為通膨預期提供明確的制約，將能最佳地維持物價穩定；對稱的通膨率目標意味著，通膨率高於或低於通膨率目標，同樣均非理想情況。ECB 強調，中期導向的彈性，將考量通膨率偏離目標的特定情境，以及偏離的原因、幅度與持續性等，進而採行適當的貨幣政策因應措施。

—觀察家大抵認為，ECB 的新策略或有助於該行續採貨幣激勵，惟實際效果仍待觀察²²。

- 若干論者指出，在 ECB 的新策略中，對稱的2%通膨率目標，旨在避免原貨幣政策架構可能過早緊縮，或有助於該行續採貨幣激勵。
- 前 ECB 首席經濟學家 Otmar Issing 指出，ECB 採行對稱的2%通膨率目標，是該行將容忍較高通膨率的明顯訊號；惟具體結果(包括對通膨預期的制約、ECB 的可信度，及大眾對歐元穩定性的信任等)，仍待觀察。
- Pictet Wealth Management 全球總體策略師 Frederik Ducrozet 表示，ECB 對通膨率超標的容忍，僅有在 ECB 具有可用工具，且願意運用該等工具時，才具有可信度。

²¹ ECB (2021), “The ECB’s Monetary Policy Strategy Statement,” *ECB Strategy Review*, Jul. 8; Central Banking (2021), “ECB Adopts 2% Symmetric Inflation Target,” *Central Banking*, Jul. 8; ECB (2021), “Opening Remarks with Q&A,” *ECB Strategy Review*, Jul. 8.

²² Mendez-Barreira, Victor (2021), “New Inflation Target Set to Bind ECB to ‘Lower for Longer’ Strategy,” *Central Banking*, Jul. 12; Issing, Otmar (2021), “An Assessment of the ECB’s Strategy Review,” *Central Banking*, Aug. 10.

2. 小型開放經濟體尤須採較具彈性的物價穩定定義，瑞士與台灣皆然²³

(1) 瑞士的通膨常受外來因素影響，亟須採具彈性的物價穩定定義²⁴。

- 瑞士央行總裁 Thomas Jordan 表示，身為小型開放經濟體，瑞士高度暴露於外部干擾；特別是，匯率變動對瑞士通膨率與經濟活動的影響尤鉅。相較於大型通貨區，瑞士央行對該國通膨率精確控制的程度較低；換言之，瑞士央行不太可能總能完全抵銷外來的外溢效應。
- 因瑞士的通膨經常受到外來因素的短暫影響，例如油價、進口物價及匯價波動等。對瑞士等小型開放經濟體而言，採行允許貨幣政策回應具一定彈性的物價穩定定義，係屬必要；根據該行定義，物價穩定一般係指通膨率低於2%，但仍為正數。

(2) 本行亦採較具彈性的物價穩定定義，且執行情況良好。

- 過去，本行係以國發會(及前身經建會)的總體經濟目標為依據，例如長期以來，物價穩定目標係擬將 CPI 年增率控制在2%以下²⁵(上年7月國發會所設定的總體經濟目標中，有關物價的部分，係訂為核心 CPI 上漲率4年平均1.0%~1.5%²⁶)。
- 長期以來，本行配合總體經濟目標將通膨率控制在2%以下，均能維持低且穩定的通膨率(下頁圖3)。

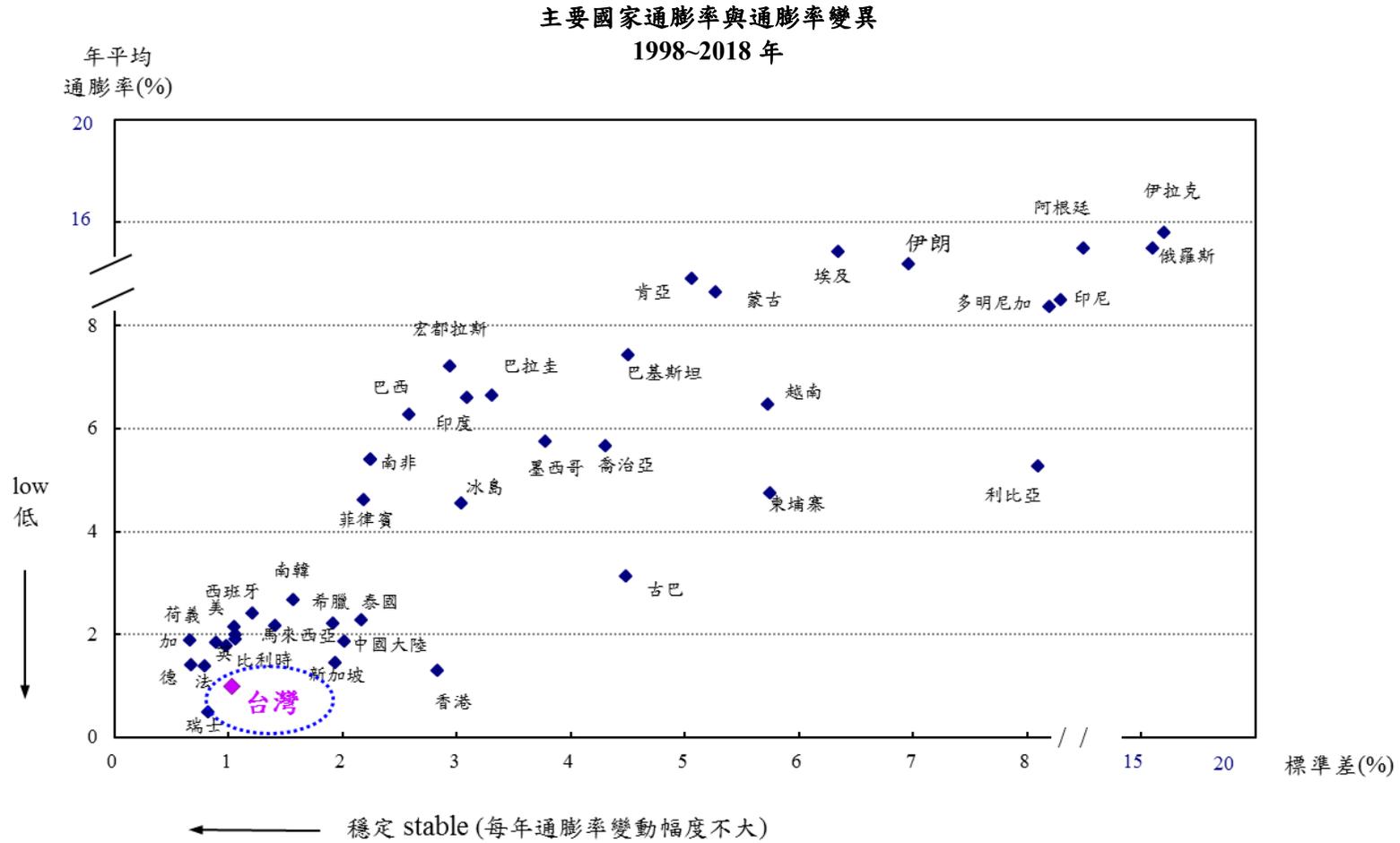
²³ 詳請參閱中央銀行(2021)，「主要經濟體貨幣政策架構的現況、問題與挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，6月17日。

²⁴ Jordan, Thomas (2020), "Small Country – Big Challenges: Switzerland's Monetary Policy Response to the Coronavirus Pandemic," Remarks at 2020 IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture, Jul. 14; Jeffery, Christopher (2018), "Switzerland's Jordan on Extraordinary Monetary Policy and Sovereign Money," *Central Banking*, Jul. 31.

²⁵ 2018年3月，本行楊總裁明白表示，只要CPI年增率介於0%~2%之間，都可接受。

²⁶ 根據國發會於上年7月13日通過之「國家發展計畫(110至113年)」所設定之總體經濟目標，110~113年核心CPI上漲率區間目標為平均1.0%~1.5%。

圖3 與主要國家相較，台灣的通膨率低且穩定



(四)結論

1. 主要央行奉行的 2%通膨率目標實無關理論或實證研究，大抵是源自於政策制定者的直觀決策

(1)1989 年 12 月，紐西蘭成為全球第一個正式訂定通膨率目標的國家；當時紐西蘭將通膨率目標訂在 0%~2%，雖屬無心促成的結果，惟因成功地終結 1970 年代與 1980 年代的高通膨，遂引起全球許多先進國家的仿效；1990 年代以來，通膨目標化架構蔚為風潮。

(2)不過，多年來，Fed 等主要央行所奉行的 2%通膨率目標，大抵並非源於嚴謹的理論或研究，主要是在當時的時空背景下，基於實務面的直觀決策與權衡調整，應運而生。

2. 目前學界對最適通膨率目標尚無定論，惟通膨率目標或貨幣政策架構的任何更動，均須審慎為之

(1)理論上，通膨率目標應設定在能使民眾福祉最大化之處，惟不同經濟文獻常得出不同結果；歷來有關最適通膨率的討論不勝枚舉，惟最適通膨率目標水準究竟為何，各界仍莫衷一是。

(2)伴隨時間推移、環境轉變(例如結構性因素恐導致自然利率下滑)，通膨率目標可能有所不同；不過，通膨率目標的更動，或貨幣政策架構的調整，均須經審慎且周延的評估。

3. 妥適的貨幣政策架構應具彈性，小型開放經濟體尤須採具彈性的物價穩定定義，並納入匯率穩定目標

(1)在利率、通膨率低於以往之際，貨幣政策的空間已大幅縮減；為因應新的挑戰，貨幣政策架構須奠基於過去成功的基礎，萃取並強化長期以來運作良好的元素，進而依據情勢變化予以妥適調整。

(2)近期國際間咸認，貨幣政策架構應朝具彈性的方向發展，如原先帶頭採通膨目標化的紐西蘭央行，已淡化通膨率目標，並將充分就業納入其法定職責；此外，對小型開放經濟體(如瑞士、台灣)而言，採具彈性的物價穩定定義，並納入匯率穩定目標，尤屬必要。