

央行如何因應貨幣政策之新挑戰？¹

楊金龍

一、全球經濟面臨新變局

2008 年全球金融危機爆發後，對全球經濟及國際金融體系的發展，帶來重大影響。套用約翰·加爾布雷斯(John Galbraith)於 1977 年的名著《不確定的年代》(the age of uncertainty)，金融危機後的 10 年全球經濟金融情勢已變得更加撲朔迷離；面對極端不確定的年代，對於所有經濟體均構成巨大的挑戰。

在撰寫本文之際，若干新聞報導正在創造使金融市場波動度增加的不確定性。這些擔憂包含美中貿易衝突、先進經濟體的貨幣政策正常化步調出現分歧，新興市場經濟體的金融脆弱度因美元走強及美元利率上揚而增加，英國脫歐動盪，以及美國退出伊朗限核的多方協定後，對伊朗實施新一輪制裁等。

然而，更重要的是，不確定性來自全球經濟體系中，一些較不被理解，但更持久且令人憂心的改變。以下，我將描述部份發展，討論其影響及對央行的意涵，並提供如何解決前述議題的個人觀點。

二、技術進步與發展

隨著二十一世紀來臨，許多令人印象深刻的新科技已變得更加普及：大數據、雲端運算、人工智慧及 3D 列印即為鮮明的例子。這些新科技固然令人振奮，但新科技的工業應用，如自動化

¹ 本文為楊總裁應英國《金融時報》(Financial Times)集團轄下《銀行家》(The Banker)雜誌邀稿，刊載於本年 1 月的專文。詳 Yang, Chin-Long (2019), "How To Rise To New Monetary Policy Challenges," *The Banker*, Jan. 2.

或機器人，可能將取代既有勞工的工作，且不可避免地改變就業結構。

全球化是另一股強大力量。商品、服務及人員的自由移動已加速經濟整合並建立全球供應鏈。來自新興市場經濟體的大量新勞動力加入全球勞動力，使勞動市場競爭更加激烈，且先進經濟體的中產階級則受到不利影響。

金融產業方面，鬆綁法規及資本帳自由化已推升國際資本流量遠超過貿易量。儘管 2008 年全球金融危機後各國實施大規模金融管制改革大部分是正向的，影子銀行、P2P 借貸及群眾募資可能損及傳統金融機構的中介功能，使其在貨幣政策傳遞機制的角色受到質疑。

此外，或者反映技術進步、全球化及金融產業發展的後續影響，全球決策者正面臨實質工資成長緩慢、所得與財富分配不均惡化，以及生產力成長明顯減緩。而前述這些對貨幣政策有何意涵？

一個不錯的切入點，是從平坦化的菲利浦曲線著手——該現象可歸因於全球化、技術進步、電子商務巨擘崛起，以及工會組織式微的影響。通膨與失業間抵換關係的弱化，隱含通膨在經濟復甦階段可能不會明顯上揚，導致研判通膨的改變，到底是反映經濟循環性或來自其他重要因素的影響，變得更為困難。的確，菲利浦曲線是否仍可作為貨幣政策的重要指引，已引發爭議。

三、 影子銀行

來自影子銀行的競爭，亦削弱了傳統商業銀行於貨幣乘數創造過程中所扮演的角色。再者，金融全球化亦使得貨幣政策的有效性受到影響，反映國際因素而非國內因素逐漸主導銀行如何管理其資產負債表。

隨著電子商務巨擘的訂價能力持續增加，使得商品與服務的價格變得更具競爭力。零售商被迫更快且更迅速地調整價格，使通膨低於其長期平均水準。當消費者將受惠於較低的價格、價格僵固性(price-stickiness)的消失—這些貨幣政策短期效果的關鍵，將使主流經濟學理論家及政策執行者感到困惑。

人口老化—許多高度工業化國家及部分低度開發國家普遍面臨的問題，亦可能對其央行造成困擾。工作年齡人口占比下滑削減了長期產出，且可能使消費對貨幣政策衝擊的反應，變得更不敏感。

新興市場經濟體因國內通膨深受進口原物料價格及匯率波動的影響，使彼等央行面臨更加艱鉅的挑戰。對這些經濟體而言，國內價格深受本國央行所無法控制的國際商品價格波動的影響，此脆弱性恐明顯限制其貨幣政策的有效性。

主要央行(身兼國際貨幣發行者，如美國 Fed)採行貨幣政策所創造的全球金融循環，對新興市場央行則構成另一項嚴峻的挑戰。許多研究顯示，渠等的貨幣政策效果常透過資本移動等管道傳遞至全球其他地區，驅動全球金融循環，明顯改變其他國家信用情勢。台灣的經驗即非常具有啟發性，由於資本帳自由化，我們必須因應外資所帶來鉅額且突然的資本移動，資金進出鉅額且頻繁的外資雖為數不多，但彼等集體行動卻會造成國內金融市場

波動度加大。在 2008 年美國次貸危機及 2011 年歐債危機後，追求較高報酬率的外資資金湧向新興市場，其影響力更為顯著。

四、央行因應之道

針對全球經濟及國際金融體系長期的改變，央行有一些因應之道。首先，我們必須承認經濟模型、參數及經濟數據均會隨時間而做改變。吾人亦須接受不確定性向來是貨幣政策決策過程中內在且不可避免的特性。為了在所有不確定下做出正確決策，我們必須倚賴完善的貨幣政策風險管理。如在 2008 年全球金融危機後，先進經濟體所採行審慎、漸進及以經濟數據為導向的決策方式，這就是在高度不確定下完善風險管理的絕佳範例。

其次，倘若不確定性無所不在，貨幣當局必須即時檢視範圍較廣的經濟指標，將來或可善用數位科技與大數據，以改善分析品質。

第三，以金融穩定為職責的央行，勢必不能忽略金融超載 (financial excesses) 的風險，且必須體認金融穩定是經濟穩定的前提條件。除了通膨外，央行必須妥善控制風險溢酬縮小、資產價格評價偏高、無法持續的金融槓桿、風險胃納增加，以及信用加速擴張等徵兆浮現的金融超載現象。

第四，對於易受短暫且失序的國際資本移動影響及外部供給面衝擊的經濟體而言，匯率的過度波動將使這些衝擊變得更加嚴重，此時宜採定義更廣泛的物價穩定及管理式的浮動匯率制度，將可保持較大的政策彈性及貨幣政策自主性。總體審慎措施亦可用來保護該經濟體，較不受全球金融循環及先進經濟體貨幣政策外溢效應的不利影響。央行應將更多焦點放在防止更多的金融泡沫，而非泡沫破裂後的善後工作。自 2009 年初以來—在美國 Fed

開始實施量化寬鬆幾個月之後，台灣針對房市採行一系列的總體審慎措施，算是成功地減緩金融不穩定的風險。

最後，貨幣主管機關應與時俱進，並調整對外溝通策略以教育大眾。更有效的溝通及更具透明化的央行，將可建立社會對央行的信賴—此珍貴資產能大幅增加貨幣政策的效力。面對經濟與金融高度整合的世界，央行如能將視野超越國內目標，並在快速變動市場中調整策略，以及建立大眾信心，將是確保貨幣政策成功的關鍵。