

零利率底限下的貨幣政策

游淑雅、黃晶晶、方耀 摘譯

摘要

本文摘譯自：Tony Yates, “Monetary Policy and the Zero Bound to Interest Rates: A Review,”
European Central Bank Working Paper No. 190, October 2002.

本文旨在闡述當名目利率觸及零的底限時，對貨幣政策操作的涵義。探討重點包括評估零利率的風險、降低零利率風險的政策，以及萬一陷入零利率陷阱的擺脫之道等議題。本文強調，預防性的政策優於治療，主要是因為治療性的政策工具其效果均存在極大的不確定性，因此對決策者而言，預防

是較佳的策略。通常當通膨率水準仍達成央行的量化目標時，達到零利率的風險相對較小，而遭遇通貨緊縮漩渦的風險亦微乎其微，所以設定通膨目標（inflation objectives）之貨幣體制，已擁有足夠的保障來應付零利率的問題。

一、前言

當前的低通膨率引發各界質疑央行利率政策的效果，認為央行難以藉由調降名目利率促使實質利率下降，而且一旦名目利率趨近於零，實質利率上揚即無可避免，則通貨緊縮的預期將使總合需求萎縮，整體經濟可能落入日本式通貨緊縮惡性循環的陷阱。然而，此一觀點係基於通膨與產出二者間具有抵換關係（trade-off），且假設利率為唯一之

政策工具。本文的研究發現，以目前各國央行致力於達成的通膨目標水準而言，名目利率下降至零的機率不到5%，而發生持續性通貨緊縮的機率更是微乎其微，況且即使在零利率之下，央行仍握有充分的工具對抗通貨緊縮，因此通膨與產出的抵換關係並非無法改變。

二、「零利率」是否真的為零？

名目利率的邊界係由實質現金餘額的邊際效用之價值來決定，下限為零係假設握持額外實質貨幣餘額的交易利益最終將遞減至零。但若貯藏或管理實質貨幣餘額的成本相當高，或握持其他替代性低風險資產（如債券）存在非金錢性利益，則其下限可能低於零；相反的，若持有現金餘額的利益相當高，且不遞減至零，則其下限可能高於零。根據 Friedman 法則，利率下限不僅是握持貨幣之淨邊際效用為零的場合，同時亦為最適

貨幣數量（optimum quantity of money），在不考慮其他因素之下，利率即相當於對貨幣課稅，其不利於生產力及社會福祉。

基於此，零利率的下限產生兩個彼此抵觸的政策目標：一為試圖使通膨率趨近於 Friedman 法則的水準，以維持貨幣的價值；另一則為欲使通膨率高於 Friedman 法則的最適水準，以提供央行運用利率政策調控通膨的空間。下文針對零利率之風險及影響的分析，即依據零利率下限之模型為基礎。

三、零利率的風險

Hunt and Laxton（2002）假設央行除利率之外並無其他政策工具，據以估計不同的通膨率目標之下，央行採行零利率的風險。他們得出，當央行的通膨率目標設定為 2%，利率觸及零的風險為 1%至 5%，而發生持續性通貨緊縮的機率則近乎零；而當通膨率目標設定為 0%，零利率的風險上升為 15%至 30%，發生持續性通貨緊縮的機率則上升為 10%。

此文獻的結論，亦是目前對於零利率風險的共識：設若通膨率趨近各國央行目標，則發生零利率的機率非常小，一旦通膨率落至央行目標以下，則發生零利率的機率將提高，然而發生通貨緊縮的機率仍微乎其

微。欲進一步討論零利率風險的決定因素，我們必須對零利率與通貨緊縮加以區別，因為即使可能導致零利率的衝擊力量，往往不足以大到導致持續的通貨緊縮。以下將就衝擊的傳播管道與貨幣政策傳遞機制加以分析。

瞭解衝擊在經濟體系中傳遞的管道與過程，對於分析通膨率下降是否招致零利率極為重要。在某一特定通膨率之下，當經濟體系所遭受衝擊的強度及速度，導致當時最適名目利率應為負但卻無力達成，此即為央行追求該通膨率目標的成本；在通膨水準愈低的情況下，通膨率每下降 1 個百分點，其引發的成本愈高。

僅考慮通膨率成本並不足以決定最適之利率政策，尚須慮及避開零利率所衍生出的效益。目前探討零利率的文獻往往強調諸如「流動性陷阱」等風險，致使訂有通膨率目標的央行，無論是否公布其目標，均可能估算錯誤為避免對於某一衝擊的散播效果，遂選擇較高的通膨目標；因此目前各國央行應已採行足夠的保障來應付潛在的零利率問題。

此外，貨幣政策能否快速而有效的傳遞

至物價及產出亦是判定零利率風險的重要條件。此一傳遞機制愈具效率，則最適利率水準所需伴隨通膨率變動的幅度愈小，故利率降至零的風險愈低；相對而言，決策者以微幅的利率調整所能影響通膨率變動的效果將愈明顯而持久。

事實上，利率並非唯一可影響物價及產出的政策工具，因此以下擬分別討論央行可採行的其他政策。

四、課徵「現金稅」

Buiter and Panigirtzoglou (1999) 及 Goodfriend (2000) 提出對握持現金課稅，據以促使名目利率的下限可低於零。較可行的做法是，央行對銀行存放該行的現金準備課稅，由於目前銀行應提存準備為強制性且不支付利息，對其課稅的阻力預期應不大，估

計 1 個百分點的現金稅相當於提高通膨率 1%。雖然現金稅原則上具有等同提高通膨的效果，但實務上由於提高通膨的效益較課徵現金稅容易評估，故此一政策工具的不確定性仍高。

五、無成本增加貨幣供給及增加私人部門短期負債

另一政策選擇為大量增加無成本的貨幣供給。央行可利用公開市場操作買入短期負債以釋出資金。在零利率時期，貨幣與債券為完全替代品，但人們欠缺賣出債券以換取貨幣的動機。此時，央行可改採直接挹注資金至私人部門的方式，也就是所謂的降貨幣雨 (money rains)，或是如 Friedman 於 1963 年時提出的從直昇機撒錢 (helicopter drops) 的例子。大量無成本增加貨幣供給將增加民

間部門財富，提升消費及總合需求，使得均衡實質利率暫時走高，通貨膨脹預期也因而上升，轉而帶動實質利率走低，總合需求上升。

反對此種作法在實務面上的主要考量在於，不會衍生其他相關成本的貨幣移轉，實務上是否可能達成。其實，這並不會構成很大的問題，目前許多福利國家已有良好的自動化支付系統，可以相當合理的成本來處理

貨幣移轉的問題。

另一可以替代貨幣移轉的作法，係央行印製更多的鈔票來融通減稅政策；採行擴大公共支出之擴張性財政政策的政府，亦可不必透過稅收來挹注，而藉由央行印製鈔票即可。Goodfriend 認為這是在實務上較為可行的作法。不過不論是貨幣移轉或是印製新鈔，均會產生相當程度的扭曲效果。如欲採行上述政策，須對經濟體系之財富分配狀態具相當程度的掌握，若掌握資訊不足，則將衍生資源配置不當的成本。

另一問題在於，貨幣移轉究竟會對整體財富產生多大的效果？其實，貨幣移轉僅能對那些有流動性困難或是不具前瞻性的經濟

體產生效果，而其他不具此性質的經濟體則不受影響。

增加對私人部門短期負債為央行的另一種選擇。在零利率時期，私人部門對於貨幣增加與央行負債增加之感受並無差異，只要大眾忽略未來稅負負擔或是認為並無承受這些負擔的困擾，將會使民間部門產生如貨幣供給增加情況下之財富創造效果。即使大眾將預期未來須償還負債之相關稅負因素納入考量，短期負債增加亦會產生類如貨幣供給增加的流動性效果，因為短期負債一如貨幣，仍將較其它私人部門資產負債表中擁有之傳統資產更具流動性。

六、貨幣政策及其他投資組合

為數不少的學者如 Meltzer, Friedman 及 Goodfriend 皆反對央行有必要去設定目前及未來無風險之利率水準，亦不贊成充分表明央行貨幣政策偏向的作法。因此，他們亦不認為貨幣當局在零利率時將失去控制全局的能力，因為既然利率目前不會再降，未來亦不會預期下滑至更低水準。

值得注意的是，投資組合的重新調整極可能導致物價水準的上升，此一發展反而將抵銷央行先前擴增名目廣義貨幣供給的效果。另一方面，即使投資組合的重新調整的確如預期的提高了物價水準，預期通膨率的上升將降低實質利率，進而對實質支出產生

激勵效果。

不論利率水準為何，央行皆可採行前述方式之公開市場操作。央行平時在短期利率市場的操作，其實即與 Goodfriend 等人鼓吹之在零利率時之操作方式相同。但此種作法的最大副作用在於，央行其所握持資產之流動性降低，且風險增加，將對財政政策造成影響。無論央行是購買政府公債或是私人部門所發行債券，皆表示央行承擔了債務人可能違約的風險，因此，央行所從事的這些購買行為基本上均為一具高成本的活動。雖然有人認為需求提升後所帶動的稅收增加，或是投保均有助於減少此種政策可能的損失，

不過，發生類此資本損失風險的機率頗高，這或許為貨幣政策無法避免的宿命。

Goodfriend 認為，定量政策並未經過測試，則採用此種作法的效果並不確定，主要

在於央行購買對資產需求的價格彈性及此彈性的穩定性程度，均存在不確定性。如前所述，當政策的不確定性程度越高時，趨避風險的決策者即不應將其納入權宜方案中。

七、外匯干預

若干學者如 Meltzer, Svensson 及 McCallum 皆認為央行應干預外匯市場，以促使本國匯價的貶值，進而激勵總合需求及刺激物價上漲，如此，即使當時利率水準處於零的低點，仍可帶動對通貨膨脹的預期。

根據此觀點設計出的作法有下列兩種。一為 McCallum (2000) 提出，他認為央行為提振景氣，可設定一個伴隨時間變動的匯率目標（就如同其在平常時期設立利率目標一般）。而 Svensson (2001) 則認為應讓匯率一次貶足至央行所釘住的匯價水準，直到景氣脫離零利率陷阱為止。不過這兩種作法均須仰賴央行實際上去執行，或是強力承諾在外匯市場致力於投資組合管道的決心。

Svensson 的作法有一個廣被提及的問題，其須配合他國央行的合作才有效。而外匯干預的有效性其實與他國貨幣當局的外貿考量目標息息相關。只要各國的外貿考量目標產生不同方向的思考，將無法達成穩定固定匯率的目標。

Svensson 在其分析中討論了最重要的問題，也就是央行對於釘住某一匯率水準之承諾的有效性，並進一步探討投資組合管道之

本質。央行如欲印製鈔票來支應購買外匯所須，足以強迫本國貨幣以央行之目標匯率賣出。例如，若央行欲壓低本國匯價但並無足夠外匯存底來購買他國外匯，則央行只能仰賴印製更多鈔票來達成其匯率目標。若央行強力承諾將無限制的印製新鈔來維持本國匯價，可能其根本無須真正從事過高數量的外匯買進。但若是印製無限制鈔票的作法與央行的其他目標相違背，則央行的公信力即會受到質疑。最終均衡點可能變成，市場力量促使央行利用印製鈔票的方式，來將匯率維持在一非最適化的水準，此時固定匯率制度也將註定宣告失敗。

在 Svensson 倡議的政策中，訂定價格水準與隱含將維持匯率貶值以維護固定匯率的承諾其實是互有衝突的。若是物價支柱的策略可信，但匯率支柱的策略則不一定。即使匯率支柱可信，也可能是因為央行的物價目標不具公信力。

Svensson 倡議的作法主要仰仗於預期管道是否能夠產生足夠的激勵來帶動經濟體系脫離零利率的陷阱。在此情境下，預期長期實質利率的下降將同時伴隨著實質匯率升值

以及通膨率的預期。若此政策在初始時即不受到信賴，且預期多為向後看(backward looking)，則此政策的效果將十分薄弱，甚至應於一開始時即採更大幅度的貶值政策。

最後，如同 Svensson 及其他學者所提出

的，採用匯率資產組合操作的有效性將損及經濟體的開放程度。許多學者因而認為日本並不適宜採用此種作法。相同的，由於貿易活動占 GDP 之比重相當，美國及歐元區亦不適宜採行外匯干預的作法。

八、選擇權與其訊號效果

Trinsley 建議央行應根據利率期限結構降息。他建議央行在私人部門賣出選擇權，一旦市場短期利率高於該選擇權約定利率時，央行將產生損失。由於市場可能認為不論是否藉由央行的幫助，經濟體系均將自行從流動性陷阱中脫困，或是由於市場對未來利率走勢的預期，長期利率可能較短期（零）利

率高。這反而將無法提振總合需求。他認為，央行出售零利率的選擇權可以降低長期利率，因而降低實質利率並提升總合需求。由於私人部門不認為央行將會陷自己於遭受損失的困境，使得央行維持利率的決心將更加受到肯定。

九、積極的財政穩定政策優於財政法則

在零利率底限下，為維持利率穩定，政府可選擇運用傳統的財政工具（支出與課稅），來刺激總合需求。在無須改變任何的管理模式或動用政策之下，財政政策中的自動穩定因子（automatic stabilizers，諸如失業補助、支出及利得稅）即可事先提供一個立即的激勵。由於來自於預期稅負增加的扭曲，小於不確定因素的扭曲，擴大自動穩定因子將會增加扭曲效果及降低福祉。而任何政府經常門及資本支出所帶來的福利增強效果，可能被支出所誘發的順循環侵蝕。此外，值得注意的是，當經濟處在零利率底限下，政府的財政挹注之激勵將轉變成消費者

及企業的儲蓄，用以繳交未來的稅金，或是取代消費者及企業原本已有既定的消費及投資計畫而不再增加支出。再者，此種財政穩定法則須於預期未來將產生通膨時才會有效果，如果認為此種財政激勵將在某一時點反轉，效果恐怕極其有限。

在大眾認為政府將不會為籌措支出而提高稅收，或是為維持物價穩定，政府不會採行赤字財政方式來支應支出時，財政優勢（fiscal dominance）才會顯現，Woodford 認為財政優勢較常發生在經濟體系已身陷零利率的情況下，因為當名目利率已陷於零，稅基可能縮小，且（或）政府增加支出的壓力

可能更高，此時政府若要課徵額外稅負來穩定財政收支，就政治經濟面考量似乎均非常棘手（因為如果經濟陷於衰退，則無人希望緊縮性的財政政策）。如果物價水準變成經由這種財政方式決定，經濟體系將會發生實際或期待的通膨，可以彌補在名目利率為零時，央行無法再藉由傳統工具所提供的貨幣穩定。因此，財政優勢的發生，較可能是政策失靈（policy failure）的結果，而非有計畫的政策選擇。由於財政工具本質上具有貨幣政策的結果，追求貨幣政策目標的重擔，將由貨幣和財政政策共同分擔。

在財政穩定會產生效果的經濟體系，決策者仍須考慮時間一致性問題。這個問題並不單純，因為貨幣政策已委由央行行使，財政當局所擁有的政策工具本身並非完美的貨幣政策替代品（誠如以上所分析的原因）。Reifschneider 和 William 曾模擬分析一個財政法則，將過去時期（未遭逢零利率時）所觀察到的財政政策的措施具體化。當經濟體系已達到零利率或有達到零利率風險時，這樣的法則顯然並不可靠。因此，較積極的財政穩定政策或許較能令人滿意。

十、財政及貨幣穩定政策的最理想組合

由於平常時期財政及貨幣政策即能密切配合，因此當利率觸及零的底限時，以財政政策來取代貨幣政策不會顯得過份躁進。然而，在未達零利率與已達零利率底限的經濟情況下，最理想的財政及貨幣穩定組合不同。貨幣及財政政策的制度性安排，應該被規劃成最接近理想的組合狀態，且因時間一致性的問題將影響財政及貨幣政策，所以應

考慮此一問題來配置二者適當的比重；如果一個對零利率相當敏感影響的經濟體，其貨幣及財政政策的最理想組合迥異於一般經濟體，此時就需要一個合宜的制度架構來支持它；因此，在零利率時期如須仰賴較多的財政政策，當局則應當反映這個事實，而不是去迴避它。

十一、在零利率下的最佳政策

當通膨率已接近央行的目標時，則須開始評估觸及零利率的風險。當通膨率仍符合央行所設定的量化水準時，達到零利率的風險很小，而達到零利率且陷入通貨緊縮漩渦的風險，則是微乎其微。惟當央行追求零通

膨率目標時，零利率的風險則大增。面對零利率的限制，通膨目標的選擇至關緊要。如果我們不確定觸及零利率的可能性，以及它將對政策帶來的難題，則選擇較高的平均通膨率應較合宜。部分研究顯示，選擇低於 2%

的通膨率，則低通膨的優點將被額外不可測之成本所掩蓋，雖然這些研究仍有若干疑點亟須澄清。總之，如果零利率是一個問題，無疑的通膨率目標則應設高一點。

一些研究之所以誇大零利率的風險，是因為未將上述學者建議央行可採行的諸如降貨幣雨、現金稅等諸多替代政策方案，或是以財政穩定政策替代貨幣穩定政策考慮進去，雖然採行其他政策的效果具高度不確定性（包括之前探討的財政激勵效果的有效性）。因此，選擇較高的通膨率目標較選擇上述這些政策來得保險。

最後，雖然將「已知的」利率政策表現與其他政策「未知的」的本質作一明顯對照，或許有其危險性。不過，將貨幣政策的若干法則與央行實際所採行的政策逕自作比較，亦有類似問題：主要是由於利率政策在實證分析上的複雜性，央行很難去說明其依循機械式的學術理論所採行的政策；而模擬分析雖可提供我們在特定模型下對利率政策效果的評估，但因其係建立在某些假設與推論上，這些推測所帶來的不確定性與替代性政策所面對的實不相上下。

（本文完稿於民國 91 年 12 月，譯者游淑雅、黃晶晶、方耀現分別為本行經濟研究處國際經濟科一等專員、四等專員及四等專員）