

貨幣政策機制的國際經驗比較

蘇慶祥譯

本文譯自：Frederic S. Mishkin, 1999, "International experiences with different monetary policy regimes", *Journal of Monetary Economics*, 43 頁 579-605.

譯者摘要

物價穩定，長期以來被公認是一國貨幣當局執行貨幣政策最重要的長期目標。而如何達成物價的穩定則是貨幣政策運作的重要課題。鑑於貨幣政策機制(monetary policy regime)之建立，常使用某一名目目標當作其基軸(anchor)，因此不同的名目目標即代表不同的貨幣政策機制。茲將各主要國家所採行的四種貨幣政策機制之特點，摘述如次：

(一)匯率目標 (exchange rate targeting)

匯率目標的優點，包括：1.以匯率目標作為名目基軸，可以穩定其貿易財之價格，對控制國內通貨膨脹水準有直接的助益。2.假如匯率目標具公信力，則其通貨膨脹率的預期水準可以維繫在其所釘住通貨之國家的通貨膨脹率水準。3.匯率目標可提供一自動穩定的法則來引導貨幣政策，並有助於緩和貨幣政策之時間不一致問題(time inconsistency problem)。4.匯率目標簡單明瞭，容易為大眾所理解。匯率目標的缺點，包括：1.資本自由進出的國家，若採匯率目標，將喪失該國貨幣政

策的獨立性，無法利用貨幣政策工具因應來自國內本身的經濟衝擊。2.匯率不再逐日反映有關貨幣政策立場之訊息，尤其對政策缺乏透明度的新興市場國家而言，匯率目標機制可能造成央行欠缺政策責任心。3.匯率目標機制下的通貨易遭受投機性攻擊。

(二)貨幣目標 (monetary targeting)

貨幣目標之優點，包括：1.央行可透過貨幣數量之調節，因應國內經濟金融情勢的變化。2.貨幣目標機制使社會大眾容易瞭解貨幣政策的動向及傳達決策者穩定物價的決心，以消弭通貨膨脹的預期，進而減輕通貨膨脹的壓力。3.貨幣目標機制可督促央行對維護低通貨膨脹的貨幣政策採取立即措施，同時也有助於避免決策當局落入政策時間不一致的陷阱。貨幣目標機制之缺點，包括：1.若貨幣所得流通速度不穩定，貨幣總計數目標與最終目標變數之間的關聯性將非常脆弱，無法提供貨幣政策的正確訊息。2.若貨幣總計數年增率不能穩定維持在所預設的目標區之內，

將令人質疑央行能否藉由控制貨幣總計數來增進貨幣政策透明化及負起政策成敗的責任。

(三)通貨膨脹目標 (inflation targeting)

通貨膨脹目標之優點，包括：1.通貨膨脹目標很容易為社會大眾理解，且操作過程相當透明化，非常適合傳遞貨幣政策訊息。2.通膨目標機制擁有調節景氣波動的內建功能，且更容許貨幣當局使用所有的資訊(不限於某個單一變數)，俾決定出最適的貨幣政策。3.加重央行承擔政策成敗的責任。4.通膨目標機制有自動阻絕第二波及後續工資上漲效果的發生，將有助於減緩因短暫的貨幣貶值所帶來通貨膨脹的衝擊。5.通膨目標機制最具前瞻性與事先防範(preemptive)功能，強迫決策者向前展望，而不要侷限在當前的經濟情勢，俾在通貨膨脹爆發之前，即可事先有效將其壓制而予以化解。

通貨膨脹目標之缺點，包括：1.通貨膨脹不容易被貨幣當局所控制，尤其對通膨偏高且通膨預測誤差較大的新興市場國家而言，這是一個特別棘手的問題。2.囿於貨幣政策效果之長期時間落差問題，通膨目標無從即時提供有關貨幣政策的最新訊息。

(四)無明示目標 (implicit but not an explicit

nominal anchor)

顧名思義，它最大優點是極富彈性，而最大缺點則是最不透明。無明示的目標，係以美國聯邦準備體系(Fed)所採行的「只做不說」(just do it)式貨幣政策機制最具代表性；儘管美國將該策略運用得非常成功，但由於Fed就其貨幣政策動向，對外總是三緘其口，導致金融市場常因揣測而受到干擾。由於Fed決策不透明，又缺乏客觀的標準來評估其政策執行績效，使其政策常不易獲得國會支持與社會大眾的信任。其衍生的結果，將使Fed承擔不必要的通貨膨脹恐慌之風險，並容易受決策之時間不一致問題的影響，造成為追求短期目標而犧牲了長期目標的惡果。

總而言之，一個成功的目標機制應具備的要素，至少應涵蓋彈性化、透明化及權責化等三項特性。比較各主要國家不同貨幣政策機制之類型，顯示政策透明化及對貨幣政策負成敗責任，這兩項因素係促使權衡性貨幣政策達成長期目標的關鍵所繫。由於貨幣政策運作之透明化及其責任歸屬，尚需有其他因素搭配，各國中央銀行應衡量其自身政治、文化、經濟及歷史等背景因素，決定一個最適合的貨幣政策機制，俾營造一個有利於長期物價穩定及經濟健全發展的環境。

一、前 言

近年來，物價穩定一直被公認為是貨幣政策最重要的長期目標。儘管各界有此共

識，不過仍存在一值得關心的問題，那就是：如何執行貨幣政策以達成穩定物價的目

標？為闡明這一問題，本文將探討各相關國家近年來所採行的各種貨幣政策機制(monetary policy regime)之經驗。

貨幣政策機制的主要特色是採行某一名目基軸(nominal anchor)，所以本文首先將說明名目基軸之使用以及在促進物價穩定上所扮演之角色。其次，再逐一探討現有的四種貨幣政策機制，分別是：(1)匯率目標(ex-

change-rate targeting)，(2)貨幣目標(monetary targeting)，(3)通貨膨脹目標(inflation targeting)，以及(4)無明示目標(implicit but not an explicit nominal anchor)。本文研究結果顯示，雖各國選擇不同之貨幣政策機制，其成功與否端視該機制能否有效地約束權衡性貨幣政策，以達成長期物價穩定的目標。

二、名目基軸所扮演的角色

名目基軸是對本國貨幣價值的一種限制，而且可說是貨幣政策機制成功的必要因素。然而貨幣政策機制為何需要一名目基軸？首先，從技術的觀點而言，名目基軸可作為穩定物價水準的必要條件，因為透過名目基軸的設立可以決定物價的水準，有助於穩定本國貨幣的價值，進而可以消弭通貨膨脹的預期。其次，名目基軸的採行，可以對權衡性的貨幣政策(discretionary policy)產生制衡，有助於減輕貨幣政策之時間不一致問題(time inconsistency problem)。然而政策之時間不一致問題之所以發生，係因權衡性的政策在長期容易導致不良的效果。例如採取擴張性貨幣政策在短期內會出現強勁的經濟成

長及高就業水準，因而決策者有誘因持續採取擴張性的貨幣政策，其長期結果很可能不但未能提高經濟成長及就業水準，而且還出現高度通貨膨脹現象。誠如學者 McCallum (1995)指出，中央銀行應瞭解追求擴張性貨幣政策，可能導致工資及物價在決定過程中產生前瞻預期(forward-looking expectation)的問題，因此應儘量設法避免上述之時間不一致問題。儘管如此，為因應政治人物尋求高度擴張性的貨幣政策而對央行施壓，央行可藉由宣告某一名目基軸作為貨幣政策執行之依據，以抵制不當之政治壓力，並扮演追求物價穩定的關鍵角色。

三、匯率目標(exchange rate targeting)

以匯率目標作為貨幣政策之機制，其歷史已相當久遠。在金本位時期，匯率係指將黃金兌換成本國通貨的固定價值。近年來，

各國普遍採用的固定匯率制度，主要係以本國通貨釘住某一低通貨膨脹率之先進國家通貨的匯價。另有些國家則採用爬行釘住匯率

(crawling target)制度，一旦其通貨膨脹率較該先進國家明顯偏高時，可允許其幣值作適度的貶值。

匯率目標具有以下四個優點：第一，以匯率目標作為名目基軸，可以穩定其國際貿易商品之價格，對控制國內的通貨膨脹水準有直接的助益；第二，假如匯率目標具公信力(credibility)，可將其通貨膨脹率的預期水準控制在其所釘住通貨之國家的通貨膨脹率水準；第三，在堅持維持匯率目標的機制運作下，匯率目標除可提供一自動穩定化的法則來引導貨幣政策外，並有助於緩和貨幣政策之時間不一致的問題。因為一旦出現本國通貨貶值趨勢時，央行將被迫採取緊縮的貨幣政策，反之，若出現升值趨勢時，央行將採寬鬆的貨幣政策，因而權衡式或是時間不一致之貨幣政策較不易被採行；第四、匯率目標簡單明瞭容易為大眾所理解。任何一種健全的通貨，其背後均迫切需要一個明確的貨幣政策訴求，例如法國法郎，其幣值穩定的目標常被作為該國採取緊縮性貨幣政策的擋箭牌。

過去經驗證實，一些採匯率目標的工業國家已經成功的控制通貨膨脹。以法國和英國為例，就曾透過釘住德國馬克成功地減低通貨膨脹的威脅。1987年，當法國決定採取釘住馬克匯率之初，其通貨膨脹率為3%，高過德國兩個百分點；及至1992年，該國通貨膨脹率已降至接近2%，與其物價穩定目標相

當契合，甚至比德國的水準還低。直到1996年，德法兩國的通貨膨脹率已經相當一致，皆略低於2%。同樣地，英國於1990年改採釘住德國馬克政策之後，其通貨膨脹率自先前的10%大幅下降至1992年被迫退出歐洲匯率機制(ERM)時的3%。

對某些新興市場的國家言，採行匯率目標亦是迅速降低通貨膨脹率的一個有效手段。最典型的例子就是阿根廷，當1991年成立通貨委員會(Currency Board)時，即將阿根廷新披索兌換美元的匯率固定在一比一的價位。一般而言，通貨委員會的機制較一般固定匯率機制在匯率目標的維持上更加強勢，資訊也更透明化，這是因為貨幣當局必須承諾，隨時可應國內大眾要求，將本國通貨依某一特定比率兌換成外國通貨。為了履行此一承諾，通貨委員會必須擁有超過100%的十足外匯準備來鞏固本國貨幣價值，使貨幣當局無任何權衡取捨的餘地。阿根廷早期該制度設計之運作極為成功，其於1989及1990兩年之高達1000%的惡性通貨膨脹，到1994年底已陡降至5%的平穩水準，而1991至1994年間之經濟呈快速成長，年平均成長率高達8%。

儘管採行匯率目標具備上述優點，但國際經驗亦顯示，它同時存在一些頗受爭議的缺點。譬如Obstfeld和Rogoff(1995)就特別針對匯率目標之缺點，提出精闢的批評，包括：第一，資本市場對外開放的國家若採匯

率目標，將喪失該國貨幣政策的獨立性，無法利用貨幣政策工具因應來自國內本身的經濟衝擊。此外採匯率目標意味著來自基軸國家(anchor country)的任何衝擊，都將立即直接地傳輸到國內，而基軸國家之利率變動將同向牽動國內利率的走勢。最明顯的例子，是發生在 1990 年的兩德統一時期，為配合東德地區重建的需要，德國政府採取擴張性財政政策，使得 1991 年間德國長短期利率相繼攀高。此一衝擊，在匯率穩定機制下，直接傳輸到其他 ERM 會員國，各會員國利率被迫隨德國利率攀升。結果 ERM 會員國因堅持固守匯率目標而受到拖累，經濟成長明顯趨緩，而且失業率持續上升，這也就是當年法國在 ERM 中所遭遇的痛苦經驗。

採行匯率目標的第二個缺點，在於它無法逐日透過外匯市場提供貨幣政策動向的訊息。在匯率目標的政策下，央行可能會採取過度擴張性的貨幣政策而不自覺，直到遭受到投機客的猛烈攻擊時才發現太遲。此種在匯率目標區下央行欠缺政策責任心(accountability)的問題，以新興市場國家最為嚴重。因為這些國家之中央銀行對其資產負債表及各項措施遠不及先進國家透明化。例如 1997 年 7 月泰國在爆發金融危機之前，外界根本弄不清楚該國央行各項措施之意圖。雖然釘住匯率目標的政策似乎可以提供中央銀行一個政策參考的準則，進而改善貨幣政策之時間不一致的問題；但由於中央銀行之政策採行可

能不夠透明化及缺乏責任心，以致於時間不一致的問題會更加嚴重。事實上，若不採匯率目標政策而允許貨幣貶值，將可提供貨幣政策已過度擴張的預警訊號。因此為避免貨幣貶值，央行較不可能採行擴張性及具時間不一致性的貨幣政策。

採行匯率目標的第三項缺點，在於該國通貨易遭受投機性攻擊(speculative attack)。的確，兩德統一所釀成的餘殃之一，就是引發 1992 年 9 月的 ERM 危機。眾所周知，德國為因應統一後之重建，被迫採取緊縮性貨幣政策，結果導致某些 ERM 會員國之經濟成長在此一負面需求衝擊下持續下降，失業率亦逐漸上升。面對此一不利環境，即使這些會員國政府能夠固守其貨幣對馬克的匯率，但各國政府為打擊投機客炒作外匯而大幅提高本國利率將導致失業率居高不下。投機客們顯然對各國政府長期釘住馬克的承諾不具信心，因為他們認為這些國家終將無法長期忍受居高不下的失業率。

當時，投機客們之所以偏好單向炒作匯率，主要是認定法國、西班牙、瑞典、義大利，及英國等主要 ERM 會員國通貨勢將同步對馬克貶值。投機客們於是紛紛拋售上述各國通貨，並預期獲得可觀的報酬，結果終於造成了 1992 年 9 月外匯市場之投機炒作現象。當時僅有法國信守承諾固守法郎而未貶值，至於其他國家，則因其政府不願負擔高昂的防衛成本來捍衛匯價，最後只有任其貨

幣貶值。

雖同時經歷了 1992 年 9 月匯率危機，法、英兩國對處理本國經濟問題之政策態度即完全不同。法國因長期釘住馬克，致無法靈活運用其貨幣政策來因應國內景氣變動，因此 1992 年後其經濟成長依然遲緩，失業率居高不下。反之，英國方面，因適時脫離 ERM 機制且改採通貨膨脹目標之策略，不僅經濟成長顯著改善，失業率也伴隨降低，且通貨膨脹率亦較法國為低。

兩德統一之效應及 1992 年 9 月 ERM 匯率危機之衝擊，充分證實以下兩個觀點：第一、採匯率目標策略的國家，並不保證履行其匯率目標的承諾，反倒是貨幣法則足夠維持該匯率目標。第二、為採行匯率目標策略而放棄獨立自主之貨幣政策，其所肇致之經濟衰退的成本相當高。

對新興市場的國家言，當他們施行匯率目標時，是否會因放棄貨幣政策的獨立性而蒙受損失，還不十分清楚。因為這些國家未發展出成熟的貨幣決策機構，因此大多尚未具備成功運用權衡性貨幣政策的能力，所以獨立自主的貨幣政策常是獲利少而損失多。就效益上言，對許多新興市場國家比較有利的作法，應是採釘住某一大國匯率為目標，並追隨該國之貨幣政策(例如美國)，而不是追求其獨立的貨幣政策。這也是為何許多新興市場國家已採行匯率目標機制的原因之一。

儘管如此，Mishkin(1998a)在探討新興市

場國家之匯率目標策略一文中曾特別強調，新興市場國家採匯率目標之貨幣政策機制尚有另一項缺點，那就是可能助長金融體質的脆弱性及全面的金融風暴，進而損害該國經濟。

為明白新興市場國家採匯率目標為何比較可能引發金融危機，首先我們必須了解什麼是金融危機以及為何它對經濟會造成損害。近年來，被用來探討金融危機之資訊不對稱理論(asymmetric information theory)，Bernanke(1983)與 Mishkin(1991,1996)曾就「金融危機」一詞下明確的定義。該理論認為金融危機是對金融市場的一種非線性崩潰(nonlinear disruption)，其中資訊不對稱問題，例如逆選擇(adverse selection)及道德風險(moral hazard)變得更加惡化，導致金融市場失靈，而無法引導資金作有效的運用。影響所及，一旦發生金融危機，不僅降低了金融市場的效率，而且將導致經濟活動進一步萎縮。

由於本國通貨之未來價值不確定，新興市場國家的企業、銀行及政府逐漸熱衷於利用外幣負債來籌措資金。1982 年智利發生金融危機之前，發行了龐大的外幣負債，嗣後 1994 年之墨西哥及近年來亞洲國家在爆發金融危機之前也呈現此一類似情況。

採行匯率目標策略，當發生貨幣貶值時，由於牽涉到貨幣價值的降低，其影響通常是非線性的。對先進國家而言，通貨貶值

對其家計部門、廠商和銀行的資產負債表結構影響輕微，因為他們的負債中以外幣計價之比重甚小。反之，新興市場的國家以外幣計價之負債比重非常高，一旦其通貨貶值，其債務負擔將自然墊高。另一方面，其資產以本國通貨計價，廠商的資產價值不會因通貨貶值而增加，其結果是資產負債表的惡化及淨值將因負債調高而相對地降低，非金融機構之還款能力亦因而受限。此外，對新興市場國家言，通貨貶值常會突然升高通貨膨脹率及其預期，此係因為這些國家的中央銀行對抗通貨膨脹的能力不能深獲大眾的信任所致。的確，墨西哥經過 1994 年金融危機之後，1995 年其通貨膨脹率高達 50%；印尼的情況，跟墨西哥十分類似。眾所周知，若通貨膨脹的預期持續增加，利率將急劇升高；換言之，由於負債契約期限短暫，廠商的利息負擔將急劇增加，削弱了廠商現金流量部位，進而使其資產負債結構惡化。

在擔保品實際價值下降，廠商資產負債結構惡化的情況下，廠商將更願冒較大之風險進行投資，因為如果投資失敗，無法還款，他們的損失較輕，此即所謂之道德危險問題的產生，而此問題將使得例如銀行的金融中介機構為降低風險而減少對廠商貸款。民間投資會因資金短缺而下滑，進而帶動總體經濟的萎縮。簡言之，在匯率目標的框架下，受外匯危機的影響，通貨貶值，進而造成產業部門資產負債結構惡化，正是 1982 年

智利、1994-1995 年墨西哥以及 1997-1998 年東亞各國經濟萎縮的主要原因。

匯率目標的另一個潛在危險，即是在匯價穩定的幻覺下，外國投資者可能忽略了外匯風險，從而導致資本過度流入。雖然導引外資投入國內的生產性投資可刺激經濟成長，但由於外資流入往往是經由國內金融中介機構——銀行之途徑，從而造成銀行過度放款之現象。新興市場國家由於銀行監理制度不健全，銀行過度放款的結果，可能造成龐大的呆帳損失及其資產負債結構惡化。影響所及，不但銀行放款會明顯萎縮，且很可能由於通貨危機引發全面的金融危機，不利經濟發展。尤其當一個國家的銀行體質脆弱時，外匯投機性攻擊的成功率大增，因該國央行對於大幅拉抬利率以捍衛本國貨幣的政策措施，深感投鼠忌器，惟恐利率大舉上揚將造成整個銀行體系的崩潰。

近年來，東亞各國及墨西哥因銀行體系脆弱及遭受投機客攻擊而陸續爆發的全面性金融危機，充分顯示新興市場國家採取匯率目標之貨幣政策的危險性。事實上，新興市場國家採行匯率目標容易暴露其脆弱的金融體質，並產生金融風暴，造成社會龐大的損失，由此可見該項貨幣政策機制仍是問題重重。

既然採行匯率目標機制的問題重重，那在什麼時機及條件下才適合採行此一機制？假如一個國家的政治和貨幣制度不夠健全，

且曾飽嘗惡性通貨膨脹的苦果，則採行匯率目標可能是唯一可有效抑制通貨膨脹預期心理並進而穩定經濟的政策。換言之，在此情況下，採行匯率目標應是最終的穩定政策(stabilization policy of last resort)。然而根據過去的經驗，新興市場國家由於匯率目標策略不夠透明化，無形中削弱該機制的功能，且易受外在因素干擾被迫中斷而付出慘重的代

價。這意味著假如新興市場國家認為穩定經濟唯一可行的策略是採行匯率目標的話，則成立類似通貨委員會制度實最具功效，因為透過其明確且決心固守匯率的承諾，有助於貨幣政策的透明化，可防杜投機炒作的發生。不過，Mishkin(1998a)認為通貨委員會制度仍潛藏危機，必須從制度面進行革新，方能落實執行。

四、貨幣目標(monetary targeting)

就某些國家或國家區域組織而言，如美國、日本或歐盟，因幅員太大或缺乏一可釘住的貨幣充任名目基軸，無法選擇匯率目標作為貨幣政策機制，而需考量其他貨幣政策機制，貨幣總計數目標便是可行策略之一。

貨幣目標較匯率目標優越之處，在於中央銀行可透過貨幣數量的調節來因應國內金融情勢的變化；此外，它容許中央銀行設定異於其他國家的通貨膨脹目標，並容許總產出在合宜範圍內波動。正如同匯率目標一般，透過貨幣總計數的定期發布，社會大眾還可以迅速瞭解央行是否將貨幣總計數控制在目標區內。因此，貨幣目標除了讓一般社會大眾和投資人瞭解貨幣政策的動向外，亦能充分傳達決策者維持物價穩定的決心。這些訊息也可消弭通貨膨脹的預期，進而減輕通貨膨脹的壓力。貨幣目標的另一優點，就是除可督促央行對維護低通貨膨脹的貨幣政策負起政治責任外，同時也有助於避免決策

當局落入時間不一致問題的陷阱。

以上所述貨幣目標的優點之前提是最終目標變數(通貨膨脹或名目所得)與貨幣總計數之間維持強而穩定的關係。若貨幣所得流通速度不穩定，則貨幣目標與最終目標變數之間的關係將非常脆弱，而且貨幣目標將無法發揮功效。換言之，貨幣目標將無法提供貨幣政策的正確訊息，自然也就無法消弭通貨膨脹的預期以及充任評估央行執行政策所應負的責任。根據 Friedman 與 Kuttner(1996)，Estrella 與 Mishkin(1997)之研究，近年來美國貨幣目標與通貨膨脹或名目所得等目標變數間之關聯性已漸趨疏離，這對已採行貨幣目標的其他國家帶來隱憂。

由上吾人即能瞭解為何採行貨幣目標的國家，亦未嚴格地侷限於目標區間的操作，而願接受在較長的期間內存在著短期之低於(undershoot)或超過(overshoot)目標的事實。因此，貨幣總計數與最終目標之不穩定關

係，不禁讓人質疑央行是否有能力藉由控制貨幣總計數充任中間目標，進而推動貨幣政策透明化及負起政策成敗的責任。

德國和瑞士兩國皆曾嚴謹地執行貨幣目標，而成功地控制其通貨膨脹問題，故而歐洲央行(European Central Bank, ECB)乃採用貨幣年增率充任其共同貨幣政策的首要策略目標。反觀美國、加拿大及英國等國家，施行貨幣目標之政策效果不太成功，除了這些國家不夠積極貫徹外，主要是因為貨幣總計數與通貨膨脹或名目所得等最終目標變數間之關係已遭破壞。

德國和瑞士兩國所採貨幣目標的貨幣政策機制，與Friedman所主張的貨幣政策法則-維持貨幣總計數固定成長率-截然不同。德國聯邦銀行首席經濟學家 Otmar Issing 於 1996 年曾撰文指出，德國貨幣總計數目標政策成功的主要關鍵，就是它跳脫傳統貨幣學派的思維，將更多實務上的技術細節加入考量所致。德國和瑞士兩國採貨幣目標的主要目的，係欲藉此傳達其貨幣政策的策略是基於長期考量並以控制通貨膨脹為最終目標。

貨幣目標區的決定，其程序應該是非常的公開且透明化。首先，最重要的是設定某一通貨膨脹目標值作為貨幣總計數目標區設定的參數，然後估計潛在產出成長率和貨幣所得流通速度的趨勢值，並利用貨幣數量方程式架構來估測貨幣總計數年增率目標。第二，決定貨幣總計數年增率目標區時，所遵

循的規則並非一成不變，而是相當富有彈性的。就德國與瑞士觀察，其實際貨幣總計數成長率約有 50%的時間未落在其所設定之目標區內，通常是因為德國聯邦銀行和瑞士國家銀行在執行其貨幣政策過程中，為顧及其他目標(如產出與匯率)而做出的彈性調整。此外，德國聯邦銀行於發生供給面衝擊(supply shocks)時，短期間允許通貨膨脹率作小幅彈性的提高，並允許通膨率慢慢地向長期通貨膨脹年成長率目標趨近。第三，德國和瑞士央行所採行之貨幣目標策略已向一般大眾表達其目標區的強烈承諾，因此其貨幣成長目標區的架構，持續地被用來表達其貨幣政策之方向。此外，德國聯邦銀行及瑞士國家銀行亦花費相當大的努力，透過其出版刊物或利用其央行官員的各種演講場合等管道，向社會大眾表達該行貨幣政策之策略目標。過去，這兩家中央銀行經常明顯地偏離其所設定之貨幣總計數目標，故其貨幣目標機制最好被視為央行追求物價目標過程中與外界溝通的透明化機制，並藉以強化該國央行的政策職責。

Bernanke等人(1999)指出，自 1990 年兩德統一以來，德國所採行之貨幣目標機制，一直相當成功地維持於低度通貨膨脹，而廣受其他ERM會員國所羨慕。這也是為何德國被選為匯率目標機制基軸國的原因。兩德統一初期，雖然因高工資需求以及財政擴張等問題使得通貨膨脹率短暫上升，但是德國聯

邦銀行經得起考驗，化解了這些不利因素，使德國擺脫通貨膨脹威脅；及至 1995 年，其通貨膨脹率甚至已滑落至該行年度計畫目標 2% 以下。

然而德國貨幣目標機制也遭致批評，例如：Clarida 與 Gertler(1997)指出，德國聯邦銀行之貨幣政策對偏離目標區時之反應行為呈非對稱(asymmetric)。當貨幣總計數年增率超越(overshoot)目標區時，該行會提高利率來因應；反之，低於(undershoot)目標區時，卻不調降利率。這意味著德國聯邦銀行根本忽視了這一低檔狀況。此一政策可能是造成在 1990 年代中期通貨膨脹率低於 2% 時，德國聯邦銀行仍維持過度緊縮貨幣政策的原因。影響所及，不僅導致德國失業率上升，並波及一些採取釘住馬克匯價的國家，例如法國。

與德國情形相較，瑞士在採行貨幣目標機制時，所遭遇的問題更為嚴重，因為瑞士是小型開放經濟的國家，且其貨幣市場的制度結構發生重大改變，貨幣目標機制較難運作。1977 年秋季至 1978 年秋季期間，瑞士法郎的貿易加權平均匯率升值了將近 40%，瑞士國家銀行根本無法忍受如此偏高之匯價。因此，1978 年秋季決定暫時放棄貨幣總計數目標機制，改由匯率目標機制取而代之。直到 1979 年春季，因匯價漸趨平穩，乃再度恢復採行原機制，惟並未對外宣佈。另外，瑞士國家銀行於 1980 年正式對外宣布恢復貨幣

目標時，將貨幣總計數目標由 M1 變更為貨幣基數(monetary base)。

根據瑞士國家銀行首席經濟學家 Georg Rich 表示，該行雖成功地降低了通貨膨脹率，但卻未能繼續維持物價的穩定，以致造成 1989 年至 1992 年間物價再度上漲。造成通貨膨脹率於此一期間高達 5% 以上的因素有二：第一，由於 1985 年至 1987 年間瑞士法郎相當強勢，迫使瑞士國家銀行容許貨幣基數年增率超過 1987 年的 2% 目標值；之後又於 1988 年將貨幣成長目標提高至 3%。第二，1988 年瑞士由於引進一套新的銀行間支付系統(The Swiss Interbank Clearing 簡稱爲 SIC)，並大幅修訂商業銀行流動準備制度。受到匯率轉強之衝擊，以及因制度變更所產生對貨幣基數需求變化之影響，使得瑞士的貨幣目標機制運作困難重重。事後就 1988 年觀察，瑞士國家銀行未能正確預估匯率及貨幣基數聯袂衝擊所產生的效果，以致於高估貨幣基數的需求，採取過度寬鬆的貨幣政策，結果導致當年的通貨膨脹率攀升越過 5% 水準。

由於貨幣目標機制運作失靈，瑞士國家銀行因而承認貨幣成長目標在提供貨幣政策方向訊息上已逐漸失去其功能。影響所及，該行於 1990 年底所宣佈的中期貨幣成長路徑就相當的含糊，並未明確界定實施期間與成長路徑的起始點。最後，該行明確界定期間爲三至五年，並直到 1992 年底才明確界定擴

張期路徑之起始點。及至 1994 年底，瑞士國家銀行宣佈 1995 年至 1999 年期間之中期貨幣基數年增率目標時，方確定前一個路徑為期五年。如此看來，瑞士國家銀行貨幣基數年成長率目標機制之架構較以往更富有彈性，且不再採行逐年控管的模式。自從 1989 年至 1992 年短暫的通貨膨脹上升之後，瑞士國家銀行控制通貨膨脹一直非常成功；1993 年後，通貨膨脹率甚至持續降低至 1% 以下之水準。

綜合探討比較德國與瑞士兩國之貨幣目標機制，獲得兩個教訓：第一、只要該目標機制長期可產生抑制通貨膨脹的效果，即使短期間偏離目標亦無妨。因此就控制通貨膨脹的效果言，似不必要堅持採行一成不變的貨幣法則。第二、該機制在兩國運作相當成

功的重要原因，就是兩國的央行能夠很清楚地闡述其貨幣政策目標(即使偏離目標區的情況經常發生)，並且很積極地將其貨幣政策之策略目標與民眾充份溝通，因而能夠強化其貨幣政策的透明化及其責任歸屬。

作為一個成功的貨幣政策目標機制所應具備的要素，至少應涵蓋彈性化、透明化及權責化等三項特性。下一節所探討的通貨膨脹目標機制，這三項要素仍不能例外。Bernanke 與 Mishkin(1997)在探討通貨膨脹目標作為貨幣政策之新架構時指出，德國與瑞士的貨幣政策之策略，實際上比較接近通貨膨脹目標機制，而非 Friedman 所主張的貨幣目標機制，或許，它可被視為一混合型(hybrid)之通貨膨脹目標機制。

五、通貨膨脹目標(inflation targeting)

由於貨幣總計數與諸如通貨膨脹之變數間的穩定關係遭到破壞，近年來許多國家已改採通貨膨脹目標作為其貨幣政策之機制，例如紐西蘭於 1990 年率先採用，加拿大於 1991 年跟進，英國於 1992 年採用，瑞典及芬蘭於 1993 年實施，澳大利亞及西班牙於 1994 年施行，而以色列和智利亦採行某種型式的通貨膨脹目標。

大體而言，通貨膨脹目標機制至少包含了以下五個要素：(1)對外公開宣示中期通貨膨脹之數據化目標；(2)官方承諾以維護物價

穩定作為貨幣政策之首要長期目標；(3)一個資訊完整的策略，並降低貨幣政策中間目標(如貨幣總計數年成長率)之功能；(4)經由對大眾及市場的宣導，增加貨幣政策策略的透明化；(5)加重央行維持物價穩定目標的權責。

就通貨膨脹目標之優點而言，相較於匯率目標，通貨膨脹目標與貨幣目標均較能著重於考量國內經濟情勢，並就其所受到的衝擊予以因應。通貨膨脹目標機制另一優點就是貨幣所得流通速度的變化已不再重要，因

為貨幣政策之執行已不再依附於貨幣與通貨膨脹的穩定關係上。的確，該機制更容許貨幣當局使用所有的資訊(不限於某個單一變數)，俾決定出最適的貨幣政策。

如同匯率目標一般，通貨膨脹目標亦非常容易被大眾所瞭解，且可說是已十足地透明化，這是一大優點；反之，貨幣目標，則較不易被大眾所瞭解。若貨幣目標與通貨膨脹目標變數間之關係受制於不可預測的結構轉變(正如同譬如瑞士等長期以來採行貨幣目標的國家已發生的現象)，則貨幣目標機制將因無法正確傳遞貨幣政策動向而喪失其透明化。

因為量化之通貨膨脹率目標，強化了中央銀行對貨幣政策成敗擔負的責任，無形中亦降低了央行落入時間不一致之陷阱的可能性。蓋決策所牽扯之時間不一致問題，可能誤導決策當局過度熱衷於擴張性的貨幣政策，以為它是擴充產出規模及創造就業機會的萬靈丹。不過，時間不一致的問題較可能來自行政部門對央行施壓，要求其採取過度擴張性貨幣政策。因此，央行採用通貨膨脹目標機制，將有助於降低行政部門對央行不當施壓之可能性，使貨幣政策得以用於控制通貨膨脹的長期目標上，從而避免將擴張性貨幣政策長期當作刺激經濟成長和增加就業機會的萬靈丹。

儘管用詞上係為尋求「物價穩定」，實際上採通貨膨脹目標的國家，都是採用通貨

膨脹率為目標，而不是物價水準本身。各國通貨膨脹目標之設定，均將目標區間之中點(midpoint)設在零以上，並允許因根據消費者物價指數計算通貨膨脹目標而可能發生之高估偏誤現象。舉例來說，目前以紐西蘭所設定的通貨膨脹目標區中點 1.5%為最低；其次為加拿大與瑞典的 2%，再次為英國、澳大利亞及西班牙的 2.5%；另外，以色列則高達 8.5%。再就對抗通貨膨脹最堅決的德國觀察，可發現其長期通貨膨脹目標固守在 2% (1996 年 12 月修正為 1.5%至 2%)，且維持了好幾年，而該目標值則正好位於各國通貨膨脹目標值居中的位置。

然而採通貨膨脹目標機制的國家，都選擇高於零之通貨膨脹率而非物價水準作為其目標值，正反映決策者關心其通貨膨脹率過低是否會對其實質經濟活動造成重大的負面影響。換言之，他們擔心通貨緊縮是否可能會導致金融的不穩定及更為嚴重的經濟萎縮(參見 Mishkin, 1991, 1996)。的確，通貨緊縮現象大多伴隨著嚴重的經濟衰退，甚至是經濟大蕭條，如同 1930 年代。日本近來的通貨緊縮，也成為減弱其金融體系及經濟之因素之一。高於零之通貨膨脹目標之採行，使得出現通貨緊縮之可能性大為降低。Almeida、Goodhart(1998)與 Bernanke (1999) 等人之實證研究顯示，央行若能維持高於零的低通貨膨脹率，則短期內將不會產生通貨膨脹預期的不穩定，或降低央行對抗通貨膨脹的

可信度。

通貨膨脹目標機制的另一個特色，就是它並未忽略傳統的經濟穩定目標。實際上，採用此種機制的國家，在某種程度上擁有調節景氣波動的內建功能，一旦其總產出與就業等總體經濟變數短期出現較大幅度的波動時，央行除了表達關切之意外，並儘可能採取短期的穩定措施。易言之，為逐步達成長期之最終目標，上述各國均採取循序漸進的方法以克服通貨膨脹，並將中期通膨目標逐漸引導至長期的低通膨目標，以避免總產出嚴重衰退。

此外，許多採通貨膨脹目標的國家，特別是加拿大中央銀行，強調通貨膨脹目標區的下限和上限應該同樣受到重視，因一旦受到總需求緊縮衝擊，該下限之調整將有助於穩定實質經濟。的確，通貨膨脹目標能增加中央銀行因應總支出下降的彈性，因為總需求下降，將會造成通貨膨脹率低於目標區之下限，央行即可採取較寬鬆的貨幣政策，而無需擔心是否會觸發通膨預期心理。

通貨膨脹目標機制亦有相當的彈性，尤其是為因應供給面的衝擊，該制度會容許通貨膨脹率暫時偏離目標值。例如，第一，官方通貨膨脹目標所根據的物價指數，其編製內容常剔除(或降低)來自供給面的衝擊因素，如食物及能源價格、間接稅、貿易條件及利率(如房租之設算成本)等因素的變動；第二，受到(或預期受到)這些供給面的衝擊影響，譬

如提高加值稅率，在程序上，中央銀行一般會視情況先容許通貨膨脹率偏離計畫目標，再向大眾提出說明。紐西蘭的通貨膨脹目標機制，就有明確的規避條款(escape clause)，該條款允許通貨膨脹率在特殊的情況下可短期偏離目標。

採通貨膨脹目標之貨幣政策最被強調的就是決策之透明化，也就是清楚、簡單、易懂，且必須定期向社會大眾溝通說明。在這一前提下，中央銀行有時經由法律的授權，或非正式的答詢，經常與政府有關部門充分溝通，或藉公開的演講場合等管道來闡明其貨幣政策之策略。即使是未採通貨膨脹機制的國家，亦常利用這些管道來向外界說明其貨幣政策立場，近年來德國與美國之央行就是極佳的例子；採行通貨膨脹目標的國家，不僅進一步地與各界進行公開的資訊宣導，例如印發精美的政策宣導小冊子，並且按期對外刊布以通貨膨脹報告(Inflation Report)為主的書面文件(此舉源自英格蘭銀行)。為了與社會大眾有更好的溝通，通膨報告之印刷，非常精美講究，打破以往傳統央行正式文件單調的形式。

根據 1995 年加拿大央行貨幣政策報告(Monetary Policy Report)第七頁指出，該行未來的貨幣政策報告將逐漸強化其貨幣政策的透明度及權責化。換言之，報告中將評估該行近期控制通貨膨脹之績效，同時探討加拿大當前的經濟金融情勢發展對其未來通貨膨

脹的可能影響。

採通貨膨脹目標機制的國家，其央行之政策立場可透過前述這些溝通管道，廣泛的向一般社會大眾、金融市場投資人及政治人物宣導下列幾項重大事項：(1)貨幣政策的目標與其限制，以及採行通貨膨脹目標機制的理論基礎；(2)如何訂定合宜的通貨膨脹目標值水準；(3)在目前經濟環境下，如何達成預定的通貨膨脹目標；(4)針對實際值與目標值間之差異，提出合理的解釋等等。由於各國央行不遺餘力的溝通，降低了民間部門對貨幣政策、利率及通貨膨脹等之不確定感，有助於其各項計畫之擬定。部份藉由讓社會大眾充分理解央行的功能與權限之方式，鼓勵各界對其現行貨幣政策的成效進行公開辯論，俾有助於釐清在執行貨幣政策過程中，央行與政治人物間各應承擔的權責。

通貨膨脹目標機制的另一特性，即是加重央行承擔政策成敗的責任。的確，透明化與充份溝通必須有央行權責之提升與之相輔相成。最典型的實例就是紐西蘭，當其通貨膨脹率急劇攀升或偏離目標(甚或只要一季)時，該國行政首長即有權撤換其準備銀行(即央行)總裁。儘管大多數採通貨膨脹目標機制的國家，並無強制性要求其央行承擔政策成敗的書面規定，但是近年來該機制被要求貫徹透明化之趨勢逐漸升高，迫使各國央行更加重視與一般社會大眾及行政部門間的互動關係。透過預先明確宣告的通貨膨脹目標，

以達到成功的貨幣政策，有助於一般社會大眾支持央行建立超然獨立的政策立場，即使沒有一套明確的政策績效評估標準及獎懲規定，該制度仍可獲得大眾的支持。

以下兩個顯著的例子可印證在通貨膨脹目標架構下，貫徹透明化與權責化的優點。首先，以1996年之加拿大為例，當年加拿大經濟協會(Canadian Economic Association)主席曾在一場演講中，嚴厲指責加拿大銀行(Bank of Canada)施行緊縮性貨幣政策之不當，因而引起廣泛的辯論。就未採取通貨膨脹目標的國家而言，該項辯論往往會要求貨幣當局立即採行寬鬆的貨幣政策，然而加拿大之通貨膨脹目標策略，卻能將大眾之辯論導引至通貨膨脹目標值的高低及成本效益的考量上。的確，在經過辯論和加拿大銀行的積極作為下，該行貨幣政策之支持度逐漸提高，甚至1997年該國總統大選時，其貨幣政策亦未如1993年的大選般被政敵作為炒作攻擊的議題。

第二個例證發生於1997年5月6日，英格蘭銀行終於獲得貨幣政策的獨立自主權。在這一天之前，英國的貨幣政策決策權掌握在其財政大臣(Chancellor of the Exchequer)手裡，當時英格蘭銀行充其量僅是扮演執行政府對抗通貨膨脹之象徵性角色而已。5月6日當天，新財政大臣 Gordon Brown 公開宣稱：從今以後，將由英格蘭銀行全權決定基本利率及短期匯率之干預。Gordon Brown 引述兩

個理由來解釋政府這項決策：第一，該行長期以來執行政府所賦予的任務績效一向卓著；第二，在既定的通貨膨脹目標下，加重獨立自主之央行的責任歸屬，將使其更能應付來自政治的監督。英國財政大臣之所以授予英格蘭銀行獨立運作之權力，係基於在通貨膨脹目標機制下，央行貨幣政策之最終目標不會背離大眾之利益，且在短期內不必受政治層面之干擾。

近年來，通貨膨脹目標機制之運作非常順利。採用此種機制的國家，幾乎都明顯地降低了通貨膨脹率及其預期心理。此外，在此機制調控下，其通貨膨脹率一旦下降，即呈現下降之趨勢。即使在往後的經濟擴張階段，亦未見通貨膨脹死灰復燃。

通貨膨脹目標機制亦有緩和通貨膨脹衝擊的效果。例如加拿大於 1991 年 2 月央行採行通貨膨脹目標後不久，新施行的商品與勞務稅(goods and services tax；簡稱 GST)，它係屬於類似增值型的間接稅。以往的經驗顯示，該稅制實施後，對於物價的衝擊應很大。倘若當時加國央行未採通貨膨脹目標機制，則極可能引發嚴重的制輪帶動(ratcheting up)型通貨膨脹。然而，GST 稅率的提高僅造成物價一次上漲，並未產生第二波或第三波的工資上漲。另外一個例子是 1992 年英國和瑞典兩國聯袂退出歐洲匯率穩定機制(ERM)，並放任貨幣貶值而未爆發通貨膨脹的成功經驗。一般而言，匯價持續貶值，引

發通貨膨脹，主要係因出口增加及進口價格上升，以及連帶引發國內工資上漲的後續效果。然而這些因果關係卻未發生在這兩個國家，其原因為通貨膨脹目標機制自動阻絕了第二波及後續之工資上漲效果的發生，有助於減緩因短暫性貶值所帶來的衝擊。

雖然通貨膨脹目標機制，可成功地控制通貨膨脹，但該機制也不是完全無潛在缺點。該機制與匯率及貨幣兩種目標機制不同之處，就是通貨膨脹不容易被貨幣當局所控制。對新興市場的國家而言，要降低過去已存在的高通貨膨脹率，是一個特別棘手的問題，因為通貨膨脹目標的設定，可能存在相當大的預測誤差。這意味著，欲採取強勢的通貨膨脹目標機制，最好等反通貨膨脹政策成功之後，再逐步實施(phase in)，智利於 1990 年 9 月率先運用這種策略，這是一種較不嚴謹的通膨目標機制。起初，該策略被宣稱或解釋為官方對該國通貨膨脹水準的預估(projection)，而非強制性的通貨膨脹目標。然而，隨著時間經過直到通貨膨脹率下降，且央行及市場人士咸認為通貨膨脹目標可以接受後，方正式導入採行，成為強制性目標。此一兩階段作法與採行通貨膨脹目標之先進國家的經驗十分契合。因為在許多開發中國家的案例中，通貨膨脹目標機制之實施，總是在歷經了重大的反通貨膨脹成功之經驗後，才被採行。

通貨膨脹目標機制的另一潛在缺點，就

是囿於貨幣政策效果之長期時間落後問題，因為通貨膨脹現象，通常在一段時間後才會顯現。因此，通貨膨脹目標無從即時提供有關貨幣政策的最新訊息，讓社會大眾及市場人士參考。然而釘住匯率目標機制，由於無法顯示外匯市場情況，以致無力對過度擴張性貨幣政策預先示警；而貨幣目標機制之示警能力，也不盡理想，因為貨幣與通貨膨脹兩者間之因果關係並非穩定。

同時，通貨膨脹目標機制對實質經濟面的影響比較不明確。雖然經濟理論經常建議，央行如承諾降低或控制通貨膨脹，則應強化其政策之可信度，如此方能降低通貨膨脹的預期及因抑制通貨膨脹所付出的總產出下降之代價，但是過去經驗和計量分析結果都不支持以上理論。事實上，人們不會因通貨膨脹目標機制之採行而立即降低其通膨之預期。同時就已採行通貨膨脹目標機制的國家觀察，對抗通貨膨脹所付出的總產出下降代價似乎很低。

通常大眾對通貨膨脹目標機制的憂慮是它所帶來低度且不穩定的產出與就業成長率之負面作用。雖然採通貨膨脹目標機制，在反通貨膨脹期間，因所採行的相關措施短期內會使產出低於正常水準，不過一旦達到預定通膨目標，產出和就業水準很快就會回復到先前水準。因此，可獲得的保守結論為：在低通貨膨脹率達成之情況下，採通貨膨脹目標機制應該不會損害實質經濟。就採通貨

膨脹目標機制國家觀察，以紐西蘭的表現最為傑出，該國在對抗通貨膨脹所展現的魄力，除成功地控制了通貨膨脹外，也達成其經濟高度的成長。

著名經濟學者，Friedman 與 Kuttner (1996)曾批評通貨膨脹目標機制。他們認為，該機制易迫使貨幣決策當局遵循僵化的貨幣法則，因此在面對不可預見的情況時，所採行的措施將不夠機動性。以上二位學者對通膨目標機制的批評如同早年有關法則與權衡政策的激辯(rules-versus-discretion debate)。例如：對採貨幣目標機制國家言，他們的貨幣政策決策者並未預知貨幣總計數與最終目標變數(例如名目支出或通貨膨脹率等)間關係的破滅。倘若採取嚴格的貨幣法則，則後果十分危險。然而把通膨目標機制比擬為法則的說法是不正確的，此觀點源自於法則或權衡政策兩種概念之爭辯所造成的混淆。依本人觀點，將法則與權衡政策以二分法的眼光強行予以分隔，極容易被誤導。因此，一個好的政策策略似乎應存在某一程度的法則，同時還應涵蓋一定的前瞻行為，據以限制決策者不致於制訂出與長期目標背道而馳的政策，進而避免決策之時間不一致的問題。這樣周延的政策則可稱得上是受條件限制的權衡政策(constrained discretion)。

誠如以上所述，通貨膨脹目標機制的確已擺脫傳統僵化的法則。首先，該機制不是僅例行性的對外提供央行如何執行其貨幣政

策的說明而已，而是為達到預定通貨膨脹目標，必須嚴格要求央行利用各種可獲得的資訊，以務實態度制訂出最適化的貨幣政策，以達成通膨目標，而非不顧任何訊息只專注於單一政策變數之操控。其次，央行實際上在訂定通貨膨脹目標時，也具備了相當程度的權衡考慮，因為通貨膨脹目標可依經濟環境之變更而做必要之修正；再者，採行該機制之央行擁有相當大的政策空間來因應總產

出的成長與波動所帶來之衝擊。儘管通貨膨脹機制極富彈性，但它並不似權衡政策可能產生決策之時間不一致問題。因此，採行通貨膨脹目標基本上是強迫決策者向前展望，而不要侷限在當前的經濟情勢；再者，極力鼓吹政策透明化，使其央行之權衡性政策有所限制，並賦予其承擔政策成敗責任。如此一來，時間不一致的問題也可獲得相當改善。

六、無明示目標(implicit but not an explicit nominal anchor)

近年來，總體經濟表現較傑出的國家中，特別是低而穩定的通貨膨脹率，以美國的成就最為傑出，而這些國家均無明示的匯率、貨幣總計數或通貨膨脹率作為貨幣政策的策略目標。雖然美國未明確宣示其貨幣政策機制，但其執行貨幣政策時，仍維持其前後之連貫性；換言之，Fed藉隱藏的名目基軸(implicit nominal anchor)的方式操作，俾於長期間達到控制通貨膨脹的目的。此外，Fed常保持前瞻的態度以防範通貨膨脹的發生，除小心翼翼地監視任何有關通貨膨脹的訊息外，尚利用一些事先防範壓制(preemptive strikes)的措施，以對抗通貨膨脹的威脅。

一般而言，貨幣政策所具有的時間落差，表示其操作不能等到通貨膨脹跡象已顯現之後才採取行動。假如央行錯失良機，無法預先採取措施以維持物價的穩定，屆時則要祭出極嚴厲的緊縮政策來因應。因通貨膨

脹之預期，已經被納入工資與物價螺旋型上漲的行為模式之中，且通貨膨脹的動能(momentum)，一旦被激發出來，就很難自行停止。的確，社會大眾對通貨膨脹之預期愈高，各類契約及價格合同，將會立即反映，並予以納入計算，影響所及，勢必牽動通貨膨脹的動能，其結果通貨膨脹將變得更難以控制。

為了遏止通貨膨脹現象於初發之始，貨幣政策之執行實需具備前瞻性及事先防範功能。換言之，就是根據貨幣政策對通貨膨脹影響之時間落差，在整體經濟正醞釀爆發通貨膨脹之前，即可事先有效地將其壓制而予以化解。比方說，假定貨幣政策抑制通貨膨脹的效果，粗略估計需要二年後才能充分發揮，則縱使目前無通貨膨脹跡象，但若決策者預見未來二年通貨膨脹將會發生的話，則為防範未然，目前採行緊縮性的貨幣政策實

刻不容緩。

事實上，事先防範型的貨幣政策策略，也是通貨膨脹目標機制所具備的特色之一。為達成預定的通貨膨脹目標，基於政策效果時間落後的考慮，及早採取行動的貨幣政策是必要的。由於美國的貨幣政策機制，沒有明示目標，因此可說是一種「只做不說」(just do it)式的貨幣政策機制，它與通貨膨脹目標機制之最大區別，除無一官方發佈的名目目標外，就是政策之運作比較不具透明度。

美國這種只做不說的貨幣政策機制之所以廣受稱讚，主要是其運作相當成功。Fed將美國的通貨膨脹率，由1980年代的兩位數水準逐漸向下導引，至1991年底已接近3%的低水準，從此以後通貨膨脹率一直很穩定，大致徘徊在3%上下。1994年2月至1995年初期間，Fed為防範通膨之發生，即使當時並無通膨跡象，依舊連續數次調升利率，將聯邦資金利率目標自3%拉抬至6%的水準。隨後幾年美國正處於經濟景氣復甦階段，影響所及，其失業率降至5%以下，創1960年代以來的新低紀錄，同時在長期景氣擴張下消費者物價年增率也控制在2%以下。大體上言，美國在1990年代的經濟成長動力相當強勁，其整體經濟表現一直深受其他工業國家所羨慕。

由於此一「只做不說」的政策運用，非常成功，一般人會覺得採取該政策之國家，如美國，沒有必要考慮其他的貨幣政策策

略，因為這極可能會改變原本已運作良好的機制，進而使得貨幣政策失去其預警能力而無法面對未來的挑戰。換言之，假如該貨幣政策並未發生失靈現象，為何要修正它呢？其答案是：「只做不說」政策所具有的缺點，可能會影響其未來的應變能力。

「只做不說」的貨幣政策之重大缺點，就是缺乏透明度。由於美國Fed對其貨幣政策立場對外總是三緘其口，造成金融市場常因一些消息面因素而受到不必要的干擾，同時也帶給消費大眾及生產者，對未來通貨膨脹及產出等不確定性之疑慮。再者，由於Fed決策不透明，又缺乏客觀的標準來評估其政策執行績效，使其政策難以獲得國會支持與社會大眾的信任。其衍生的結果，係使Fed容易受到決策之時間不一致問題影響，從而可能造成為追求短期目標而犧牲了長期目標的惡果。

缺乏一個明示的名目基軸，是「只做不說」貨幣政策的第二個潛在缺失。此一缺失可能使Fed承擔不必要的「通貨膨脹恐懼」(inflation scares)風險，如果Fed對此予以融通，則更是為學者Goodfriend(1993)所形容的自發性通貨膨脹恐懼找到藉口。此外，該策略可能使Fed難以因應來自供給面衝擊的中期影響，因為缺乏一個明示的名目基軸，在供給面的衝擊下，極易導致通貨膨脹預期的發生。

「只做不說」的貨幣政策最嚴重的缺

點，在於政策的決定太過於仰賴央行決策者的個人偏好、專業及其所獲大眾信任程度。由於當前美國 Fed 主席 Alan Greenspan 與各聯邦準備體系官員，一致主張前瞻式控制通膨的貨幣政策，且近年來將通貨膨脹水準控制得相當成功，因此 Fed 在民間的聲望及信任度居高不下。不過，未來 Fed 的領導階層終究會改變，無法保證換新團隊一定可續獲支持。同時，未來 Fed 與各地區分行間之融洽合作關係，亦無法保證能持續下去。假如處在不同的政治經濟環境下，Fed 可能會面對強大壓力，而被迫採取過度擴張性的貨幣政策，致涉入決策時間不一致的風險。根據過去經驗，美國在經歷了相當長的低通貨膨脹之後，於 1970 年代 Fed 改採膨脹型的貨幣政策。因此，在無明確的名目基軸下，這種現象未來肯定還會再度發生。

以 1997 年春季 Fed 調高聯邦資金利率之事件來看，顯示在無明示的目標下，極易衍生出政治問題。隨著聯邦資金利率幾次的調降後，Fed 此刻卻政策大轉彎，提高該項利率 25 個基點(即四分之一個百分點)。雖然其調升幅度相當溫和，且考量了當時美國經濟的強勁成長及勞動市場的熱絡，但仍引起國會議員及各界之猛烈抨擊。然而，就在大約同一時間，英格蘭銀行亦調高利率，惟相形之下，英國一般大眾的反應卻非常鎮定，且無反對意見。這可能是由於英格蘭銀行採行通貨膨脹目標機制，因此英國民眾較美國民眾更為瞭解長期穩定係貨幣當局所追求的目標。反之，美國 Fed 之貨幣政策既無明確的名目策略目標又缺乏透明化，一旦遭受突發性的衝擊而觸發通貨膨脹，Fed 控制物價的能力將益形困難。

七、對四種貨幣政策機制之綜合評估

本文在探討主要國家之不同貨幣政策機制，共計臚列出四種不同類型的策略目標，包括：(1)匯率目標，(2)貨幣目標，(3)通貨膨脹目標，及(4)無明示目標等。並探討各種貨幣政策目標機制的優劣點及何時應採取何種機制較能發揮其經濟效益。

本文在匯率目標機制的討論中指出，就穩定經濟及控制通貨膨脹等最終目標之策略而言，匯率目標機制的缺點遠超過其優點，尤其是該機制極可能使新興市場的國家帶來

金融不穩定。然而，如果一個國家的政治、經濟及文化制度均不夠完備，其央行無法成功地執行貨幣政策，則採取釘住他國匯率為目標的透明化機制，如通貨委員會可能是較佳的選擇。

貨幣目標機制已在德國實施得相當成功，這也是歐洲中央銀行管理委員會(Governing Council)於 1998 年 10 月對外宣稱，其貨幣政策的主要內涵將以貨幣總計數作為主要參考指標的原因。不過，正如本文前面所分

析，歐洲中央銀行採行此制仍有下列缺點，包括：第一，貨幣總計數對貨幣政策而言，並非一個特別有用的指標，除非它與通貨膨脹的關係非常穩定。事實上，對剛起步的歐洲貨幣聯盟(EMU)而言，貨幣總計數與通貨膨脹的穩定關係不易建立，因為從各會員國甚至包括德國來觀察，過去經驗顯示兩者間的關係並不足以信賴。由於德國聯邦銀行深切體認到貨幣總計數與通貨膨脹關係之不穩定，該行故而在採行貨幣目標機制的年代裡，有一半的時間容許其偏離目標區間。再者，由於歐盟與歐洲中央銀行體系(ESCB)的創立以及持續不斷的金融自由化和金融創新，未來數年內將對歐洲金融體系的運作，造成無法預料的重大改變。而這些改變將影響貨幣及資產的需求，影響所及，全體歐元區之貨幣總計數與通貨膨脹間的不穩定關係可能較個別會員國之情況還糟。

第二個反對EMU採行貨幣目標機制的理由，在於貨幣目標傳遞政策訊息的功能效果可能遠不及以往的德國及瑞士。儘管德國及瑞士亦常偏離目標，但德國聯邦銀行與瑞士國家銀行仍備受尊崇，因他們常利用貨幣目標之架構，向大眾宣導並解釋其策略，即使未命中目標，亦損失輕微。歐洲中央銀行(ECB)因初次設立，無法立即積極建立其可信度與反通貨膨脹的聲譽，而德國與瑞士兩國央行過去均深獲民意支持，強力打擊通貨膨脹，績效卓著。反之，對歐洲中央銀行而

言，偏離貨幣成長之預定目標所衍生的問題恐怕遠超過德國聯邦銀行和瑞士國家銀行，因為社會大眾對其偏離目標的解釋，以及反通貨膨脹決心之接受度不高。再者，許多歐盟國家大多欠缺施行貨幣目標機制之經驗，同時，一般社會大眾可能對貨幣總計數亦較陌生，因它不像通貨膨脹一般，與日常生活有直接切身關連。

通貨膨脹目標係最新的一種貨幣政策機制，近年來逐漸被各國普遍採行，證明該機制有其優點可取。第一，它可被視為貨幣政策的最終目標，並使貨幣政策集中全力於國內因素，但不受制於貨幣所得流通速度的衝擊問題；第二，它很容易讓社會大眾了解，而且操作過程相當透明化；第三，雖然它贊同貨幣政策之執行需富彈性與權衡性，但它同時亦強化央行對政策之職責，使得權衡性受到若干限制，有助於改善決策之時間不一致問題；因而該機制有助於轉移大眾的爭論，將注意力集中於研究長期間貨幣政策的功能，而且亦有助於減少因政治壓力所帶來的決策時間不一致之問題。截至目前，採通貨膨脹目標機制的國家，其貨幣政策之執行績效都非常顯著，不僅能夠達成預定目標，而且維持在相當低的通貨膨脹水準，這項成就就是過去所望塵莫及的，尤其是在因採該機制而導致短期通貨緊縮的現象過去之後，經濟景氣環境確實有明顯改善。雖然如此，我們也不應該把通貨膨脹目標當作應付一切問

題的萬靈丹，因為該機制並不保證能夠讓那些施行的國家毫無代價地完全排除通貨膨脹的威脅，而且並非採行該機制後馬上就能博得打擊通膨的信譽。經驗顯示，對採通貨膨脹目標的中央銀行而言，打擊通膨的信譽是需要經過艱難的努力才能獲得的。

歐洲中央銀行除以貨幣總計數做為參考指標外，也明確地宣示通貨膨脹年增率不得高於2%。自從歐盟成立後，鑑於其貨幣總計數所提供之訊息太弱，以及貨幣政策機制成功的關鍵在於其透明化及與民眾的有效溝通，因此，歐洲央行最好逐漸降低貨幣總計數的重要性，而將通貨膨脹目標置於最重要地位。

然而，歐洲中央銀行所想要繼承德國聯邦銀行所採行之長期持續的貨幣目標之內涵究竟為何？為了延續德國聯邦銀行的貨幣政策模式，歐洲中央銀行是否應該採取貨幣目標機制，進而繼承德國聯邦銀行所建立的信譽？倘若歐洲中央銀行能承襲德國聯邦銀行之政策，預料將會立即獲得一些實質利益。不過，仔細觀察德國聯邦銀行之貨幣政策架構，它的確非常接近通貨膨脹目標機制，因為該二機制間彼此有許多的共同特點，包括：第一，強烈追求物價的穩定；第二，明確訂定通貨膨脹數量化目標水準（包括中期與長期目標）；第三，加重央行達成該目標的責任；第四，強調政策目標透明化及與民眾的有效溝通；第五，彈性的因應短期經濟

現象的需要，並具有考量貨幣政策時間落差的前瞻功能。簡言之，歐洲中央銀行可將通貨膨脹目標機制，運作得有如德國聯邦銀行所採行之貨幣目標機制，並進而教育民眾，使其接受通膨目標機制係貨幣目標機制之延續，而這二者間的主要差異即是不再強調貨幣總計數年增率在預測通貨膨脹率時所扮演的角色，而此正有利於通貨膨脹目標的執行。

本文最後所探討的貨幣政策機制，係指美國所採行的「只做不說」策略；意指該機制僅隱含而未明確指出某個名目策略目標。既然該策略過去運行得非常成功，為何仍引起爭論呢？顯然，此一策略缺乏透明度，以及未賦予央行對貨幣政策負成敗之責任，這種作法不僅減弱了對反通貨膨脹貨幣政策之支持，而且也不完全符合民主的原則。因此，若以通貨膨脹目標替換此一策略，除有助於消除個人主義色彩的貨幣政策外，並可強化央行長期穩定物價的決心，進而使低通貨膨脹的成就對於少數個人的能力與信念之依賴能夠降低。

假如美國改採通貨膨脹目標機制，可預見未來其貨幣政策執行績效必將獲得改善，因該機制與目前 Fed 之決策思考模式差異不大，兩者都一致強調穩定物價為貨幣政策的首要長期目標。此外，改採該機制亦與近年來 Fed 逐步加強貨幣政策透明度之措施相一致，例如：縮短聯邦公開市場委員會(FOMC)

會議紀錄公佈的時間，以及每次會議後立即宣佈是否調整聯邦資金利率。再者，目前Fed採通貨膨脹目標機制是最有利的時機，主要係因：第一，近五年來，其通貨膨脹率一直相當穩定且維持在低水準；第二，民眾已能了解低通貨膨脹有助於均衡且持續的經濟擴

張；第三，近年來其他工業國家，採通貨膨脹目標機制成功的例子相當明顯。總之，建立一個明確的通貨膨脹目標機制，除有助於維持一個如美國目前所經歷的既低又穩定的通貨膨脹率外，並可進而提升未來更穩健及更成功的貨幣政策機制。

八、結 語

綜覽主要國家不同貨幣政策機制的經驗顯示，政策透明化與權責化係有效限制一國央行採行權衡式貨幣政策，使其著重於追求長期目標的關鍵。由於達到政策運作透明化及責任歸屬明確的境界尚需其他細節搭配，因此何種策略運作得最好，主要決定於該國

本身的政治、文化、經濟及歷史等背景因素。總而言之，本文探討主要國家不同貨幣政策之機制的主要目的，就是希望提供一套參考指南，供決策當局據以判斷那一種貨幣政策機制，比較適合營造出有利於長期物價穩定及經濟健全發展的環境。

(本文完稿於89年9月，譯者現為經濟研究處金融統計科一等專員)