

中央銀行應回應資產價格的異常波動

游 淑 雅

本文主要取材自：1. Stephen G. Cecchetti, Hans Genberg and Sushil Wadhvani, "Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework", presented at the conference on Asset Price Bubbles: Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies organized jointly by the Federal Reserve Bank of Chicago and the World Bank, Chicago, April 22-24, 2002.

2. The Economist, "Economics Focus More Bubble and Squeak," April 20, 2002, p.72.

自 1980 年代以來，各國的資產市場，包括股票及房地產市場等，其價格均出現比以往幅度更大及頻率更密集的波動，其間數次市場崩盤所引發的系統性危機及其後續效應，使各國央行不得不積極研議資產價格變動所傳達的訊息內涵，並且思考是否應運用貨幣政策來回應資產價格的波動，藉以穩定產出和物價之變動。

Cecchetti, Genberg, Lipsky and Wadhvani (2000；以下簡稱 CGLW) 於 2000 年發表的研究報告即主張，採行通貨膨脹目標化 (inflation targeting) 政策的央行對資產價格的異常波動如予以回應，將可降低資產泡沫形成的可能，減輕投資循環大起大落的風險 (risk of boom-bust investment cycles)，有助於促進總體經濟表現。然而，其他學者諸如 Batini

and Nelson (2000) 與 Bernanke and Gertler (2001) 的研究結果卻顯示，央行一旦回應資產價格變動將產生不良後果。Cecchetti, Genberg, and Wadhvani (2002；以下簡稱 CGW) 的報告即是回應這些學者對其先前報告的批評。

一、央行回應資產價格的異常波動可減緩通膨及產出的波動

大多數國家的央行均將其主要職責置於維持物價穩定此一目標上，且有愈來愈多的央行採行通貨膨脹目標化政策。採行通貨膨脹目標化的目的，是要藉維持通膨在一個清楚設立的特定目標範圍內，來降低實質經濟活動的波動。然而，近來引起極大爭議及討論的議題，在於採行彈性通貨膨脹目標化的架構，資產價格（尤其在設定通膨目標時多

數未列入的股票及房地產價格)應否在貨幣政策制定過程中扮演任何角色。

CGLW 主張,央行除了應對預期通膨及產出缺口予以回應之外,藉由回應資產價格的異常波動,將可促進整體經濟表現。CGLW 特別強調,他們並非認為央行應將資產價格設定在某一目標水準,亦不認為應將資產價格列入目標函數,或是計入通膨目標內,而是平常在設定利率水準時即應考慮到資產價格,特別是當其發生異常波動時更是如此,換言之,當資產價格偏離基本面,就應將其列入制定貨幣政策的參考因素,這樣便可減緩產出及通膨的波動。因此,對資產價格異常波動的政策回應,必須與由基本面所推動的資產價格變動的政策回應不同,也就是央行並不是對所有資產價格的變動均自動回應,而是須個別評估其狀況再予回應。

二、央行回應資產價格異常波動的理由

CGLW 認為資產價格泡沫化飆升,將鼓勵家計部門與企業的過度投資與超額借貸,造成投資與消費的扭曲失衡,一旦資產價格崩跌,實質產出溫和的減緩現象將轉為惡化,造成通膨目標無法達成,甚至更加嚴重地變成通貨緊縮(deflation),日本即為一例。因此,當資產價格攀升(下挫)至預期的警戒水準之上(下)時,央行即應溫和的調升(降)利率(甚至在預期通膨仍持穩的情況下),如此便可抵消泡沫對產出及通膨的衝擊。另一方面,投資大眾如果知道貨幣

政策將逆勢操作(lean against the wind),將可降低泡沫形成的可能性,這也是促進總體經濟穩定的另一項貢獻。

三、CGLW 利用三種經濟模型來模擬央行回應資產價格泡沫的效果,證實長期產出及通膨波動較央行忽視資產價格的情況來得小

CGLW 於先前所發表的報告中,曾使用以下三種經濟模型來模擬央行回應資產泡沫的效果:(一)以小型封閉式經濟模型,研究貨幣政策應否對股市泡沫給予回應;(二)以小規模開放式經濟模型,研究貨幣政策應否對匯率給予回應;(三)以 John Taylor's 的多國模型(原用來分析國際經濟相互依存度)來探討對匯率回應的結果。三種模擬結果均證實,央行對資產價格予以回應,雖然通膨目標在短期內無法達成,然而如與央行忽視資產價格的情況相較,長期產出及通膨波動則較小。

四、CGW 回應其他學者對其研究結果的質疑

Bernanke and Gertler (2001) 與 Batini and Nelson (2000) 亦曾分別使用上述(一)及(二)的經濟模型進行模擬分析,卻產生央行如果回應資產價格,將產生不良後果之不同結論。針對此,CGW 回應指出,上述學者的研究係假定決策者對資產價格作機械式回應,且無法辨別資產價格波動究係泡沫或是反應基本面好轉(例如生產力的成長加速),如果是後者,調高利率確實會造成傷

害。

傳統的論點認為，央行無法較私人部門獲得更多的資訊，所以無法判斷泡沫是否存在。究諸實際，在彈性通膨目標架構下，央行須藉由利率工具來回應一段期間（通常為一至二年）內預期通膨缺口（預期通膨率與通膨目標間的差距），或是產出缺口（實際產出與潛在產出的差距）。因此，判斷資產價格上漲是否由較強的生產力成長所推動，就如同為了推估產出缺口時須判別潛在產出成長率是否已提高，本質上並無多大不同。其他學者以無法判定資產價格變動係來自泡沫或是基本面因素，所以認為不應對資產價格作反應，CGW反駁指出，央行如果無法預估資產價格的異常波動，也就無法預測通膨，況且貨幣政策總是在不確定的情況下制定。再者，2001年國際清算銀行（BIS）的年報亦曾指出，央行為了回應資產價格上揚而調高利率的舉動，並不需要比市場知道更多的訊息，因為央行有不同的動機及責任，因此可就相同的現況評估作不同的回應。

第二個支持央行應回應資產價格的異常波動，卻為上述學者在進行模擬分析時所忽視的因素是，如果投資者知道利率將會對資產價格的大幅彈升有所回應，泡沫及過度借貸在形成初期即可被抑制。以美國為例，它可能改變大眾對聯邦準備當局僅回應股價下

跌（將鼓勵投資者冒較大的風險）的印象。

五、以美國近期股市之崩跌為例

對CGW的論點，《經濟學人》雜誌以2000年初美國股市的崩跌為例指出，主張央行應忽視資產價格泡沫的學者，表面上近來似乎贏得較有力的支持，因為美國股市泡沫已經破滅，NASDAQ股價指數自2000年初期的高峰下挫三分之二，其他股市的指數也跌了30%左右，然而美國的經濟卻僅呈現數十年來最輕微的衰退。如果股市泡沫能受如此輕微的負面效果影響即破滅，央行確實可忽視資產價格，僅關注通貨膨脹。惟究之實際，真相卻非如此，儘管美國快速調降利率，使其經濟僅微幅衰退，卻已造成包括龐大的消費者借貸及巨額的經常帳赤字等嚴重失衡現象，這些失衡現象均會削弱復甦步伐，甚至導致經濟再度衰退。設若聯邦準備當局在初期即抑制泡沫形成，現在美國的經濟或許較易步上復甦坦途。

六、央行的難題

對央行而言，最難處理的問題在於，如何解釋何以在通膨仍低的情況下卻提高利率。如果1990年代末期，美國聯邦準備理事會主席宣布提高利率是為了抑制股價上揚，可以想像來自大眾的反對聲浪將會接踵而至。資產價格泡沫經常形成，可以理解的是，央行過去經常選擇寧願讓它自行破滅。

（本文完稿於91年5月，作者游淑雅女士現為本行經濟研究處國際經濟科一等專員）