

美國應否採行通膨目標化架構分析

方 耀

摘 要

自柏南奇（Ben Bernanke）於 2006 年接任 Fed 主席後，最為外界所關心的，即為美國未來貨幣政策架構的可能發展，因為柏南奇是通膨目標化架構的積極倡議者，他長期主張 Fed 應仿效其他國家設立通貨膨脹率目標，以提高貨幣政策透明度的觀點，迥異於葛林斯班的隱晦作風。至若關於 Fed 應否採行通膨目標化架構之問題，除了執行面之技術性議題外，更重要的重點係在於中央銀行貨幣政策執行趨勢之變革，鑑於美國中央銀行制度上此一新的發展情勢，本文擬探討通膨目標化架構在美國實行之相關議題。

一般而言，許多政策的發展係始於工業化大國，待成效良好後再吸引小國起而倣之，不過通膨目標化政策的發展過程卻剛好相反，自紐西蘭央行在 1990 年開始實施通膨目標化政策，成為全球第一個採行通膨目標化的國家後，其他主要國家如加拿大央行、英格蘭銀行均加入此行列，過去 15 年來，正式採行通膨目標化的央行數目持續增加，目前共有 22 個國家係採行通膨目標化制度，約占 IMF 會員國數目之十分之一。鑑於加拿大央行、英格蘭銀行等工業化國家央行紛紛宣

布採行不同型式的通膨目標化機制作為其貨幣政策制定與執行之基本架構，要求在全球金融市場動見觀瞻的美國 Fed 實施通膨目標化的聲音亦日漸升高。目前全球 3 大主要經濟體（美國、日本及歐元區）均未實施通膨目標化制度，因此，一旦美國實施通膨目標化架構，勢將對國際金融制度產生相當深遠的影響。

綜合言之，應否採行通膨目標化的討論重點可歸結於制式規則（rules）與央行自主權衡（discretion），抑或是穩定與彈性間之孰重孰輕。貨幣政策將對一國經濟情況產生深遠影響，惟其應適用在所有可能的經濟情況下，而非僅適用於某一種經濟情況。此外，在眾多的目標變數中，通貨膨脹率是否足以代表央行政策所應追求的最佳目標？而非產出水準、就業市場，甚或國際收支表現？許多反對 Fed 實施通膨目標化架構的觀點主要立論於：一旦將貨幣政策主要目標獨鐘於物價穩定，恐將礙及貨幣政策其他目標，如促進經濟成長的達成，例如，由於擔心通膨壓力再起，Fed 對於利用彈性的利率政策以在景氣走緩時提振經濟活動更加審

慎，而中央銀行修正某項失衡的動作亦可能創造出另項失衡，不是拖累經濟成長就是形成新的泡沫。Fed 前任理事 Alice Rivlin 即曾指出，低通膨不應為央行的唯一政策目標，央行亦應重視促進長期經濟成長，以提高一般民眾的生活水準。而通膨率高到會影響長期經濟成長的水準時，才應加以重視。

許多人士認為在葛林斯班領導下的 Fed 其實係採行隱性（implicit）的通膨目標化政策，即使在景氣循環見底而須採行短期性的穩定政策（stabilization policy）時，其對長期物價情勢可能產生的影響仍為 Fed 的考量重點。因此，許多學者認為，Fed 正式實施通膨目標化架構與現行作法的最大差別，只是在於數量化的通膨目標。葛林斯班曾明白表示不贊成 Fed 正式採行通膨目標化架構，他拒絕為通膨率設立一數量化的目標，而傾向以觀念來定義物價穩定。他認為一個物價穩定的環境就是指通膨率在一段時間均能維持一較低水準，使得廠商及個人作決策時無須考量物價的變化因素。

葛林斯班與柏南奇兩人間的最大差異之一在於，他們對於美國是否應正式採行通膨目標化架構的看法。葛林斯班十分注意通膨率的發展，致力控制物價水準，但他仍認為公開宣示 Fed 須達成一固定的通貨膨脹率目

標會使 Fed 的施政彈性受到相當大的掣肘，柏南奇則認為 Fed 應及早實施具彈性之通膨目標化架構，才能維持一個長期低通膨的環境，主要因為更具透明化的決策方式可降低市場不確定性，並增加外界對於央行的信任感，進而達成增進經濟成長的目標。雖然近年來物價情勢均溫和發展，但仍應將追求低通貨膨脹率的貨幣政策目標予以制度化。過去亦有經驗顯示低通膨環境未必得以延續。正式的通膨目標將有助於央行及時調整錯誤政策，並加強外界要求央行及時採取適當因應政策的壓力。

由於 Fed 內部對於通貨膨脹化架構的意見仍相當分歧，柏南奇於獲得提名後即多度表示，雖然他主張 Fed 應採行通膨目標化架構以增進貨幣政策的透明性，但他不會貿然實施通膨目標化制度，惟有在取得對於採行數量化通膨目標的共識後，才會實施。此外，雖有不少人認同通膨目標化架構所具有的潛在效益，但有關選擇一適切的通貨膨脹率目標（或區間）、及目標所適用的時間範圍等技術性問題，尚需相當時間才能達成共識。若 Fed 決定施行通膨目標化架構，除了設定物價年增率範圍外，還必須進行通膨預測、對外發布報告，若未達目標，內部也要有檢討機制，尚須一段時間逐步建立。

一、前 言

美國貨幣政策動向一向為全球金融市場之關注焦點，葛林斯班自 1987 年由雷根總統

提名擔任 Fed 主席後，在位的 18 年期間，美國僅經歷過 2 次微幅之經濟衰退（根據美國

經濟分析局（NBER）的界定，2次衰退期間分別為1990~91年間及2001年），持續期間均僅為8個月。葛林斯班已於2006年2月卸任，由學者出身的柏南奇（Ben Bernanke）接任，他曾於2002年接任Fed理事，並於2005年接任白宮經濟顧問委員會主席，理論背景與實務經驗兼俱。柏南奇此次接任Fed主席後，最為外界所關心的，即為美國未來貨幣政策架構的可能發展，因為柏南奇是通膨目標化架構的積極倡議者，他長期主張Fed應仿效其他國家設立通貨膨脹率目標，以提高貨幣政策透明度的觀點，迥異於葛林斯班的

隱晦作風。

關於Fed應否採行通膨目標化架構之問題，除了執行面之技術性議題外，更重要的議題係在於中央銀行貨幣政策執行趨勢之變革，鑑於美國中央銀行制度上此一新的發展情勢，本文擬探討通膨目標化架構在美國實行之相關議題。除第一節前言外，第二節將簡單介紹美國現行貨幣政策架構，第三節為通膨目標化之說明，接著探討美國實施通膨目標化之支持與反對觀點，最後歸納出美國貨幣政策架構之可能方向。

二、美國現行貨幣政策架構

聯邦準備體系（The Federal Reserve System, Fed）為美國的中央銀行體制，由於美國幅員廣大，為平衡中央與地方權力，其中央銀行體系包括聯邦準備理事會（Board of Governors）、聯邦公開市場委員會（FOMC）及12家聯邦準備銀行。其中，FOMC為Fed制定貨幣政策的主要決策機制，FOMC會議討論美國當前經濟金融情勢，決定公開市場操作的方向，以達成特定的聯邦基金利率目標。

自從葛林斯班擔任Fed主席後，Fed的決策透明度即逐漸加強，1994年Fed開始公布FOMC會議紀錄摘要（minute），使得美國的貨幣政策透明度向前跨越一大步。1999年起，Fed開始於FOMC會後新聞稿中揭示未

來貨幣政策傾向（policy bias），惟當時決策官員對此聲明的重要性未達成共識，加上投資人似乎也誇大了此聲明之重要性，使得金融市場震盪加劇，因而遭致外界不少批評。Fed因而於2000年1月修正FOMC貨幣政策揭示方式。而自2002年3月起，除了按例公布聯邦基金利率目標與重貼現率政策外，並立即於會後新聞稿中公布各出席成員對於貨幣政策立場之投票紀錄，以及持不同意見者之政策態度。

至於Fed的政策目標，根據1978年通過的Humphrey-Hawkins法案（別名為充分就業與平衡成長法案），聯邦準備法（Federal Reserve Act）條文增修了「聯邦準備理事會及公開市場委員會（FOMC）應配合經濟體系

的長期潛能來增加生產，以有效促進充分就業、物價穩定及適當的長期利率」。當時Fed主席 Arthur Burns 極力避免條文中出現任何特定的數量化目標，亦反對設立貨幣總計數

目標的要求。最後，該法案雖要求 Fed 每年度須向國會報告其貨幣總計數之目標區，但此作法已於 2000 年 7 月後廢止。

三、何謂通膨目標化架構

自 1980 年代以來，無論是在貨幣政策理論或是貨幣政策實務中，通膨目標化俱為最顯著之進展。所謂通膨目標化架構係指央行貨幣政策以維持低通膨環境為優先於其他政策的主要目標，而且需要公布一個明確的通貨膨脹率目標或區間。在執行層次上，央行將利用此通膨目標規劃通膨的調整軌道，當通膨偏離目標時，應設法使實際值與目標值趨於一致。在通膨目標化架構中，通貨膨脹率可為中間目標或最終目標，而其貨幣政策的施行須以市場為依歸，兼具彈性及透明性，據以達成設定之通膨目標。簡言之，通膨目標化架構應包含下列 4 項要素：物價穩定目標、數量化通膨率目標、達成目標的時間區間、以及評估實施成效的機制。

一般而言，許多政策的發展係始於工業化大國，待成效良好後再吸引小國起而倣之，不過通膨目標化政策的發展過程卻剛好相反，紐西蘭央行在 1990 年開始實施通膨目標化政策，成為全球第一個採行通膨目標化的國家，隨後，其他主要國家如加拿大央行、英格蘭銀行均加入此行列，過去 15 年來，正式採行通膨目標化的央行數目持續增

加，而除了工業化國家外，亦有不少新興經濟體如南韓、印尼開始採行，目前共有 22 個國家係採行通膨目標化制度，約占 IMF 會員國數目之十分之一（表 1）。這些國家在實行通貨膨脹目標制度之前，有的以貨幣總計數作為中間目標(如加拿大)，但受金融市場自由化與金融創新的影響，使得操控貨幣總計數在達成物價穩定目標上遭遇困難；而有些則是採取釘住匯率的政策(如瑞典、芬蘭)，惟最後因無法同時維持匯率與物價的穩定而不得不放棄；此外也有國家因同時兼有這兩方面的問題(如英國)或是發生金融危機(如韓國)，而希望藉由明示數量化的通貨膨脹目標，以重建央行的公信力。

採行通膨目標化機制之央行多數定期發布通膨報告，除作為制定貨幣政策的參考資訊外，亦同時對外說明央行對經濟情勢的看法，並解釋其決策理由。通膨報告內容大抵涵蓋國內外經濟金融情勢之分析，並對未來幾年的通膨率及產出作出預測。在此方面，由於美國國會的要求，Fed 亦自 1983 年起於每次 FOMC 會議前公布 12 家聯邦準備銀行評估美國主要城市經濟活動情況的重要報

表 1：採行通膨目標政策國家

國家別	實施日期	名目基準	出版刊物
紐西蘭	1990 年 3 月	CPI	通膨報告
加拿大	1991 年 2 月	CPI	貨幣政策報告，內容相當於通膨報告
英國	1992 年 10 月	CPI	通膨報告
瑞典	1993 年 1 月	CPI	1997 年起公布通膨報告
澳大利亞	1994 年 9 月	CPI	通膨報告
瑞士	2000 年 1 月	CPI	通膨報告
挪威	2001 年 3 月	CPI	通膨報告
冰島	2001 年 3 月	CPI	貨幣報告，內容相當於通膨報告
匈牙利	2002 年	CPI	通膨報告
智利	1991 年 1 月	CPI	2000 年起公布通膨報告
以色列	1992 年 1 月	CPI	1998 年起公布通膨報告
秘魯	1994 年 1 月	CPI	無
捷克	1998 年 1 月	CPI	通膨報告
南韓	1998 年 4 月	Core CPI (不含農產品與能源價格)	通膨報告
波蘭	1998 年 10 月	CPI	通膨報告
墨西哥	1999 年 1 月	CPI	自 2000 年起公布通膨報告
巴西	1999 年 6 月	IPCA	通膨報告
哥倫比亞	1999 年 9 月	CPI	通膨報告
印尼	2000 年 1 月	CPI	每季至少向國會報告一次
南非	2000 年 2 月	CPIX (不含利息成本)	通膨報告
泰國	2000 年 5 月	Core CPI (不含生鮮食物與能源價格)	2000 年 7 月起公布通膨報告
菲律賓	非正式： 2000 年 1 月 正式： 2002 年 1 月	CPI	2002 年起公布通膨報告

資料來源：各國央行。

告，也就是褐皮書（Beige Book），但為每次 FOMC 會議所準備有關總體經濟預測模型

的綠皮書（Green Book）則未予以公布，須等到該次會議 5 年後始予公開。

四、美國是否應採行通膨目標化架構的論證

鑑於加拿大央行、英格蘭銀行等工業化國家央行紛紛宣布採行不同型式的通膨目標化機制作為其貨幣政策制定與執行之基本架構，要求在全球金融市場動見觀瞻的美國 Fed 實施通膨目標化的聲音亦日漸升高。目前全球 3 大主要經濟體（美國、日本及歐元區）均未實施通膨目標化制度，因此，一旦美國實施通膨目標化架構，勢將對國際金融制度產生相當深遠的影響。

另一股支持通膨目標化架構的力量來自於加強區域穩定的考量，目前美國為北美自由貿易協定（NAFTA）的一員，相較其他兩成員國：加拿大、墨西哥均已實施通膨目標化，美國若亦改採通膨目標化的貨幣政策架構，有助於加、墨兩國更正確地考量美國政策變動的趨勢，據以擬定更適切的因應政策。

綜合言之，應否採行通膨目標化的討論重點可歸結於制式規則（rules）與央行自主權衡（discretion），抑或是穩定與彈性間之孰重孰輕。許多反對 Fed 實施通膨目標化架構的觀點主要立論於：一但將貨幣政策主要目標獨鐘於物價穩定，恐將礙及貨幣政策其他目標，如促進經濟成長的達成，例如，由於擔心通膨壓力再起，Fed 對於利用彈性的

利率政策以在景氣走緩時提振經濟活動更加審慎，而中央銀行修正某項失衡的動作可能創造出另項失衡，不是拖累經濟成長就是形成新的泡沫。Fed 前任理事 Alice Rivlin 即曾指出，低通膨不應為央行的唯一政策目標，央行亦應重視促進長期經濟成長，以提高一般民眾的生活水準。而通膨率高到會影響長期經濟成長的水準時，才應加以重視。

貨幣政策會對一國經濟情況產生深遠影響，惟其應適用在所有可能的經濟情況下，而非僅適用於某一種經濟情況。在眾多的目標變數中，通貨膨脹率是否足以代表央行政策所應追求的最佳目標？而非產出水準、就業市場，甚或國際收支表現？許多國家的物價水準在實施通膨目標化之前即已相對穩定（註 1），因此實施通膨目標化架構與總體經濟表現間並不必然具有正相關有益性，針對此議題，對通膨目標化持不同觀點的研究卻得到完全相反的結論（註 2）。

（一）80 年代以來美國貨幣政策發展

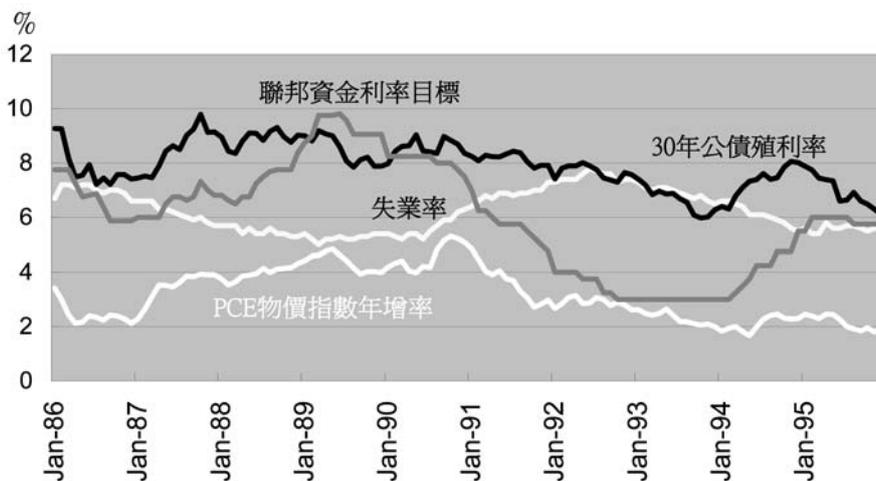
許多人將美國過去 20 年以來的穩定經濟表現歸功於葛林斯班及其前任主席沃克（Paul Volcker），因此，自 1970 年代末以來，美國的貨幣政策由原先不穩定因子轉變為支持美國總體經濟發展的重要穩定力量。

美國貨幣政策在第二次戰後的發展過程可大致分為3個階段；首先是1950年代末期到1970年代末期通膨率上升時期，其次為沃克（Paul Volcker）在1979年至1987年任內通膨率下降的時期，接著是葛林斯班所致力維持的低通膨環境時期。通膨率在第一個時期的持續上升顯示當時 Fed 貨幣政策未將低通膨視作主要目標的結果；第二個時期則反應了一旦物價目標因為其他因素而予以妥協後，再重建公眾信心的困難度；而從葛林斯班時期則可看出 Fed 近年來實際上亦採取釘住低通膨目標的作法。以下將著重介紹葛林斯班入主 Fed 後之美國貨幣政策發展歷程。

葛林斯班於1987年就任後，很快就面臨10月華爾街股災的考驗，迫使貨幣政策必須轉趨寬鬆，以維持市場流動性，之前為防止通膨走高所採行的升息政策也直到1988年春季始恢復。若從30年長期公債殖利率的走勢

觀之（圖1），直到1992年中旬後才回復到1987年初7.4%的水準，顯示 Fed 至少花了5年的時間才克服了1987年的通膨上升恐懼。但亦由於10月股市崩盤的寬鬆貨幣政策結果，個人消費支出（Personal Consumption Expenditure, PCE）物價指數成長率從1986年初的3%上升到1990年10月的5.3%。因此，為了抑制通膨率與通膨預期的上升，Fed 自1988年春季開始調升利率，1年之後，聯邦資金利率已近10%的高點，調升幅度逾3個百分點。受到此波緊縮性貨幣政策以及波灣戰爭後經濟衰退的影響，通膨率自1991年以來逐步下降。不過這段期間的失業率卻開始上升，雖然經濟後來逐漸好轉，但失業率卻在1992年6月達到7.8%的歷史高點。此後，自1992年9月至1994年2月的18個月期間，聯邦資金利率目標維持在3%，而美國的實質利率也維持在低於1%的水準。1994年

圖1：1986~1995年間美國聯邦資金利率目標、30年公債殖利率、失業率及PCE物價指數年增率



以降，失業率已逐漸回降，公債利率走低，通膨率亦緩步下降。至此，Fed 打擊通膨的公信力始受到市場的肯定。

到 1994 年時，由於美國景氣日漸增溫，為維繫公眾對於 Fed 控制通膨率之公信力，Fed 必須提高利率以預防通膨竄升。1994 年 2 月 Fed 開始調升聯邦資金利率目標 3 個百分點的貨幣政策行動成功抑制了通膨率可能上漲情況。此時，通膨率與市場的通膨預期均較過去更加堅定。如同 1983~1984 年間的政策行動，此次 Fed 的升息不僅有效地抑制了通膨上升，失業率也未增加(註 3)。由此可知，只要時機正確，預防性的貨幣政策變動並不可怕。1996 年 1 月時，公債利率已跌到 6% 左右，市場上瀰漫著「通膨率已死」的氣氛，顯見通膨預期十分溫和。

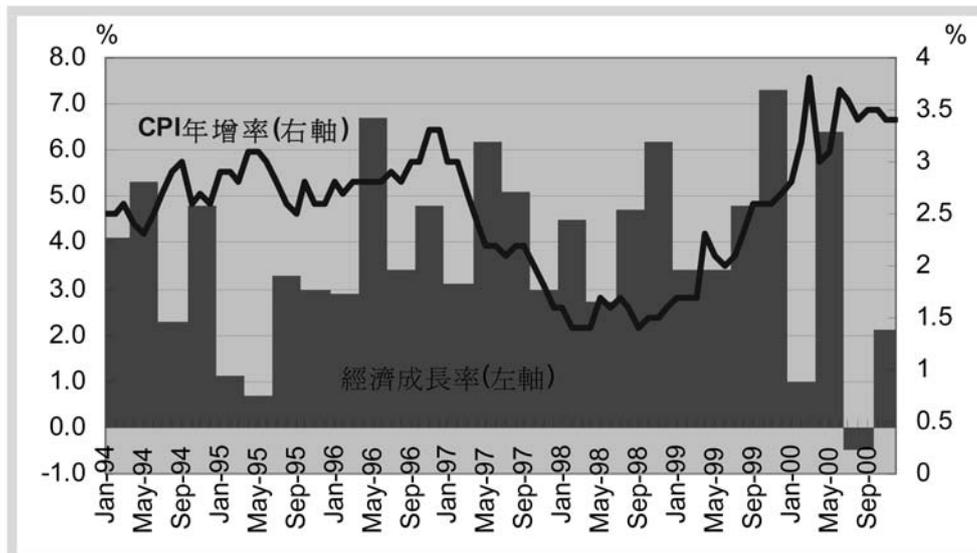
自 1996 年至 1999 年間，美國經濟情勢

大好，年度經濟成長率達 4%，但物價水準仍相對穩定，CPI 指數成長率平均為 2.2%，失業率更曾一度跌至低於 4% 的歷史低點。這段時間的經驗亦彰顯了 Fed 在維持低通膨上的公信力更趨穩固。

(二) Fed 官員對於實施通膨目標化的立場

許多人士認為其實在葛林斯班領導下的 Fed 其實係採行隱性 (implicit) 的通膨目標化政策，即使在景氣循環見底而須採行短期性的穩定政策 (stabilization policy) 時，其對長期物價情勢可能產生的影響仍為 Fed 的考量重點。因此，許多學者認為，Fed 正式實施通膨目標化架構與現行作法的最大差別，只是在於數量化的通膨目標。葛林斯班曾於 1989 年於國會報告時表示，所謂質化的零通膨目標 (qualitative zero inflation objective) 係指一般物價的預期變動率不再為個人或企

圖 2：1994~2000 年美國經濟成長率與 CPI 年增率



業作為決策重要參考因素的情況，從這個定義中應可約略了解葛林斯班支持維持低通膨的看法。不過，葛林斯班並不贊成 Fed 正式採用通膨目標化架構，他拒絕為通膨率設立一數量化的目標，而傾向以觀念來定義物價穩定。他認為在一個物價穩定的環境就是指通膨率在一段時間均能維持一較低水準，使得廠商及個人作決策時無須考量物價的變化因素。1996 年 7 月的 FOMC 會議曾就無扭曲經濟決策之虞的通膨率水準加以討論，葛林斯班當時曾表示，若通膨率可被適切的衡量，則其最適水準應為 0 (註 4)。因為葛林斯班認為當長期物價水準平均而言沒有改變時，經濟成長才會最大化 (註 5)。其他 FOMC 成員集會時亦曾數度就是否應公布明確的通膨目標一事進行討論，最近一次係於上 (2005) 年 2 月，從該次 FOMC 會議紀錄摘要 (Minutes) 中可得知，FOMC 成員咸認為物價維持穩定為促進長期經濟成長之最佳環

境，惟對於通膨目標化機制可能為 Fed 所帶來之利弊得失，仍有相當不同的看法。

(三) 低通膨環境是否應為央行執行政策的優先目標

有論者認為，貨幣政策之所以能夠促進長期的就業與經濟成長，就是因為它能夠有效地控制通膨。而美國過去的經驗亦顯示，正因為外界對於 Fed 維持低通膨環境的決心具充分信心，才使 Fed 能擁有足夠的彈性空間採取短期的穩定性政策。因此，若是 Fed 能公開宣布其所欲達到的通膨率目標，公眾信心將更加強化。Fed 自 1994 年開始公布聯邦資金利率目標即起源於美國國會及外界希望貨幣政策透明度能更加提高。如此作法不僅有助增進外界了解央行的貨幣政策方向，更能促進公眾對於央行政策能否達成目標的良性討論。但由於 Fed 目前並未公開宣布低通膨環境為其政策優先目標，使得討論重點在何者為央行的政策目標上。因此，這種貨

表 2：Fed 官員對於通膨目標化的立場

持積極贊成態度	持漸進式態度	持反對與質疑態度
新任主席柏南奇	克里夫蘭 FRB 總裁 Piantalto	前主席葛林斯班
費城 FRB 總裁 Santomero	舊金山 FRB 總裁 Yellen	前理事會副主席 Ferguson
瑞奇蒙 FRB 總裁 Laker		理事 Kohn
明里亞波利斯 FRB 總裁 Stern		芝加哥 FRB 總裁 Moskow
聖路易 FRB 總裁 Poole		

幣政策工具（聯邦資金利率目標）具透明性但政策目標卻不明確的情況會為貨幣政策帶來問題。例如，在不明瞭 Fed 意欲維持低通膨的情況下，1994 年的預防性升息曾遭致當時外界以及美國國會的不少批評，部分因素可歸因於大家不明瞭，或不接受 Fed 將打擊通膨作為其優先政策。而這些批評被外界解讀為對物價穩定性的威脅，使得通膨恐懼再起，1994 年的長期利率即爬升了 2 個百分點（圖 1）。

（四）Fed 實施通膨目標化架構的效益

由美國在過去 25 年以來通膨率的穩定表現觀之（圖 3），雖然 Fed 目前並未公布明確的通膨目標，但其貨幣政策仍能有效控制美國的通膨壓力；1970 年代 PCE 物價指數成長率平均約為 7%，而 2000 年以降，PCE 物價指數成長率平均為 2.2%。因此，美國即使採行了通膨目標化制度，在通膨表現上可能並

不會立即產生太大幅度的效益。因此，許多人認為，由於 Fed 的控制通膨能力已受到公眾的充分信任，即使在葛林斯班退休後，Fed 亦無須依賴制度性的設計以維持此能力。

從表 3 中可以得知，上述國家的通貨膨脹率在採行通膨目標化政策後多顯著改善，不過，這並不代表未採行通膨目標化的國家即無法有效控制通膨；未採行通膨目標化的國家如日本、美國及歐元區，其通貨膨脹率亦多維持在相對較低水準。採行通膨目標並非達成貨幣政策最終目標的必要條件，因此希冀評斷通膨目標與整體經濟表現的因果關係目前仍言之過早。

（五）通膨目標化架構可增加貨幣政策透明性的觀點

除了流動性的管理外，貨幣政策操作最重要的核心任務可謂與市場溝通，傳達央行貨幣政策的動向(policy intention)。近年來，

圖 3：1978~2006 年間美國 PCE 及 CPI 物價指數年增率

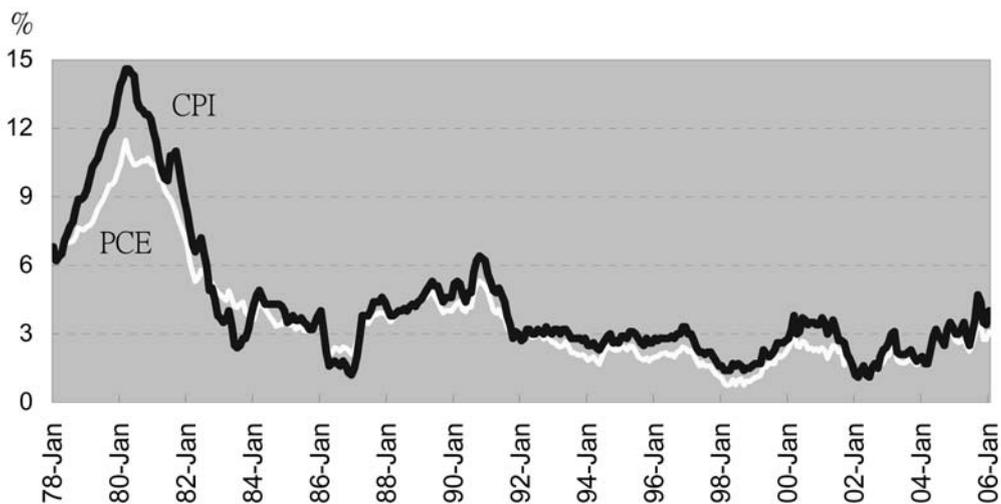


表 3：通膨目標化架構是否有效降低通膨率

實施通膨目標化的 國家	開始實施通膨目 標化時間	通貨膨脹率表現		
		1980~1989	1990~1999	2000~2005
澳大利亞	1994	8.4	2.5	2.8
加拿大	1991	6.5	2.2	2.0
智利	1991	21.2	11.5	4.0
以色列	1992	104.7	11.2	3.2
南韓	1998	8.1	5.7	3.6
紐西蘭	1990	11.8	2.1	1.6
波蘭	1998	43.0	52.0	8.6
瑞典	1993	7.9	3.2	0.9
英國	1992	7.4	3.7	2.4
未實施通膨目標化 的國家				
日本		2.5	1.2	-0.3
美國		5.5	3.0	2.5
歐元區		6.6	2.8	1.8

資料來源：Wang (2005), Thomson Financial.

受到金融自由化與國際化的發展，加重市場預期心理對匯率與利率變動的敏感度，促使各國央行紛紛提高操作目標的透明度，一方面增加央行與市場間的溝通及互動，同時亦可影響市場的預期心理，降低市場參與者對政策錯誤解讀的機率與成本；在另一方面，一旦央行政策訊息的傳遞在市場建立可信度（credibility）後，日後央行在對市場傳達政策動向改變時，即使無實際的行動或操作，仍可使貨幣政策發揮效果。根據 Dennis (2005) 分析 1979 年 Volker 就任後物價情勢的模擬研究結果，設若當時 Fed 已採行通膨目標化機制，也就是提高聯邦資金利率的幅度更大、更久，由於其對民間部門通膨預期

的影響，1980 年初期通膨率下降的速度會較實際情況快了許多（註 6）。

隨著全球各國政治體制的民主化程度普遍提昇，外界對於中央銀行民主的要求也跟著增加，而通膨目標化機制增進央行政策制定過程透明程度的優點，正呼應了這股趨勢，因為公布通貨膨脹率明確目標的作法不僅可引導市場預期，亦能加強外界對於 Fed 表現之監督能力。在此情況下，央行較難受到其他暫時性壓力而妥協其政策目標，進而強化央行堅定維持一物價穩定環境之政策立場，並帶來增進公眾對於央行政策信心的正面效果。在葛林斯班擔任 Fed 主席期間，已有若干美國國會議員提出建議 Fed 採用通膨

目標化架構的議案。議案內容包括 Fed 應明令公布追求零通膨的政策目標，亦有部分議案要求 Fed 放棄物價穩定與促進經濟成長的雙目標，將其職責專注於達成數量化的通膨目標。

反對通膨目標化架構將增加央行權責性（accountability）的論點認為，維持低通貨膨脹率僅為貨幣政策的目標之一，或許貨幣政策無法有效影響經濟表現或就業情況，但貨幣政策的確可為穩定經濟情況發揮一關鍵力量。若將 Fed 的施政成效僅狹隘的以通貨膨脹率水準來審視，將明顯忽略 Fed 對整體經濟的貢獻。而且，理論上，為維持中央銀行的獨立性，排除其他非專業性因素對於其決策的影響，Fed 應為一獨立行使職權機構，所以一旦實施通膨目標化架構後，其利率政策之相關決策即須經過國會等機構來加以監督，似乎並不適當。

許多人認為，由於當前仍有相當多的人曾經歷過通膨飆漲時代，自然也會支持通膨率的上漲應予以抑制的作法。惟隨著 Fed 能夠長時間地維持一低通膨的環境，人們對高通膨時期的記憶會日漸消逝，屆時國會可能也不會同意 Fed 將維持低通膨率作為優先目標。相較之下，由於當前物價情勢為歷史上相對穩定的時期，一旦實行通膨目標化機制並不會帶來太多的轉換性成本，因此現在正是 Fed 採行通膨目標化的好時點，亦可避免日後 Fed 決策者因對通膨經驗及知識不足而

重蹈通膨飆漲的覆轍。如同費城聯邦準備銀行總裁 Santomero 曾表示，Fed 過去 20 多年以來在控制通膨的表現上有目共睹，但央行更應強化其「維持」控制物價的能力，而在此物價表現平穩的時刻，由於當下的貨幣政策方向不須改變，不致於對經濟表現造成干擾，更是 Fed 實施通膨目標化的最佳時機。柏南奇亦呼應此觀點，他曾於 2000 年尚未就任 Fed 理事時，於華爾街日報發表一篇名為「葛林斯班後時代將何去何從」（註 7）之評論中表示，Fed 在葛林斯班帶領下雖對維持物價穩定有相當大的貢獻，惟若考量 Fed 的長遠發展，他建議應「趁晴天修理屋頂」，也就是在經濟基本面表現良好時，主動宣布一個更具開放性的政策架構，而非等到遇到難題的挑戰後才開始實施，反更不具效益。

（六）何者為適切的通膨目標？標準為何？

即使通膨目標化為一可行之優先政策目標，但是否一定須要制定一個數量化之通膨率目標水準？若訂定低通膨率目標的主要目的在於引導外界的通膨預期，則不一定須藉由數量化的目標或可達成。不過，清楚的數量化通膨目標具有若干優點，例如，若是 Fed 公開宣布了通膨率目標下限，則可以避免產生如同日本的通貨緊縮，以及零利率底限的陷阱等問題。此外，數量化通膨目標可以作為觀察物價穩定目標達成程度的重要依據。一旦物價表現偏離了央行所預測的範圍，央行可據以調整現行貨幣政策予以因應。哈佛

大學教授 Goodfriend (2003) 即認為，明確的數量化通膨目標不僅不會使 Fed 綁手綁腳，反而會成為一個很好的規律機制。

一旦採用通膨目標化架構，那麼究竟通膨率水準應為多少才能符合 Fed 追求物價穩定的目標，就是下一步值得探討的問題。現行採行通膨目標化國家的通膨目標設計，大致可分為物價指數上漲率的點目標值 (point estimate) 或是區間目標範圍 (target range)。區間目標較諸點目標提供央行更多彈性來因應外來衝擊，並容許於考量其他目標時有較大的權衡空間，且較不易發生明顯偏離目標的情況。此外，由於區間寬容度事先預示了央行容許通膨率在中值上下波動的最大範圍，而非以達成特定的一點為目標，使得央行無須過度回應通膨率的些許變化；至於區間的寬、窄則取決於經濟體遭受衝擊的頻率與強度及央行的可信度而定。在已實施通膨目標化的國家中，為導引明確的通膨預期，多數央行係採用點目標或兩個百分點以內的窄區間目標，許多先進國家及新興市場經濟體皆偏好此一設計。巴西及南非則為較特殊的例外，他們係選擇較寬的區間 (巴西為，南非為 3%)，旨在彌補其目標物價指標包含一些非央行可掌控的波動項目。支持點目標的理由還包括點目標可將通膨預期導向至長期的目標，因此有助於降低通膨率 (Isard and Laxton, 2000)。

1996 年 7 月的 FOMC 會議記錄顯示當時

FOMC 成員的共識認為 2% 的 CPI 成長率為一理想的長期通膨水準 (註 8)。費城聯邦準備銀行總裁 Santomero 則認為，Fed 應將每年通貨膨脹率目標訂在 1~3% 的目標區間，至於所選用的通貨膨脹率指標則為核心個人消費支出 (Core PCE) 平減指數之 12 個月移動平均。Santomero 將通膨率區間的上、下限分別訂在 3% 及 1%，主要係考量一般對於通膨率所能忍受水準，而若通膨率低於 1%，一旦景氣走緩發生通貨緊縮情況，將使央行採行貨幣政策空間大幅受限。而採用 12 個月移動平均可以減輕物價高度波動性的干擾。Goodfriend (2003) 則認為，在 12~24 個月區間內維持 1~2% 的核心 PCE 成長率應為一適當的長期通膨率水準，實際上，自 1997 年以來，核心 PCE 成長率也都是在 1~2% 的水準。

選擇作為通膨目標的物價指數也是通膨目標化架構的另一重要項目。以美國而言，一般習以商務部勞工統計局所公布的消費者物價數 (CPI) 成長率作為觀察美國物價情勢的標準，然而 Fed 每年向國會進行貨幣政策報告時所公布的物價情勢預測則是以個人消費支出 (PCE) 指數成長率為觀察目標，因此 PCE 指數可謂 Fed 擬定與執行貨幣政策之重要依據。

過去 10 年以來，Fed 的物價觀察重點主要放在核心通膨率，也就是扣除食物與能源價格之核心 PCE 指數成長率。主要是因為過去經驗顯示，食物與能源的價格波動時間係

肇因於短期衝擊，一旦央行針對此加以回應，可能同時也對整體經濟穩定產生負面效果。如果觀察過去 3 年來的整體與核心物價變化，可以發現其平均值十分接近，換言之，由短期性因素所造成的食物與能源價格波動雖會造成短期內的整體通膨率飆升，卻不會對長期通膨率形成太大影響。惟根據紐約聯邦準備銀行的 Rich 及 Steindel 於 2005 年底針對若干核心通膨率指標所作的實證研究發現，在所檢視的核心通膨率指標中，沒有一者之代表性特別優秀。Cecchetti (2000) 則認為 PCE 與 CPI 係高度相關 (0.96)，在 1990~2000 年間，PCE 年增率平均約較 CPI 年增率低 0.3%，而這可歸因於 CPI 與 PCE 組成項目權重之差異。從貨幣政策執行的角度而言並無太大差異，惟因公眾似乎對於 CPI

的了解程度高於 PCE，因此，只要了解 CPI 與 PCE 之間的差異幅度，Fed 仍可採用 CPI 作為其物價穩定之觀察指標。

倘若未來因為科技或是經濟發展而使選用的通膨目標無法適切代表實際物價發展，有人質疑採行通膨目標化後的 Fed 即無法權衡當時情勢而有自主裁量的空間，使得貨幣政策彈性降低。針對此，聖路易聯邦準備銀行總裁 Poole 雖然認為目前 PCE 為較 CPI 適切的物價觀察指標，但他認為此議題並非重大的爭議點，即使以後或者隨著時間的演進，會有比 PCE 更適當的物價指數，屆時 Fed 只須向外界說明更換指標的原因，使外界得以充分了解貨幣政策執行的變化，不僅不會對貨幣政策的執行造成干擾，也會增進貨幣政策的有效性。

五、美國貨幣政策之延續性

葛林斯班與柏南奇兩人間的最大差異之一在於，他們對於美國是否應正式採行通膨目標化架構的看法。葛林斯班十分注意通膨率的發展，致力控制物價水準，但他仍認為公開宣示 Fed 須達成一固定的通貨膨脹率目標會使 Fed 的施政彈性受到相當大的掣肘，例如，一旦發生金融市場危機，或是景氣衰退時，若有通膨目標的限制，Fed 無法立即採取寬鬆性的貨幣政策來抑注市場資金，或激勵經濟活動。

相較之下，學界出身的柏南奇柏南奇早

在進入 Fed 任職之前，即為貨幣政策理論之著名學者，其曾與哈佛大學教授 Frederick Mishkin 著有「通膨目標化的國際經驗」(Inflation Targeting: Lessons from the International Experience) 一書，為通膨目標化架構的積極支持者，亦十分了解通膨目標化架構之利弊得失與相關爭議。當時他即認為 Fed 應及早實施具彈性之通膨目標化架構，才能維持一個長期低通膨的環境，主要因為更具透明化的決策方式可降低市場不確定性，並增加外界對於央行的信任感，進而達成增進經濟成

表 4：Fed 前後任主席之比較

		葛林斯班	柏南奇
異	通膨立場	反對明確的通膨目標	支持通膨目標化架構
	語言風格	隱晦內斂	強化透明度
同	不干預市場 重視經濟分析 不受限於傳統理論		

長的目標。雖然近年來物價情勢均溫和發展，但仍應將追求低通貨膨脹率的貨幣政策目標予以制度化。過去亦有經驗顯示低通膨環境未必得以延續，以 1920 年代後半期的美國及 1980 年代後期的日本為例，當時的 Fed 及日本央行即沒有及時採取因應政策，致產生通貨緊縮（deflation）。正式的通膨目標有助於央行及時調整錯誤政策，並加強外界要求央行及時採取適當因應政策的壓力。

由於 Fed 內部對於通貨膨脹化架構的意見仍相當分歧，面對反對聲浪，柏南奇甫上任應不會一意孤行。柏南奇於提名公聽會中表示，他將持續遵循葛林斯班的政策方針，在致力控制通貨膨脹壓力之目標下，同時促

進充分就業與經濟成長。他並表示，雖然他主張 Fed 應採行通膨目標化架構以增進貨幣政策的透明性，但他不會貿然實施通膨目標化制度，惟有在取得對於採行數量化通膨目標的共識後，才會實施。此外，雖有不少人雖認同通膨目標化架構所具有的潛在效益，但有關選擇一適切的通貨膨脹率目標（或區間）、及目標所適用的時間範圍等技術性問題，尚需相當時間才能達成共識。若 Fed 決定施行通膨目標化架構，除了設定物價年增率範圍外，還必須進行通膨預測、對外發布報告，若未達目標，內部也要有檢討機制，都必須花時間逐步建立。

附 註

(註 1) 見 Friedman (2004)。

(註 2) 見 Levin (2003) 及 Ball, Sheridan (2003)。

(註 3) 1995 年美國 CPI 物價指數成長率約為 2.8%；失業率水準約為 5.6%。

(註 4) 請參見 1996 年 7 月 2 日、3 日 FOMC 會議議事錄。

(註 5) 亦有論者認為（例如聖路易聯邦準備銀行總裁 William Poole）物價穩定係指「低」通膨，而非「零」通膨。

(註 6) 惟採行通膨目標化對消費的影響則與實際情況類似。

(註 7) Bernanke (2000)。

(註 8) 1996 年 7 月 FOMC 會議記錄 p64, p67 及 p72。

參考資料

- Bernanke, Ben S., Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen (2000), "What Happenes When Greenspan is Gone?" *The Asian Wall Street Journal*, January 6.
- Cecchetti, Stephen (2000), "The U.S. Inflation Alphabet: A Primer," *Occasional Essays on Current Policy Issues No. 5*, March 10.
- Dennis, Richard (2005), "Inflation Targeting under Commitment and Discretion," *Federal Reserve Bnak of San Francisco Economic Review*.
- Economist, The (2006), "Monetary Myopia," January 12.
- Friedman, M. Benjamin (2004), "Why the Federal Reserve Should Not Adopt Inflation Targeting," paper presented at the annual meeting of the American Economic Association, January 4.
- Goodfriend, Marvin (2003), "Inflation Targeting in the United States," *NBER Working Paper Series 9981*, September.
- Gramlich, Edward M. (2005), "The Politics of Inflation Targeting," remarks at the Euromoney Inflation Conference, Paris, France, May 26.
- Mishkin, Frederic S. (2004), "Why the Federal Reserve Should Adopt Inflation Targeting," *National Bureau of Economic Research*, January.
- Poole, William (2006), "Inflation Targeting," speech delivered in the Junior Achievement of Arkansas, Inc, February 16.
- Rich, Robert and Charlest Steindel (2005), "A Review of Core Inflation and and Evaluation of Its Measures," *Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 236*, December.
- Rudebusch, Glenn D. and Carl E. Walsh (1998), "U.S. Inflation Targeting: Pro and Con," *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, May 29.
- Santomero, Anthony M. (2004), "Monetary Policy and Inflation Targeting in the United States," *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, October 4.
- Truman, Edwin M. (2003), "Inflation Targeting in the World Economy," *Institute of International Econmics*.
- Wang, Jennifer (2005), "Inflation Targeting," *Region Focus*, Federal Reserve Bank of Richmond.

(本文完稿於民國 95 年 5 月，作者現為本行經濟研究處國際經濟科四等專員)

