

【專題演講】

## 紐西蘭採行通膨目標化之經驗\*

David G. Mayes

### 壹、前言

我演講的目的不是宣傳通膨目標化的好處並說服所有央行採行之，而是說明紐西蘭央行採行通膨目標化所經歷的困難，做為貨幣政策的參考。首先，我將回顧紐西蘭開始採行通膨目標機制的過程，接著談物價穩定

的定義、物價與匯率的關係、物價的預測，以及對貨幣政策的建議，最後談令央行聞之色變的通貨緊縮，並討論資產價格扮演的角色。

### 貳、開始採行通膨目標化的過程

任何制度的改變均須付出巨大的過渡成本，因此惟有當舊制度出現問題，且新制度之效益顯而易見時，才會改弦易轍。紐西蘭在 1984 年新執政黨上台時，動輒達兩位數的高通膨率已持續了約 20 年。紐西蘭央行當時採行貨幣目標化機制，在達成狹義貨幣總計數目標的情況下，卻無法維持物價穩定；同時，經濟結構的巨幅轉變使既有的計量方法不再適用，央行預測未來的能力大打折扣。當官方隔夜拆款利率（Official Cash Rate，OCR）達到 300 % 且劇烈波動時，改變貨幣政策架構勢在必行。

不過，驅使紐西蘭央行於 1990 年開始改採通膨目標化機制的決定性因素，並非一般想像的經深入研究後所得到的最適貨幣政策，主要是因政府的要求。政府推動改革的項目之一，是要求所有的機關訂定明確的目標，並研擬一套是否達成目標的具體評估標準。為此目的，央行總裁與財政部長簽訂「政策目標同意書」（Policy Targets Agreement），其中央行以物價穩定為其目標，將之定義為量化的通膨率範圍。此外，央行並基於透明度與責任歸屬的考量按季提供「貨幣政策報告」（Monetary Policy Statement），便於政

---

\* 本文係芬蘭央行顧問暨倫敦南岸大學經濟學教授 Dr. David G Mayes 於本（94）年 9 月 29 日於央行經濟研究處之演講內容，由經濟研究處國際經濟科黃晶晶專員記錄並做整理。全文係 Dr. Mayes 之個人觀點，不代表央行立場。

府評估其績效。

### 參、物價穩定的定義

物價穩定顯然並非指物價恆常不變；亦非 Dennis Robinson 所說的通膨率減去生產力成長率，因為沒有人希望通膨率是負數。物價穩定的定義有許多種可能性，並沒有單一的答案。

#### 一、紐西蘭通膨目標化的特色

以紐西蘭而言，在政府要求明確目標之下，央行粗略預測未來一年適當的通膨率約為 1%，加、減 1 個百分點為上、下限，於是訂出 0% 到 2% 的目標區間。

紐西蘭央行採行的通膨目標化機制有幾項特色。首先紐西蘭央行明確的以通膨為唯一目標，將其他變數排除在外，認為專注於維持物價穩定，是對產出、成長與就業作正面貢獻的最佳方式。採行初期對於物價穩定的定義較為寬鬆，不限於達成目標區中點，只要一年之內通膨率落在目標區間之內任一點，央行即無須做出政策因應，這點與許多其他通膨目標化國家不同。

此外，紐西蘭的「政策目標同意書」中列有「但書」(caveat)，即在若干情況下容許通膨目標無法達成，包括：政府調整公訂價格（例如調高國宅價格）、調整稅制（例如直接稅改為間接稅）、對外貿易遭受衝擊、天然災害等。因此英國央行總裁 Marvyn King 所謂的矯枉過正的「通膨狂熱者」

(inflation nutter)，並不適於指稱紐西蘭央行。Lars Svensson 在參訪紐西蘭央行之後，即提出「彈性通膨目標化機制」(flexible inflation targeting)。

另一個特色是「通膨目標化機制」與「物價水準目標化機制」(price-level targeting) 並不相同，後者係根據已發生的物價水準做出因應政策；前者則將貨幣政策的操作建立在對未來通膨的預測，一旦預測錯誤則無法更改，亦無法以反向的操作加以抵銷。

#### 二、紐西蘭通膨目標化經歷的困難

紐西蘭央行採行通膨目標化的過程中經歷若干困難。首先，目標的制定原本規劃以 5 年為期間，主要的考量為與總裁的任期一致，較能強調總裁的責任歸屬，並與政府官員的任期錯開，避免政治介入。惟實際執行時，卻面臨每位新任財政部長都要求訂立新的「政策目標同意書」，央行只好修訂目標。1996 年央行首度面對聯合政府，曾有政府代表提議改以主要貿易對手國平均通膨率為目標，幸而未獲支持，否則央行光是預測其他國家的通膨率就無比困難。後來聯合政府改為要求放寬目標區間為 0% 到 3%，目標區中點提高至 1.5%，但缺乏具體的理由。

此外，採行通膨目標化幾年以後，央行

發現通膨率只要落在目標區即可的做法值得商榷。若通膨率已接近目標區邊緣，則無法達成目標的機率大增。1994 年通膨率超出目標區間，央行的理由是政府所預測的經濟成長率過於低估，使央行無法適時緊縮貨幣政策。然而，央行也反省未能對通膨趨勢及早反應的原因，故在 1995 年，央行改為盡量使通膨率接近目標區中點，而非僅在區間之內。同時，央行也根據計量研究結果，將原來預測未來一年通膨率的做法，推遲為 18 個月至 2 年，以符合貨幣政策之遞延效果。

另一個遇到的困難是紐西蘭的消費者物價指數（CPI）原包括房價，而 1994 至 1995 年紐西蘭的物價上漲絕大部分可歸因於房價上漲，因此造成 CPI 大幅波動，這明顯不同於國際一般做法。紐西蘭央行於是在每兩年一度檢視 CPI 時，邀請國際知名專家參與，目的在於結合國際例證，積極說服政府重新定義 CPI，終於在 1998 年將房價摒除於 CPI 之外。

此外值得注意的是，紐西蘭央行從一開始採行通膨目標化機制起，便很清楚「政策目標同意書」規定央行須對整體通膨率（headline inflation）負責，但央行實際的操作是以基礎通膨率（underlying inflation）作為中間目標（intermediate target）。基礎通膨率剔除了能源、季節性食品等波動性較大約 10 % 的項目。

### 三、物價穩定定義的其他選擇

有關物價穩定的定義，尚有其它選擇。美國聯邦準備理事會主席 Alan Greenspan 的觀點很有趣，他認為當人們簽訂薪資契約不須考慮通膨因素時，表示已達成物價穩定。在芬蘭，一個薪資契約通常涵蓋 2 年；紐西蘭的薪資契約則通常涵蓋 3 年。當薪資契約涵蓋期間長達 1 年以上，就顯示這個國家物價相當穩定。

大多數採行通膨目標化機制的央行與紐西蘭央行一樣，以圍繞一中點的區間做為目標。加拿大央行將物價穩定明確定義為「低通膨率」，認為低度通膨的環境有益於經濟運作。歐洲央行的定義為「低於但接近 2 %」。澳洲央行的定義則是「2 % 到 3 % 之間」。

選擇目標須相當謹慎。首先，該目標易為大眾所瞭解，CPI 是大眾所接受的，且是由央行以外的機構所編製公布，故採取接近於 CPI 的目標（例如基礎通膨率），有助於增進央行的透明度及可信度。再者，目標須能直接且適當反映物價穩定，例如基礎通膨率中不應剔除過多項目導致與 CPI 差異（variance）過大。假設當基礎通膨率持續接近 1 %，CPI 卻在 -2 % 與 4 % 之間大幅波動，如此並未達成物價穩定。澳洲央行的基礎通膨率剔除了超過 50 % 的項目，被戲稱為「剔除通膨的通膨率」。

#### 肆、物價穩定與匯率穩定

大家都希望物價與匯率都同時穩定，但兩者往往不可兼得，央行應謹慎取捨，並應預先向大眾解釋。智利、以色列及匈牙利皆曾經歷無法兼顧物價與匯率穩定的狀況。智利央行明確決定放棄匯率穩定，結果問題在數月後獲得緩解。以色列央行不願在物價與匯率穩定之間擇一放棄，導致問題延宕 7 年，期間通膨居高不下，付出相當高的代價。匈牙利央行容忍匯率波動至某一限度後，決定暫時將目標由物價改為匯率，待匯率穩定之後再改回來，因為央行未向外界解釋清楚，結果利率驟升，市場波動加劇。

紐西蘭央行亦曾經歷類似狀況。為便於解釋利率與匯率如何影響未來的物價，進而影響貨幣政策立場，央行嘗試以 IS 曲線將利率與匯率兩者進行加權平均後所得之數值編製為「貨幣情勢指標」（Monetary Condition Indicator, MCI），期能較周全的回應衝擊。央行雖在採用此一指標前花了 6 個月的時間向大眾解釋 MCI 的意義，以及 MCI 僅提供貨幣政策參考，但人們仍誤以為 MCI 是中間目標，造成市場波動加劇。

MCI 雖然失敗，但仍不失為測試市場反應的經驗。紐西蘭央行繼而決定以隔拆利率 OCR 做為單一變數，將之維持於適當水準。結果令央行相當滿意，由於政府資金佔隔拆

市場三分之一以上，故央行控制 OCR 極為容易，進而能有效控制較長期的利率。央行的實際操作目標則是 3 個月期的利率，通常只要央行公布 3 個月期利率目標區間，市場便自動達成該目標，此即所謂的「公告操作」（Open Mouth Operation）。

究竟應選擇物價或匯率才能滿足最適目標方程式，理論面與實務面均未提供一清楚的答案。Lars Svensson 認為應先穩定國內物價，但我認為應該視個別情況而論。對於以出口為重的經濟體而言，其目標方程式中匯率當然佔較重的份量。不過仍須辨別匯率到底是造成衝擊的來源，或只是衝擊的的回應，若是前者則穩定匯率將較具意義。

以紐西蘭而言，匯率波動幅度超過 30 % 者並不少見，令相關產業叫苦連天。但央行考量對外部門因應衝擊的調適能力仍相對較佳，若國內物價出現同等幅度的波動，將產生工資僵固性等一連串棘手的問題，因此兩權相害取其輕，央行仍專注於維持國內物價的穩定。當然外部的衝擊也會影響國內物價，對此央行則保持合理的彈性，例如油價的衝擊屬通膨目標範圍之外，故央行接受油價對國內物價所造成的初步影響，但將設法防止其影響擴大。

## 伍、物價的預測

我先前所討論的目標區間屬短、中期的物價預測，至於長期物價水準的預測，則須針對個別經濟體影響未來物價的重要變數設計模型。其實，影響未來物價最重要的因素莫過於央行的政策。此外，市場對於未來通膨的預期應也是一項重要因素，若市場預期偏離央行目標，則貨幣政策應導正之。歐元

區預測長期物價趨勢的模型 EDGE（European Dynamic General Equilibrium），以及芬蘭的模型 AINO（以芬蘭神話人物命名），兩者皆將未來人口老化、退休金支出所造成的財政負擔列為重要考量。紐西蘭目前使用的模型為 FPS（Forecasting Policy System），未來將研發出一整套的模型。

## 陸、貨幣政策建議

由紐西蘭的經驗，我在此提出幾項對貨幣政策的建議：

- 一、任何貨幣政策若缺乏可信度都將無效。無論央行是否事先做出貨幣政策的承諾，如紐西蘭的「政策目標同意書」；亦不管央行是否擁有憲法所保障的獨立性，可信度係由外界來決定，因此建立可信度的最佳方法就是央行須長期持續的實現其承諾。
- 二、完全透明化並不一定能增進央行的可信度，一旦出現問題，反而可能使外界更容易指責央行，故央行必須適度拿捏透明化的程度，例如對於不確定性的揭露採保守的態度。
- 三、貨幣政策決策者必須對於自己的決定深信不疑，表現才會誠懇，外界才有信心。
- 四、最安全的貨幣政策是仿效過去的成功經

驗，創新的成本與風險都太高，我對此深刻體會，因為紐西蘭是第一個採行通膨目標化的國家，當其他國家開始仿效，表示改革成功，我們才鬆了一口氣。

- 五、貨幣政策最好具有前瞻性，例如通膨目標化機制便注重對未來的預測。當然央行無法事事預知，例如沒有人知道油價會如何，但適度的預測是必要的。
- 六、市場預期是央行的一項重要工具，其效果較其他傳遞機制快速而直接，卻被傳統的模式所忽略。例如：央行若適當穩住（anchor）市場預期，則雖連續調整利率，物價仍能穩定；央行亦可採出乎市場預期（surprise）的措施，以達到效果。
- 七、當一切正常時，央行一動不如一靜，避免引起問題；當面臨衝擊，央行應謹慎

因應，勿延遲；倘若觀察到偏離目標之傾向，央行則應立刻採取積極行動，即

便做過了頭，仍可事後調整。

### 柒、通貨緊縮與資產價格

央行對於通貨緊縮的焦慮似乎遠超過通貨膨脹，事實上，在通貨緊縮之下，雖然可能欠缺利率工具，但即使利率已為零，央行仍能有效運用上述的市場預期工具，及其它的非傳統工具，例如：公告操作、匯率、購買資產、甚至購買股票。我認為通貨緊縮並不如想像中可怕，央行面對通貨緊縮時，並非束手無策，至於日本經濟有其獨特的問題，主要是資源錯置，不能完全怪罪通貨緊縮。

對於資產價格下跌的主要擔憂，在於它可能引發「債務型通貨緊縮」(debt deflation)。央行因應此一問題的方法包括，將資產價格納入目標之中，這是 Charles Goodhart 所主張的，他認為資產價格反映人們對未來價格的預期，因為購買資產的行為通常考慮其長期價格。央行實際的做法可以在原有的「貨幣情勢指標」之外，編製「金融情勢指標」(financial condition index)，涵蓋股票、房地產等資產價格。