

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

NY Fed 「第 41 屆中央銀行研討會」心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：紀元瀚/科長

出國地點：美國(紐約)

出國期間：106.10.14 至 106.10.22

報告日期：107 年 1 月 12 日

目錄

壹、前言.....	3
貳、聯準會官員對當前與未來經濟狀況之論述.....	4
參、影響未來聯準會貨幣政策之關鍵.....	8
肆、結論及心得.....	14

壹、前言

職於 106 年 10 月 14 ~22 日參加美國紐約聯邦準備銀行(Federal Reserve Bank of New York)所舉辦之「第 41 屆中央銀行研討會(the 41st Annual Central Banking Seminar)」，參加成員主要來自各國央行及國際組織代表。此次研討會的議題主軸為「時局變遷下之貨幣政策(Policymaking in a Transitioning World)」，涵蓋內容相當廣泛，除關注主要先進國家貨幣政策之走向及未來面臨的挑戰外，另介紹美國聯邦準備體系之組織與運作、當前美國與全球之經濟展望、非傳統貨幣政策及貨幣政策正常化等。此外，近年貨幣政策與金融穩定之職責分工等議題漸受重視，本次研討會亦加以探討。受邀與會之講者除來自美國紐約聯邦準備銀行外，尚有其他國家央行、金融主管機關、重要國際組織的資深官員，以及經驗豐富之專家學者。而其中，最受人矚目的兩位演講者，分別為紐約聯邦準備銀行總裁同時身兼聯邦公開市場委員會副主席的 William Dudley，以及聯準會理事 Jerome Powell，原因在於兩者對於美國聯準會之貨幣政策均握有投票權，而後者已於 106 年 11 月 2 日由美國總統川普正式提名為下任聯準會 (Fed) 主席人選。

貳、聯準會官員對當前與未來經濟狀況之論述

一、紐約聯邦準備銀行總裁William Dudley的演講主題為「貨幣政策的挑戰(Monetary Policy Challenges)」。

1. Dudley 提出未來美國貨幣政策可能面臨的三個挑戰，分別為(1) 聯準會的升息步調。Dudley 認為目前美國經濟狀況良好，勞動市場偏緊且金融市場相對穩定，受惠於資產價格的攀升，美國民眾的所得與消費信心均獲得提升，有利於聯準會漸進升息的貨幣政策，但渠特別強調，通膨因素以及財政政策的不確定性，將使得聯準會的升息步調非常審慎。(2) 通膨遲未達標。Dudley 表示美國經濟穩定增長，但通膨仍舊低於聯準會設定的 2%目標，令他感到驚訝。惟渠認為通膨的問題，可能肇因於經濟結構面的改變。例如當前線上購物愈來愈普及，消費者比價能力提升，導致物價上漲不易。但隨著就業市場趨緊及薪資的增長，中長期而言通膨仍會回升至聯準會的目標值。(3) 聯邦準備銀行資產負債表的正常化。Dudley 相當誠實的表示，聯準會內部對於資產負債表正常化雖有相當深入的討論，也針對不同情境進行模擬。但由於內外變數仍多，因此，縮表對於貨幣政策與長期利率的影響，仍存在相當高的不確定性。
2. 對於未來聯準會主席的更替，Dudley 認為對市場的影響

響並不會太大，原因有二：(1)聯準會貨幣政策的形成與決定，是由聯邦公開市場委員會所主導，非僅由主席一人可決定。(2)根據美國國會所通過的聯邦銀行法(the Federal Reserve Act)，聯準會對於貨幣政策的擬定有其既定之原則與必須肩負的目標責任，包括充分就業、穩定物價與適當的長期利率水準等。因此，新任聯準會主席仍須依循上述的原則與目標責任，作為貨幣政策的執行方向。

3. 對於前任聯準會主席 Bernanke 建議，當市場利率偏低並接近於零時(zero-lower bound (ZLB))，聯準會應以「暫時性(提高)通膨目標(temporary-price-level targeting)」作為因應對策，並允許通膨超過目標值一段期間。針對此項建議，Dudley 提出其質疑包括(1)若多次改變通膨目標，可能導致通貨膨脹預期的失控，同時有損大眾對聯準會控制通膨決心的信任。(2) Bernanke 所提出的政策框架尚有另一挑戰，即在於如何讓通膨超過目標值一段期間後，以升息的方式，順利且漸進地讓通膨降溫，回落至目標區間。但另一方面，渠亦表示贊成聯準會每隔一段時間(如 5 至 10 年)，重新檢視通膨目標水準的有效性，若發現經濟現況與條件已大幅更迭，即應適切修正通膨目標水準，以符合當時貨幣政策的需要。

4. Dudley 演講中也針對貨幣政策的”有效性”，尤其是對於短期利率的影響(聯準會自 2015 年底至今已升息五次，但市場短期利率依然偏低)，以及兩者間之關聯性，感到疑惑，並認為聯準會應針對相關議題做更進一步的探討與研究。
5. Dudley 對於聯準會的獨立性感到憂慮，渠並表示美國國會對於聯準會透明度的質疑，並藉由相關議題”試圖”影響貨幣政策的行為，已逐漸侵蝕聯準會的獨立性。渠更進一步指出，這樣的發展趨勢，將直接影響貨幣政策的有效性。
6. Dudley 在演講中也約略提到政府贊助機構改革(GSEs reform)的議題，並認為目前尚有太多的問題等待釐清，例如：政府在這中間應該扮演何種角色、須涉入多深、如何將改革自政治紛擾中隔離等。換言之，渠認為政府贊助機構的改革，非屬急迫性，且改革的時程恐需時頗長。
7. 過去五年美國失業率已從 8.2%一路下滑至 4.1%，但通膨卻未見起色，仍持續低於聯準會所設定的 2%目標值。因此，過度平坦的菲力普曲線，已使得許多經濟學家甚至部分聯準會官員對於就業與通膨的二維關係產生疑惑。但 Dudley 表示，菲力普曲線在製造業端或有失靈與極待補強之處，但對當前之經濟現況仍具有一定

之解釋能力，尤其是服務業之部分。

二、新任聯準會主席Jerome Powell的演講主題為「時代變遷下之金融創新 (Financial Innovation: A World in Transition)」。

1. Powell 提到，伴隨科技的演進，金融機構已能快速、便捷且大量地提供顧客金融交易的服務，然而，其前提應該是在無損於資料安全性、客戶隱私及顧客權益保護等條件下進行，金融主管機關也應肩負起相對應的監督之責。
2. 為了因應支付清算技術的演進，聯準會已召集產官學界組成了兩個工作小組：快速支付小組 (Faster Payments Task Force) 與安全支付小組 (Secure Payments Task Force)。前者的工作重點，主要著重在根據工作小組事前規劃出的 36 個作業要點，找出並評估更快捷的支付模式，其使用工具，除傳統金融商品外，亦包含了數位貨幣等新科技，其重點不在於採用何種特定技術或模式，而是極盡所能地找出創新的想法與作法。在這當中，聯準會也將試著定位出政府部門或其自身所能擔負扮演的角色，包括是否由聯準會擔當中央支付清算的平台等提議。
安全支付小組所肩負的任務，則是扮演資安教育，以

及協助金融業提升資安與風險控管的能力。此外，聯準會將於今年針對支付安全的漏洞與相關議題進行更深入的專案研究，並由安全支付小組籌組專責單位，針對特定支付安全漏洞找出對策，以降低成本及發生的可能性。

參、影響未來聯準會貨幣政策之關鍵

當美國聯準會主席Yellen誠實地說出：她不知道通膨持續偏低的真實原因為何時，著實令人感到震撼。畢竟，若連美國聯準會都無法精準掌握美國通膨的變化及其原由，我相信應該也沒有多少機構敢自稱對美國通膨有更好的掌握度。但吾人須知，通膨是除了就業、經濟成長外，美國聯準會貨幣政策最重要的立論依據之一，缺少了對它的掌握，美國貨幣政策的趨向與決斷將增添難度。

事實上，影響聯準會未來貨幣政策趨向的因素，除了外在的經濟與金融情勢，也包括了內在的人事因素。聯準會主席Yellen的任期將於今年2月終止，同時她也已經宣告裸退不續任理事；紐約聯邦準備銀行總裁同時身兼聯邦公開市場委員會副主席的William Dudley也表示將退休跟進；至於任期至今年6月才屆滿

的聯準會副主席 Stanley Fischer，則早已選在去年10月提前引退。換言之，聯準會「三巨頭」(主席、副主席及紐約聯邦準備銀行總裁)將全數換上新面孔。新人是否會有新政?似乎可藉由觀察接任者過往的經歷、背景與公開發表的言論或著述而得到部分解答。

一、新任聯準會主席 Jerome Powell

64 歲共和黨籍，取得普林斯頓大學政治學士及喬治城大學法律博士，曾執業律師，於美國前總統老布希時代擔任財政部次長，後加入私募股權投資公司凱雷集團(The Carlyle Group)並成為合夥人，在出任聯準會理事前，於華盛頓智庫 Bipartisan Policy Center 擔任訪問學者。我們可由以下幾個面向，觀察 Jerome Powell 這位新任主席：

1. Powell 是在 2012 年 5 月由民主黨籍總統 Obama 提名出任聯準會理事，雖然 Obama 提名共和黨籍的 Powell 是出於妥協(為使民主黨籍的 Jeremy C. Stein 順利獲得提名擔任理事)，但 Powell 的出線，也源自於其本身人格特質：善於溝通協調，無外顯且強烈的貨幣政策主張。這也印證於其過去在聯準會任職期間，總計 40 餘次會議均未投過反對票，或許我們可以大膽的推論，Powell 將延續 Yellen 的貨幣政策主張，緩步升息及漸進式的 QE 退場機制。

2. 法律及華爾街的金融背景，將使得 Powell 在金融法規與監管上有較多的發揮空間，而非嚴肅的貨幣政策與經濟議題的爭辯。因此，從另一角度觀之，未來副主席及紐約聯邦準備銀行總裁的接任人選，或將對貨幣政策有更大的影響力與話語權，值得我們深入觀察。
3. 此外，分析 Powell 過去的演講內容可得出以下幾點結論。
 - (1) 支持貨幣政策回歸常軌。渠認為依目前美國經濟穩定發展與低失業率的狀態，貨幣政策應該回歸常軌(亦即應該升息，而非維持低利率)，同時也對資產負債表正常化深具信心。
 - (2) Powell 與多數聯準會官員的看法一致，認為當前低通膨現象為待解謎題，部分原因可歸諸於暫時性因素，但仍須密切注意後續發展，並表示在勞動市場緊俏下，2%的通膨目標終將達成。
 - (3) Powell 並未明確說出其中性利率水準的估計值，僅表示當利率達到長期中性利率水準時，便是升息循環結束的時候。此外，由於 Powell 認為無加速通貨膨脹失業率（non-accelerating inflation rate of unemployment；NAIRU）有很高的不確定性，因此，同樣也對 NAIRU 的估計值未明確說出心

中的理想值。

- (4) 支持金融監管效率的提升而非去監管化。渠認為金融監理當然有其必要，但必須考量對市場的影響及公平性，更多的監管措施並非所有問題的解答。同時也更進一步闡明，應評估是否可在不影響安全與穩健的前提下，簡化監理規範且降低不必要的監理負擔。

二、副主席熱門人選：Larry Lindsey

64 歲共和黨籍，取得哈佛大學經濟學博士，曾是美國前總統雷根的經濟顧問，並在 1991 年底至 1997 年初擔任 Fed 理事。2001 年至 2002 年在小布希時代擔任白宮國家經濟委員會（National Economic Council；NEC）主席，且於小布希 1.35 兆美元減稅計畫中扮演重要角色。Lindsey 目前是經濟顧問公司 The Lindsey Group 執行長兼總裁。我們可由以下幾個面向，觀察 Larry Lindsey 這位副主席熱門人選：

1. 美國企業研究院(American Enterprise Institute；AEI) 成立於1943年，旨在資助與美國經濟政策相關的研究，同時也為政府部門提供政策諮詢與分析報告。基本上，AEI是一新保守派的美國智庫，與共和黨有很深的淵源。在小布希總統執政期間，AEI更是主導了許多公

共政策的制定，該機構的許多專家與學者也都是過去老布希政府時代的優秀人士或是當時的政務官。Lindsey在1997年至2001年曾是AEI的常駐學者，從而也為他建立了與共和黨的人脈。

2. Lindsey 在共和黨執政時期一直是稅務相關的重要智囊與諮詢對象，例如在雷根政府時期，Lindsey 即擔任經濟顧問委員會（Council of Economic Advisers；CEA）資深經濟顧問，為時任美國總統的雷根提供稅政相關的政策諮詢。而在老布希與小布希主政時，同樣參與了當時重要的稅務改革計畫，更在後者 1.35 兆美元減稅計畫中扮演重要的角色。這樣的經歷與背景，正是川普目前執行政策所需的財經人才，而 Lindsey 經濟學博士的頭銜，也補足了 Powell 以法學見長的不足。
3. Lindsey 在 1996 年擔任聯準會理事時，曾對當時的聯準會主席 Greenspan 提出股市即將發生泡沫的警示（雖然其後並未立即發生，但 Lindsey 的預言也確實在 2000 年 3 月發生了），渠認為聯準會有職責防止股市泡沫的發生，並認為股市崩盤將遭致長遠而嚴重的後果，一如美國 1920 年代的股災，以及日本 1980 年的股市泡沫。"the Federal Reserve had an obligation to prevent the stock market bubble from growing out of

control. He argued that "the long term costs of a bubble to the economy and society are potentially great.... As in the United States in the late 1920s and Japan in the late 1980s, the case for a central bank ultimately to burst that bubble becomes overwhelming. I think it is far better that we do so while the bubble still resembles surface froth and before the bubble carries the economy to stratospheric heights."

由以上的言論與背景可知，若 Lindsey 加入聯準會成為副主席，當前美國證券市場的發展與榮枯，將會是 Lindsey 未來在辯證聯準會貨幣政策時相當關鍵的要素之一。

結論及心得

聯準會主席 Yellen 在去年 9 月 26 日於全美企業經濟協會 (National Association of Business Economics ; NABE) 發表演講時曾提到，渠對於當前美國通膨偏低的疑惑與不解，若與 Dudley 在本次研討會之演講內容相對照，可明顯的發現，隨著經濟結構的複雜化，聯準會內部對於若干經濟數據的掌控，已出現力有未逮的窘境。而這樣的變化，亦提醒了我們，未來對於經濟數據的判讀，須與時俱進，新科技與新經濟的範疇將更深層次的影響當前的經濟運作。此外，我們也可大膽的推測，既然對於經濟數據的掌握有著相當大的不確定性，除非金融市場出現明顯過熱的跡象，否則聯準會的升息步調將相當審慎與緩慢。

Dudley 在演講中曾提到美國國會對聯準會透明度的質疑，若以此推論，則未來美國國會與聯準會之互動或將增加，美國聯準會對於當前與未來經濟現況的論述也可能更透明化。

對照新任聯準會主席 Powell 的演講內容，我們不難發現，未來聯準會將會投入更多資源，在數位金融與新科技的支付清算平台發展與監管上。而這樣的發展趨勢，也確實值得各國央行借鏡與學習。