

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)

**參加 SEACEN Centre 「貨幣政策策略與操作」  
(Monetary Policy Strategies and Monetary  
Operations)**

**研習課程出國報告**

服務機關：中央銀行

姓名職稱：連欣儀/四等專員

派赴國家：柬埔寨/暹粒

出國期間：108 年 10 月 26 日至 11 月 2 日

報告日期：109 年 1 月

## 目 錄

壹、前言 .....	1
貳、Fed 正式設立 2%通膨目標之緣由 .....	3
一、1990 年代起先進經濟體多以 2%為通膨目標值或區間中值 .....	3
二、2010 年代 Fed 設定 2%通膨目標，並稱具有「對稱」特性 .....	5
參、美國通膨走勢低緩，通膨目標之對稱特性遭質疑 .....	8
一、美國通膨長期低於 2%水準 .....	8
二、Fed 之通膨目標是否確實具對稱性受到質疑 .....	12
肆、Fed 進行貨幣政策相關檢討，通膨目標為檢討重點 .....	14
一、低利率恐導致降息抗衰退的政策空間縮小 .....	14
二、Fed 進行貨幣政策架構檢視，檢討 2%通膨目標之妥適性 .....	15
三、調整通膨目標的可能方法 .....	16
四、Fed 偏向考慮採用彌補策略，允許通膨率可超出目標 .....	20
伍、結論與建議 .....	21
一、貨幣政策架構、操作策略與工具之重新檢視似成為趨勢 .....	22
二、主要央行之貨幣政策架構及策略之檢討經驗可作為參考 .....	23
三、定期檢視機制或有助增進貨幣政策妥適性 .....	23
參考文獻 .....	24

## 壹、前言

職奉派於 2019 年 10 月 26 日至 11 月 2 日參加 SEACEN Centre 舉辦之「貨幣政策策略與操作」(Monetary Policy Strategies and Monetary Operations)訓練課程，為期 5 日，學員分別來自 12 個不同國家之央行。課程內容涵蓋央行貨幣政策架構、傳遞機制與政策工具概述及趨勢分析，以及流動性管理及外匯操作等實務經驗分享。其中，授課者談及央行貨幣政策傳遞管道的發展已更為多元，且會彼此影響，許多央行的貨幣政策架構與政策工具在過去數十年亦已產生重大變化。

隨經濟發展及金融工具之變化，貨幣傳遞機制已由單向傳遞轉為綿密網絡型態，除反映當前經濟金融之快速變化，亦為近年央行肩負職責與其政策影響力提高之證據。而在當前低利率環境，通膨率長期偏低下，可能拉低民眾的通膨預期，使利率持續位在低檔，致央行用以激勵經濟的降息空間不足，貨幣政策執行效率與效果恐受影響。主要經濟體央行如美國聯準會 (Fed) 及歐洲央行 (ECB) 等，為因應此現象，並確保其可用工具係充足與適當，於近期紛紛檢視貨幣政策架構或操作策略內容，以確保其妥適性。

貨幣政策架構之檢視，係近期主要央行的重大措施。美國 Fed 於 2012 年時設立通膨目標，為其貨幣政策架構之重要變化，之後雖於每年初發布長期政策聲明，卻沒有明訂貨幣政策架構定期檢視機制。Fed 於 2018 年 11 月宣布進行廣泛性的檢討，影響重大，尤其通膨目標是否調整及如何調整，對未來貨幣政策策略擬定與執行有效性具有關鍵影響，亦為全球所關注，因此，本報告擬以此為主題，先由 Fed 設定通膨目標的背景

與過程談起，再分析美國通膨走勢長期低緩，大多低於通膨目標，成因雖仍未明，但已引發對現行通膨目標合適性的質疑，加以目前的低利率水準，讓 Fed 採取降息激勵經濟的空間已較以往大幅減少，因此成為推動 Fed 進行貨幣政策架構檢視的重要原因。接著，在介紹 Fed 進行貨幣政策架構、操作策略及工具的檢視方式後，將就專家學者及 Fed 官員針對 2%通膨目標提出之調整方案，以及 Fed 可能偏好的調整方式加以說明，最後就 Fed 的貨幣政策架構檢視經驗，結合其他主要經濟體央行的相關做法，提出結論與建議。

## 貳、Fed 正式設立 2%通膨目標之緣由

1990 年代，許多先進經濟體央行紛紛仿效紐西蘭訂立 2% 通膨目標，或以 2% 為中值之通膨目標區間，美國 Fed 亦於 2012 年正式設立 2% 通膨目標，並表示該目標係具有對稱特性，不論通膨率高於或低於目標值一段時間，Fed 之關注程度均相同。

### 一、1990 年代起先進經濟體多以 2% 為通膨目標值或區間中值

Fed 並非第一個設定 2% 通膨目標的主要央行，1990 年 2 月「紐西蘭央行法」(Reserve Bank of New Zealand Act 1989) 正式生效，讓紐西蘭央行成為全球第一個以通膨目標化機制 (Inflation Targeting) 作為貨幣政策架構之央行，當時該行通膨目標設定為 0%~2%，主要係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%，並加、減 1 個百分點為上、下限，於是訂出 0%~2% 的目標區間<sup>1</sup>。經多年來逐步修正後，目前中期通膨目標區間是 1%~3%，中值為 2% (見表 1)。

表 1 紐西蘭央行設定通膨目標概況

	1990 年代早期 及中期	1990 年代晚期 及 2000 年	2010 年代
通膨目標定 義	初始：0%~2% 1996 年：0%~3%	2002 年：1%~3%	2012 年：1%~3%， 聚焦在目標中值 2%

資料來源：McDermott and Williams (2018)

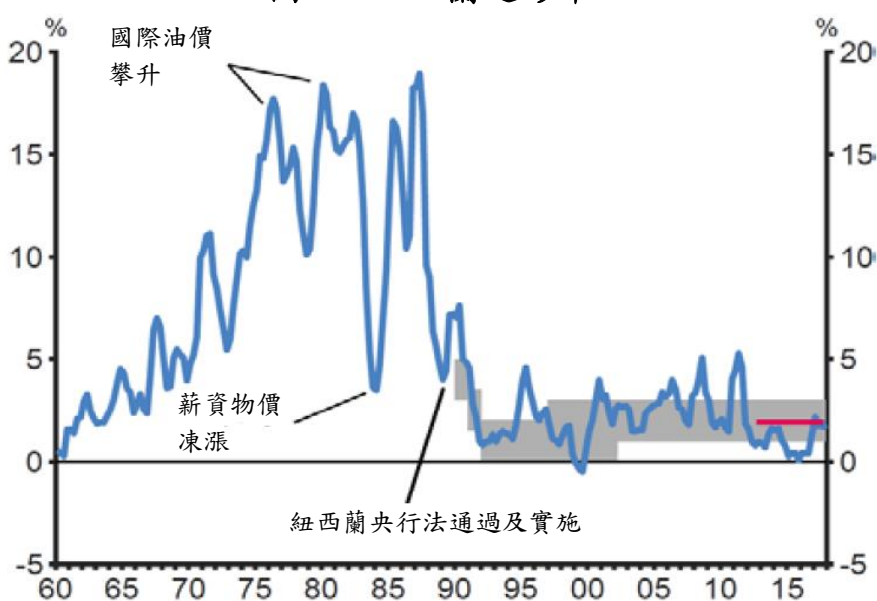
有一說認為，紐西蘭當時選擇設定通膨目標為 2%，係因官員的臨時發言而來。1988 年 4 月 1 日時任紐西蘭財政部長的 Roger Douglas 接

<sup>1</sup> Mayes (2005)。

受媒體專訪時，為避免紐西蘭民眾誤認央行安於高通膨率，因此不假思索地表示，通膨目標應訂在 0%~1%。1989 年底擔任央行總裁的 Don Brash 與財政部長的 David Caygill（任期自 1988 年 12 月 4 日至 1990 年 11 月 2 日），以 Douglas 脫口而出的數字為出發點，加以思索妥適的通膨率目標；彼等認為，應略為擴大通膨目標的範圍，以利貨幣政策保持彈性；因此，紐西蘭最初將通膨目標訂於 0%~2%。

雖然 2%通膨目標的由來未有明確答案，惟紐西蘭央行採用通膨目標化機制，將通膨率由 1970~1980 年代的雙位數降至 1991 年底之 2% 的成功經驗（見圖 1），促使許多先進經濟體央行在 1990 年代紛紛跟進，仿效紐西蘭直接改採通膨目標化機制（如加拿大、英國、瑞典、澳洲、日本等央行），抑或採納該機制的重要元素（如 ECB、瑞士央行、Fed），訂立 2%通膨目標，或以 2%為中值之通膨區間（見表 2）。

圖 1 紐西蘭通膨率



註：灰色陰影為通膨目標區間。通膨目標化機制實施初期，曾暫時設置過渡期通膨目標（1990 年為 3%~5%；1991 年為 1.5%~3.5%）。  
資料來源：McDermott and Williams (2018)

表 2 主要經濟體央行設定通膨目標概況

央行	首次設定通膨目標時間	目前通膨目標
紐西蘭央行	1990 年 3 月	2% 為中值
加拿大央行	1991 年 2 月	1%~3% 區間，中值為 2%
英國央行	1992 年 10 月	2%
瑞典央行	1993 年 1 月	2%
澳洲央行	1993 年 3 月	整個景氣循環內平均值 2%~3%
歐洲央行	1999 年 1 月	低於但接近 2%
瑞士央行	2000 年 1 月	低於 2%
美國聯準會	2012 年 1 月	2%
日本央行	2012 年 2 月	2%

資料來源：各國官方資料

先進經濟體央行將通膨目標設在 2% 之原因，除參酌紐西蘭央行的成功經驗外，主要考量在於，若通膨過高會造成所得重分配等經濟扭曲現象，影響投資及消費行為，不利社會安定及長期經濟發展；而通膨過低除容易陷入通縮外，在景氣衰退之際，物價下跌將使實質工資提高，影響廠商僱用意願，惡化就業市場，再者，低通膨通常對應低利率環境，當利率非常低時，由於央行無法將利率降至零以下，可能面臨零利率底限（zero interest rate bound）問題，限制其因應經濟衰退之政策空間<sup>2</sup>。

## 二、2010 年代 Fed 設定 2% 通膨目標，並稱具有「對稱」特性

美國 Fed 在 2012 年之前，並沒有正式設立通膨目標。Alan Greenspan 擔任 Fed 主席時期（1987 年 8 月至 2006 年 1 月），雖十分注意通膨率走勢，致力控制物價水準，惟不希望針對通膨率設立一數量化的目標，而

<sup>2</sup> Billi and Kahn (2008)。

較傾向以觀念來定義物價穩定。Greenspan 認為，物價穩定的環境就是，通膨率在一段時間能維持在較低水準，使得廠商及個人作經濟決策時無須考量物價的變化因素；他並表示，若通膨率可被適切的衡量，則最適水準應為 0%。然而，St. Louis Fed 總裁 James Bullard 則表示，1995 年時，美國的通膨率及通膨預期均大致持穩在 2% 左右，似乎當時即已有隱性的 2% 通膨目標<sup>3</sup>。

2006 年 2 月 Ben Bernanke 就任 Fed 主席後，Fed 於 2012 年 1 月公布「長期目標與貨幣政策架構聲明」，正式設定通膨目標，認為個人消費支出（personal consumption expenditures, PCE）物價指數年增率長期達 2% 水準，係與其維持物價穩定之法定目標最為一致，相較之下，對充分就業並未設定量化目標，主要係考量影響就業市場達到最大化水準的因素可能隨時間改變或無法直接衡量。

此外，Fed 在「長期目標與貨幣政策架構聲明」亦解釋了宣布通膨目標的重要性，認為如此將有助於保持長期通膨預期穩固地被制約（firmly anchored）。通膨預期的重要性在於，其係決定實際通膨的重要因素，企業及家計單位做經濟決策（例如工資契約協商或企業定價決策）時，會將預期的通膨率納入考慮，而這些決策將反過來影響實際的物價上漲速度。因此，宣布通膨目標並維持該目標的可信度，有助 Fed 管理大眾對通膨的預期，達成維持物價穩定的任務<sup>4</sup>。

---

<sup>3</sup> 方耀 (2006) 、Bullard (2018)。

<sup>4</sup> 取自 Fed 網站。



在正式設立 2%通膨目標後，Fed 進一步確認該目標「具對稱性」(symmetric)。2014 年 10 月貨幣政策會議之議事錄摘要記載，Fed 曾於會中討論是否該對「長期目標與貨幣政策架構聲明」內容進行修正，並指出與會者普遍認為，不論通膨率略高或略低於 2%目標，代價同樣昂貴。2016 年初，Fed 修訂「長期目標與貨幣政策架構聲明」，明確將其通膨目標定義為「對稱的」通膨目標，亦即若通膨率持續高於或低於目標值，均同樣受到 Fed 關注。因此，Fed 的通膨目標係具有「對稱」之重要特性。

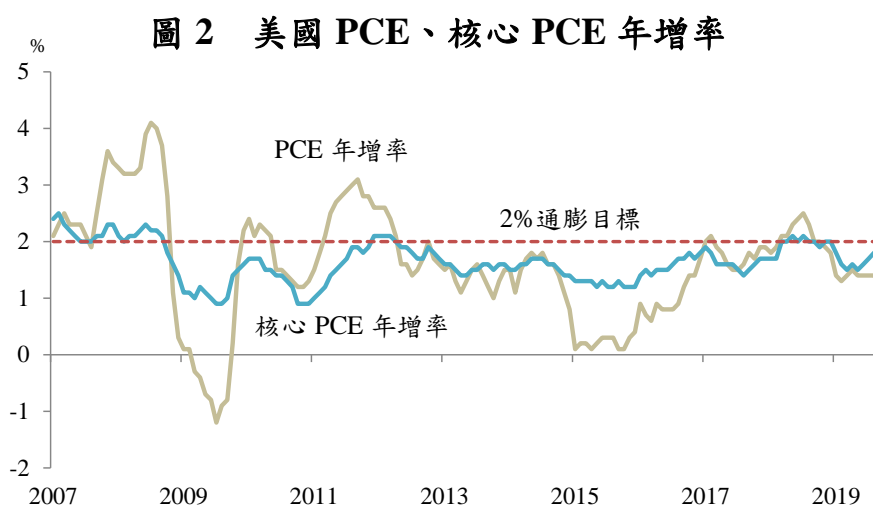
## 參、美國通膨走勢低緩，通膨目標之對稱特性遭質疑

近 20 年來，美國通膨率平均值低於 2%，全球金融危機爆發後，即使就業市場在 Fed 降息並實施量化寬鬆措施激勵經濟下，於 2012 年起呈現穩健復甦，惟通膨率仍低緩，專家學者試圖對此現象提出解釋，而通膨低緩現象亦使 Fed 通膨目標是否具對稱性受到質疑。

### 一、美國通膨長期低於 2% 水準

2008 年全球金融危機爆發後，Fed 將聯邦資金利率目標降至接近零之水準，並實施量化寬鬆及前瞻性指引等非傳統貨幣政策措施，有效促使經濟逐漸回溫，就業市場亦自 2012 年起明顯復甦，失業率由高峰值 10% 逐漸下降，不僅已回落至金融危機前水準，甚至進一步降至 50 年來低點，惟通膨率仍持續低於 Fed 所訂定之 2% 目標（見圖 2）。

美國近 5 年 PCE 及核心 PCE 年增率之平均值分別為 1.3% 及 1.6%，明顯低於 2%，即使以 10 年、15 年及 20 年等長期年平均值得觀察，亦均未達 2%（見圖 2、表 3）。



註：Fed 設立之 2% 通膨目標，主要係以個人消費支出（personal consumption expenditures, PCE）物價指數年增率衡量。

資料來源：美國商務部

表 3 美國 PCE、核心 PCE 年增率平均值

	期間	PCE 年增率平均值	核心 PCE 年增率平均值
近 5 年	2014~2018	1.32%	1.62%
近 10 年	2009~2018	1.41%	1.56%
近 15 年	2004~2018	1.84%	1.75%
近 20 年	1999~2018	1.84%	1.71%

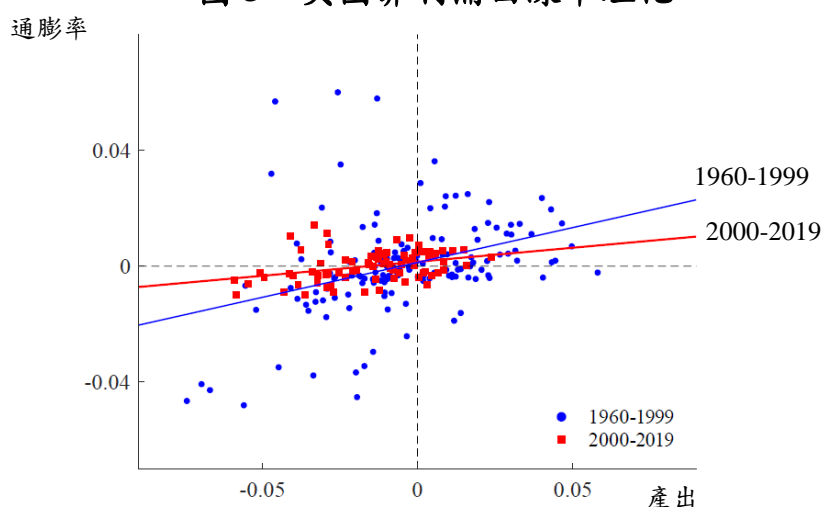
資料來源：美國商務部

對此現象，Fed 官員尚無法給予明確答案，惟專家學者提出各種不同解釋，主要包括：

(一) 結構性因素

Jorgensen and Lansing (2019)研究顯示，近數十年來，美國通膨與就業之間的動態關係已產生變化，短期菲利普斯曲線似已趨於平坦（見圖 3）。即使失業率大幅下降，卻無法藉由工資成長來推升通膨，學者提出的可能原因包括勞動參與率位於低檔，以及所得不均現象惡化等因素，使整體薪資成長受到壓抑。

圖 3 美國菲利普曲線平坦化

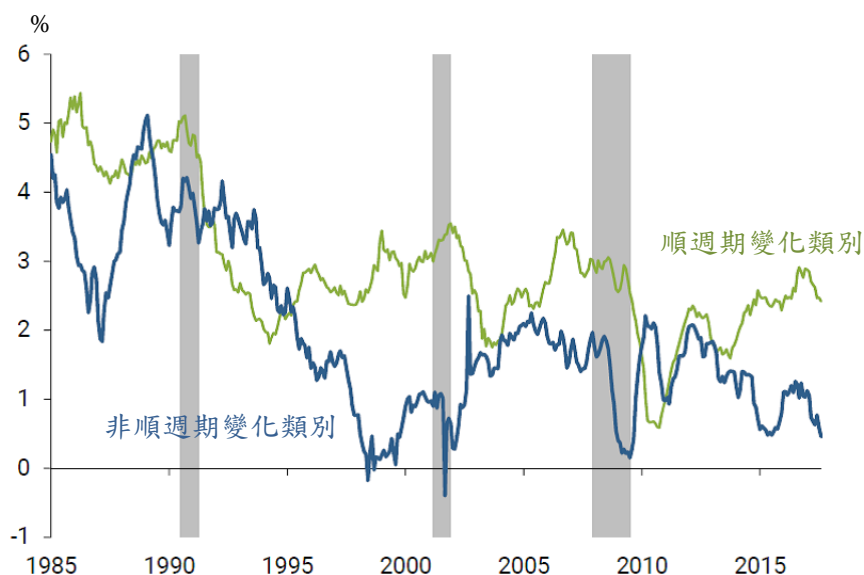


資料來源：Jorgensen and Lansing (2019)

## （二）特定產業因素

St. Louis Fed 研究則認為<sup>5</sup>，若進一步分析美國通膨指標之組成項，可發現通膨率低迷可能係由特定因素造成。若將 PCE 指數中各類支出依據是否順應經濟週期變化分類，剖析通膨變化，則隨著經濟狀況改善及勞動市場趨緊，屬於順應週期變化類別之通膨率已穩步回升至衰退前的水準，非順應週期變化類別之通膨率則呈下降趨勢，其中主要係因占比最高的醫療保健服務類通膨率持續下滑所拖累（見圖 4）。

圖 4 順週期變化及非順週期變化類別之核心 PCE 年增率

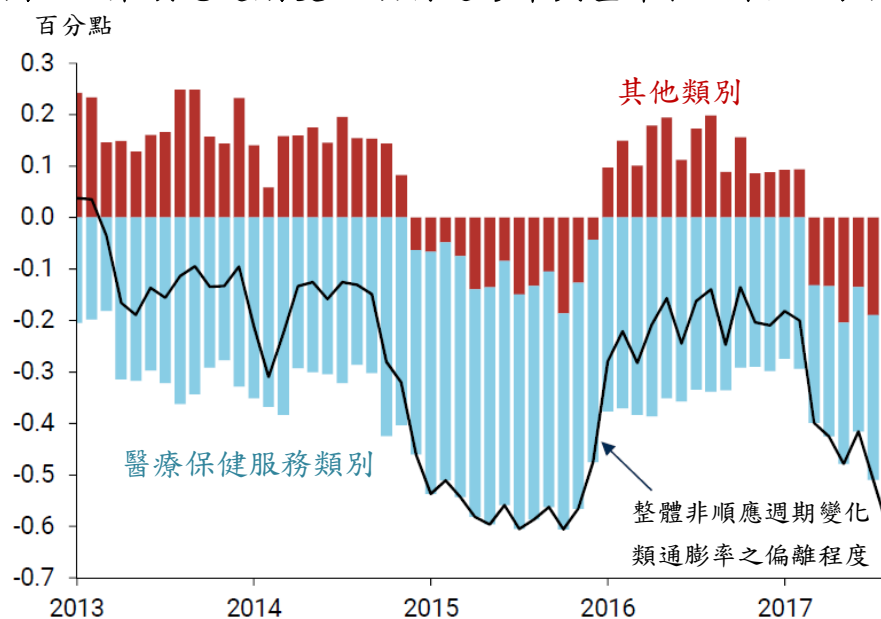


資料來源: Mahedy and Sharpiro (2017)

在 2000 年代中期，醫療保健服務類通膨率平均值約 3.5%，惟 2012 年至 2017 年之平均值僅約 1.1%。相較之下，其他非順應週期變化類別之通膨率則大致接近衰退前水準（見圖 5）。換言之，若將醫療保健服務類排除，則以核心 PCE 衡量之通膨率在經濟衰退後的大部分時間大致在略高於 2% 的水準移動。

<sup>5</sup> Mahedy and Sharpiro (2017)。

圖 5 非順應週期變化類別通膨率與基準值比較之偏離情形



註:黑色線表示非順應週期變化類之通膨率與基準值(2002年至2007年平均值)比較之偏離程度,柱狀圖代表該類別通膨率之加權貢獻與基準值比較之偏離程度。

資料來源: Mahedy and Sharp (2017)

### (三) Fed 官員之政策偏向所致

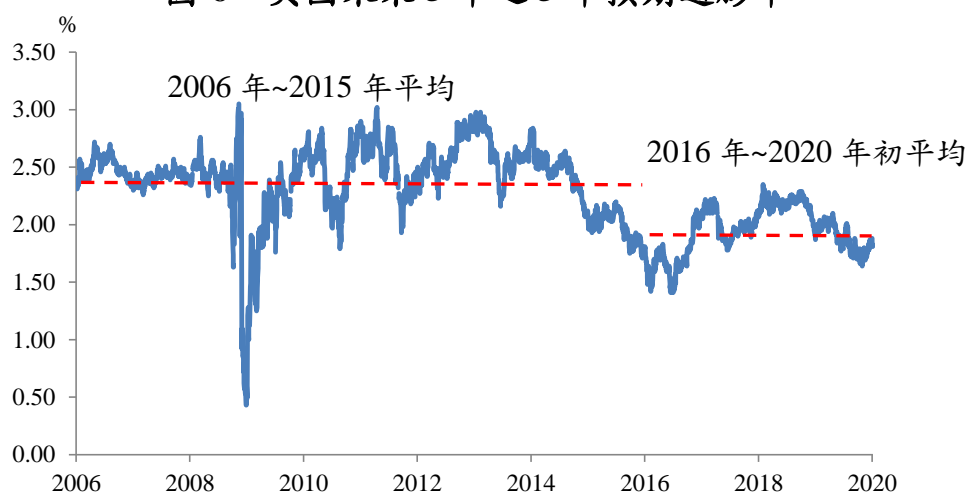
另有部分學者認為, Fed 或許是導致長期通膨趨於溫和的主要原因。喬治梅森大學資深研究人員 David Beckworth 針對 Fed 官員做調查, 顯示多數係將 2% 認定為上限值, 而其看法可能進而影響貨幣政策的執行, 因此認為通膨長期低於 2%, 更多係肇因於 Fed 政策, 而非經濟情勢的變化<sup>6</sup>。

美國通膨率長年低緩的形成原因仍是個謎, 確切答案不易在短期內找到, 然而, 此現象根深蒂固恐帶來其他風險。通膨率長期偏低, 可能會透過降低人們的通膨預期, 進一步使名目利率降低, 並縮小 Fed 降息

<sup>6</sup> Derby, Michael S. (2019)。

空間，且通膨率與名目利率可能會出現螺旋式下降，進而陷入通縮之風險<sup>7</sup>。觀察 St. Louis Fed 編製之「未來 5 年之 5 年預期通膨率」變化可見，預期通膨率在 2016 年降至全球金融危機以來最低，之後大多時間位在 2% 以下，2016 年至今的平均值由 2006 年~2015 年的 2.4% 降至 1.9%，(見圖 6)。

圖 6 美國未來 5 年之 5 年預期通膨率



資料來源：St. Louis Fed

## 二、Fed 之通膨目標是否確實具對稱性受到質疑

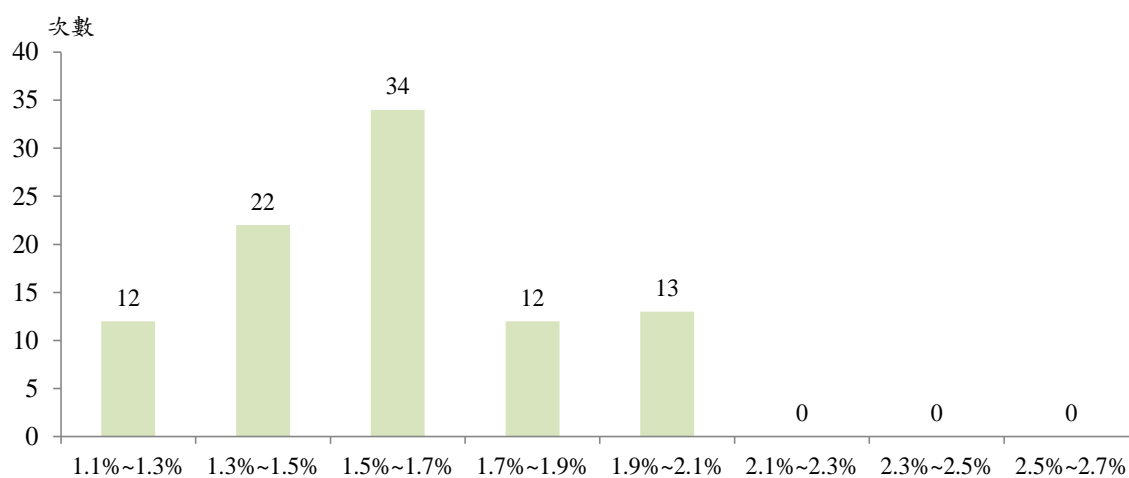
Fed 官方聲明雖表示其通膨目標具有對稱特性，但外界，甚至部分 Fed 官員對通膨目標是否確實存在對稱性提出質疑。例如，一項針對 Fed 官員所做的預測調查顯示，多數係將 2% 認定為上限值；Minneapolis Fed 總裁 Neel Kashkari 則多次表示，不論 Fed 對通膨目標之言論為何，其在通膨率低於目標時仍升息之舉動，釋出的訊息偏向認定 2% 係不可打破的上限值<sup>8</sup>。

<sup>7</sup> Brainard (2019a)。

<sup>8</sup> Derby, Michael S. (2019)。

回顧自 2% 通膨目標設立以來，每月 PCE 年增率的落點分布，可發現其明顯偏向低於 2% 的一邊，而非均衡分布在 2% 上下之區間(見圖 7)，此現象似乎印證 2% 的通膨目標實際上似乎更像是上限值，而非 Fed 所稱的具有對稱特性。

圖 7 2012 年以來美國核心 PCE 年增率之分布



資料來源：美國商務部

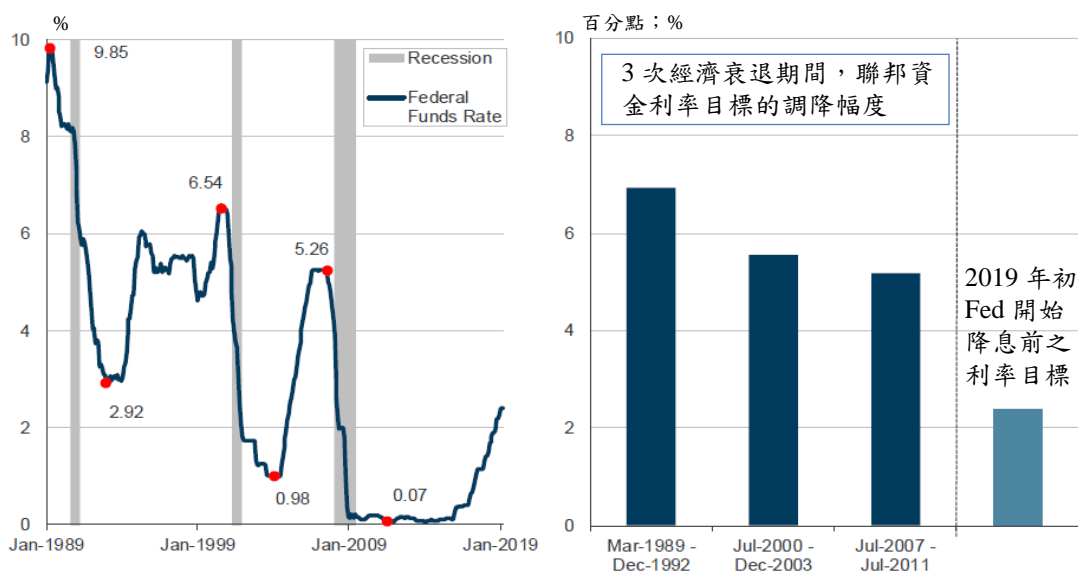
## 肆、Fed 進行貨幣政策相關檢討，通膨目標為檢討重點

在低通膨及低利率環境下，Fed 現今之降息空間已較以往大幅減少，恐難以因應下一場經濟衰退，鑑此，為使其貨幣政策策略更臻完善，並確保可用工具係充足與適當，Fed 於 2018 年 11 月宣布針對貨幣政策策略、工具及溝通方式，進行廣泛檢視，並將於 2020 年中提出檢視結果，其中 2% 通膨目標之妥適性，尤為檢討重點。

### 一、低利率恐導致降息抗衰退的政策空間縮小

在後危機時期，伴隨低成長、低通膨，全球許多經濟體困在有效利率下限已有一段時間。持續疲弱且大幅低於通膨目標的通膨率，可能拉低通膨預期，隱含著較低的利率恐將持續，致縮減央行用以激勵經濟的降息空間。若根據美國之歷史經驗，面臨經濟溫和衰退，Fed 至少須降息 5.2% 至 5.5%，方得以提振經濟<sup>9</sup>（見圖 8），而目前聯邦資金利率目標僅為 1.50%~1.75%。

圖 8 聯邦資金利率由高峰值至最近 3 次經濟衰退期間之變化



資料來源: Rosengren (2019)

<sup>9</sup> Gagnon and Collins (2019)。



## 二、Fed 進行貨幣政策架構檢視，檢討 2%通膨目標之妥適性

許多經濟學家及央行官員認為，美國經濟環境的變化導致利率水準降低。在此背景下，渠等開始思考是否應調整貨幣政策架構，以因應當前低通膨及低利率之環境，尤其 2%通膨目標是否須有所改變，為討論重點之一；其中，部分學者及 Fed 官員提出採用新架構來執行貨幣政策（例如 St. Louis Fed 總裁 Bullard 主張改採釘住名目 GDP 目標（nominal GDP targeting），見專欄），但更多 Fed 官員則不認同拋棄現有架構，主張應加以調整，增加現有架構的彈性。

在檢討聲浪持續不斷下，Fed 於 2018 年 11 月宣布，擬在不改變其充分就業及物價穩定之雙重目標前提下，針對貨幣政策策略、工具及溝通方式進行廣泛檢視。該作業主要由聯邦公開市場委員會（FOMC）進行，同時廣徵各方意見，除舉辦學術研討會討論相關議題，亦陸續舉辦多場聆聽活動（Fed Listens），聽取學者、企業、勞工及社區發展專業人員等外部評論，並就以上管道蒐集之各方觀點，以及內部人員研究結果，進行評估與討論，預期將於 2020 年上半年公布討論結果。

負責主持 Fed 貨幣政策架構及策略檢視之 Fed 副主席 Richard Clarida 表示，儘管 Fed 仍然認為現有的架構運作良好，惟鑑於過去 10 年來為因應史無前例的經濟與金融市場變化，發展了許多新政策工具，並增加與外界溝通，Fed 認為當前係檢視這些策略、工具及溝通之運作的最佳時

機，並評估是否可能使其更臻完善，以達成最大就業與物價穩定之法定職責<sup>10</sup>。

自 Fed 宣布檢討政策架構以來，Fed 關鍵決策官員對外表達之立場似乎顯示，可能不會對貨幣政策架構進行極大幅度的修正，較可能增加現有架構的彈性，例如採行彌補策略，將過去未能達成通膨目標之情形納入政策考量，以促使通膨長期低緩現象有所改善。

### 三、調整通膨目標的可能方法

目前 Fed 之通膨目標是否應加以調整仍在討論階段，學者及 Fed 官員提出多種改革方式，大致可概分為二：(1) 提高通膨目標、(2) 保留現行 2% 通膨目標並做彈性調整。

#### (一) 提高通膨目標

Joseph Stiglitz 等 22 位經濟學家在 2017 年即曾聯名建議，Fed 應研議提高 2% 通膨目標，以確保未來遭遇經濟衰退時，實質利率可降至遠低於零，使貨幣政策對穩定經濟仍具有效性，避免零利率底限困境<sup>11</sup>。

近期美國前財政部長 Lawrence Summers、經濟學家 Olivier Blanchard、Jordi Gali 及 Adam Posen 等人，均支持調升通膨目標，以推升通膨率，且認為調升通膨目標在均衡下將推升名目利率，擴大寬鬆政策之空間。Olivier Blanchard 即建議 Fed 可將通膨目標提高至 4%，以獲得更大的降

---

<sup>10</sup> Clarida (2019)。

<sup>11</sup> The Center for Popular Democracy (2017)。

息空間<sup>12</sup>。另有研究指出，若 Fed 當初設定了較高的通膨目標，則當前貨幣政策架構中的工具在過去 10 年中可發揮更佳的效果，可加快經濟自大衰退中復甦的速度<sup>13</sup>。

Gagnon and Collins (2019b)指出，依當前美國利率情勢推算，Fed 若動用包括前瞻性指引及量化寬鬆措施在內之所有貨幣政策工具，共有約當於降息 5.2%的寬鬆政策空間；若將目標通膨率調高至 3%，推估可增加寬鬆政策空間至約當於降息 7.6%，強化 Fed 對抗經濟衰退的能力。

然而，對此方式表示反對者亦多，包括前 Fed 主席 Ben Bernanke 及經濟學家 John Taylor 及 Frederic Mishkin 等人，渠等認為，央行調高採行已久之 2%通膨目標，恐因此失去公信力，且可能引發通膨預期升高，導致通膨上揚，增加消費及投資計畫的不確定性，若此時薪資未等幅上揚，將減損消費者購買力，使其生活水準降低。Fed 主席 Powell 亦表示，將通膨目標提高至 4%可能並非切實可行的選擇<sup>14</sup>。

## （二）針對通膨目標進行彈性調整，允許通膨率暫時高於 2%

部分 Fed 官員如 Chicago Fed 總裁 Charles Evans、Fed 理事 Lael Brainard，及 Boston Fed 總裁 Eric Rosengren 等，均支持保留 2%通膨目標，惟將現有架構進行彈性調整，讓通膨超出 2%視為可接受。

---

<sup>12</sup> Gagnon and Collins (2019b)、Blanchard, Dell’Ariccia, and Mauro (2010)。

<sup>13</sup> Eberly, Stock and Wright (2019)

<sup>14</sup> Gagnon and Collins (2019b)、Robb (2019a)。

Chicago Fed 總裁 Evans 強調，只要通膨沒有出現明顯上揚趨勢，且預期返回 2% 水準是可受控管的，Fed 必定願意讓通膨率在一段時間內略高於 2% 水準<sup>15</sup>。

Rosengren 則呼籲，Fed 可能需要將通膨目標由特定值轉為特定區間，以利於因應不斷變動的經濟情勢，並致力於在一定期間內使通膨率達到通膨目標平均值。若以通膨目標區間的平均值在 2% 為例，意味至少與歷史情形相比，未來將需要更多次地讓通膨率超出 2%。設定通膨目標區間的好處在於，若當下因經濟衰退造成通膨率下滑時，央行雖可能被迫接受低於 2% 的通膨率，但由於大眾預期未來 Fed 將會致力於在經濟情勢良好時達成超過 2% 的通膨率，因而可使通膨預期保持穩定，提供更多政策空間，以應對下一輪經濟衰退，且通膨目標平均化亦有助於使經濟衰退之程度減緩<sup>16</sup>。

紐約 Fed 總裁 John Williams 則建議改採釘住物價水準（price level targeting）的方式，首先由央行設定物價上漲的路徑，並尋求讓通膨率的平均表現能堅守該路徑，因而此機制亦有可能允許通膨率在一段時間內高於目標水準，以彌補通膨率低於目標之情況<sup>17</sup>。

Fed 理事 Lael Brainard 則提出彈性的平均通膨目標（flexible inflation averaging），相較於強制將通膨目標設定在 2%，Fed 應考慮更有彈性的

---

<sup>15</sup> Derby (2019)。

<sup>16</sup> Derby (2019)。

<sup>17</sup> Derby (2019)。

作法，例如只要中長期的平均通膨率維持在 2% 左右，則應允許通膨率在高於 2%、或者低於 2% 之間來回變動<sup>18</sup>。

專欄 1：St. Louis Fed 總裁 James Bullard：釘住名目 GDP 目標為較佳之貨幣政策架構\*

St. Louis Fed 總裁 Bullard 多次提出 Fed 應改變政策架構，考慮改採能幫助所有美國人的釘住名目 GDP 方式。該方式係 Fed 預先設定經濟成長路徑，並運用各項政策工具致力確保經濟活動依據該路徑運行。Bullard 認為此機制非常接近其評估模型中的最佳貨幣政策，因其需要逆循環的價格水準移動，亦即為了使名目 GDP 保持在目標路徑上，貨幣政策制定者將遵循一個政策規則，即當經濟成長率較低時，允許通膨率相對較高，而當成長率較高時，則允許通膨率相對較低。

釘住名目 GDP 最大之好處在於，當名目 GDP 偏離目標時，對於過去未達成目標的部分（無論低於目標或高於目標），央行都須採取行動調整，簡而言之，係提供較為強力的承諾，讓大眾了解央行確實致力於達成預設目標，而非僅只是言語表示將盡力，但沒有任何達成目標的保證。大眾認知央行將會採取措施引導其重返目標，如此將有助進一步鞏固通膨預期，確保央行長期而言能達成預設目標，強化金融市場、家戶及企業對央行的信心。

此外，在此機制下，成長率低於目標時，將由其他時期高於目標的經濟成長率產生彌補作用，Bullard 相信此方式有助於改善美國日益嚴重的所得不均問題，實現均衡經濟成長，也許能夠更有效地引導貨幣政策造福美國民眾。惟 Bullard 亦指出，釘住名目 GDP 或釘住物價水準等政策架構，在實際操作上尚有許多難題待解，操作細節仍待討論。

\* St. Louis Fed (2019), “James Bullard Discusses Nominal GDP Targeting,” *Timely Topics*, Apr. 19.

<sup>18</sup> Brainard (2019b)。

#### 四、Fed 偏向考慮採用彌補策略，允許通膨率可超出目標

負責主持 Fed 貨幣政策架構及策略檢視之 Fed 副主席 Richard Clarida 表示，當前 Fed 係較為偏向考慮制訂某種形式的彌補策略 (makeup strategy)。在 Fed 現行 2% 通膨目標架構下，即使美國通膨率多年以來普遍低於 2%，Fed 並未採取任何彌補措施，僅承諾將在未來達成通膨目標，顯見其制訂貨幣政策時不會將過去之通膨率表現納入考慮。然而，在彌補策略架構下，Fed 將考量景氣循環的變化，並做出承諾，允許通膨在經濟復甦時略高於目標<sup>19</sup>。

彌補策略的好處在於，若大眾認為 Fed 的此一承諾可信，消費者在經濟疲弱及通膨低迷的時期將較願意支出，從而有助縮短經濟下行之期間<sup>20</sup>。

---

<sup>19</sup> Robb (2019b)。

<sup>20</sup> Robb (2019b)、Clarida (2019)。

## 伍、結論與建議

貨幣政策架構為央行執行貨幣政策之基礎，其建立與調整對貨幣政策之執行具重大影響。Fed 於 2012 年設立 2% 通膨目標，為其貨幣政策架構之重大變化，在此之前其實已有許多先進經濟體選擇以 2% 為通膨目標值或區間中值，其中紐西蘭央行首先採取通膨目標化機制作為貨幣政策架構，並於開始實施時將通膨目標區間設在 0%~2%，之後成功將通膨率由雙位數降至約 2% 的成功經驗，發揮重要影響力。

隨著美國通膨率長期呈低緩走勢，引起各界關注與討論，且因多數期間未達 2% 通膨目標，致 Fed 所稱通膨目標具對稱特性一說遭到質疑，Fed 通膨目標的合適性似乎面臨考驗，一旦通膨率持續疲弱，可能拉低通膨預期，恐使利率維持在目前之低水準，讓未來在因應經濟衰退時，採取降息激勵經濟的空間受限。

Fed 為因應此現象，同時促使其貨幣政策策略更臻完善，並確保可用工具係充足與適當，遂決定針對貨幣政策策略、工具及溝通方式進行廣泛檢視。其實，近年來除美國之外，全球許多經濟體亦面臨低成長及低通膨現象，且已困在低利率環境較長一段時間，目前正常時期的利率，較過去更接近零，意味落入有效利率下限的情況恐更頻繁。因此，包括美國 Fed 及歐洲央行等主要先進經濟體央行，均著手進行貨幣政策架構檢視，且將通膨目標是否調整及如何調整列為重要討論項目之一。

2018 年 11 月 Fed 針對其貨幣政策策略、工具及溝通方式進行廣泛檢視，係以開放形式徵詢各方意見，例如許多學者及官員即針對通膨目

標的調整方式發表看法，論述內容大不相同，Fed 可透過各方論述，搭配內部研究，強化其貨幣政策架構檢視作業之審慎程度，確保依循此架構所制訂之策略，及可運用之工具係足以協助其達成法定任務，目前亦有其他主要經濟體央行係運用類似作法，評估貨幣政策架構之合宜性。上述經驗與過程，或具有以下啟示。

### 一、貨幣政策架構、操作策略與工具之重新檢視似成為趨勢

近期除 Fed 已著手進行貨幣政策架構檢視作業外，ECB 宣布 2020 年 1 月開始進行貨幣政策架構全面性檢視，檢討包括物價穩定定義、氣候變遷及科技進步對貨幣政策之影響等面向，並預期於年底前完成；其他如英國央行、加拿大央行、瑞典央行及紐西蘭央行等主要先進經濟體央行，則有預設之檢討機制，每隔數年即對貨幣政策架構進行檢視；另印度央行於 2019 年亦規劃成立工作小組，進行流動性管理架構檢視；顯見央行就其貨幣政策架構、操作策略與工具重新檢視及調整，似已成為當前趨勢。

本行近期亦已針對現行彈性貨幣目標化機制，運用實證檢驗運作效果，以落實貨幣政策架構檢視作業。在考量全球金融危機後，M2 與物價間的相關性減弱，但仍具中長期穩定關係，本行於 2019 年 12 月 19 日之理監事會議決議，自 2020 年起，M2 年成長目標區調整為 M2 成長參考區間，參考區間維持 2.5%~6.5%，未來不再逐年設定。若 M2 成長率持續偏離上述區間或發生結構性改變，本行將進行檢討，適時調整。



## 二、主要央行之貨幣政策架構及策略之檢討經驗可作為參考

Fed 此次對貨幣政策策略等之檢視結果一旦底定，可能影響其未來數年或更長時間之貨幣政策擬定與執行，因此檢視過程甚為審慎，主要由 FOMC 審視與決議，除參考內部研究報告外，亦參酌各方意見，透過舉辦學術研討會及多場聆聽活動，聽取學者、企業、勞工及社區發展專業人員等多面向看法，再進行評估與討論。

以評估通膨目標調整為例，參與研討會之不同學者即曾表達 Fed 應提高通膨目標，以及採用彈性通膨目標等不同方式的建議，讓 Fed 有更多調整選項可評估。其他如瑞典央行及紐西蘭央行之貨幣政策架構檢討亦邀請或開放外部人士參與，相關模式或可做為參考。

## 三、定期檢視機制或有助增進貨幣政策妥適性

Fed 目前未設立貨幣政策架構之定期檢視機制，惟副主席 Clarida 表示，其他央行的定期檢視機制與經驗，對 Fed 之貨幣政策架構檢討提供有用之參考訊息，反映央行定期檢視貨幣政策架構，對於維持貨幣政策之有效性與妥適性應有助益。

目前加拿大央行及瑞典央行等已有定期檢討機制；紐西蘭央行雖未明確訂立檢視期限，惟每隔數年亦對貨幣政策架構進行檢視；英國則係在檢討報告中預定下次檢討時間，英國央行總裁 Mark Carney 表示支持定期檢視貨幣政策架構之立場，顯見不論是否有明確規範定期檢視機制，在一定期間後檢視貨幣政策架構合宜性之作法逐漸受到重視，此趨勢亦可作為本行之參考。

## 參考文獻

Fed 網站

方耀 (2006), 「美國應否採行通膨目標化架構分析」, 國際金融參考資料第 51 輯, 中央銀行。

Mayes, David G. (2005), 「紐西蘭採行通膨目標化之經驗」, 中央銀行季刊第 27 卷第 4 期, 中央銀行。

Bahn, Kate and Austin Clemens (2019), “The Death of the Phillips Curve Is the Time to Lift Up New Economic Indicators,” *The Washington Center for Equitable Growth.*, Sep. 4.

Billi, Roberto M., and George A. Kahn (2008), “What Is the Optimal Inflation Rate?” *Economic Review, Kansas City Fed*, 2nd Quarter.

Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia, and Paolo Mauro (2010), “Rethinking Macroeconomic Policy,” *IMF Staff Position Note*, Feb. 12.

Brainard, Lael (2019a), “The Disconnect between Inflation and Employment in the New Normal,” At “*Certain Uncertainty: Tax Policy in Unsettled Times*” *National Tax Association 49th Annual Spring Symposium, Washington, D.C.*, May 16.

Brainard, Lael (2019b), “Federal Reserve Review of Monetary Policy Strategy, Tools, and Communications: Some Preliminary Views,” At *the Presentation of the 2019 William F. Butler Award New York Association for Business Economics, New York*, Nov. 26.

Bullard, James (2018), “What Is the Best Strategy for Extending the U.S. Economy’s Expansion?” *Speech at Distinguished Speaker Series*

*Breakfast*, Sep. 12.

Clarida, Richard H. (2019), “The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices,” *Speech at the 2019 U.S. Monetary Policy Forum*, Feb. 22.

Derby, Michael S. (2019), “Derby’s Take: Fed Officials Continue to Signal Inflation Overshoot Would Be Fine,” *The Wall Street Journal*, Apr. 17.

Eberly, Janice C., James H. Stock and Jonathan H. Wright (2019), “The Federal Reserve’s Current Framework for Monetary Policy: A Review and Assessment,” *NBER Working Paper No. 26002*, May 27.

Gagnon, Joseph E. and Christopher G. Collins (2019a), “Central Banks Probably Need Extraordinary Measures to Fight the Next Recession,” *Realtime Economic Issues Watch, PIIIE*, Dec. 5.

Gagnon, Joseph E. and Christopher G. Collins (2019b), “The Case for Raising the Inflation Target Is Stronger than You Think,” *Realtime Economic Issues Watch, PIIIE*, Dec. 17.

Jorgensen, Peter Lihn and Kevin J. Lansing (2019), “Anchored Inflation Expectations and the Flatter Phillips Curve,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, Nov. 15.

Mahedy, Tim and Adam Sharpiro (2017), “What’s Down with Inflation?” *Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco*, Nov. 27.

McDermott, John and Rebecca Williams (2018), “Inflation Targeting in New Zealand: An Experience in Evolution,” *A Speech Delivered to the Reserve Bank of Australia Conference on Central Bank Frameworks*,

*in Sydney, Apr. 12.*

Meakin, Lucy and Jill Ward (2020), “Carney Sees Ample Policy Space for BOE Debating Fresh Stimulus,” *Bloomberg*, Jan. 9.

Robb, Greg (2019a), “Powell Opposes Idea of Raising 2% Inflation Target to 4%, Saying He Doubts It Would Be Credible,” *Market Watch*, June 19.

Robb, Greg (2019b), “Fed’s Trying to Find ‘Makeup’ Inflation Strategy that Works, Powell Says”, *Market Watch*, June 25.

Rosengren, Eric S. (2019), “Monetary Policymaking in Today’s Environment: Finding “Policy Space” in a Low-Rate World,” *33rd Annual Cornelson Distinguished Lecture at Davidson College*, Apr. 15.

St. Louis Fed (2019), “James Bullard Discusses Nominal GDP Targeting,” *Timely Topics*, Apr. 19.

The Center for Popular Democracy (2017), “Prominent Economists Question Fed Inflation Target,” Jun. 8.