

第一章 前言

第一節 研究動機與目的

在總體經濟學的教科書普遍認為，中央銀行僅只藉著精準地監控貨幣供給數量，以達到穩定產出水準的目標。但事實上，以美國聯邦準備銀行的做法為例，其貨幣政策的指標並非只有控制貨幣供給數量，還有以「名目利率指標」作為實行貨幣政策的重要準則。許多實証文獻指出，在 1950 及 1980 年代，聯邦準備銀行傾向於控制名目利率的水準；然而，在 1960 與 1970 年代，聯邦準備銀行則似乎較偏好控制名目貨幣供給數量。這樣的歷史背景促使經濟學家關心如何在名目利率及貨幣供給兩種指標間做最適的抉擇。

美國聯邦銀行理事會每年定期召開八次會議，開會日期在前一年即公佈在官方網頁，在每一次會議中決定是否升息或降息；因此，調息時機通常視為已知訊息，理性民眾會事先預測未來利率，並立即調整目前的行為模式，提早因應未來可能出現的利率變化。更明確地說，未來利率值視為定期發生變動的未知參數，民眾得知央行在未來某一時點調整利率的訊息，會充分利用目前所擁有的情報資訊，對未來的利率作預期，這種社會大眾的預期結果，將對經濟體系產生影響。據此，本文選取不確定的利率政策作為主要的研究範疇。

民眾面對貨幣政策的反應或預期方式，各學派的見解也大為不同；1970 年代初期由芝加哥大學教授 Robert Lucas 領軍的新興古典學派，將 Muth(1961)所發展的理性預期(rational expectations)觀念應用於總體經濟領域。該學派的學者認為，既然民眾已經掌握了政府經濟政策變動的情報，就不應該採用凱恩斯學派的靜態預期(static expectations)或適應性預期(adaptive expectations)；他們甚至認為墨守成規或只做部分修正，皆為「不理性」的體現。理性預期學

派主張，任何可被民眾掌握的總體經濟政策皆無法左右產出水準，只有未被民眾預料到的政策變動方能影響產出，此結論即為「政策無效定理(policy ineffectiveness theorem)」。在此政策意涵之下，貨幣當局確有誘因實施不確定政策，規避民眾完全預測正確，以確保貨幣政策功效。準此，本文擬以我國中央銀行採行不確定的貨幣政策，並根據 Poole(1970)貨幣政策準則，將名目「利率指標(interest rate targeting)」納入模型設定。

心理學家佛洛伊德認為人格是由三個主要部分組成：原我(id)、自我(ego)及超我(supperego)，其中「自我」即表示人們在現實環境中，行為必須合乎邏輯，並計劃未來如何滿足需求，而預期的結果將決定本身行為模式。據此，本文的研究目的為討論民眾「預期心理」對總體經濟政策的影響力，分析民眾在面對不確定的利率指標政策時，所做的「理性」預期值或預期調整路徑，與經濟體系真實動態調整路徑之間的關係，並解析預期值是否有高估或低估的情況；另一方面，文亦嘗試在釋放「完全預知(perfect foresight)」的強烈假定下，探討利率調幅不確定的政策。

第二節 文獻回顧

有關貨幣政策指標的種類，除了一般大眾熟知的名目貨幣供給量指標，在文獻上最常被討論有利率指標或通膨指標(inflation targeting)政策。前者為釘住某一特定利率水準[例如：聯邦資金利率(federal funds rate)]作為實行貨幣政策的標的；後者主要以控制貨幣供給量來達成穩定通貨膨脹率；兩者在不同時空環境下，都有促使經濟穩定的特質，亦有各自的擁護者。有關這方面文獻討論不在少數，最早 Poole(1970)曾利用 Hicksian IS-LM 模型，提出當經濟體系遭受貨幣面因素干擾時，宜採利率指標作為貨幣政策之依據，若經濟體系出現實質面的隨機項，則應控制名目貨幣數量來穩定產出水準。在此之後，與通膨指標相關的文章

有：Huang and Liu(2005)、Leitemo(2006)以及 Garfinkel (1993) 等等。Huang and Liu 指出，貨幣當局調息行為符合特定法則(貨幣法則)時，此法則內容若能考量 CPI 與 PPI 的加總平均值，則社會福利可達次佳(second best)的境界；一旦法則未採納通貨膨脹率因素，調整利率將造成社會福利損失。當中，Leitemo 以英國的實証結果，表示中央銀行在極度重視通貨膨脹問題下，該國產出和物價水準的變異性(波動程度)可達最適。Garfinkel 則指出，貨幣政策當局擁有私有訊息時，將會有明顯的誘因發佈不確定的政策，且「最適政策時差」由宣示精確程度與央行私有資訊共同決定。

最著名的貨幣政策法則，不外乎由任職於史丹佛大學 Taylor 教授所提出的泰勒法則(Taylor rule)，他認為當期聯邦資金利率應該等於，「通貨膨脹率」加上「均衡實質聯邦資金利率」，再加上「通貨膨脹缺口與產出缺口的加權平均值」；其中均衡實質聯邦資金利率，即為長期充分就業下的聯邦資金利率；通貨膨脹缺口等於，目前的通貨膨脹率減去目標通貨膨脹率；產出缺口即為，目前實質產出偏離潛在充分就業下產出之百分比。此貨幣法則明確地指出最適利率目標，如果聯準會確實遵守泰勒法則，且民眾得知貨幣當局將此一利率值作為利率指標，則貨幣政策沒有不確定性。

與本文較為相關的利率指標文獻有：Kobayashi(2004)、Bonser-Neal et al.(2000) 以及 Balduzzi et al.(1998)。Kobayashi(2004)認為執行利率指標政策，會導致政策產生不確定的因子，主要原因來自央行對於利率指標的偏好設定，具隨機性或沒有一定規則，民眾無法完全預測正確。Bonser-Neal (2000)假設民眾具理性預期且在未拋補利率平價之下，美國貨幣當局(聯準會)採行利率指標的貨幣政策，會使近期匯率和遠期匯率調整方式截然不同，且兩者調整路徑的差異程度，與貨幣政策的可預測性及外國央行的反應有密切的關係。然而，本文欲討論的對象為產出水準與匯率，並以兩內生變數的「預期調整路徑」和「實際動態路徑」作為本文

討論主軸。Balduzzi 在 1998 年的文章指出，聯準會維持聯邦資金利率的政策，無法有效控制長期利率(longer-term rates)水準，因為長期利率主要受預期值影響。

第三節 章節內容

本文章節安排如下：第二章第一節為模型介紹，第二節內容為模型推導。第三章的第一節討論經濟體系實際動態調整路徑，第二節則完整解析預期調整路徑。接著在第四章的兩節中，分別討論動態路徑的調整特質與利率調幅不確定政策。最後一章列出本文的重要推導結果。