



# Fed 彈性平均通膨目標制的內涵及啓示

Fed 因為低增長、低通膨和低利率（亦即三低）、菲利浦曲線平坦化、中性利率下跌等原因，正式引入彈性平均通膨目標制（FAIT）。FAIT 之意涵跟匯率升過頭再貶回來是一樣的道理，也跟利率均數復歸雷同。Fed 實施 FAIT 後，維持雙目標政策框架，但更強調充分就業。未來 FAIT 仍可能面臨一些挑戰。我國央行可參酌 FAIT 架構精神，落實貨幣目標制架構。

何棟欽（國立臺灣大學財務金融博士、英國西敏寺大學訪問學者）

## 壹、前言

2020 年 8 月 27 日，美國聯準會（Fed）主席鮑爾宣布，Fed 一致通過對「長期目標和貨幣政策策略聲明」的更新，正式引入彈性平均通膨目標制（flexible average inflation-targeting regime，以下簡稱 FAIT），將 2% 的通膨目標調整為長期平均通膨 2%，亦即 Fed 將其貨幣政策從彈性通膨目標制（inflation-targeting

regime，以下簡稱 IT）轉向 FAIT，實施至今已滿一年。

本文探討 FAIT 的政策框架、內涵及帶給我國之啓示。除前言外，其他段落安排如下：第貳節 FAIT 的政策框架及內涵，第參節 FAIT 面臨的挑戰，第肆節啓示，最後為結論與建議。

## 貳、FAIT 的政策框架及內涵

### 一、Fed 改採 FAIT 的原因

美國實施 FAIT 的政策背景為低增長、低通膨和低利率（亦即三低）、菲利浦曲線（Phillips curve）平坦化、失業遲滯、中性利率下跌、零利率下限（ZLB）與有效利率下限（ELB）的約束，以及 CPI 作為衡量通膨指標的限制等。

低通膨挑戰央行貨幣政策操作和理論框架，也動搖 IT 理論基礎。美國近三十年間中性利率持續下跌，聯邦資金利率自金融海嘯以來幾乎處於零利

率，致其政策利率沒有下跌空間，通膨率一直無法達到 2% 的目標。

當經濟進一步衰退時，Fed 面臨零利率約束是一個重大的政策挑戰，負利率是刺激經濟恢復的方法之一，在菲利浦曲線平坦化背景下，Fed 把提高就業作為優先的貨幣政策目標，這就導致了如果沒有通膨的階段性超調，要降低失業率可能很難，FAIT 乃應運而生。

21 世紀以來，菲利浦曲線呈現平坦化趨勢（即失業率與通膨率的負向關係弱化），對 IT 形成挑戰。傳統上，降低通貨膨脹率時，失業率會按照菲利浦曲線的方向上升，而當失業率一旦提高，就不會再沿著菲利浦曲線向相反的方向運動，即使通貨膨脹率明顯上升，失業率也不會下降；也就是說，菲利浦曲線關係只在單方向上成立，失業遲滯加重菲利浦曲線平坦化的現象。

不少國家貨幣政策面臨「不能有效達到通膨目標」的問題，當前 CPI 存在一些限制，

例如是落後指標，沒有考慮資產價格等<sup>1</sup>也是可能原因。

## 二、FAIT 的政策框架

### （一）彈性平均通膨目標之意涵

FAIT 是 Fed 貨幣政策的新框架，本文認為 FAIT 允許通膨較長階段超調<sup>2</sup>是此一新框架的核心，要在貨幣政策權衡與法則之間取得平衡，是一種務實的框架，不再單邊傾向於貨幣政策權衡與法則之窠臼。

Fed 可能長期將政策利率維持或低於目前水準，讓通膨在未來幾年達到 2.5% 以上，如此一來可為日後衰退可能使通膨降到 1.5% 預做緩衝，同時將長期平均通膨保持接近 2%。FAIT 之意涵跟匯率升過頭再貶回來是一樣的道理，也跟利率均數復歸雷同。

### （二）雙目標政策框架

Fed 實施 FAIT 後，仍採行雙目標政策框架，但更強調充分就業，在堅持利率為核心工具的同時，仍採用量化寬鬆政策、前瞻性指引、

扭轉操作或殖利率曲線控制（YCC）等非常規貨幣政策，以實現物價階段性超調並填補失業缺口。

## 三、FAIT 的內涵

### （一）強調充分就業

大部分實施 IT 的經濟體以充分就業和物價穩定作為法定雙目標，但是在政策實施過程中主要關注如何以利率來穩定通膨，進而形成單一目標、單一工具政策框架。在法定雙目標上，FAIT 與大多數 IT 並沒有實質差別，但是在施行上，Fed 將就業目標表述由充分就業的雙向偏離改為單向缺口，把「與最大就業水準的偏離（deviations from its maximum level）」修改為「相對於最大就業水準的缺口（the shortfalls of employment from its maximum level）」，只要通膨未加速上升，Fed 可能會允許就業在一段時間內攀升至充分水準之上，而不會急著提高利率因應，亦即 FAIT



將更強調充分就業。

## (二) 淡化貨幣政策的時間不一致性問題

嚴格的通膨目標值承諾會帶來央行聲譽，克服貨幣政策的時間不一致性問題。但客觀事實是，嚴格按照絕對的 IT 可能會導致在長期低通膨環境下，投資者對通膨的預期越來越低，甚至會出現通膨預期下跌的情況。這也許是 Fed 改採 FAIT 的重要現實原因，以淡化貨幣政策時間不一致性帶來的理論上非最優貨幣政策效果。

而允許超調的目的在於創造出貨幣政策正常化空間，擺脫 ELB 約束所致的政策非對稱性風險。經濟一旦進入擴張階段，Fed 貨幣政策收緊的力度將會比較大，才有可能實現通膨預期順週期回饋機制向逆週期回饋機制的轉變，這是未來幾年 Fed 貨幣政策調整給全球經濟金融帶來的重大潛在外溢風險。

## 參、FAIT 面臨的挑戰

美國 FAIT 的複雜性遠超過 IT，包括雙目標、雙核心變數、權衡性、非常規政策以及複雜政策組合操作等，對貨幣當局的能力有較高要求。FAIT 能否透過跨期調整來填補產出與就業缺口並實現再通膨，值得冷靜觀察與深入思考。

### 一、FAIT 無法解決菲利浦曲線平坦化問題

FAIT 可能誇大貨幣政策對菲利浦曲線平坦化的調整功能。菲利浦曲線平坦化可能是長期約束，而貨幣政策難以解決人口等結構性問題，也無法逆轉菲利浦曲線平坦化的趨勢。

### 二、FAIT 難以根本改變中性利率的決定機制

雖說中性利率下跌是 Fed 實施 FAIT 的前提之一，但 FAIT 可能無法逆轉中性利率下跌趨勢。中性利率普遍走低歸因於下列因素：

(一) 勞動人口增長較慢，阻礙潛在國內生產總值的增長，繼而影響整體經

濟的中性利率。

(二) 勞動生產力增長在近數十年放緩，阻礙美國經濟的潛在增長，繼而影響其中性利率。

(三) 全球儲蓄過剩，因而拖低美國的中性利率，惟較近期影響已略為紓緩。

中性利率下跌導致貨幣政策調控空間縮小，是 FAIT 興起的內在根源。自次貸危機以來中性政策利率的下降是一個全球現象，這種現象將持續多年。

### 三、FAIT 採權衡策略的問題

FAIT 權衡策略可能弱化 Fed 的政策公信力並惡化市場預期。在 FAIT 下，貨幣當局如何預判通膨上升的影響、如何估算超調期限、權衡能否預判並採取恰當行動、是否會在行動前給出明確的前瞻性指引，都將成為新的問題。IT 顯示，簡單法則被認為比權衡策略具有更好的政策績效；在 FAIT 下，權衡策略是否能夠獲

得更好的政策效果而不會發生政策混亂或嚴重通膨仍值得觀察。

#### 四、央行資產負債表操作受限與缺乏金融穩定的角色

單一利率工具要實現物價穩定和充分就業兩個目標面臨丁伯根法則 (Tinbergen's Rule) 等理論難題。在 FAIT 中，中央銀行資產負債表操作 (特別是量化寬鬆政策) 成爲主要工具，是低利率及零利率環境下的核心替代工具。但是，中央銀行資產負債表不可能無限擴大。

在 FAIT 的政策框架中，金融穩定目標卻沒有充分的政策角色。可預見的是，FAIT 在允許甚至引導通膨超調過程中，將善意地忽視資產價格持續上升，可能導致資產價格泡沫化及更大的物價波動。

#### 五、FAIT 未顧及系統性金融風險

當發生系統性風險時，FAIT 賴以支撐的利率和量化寬

鬆等將面臨政策空間的難題。目前尚未有超過 1% 的負利率，一旦負利率水準加深，持續深化的負利率政策對金融機構的衝擊存在更多不確定性，負利率傳導可能存在更大的複雜性和額外摩擦，使資金融通功能受到阻礙並危及金融穩定。Fed 拒絕採用負利率，但長期低利率及零利率對金融機構等行爲改變與負利率是相似的，例如導致銀行過度承擔風險。

#### 六、FAIT 帶來以鄰爲壑的外溢效應

Fed 走向 FAIT 後，可預期低利率會持續一段時間，對於全球匯率穩定和資本流動將帶來新的不確定性，形成以鄰爲壑的貨幣政策外溢效應，新興經濟體難以有恰當方式來應對此一負面影響。

#### 肆、啟示

鑒於 Fed 常改變貨幣政策架構，建議我國央行亦思考如何落實貨幣目標制架構。

Fed 實施 FAIT 後，政策工具有利率、量化寬鬆、前瞻性

指引及扭轉操作 (或 YCC)，中間目標只有一個聯邦資金利率，最終目標有充分就業與通膨目標共兩項。採多項政策工具、單一的中間目標及雙最終目標貨幣政策架構，相對單純。

我國央行目前的貨幣政策工具有多項 (如央行政策利率、總體審慎措施……等)，每天調節央行定存單餘額，操作目標有兩項 (包括價—貨幣市場利率、量—準備貨幣)，中間參考目標 (指標) 則包括貨幣總計數 (M2 成長參考區間)、匯率、通膨預測、產出缺口……等<sup>3</sup>。貨幣政策架構係採彈性貨幣目標制，先以央行政策利率、央行定存單發行等工具，影響準備貨幣，從而影響 M2 等，進而實現央行貨幣政策最終目標。也就是說，央行希望用利率來控制 M2，進而達到通膨穩定與經濟成長。

很多人知道英國央行有通膨報告，英國央行調整利率前會依據一套通膨模型，估算利率調到某一水準時，未來三年的通膨率有多少機率會變成多少，利率、通膨率演變與通膨

## 論述》統計·調查



率出現機率自然組合成一個扇形圖 (fan chart) 形狀。

我國央行可仿效英國央行，研究建立貨幣數量與通膨率的扇形圖，俾成為貨幣目標制架構先驅；這樣一來，要達到 2% 通膨率時，應該將貨幣數量控制在多少，會有很科學化的數字依據。

### 伍、結論與建議

#### 一、結論

Fed 正式引入 FAIT，將 2% 通膨目標調整為長期平均通膨 2% 的目標，實施至今已逾一年。Fed 貨幣政策改弦易轍有其背景，如低增長、低通膨和低利率等。

FAIT 改變 Fed 貨幣政策目標的重心，更加注重充分就業而非物價穩定。而利率仍為政策工具，同時採用量化寬鬆、前瞻性指引、扭轉操作或殖利率曲線控制 (YCC) 等作為輔助工具，以實現充分就業與通膨穩定雙目標。

我國央行當務之急是去蕪存菁，借鏡 Fed 簡單的制度，

打造新的貨幣政策架構。

#### 二、建議

Fed 允許的通膨超調階段到底多長？是否會超過 1 年呢？在這 1 年內 Fed 不會升息，我國如何因應 Fed 貨幣政策外溢的影響，建議深入了解 FAIT 的框架及內涵。

了解 FAIT 的框架及內涵後，鑒於 Fed 常改變貨幣政策架構，建議臺灣央行亦思考改進貨幣目標制架構。

#### 註釋

1. 周小川 (2020)，何棟欽 (2011)。
2. 匯率或通膨都有過度調整的情況，採取 FAIT 後，如果一段時間內物價上漲過慢，Fed 將在未來超調以彌補缺口，FAIT 可以減輕通膨和產出向下的壓力，進而將通膨預期錨定在更接近、甚至達到目標的水準。
3. 中央銀行 (2021)。

#### 參考文獻

1. 中央銀行 (2021)，「主要經濟體貨幣政策架構的現況、問題與挑戰」，6 月 17 日央行理監事會

後記者會參考資料。

2. 何棟欽 (2011)，「從房價的泡沫與破滅看 CPI 與核心 CPI 的問題」，未發表報告。
3. 周小川 (2020)，「拓展通貨膨脹的概念與度量」，中國人民銀行政策研究。❖