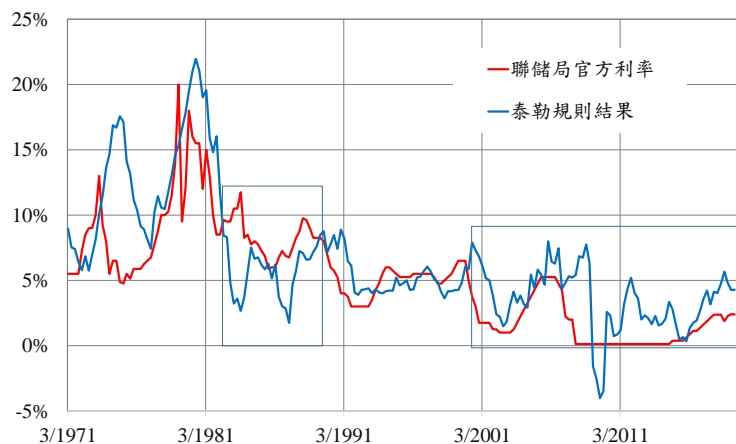


## 《商報》專欄

### 貨幣政策合理性

今年第二季時，市場普遍認為聯儲局將在明年1月前減息三次，有些更曾認為減幅將一口氣達半厘，直至鮑威爾多番在會上表明立場，預期才稍微回落，另外當局也多番受白宮批評。究竟聯儲局貨幣政策是否合理？

圖一：聯儲局官方利率與泰勒規則結果



回顧歷史，在1993擔任美國聯儲局理事的泰勒（John Taylor）發現，自1987年起美國貨幣政策會隨著通脹以及產出增長而變化，因此被稱為「泰勒規則」。算式\*為  $i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - y_t^*)$ ， $\pi_t = r^* = 2\%$ ， $a_\pi = a_y = 0.5$ ；目的是穩定通脹及產出增長。因此，通脹跟利率應成正比。那麼把數據套上算式得出規則認為的合理利率，對上聯儲局官方利率得出圖一。其中可見官方利率在1982年至1990年略高於合理利率，但2000年至今官方利率則底於合理利率，而近二十年均處於低息環境。

表一：聯儲局主席列表

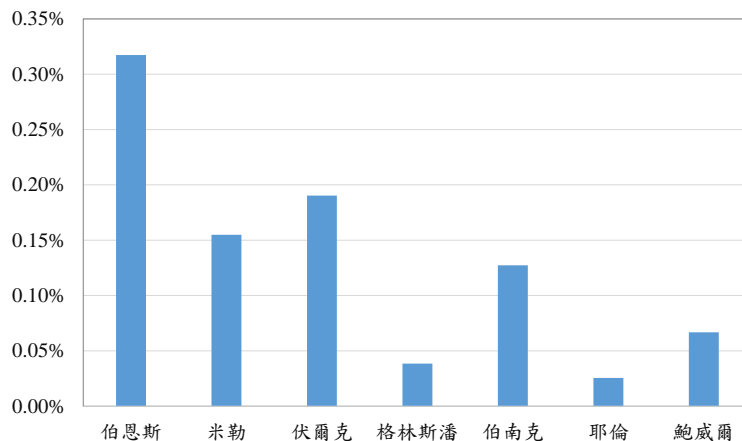
主席	任期
伯恩斯	1970年2月至1978年1月
米勒	1978年3月至1979年8月
伏爾克	1979年8月至1987年8月
格林斯潘	1987年8月至2006年1月
伯南克	2006年2月至2014年1月
耶倫	2014年2月至2018年2月
鮑威爾	2018年2月至今

再細看過往五十年各聯儲局主席在貨幣政策上與泰勒規則的脛合度，按就任日期順序排列如表一。然後再對比泰勒規則得出的合理利率( $i^*$ )與聯儲局官方利率( $i$ )，得出各

\*算式代號：通脹= $\pi_t$ ；通脹目標= $\pi_t^*$ ；目標利率= $r_t^*$ ；經濟增長= $y_t$ ；潛在經濟增長= $y_t^*$ ；通脹係數= $a_\pi$ ；產出係數  $a_y$

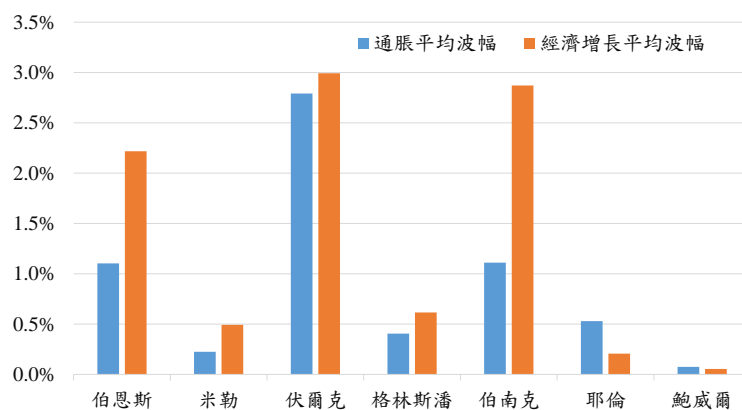
人任期時的均方誤差 (Mean Squared Error)，即 $(1/n)\Sigma(i-i^*)^2$ ， $n$ 為任期（按季），記錄結果得出圖二。均方誤差愈接近零，意味著當局的貨幣政策愈符合當時經濟環境與通脹目標。然而圖中可見，伯恩斯在任時的利率均方誤差最高，由於當時貨幣政策仍依賴控制貨幣供應。相比下，耶倫與格林斯潘在任時的利率均方誤差偏低，可見貨幣政策決定較為符合泰勒規則。至於目前聯儲局主席鮑威爾而言，雖然上任短短一年多，但其實利率均方誤差可算是偏低，尚符合美國基本面。由此可見，白宮其實沒有足夠證據批評聯儲局的政策立場。

圖二：官方利率與模型結果均方誤差



然而泰勒規則主要是在穩定通脹及產出增長的前提下調整息口。根據1999年版的泰勒規則，即 $a_\pi=0.5$ ， $a_y \geq 0$ ，而設定均方誤差為零的話，係數 $a_y$ 普遍上升，反映經濟增長在貨幣決策上的比重略升。

圖三：通脹及經濟增長穩定性



那麼按泰勒規則作準，各任聯儲局主席在位時實行的貨幣政策有效穩定通脹及經濟增長麼？把各人任期時的通脹及經濟增長平均波幅除以平均值，得出圖三結果，數值愈低即愈穩定。其中可見，米勒、耶倫及鮑威爾實施的貨幣政策較伯恩斯、伏爾克及伯南克在任時更有效穩定美國基本面，因此也較為合理。

袁沛儀 環球金融市場部