

《貨幣銀行學概要》

一、請說明利率的期限結構中，預期理論（expectations theory）、分隔市場理論（segmented markets theory）的假設、結果及其優點。（25分）

試題評析	本次貨幣銀行學概要試題呈中高難度，欲拿高分不易，必須把握較基本的第一、三兩大題爭取分數。本次考試若能獲得70分以上成績，已屬佳績。 第一大題為基本題，但必須針對題目要求之兩個利率期限結構理論之假設、結果及優點（可以主動加上缺點）加以分析。
考點命中	《高點貨幣銀行學（概要）》，2013年最新版，蔡經緯編著，頁6-14、15、16。

答：

利率期限結構係表示同一金融工具，長短天期之期限不同而產生之利率變化，可由「殖利率曲線」（Yield curve）表示，主要理論有三，即純粹預期理論（Pure Expectation Theory）、市場分割理論（Segmented Market Theory）及習性偏好理論（Preferred Habitat Theory）。本題以前兩個理論之內容分述如下。

(一)純粹預期理論

1.假設：

- (1)風險中立，投資人追求最大報酬；
- (2)沒有特殊之期限偏好；
- (3)不考慮不同期限債券之交易成本；
- (4)理性預期：人們利用當時可蒐集到之訊息為預期基礎，長期的預測是正確的。

2.內容及結果（以兩年之投資決策為例，設 $i_{1,t}$ 為t期觀察到之1年期利率， $i_{2,t}$ 為t期觀察到之2年期利率， $i_{1,t+1}^e$ 為預期t+1期時之1年期利率，即預期利率）

(1)買進持有策略：即買進2年期債券，其本利和為 $(1+i_{2,t})(1+i_{2,t})$ 。

(2)滾動持有策略：買進1年期債券，到期再買當時之1年期債券，本利和為 $(1+i_{1,t})(1+i_{1,t+1}^e)$ 。

此理論假設(1)(2)之報酬終將相等，即列式計算如下：

$$(1+i_{2,t})^2 = (1+i_{1,t})(1+i_{1,t+1}^e), \quad i_{2,t}^2 + 2i_{2,t} = i_{1,t} + i_{1,t+1}^e + i_{1,t}i_{1,t+1}^e, \quad \text{假設 } i_{2,t}^2 = 0, i_{1,t}i_{1,t+1}^e = 0,$$

$$\text{故 } 2i_{2,t} = i_{1,t} + i_{1,t+1}^e, \quad \text{即 } i_{2,t} = \frac{i_{1,t} + i_{1,t+1}^e}{2}.$$

上式之涵義為「長期利率」為「目前短期利率」及「預期未來短期利率」之平均值。

依此理論，若預期未來短期利率上升，則長期利率高於短期利率，殖利率曲線呈上升型；反之，預期未來短期利率下降，則長期利率低於短期利率，殖利率曲線呈下降型；預期未來短期利率不變，則殖利率曲線呈水平線。

3.優點

- (1)預期理論可以解釋收益曲線會隨時間平行移動；
- (2)預期理論可以解釋短期利率特別低時，收益曲線極可能為上升型；反之，短期利率特別高時，收益曲線極可能為下降型。

4.缺點

- (1)無法解釋多數實證結果顯示，收益曲線幾乎都是上升型；
- (2)假設投資人沒有特殊之期限偏好，與事實違背；
- (3)假設投資人有理性預期之能力，與事實違背。
- (4)假設不同期限債券可以完全替代，亦與事實違背。

(二)市場分割理論，亦稱「籬笆理論」（Hedging Theory）

1.假設

- (1)不同期限之債券完全不可替代；
- (2)不同投資人對某一特定期限之債券各自具有特殊偏好。

例如：商業銀行偏好短期流動性較高之債券以因應存款提領之需求；人壽保險公司偏好長期債券以追求較高收益。

2. 結果

各不同期限之資金市場各有其供需，各自決定其利率，資金重疊性不明顯。但一般而言，短期債券利率期限風險較低，需求較高，故短期債券價格較高，利率較低，收益曲線呈上升型。

3. 優點

- (1) 可以解釋收益曲線一般呈上升型之現象。
- (2) 可以區隔不同期限債券市場之特性加以分析。

4. 缺點

- (1) 無法解釋不同期限之債券利率通常會隨時間演變而一起波動。
- (2) 無法解釋短期利率特別低持，收益曲線呈上升型。

二、請說明傳統的固定釘住匯率制度。希臘近年來的財政債務危機和匯率制度有沒有關係？2013年1月起美國可能面臨的財政懸崖 (fiscal cliff) 是因屆時財政寬鬆，還是財政緊縮所致？(25分)

試題評析	第二大題考觀念及時事。希臘之債務危機當然與匯率制度有關，題目第一句話已給提示——固定匯率制度之缺點乃貨幣政策欠缺自主性；財政懸崖為最新時事，要留意財經新聞才寫得出來！
考點命中	第二題(一)：《高點貨幣銀行學(概要)》，2013年最新版，蔡經緯編著，頁16-16。

答：

- (一) 1. 傳統的固定釘住匯率制度，其內容可由1947年至1970年代初期IMF實施的「可調整釘住匯率」(Adjustable Peg) 為代表，在此制度下，央行必須在國際收支失衡時，干預匯市以維持匯率固定不變，如此一來，喪失匯率調整機制，並使貨幣政策欠缺自主性，無法隔絕來自國外部門之干擾。
2. 希臘加入歐元區，無疑與其他歐元區16國好像採取「固定匯率」制度一般，面對2006年以來全球金融海嘯之衝擊，無法以自主性之貨幣政策及匯率政策因應，只能藉著擴張性財政政策刺激其景氣，導致財政赤字及主權債務規模不斷擴大，而爆發債務危機。因此，希臘及歐債危機之原因與釘住匯率制度有密切關係。
- (二) 2013年1月起，美國可能面臨財政懸崖，此一危機乃因屆時其財政緊縮所致。財政懸崖一詞最早由美國聯會主席柏南克 (B. Bernanke) 提出，意指2012年底美國政府減稅優惠措施到期，同時國會亦將啟動縮減赤字機制，使政府財政支出迅速緊縮，2013年美國財政赤字將如懸崖般陡然直線下降之現象。上述現象若發生，將使企業對勞工之需求減少，投資及個人消費意願減少，而民間稅賦則加重，可能引發新的經濟危機。

三、若貨幣需求是利率的函數，則利率應是名目利率，還是實質利率？並繪圖說明凱因斯 (J. Keynes) 的個人投機性貨幣需求。(25分)

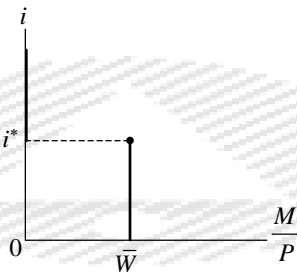
試題評析	第三大題考凱因斯之貨幣需求理論，應較易拿分！
考點命中	《高點貨幣銀行學(概要)》，2013年最新版，蔡經緯編著，頁7-6。

答：

- (一) 若貨幣需求是利率的函數，應為名目利率之函數。
- (二) 凱因斯認為人們保有貨幣除交易動機與預防動機，且為實質所得之增函數外，尚有投機性貨幣需求，從事投資理財行為以獲得資本利得。假設人們僅保有貨幣與債券兩種資產，若預期保有債券報酬率高於貨幣報酬率，則保有債券，否則保有貨幣。
 1. 債券之預期報酬有二，即利息與資本利得。
 2. 個人投機性貨幣需求函數：

假設某人投機性資產總額為 \bar{W} ，只有貨幣與債券兩種金融資產可供選擇，則依凱因斯理論，將視市場利率高於或低於利率臨界水準 (critical level) 或稱「自然利率」(natural rate) 而定。若市場利率高於此一水準，表示債券價格低於合理水準，人們將全部投機性資產皆配置於債券，貨幣保有量為0。即圖中 i^* 以上，貨幣需求線為縱軸；反之，若市場利率低於此一水準，則全以貨幣形式持有，即圖中 i^* 以下，固定

於 \bar{W} 之垂直線，由兩段所構成。



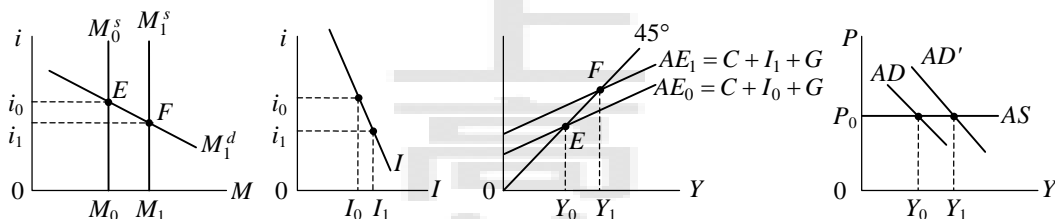
3. 每個人心目中的正常利率 (i^*) 水準不同，但市場利率愈低，保有貨幣資產者愈多之趨勢，造成投機動機貨幣需求與市場利率呈負相關。

四、請說明傳統貨幣政策的傳遞機制 (traditional transmission mechanism of monetary policy) 及對此傳統機制之批評，並請探討近年來美國三度推動的量化寬鬆 (quantity ease) 政策是否期望依賴此傳統之傳遞機制。(25分)

試題評析	第四大題至少要能寫出幾個傳統之貨幣政策傳遞機制，包括利率管道，資產組合管道等。QE1,2,3 為「非傳統貨幣政策」，當然無法依賴傳統傳遞機制。
考點命中	第四題(一)：《高點貨幣銀行學(概要)》，2013年最新版，蔡經緯編著，頁7-7、8、15、16。 第四題(二)：《高點貨幣銀行學(概要)》，2013年最新版，蔡經緯編著，頁10-20。

答：

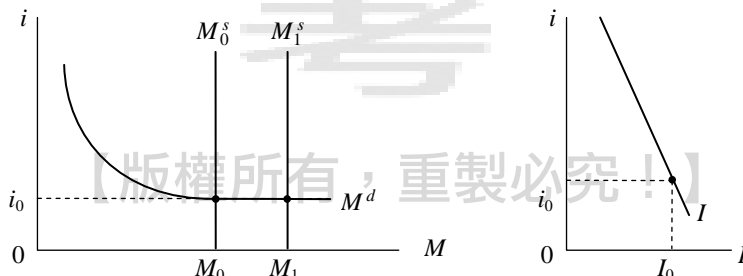
(一)傳統貨幣政策之傳遞機制，主要是指凱因斯提出的「利率效果」，或「利率管道」。



若貨幣供給 M_0 增至 M_1 ，能使貨幣市場利率由 i_0 降至 i_1 ，企業投資由 I_0 增至 I_1 ，總支出由 AE_0 上升至 AE_1 ，透過乘數效果使所得由 Y_0 提高至 Y_1 。

(二)對傳統傳遞機制之批評

1. 若經濟體系已經面臨利率低至極低水準，甚至掉入「流動性陷阱」，上述傳統機制下之貨幣需求曲線 (M^d) 呈水平線，此時貨幣供給增加，無法使利率再降低，人們只願意增加貨幣而不願增加債券之保有，故企業投資及總支出不變，貨幣政策無效。



2. 除傳統之傳遞機制外，貨幣政策尚有匯率管道使貨幣貶值以增加淨出口 ($X-M$)，資產組合平衡管道使財富增加及總支出提高，信用管道使銀行放款增加及投資增加等，此等管道與利率變動與否無關，可以直接增加總支出。

(三)QE1於2009年3月至2010年3月，Fed買入規模1.75兆美元之抵押貸款支持證券 (MBS)、政府債券及機構債

券；QE2於2010年8月至2012年6月，Fed買入6000億美元長期政府公債；QE3於2012年9月15日起，每個月Fed買入400億美元抵押貸款支持債券，但未定實施截止日；QE4於2012年12月加強QE3版本施行。此等「量化寬鬆」之非傳統貨幣政策，無法再有效降低利率，因而未能透過傳統之傳遞機制發揮效果。其管道則是銀行與金融機構之MBS被Fed收購，挹注資金至銀行體系（即央行不斷印鈔票救市），使政府債券收益率降低，銀行同業拆款利率降低，銀行體系願意提供企業放款，以增加消費及投資，藉此刺激景氣。

高點 · 高上 高普 特考

【版權所有，重製必究！】

高點·高上高普特考 goldensun.get.com.tw 台北市開封街一段2號8樓 02-23318268

【中壢】中壢市中山路 100 號 14 樓·03-4256899

【台中】台中市東區復興路四段 231-3 號 1 樓·04-22298699

【台南】台南市中西區中山路 147 號 3 樓之 1·06-2235868

【高雄】高雄市新興區中山一路 308 號 8 樓·07-2358996

【另有板橋·淡水·三峽·林口·羅東·逢甲·東海·中技·彰化·嘉義】