



析論調整重貼現率 對美元匯率的影響

——美國一九七八年的實證經驗——

一九七八年間美國重貼現率調整果真影響美元的外匯價值嗎？

陳新園譯

一九七八年間，美國的貨幣政策顯示受國際經濟情勢的影響極為敏感，此可由當年多次調整重貼現率時的附帶聲明看出（詳表一）。在一九七八年間的七次調整重貼現率中，有五次調整理由是基於對外匯市場情勢的考慮。反之，在以往兩年的四次重貼現率調整中，並無一次調整的理由曾涉及國際情勢問題（註一）。

部分經濟學家相信，提高重貼現率可經由宣示效果（Announcement effects）影響金融資產市場。因其可促使市場參與者預期未來的利率將較前所預測者為高，而使金融資產價格立即感受下降壓力（註二）。

。甚多的研究發現，此種宣示效果對美國與加拿大的經濟確實具有影響。但其他的研究則顯示，最近期間美國重貼現率的變動與美國金融資產價格的波動，兩者之間並無任何重要關係（註三）。

儘管數次重貼現率提高均有既定的目的，但是重貼現率變動對外匯市場似乎並未發生普遍而重大的宣示效果。本文將探討一九七八年間重貼現率變動對美元外匯價值的宣示效果。

一、調整重貼現率何以具有宣示效果？

重貼現率是聯邦準備銀行對會員銀行短期貸款所收取的利率。依目前的操作程序而言，重貼現率變動在達成貨幣政策的一般目標，特別是對控制銀行準備金或貨幣存量成長的有效程度是頗值懷疑的。提高法定準備與聯邦準備出售美國政府債券，將減少會員銀行存、放款的準備金的擴張能力。但是，提高重貼現率，則未必能產生相同的效果。雖然，重貼現率的提

高自會增加會員銀行借入準備金之成本；但是，借自聯邦準備銀行之準備金，僅占銀行準備金總額的一小部分而已（註四）。因此，藉提高重貼現率以減少會員銀行借款，既非強而有力，此種貨幣政策工具目前並未被廣泛採用。

註一：“Announcement” Federal Reserve Bulletin (January 1976), P. 65; (December 1976), P. 1061; (September 1977), P. 867; (November, 1977), P. 1031.

註二：對於宣示效果之深入討論，參見 Warren L. Smith, “The Instruments of General Monetary Control,” *National Banking Review* (September 1963), PP. 47-76.

註三：在美國，宣示效果對股票價格之影響的證明，可參見 Roger N. Waud, “Public Interpretation of Federal Reserve Discount Rate Changes: Evidence on the Announcement Effect,” *Econometrica* (March 1970), PP. 231-50. 宣示效果對加拿大經濟的影響之證明，見 M. L. Kliman, “The Administered Bank Rate and Its Announcement Effect,” *Canadian Journal of Economics* (November 1974), PP. 625-41. 一九六七年以後，在美國任何有意義之宣示效果存在的證明，參見 Raymond E. Lombra and Raymond G. Torto, “Discount Rate Changes and Announcement Effect,” *Quarterly Journal of Economics* (February 1977), PP. 172-76.

註四：見 R. Alton Gilbert, “Benefits of Borrowing from the Federal Reserve when the Discount Rate is Below Market Interest Rates, Rates,” this *Review* (March 1979), PP. 25-32. 及 Elijah Brewer, “Some Insights on Member Bank Borrowing,” *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives* (November/December 1978), PP. 16-21.