DOI: 10.6277/TER.2017.453.2

中央銀行溝通政策對台灣利率與匯率之影響

康濟虹・王泓仁・陳南光*

本文將台灣央行溝通政策實施方式, 以「央行理監事會後發布之新聞稿」及「央行官員在媒體上的發言」兩種不同角度做分類, 在每一種分類中, 細分出「貨幣政策」、「匯率政策」、「經濟前景」等至多三種溝通政策內容, 並以計量模型估計它們對利率及匯率的影響。若溝通政策的內容能有效揭露資訊, 則我們預期在新聞稿或媒體新聞發布的當日或隔日, 將引起市場上利率或匯率的變動, 且變動方向應與政策意涵一致。資料顯示, 央行鮮少在理監事會議後的新聞稿中對匯率走勢做出明確宣示, 但新聞媒體中有關央行官員發言的報導, 內容多數與匯率相關。實證結果顯示央行與匯率相關的政策溝通, 並不能顯著地影響匯率走勢, 但是與貨幣政策相關的內容, 則對於多種利率都具有合乎理論預期的影響。此結果顯示, 央行的確能利用溝通政策, 顯著影響國內貨幣市場的利率, 但對匯率的影響, 則較不顯著。

關鍵詞: 中央銀行, 透明度, 溝通政策
JEL 分類代號: E44, E58, F31

1 前言

近20年來, 各國中央銀行透明度 (central bank transparency) 議題愈來愈受到重視 (Fry et al., 2000; Geraats, 2006), 而央行在政策上的溝通模式及策略 (以下簡稱爲央行溝通政策) 也逐漸被採納爲增進央行透明度的重要方式之一。所謂央行溝通政策, 意指央行不以貨幣政策工具直接介入金融市

*作者分別爲休士頓大學博士生與國立台灣大學經濟學系教授。王泓仁爲通訊作者。我們非常感謝匿名審查人的意見與建議。文中如有任何疏漏, 悉由作者負責。

臺灣大學學術期刊資料庫

經濟論文叢刊 (*Taiwan Economic Review*), 45:3 (2017), 421–452。
國立台灣大學經濟學系出版

場來改變利率、匯率、及其它資產價格, 而是利用公開場合或大衆傳播工具 (例如新聞媒體或央行網站) 公布相關訊息, 使市場能探知央行政策目標與決策之依據, 甚或央行未來的政策動向。循此, Blinder et al. (2008) 將央行溝通政策目的略分爲二, 一爲提供市場訊息 (create news), 有效地引導利率、匯率及其它資產價格; 另一目的則爲減少雜訊 (reduce noise), 降低金融市場的波動性、增加貨幣政策的可預測性。

一般而言, 央行的貨幣政策工具只對相當短期的隔夜拆款利率具有直接影響效果, 而對長期利率及匯率僅有間接影響效果。有別於央行貨幣政策工具, 溝通政策可揭露資訊, 提供市場參與者預期基礎, 因此可作爲央行影響長期利率及匯率的重要管道 (Bernanke, 2004)。故溝通政策的效果, 近則可能影響金融市場之資產價格, 遠則可能掌控、引導長期物價預期。在最極端的情況下, 若央行具有足夠公信力, 甚至不需使用政策操作工具, 只需藉由口頭宣布政策調整, 即可引導利率沿央行期望的路徑變動, 達成穩定物價或協助經濟成長的最終目標 (Guthrie and Wright, 2000)。

本文之目的, 即在於探討台灣央行溝通政策的有效性, 亦即研究央行的溝通政策是否能影響利率與匯率, 引導其水準值。文獻中對於央行溝通政策的研究, 迄今尚未發展出完整的理論模型, 既有文獻仍以實證爲主。爲了避免將溝通政策量化產生的困難, Kohn and Sack (2003) 採用事件研究法, 檢視美國貨幣政策委員會會後聲明稿發表時, 對當日利率及匯率的變異數的影響效果; 若當日變異數增加, 表示聲明稿讓利率及匯率發生變化。該文研究結果指出, 相較於聯邦基金利率目標區的調整, 聲明稿對於長期利率變異數衝擊效果較大; 而前聯準會主席葛林斯班 (Greenspan) 在國會證詞對金融市場亦有顯著影響效果。Rosa and Verga (2007) 則將歐洲央行官員在記者會上的發言, 根據其強度, 進一步區分爲 +2 (最偏向緊縮性政策)、+1、0、−1、−2 (最偏向寬鬆性政策), 利用事件研究法, 發現歐洲央行官員的發言, 有助於預測未來的貨幣政策動向。

除了事件研究法, 文獻上亦有利用其它實證方法分析央行溝通政策對金融市場的影響。Guthrie and Wright (2000) 採用路透社 (Reuters) 新聞, 搜尋包含「紐西蘭儲備銀行」與「貨幣」或是「紐西蘭儲備銀行」與「Brash」(1988至2002期間紐西蘭儲備銀行主席) 兩者關鍵字的報導, 並將儲備銀

臺灣大學學術期刊資料庫

行官員的言論依據其是否爲緊縮性政策給予 +1, 0, −1 的分類, 再利用結構式 VAR 模型驗證溝通政策對利率及匯率的衝擊效果。結果發現溝通政策無論對短期利率或是長期利率水準值皆有顯著的正向影響。Ehrmann and Fratzscher (2007) 同樣搜尋路透社新聞, 將央行官員發言的溝通政策依照內容, 進一步區分爲貨幣政策及經濟前景政策兩種, 並分別給予 +1、0、−1 的數值, 再利用 EGARCH 模型, 比較美國聯準會、歐洲央行及英國央行的溝通策略, 對於利率與匯率的水準值的影響。實證結果發現, 美國聯準會主席發言的溝通效果顯著大於其他聯準會成員, 而採取合議制 (collegiate) 的歐洲央行, 其央行主席發言的影響效果與其他央行官員的差異則不顯著。整體而言, 儘管採取的溝通策略有所不同, 美國聯準會及歐洲央行的溝通政策對金融市場的影響效果並無顯著差異, 隱含最適溝通策略可能不止一種的推論。

央行的溝通政策除了影響利率之外, 也可能會影響匯率。Jansen and Haan (2005) 利用彭博社 (Bloomberg) 的新聞報導及 EGARCH 模型檢視不同類別的溝通政策對歐元兌美元匯率的影響。結果指出, 歐洲央行官員發表有關阻止歐元貶值的言論, 對匯率並無顯著影響。Fratzscher (2006) 利用路透社新聞, 辨別出美國聯準會、歐洲央行與日本央行對其匯率市場的口頭干預日期, 並同樣使用 EGARCH 模型, 比較口頭干預與實質干預, 對匯率水準值及變異數的長期影響。結果發現, 央行的匯率溝通政策, 對短期的匯率無顯著影響, 但能顯著並有效影響6個月遠期匯率, 且降低長期匯率波動性; 而匯率的實質干預, 則傾向增加匯率的波動性。

在本文中, 我們從兩種不同角度分類溝通政策, 分別探討它們對於利率與匯率的影響。第一類型爲央行於例行理監事會議後發布之理監事會議決議新聞稿; 我們並進一步將新聞稿內容依其性質分爲「貨幣政策」及「經濟前景」兩種 (詳見第3節之說明), 以了解不同溝通政策內容對利率與匯率的影響。第二類型爲央行官員在媒體上之發言; 我們從新聞媒體資料中蒐集台灣央行官員的發言, 並將政策內容依其性質分爲三種:「貨幣政策」、「經濟前景」、及「匯率政策」, 探討不同溝通政策內容對利率與匯率的影響。在檢驗溝通政策是否有效時, 我們沿襲 Kohn and Sack (2003) 的作法, 以溝通政策影響市場當日是否引起市場變動 (相關利率/匯率之變異數在當

臺灣大學學術期刊資料庫

日是否增加)、以及該利率/匯率的變動方向是否與政策意涵一致, 作爲溝通政策有效性的判斷。亦即, 我們定義溝通政策的有效性爲, 該政策讓當日市場利率與匯率發生變動 (以變異數增加爲判斷), 並使其水準值發生與政策意涵一致的改變。

本文架構如下: 第2節先說明央行溝通政策的含意, 並簡述台灣溝通政策實施情形、比較與各國央行主要溝通政策之異同; 第3節描述本文所採用的實證方法及模型; 第4節說明資料來源並分析實證結果; 最後第5節爲結論。

2 央行溝通政策

貨幣政策透明度意指央行貨幣政策制定過程中, 可被私部門觀察到之相關資訊的多寡。適宜的透明化貨幣政策有助於加強央行權責性及公信力, 良好的溝通政策則有助於增進央行透明性。在現實世界中, 央行通常較市場參與者具有資訊優勢, 不論是央行的政策目標、總體經濟模型, 即時經濟數據, 或是經濟情勢的評估等等, 都非一般大眾可以容易獲得的資訊或工具 (Bernanke, 2004)。當存在資訊不對稱的情形, 以致市場參與者必須猜測或推論央行貨幣政策動向時, 將產生金融市場的不確定性。因此, 當央行貨幣政策執行的動向或策略改變時, 透過溝通政策, 可讓市場了解央行貨幣政策背後的考量與目的, 藉以引導市場的預期, 減少市場不確定性, 增加貨幣政策的有效性。

台灣央行於1979年由總統府改隸於行政院之下, 屬於行政院的部會級機關。如同大多數國家央行, 早期台灣央行對於貨幣政策目標及決策過程, 均秘而不宣。1990年代各國央行政策逐步走向透明化, 民眾對台灣央行決策過程的獨立性與透明性議題之關注漸增, 理事會的組成與運作方式, 亦漸受重視。當時央行理監事會的組成多爲政府部會及公營銀行首長, 會議討論內容與政策決議也不向外界公開。[1] 隨著要求央行政策透明化的呼聲

[1]從1992年8月8日聯合報1版報導中可管窺一二:「央行3個月一次例行的理監事會議昨天下午3點召開, 會議進行兩個小時, 與會的包括財政部長王建煊、經濟部長蕭萬長、交通銀行董事長梁國樹、台灣銀行董事長許遠東、行政院主計處長于建民、監察院審計部審計長蘇振平, 央行的兩位副總裁及各局處長, 會議由央行總裁謝森中主持。··· 對於與會者對未來經濟情勢的看法及討論情形, [央行副總裁] 俞政拒絕向記者說明, 只提供央行

臺灣大學學術倫理與智慧財產權

表 1: 各國央行主要溝通政策

	G3			通貨膨脹目標化之央行						
	美國	歐洲央行	日本	英國	加拿大	紐西蘭	澳洲	瑞典	瑞士	台灣
權責性										
量化通貨膨脹目標	否	是	否	是	是	是	是	是	是	否
至國會報告	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
政策決策										
會後立即宣布決策	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
記者會	否	是	是	否	否	是	否	是	是	是
新聞稿	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
公布會議記錄	是	否	是	是			否	是	否	否
公布記名表決	是	否	是	是			否	是	否	否
經濟評估										
貨幣政策報告	每半年	按月	按月	按季	按季	按季	按季	按季	按季	每半年
公布估測資料	每半年	每半年	每半年	按季	按季	按季	按季	按季	按季	按季
量化風險評估	否	否	否	是	否	否	否	是	否	否

註: 1. 本表引用自 Bank for International Settlements (2004, p.76), Table IV.1; 台灣部分爲作者整理。
2. 歐洲央行亦爲採用通貨膨脹目標機制之央行。

日益升高, 在1990年代中期台灣央行開始於理監事會議後召開記者會、發布新聞稿說明央行貨幣政策運作的基本看法。[2]

各國央行有不同的貨幣政策決策方式, 也可能採取不同的溝通政策。表1引用 Bank for International Settlements (2004) 年報及作者整理之資料, 展示台灣及世界各國主要央行採用的溝通政策, 並以權責性、政策決策與經濟評估三個面向做區分。紐西蘭及瑞典央行等採行通貨膨脹目標化 (inflation targeting) 的國家, 無論是在權責性或是政策決策方面, 皆具有較高的透明程度 (Eijffinger and Geraats, 2006)。[3]

針對今年上半年經濟金融概況提出的報告。」

[2]我們可從現行資料中找到的最早央行理監事會後新聞稿爲1994年7月22日, 資料來源爲經濟日報2版。

[3]1990年紐西蘭央行率先採行通貨膨脹目標化後, 加拿大、英國、瑞典、芬蘭、澳洲等國家之央行紛紛跟進, 至今採行通貨膨脹目標機制的央行已逾20多國。通貨膨脹目標化爲一種貨幣政策的執行策略。其捨棄貨幣政策的中間目標, 直接利用操作目標 (如利率及貨幣基數)、達成貨幣政策目標。在此機制下, 貨幣政策的執行很大程度上必須仰賴私部門對通

臺灣大學學術期刊資料庫

3 溝通政策的定義方式與衡量

本文參考黃富櫻 (2006) 對台灣央行溝通政策的說明, 將溝通政策分爲「實施方式」及「政策內容」兩個層次, 其中我們以兩個不同角度分類「實施方式」: 一爲央行理監事會議後之新聞稿, 二爲央行官員在媒體上之發言; 每一類實施方式, 再依其內容性質, 歸納出至多三種「政策內容」: 經濟前景、貨幣政策、或匯率政策。以下我們針對上述兩種實施方式及其政策內容, 做進一步說明。

1. 央行理監事會議後之新聞稿:

   央行於每季召開一次理監事會議, 會後召開記者會, 發表新聞稿, 說明政策是否調整及其原因, 並簡述央行對國內經濟成長與物價走勢的看法。[4] 除了例行的理監事會議外, 央行也在必要時另行召開理監事會議; 例如2008年美國次級房貸引發金融海嘯時, 央行即曾另外召開兩次會議。在此實施方式中, 我們依新聞稿內容, 歸納出貨幣政策及經濟前景兩種政策內容。此分類的政策內容未包含匯率政策, 原因在於央行理監事會對匯率政策的決議內容通常較爲制式, 例如「新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定, 惟若有不規則因素 (如短期資金大量進出) 及季節因素, 導致匯率過度波動與失序變化, 不利經濟與金融穩定時, 本行將維持外匯市場秩序」, 因此難以判斷其政策傾向, 故我們未將匯率政策納入決議新聞稿內容分類中。針對貨幣政策及經濟前景兩種溝通政策內容, 我們探討相關新聞稿的發布是否造成市場上利率與匯率的變動 (以其變異數是否在新聞稿發布後增加爲判斷標準), 以及該政策是否能引導利率及匯率水準值至政策方向。

貨膨脹率的預期。爲了有效引導、型塑市場參與者的預期, 央行通常明訂物價穩定爲首要目的, 並公布央行欲達成之通貨膨脹目標區; 於貨幣政策會議後, 隨即宣布決議的短期利率, 並定期發行通貨膨脹報告書, 內容詳細說明對通貨膨脹的評估及預測, 以及背後的理論基礎。因此, 採行通貨目標機制的國家, 其央行通常具有較高透明度。儘管如此, 採行此機制並非央行透明度的唯一或必要條件。

[4]央行利率政策工具包括重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率; 其它央行貨幣政策工具尚有金融機構存款準備率、央行發行之定期存單及國庫券等等。

臺灣大學學術期刊資料庫

2. 央行官員在媒體上之發言:

包含媒體報導之央行總裁在立法院的報告及被質詢內容、央行理監事會議的決議說明、以及其它央行官員發言, 等等。我們將其發言內容區分爲貨幣政策、經濟前景、以及匯率政策三種, 以了解央行官員發言對利率及匯率的影響。

雖然上述兩類「實施方式」中的「政策內容」或有重疊, 但亦互有不同。例如, 第一類實施方式包含了央行自行發布在其網站上之新聞稿、以及理監事會後的現場詢答等等, 其內容不一定完整見報; 對於專業投資人而言, 完整的央行新聞稿或許比媒體的節錄內容更爲重要。第二類實施方式則包含了央行官員在多種場合的發言。我們在此文章中將溝通政策實施「方式」分爲兩類的目的, 不在於關注「政策內容」的異同, 而更著眼於分析不同溝通「實施方式」(央行新聞稿、或是媒體報導) 產生的影響。

在實證分析時, 我們將溝通政策的有效性定義爲, 該政策訊息到達市場時造成當日利率與匯率的變動 (以其變異數是否在政策發生之日或後一日有所增加爲判斷標準), 並使其水準值發生與政策意涵一致的改變。考慮利率與匯率條件變異數常隨時點不同而改變, 並具有波動群聚 (volatility clustering) 之現象, 本文採用 Bollerslev (1986) GARCH 模型, 探討溝通政策對利率與匯率的影響。[5]

3.1 央行理監事會議後發布之新聞稿: 變數定義及實證模型

我們以 $C_{1,t}^{MP}$ 及 $C_{1,t}^{EC}$ 分別代表貨幣政策變數及經濟前景變數, 其中下標1代表第1類的溝通政策實施方式 (即「央行理監事會議後發布之新聞稿」)。我們再根據兩種政策內容的性質, 定義 $C_{1,t}^{MP}$ 及 $C_{1,t}^{EC}$ 兩變數如下:[6]

$$C_{1,t}^{MP} = \begin{cases} +1 \text{ 緊縮貨幣政策}, \\ \ \ 0 \text{ 中立的貨幣政策}, \\ -1 \text{ 寬鬆貨幣政策}。 \end{cases}$$

[5] Kohn and Sack (2003) 利用事件研究法探討聯準會新聞稿對利率及匯率變異數是否有顯著影響效果, 而 Ehrmann and Fratzscher (2007) 則利用 EGARCH 模型檢視央行官員發言對利率、匯率水準值的影響效果。

[6] 本文對溝通政策內容的細項分類方式參考 Ehrmann and Fratzscher (2007) 的做法。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 2: 央行理監事會決議新聞稿之內容分類

貨幣政策($C_{1,t}^{MP}$)	次數	百分比
緊縮 (+1)	17	37%
中立 (0)	8	17%
寬鬆 (−1)	21	46%
總計	46	100%
經濟前景 ($C_{1,t}^{EC}$)	次數	百分比
看佳 (+1)	23	50%
不變 (0)	11	24%
低迷 (−1)	12	26%
總計	46	100%

$$C_{1,t}^{EC} = \begin{cases} +1 \text{ 經濟前景看佳,} \\ \ \ 0 \text{ 經濟前景不變,} \\ -1 \text{ 經濟前景低迷。} \end{cases}$$

值得注意的是, 此定義中並無包含大於 +1 及小於 −1 的數值, 亦即我們並無區分溝通政策對市場影響的強度。表 2 爲央行理監事會決議內容之分類結果及相關統計。

若央行溝通政策確實對市場產生影響, 我們預期在政策影響市場當日, 利率與匯率將發生變動, 而此變動將導致觀察到的上述兩率的變異數在當日有所增加 (當控制其它影響因素後)。因此, 我們以央行理監事會議召開日期爲基準, 界定央行理監事會議後的溝通政策影響期間。考慮央行理監事會議結束後, 召開記者會時間多在下午 3 點以後, 因此央行理監事會後之新聞稿真正對市場造成衝擊之時點, 應是會議召開隔日。因此, 我們定義事件發生期間爲央行理監事會議召開後一日, 比較期間爲央行理監事會議前五天, 包括央行理監事會議召開當日, 如圖 1 所示。事件發生期間與比較期間則皆指市場交易日。[7]

[7] 樣本期間中, 有兩次例外: 央行於股市開盤前即召開記者會、宣布調整重貼現率, 一次爲 2008 年 10 月 9 日, 一次爲 2008 年 10 月 30 日。我們調整其事件發生期間爲央行理監事會議召開當日, 比較期間爲央行理監事會議前五日, 不包括央行理監事會議召開當日。

臺灣大學學術期刊資料庫

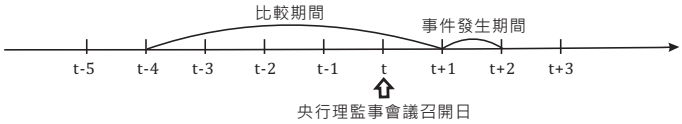


圖 1: 事件期間及比較期間

由於利率與匯率的條件變異數常隨時點不同而改變, 並具有波動群聚的現象, 我們採用 Bollerslev (1986) 所提出的 GARCH 模型, 以修正其偏態、峰態以及波動性不一致的問題:

$$\Delta r_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta r_{t-1} + \alpha_2 sr_t + \alpha^{MP} C_{1,t}^{MP} + \alpha^{EC} C_{1,t}^{EC} + \delta_1' X_t + \varepsilon_t, \quad (1)$$

$$\varepsilon_t = \sigma_t z_t, \quad z_t \overset{\text{i.i.d.}}{\sim} N(0,1),$$

$$\sigma_t^2 = \omega_1 + \theta_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \phi_1 \sigma_{t-1}^2 + \psi_1 \text{dummy}_{\text{meeting day}} + \psi_2 \text{dummy}_{5\,\text{trading days}}, \quad (2)$$

其中, Δr_t 爲 t 期之利率變動; Δr_{t-1} 爲利率變動落後一期; sr_t 爲未預期到之央行重貼現率之變動; X_t 爲其它控制變數的向量。關於控制變數將於第4.1節詳述。(2) 式中,

$$\text{dummy}_{\text{meeting day}} = \begin{cases} 1 & \text{事件發生期間,} \\ 0 & \text{其它期間。} \end{cases}$$

$$\text{dummy}_{5\,\text{trading days}} = \begin{cases} 1 & \text{比較期間,} \\ 0 & \text{其它期間。} \end{cases}$$

若溝通政策造成利率及匯率變動, (2) 式中 $\psi_1 - \psi_2$ 應顯著大於0。

3.2 央行官員在媒體上之發言: 變數定義及實證模型

爲了瞭解央行官員透過發言達到溝通目的的影響效果, 我們搜集相關的新聞資料, 包括央行總裁在立法院的發言、其他央行官員平日發言及理監事會議召開後的發言, 並以 $C_{2,t}^{MP}$、$C_{2,t}^{EC}$、及 $C_{2,t}^{EX}$ 等三個變數, 分別代表發言中有關貨幣政策、經濟前景、及匯率政策的內容; 上述變數的下標 2 代表

臺灣大學學術期刊資料庫

第2類溝通方式 (即「央行官員在媒體上之發言」)。其中貨幣政策與經濟前景政策的細項分類與3.1節相同, 而匯率政策的細項分類如下:[8]

$$C_{2,t}^{EX} = \begin{cases} +1 \text{ 台幣升值政策,} \\ \ \ 0 \text{ 不明確的匯率政策,} \\ -1 \text{ 台幣貶值政策。} \end{cases}$$

我們利用「台灣新聞智慧網」資料庫, 搜尋2001到2010年之間, 經濟日報新聞標題及內文提及「央行官員」、「彭淮南」、同時包含「央行」加「匯率」、「央行」加「匯價」兩組關鍵字的報導, 得到9,830條新聞, 其中與央行官員發言之相關報導爲409條。[9] 由於我們的目的爲探討溝通政策是否提供市場參與者未知的資訊, 使市場參與者調整預期、進而影響利率及匯率, 因此, 若新聞內容只是對過去的經濟情況提出說明, 便不放入資料分類之中。簡言之, 我們僅考慮具有前瞻性的央行官員政策發言。附錄5提供幾則分類例子, 包括新聞內容及分類結果。[10]

經過分類整理後, 不同類別的央行官員溝通政策分布情形簡述如表3。總計溝通次數最多的類別爲匯率政策, 約佔全部分類結果的62%, 顯見我國媒體與央行官員對於匯率政策的重視。匯率政策的發言中, 有關匯率貶值的內容比例最高, 不明確的匯率政策次之。貨幣政策的發言則以寬鬆或中立傾向的政策內容居多。此外, 台灣央行官員較少對經濟情勢做出評論, 因此經濟景氣溝通部分次數明顯較少。

圖2爲央行官員在媒體上之溝通政策發言內容於2001至2010年間的分布圖, 圖2(a)、2(b) 分別爲官員發言內容爲貨幣政策、經濟前景政策, 並輔以央行貨幣政策工具之一的重貼現率作爲對照。[11] 我們可以看出經濟前

[8]本文對匯率溝通政策的細項分類方式係參考 Fratzscher (2006) 的做法。雖然若將匯率政策再細分, 或可分爲助升、阻貶、不明確、阻升、助貶等五類, 但助升和阻貶、以及阻升和助貶, 不易明確區分, 反而可能造成認定模糊的問題。因此, 本文僅將匯率政策分爲三類, 其中升值政策可以包含阻貶與助升, 而貶值政策可以包含阻升與助貶。

[9]現任央行總裁彭淮南先生於1998年2月就任, 而本文採用的資料期間爲2001年至2010年, 因此我們並無特別考慮不同央行總裁可能有不同風格, 或採用不同溝通方式的問題。

[10]相關新聞分類資料歡迎來信索取。

[11]由於我們的主要實證目的, 在於檢視兩類溝通政策實施方式 (央行新聞稿、或是媒體

臺灣大學學術期刊資料庫

表 3: 央行官員發言內容之分類結果

貨幣政策 ($C_{2,t}^{MP}$)	次數	百分比
緊縮 (+1)	30	25%
中立 (0)	44	36%
寬鬆 (−1)	47	39%
總計	121	100%
經濟前景 ($C_{2,t}^{EC}$)	次數	百分比
看佳 (+1)	18	52%
不變 (0)	4	11%
低迷 (−1)	13	37%
總計	35	100%
匯率政策 ($C_{2,t}^{EX}$)	次數	百分比
升值 (+1)	65	26%
不明確 (0)	73	29%
貶值 (−1)	115	45%
總計	253	100%

景溝通政策相對少於貨幣及匯率溝通政策。而央行調整重貼現率時, 貨幣溝通政策的頻率也隨之增加, 儘管其方向並非完全一致, 不過大致相仿。圖 2 (c) 爲匯率溝通政策及美元兌新台幣匯率, 可以看出匯率溝通政策及匯率走勢略呈逆風頂立的現象, 即新台幣貶 (升) 值時, 央行偏向台幣升 (貶) 值溝通政策。

在此值得說明的是, 新聞所報導的央行官員發言已經過媒體記者的篩選, 因此並非所有的央行官員發言都會被刊登報導。儘管如此, 我們的目的在於檢視央行溝通政策對於金融市場的影響, 因此若無媒體報導, 則其對金融市場應無影響。另一方面, 某種程度上我們可以預期, 市場愈關注的新聞, 媒體的報導篇幅就愈多, 故而利用新聞報導了解央行溝通政策, 亦

報導) 對於利率及匯率的影響, 因此兩類溝通政策實施方式當中的「貨幣政策」及「經濟前景」溝通次數, 亦分開計算, 不相互加總。亦即圖 2 (a)、(b) 有關媒體報導的「貨幣政策」及「經濟前景」次數, 並不包含 3.1 節央行新聞稿的相關次數。

臺灣大學學術期刊資料庫

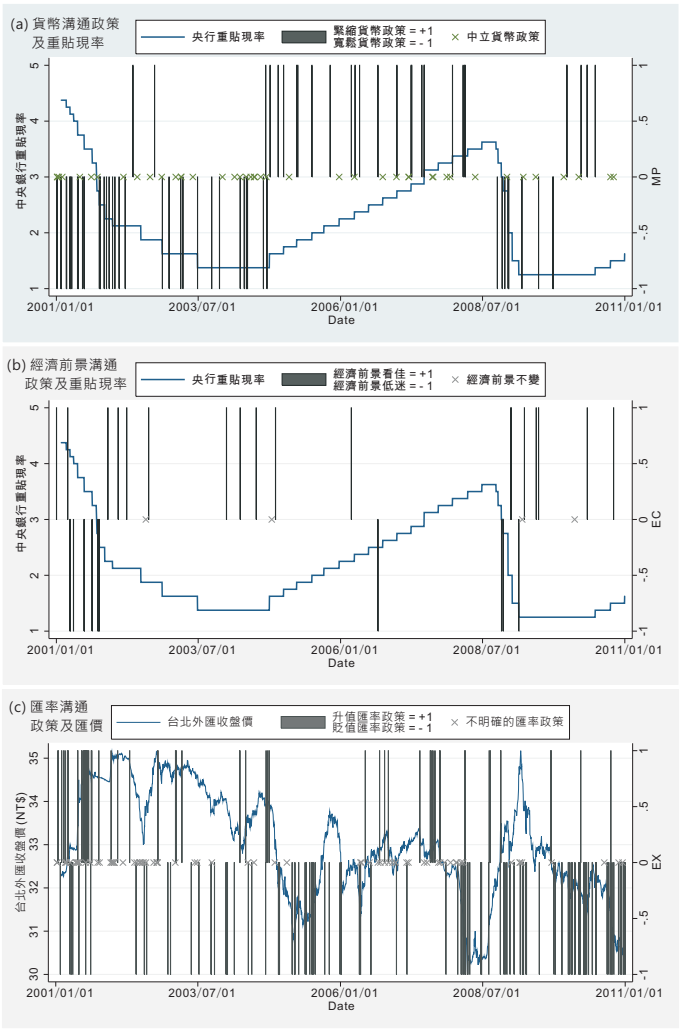


圖 2: 央行官員在媒體上之溝通政策發言內容分布情形

不失其有效性。

我們利用 GARCH(1,1) 模型, 檢視央行官員發言內容對利率與匯率的影響。此外, 利率與匯率也同時受到央行政策工具及市場基本面的影響, 所以必須在模型中控制相關影響:

臺灣大學學術期刊資料庫

$$\Delta r_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta r_{t-1} + \beta_2 sr_t + \beta^{MP} C_{2,t}^{MP} + \beta^{EX} C_{2,t}^{EX} + \beta^{EC} C_{2,t}^{EC} + \delta_2' X_t + \varepsilon_t, \tag{3}$$

$$\varepsilon_t = \sigma_t z_t, \quad z_t \overset{\text{i.i.d.}}{\sim} N(0,1),$$

$$\sigma_t^2 = \omega_2 + \theta_2 \varepsilon_{t-1}^2 + \phi_2 \sigma_{t-1}^2 + \psi^{MP} CD_t^{MP} + \psi^{EX} CD_t^{EX} + \psi^{EC} CD_t^{EC}, \tag{4}$$

式 (3) 中, Δr_{t-1} 爲利率或匯率變動落後一期, sr_t 爲未預期到之央行重貼現率之變動, X_t 爲其它控制變數, 與 (1) 式相同。而式 (4) 中,

$$CD_t^{MP} = \begin{cases} 1 & \text{央行貨幣政策溝通日,} \\ 0 & \text{其它情況。} \end{cases}$$

$$CD_t^{EC} = \begin{cases} 1 & \text{央行經濟前景溝通日,} \\ 0 & \text{其它情況。} \end{cases}$$

$$CD_t^{EX} = \begin{cases} 1 & \text{央行匯率政策溝通日,} \\ 0 & \text{其它情況。} \end{cases}$$

因此, 從式 (4) 可瞭解溝通政策對變異數的影響。例如, 若 ψ^{MP} 爲正向顯著, 代表貨幣溝通政策能在發布當日顯著影響利率或匯率。

4 實證資料與結果

4.1 資料來源與說明

本文的利率變數包括隔夜拆款利率、商業本票利率30天期、90天期、180天期、公債指標殖利率10年期, 加上美元兌新台幣匯率, 涵蓋2001–2010年之日資料。其中除隔夜拆款利率取自 AREMOS 資料庫外, 其餘資料皆來自台灣經濟新報資料庫 (TEJ)。由於各個資料缺漏情形各有不同, 其交易日也有些微差異, 因此我們將資料筆數及資料涵蓋其間列於附錄5表10, 其敘述統計量則列於附錄5表11。台灣短期票券之主要種類包含商業本票、銀行可轉讓定期存單、承兌匯票與國庫券, 其中又以商業本票的發行額及交易金額最大, 爲貨幣市場中最具代表性的交易工具 (見附錄5表12

臺灣大學學術期刊資料庫

); 儘管銀行可轉讓定期存單近年來交易重要性逐漸增加, 但並無資料庫提供其利率日資料, 因此我們使用商業本票次級市場利率做爲短期利率的被解釋變數。[12]

台灣長期債券交易工具可略分爲政府公債、公司債、金融債券及外國債券, 其中政府公債發行額占半數以上, 交易金額更占九成左右 (見附錄5表13)。而政府公債中, 又以10年期公債發行金額最大 (見附錄5表14), 交易也較爲熱絡, 因此我們僅採用10年期的公債指標殖利率。

爲了瞭解溝通政策的影響效果, 我們必須控制央行政策工具對於利率與匯率的影響。央行可透過政策工具直接或間接影響市場利率, 例如, 利用公開市場操作, 發行或收回央行定期存單, 央行可直接影響市場利率; 調整重貼現率、存款準備率及央行準備金乙戶利率則可間接影響市場利率。以下說明這四個控制變數:

(1) **重貼現率**

重貼現率爲銀行及金融機構需要資金時, 向央行貼現窗口借貸資金之還款利率, 爲央行重要的貨幣政策工具之一。儘管於2003年3月後, 重貼現率已高於金融機構間隔夜拆款利率, 因此金融機構使用貼現窗口增加流動性的成本高於利用拆款市場借款的成本。儘管如此, 重貼現率仍具有間接引導市場利率的宣示效果, 市場參與者也可從重貼現率的調整一窺央行對貨幣政策的傾向。

必須特別注意的是, 由於我們使用的是日資料, 因此「未預期到」的重貼現率調整幅度才會對當日市場造成衝擊。舉例來說, 2008年6月26日, 市場原先預期央行將會調高重貼現率0.25個百分點, 但央行理監事會決議調升重貼現率0.125個百分點, 則實際上重貼現率是「意外地調降了」0.125個百分點; 而已被預期到的調整幅度, 應已在政策實施前反應, 在政策實施當日對金融市場應無顯著影響。若

[12]商業本票次級市場利率又分爲買入和賣出兩種, 儘管買入及賣出的利率走勢大略相同, 但因我們關心的議題爲溝通政策對利率及匯率的影響, 以商業本票而言, 銀行或票券及信託公司買入商業本票, 放出資金, 影響金融市場資金的寬鬆、緊俏程度, 進而改變資產價格, 因此買入商業本票之利率對我們的研究相對重要, 故選用買入利率做爲代表。

臺灣大學學術典藏

我們直接將重貼現率的調整幅度放入迴歸式中, 不僅會錯估其影響幅度, 甚至會混淆其影響向度。

爲了捕捉此一「未預期」的效果, 我們利用「台灣新聞智慧網」資料庫, 搜尋2001–2010年間, 所有經濟日報裡含有「重貼現率」、「理監事會」關鍵字的新聞, 發現於央行理監事會議召開前幾日, 常有該次會議可能調整重貼現率幅度之新聞, 其消息來源或來自央行不具名人士、或由金融機構分析師所預測。根據新聞內容, 可推得「預期重貼現率調整幅度」, 而重貼現率的實際調整日期及幅度均可自央行網站取得。我們將實際調整幅度減去預期調整幅度中間值, 估計出「未預期之重貼現率調整幅度」。估計的詳細內容與方法請見附錄5。

(2) **公開市場操作**

央行每日透過公開市場操作, 在金融市場中買賣票債券, 調節市場資金多寡。然而公開市場操作對貨幣市場影響能力亦相對於準備貨幣之規模。故而我們將每日公開市場操作淨釋出金額除以當日之準備貨幣, 做爲控制變數之一。公開市場操作金額及準備貨幣日資料皆取自於 AREMOS 資料庫。

(3) **存款準備率**

金融機構對其吸收的各類存款, 必須提存一定比率, 以因應存款戶要求支付的需求, 該比率即爲存款準備率。若央行認爲市場資金不足, 則可調降存款準備率, 使金融機構可運用的資金增加, 進而影響市場利率。但因存款準備率於研究期間只調整過兩次, 且兩次調整幅度恰好互相抵銷, 無法做爲解釋能力良好之控制變數, 是以我們不予採用。

(4) **央行準備金乙戶利率**

銀行存放央行之準備金分爲甲、乙戶兩種。甲戶可隨時憑票存取, 爲不計利息之存款; 乙戶則不能隨意動用存取, 因此央行酌予給息, 每半年付息一次, 該利率水準即爲準備金乙戶利率。準備金乙戶利率

臺灣大學學術期刊資料庫

可反映銀行的資金成本, 乙戶利率越高, 代表銀行貸放給其它金融機構或企業的資金成本越高, 因此央行調整乙戶利率時, 也可間接影響市場利率。準備金乙戶利率的調整日期與幅度取自於央行網站。[13]

針對利率的迴歸, 除了央行貨幣政策的影響之外, 市場基本面亦會影響當日利率的變動。因此, 我們加入利率工業生產指數及出口訂單指數 (月資料) 作爲控制變數, 並於解釋變數中加入利率落後一期。

針對匯率的迴歸, 我們使用台灣及美國利率變動差、工業生產指數變動的差異 (月資料)、消費者物價指數變動的差異 (月資料), 以及台灣的主要貿易競爭對手: 日本、中國、韓國的匯率差分, 來控制市場基本面對匯率的影響。我們從美國聖路易聯邦儲備銀行 (Federal Reserve Bank of St. Louis) 取得美國聯邦基金利率日資料、工業生產指數及消費者物價指數月資料, 並自 AREMOS 資料庫取得台灣相應資料。美元兌日圓、美元兌人民幣及美元兌韓圜匯率的日資料則從 Datastream 資料庫取得。此外, 除了以未預期到的重貼現率變動作爲央行政策工具對匯率的影響變數, 我們利用央行國外資產 (月資料, 剔除匯率變動因素) 做爲央行干預匯率的代理變數, 並在解釋變數中加入匯率差分落後一期。

4.2 央行理監事會後之新聞稿: 實證結果

表 4 爲式 (1) 及式 (2) 對利率的估計結果。從表中第一列, 可以看出未預期到的重貼現率調整, 無論是對短期的貨幣市場利率或是長期公債利率, 皆能顯著影響其水準值。當重貼現率無預警調升一個基準點時, 隔夜拆款利率將上升約 0.14 個基準點。而商業本票市場對重貼現率的調整比隔夜拆款利率更加敏感, 當重貼現率調升一個基準點時, 30 天期之商業本票利率約上升 0.31 個基準點。[14] 理論上, 央行的貨幣政策工具一般對短期利率的

[13]本文的利率、重貼現率、央行準備金乙戶利率之變動量皆以一個利率基準點 (basis point, 即 0.01%) 爲單位。

[14]理論上, 短期利率上升時, 整條收益曲線也會隨之往上移動, 並且短天期利率的上升幅度會大於長天期利率的上升幅度。然而, 短天期利率的上升幅度大於長天期利率的上升幅度有一必要前提, 即不同天期到期的債券, 不管是倒帳風險、流動性風險, 或是政府對票債券收益的稅率均相同。而隔夜拆款利率、商業本票利率及公債殖利率, 無論是倒帳風險或流動性風險皆不相同。且當未預期到的重貼現率增加時, 對不同期限、不同類型的債券所

臺灣大學學術期刊論文版

表 4: 央行理監事會議後之新聞稿對利率的影響效果

解釋變數	金融業隔夜拆款利率	商業本票利率30天期	商業本票利率90天期	商業本票利率180天期	公債殖利率10年期
水準值迴歸式: (1) 式					
利率差分落後一期	−0.2349***	0.0802	0.0639*	−0.1768***	0.0525**
	(0.0181)	(0.0508)	(0.0339)	(0.0616)	(0.0241)
未預期到之重貼現率變動	0.1367***	0.3111***	0.4108***	0.5417***	0.1896***
	(0.0063)	(0.0149)	(0.0101)	(0.0202)	(0.0419)
央行乙戶利率	0.1737***	0.0015	−0.0034	0.0030	0.0026
	(0.0072)	(0.0143)	(0.0092)	(0.0079)	(0.0133)
央行公開市場操作	−0.5212***	3.2472***	2.5116***	1.0753	3.1371
	(0.1959)	(0.8821)	(0.8903)	(1.1439)	(2.3276)
工業生產指數變動	−0.0032***	−0.0732***	−0.0102**	0.0010	0.0272
	(0.0009)	(0.0064)	(0.0042)	(0.0072)	(0.0176)
出口訂單指數變動	0.0014***	−0.0146***	0.0238***	0.0014	0.0053
	(0.0003)	(0.0037)	(0.0018)	(0.0025)	(0.0064)
貨幣政策	1.8110***	1.9115***	1.6777***	1.6613***	1.2284***
	(0.2645)	(0.1750)	(0.2250)	(0.3091)	(0.4767)
經濟前景	1.9044***	0.8398***	0.1844	0.0667	−1.1052**
	(0.2907)	(0.1666)	(0.2507)	(0.3281)	(0.5348)
變異數迴歸式: (2) 式					
事件期間 (ψ_1)	7.8788***	3.2841***	3.4323***	3.0775***	1.0914
	(0.2213)	(0.0648)	(0.0557)	(0.1231)	(2.8266)
比較期間 (ψ_2)	−0.2231	−1.1298***	1.3295***	0.6088***	−0.2282
	(1.1473)	(0.1453)	(0.0394)	(0.1858)	(2.1974)
σ_t^2 的增加 ($\psi_1 - \psi_2$)	8.1019***	4.4139***	2.1028***	2.4687***	1.3196
	(1.1385)	(0.1585)	(0.0708)	(0.2432)	(4.4750)

註: 1. *、**、*** 分別代表具有10%、5%、1% 的統計顯著水準。

2. 括號內爲標準誤。

影響效果較爲顯著, 然而實證結果顯示, 台灣央行貨幣政策工具對長期利率亦有顯著影響效果。

控制變數方面, 央行乙戶利率對隔夜拆款利率有顯著正向影響效果, 亦即央行乙戶利率調升時, 市場借貸成本提高, 因此市場短期利率也受到正向影響而提高。至於央行公開市場操作淨釋出金額, 我們預期當該變數上升時, 因貨幣供給增加, 借貸成本相對下降, 影響市場短期利率反向降低。然而, 在5%顯著水準下, 實證結果卻爲正向影響30天及90天期的商業本票利率, 與我們的預期不符。其可能原因爲, 中央銀行發行定期存單 (NCD) 的目的有二, 其一爲影響市場利率, 其二爲沖銷央行在匯率市場買賣所造

要求的風險貼水變動可能也有所不同。因此未預期到的重貼現率調整對利率的影響, 不見得會隨著利率到期期限的增加, 而逐漸遞減。

臺灣大學學術期刊資料庫

成的貨幣供給變動。由於我們無法認定央行公開市場操作不同目的之下的金額, 且沖銷尚存在完全沖銷及不完全沖銷兩種情形, 因此無法確定央行公開市場操作淨釋出金額對利率的影響方向。

本文的分析重點在於檢視央行溝通政策的效果。表 4 最後一列 σ_t^2 的估計結果顯示, 央行理監事會議新聞稿發布後一日, 大部分的市場利率 (除了 10 年期公債殖利率之外) 皆發生顯著變動。該表水準值迴歸式的估計則顯示, 貨幣溝通政策正向且顯著影響短期及長期利率水準值, 代表當央行釋出緊縮貨幣政策 ($C_{1,t}^{MP} = +1$) 的訊息時, 市場利率將隨之上升。此外, 當央行看好未來經濟前景 ($C_{1,t}^{EC} = +1$) 時, 隔夜拆款利率及 30 天期商業本票利率等短期利率, 亦將上升。[15]

表 5 爲針對匯率的估計結果。在溝通政策對匯率的影響上, 該表最後一列顯示, 央行理監事會議的新聞稿發布後一日, 市場匯率發生顯著變動; 然而無論溝通政策內容屬於貨幣政策或經濟前景, 皆沒有對匯率的水準值發生顯著影響。形成此結果的可能原因爲, 央行理監事會議後的說明通常沒有對匯率做直接評論 (見第426頁), 因此會議後雖然市場匯率發生變化, 但此變化可能是透過溝通政策中對利率等其它經濟變數的影響而間接造成, 這也使得匯率水準雖然發生變動, 但方向並不明確, 端視利率及其它經濟變數的變動而定。

表 5 亦顯示, 未預期到之重貼現率變動對匯率的影響爲負向顯著, 即當央行採取緊縮性貨幣政策、調高重貼現率時, 將促使新台幣升值。另外, 從表中亦可發現, 日本及中國匯率的變動有顯著影響台灣匯率的現象。

總結以上實證結果, 央行理監事會後之新聞稿能顯著引起短期利率及匯率的變動, 且貨幣溝通政策能正確引導長短期利率的水準值, 但對匯率水準值的影響較缺乏系統性。

4.3 央行官員在媒體上之發言: 實證結果

表 6 爲 (3) 式 (4) 式對利率的估計結果。第二列未預期到之重貼現率變動

[15] 經濟前景溝通政策對 10 年期公債殖利率卻爲顯著負向之影響。過去文獻亦有相似之實證結果, 例如 Ehrmann and Fratzscher (2007) 的實證結果中, 經濟前景溝通政策對 20 年期歐洲利率爲負向顯著影響。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 5: 央行理監事會議後之新聞稿對匯率的影響效果

解釋變數	美元兌新台幣匯率
水準值迴歸式: (1) 式	
匯率差分落後一期	0.0917***
	(0.0269)
未預期到之重貼現率變動	−0.4722***
	(0.0264)
央行國外資產變動	−0.0836***
	(0.0172)
國內外利率差	0.0004
	(0.0011)
國內外物價差	−0.0022
	(0.0020)
國內外經濟表現差異	−0.0010*
	(0.0006)
美元兌日圓差分	0.2782***
	(0.0134)
美元兌人民幣差分	0.0160***
	(0.0013)
美元兌韓圜差分	−0.0015
	(0.0023)
貨幣政策	0.0126
	(0.0185)
經濟前景	−0.0124
	(0.0189)
變異數迴歸式: (2) 式	
事件期間 (ψ_1)	2.1937***
	(0.3040)
比較期間 (ψ_2)	−0.4350
	(0.5917)
σ_t^2 的增加 ($\psi_1 - \psi_2$)	2.6287***
	(0.7313)

註: 1. *、**、*** 分別代表具有10%、5%、1% 的統計顯著水準。
2. 括號內爲標準誤。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 6: 央行官員在媒體上之發言對利率的影響效果

解釋變數	金融業隔夜拆款利率	商業本票利率30天期	商業本票利率90天期	商業本票利率180天期	公債殖利率10年期
水準值迴歸式: (3) 式					
利率差分落後一期	−0.2356***	0.1072**	0.0449	−0.0113	0.0506**
	(0.0196)	(0.0455)	(0.0496)	(0.0731)	(0.0245)
未預期到之重貼現率變動	0.0440***	0.3180***	0.3878***	0.4032***	0.1749***
	(0.0098)	(0.0248)	(0.0170)	(0.0150)	(0.0279)
央行乙戶利率	0.0202***	−0.0008	−0.0019	0.0017	0.0040
	(0.0040)	(0.0057)	(0.0090)	(0.0064)	(0.0721)
央行公開市場操作	0.3906	2.9960**	2.3534*	0.3424	2.6963
	(0.3413)	(1.2909)	(1.3016)	(1.1397)	(2.4090)
工業生產指數變動	−0.0084***	0.0239***	0.0072	0.0040	0.0245
	(0.0015)	(0.0083)	(0.0082)	(0.0063)	(0.0157)
出口訂單指數變動	0.0168***	0.0053	0.0082*	0.0037	−0.0008
	(0.0007)	(0.0037)	(0.0044)	(0.0029)	(0.0069)
貨幣政策	0.1551**	1.0938***	0.9675***	0.4903***	0.8461**
	(0.0668)	(0.2037)	(0.1808)	(0.1512)	(0.3565)
匯率政策	−0.1751***	−0.8259***	−0.7031***	−0.8132***	0.0708
	(0.0129)	(0.0991)	(0.1150)	(0.2232)	(0.2164)
經濟前景	−0.1724	0.7491***	0.3375*	0.2264	0.5267
	(0.1344)	(0.2440)	(0.2038)	(0.1750)	(0.5408)
變異數迴歸式: (4) 式					
貨幣政策	6.1038***	3.1842***	1.8820***	2.6585***	3.8673***
	(0.2659)	(0.1237)	(0.1513)	(0.1159)	(0.3186)
匯率政策	1.6272***	2.5958***	2.3314***	2.6441***	0.0288
	(0.1438)	(0.1168)	(0.1142)	(0.1322)	(0.4446)
經濟前景	0.4920***	−20.5126	−24.9243	−12.4983	−0.8096
	(0.1869)	(287.3526)	(4,211.8900)	(48.0483)	(1.1657)

註: 1. *、**、*** 分別代表具有10%、5%、1% 的統計顯著水準。

2. 括號內爲標準誤。

爲央行的貨幣政策工具; 在1%顯著水準下, 未預期到的重貼現率調升時, 對長短天期利率的影響效果均爲正向顯著。

就溝通政策的效果而言, 我們依照三種央行官員發言的政策內容分析估計結果。在貨幣溝通政策方面, 從變異數迴歸式的結果來看, 該政策能引起表6中所有短期與長期利率的變動, 影響範圍最爲廣泛。貨幣溝通政策對於利率水準值的影響效果, 則與貨幣政策工具相似: 當央行溝通以緊縮貨幣政策時 ($C_{2,t}^{MP} = +1$), 顯著影響了表中所有的短期及長期利率水準值, 使這些利率上升, 其中對10年期公債殖利率的影響效果更大於對隔夜拆款利率的效果。爲了更進一步探討貨幣政策工具與政策溝通對利率水準值的影響效果, 我們利用標準化係數 (standardized coefficient) 進行比較。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 7: 比較貨幣政策工具與央行官員發言之影響

解釋變數	金融業隔夜拆款利率	商業本票利率30天期	商業本票利率90天期	商業本票利率180天期	公債殖利率10年期
(1) 未預期到之重貼現率變動	0.0161	0.2127	0.2639	0.2698	0.0766
(2) 貨幣溝通政策	0.0051	0.0659	0.0592	0.0295	0.0345
$\frac{(2)}{(1)+(2)}$	23.94%	23.64%	18.33%	9.86%	31.03%

註: * 爲了比較貨幣政策工具與央行官員發言溝通政策的影響, 須將係數標準化: 以 $sd(z)/sd(\Delta r)$ 作爲加權乘以估計係數, $sd(z)$ 爲解釋變數標準差, $sd(\Delta r)$ 爲該利率差分標準差。

從表7可以看出, 無論是短期或長期利率, 貨幣政策溝通效果 (第二列) 均小於貨幣政策工具的影響效果 (第一列); 而若將兩者的效果加總來看, 溝通政策效果所佔比例約在10%到30%之間, 其中對10年期公債殖利率的影響比例約爲31%, 大於對隔夜拆款利率的24%。

表6的匯率溝通政策效果則顯示, 該政策在媒體報導當日亦能引起市場短期利率的變動 (變異數迴歸式估計結果), 但對10年期公債殖利率則無顯著影響。水準值迴歸式的估計結果亦顯出類似情形: 除了10年期公債殖利率之外, 以升值爲傾向的匯率溝通政策 ($C_{2,t}^{EX} = +1$), 將誘導其它市場利率下降。此政策效果的可能發生機制爲, 市場參與者 (如商業銀行) 跟隨央行匯率政策走向, 在外匯市場買進新台幣、賣出美元, 則在央行未進行完全沖銷的情況下, 將使國內市場新台幣供給增加, 造成利率下降。

與上述兩種溝通政策內容相比, 有關經濟前景的溝通內容, 對市場利率的影響效果較不明顯。例如, 此政策溝通能使隔夜拆款利率發生變動 (變異數迴歸式), 但其影響效果不具系統性, 未能誘導該利率水準值產生一定方向的調整 (水準值迴歸式)。經濟前景溝通政策主要與未來整體經濟情勢及物價較爲相關, 文獻上之實證結果通常發現經濟前景溝通政策可以顯著影響長期利率, 但台灣央行之經濟前景溝通政策卻無法引導長期利率水準值。由於媒體上較少報導有關台灣央行對經濟前景的看法 (見表3), 因此我們或許可以推測, 台灣央行較少有目的性地利用此種言論影響市場預期, 而且市場對央行此種發言的反應較不一致; 這使得以經濟前景爲主的政策內容, 對利率的影響效果較其它兩種政策內容爲弱。

臺灣大學學術期刊資料庫

最後, 表 8 爲式 (3) 及式 (4) 對匯率的估計結果。結果顯示, 有關央行對經濟前景看法的媒體報導, 同樣對匯率沒有影響。然而媒體中有關央行對貨幣及匯率看法的新聞, 則能顯著引起匯率變動 (變異數迴歸式), 且緊縮性的貨幣溝通政策內容 ($C_{2,t}^{MP} = +1$) 及以升值爲傾向的匯率溝通政策 ($C_{2,t}^{EX} = +1$), 皆讓匯率水準值往升值方向改變 (水準值迴歸式中兩變數的係數爲負), 與理論預期一致, 惟此結果尚缺乏統計顯著性。

5 結論

許多國家的央行近年來皆致力於採行較爲透明開放的政策決策過程及操作策略, 而溝通政策即爲加強政策透明性的重要方式之一。爲了探討我國央行在溝通政策上的實施方式與成效, 本文蒐集了我國央行歷年理監事會議新聞稿及媒體資料, 並嘗試以「央行理監事會議後之新聞稿」及「央行官員在媒體上之發言」兩種不同角度, 探討央行溝通政策對利率與匯率的影響。在分析時, 我們進一步將上述第一分類按照政策內容屬性, 分爲「貨幣政策」及「經濟前景」等兩種政策內容, 而在第二分類中, 則再加入「匯率政策」, 得到三種內容。我們以 GARCH 模型檢視上述兩類台灣央行溝通政策對利率與匯率的影響, 並以該政策是否引起市場相關利率及匯率的變動 (以該利率/匯率之變異數是否在理監事會議後一日或媒體報導當日有所增加作爲判斷)、及其變動方向是否與該政策意涵一致 (以該利率/匯率之水準值變動方向判斷), 作爲判定政策有效性的依據。

以「央行理監事會議後之新聞稿」爲溝通政策實施方式時, 我們的實證發現此溝通方式的確能顯著引起利率與匯率發生變動, 且其中有關貨幣政策的溝通政策內容, 能正確引導長短期利率的水準值至政策方向, 但對匯率水準值的影響較缺乏系統性。以「央行官員在媒體上之發言」爲溝通政策實施方式時, 我們發現央行的溝通政策內容大多數與匯率有關, 但其對市場匯率雖能造成影響, 惟效果尚缺乏統計顯著性。央行媒體發言中與貨幣政策相關的內容亦不少, 且其對於引導多種長短其利率的走勢, 都有符合理論預期的顯著效果。最後, 央行媒體發言中, 與經濟前景相關的內容相對很少, 且此種發言內容僅能影響少數短期利率。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 8: 央行官員在媒體上之發言對匯率的影響效果

解釋變數	美元兌新台幣匯率
水準值迴歸式: (3) 式	
匯率差分落後一期	0.1014***
	(0.0257)
未預期到之重貼現率變動	−0.1207*
	(0.0633)
央行國外資產變動	−0.0725***
	(0.0167)
國內外利率差	−0.0001
	(0.0010)
國內外物價差	0.0001
	(0.0019)
國內外經濟表現差異	−0.0010*
	(0.0006)
美元兌日圓差分	0.2621***
	(0.0176)
美元兌人民幣差分	0.0164***
	(0.0023)
美元兌韓圜差分	−0.0004
	(0.0022)
貨幣政策	−0.0066
	(0.0070)
匯率政策	−0.0010
	(0.0054)
經濟前景	0.0087
	(0.0078)
變異數迴歸式: (4) 式	
貨幣政策	2.1916***
	(0.4256)
匯率政策	2.2588***
	(0.3739)
經濟前景	−9.5350
	(35.2213)

註: 1. *、**、*** 分別代表具有10%、5%、1% 的統計顯著水準。

2. 括號內爲標準誤。

臺灣大學學術期刊資料庫

附錄 A: 央行官員發言內容分類範例

本附錄提供五則例子, 說明我們如何以新聞資料分類不同的央行溝通政策。

1. **日期**: 2001年3月30日

   出處: 《經濟日報》第2版

   標題: 貼放利率各降半碼央行持續寬鬆金融環境雙創歷史新低

   內容: 『··· 央行總裁彭淮南在理監事會後記者會上指出, 央行考量國內失業率攀高, 需求及生產減緩, 景氣有待提升, 因而在物價漲幅溫和的前提下適度調降貼放利率, 以反映國內外金融市場利率走勢。··· 彭淮南並強調, 央行會透過降低公開市場操作利率, 積極引導市場利率下降 ···。』

   標題: 官方最悲觀預估值今年經濟成長率央行下修爲5.18% 貨幣供給成長目標區暫不調整寬鬆貨幣政策維持不變

   內容: 『中央銀行總裁彭淮南昨 (29) 日在理監事會後記者會上表示, 央行對今年經濟成長率預估值已由5.88%向下修正至5.18%。先前行政院主計處修正今年經濟成長率預估值爲5.25%, 央行最新預估數字爲迄今官方機構中最悲觀的的預估值。···』

   分類: $C^{EC} = -1$, $C^{MP} = -1$, 匯率政策分類則未放入。

2. **日期**: 2003年12月4日

   出處: 《經濟日報》第7版

   標題: 央行: 未表示未來9月不升息

   內容: 『中央銀行昨 (3) 日再度發布新聞稿, 澄清央行總裁彭淮南「從未表示」國內未來9個月不升息。央行內部指出, 由於澳洲再度升息, 國內金融市場開始預測國內利率變化, 爲避免市場對央行貨幣政策有錯誤印象, 因而再次發布澄清稿說明。央行內部指出, 在11月資金會議時, 作出維持寬鬆政策的決議是指:「在可預見之未來, 繼續維持短期利率於低檔水準」, 並未談到未來9個月不升息, 日前有媒體如此報導, 應是與會人士在會後轉述有誤。···』

臺灣大學學術期刊資料庫

分類: $C^{MP} = 0$, 經濟前景及匯率政策則未放入。

3. **日期**: 2008年2月6日

   出處:《經濟日報》第 A1 版

   標題: 央行出手拉台股阻炒匯昨邀十幾家外資「喝咖啡」要求匯入資金須儘速投資台股

   內容:『中央銀行選在農曆年前最後一個營業日出手救股, 昨 (5) 日邀集花旗、匯豐、渣打、法國巴黎、斐商南非、JP 摩根等國內十幾家外資保管銀行的高階主管「喝咖啡」, 要求外資匯入後必須儘速依資金申報用途投資台股, 不得「假投資之名、行炒匯之實」。據了解, 過去新台幣大幅升值期間, 也有外資因爲匯入後沒有買股票, 硬被央行「請」出去。央行外匯局昨天趕在過年前銀行最後一個營業日, 邀集國內外資保管銀行高階主管「喝咖啡」。與會者轉述, 會議由央行副總裁周阿定和外匯局長段金生主持, 會上兩人以堅定的態度, 勸說外資匯入後就要依約買股票。· · · 央行昨天也特別發布新聞稿, 並由外匯局副局長林孫源主持記者會, 向外資喊話, 希望外資「好自爲之」。林孫源說, 外資近兩周大量匯入, 但部分外資匯入後卻動也不動, 不免讓央行有資金運用與申報用途不符的疑慮。央行最近也查獲, 某美系保管銀行的外資, 竟將全數匯入資金都存在新台幣存款帳戶。· · ·』

   分類: $C^{EX} = -1$, 經濟前景及貨幣政策則未放入。

4. **日期**: 2008年3月11日

   出處:《經濟日報》第 A5 版

   標題: 彭淮南: 央行穩定物價優先將在經濟成長和控制物價二者間求取平衡

   內容:『國際原油和原物料價格上漲, 引發國內輸入性通貨膨脹壓力。中央銀行總裁彭淮南昨 (10) 日指出, 央行會努力在協助經濟成長和控制物價二者間求取平衡, 但以穩定物價爲先。據了解, 央行仍擬透過「雙率雙升」政策平抑物價, 本月27日理監事會議可望調高利率半碼 (0.125個百分點), 也將持續順應這波外資匯入潮, 讓新台幣升

臺灣大學學術期刊資料庫

值。彭淮南昨天在立法院財委會報告央行業務時首度指出, 央行93年10月起持續升息, 便是考量國內物價有上揚壓力, 但輸入性通膨壓力, 是去年中開始受國際油價及原物料大漲所致。⋯ 至於匯價, 他強調, 新台幣今年以來對美元升值5.5%, 但包括日圓、歐元和泰銖也都對美元走強, 其中日圓對美元漲幅達8%,「新台幣對日圓其實是貶值的」, 且相較15個主要貿易對手國貨幣, 新台幣今年以來僅升值2.11%。銀行外匯主管指出, 彭淮南談話暗示新台幣這波漲勢並不致衝擊我國出口競爭力, 新台幣仍有升值空間。⋯』

分類: $C^{MP} = +1$, $C^{EX} = +1$, 經濟前景則未放入。

5. **日期**: 2010年10月20日

   出處:《經濟日報》第 A2 版

   標題: 央行暗示新台幣升幅夠了彭淮南今赴立院業務報告將提書面佐證台幣不會有補升行情

   內容:『中央銀行總裁彭淮南今 (20) 日將至立法院業務報告, 央行在提供立委的書面資料中強調, 目前「新台幣匯率走勢有助國內總體經濟穩定」, 並指從1985年廣場協議開始, 新台幣對美元、韓元及泰銖分別升值2.41%, 44.46%及61.15%。市場解讀, 央行是透過和韓元等貨幣比較, 強調「新台幣升夠了」, 顯示央行不樂見新台幣再大幅升值。⋯ 央行書面報告列舉出美國次貸危機以來等三階段, 指新台幣對主要貨幣均呈升值走勢, 並沒有特別弱勢, 且貨幣升值有助於舒緩進口物價上漲壓力。匯銀主管認爲, 央行提出相關數據佐證, 是要告訴熱錢: 新台幣沒有補升行情。⋯』

   分類: $C^{EX} = -1$, 經濟前景及貨幣政策則未放入。

附錄 B: 未預期到之重貼現率變動幅度

我們利用新聞資料得到預期重貼現率調整幅度, 取其中間值, 用實際重貼現率調整幅度減去預期調整幅度, 得到未預期到之重貼現率的調整幅度。附錄 B 提供本文估計的相關資料及結果。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 9: 未預期到之重貼現率變動幅度

日期	重貼現率	調整幅度	預期 變動幅度	預期變動 幅度中間值	未預期 變動幅度
2000/12/29	4.625				
2001/02/02	4.375	−0.25			−0.25
2001/03/06	4.25	−0.125	−0.125 ∼ −0.25	−0.1875	0.0625
2001/03/30	4.125	−0.125	−0.125	−0.125	0
2001/04/23	4	−0.125	−0.125	−0.125	0
2001/05/18	3.75	−0.25	−0.125	−0.125	−0.125
2001/06/29	3.5	−0.25	−0.125 ∼ −0.25	−0.1875	−0.0625
2001/08/20	3.25	−0.25			−0.25
2001/09/19	2.75	−0.5	−0.25	−0.25	−0.25
2001/10/04	2.5	−0.25	−0.25	−0.25	0
2001/11/08	2.25	−0.25	−0.125 ∼ −0.25	−0.1875	−0.0625
2001/12/28	2.125	−0.125	−0.125	−0.125	0
2002/06/28	1.875	−0.25	−0.125 ∼ −0.25	−0.1875	−0.0625
2002/11/12	1.625	−0.25	−0.125 ∼ −0.25	−0.1875	−0.0625
2002/12/26	1.625	0	−0.125 ∼ −0.25	−0.1875	0.1875
2003/06/27	1.375	−0.25	−0.125 ∼ −0.25	−0.1875	−0.0625
2004/10/01	1.625	0.25	0.125 ∼ 0.25	0.1875	0.0625
2004/12/31	1.75	0.125			0.125
2005/03/25	1.875	0.125	0.125 ∼ 0.25	0.1875	−0.0625
2005/07/01	2	0.125	0.125	0.125	0
2005/09/16	2.125	0.125	0.125 ∼ 0.25	0.1875	−0.0625
2005/12/23	2.25	0.125	0.125	0.125	0
2006/03/31	2.375	0.125	0.125	0.125	0
2006/06/30	2.5	0.125	0.125	0.125	0
2006/09/29	2.625	0.125	0 ∼ 0.125	0.0625	0.0625
2006/12/29	2.75	0.125	0 ∼ 0.125	0.0625	0.0625
2007/03/30	2.875	0.25	0.125	0.125	0.125
2007/06/22	3.125	0.125	0.125	0.125	0
2007/09/21	3.25	0.125	0.125	0.125	0
2007/12/21	3.375	0.125	0.125	0.125	0
2008/03/28	3.5	0.125	0.125	0.125	0
2008/06/27	3.625	0.125	0.25	0.25	−0.125
2008/09/26	3.5	−0.125	0 ∼ −0.125	−0.0625	−0.0625
2008/10/09	3.25	−0.25			−0.25
2008/10/30	3	−0.25	−0.125	−0.125	−0.125
2008/11/10	2.75	−0.25	0	0	−0.25
2008/12/12	2	−0.75	−0.5 ∼ −0.75	−0.625	−0.125
2009/01/08	1.5	−0.5			−0.5
2009/02/19	1.25	0.25			0.25
2010/06/25	1.375	0.125	0	0	0.125
2010/10/01	1.5	0.125	0.125	0.125	0
2010/12/31	1.625	0.125	0.125	0.125	0

臺灣大學學術期刊資料庫

附錄 C: 附表

本附錄提供表格若干, 說明本文所使用資料之相關資訊。

表 10: 被解釋變數樣本數及資料期間

資產價格 (被解釋變數)	資料筆數	資料期間
金融業隔夜拆款利率	2484	2001/02/01–2010/12/31
商業本票利率30天期	2487	2001/02/01–2010/12/31
商業本票利率90天期	2487	2001/02/01–2010/12/31
商業本票利率180天期	2487	2001/02/01–2010/12/31
10年期公債指標殖利率	2317	2001/11/29–2010/12/31
新台幣兌美元匯率	2487	2001/02/01–2010/12/31

表 11: 資產價格變數敘述統計

	平均數	中位數	標準差
金融業隔夜拆款利率 (%)	1.458	1.388	0.973
商業本票利率 (%)			
30天期	1.738	1.580	0.910
90天期	1.826	1.650	0.912
180天期	1.870	1.700	0.911
公債指標殖利率 (%)			
10年期	2.219	2.105	0.676
新台幣兌美元匯率 (NT$)	33.001	32.929	1.225

臺灣大學學術期刊資料庫

表 12: 短期票券發行額及交易額比例

短期票券類別	商業本票	銀行可轉讓定存單	銀行承兌匯票	國庫券
發行額比例 (%)				
2001	90.2	8.5	0.4	0.9
2004	81.9	15.7	0.5	1.9
2007	85.9	12.1	0.6	1.4
2010	82.7	11.7	0.5	5.1
交易額比例 (%)				
2001	86.5	13.0	0.2	0.3
2004	76.5	18.8	0.1	4.6
2007	87.2	9.6	0.1	3.1
2010	59.4	38.3	0.0	2.3

資料來源: AREMOS 資料庫。

表 13: 長期票券發行額及交易額比例

長期票券類別	政府公債	公司債	金融債券	國庫券
發行額比例 (%)				
2001	59.0	25.6	15.4	—
2004	53.0	24.2	22.8	—
2007	53.1	21.5	25.4	—
2010	56.3	29.5	14.2	—
交易額比例 (%)				
2001	99.5	0.2	0.0	0.3
2004	98.0	1.5	0.2	0.3
2007	99.1	0.7	0.1	0.1
2010	89.6	9.0	1.3	0.1

資料來源: AREMOS 資料庫。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 14: 政府公債發行金額

年度	2年期	5年期	10年期	15年期	20年期	30年期	該年度發行總額
2001	—	—	700	1.500	1,770	400	4,370
2002	1,350	1,012	1,100	—	800	—	4,262
2003	997.5	1,450	1,450	—	650	—	4,547.5
2004	800	1,100	1,450	—	950	350	4,650
2005	400	1,300	1,550	600	600	—	4,450
2006	350	1,450	1,650	—	950	—	4,400
2007	300	1,482.51	1,450	—	699	—	3,931.51
2008	—	1,350	1,550	—	1,200	—	4,100
2009	400	1,500	1,600	—	1,200	—	4,700
2010	400	1,600	1,600	—	1,600	900	6,100
各年期發行總額	4,997.5	12,244.51	14,100	2,100	10,419	1,650	45,511.01

單位: 新台幣億元。
資料來源: 央行網站提供之「中央公債標售概況表」。

參考文獻

黃富櫻 (2006), "央行貨幣政策操作的重要工具：溝通政策," 《中央銀行季刊》, 28, 48–79。(Huang, Fu-Ying (2006), "An Important Tool for Central Bank Monetary Policy: the Communication Policy," *Quarterly Journal of Central Bank*, 28, 48–79.)

Bank for International Settlements (2004), *BIS 74th Annual Report*, Basel Switzerland: Bank for International Settlements.

Bernanke, Ben (2004), "Fedspeak," At the Meetings of the American Economic Association, San Diego, California, **URL**: http://www.federalreserve.gov/Boarddocs/Speeches/2004/200401032/default.htm.

Blinder, Alan S., Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, Jakob De Haan, and David-Jan Jansen (2008), "Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence," *Journal of Economic Literature*, 46, 910–945.

Bollerslev, Tim (1986), "Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity," *Journal of Econometrics*, 31, 307–327.

Ehrmann, Michael and Marcel Fratzscher (2007), "Communication by Central Bank Committee Members: Different Strategies, Same Effectiveness?" *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 509–541.

臺灣大學學術期刊資料庫

Eijffinger, Sylvester C. W. and Petra M. Geraats (2006), "How Transparent Are Central Banks," *European Journal of Political Economy*, 22, 1–21.

Fratzscher, Marcel (2006), "On the Long-Term Effectiveness of Exchange Rate Communication and Interventions," *Journal of International Money and Finance*, 25, 146–167.

Fry Maxwell, Deanne Julius, Lavan Mahadeva, Sandra Roger, and Gabriel Sterne (2000), "Key Issues in the Choice of Monetary Policy Framework," in Lavan Mahadeva and Gabriel Sterne (eds.), *Monetary Policy Framework in a Global Context*, Routledge, London: Bank of England.

Geraats, Petra (2006), "Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice," *CESifo Economic Studies*, 52, 111–152.

Guthrie, Graeme and Julian Wright (2000), "Open Mouth Operations," *Journal of Monetary Economics*, 46, 489–516.

Jansen, David-Jan and Jakob De Haan (2005), "Talking Heads: The Effects of ECB Statements on the Euro-Dollar Exchange Rate," *Journal of International Money and Finance*, 24, 343–361.

Kohn, Donald L. and Brian P. Sack (2003), "Central Bank Talk: Does It Matter and Why?" Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Rosa, Carlo and Giovanni Verga (2007), "On the Consistency and Effectiveness of Central Bank Communication: Evidence from the ECB," *European Journal of Political Economy*, 23, 146–175.

投稿日期: 2012年10月13日, 接受日期: 2014年10月29日

臺灣大學學術期刊資料庫

The Communication Effect of the Central Bank of Taiwan on Interest Rates and Exchange Rates

Chi-Hung Kang

Ph. D. student, Department of Economics, University of Houston

Hung-Jen Wang

Department of Economics, National Taiwan University

Nan-Kuang Chen

Department of Economics, National Taiwan University

This paper studies the communication policy of the central bank of Taiwan. We analyze the issue by categorizing the central bank's communication efforts into "news releases after the Board of Governors' meetings" and "talks of central bank's officials in the media." We further decompose the communications into three sub-categories: monetary policy, exchange rate policy, and economic perspectives, to estimate their respective effects on interest rates and exchange rates. IF communication policy is effective in terms of revealing new information to the market, then we would expect to observe significant changes in interest rates or exchange rates on the day the news is released or one day after, and the changes should be consistent with what policy makers had intended. Data show that the central bank of Taiwan seldom clearly indicates the potential movement of exchange rates in news releases after the Board of Governors' meetings. Nevertheless, media reports suggest that officials frequently communicate with the market on exchange rate related issues. We also find that communications about exchange rates do not significantly affect the movement of the exchange rates, while most communications concerning monetary policy significantly affect various market interest rates.

Keywords: central bank, transparency, communication policy
JEL classification: E44, E58, F31

臺灣大學學術期刊資料庫