

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

參加東南亞國家中央銀行研訓中心  
舉辦之  
「貨幣政策透明化與溝通策略」  
研習會出國報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：方耀/四等專員

派赴國家：印尼峇里

出國期間：99年6月26日至7月1日

報告日期：99年9月

## 目 錄

壹、前言 .....	1
貳、央行貨幣政策透明化的概念架構 .....	2
參、先進國家央行的貨幣政策透明化實施經驗.....	7
肆、亞洲央行貨幣政策透明化之實務調查結果.....	10
伍、利害關係者之管理 .....	13
陸、貨幣政策溝通策略未來的挑戰 .....	15
柒、結論與建議 .....	18
附錄 1：印尼央行與我國央行之透明度指標 .....	21
參考文獻 .....	23

# 參加東南亞國家中央銀行研訓中心舉辦之 「貨幣政策透明化溝通策略」研習會出國報告書

## 壹、前言

職奉 派於民國99年6月28日至30日參加東南亞中央銀行研訓中心(SEACEN Centre)於印尼峇里島所主辦為期3日之「貨幣政策透明化與溝通策略」(Transparency and Communication Strategy for Monetary Policy)研習課程。本次參加成員除本行外，尚包括印尼、菲律賓、馬來西亞、印度、南韓、泰國、阿富汗、緬甸、尼泊爾、蒙古等國央行，共計29人與會。

本次研習主題為貨幣政策的透明化與溝通策略，主要目的為增進對於當前全球央行貨幣政策溝通策略之最新發展趨勢之了解，課程主題主要包括：不確定環境下之貨幣政策溝通、央行透明化過程、央行溝通策略、貨幣政策決定之溝通、貨幣政策架構改變之溝通、危機期間之溝通、央行透明度之限制、央行溝通之市場觀點、撰擬貨幣政策新聞稿、貨幣政策溝通實務演練，以及評估貨幣政策溝通有效性等。課程邀請國際清算銀行(BIS)、日本央行、印尼央行、馬來西亞央行專家擔任講師，並藉由個案模擬及意見交流增進學員對課程主題之了解。

本報告共分為六個部分，除前言外，先討論中央銀行由神秘轉向透明的原因，探討推動全球央行透明化的概念架構；第二部分為介紹透明化的相關指標，並以印尼及我國央行為例，分析各項指標；其次簡介先進國家與亞洲國家央行透明化的實施經驗；並探討目前許多國家央行均十分重視之利害關係者管理機制，以及當前貨幣政策溝通策略之最新挑戰；最後則為結論與建議。

## 貳、央行貨幣政策透明化的概念架構

Milton Friedman曾說，中央銀行保持神秘的主因，在於意圖使責任最小化，且威望最大化<sup>1</sup>。然而，最近10年間，全球中央銀行發展的重點之一，卻是中央銀行開始拋下過往神秘的面紗，轉而尋求與公眾的直接溝通，而且，溝通的內容不僅只是針對已經做出的決策，更重要的是，亦包括了涉及將來政策方向之前瞻性訊息。這種迥異於傳統思維之作法，主要反應出中央銀行已越來越體認出，貨幣政策亦為一門管理之藝術，因而希望透過持續的資訊提供與溝通，提高貨幣政策決策過程之科學性與有效性。

### 一、央行為何須加強貨幣政策的溝通

#### （一）要求央行更具權責之政治壓力增加

貨幣政策身為引導一國經濟走向之重要工具，其成效與公眾利益密切相關，所以央行的決策必然受到公眾監督。近年來全球央行普遍在貨幣政策執行上被賦予了更高的自主性，另一方面，亦面臨了更多的政治壓力，因為央行若沒有與公眾進行有效溝通，公眾即無法對央行職責的履行情況進行客觀評價。央行有義務與責任讓外界了解其決策內容與決策思維。因此，必須要更加注重與公眾的溝通策略。

#### （二）增進市場效率

市場參與者具有更多資訊，有助於市場資源更有效率的分配，而央行身為市場中的重要參與者，其資訊揭露越完整，應可以改善市場之訂價。市場與公眾應當要去了解央行未來可能的反應，對央行能力具備信心。已有相當多的央行官員認為，若市場參與者對央行的了解更深入，將更有助於貨幣政策有效執行。

---

<sup>1</sup> 轉引自Faust and Svensson (2000).

### （三）有效管理市場預期

在當前市場經濟體系中，人們對未來的預期（例如預期通貨膨脹）會主導投資、消費等經濟決策，而中央銀行對經濟體系的影響方式，很大程度就是透過政策引導大眾預期<sup>2</sup>，以達成央行的政策目標，因此，如果央行能夠善加利用溝通政策將其政策意向清楚向公眾傳達，形塑大眾預期，即有助於提升貨幣政策有效性。甚有學者認為（如 Woodford, 2005），央行有關貨幣政策決定的說明，甚或較政策行為本身，更能影響公眾的想法與行為。

### （四）增進外界對於央行政策的理解與支持

金融市場上存在相當的資訊不對稱性，相較於廣大的市場參與者，央行所掌握到的訊息數量與品質皆明顯居優勢，央行若能提高貨幣政策之決策透明度，及時地揭露相關資訊，可以降低公眾對未來之不確定性，減少央行決策與市場預期之差異，因而提升貨幣政策之效益。

### （五）央行制度的變革

近 20 年以來，已有越來越多先進國家與開發中國家之央行開始採行通膨目標化架構（inflation targeting），如英國、加拿大、印尼、菲律賓等。此架構包含下列 4 項要素：物價穩定目標、數量化通膨率目標、達成目標的時間區間，以及評估實施成效的機制。由於此一架構強調央行的透明度與權責，因此，實施通膨目標化架構的央行其透明度亦顯著提升<sup>3</sup>。

---

<sup>2</sup>理性預期論者認為，由於經濟主體（economic agent）對未來不確定，因此只能根據對未來的預期來決策；而理性的決策者在進行未來預期的時候，會充分利用其所掌握到的所有訊息條件來對與決策有關的變數進行預測。

<sup>3</sup>然而，在探討貨幣政策架構與央行透明度間之關聯性時，必須注意到，央行是否採行通膨目標化機制，並非達成透明度的必要條件，也不是充分條件。雖然通膨目標化機制具有明確目標，但不表示實施此架構之央行在所有貨幣政策決策過程中皆高度透明。事實上，任何一種貨幣政策架構均可透過加強與公眾溝通來提高透明度。

## 二、貨幣政策透明化的內涵

透明度本身即為一個難以量化的概念，目前學界與央行實務界對於央行透明度並沒有一致性的定義，Geraats（2009）認為，貨幣政策透明化可定義為央行對於決策過程中相關資訊的揭露，若貨幣政策充分透明化，即代表貨幣政策決定過程並未存在資訊不對稱情形。當央行透明度提高後，將會產生資訊與動機效果，其中，資訊效果係指移除央行與外界間的資訊不對稱性後的直接效果，例如不確定性的降低；而動機效果則是指源於資訊結構改變的間接效果，例如，由於經濟與操作透明度提升，市場可更正確地臆測央行意向，因而賦予央行更強的動機來建立其信譽。

Geraats 根據貨幣政策在不同決策階段所涉及的訊息公布，將央行透明度區分為政治透明度、經濟透明度、程序透明度、政策透明度、以及操作透明度等 5 個面向，以下分別述之。

### （一）政治透明度

主要是指央行政策目標的公開程度，包括了貨幣政策的規範性目標以及量化目標。政治透明度可經由增加央行獨立性等制度性安排而提升，因為這些制度設計將可避免央行受到政治壓力干擾，因而偏離其政策目標。

### （二）經濟透明度

主要指在貨幣政策決策過程中所利用到的經濟資訊，例如央行用來建構預測以及評估政策效果的模型與經濟數據。其中，央行的內部預測尤為重要，因為貨幣政策效果的落後性質，央行的決策可反應出對於未來情勢之預期。

### （三）程序透明度

主要是關於貨幣政策決定形成的過程中，是否有一清楚之政策法則、策略等相關資訊，可由貨幣政策會議紀錄摘要（minute）及投票紀錄等資訊而獲得。

### （四）政策透明度

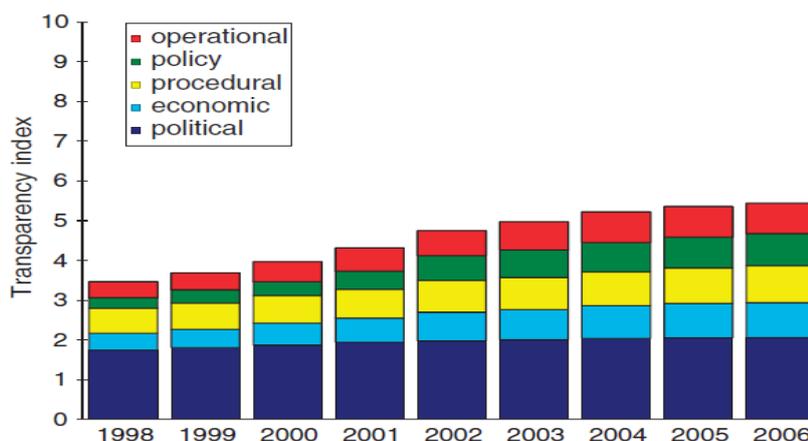
是指政策決定是否即時公布，以及是否伴隨著對於政策之解釋，與對於未來政策方向之意向。

### （五）操作透明度

主要是指央行政策的實際操作，包括了央行在達成貨幣政策操作性目標之可能失誤，以及未預期到的總體經濟波動對於貨幣政策傳遞機能的干擾。

圖 1 為 Dincer 及 Eighengreen（2009）調查全球 98 家央行，根據上述 5 項透明化指標分別評價後之全球平均值，顯示出與貨幣政策相關的資訊揭露逐年上升，每一個別指標之透明度亦都增加。雖然已開發國家央行的貨幣政策透明化程度普遍優於新興市場與開發中國家的央行，但是整體而言，不論經濟開發程度，所有央行透明化程度在過去 10 年間皆顯著提升。附錄 1 係 SEACEN 會員之印尼央行與我國央行在上述 5 項透明化指標之比較。

圖 1：近年貨幣政策透明化趨勢



資料來源：Geraats (2009).

### 三、溝通與透明化

近年全球央行透明化程度的提高，其實反映出國際間的央行採取積極性溝通策略的成果，主要是因為在全球央行界與學術界已一致同意，管理市場預期為貨幣政策的標準作法之一。

#### (一) 央行對外溝通之重要性

央行溝通政策的目標有二，一為強化公眾對於央行能夠有效執行其角色與發揮功能的信心；二為提升央行公信力，維持央行威望。有時央行溝通內容之重要性，甚或可能高於政策行動本身。

#### (二) 政策利率可傳達政策訊號

一般而言，央行的溝通程度難以量化，然而，在此種資訊相對不充分揭露的環境中，央行的政策利率基本上亦可視為一種溝通的工具。政策利率的功能有二，一為傳統上用來分配經濟資源的角色；另一個則可視為央行對經濟情勢看法的指標。目前已有許多文獻探討利率在訊號過程中所扮演的角色。政策利率的設定，與央行官員的公開談話（演說）可以成為相輔相成之政策工具。

#### 四、央行的透明化政策是否應有限制

值得注意的是，央行貨幣政策溝通並非以「量」取勝，因為央行在權衡經濟情勢進行判斷時，亦面臨相當程度之不確定性。隨著央行提供資訊數量增加，若因此造成市場過於仰賴央行公布的資訊，而無法形成獨立判斷，可能導致市場無法提供央行進行貨幣政策決策時所需要的客觀資訊。此外，一旦央行判斷或決策發生失誤，央行大量公布的資訊將更強化失誤的嚴重度。亦有學者擔心，在若干特殊情況下，央行公布的負面資訊可能會使公眾的負面預期更加自我實現（self-fulfilling），反使系統性風險提高。此外，提供公眾過多資訊亦可能會使錯誤解釋的風險上升，因為並非所有市場參與者均具有充分效率來解釋同一份資訊。Fed主席Bernanke曾指出<sup>4</sup>，央行公布資訊的數量與其透明度之間並非只是簡單的對應關係，過多低相關性的訊息不僅無法傳達有效的政策訊號，反而構成如噪音的干擾。因此，央行在進行貨幣政策溝通時，必須要基於有助於維繫央行信譽與可信度之前提。

#### 參、先進國家央行的貨幣政策透明化實施經驗

歐洲中央銀行總裁Trichet曾表示：It is fair to say that communication is an integral part of monetary policy<sup>5</sup>。過去 10 至 15 年間，主要國家的中央銀行溝通策略已經產生相當大的變化，不僅更致力於央行的透明化，也較以往重視與外界的溝通。

以在全球金融市場動見觀瞻之美國 Fed 而言，其前主席葛林斯班在位 18 年，曾經發言反對 FOMC 於貨幣政策會議後即公布政策決定，因為他認為此種作法將帶給市場不必要的波動性，而考量市場反應也會降低決策彈性。不過，順應全球央行透明化的浪潮，Fed 仍漸

---

<sup>4</sup> Bernanke (2004).

<sup>5</sup> Trichet (2005).

進式的公布貨幣政策相關資訊：1994 年開始公布 FOMC 會議紀錄摘要；1999 年起，開始於 FOMC 會後新聞稿中揭示未來貨幣政策傾向（policy bias），2002 年更開始公布每次會議中各成員之投票決定。2005 年，Fed 進一步地將會議紀錄摘要的公布時程縮短到每次會後的 3 週之後，對於市場的影響力也因而大增。

1998 年才成立的歐洲中央銀行則係採用雙支柱，即經濟分析與貨幣分析之貨幣政策架構，依據此兩大支柱所提供之訊息，制定其貨幣政策。每月歐洲中央銀行之管理委員會召開貨幣政策會議後，總裁立即舉行記者會，報告委員會對於經濟情勢以及與貨幣政策相關之物價穩定的風險評估，並於網站公布記者會之詳細詢答紀錄。歐洲中央銀行每月亦公布月報，公布相關統計及數據之深入分析，以及研究專論。然而，歐洲中央銀行目前尚未公布會議紀錄與投票結果，主要係因管理委員會成員為來自歐元區各國代表，考量一旦公布上述結果，恐將使貨幣政策會議成員遭受來自各國政治壓力，無法從整體歐元區角度來制定最符合歐元區整體利益之政策。

此外，在先進國家央行透明化的過程中，另一值得觀察的經驗，就是央行提供具前瞻性（forward looking）資訊內容之多寡，此亦為貨幣政策溝通的重要內涵之一。此處所指之前瞻性資訊包括了央行對於未來物價、經濟成長率的預測，以及央行未來貨幣政策的可能意向。目前各國央行在此方面的作法殊異，表 1 為若干先進國家央行之貨幣政策決策結構與預測作法，一般而言，採行通膨目標化機制之央行均會定期公布其對未來通膨發展之預測報告，而且偏好採取如英格蘭銀行使用扇形（fan chart）之機率分佈圖之格式。也有若干非通膨目標化機制央行會公布其通膨預測，以歐洲中央銀行來說，它每年會公布 4 次幕僚預測（staff projection），作為貨幣政策委員會的參考，但與通膨目標化機制央行的通膨預測不同之處在於，歐洲中央銀行的

幕僚預測並不必然代表歐洲中央銀行的官方預測<sup>6</sup>。至於美國Fed雖未公布其幕僚預測，但自2007年11月起，Fed亦將其原公布之FOMC成員預測之頻率與預測期間拉長<sup>7</sup>。

表1：主要國家央行貨幣政策決策結構與公布預測作法

央行	預測變數			預測期間	頻率	利率假設	量化通膨目標	是否採通膨目標化架構	貨幣政策委員會人數
	通膨	產出	失業率						
澳洲央行	文字描述	文字描述	無	1-2年	1年4次	未明定	有	是	9
加拿大央行	有	有	無	2-3年	1年4次	未明定	有	是	6
歐洲中央銀行	有	有	無	1-2年	1年4次	市場預期	有	否	19
日本央行	有	有	無	1-2年	1年2次	市場預期 (迄2006年)	政策委員會成員共識	否	9
紐西蘭央行	有	有	有	3年	1年4次	明確的政策路徑	有	是	1
挪威央行	有	有	有	3-4年	1年3次	明確的政策路徑	有	是	7
瑞典央行	有	有	有	3年	1年3次	市場預期 (迄2005年)	有	是	6
瑞士央行	有	文字描述	文字描述	3年	1年4次	利率不變	有	是	3
英格蘭銀行	有	有	無	2-3年	1年4次	市場預期 (亦考慮利率不變時情況)	有	是	9
聯邦準備理事會	有	有	有	1.5-2年	1年2次	FOMC成員認為 適切之貨幣政策	無	否	19位與會，12位具投票權

資料來源：Kahn (2007).

<sup>6</sup> 見Blinder (2008).

<sup>7</sup> 此種作法雖然並非設定明確的通膨目標，但新的預測區間其實已經足以揭露Fed官員認可符合物價穩定目標之通膨水準。

## 肆、亞洲央行貨幣政策透明化之實務調查結果

Filardo & Guinigundo 於2007年針對BIS的亞洲會員國央行在資訊揭露及與外界溝通等議題進行問卷調查，主要結果顯示：

### (一) 決策揭露之作法

逾半數亞洲央行並未公布貨幣政策會議紀錄摘要(圖2)<sup>8</sup>，不過在貨幣政策決策時均會公布決策原因，多數亦會伴隨發布經濟情勢評估等背景資料(圖3、4)。亞洲國家央行的貨幣政策溝通多仍處於透明化的開始階段，亦多採漸進式作法。

圖2：是否公布會議紀錄摘要

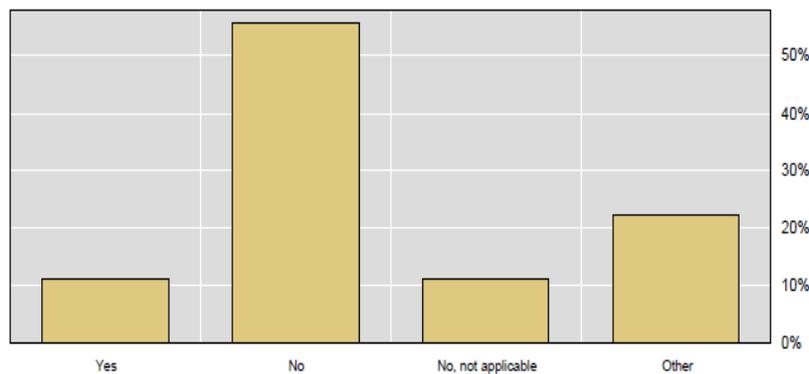
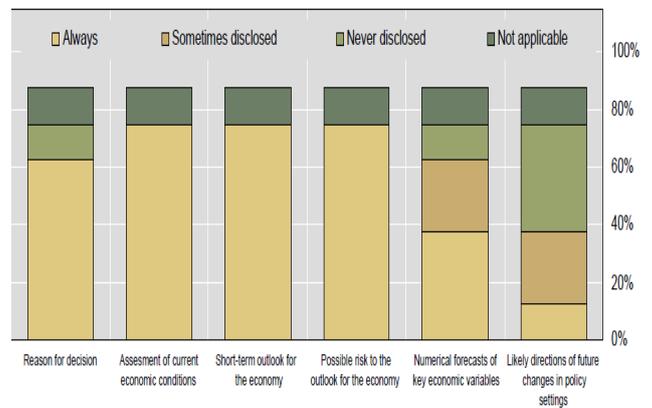
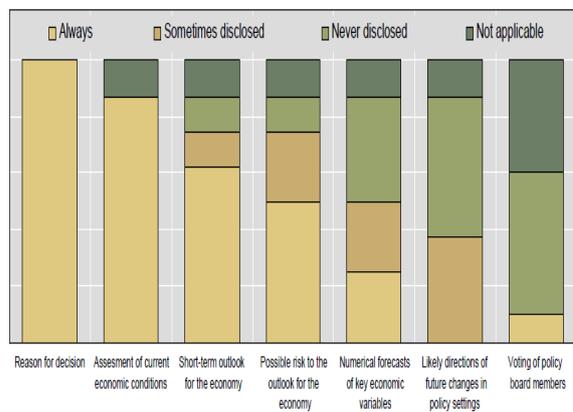


圖3：貨幣政策新聞稿中公布資訊

圖4：貨幣政策新聞稿附件報告公布資訊



<sup>8</sup> 本節圖形資料來源均為：Filardo and Guinigundo (2008).

## (二) 對未來預測

多數央行發布其對主要經濟變數的官方預測，尤其是經濟成長率及通貨膨脹率等變數(圖5、6)。

圖5：央行是否發布預測

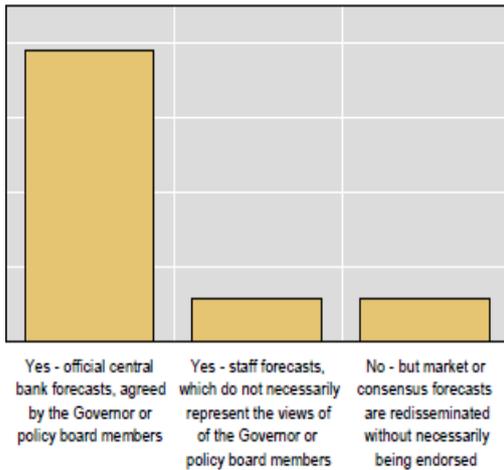
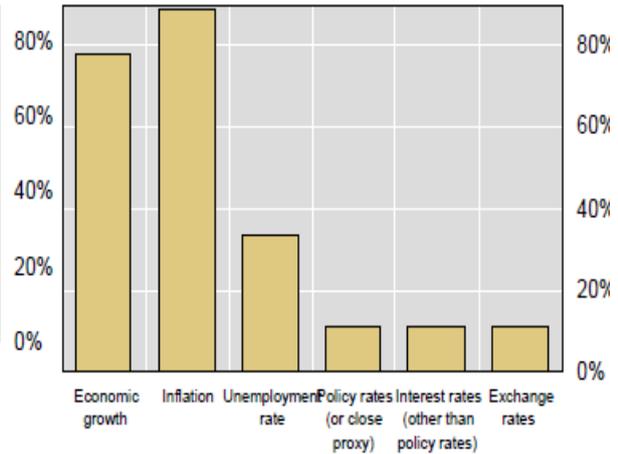


圖6：預測變數



## (三) 預測期間及預測基礎

多數央行的預測期間在1年以內、預測結果為點或區間的方式，且多以模型作為預測基礎(圖7、8、9)。

圖7：模型預測期間

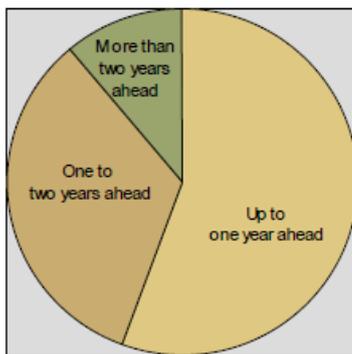


圖8：預測結果格式

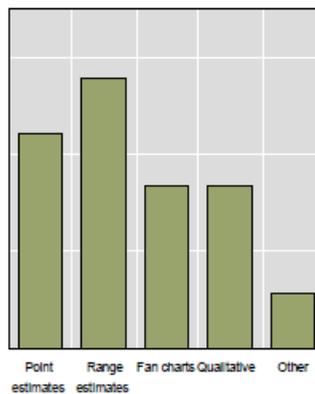
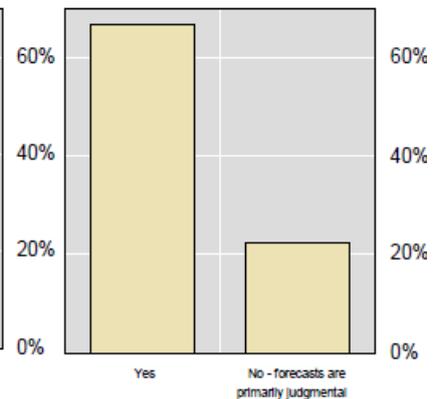


圖9：模型（專家判斷）

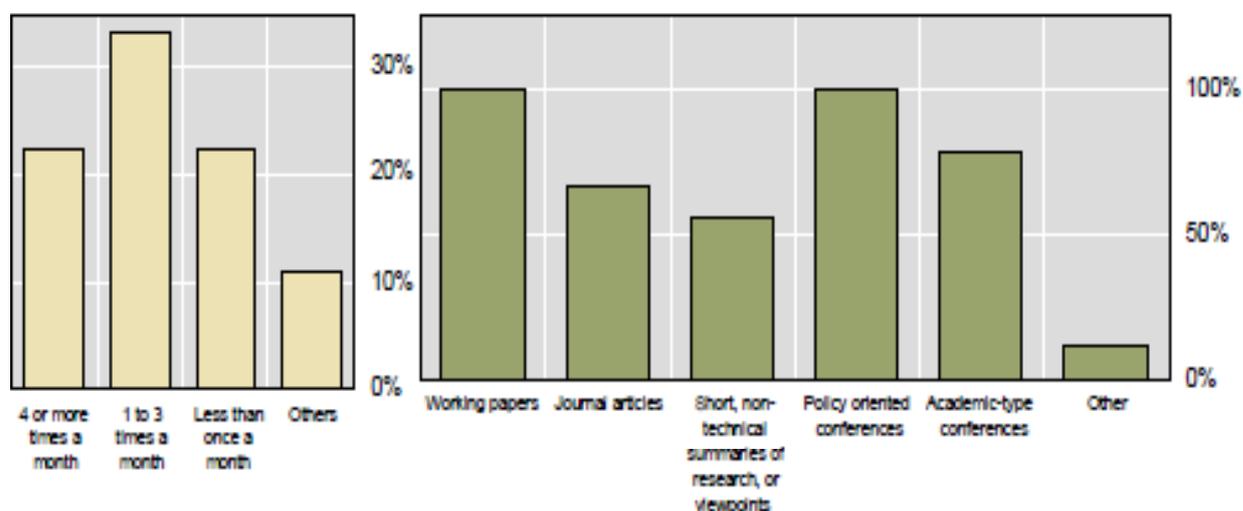


## (四) 資訊揭露方式及頻率

多數央行均會透過新聞稿、網站等方式向外界提供決策聲明及相關資訊，頻率以每月1至3次者比重最高(圖10、11)。

圖10：貨幣政策揭露頻率

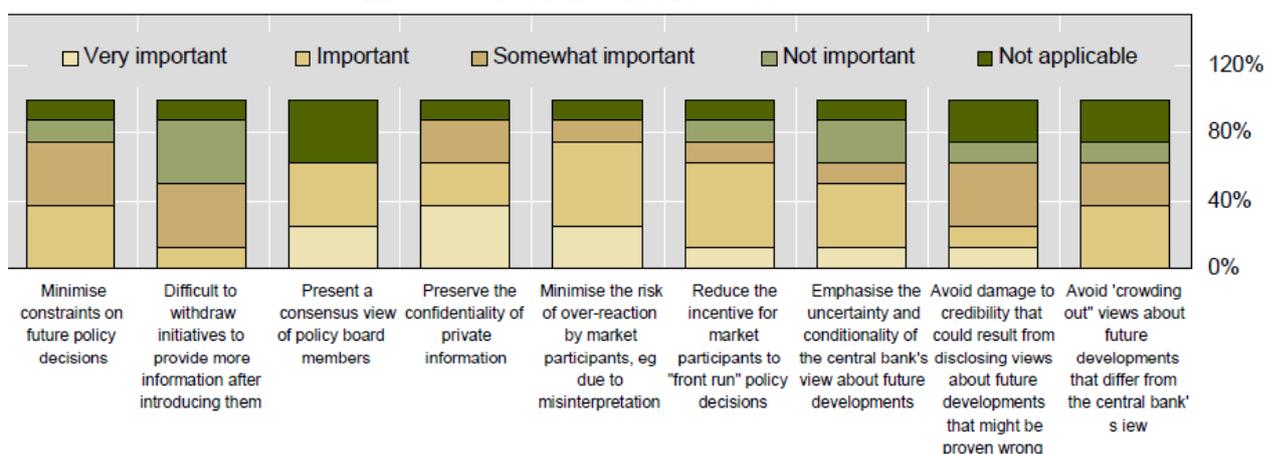
圖11：央行定期發布經濟評估之方式



### (五)限制資訊揭露的理由

亞洲央行認為資訊揭露應有限制的主要原因為保有部份資料之機密性，此外，希望呈現出貨幣政策決策係由委員共識決，避免外界錯誤解讀（圖 12）。

圖 12：限制資訊揭露理由



整體而言，紐西蘭央行為亞洲各國中透明化作法之領導者，其餘國家央行多半仍處於正在持續開放中之階段；而採行通膨目標化架構之央行也相對提供較多資訊。此外，亞洲國家央行亦已開始重視有效引導市場預期的作法。以 SEACEN 會員國為例，為強化其央行對外

溝通，馬來西亞央行成立企業溝通部門，專司央行與各目標群體之溝通與消費者保護議題。為將央行使用之專業用語能夠讓一般公眾充分理解，菲律賓央行成立經濟金融學習中心（Economic and Financial Learning Center, EFLC），不僅為記者提供不定期教育訓練課程，亦至菲國境內各地向民眾直接宣導央行角色、功能等訊息，增進一般大眾對央行作為及其政策影響之了解。

## 伍、利害關係者之管理

近來各先進國家央行所採行的溝通策略中，另一重要的一環，就是對於利害關係者（stakeholder）的掌握了解。與央行政策有關的利害關係者包括經濟分析師、基金管理人、企業經營者、投資人、國會議員、相關政府單位、消費者團體、以及媒體。央行應針對這些群體進行持續且密切的溝通，有助於正確而有效的資訊交流。此處所指的資訊交流並不僅指央行對外資訊的傳達，亦包括央行對於這些團體意見之掌握。而且，先進國家的經驗顯示，由於中央銀行與公眾交流的程度和複雜性皆與日提升，反有利於培養出具有基礎經濟知識的群體，有助於提升貨幣政策溝通效率。

### 一、媒體監測對中央銀行溝通策略之重要性

大眾傳播媒體為傳播央行資訊與公眾之重要媒介者，因此，所謂的媒體監測（media monitoring），是指央行應去了解所有央行必須進行溝通的對象，所需要的央行資訊是什麼，甚至對於特定媒體記者有充分了解，才能評估央行所欲傳達的訊息是否被正確無誤地傳遞給目標對象。此外，媒體監測其實亦包括要去觀察其他國家媒體對於若干中央銀行議題之看法。

以澳洲央行的媒體監測作法為例，其設有訊息處（Information Department）專門負責澳洲央行對外的資訊傳遞與溝通，該部門不僅

利用資訊科技來提升與公眾溝通之效率，改善網站友善使用性，同時，澳洲央行亦定期分析網站流量資訊，了解公眾對於央行網站的使用情況，以更加善用電子資訊管道的效果。據分析歷年來與公眾所接觸的資料，澳洲央行發現主要資訊需求者為來自於金融市場、企業與學術研究使用者。針對不同的訊息溝通對象，澳洲央行即可採取差異化的溝通作法，提高溝通的針對性與有效性。此處所指的差異化溝通作法，可以透過不同的管道來進行，例如，利用央行網站、季刊、財經出版品等媒介來傳達完整的文字訊息，如發布統計數據、貨幣政策操作等；而對政策的解釋宣導，以及未來政策方向，則可由央行總裁在貨幣政策會議後的記者會，或是專題演說等口語方式進行。

另外，菲律賓央行於 2009 年利用菲律賓統計當局（NSO）的勞動力統計調查機制，針對菲律賓將近 1 萬個家庭，進行民眾對央行功能、政策的認知調查。其中，在與溝通議題有關的問卷項目中，菲律賓民眾對於菲律賓央行回應民眾與政策利害關係者詢問、建言之速度，以及取得相關經濟數據的容易度多表滿意，較不滿意處在於菲律賓央行對外溝通之即時性及清晰度，以及公眾仍不清楚如何向央行提問。

## 二、貨幣政策溝通有效性之評估

歐洲中央銀行執行理事Bini Smaghi<sup>9</sup>曾表示，有效率的貨幣政策溝通會讓市場參與者了解央行意欲實施的貨幣政策。據溝通學者Lasswell認為，溝通過程係指：由某人，藉著某種管道，向他人說某些話，並產生了某種效果（Who says what in which channel to whom on what effect），如表 2 所示。

---

<sup>9</sup> Smaghi (2007).

表 2：貨幣政策溝通有效性之評估

貨幣政策溝通 有效性不同 觀察層面  評估溝通 有效性之 廣義要素	溝通內容 (what)  ● 貨幣政策架構 ● 貨幣政策決定及其原由 ● 貨幣政策傾向 ● 通膨及經濟展望 ● 未來可能風險	為何溝通 (why)  ● 權責 ● 可預測性 ● 引導通膨預期 ● 增進外界對央行了解 ● 滿足不同群體資訊需求	如何進行貨幣政策溝通 (how)  ● 定期公布資訊 ● 記者會 ● 演講 ● 利害關係者管理	貨幣政策溝通之對象 (whom)  ● 市場參與者 ● 公眾 ● 媒體 ● 各目標群體與利害關係者
政策利率之可預測性		✓		
通膨預期		✓		
一致性	✓		✓	
了解程度	✓	✓	✓	✓

資料來源：本次 SEACEN 課程資料。

衡量溝通是否有效，主要看溝通能否有助於金融市場正確的預期央行政策決定。各國中央銀行為了引導和管理市場預期，提高貨幣政策的透明度，越來越重視與社會公眾在貨幣政策目標、貨幣政策決策和貨幣政策操作方面的資訊溝通。由於各國中央銀行的體制和環境不同，客觀上即有資訊溝通的策略差異。這種差異化的資訊溝通方法，即反映出中央銀行對貨幣政策溝通所帶來的效益與風險權衡後的不同考量。

## 陸、貨幣政策溝通策略未來的挑戰

雖然多數國家中央銀行的貨幣政策透明化程度均較以往有長足進步，仍面臨相當多的挑戰。本節將從以下三個角度來探討：

## 一、 央行貨幣政策的短期可預測性

誠如前述，透明化的央行應是可以預測的，然而這並不代表具可預測性的央行就一定是透明化的央行。即使是缺乏透明度，貨幣政策仍可以是可預測的。例如，在總體經濟環境穩定情況下，市場當然會預測到央行無調整政策利率的需要。抑或是央行可事先明示未來的政策方向，因此，即使市場參與者並非十分清楚了解貨幣政策決策過程，仍可對未來貨幣政策方向做出正確預期。

一般來說，具可預測性的貨幣政策較佳，但也不應為了達成可預測性而扭曲了貨幣政策決策，此時，即可利用央行的溝通機制來達成此一目標。例如，如果為了避免對市場造成出其不意的衝擊（surprise），而延後宣布貨幣政策決策，市場反而會變成更加無法了解央行的貨幣政策。如此，過度專注於達成央行的短期可預測性，反而傷害了央行貨幣政策透明度及央行本身信譽，亦會影響貨幣政策之中、長期可預測性。

## 二、 政策制定過程的溝通與記者會所扮演的角色

公布會議紀錄與投票紀錄為了解貨幣政策決策過程的有效方式，然而，這也是當前許多國家央行仍多保持機密之處。目前雖有許多央行已開始公布會議紀錄，但公布投票紀錄的央行仍不多，主要是這些央行認為貨幣政策決議新聞稿已提供足以讓公眾了解之資訊。有學者認為<sup>10</sup>，由投票紀錄中的異議，其實反映出當前總體經濟變數可能蘊含的模擬訊號，反而有助於公眾更加了解貨幣政策反應，提升貨幣政策之中期可預測性<sup>11</sup>。

---

<sup>10</sup> Geraats (2009)。

<sup>11</sup> Ehrman and Fratzscher (2005) 認為，Fed理事會成員各自對經濟前景之看法，有助於市場能夠較正確的預期未來的政策路徑。

部分沒有公布會議紀錄的央行以在貨幣政策會議後立即舉行記者會的方式來與公眾溝通，如歐洲中央銀行、挪威央行，這種作法可以更即時的取代會議紀錄的角色，而且記者與央行間的問與答內容可以彌補央行透明度的缺口。然而，若是央行僅簡略回應，舉行記者會之溝通效益即大幅降低。另外一個值得思考的問題在於，以口語來回應複雜、棘手之貨幣政策細節，需要更精密之溝通技巧。基於審慎考量，較好的作法其實應是藉由央行本身可掌控的資訊發布（例如新聞稿），以減少口語溝通時失誤的風險。

### 三、中央銀行是否應公布政策路徑預測

目前關於貨幣政策透明化的所有議題中，最為人熱烈討論，且看法也相當分歧者，就是央行是否應公布其利率路徑的預測。由於貨幣政策效果與未來的決策預期關係密切，因此，央行對於未來政策路徑之預測，自然也是外界觀察央行貨幣政策意向的要素之一。央行可利用預期之政策路徑引導市場預期<sup>12</sup>，降低不確定性，提升貨幣政策之有效性。然而，相較於其他的總體經濟預測，由於政策利率是由央行所掌控，所謂的政策路徑預測容易引起外界混淆，誤以為是央行設定之利率目標。也由於這個原因，極容易迫使，或是引誘央行更為專注於在短期間的政策可預測性<sup>13</sup>。

此外，政策利率路徑之預測必須要針對金融市場在利率偏離預期時的反應預先假設，由於央行並不一定能夠正確評估這些反應，在這種情況下，公布政策路徑預測反而可能造成更大波動性。

---

<sup>12</sup> 特別是在市場預期與央行預測的政策路徑十分分歧時。

<sup>13</sup> 對於選擇公布政策路徑的央行，學者多建議可採行類如英格蘭銀行所採用的扇形圖（fan chart）作法，讓外界了解政策利率預測背後之可能情境；此外，央行亦可公布其他短期利率的預測路徑來取代政策利率，以避免文中所提及之混淆問題。

## 柒、結論與建議

### 一、結論

在過去 10 年中，全球中央銀行發展的一個重要特點，就是這些中央銀行都尋求與公眾進行溝通，不僅是關於他們以後做出的政策決定，而且是關於他們未來將要做出的政策方向。特別是對採取通膨目標化架構的中央銀行而言，有些情況，關於其政策的說明甚至比政策本身的行為更能夠影響市場的心理和行為，而這些行為同時也促進市場穩定，並強化總體經濟穩健發展。

金融風暴過後，全球金融市場環境產生極大變化，各國財政政策與貨幣政策均面臨了相當大的限制，經濟恐將緩慢成長，資本流動波動性增加，國際金融市場仍將面臨高度不確定性；另一方面，一般民眾取得資訊的機會也倍增，科技發展也會加深市場競爭，不具效率的參與者將被淘汰。面對更為複雜的金融環境，公眾對央行的權責要求更高，央行亦必須接受市場參與者持續的檢視，以及來自外部團體的壓力，此時，更需要堅定卻富有彈性的政策，而央行能否堅定捍衛公眾利益，亦更形重要。

不過，在中央銀行實務中，並非提供市場越多訊息，透明度越高，越能促進貨幣政策之有效傳達。Mishkin（2005）曾指出，太高的透明度可能違反了 KISS（Keep It Simple Stupid）原則。目前學界與央行本身對於央行溝通策略的最佳作法並無定論，最主要的因素在於各國政治制度、經濟環境、乃至於央行的架構設計均有相當大的差異，因此，目前可以確定，並沒有一個可以適合所有央行的最佳策略（one size fit all）。然而央行不同的溝通策略卻仍可以獲得異曲同工之效。

近年各國央行多已增加對市場參與者之溝通，但在對於一般民眾的溝通上仍處於起步階段，相較之下，公眾對於央行功能的了解程度

與對央行的信心就較為缺乏。如能增進公眾對於央行職能的正確認知，可使央行貨幣政策溝通更簡易且更具成效，而且，在一個民主社會中，公眾的評論才是央行績效最終的裁判。

貨幣政策能夠有效溝通的要點，尚包括負責溝通的人員必須能夠參與貨幣政策的決策過程，央行也須了解最新議題，以及社經環境與金融市場的變化趨勢。此外，對於與央行關係密切之利害關係者管理，在當前資訊發達社會中更形重要，如此才能正確掌握其觀點與反應，例如，央行可善加利用書面資料，或藉由央行官員向公眾陳述清楚、正確且一致性的訊息。再者，央行亦可多加利用既有及新增的溝通管道，以擴大央行與公眾的接觸，並建立一個意見回饋機制。雖然目前學界與央行實務皆認為央行總裁實為貨幣政策的最佳發言人，不過，為加強提升貨幣政策之整體溝通效果，在中央銀行行員的培訓上，行員應不僅會運用複雜的經濟模型，同時亦應具有與公眾良好溝通、交流的能力。

然而，再完美的溝通政策也無法彌補政策失誤所造成之衝擊，因此，好的政策仍為央行貨幣政策溝通策略中的核心要素。

## 二、建議

本次研討會內容十分豐富，BIS、SEACEN 會員國之主講者對相關議題深入淺出之說明，及學員們於課程中積極參與討論及模擬個案研究，除有效加深學員對當前主要國家之貨幣政策溝通策略發展之了解，並對具相似總體經濟條件之東南亞央行貨幣政策溝通機制設計有進一步認識。茲就本次參與該研討會提出建議如下：

### （一）持續加強對外溝通與資訊揭露

建議本行可廣續強化統計與相關研究資訊的提供。例如，據國外央行經驗，已有相當高比率之利害關係者係利用央行網站獲取貨幣政策相關資訊，本行亦可仿效澳洲央行作法，提供公眾訂閱電子新聞稿（e-newsletter）即時發送服務，有助於增進貨幣政策決策時之傳播效率。此外，本行亦可加強對於利害關係者之管理，持續與市場參與者溝通，俾利有效影響暨管理市場預期，提高貨幣政策有效性。

### （二）增加提供未來展望分析之訊息

相較於經濟、金融情勢現況之分析，我國較缺少對於公眾在形成預期時，所需要的對於未來經濟金融情勢發展之預測分析報告。透過對央行預測的分析，公眾可以更深入地了解央行於貨幣政策決策時，對於經濟金融情勢的判斷，降低兩者間資訊不對稱的問題。對於外界可能產生目標（target）與預測數（forecast）概念混淆的問題，則可透過利害關係者管理機制，向公眾傳達正確訊息。

### （三）鼓勵同仁持續進修，加強專業與語言能力

參與國際組織課程除可增加學員專業能力，亦有助於擴展學員國際視野。SEACEN 參訓學員已有年輕化趨勢，因此雖然部分會員國之官方語言並非英語，但其參訓者之英語表達能力已顯著提升，建議本行鼓勵年輕同仁積極提升英語能力，參與國際講習課程，以培養專業能力。

附錄 1：印尼央行與我國央行之透明度指標

	印尼	台灣
貨幣政策架構	<b>通膨目標化</b>	<b>貨幣目標區</b>
政治透明度	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 1. 印尼央行法明訂央行目標、獨立性與責任，此內容公布於央行網站及其他相關出版品中</li> <li>● 2. 印尼央行的目標為達成與維持印尼盾之穩定</li> <li>● 3. 印尼央行為一獨立行使其職權之政府機構，不受政府或政黨干預</li> <li>● 財政部經與央行協商後，公布 3 年通膨目標，此資訊亦同步公布於印尼央行網站以及其他相關出版品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 1. 我國「中央銀行法」明訂央行經營目標，此內容亦公布於央行相關出版品中</li> <li>● 2. 我國央行的經營目標為促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值的穩定，以及在上述目標內，協助經濟發展</li> </ul>
經濟透明度	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 總體經濟資料定期公布於 IMF 之特別資訊公布標準公布欄（Special Data Dissemination Standard, SDDS）</li> <li>● 每月、季、年定期發布包括經濟、貨幣金融情勢發展與央行預測的報告與新聞稿</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 每月、季、年定期以新聞稿公布並出版貨幣、金融相關統計資訊</li> <li>● 每年定期將貨幣成長目標區之設定說明，以及學者專家參與座談會會議紀錄刊布於本行季刊</li> </ul>
程序透明度	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 央行網站上介紹貨幣政策決策程序，以及組織架構</li> <li>● 每月貨幣政策委員會後，於下午 2 點之前發布新聞稿，公布政策決定以及考量因素</li> <li>● 印尼央行未公布會議記錄以及貨幣政策委員會成員投票紀錄</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 央行網站上介紹貨幣政策決策過程以及組織架構</li> <li>● 每季理監事會後立即發布新聞稿，並由總裁召開記者會，說明重要決策內容，面對面與記者進行詢答</li> <li>● 本行未公布會議紀錄以及理監事會成員投票紀錄</li> </ul>

<p>政策透明度</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 貨幣政策決策由委員會會議決定，並於會後 1 小時內（下午 2 點之前）於網站公布新聞稿</li> <li>● 根據印尼央行法，印尼央行應於財政年度開始時透過新聞媒體公布下列資訊，包括：             <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 對前一年度貨幣政策實施成效之評估</li> <li>2. 考量當前經濟金融情況與通膨目標後，提出來年貨幣政策計畫與貨幣目標</li> </ol> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 貨幣政策決策由理監事會會議決定，並於會後公布新聞稿</li> <li>● 每年最後一次理監事會發布次年 M2 貨幣成長目標區</li> <li>● 每年 3 月及 6 月向國會進行「中央銀行業務報告」</li> </ul>
<p>操作透明度</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 每月定期於央行網站公布貨幣政策操作資訊</li> <li>● 根據印尼央行法，每 3 個月向國會呈交報告，並同時公布於央行網站</li> <li>● 每年發布經濟分析年報，內容包括過去 1 年之經濟、貨幣分析</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 每日定期於央行網站公布貨幣政策操作資訊</li> <li>● 每日例行記者會發布新聞稿或參考資料，對中央銀行所屬業務如貨幣政策操作均詳細說明</li> <li>● 每年出版央行年報，內容包括過去 1 年之經濟、貨幣情勢分析</li> </ul>

資料來源：本次 SEACEN 課程資料與作者整理

## 參考文獻

- Bank for International Settlements (2009), “Communication of Monetary Policy Decisions by Central Banks: What Is Revealed and Why,” Monetary and Economic Department, BIS Papers No 47.
- Barry, Paul F. (2006), “Media Monitoring: Some Issues,” at the IMF Regional Seminar on Central Bank Communications, January 22-24.
- Bernanke, Ben S. (2004), “Central Bank Talk and Monetary Policy,” remarks at the Japan Society Corporate Luncheon, New York, October 7.
- Blinder, Alan S., Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, Jacob De Haan, and David-Jan Jansen (2008), “Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence,” NBER Working Paper 13932, National Bureau of Economic Research, April.
- Dincer, Nergiz, and Barry Eichengreen (2009), “Central Bank Transparency: Causes, Consequences and Updates,” NBER Working Paper No. 14791, National Bureau of Economic Research.
- Ehrmann, Michael, and Marcel Fratzscher (2005), “How Should Central Banks Communicate?” ECB Working Paper No. 557, European Central Bank.
- Faust, Jon, and Lars E.O. Svensson (2000), “The Equilibrium Degree of Transparency and Control in Monetary Policy.”
- Filardo, Andrew, and Diwa Guinigundo (2008): “Transparency and Communication in Monetary Policy: A Survey of Asian Central

- Banks,” BSP-BIS Research Conference on Transparency and Communication in Monetary Policy, January.
- Geraats, Petra M. (2009), “Trends in Monetary Policy Transparency,” *International Finance* 12:2.
- Geraats, Petra M. (2006), “Transparency of Monetary Policy: Theory and Practice,” *CESifo Economic Studies*, Vol. 52, Issue 1.
- Goeltom, Miranda S. (2006), “Monetary Policy Management in an Uncertain Environment: Challenges for Central Bank Communication in Indonesia,” paper presented at the IMF Regional Seminar on Central Bank Communication, January 23-24.
- Lambert, Richard (2006), “Central Bank Communications: Best Practices in Advanced Economies,” at the IMF Regional Seminar on Central Bank Communication, January 23-24.
- Mishkin, Frederic (2005), “The Inflation-Targeting Debate,” paper presented at Bank of Canada Conference.
- Trichet, Jean-Claude (2005), “Communication, Transparency and the ECB’s Monetary Policy ,” keynote speech at the New Year’s reception of the International Club of Frankfurt Economic Journalists, January 24, Frankfurt am Main.
- Smaghi, Lorenzo Bini (2007), “The Value of Central Bank Communication,” *Financial Market Speech Series*, Landesbank Hessen-Thüringen, November 20.

Woodford, Michael (2005), "Central Bank Communication and Policy Effectiveness," paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City, September 16.