

出國報告（出國類別：其他）

參加印尼央行與德國央行合辦之  
「貨幣政策執行」研討會  
出國報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：張天惠/經濟研究處副研究員

派赴國家：印尼

出國期間：106年9月10日至9月16日

報告日期：106年12月

# 目 錄

壹、前言.....	1
貳、貨幣政策架構與操作.....	2
一、基本架構與操作.....	2
二、ECB 政策架構與執行.....	5
三、印尼央行貨幣政策挑戰與因應策略.....	9
參、央行之透明度與政策溝通.....	16
一、透明度與溝通.....	16
二、近年溝通政策之發展與其效用.....	18
肆、結論與建議.....	21
參考資料.....	23

# 參加印尼央行與德國央行合辦之 「貨幣政策執行」研討會出國報告書

## 壹、前言

印尼央行（Bank Indonesia）與德國央行（Deutsche Bundesbank）於 2017 年 9 月在印尼泗水舉辦「貨幣政策執行」(Implementing Monetary Policy) 研討會，為期 4 日，主題聚焦在貨幣政策執行，內容涵蓋貨幣政策架構、操作工具、央行資產負債表、流動性管理，以及央行之政策溝通與透明度等議題。最後亦針對貨幣政策執行工具之選擇與政策挑戰進行小組討論。

研討會的講師包括德國央行貨幣政策與金融市場部門的資深顧問 Sonja Juko 博士、南亞經濟研究部門的市場分析師 Min-Kyu Jang，以及印尼央行官員等。本次研習學員共 43 人，包括本行，以及來自馬來西亞、菲律賓、幾內亞、土耳其、柬埔寨、尼泊爾、巴基斯坦、泰國、緬甸、印尼等 11 國中央銀行相關部門人員與亞洲開發銀行（ADB）之代表。

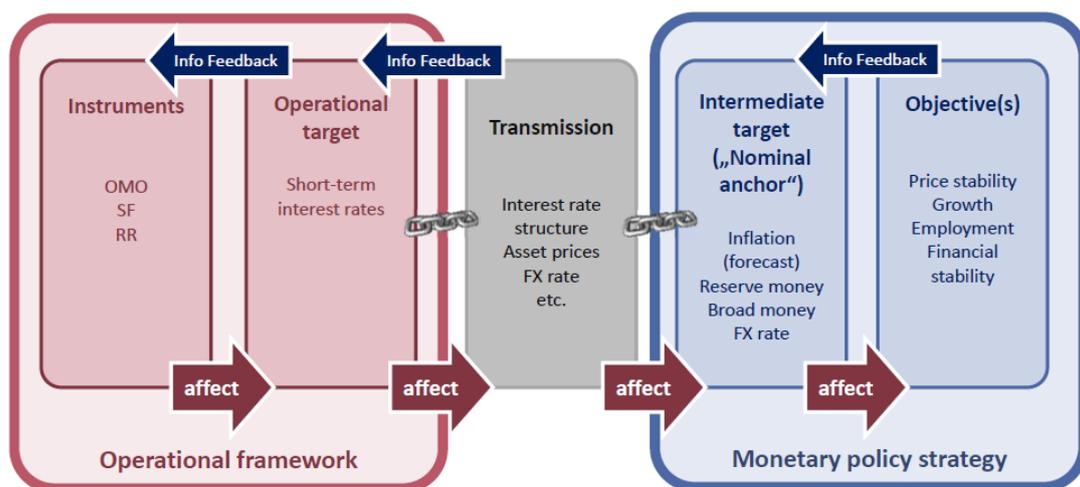
本報告共分為六章。除前言外，第貳至第參章介紹本次研討會之主要內容，包括貨幣政策架構與操作，以 ECB 與印尼央行為例，說明貨幣政策、操作面與近年發展或挑戰，並探討央行溝通策略等。第肆章則為結論與建議。

## 貳、貨幣政策架構與操作

### 一、基本架構與操作

央行貨幣政策之擬訂與執行需要以明確架構做為指引。貨幣政策架構主要分為政策策略與操作，包括最終目標、中期目標、短期操作目標與操作工具，以及貨幣政策傳遞機制等。由於最終目標為央行最關心但不能直接掌控，且貨幣政策執行到最終目標的實現，會產生時間上的落差，故需藉由操作工具，影響操作目標與中間目標，進而達成最終目標（圖 1）。雖因各國國情或經濟發展程度不同，致各國央行之貨幣政策架構與政策操作方式不盡相同，惟貨幣政策的基本架構仍可分為匯率目標機制、貨幣目標機制、通膨目標機制與無明示目標機制等數種（Mishkin, 2001），目前此四種貨幣政策架構均有國家採行（Batini et al., 2006；整理詳見表 1），根據 IMF（2014）統計，由於金融體系快速發展與金融深化，2003~2011 年間約有 40% 的新興市場國家與 25% 的低所得國家轉向通膨目標機制，已有效使通膨率大幅下降<sup>1</sup>。

圖 1 貨幣政策架構



資料來源：研討會講義與 Maehle（2014）

<sup>1</sup> 該報告資料顯示，64 國（包含 35 新興市場國家與 29 低所得國家）之通膨率，由 1990~2002 年平均的 18.6% 下降至 2003~2012 年平均的 9.3%。

表 1 貨幣政策機制比較

貨幣政策機制	匯率目標機制	貨幣目標機制	通膨目標機制	無明示目標機制
主要國家	新加坡、香港	中國大陸、斯里蘭卡、台灣	紐西蘭、加拿大、英國、澳洲、瑞典、以色列、捷克、波蘭、南韓、巴西、智利、哥倫比亞、南非、泰國、墨西哥、冰島、挪威、匈牙利、菲律賓、祕魯、瓜地馬拉、印尼、羅馬尼亞、亞美尼亞、土耳其、塞爾維亞等國家	美國
優點	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 目標簡單明確</li> <li>2. 以匯率作為名目基軸，可穩定一國貿易財價格</li> <li>3. 對控制通膨有直接助益</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 可透過貨幣數量調節，因應國內經濟金融情勢的變化</li> <li>2. 貨幣政策較具自主性</li> <li>3. 貨幣目標明確傳達央行之政策方向</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 易為民眾理解</li> <li>2. 目標明確、透明度高、追究責任性高，可降低政策不確定性</li> <li>3. 提高央行執行貨幣政策的彈性、權衡</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 避免仰賴單一指標</li> <li>2. 可達到對物價早期預警與因應之效果</li> <li>3. 政策操作彈性較大</li> </ol>
缺點	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 喪失貨幣政策的自主性</li> <li>2. 無法透過逐日匯率變動提供貨幣政策動向訊息</li> <li>3. 易受投機性攻擊</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 操作目標與中間目標需有明確穩定關係，否則不確保最終目標的達成</li> <li>2. 金融創新與金融管制鬆綁，致貨幣定義不易界定</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 通膨不易預測</li> <li>2. 影響通膨因素眾多，不易為貨幣當局控制</li> <li>3. 政策反應較慢</li> <li>4. 政策重點為通膨率，易導致產出過度波動</li> </ol>	<p>最不透明，政策表現深受央行主席之影響，缺乏權責化</p>

資料來源：Batini et al. (2006)、侯德潛 (2010)、Hammond (2012)

由貨幣政策執行面來看，常見的央行貨幣市場管理或操作工具包括公開市場操作、貼現窗口 (discount window)、常設窗口機制 (standing facilities) 與最低準備金制度等，隨著 90 年代起許多主要國家採行通膨

目標機制，為配合通膨目標化策略及實施即時總額支付清算（real-time Gross Settlement, RTGS）機制，各國央行紛紛調整貨幣政策操作方式，採用較簡單、透明之利率走廊（interest rate corridor）方式，促使常設窗口機制工具日益重要。利率走廊之基本操作原理為，央行利用價格誘因機制（cost incentives）理論，以央行主要政策利率為中心，設定最適之上下限利率區間，上下限通常為常設性窗口操作工具之放款利率與存款利率，與目標利率維持固定差距<sup>2</sup>（如 25 或 100 個基點 basis points），儘可能使拆款市場之利率與目標利率接近。目前主要國家央行，如紐西蘭、加拿大、ECB、瑞典、日本、澳洲、英國、挪威等，採行利率走廊操作。

一般而言，央行視市場需要決定公開市場操作金額，用以調節銀行資金供需，惟並不能直接控制隔夜拆款利率水準，且操作較繁雜；而常設窗口操作由銀行依需求向央行提出申請，在無金額限制之申請方式與成本誘因機制下，央行扮演被動的邊際資金調節者，進而可有效控制短期利率的變動，藉以調節營業日底未經預期之資金變動（表 2）。

許多文獻（Whitesell, 2006；Pérez-Quirós and Mendizabal, 2012；Martin and Monnet, 2011）認為，與公開市場操作相較，常設窗口操作更有利於金融市場形成穩定的預期，可及時、準確地對市場流動性變化作出反應，從而在控制短期利率波動上具有優勢。此外，央行只需對利率走廊的上下界進行調整即可實現貨幣政策的調整，而不需要頻繁地進行公開市場操作，從而降低貨幣政策操作的成本。

本文將以歐洲中央銀行（ECB）與印尼央行之貨幣政策架構、操作

---

<sup>2</sup> 利率走廊的最適寬度與是否需具對稱性有許多文獻討論，如 Whitesell（2006）、Berentsen and Monnet（2008）、Goodhart（2010）、Pérez-Quirós and Mendizabal（2012）等。利率走廊的寬度與不對稱性可成為央行調節拆款市場之利率和流動性的重要政策手段。

與近年之成效或挑戰為例，進一步說明。

表 2 貨幣政策操作比較

貨幣政策操作	公開市場操作	常設性窗口操作
利率	操作利率接近市場利率	上限之融通利率高於公開市場操作利率，下限存款利率低於公開市場操作利率，為央行控制利率最重要且最有效之工具
調節資金	調節銀行資金供需	調節營業日底未經預期之資金變動
金額限制	有限制，由央行視市場需要決定公開市場操作金額	無限制，由銀行依需求向央行提出申請
主動權	央行	銀行
懲罰(成本機制)	操作利率接近市場利率，不具懲罰性	上限之融通利率高於市場利率，下限存款利率低於市場利率，具懲罰性
期限	較多樣	通常為隔夜
操作	複雜	簡單、透明、易了解

資料來源：研討會講義與黃富櫻（2005），作者整理

## 二、ECB 政策架構與執行

歐洲央行體系（the European System of Central Banks, ESCB）包括 ECB 及歐盟成員國家之中央銀行（National Central Banks, NCBs），ECB 及 NCBs 組合為歐元體系（Eurosystem），自 1999 年 1 月 1 日起，歐元體系實施單一貨幣政策，截至 2017 年，會員國共計 27 國。其決策及管理機構為 ECB，維持物價穩定係 ECB 的主要目標，以調和消費者物價指數（Harmonized Index Consumer Prices, HICP，通稱為通貨膨脹率）作為物價穩定中期目標。ECB 採用雙支柱（two-pillars）機制，以經濟分析（評估短期至中期物價發展趨勢）及貨幣分析（評估中期至長期物價發展、通膨風險與其兩者關連），評估物價穩定的風險。

ECB 貨幣政策操作工具包含公開市場操作、常設窗口機制及最低

準備金制度，各操作工具內涵與主要方式如圖 2 說明。ECB 目前操作工具中，仍以公開市場操作為主，輔以常設窗口機制及最低準備金制度，以調節資金流動性。以下進一步說明常設窗口運作與成效。

圖 2 ECB 貨幣政策操作工具



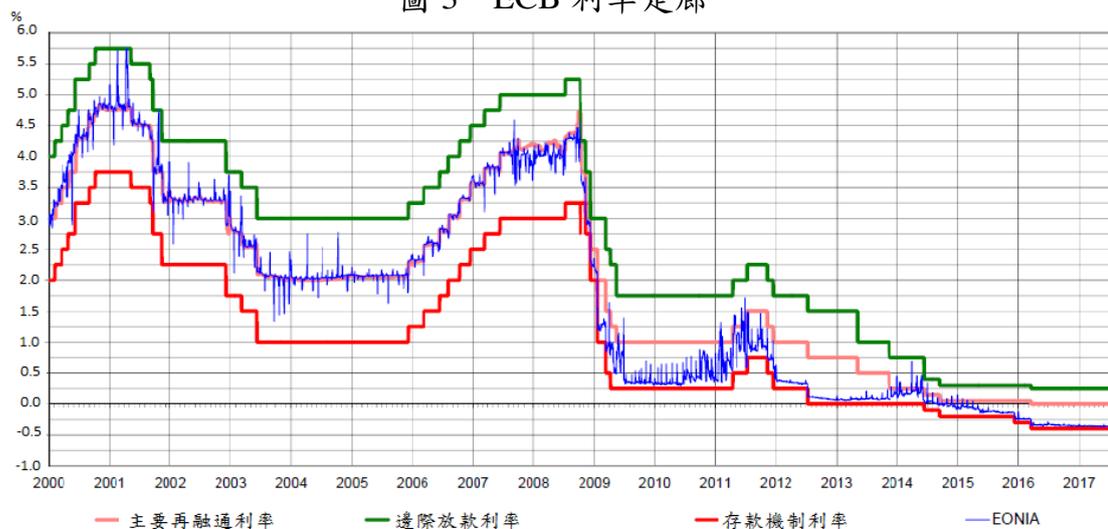
資料來源：研討會講義，作者整理

ECB 自 1998 年 6 月成立時即建構利率走廊的操作方式，於 1999 年歐元誕生後正式啟動。ECB 利率走廊的上下限係由 ECB 決定，分別為邊際放款(marginal lending facility)利率和存款機制(deposit facility)利率，形成目標利率(係主要再融通利率，main refinancing operations marginal rate)的利率區間。

ECB 最初設計為不對稱的利率走廊，邊際放款利率高於目標利率 150 個基點，存款機制利率低於目標利率 100 個基點；隨著 1999 年 4 月 ECB 降息，利率走廊的寬度縮減為 200 個基點，目標利率位於走廊的中間（對稱利率走廊）。

2008 年全球金融危機，為緩和隔拆利率的波動與便利金融機構調整短期流動性，ECB 將利率走廊的寬度縮減為 100 個基點，2009 年初再恢復為 200 個基點，惟 2009 年 5 月央行會議後將利率走廊的寬度縮減為 150 個基點。全球金融危機後，ECB 透過長期再融通操作與量化寬鬆（Quantitative Easing）政策對市場挹注大量資金，授信機構持有大量的超額準備，使歐元區銀行間隔夜拆款利率（Euro Overnight Index Average, 簡稱 EONIA）趨近存款機制利率。近年歐元區面臨通縮壓力，ECB 為刺激消費、投資與提高通膨，採行負利率政策，2014 年 6 月將存款機制利率調降至-0.1%；爾後 ECB 三度調降該利率，目前已降至-0.4%<sup>3</sup>（圖 3）。

圖 3 ECB 利率走廊



資料來源：ECB Statistical Data Warehouse

<sup>3</sup> 最後一次調降為 2016 年 3 月，邊際放款利率自 0.30% 調降至 0.25%；存款機制利率自 -0.30% 調降至 -0.40%；主要再融通利率自 0.05% 調降 5 個基點至 0.00%。

在常設性窗口機制成效方面，由於價格誘因機制與拆款市場有效的運作，因此，授信機構使用常設性窗口機制的金額並不多，且常設性窗口機制的利率區間操作可有效穩定利率。

近年 ECB 貨幣政策操作策略，除了前述的傳統操作外，另包含：

## 1. 非傳統貨幣政策操作

(1)非傳統的長期再融通操作 (LTROs)；

(2)2014 年 9 月起開始實施 4 年期目標長期再融通操作 (targeted longer-term refinancing operations, TLTROs)：以主要再融通操作利率 (當時為 0.05%) 加 10 個基點，即 0.15% 對銀行融通資金<sup>4</sup>，可有效降低歐元區放款利率，提高銀行參與之動機。

(3)2015 年 1 月擴大資產購買計畫<sup>5</sup>：2018 年 1 月起將每月購債規模從 600 億歐元減半至 300 億歐元，持續九個月。

## 2. 流動性管理

(1)以利率下限 (floor system) 規範 EONIA 下限，吸收市場超額流動性：金融危機後，由於 ECB 對歐元區銀行業挹注大量流動性，使超額流動性成為常態，以利率下限取代對稱利率走廊。

(2)淨金融資產協議 (Agreement on Net Financial Assets, ANFA)：ECB 於 2014 年 11 月與 NCBs 簽署 ANFA，規定 NCBs 持有非貨幣政策淨資產的金額，避免 NCBs 因持有過多的非貨幣政策資產而使市場流動性超出 ECB 認定之最適水準。

---

<sup>4</sup> 自 1999 年以來，4 年期平均放款利率約 5%。TLTROs 操作讓銀行可每季向 ECB 借款直至 2016 年 6 月，借款到期日為 2018 年 9 月。

<sup>5</sup> 2014 年 10 月歐元區開始實施首輪量化寬鬆，包含 2 種資產購買計畫：於 10 月推出擔保債券購買計畫 (covered bond purchase programme, CBPP)、11 月推出資產擔保證券購買計畫 (asset backed securities purchase programme, ABSPP)。

### 三、印尼央行貨幣政策挑戰與因應策略

全球金融危機，印尼面臨資本大量移動，不僅使金融體系更為脆弱（vulnerability），影響金融穩定，且其順景氣循環（pro-cyclicality）的擴大效應延遲景氣復甦時程；匯率大幅波動影響經常帳變動與物價穩定；資本流入促使房價高漲（尤其在雅加達），增添資產價格泡沫化風險與金融不穩定。全球金融危機後，更因主要先進國家實施量化寬鬆政策，資本大量流入致印尼盧比（rupiah）升值與擴大經常帳赤字，2009年與2010年盧比升值高達17.8%與11.4%。

印尼央行在資本移動、匯率與貨幣政策自主性（monetary autonomy）一直面臨不可能的三位一體（Impossible Trinity）問題<sup>6</sup>。然而，學界認為央行面對三難困境時，可由三擇二問題轉而在中間地帶（middle ground）尋求可妥善達成多重目標的最佳政策組合（Aizenman et al., 2010；Aizenman, 2011；Aizenman et al., 2013；Klein and Shambaugh, 2015）。Klein and Shambaugh（2015）實證結果亦發現，中間地帶確實存在，廣泛且非短暫性的資本管制與管理浮動匯率可提高貨幣政策自主性，尤其對新興經濟體與開發中國家而言。

印尼央行之貨幣政策架構為，自2005年7月起採用嚴格的通膨目標機制（Strict Inflation Targeting, SIT），然而，全球金融危機導致印尼央行面對資本移動頻繁與匯率波動帶來的多重挑戰，證實僅採單純的SIT機制是不足的，印尼央行因而改採彈性通膨目標機制（或稱強化版之通膨目標機制，Enhanced IT），以貨幣政策（利率）及總體審慎措施的政策組合（policy mix）作為政策工具，並輔以政策溝通工具，達到貨幣自主性、匯率穩定與資本流動管理等中期目標，以解決前述所面臨

---

<sup>6</sup> 固定匯率、資本自由移動與貨幣的自主性都是央行想要達成的目標，惟不可能同時達成，只能三選二，或是兼顧三者但皆無法完全達成，此謂國際金融學的不可能的三位一體。

之多重困境 (multiple dilemmas)，此外，強化央行與政府部門間的政策協調 (coordination)，進而最終達成物價與金融穩定的雙重目標 (圖 4)。

圖 4 印尼央行貨幣政策架構-彈性通膨目標機制



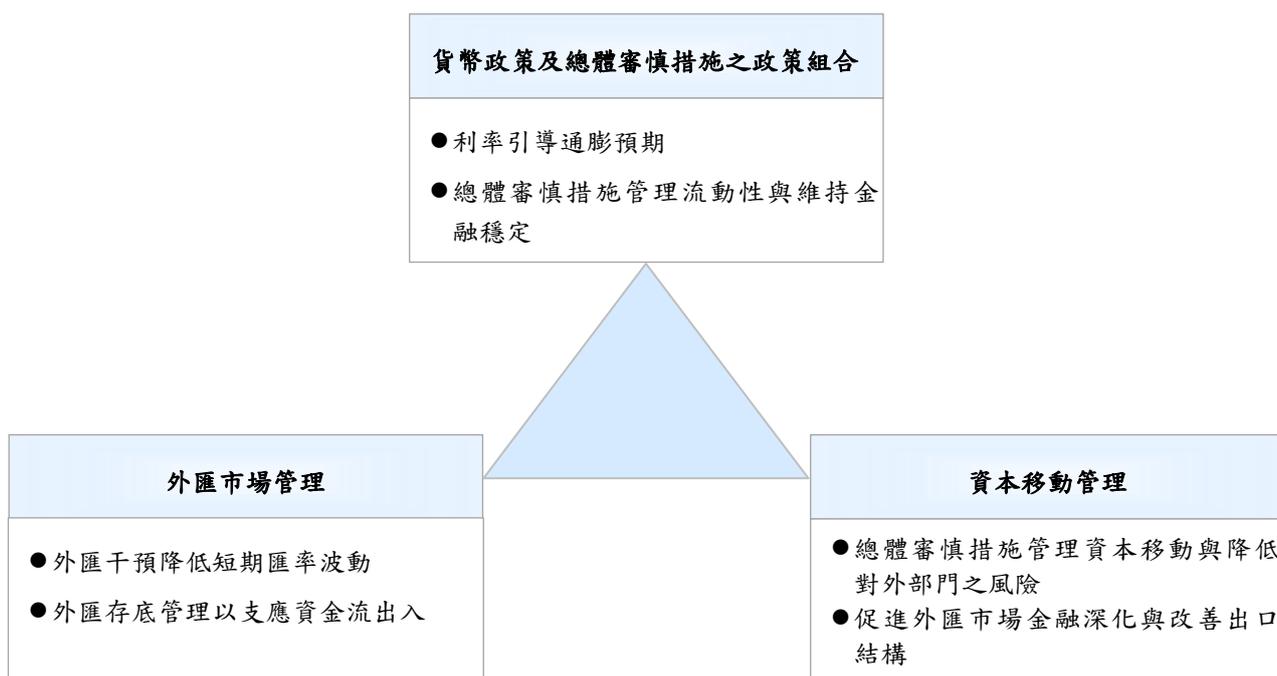
資料來源：研討會講義，作者整理

印尼央行以政策組合來因應三難困境，以達到貨幣自主性、匯率穩定與資本流動管理等中期目標，此政策組合包括 (圖 5)：

- (1) 貨幣政策組合：以利率引導與管理通膨預期及匯率；以總體審慎措施管理流動性與維持金融穩定。
- (2) 外匯市場管理：透過外匯干預降低短期匯率波動；同時在資本流入時累積外匯存底，以作為支應資本流出時之所需。
- (3) 資本移動管理：針對銀行持有央行發行之短期票券期限進行管理 (於資本流入時延長期限)，搭配存款準備率調整、企業外債曝險

程度規範、銀行貸款成數等總體審慎措施管理資本移動與降低對外部門之風險；改善進出口流程規範等結構性問題，以提高出口競爭力與經常帳赤字；外匯交易法規鬆綁、促進外匯避險與匯率衍生性商品發展等金融深化措施。

圖 5 面對三難困境所採之政策措施



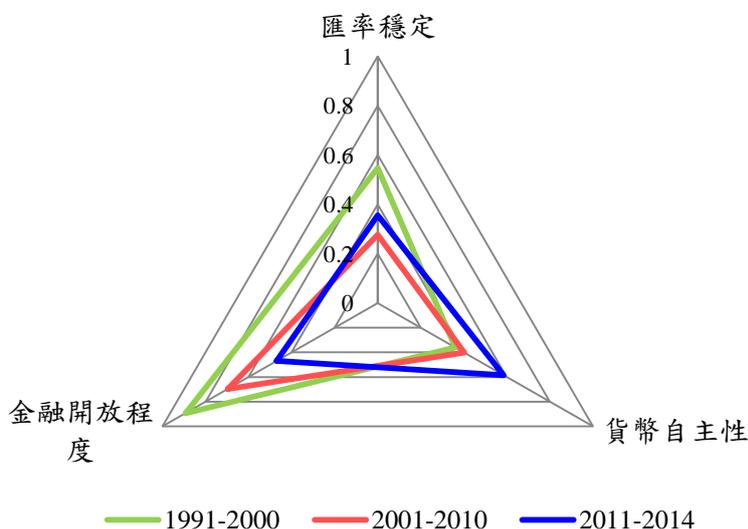
資料來源：研討會講義，作者整理

觀察印尼的三難困境指數（Trilemma Index）<sup>7</sup>（圖 6），90 年代金融放開程度與匯率穩定最高，惟喪失貨幣政策自主性；2001~2010 年貨幣自主性略為提高，惟金融開放程度下降且匯率穩定度大幅下降；近年，印尼央行因採行政策組合，致央行的貨幣自主性大幅提高，匯率穩定度亦提高，而金融開放程度則因資本管理措施而呈現下降，印尼之三

<sup>7</sup> 三難困境指數由 Aizenman 等人編製，包含超過 170 個國家自 1970 年起的資料，三難困境指數由金融開放程度指數（financial openness index）、匯率穩定指數（exchange rate stability index）貨幣自主性指數（monetary independence index）等 3 指數構成，個別指數介於 0~1 之間，數值愈低代表離目標愈遠，詳見 Aizenman et al. (2008)。

難困境逐漸轉向盡可能兼顧三項目標之中間地帶。

圖 6 三難困境指數

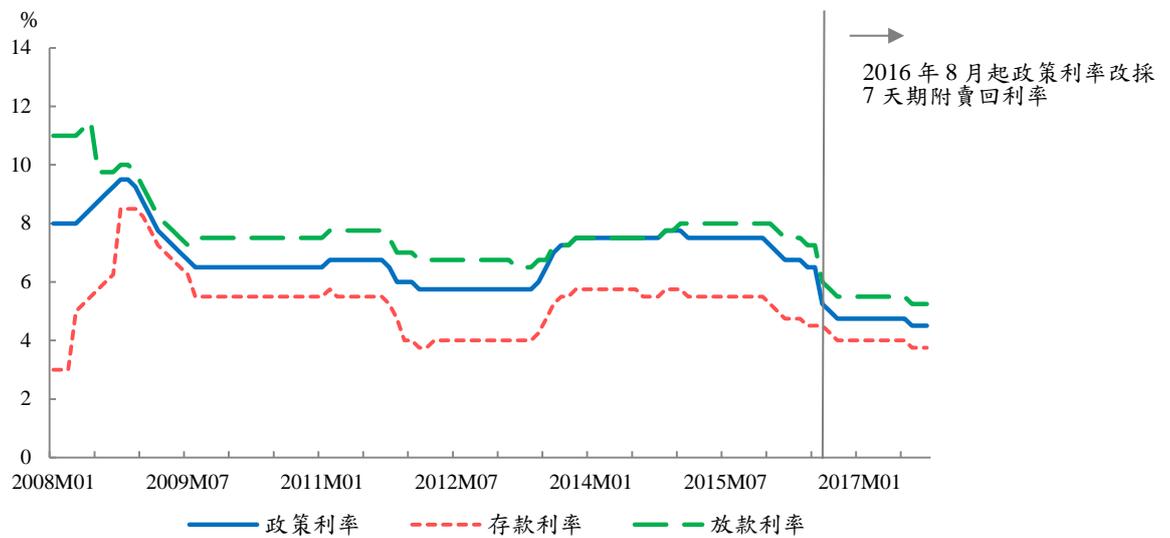


資料來源：[http://web.pdx.edu/~ito/trilemma\\_indexes.htm](http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm)

全球金融危機後，資本大量流入促使印尼央行於公開市場操作大幅吸收市場流動性，2013 年基準利率 (BI rate) 走升，致通膨壓力亦上升，惟此時市場利率 (隔夜拆款利率) 仍低且走廊下限的存款利率波動大，影響貨幣政策之傳遞效果 (Deorukhkar and Xia, 2016)。印尼央行於 2016 年 8 月起，將政策利率由原先的基準利率改換成 7 天期附賣回利率 (BI 7-Day Repo rate)，新的政策利率具對稱的利率走廊機制，利率走廊的寬度下降為 150 個基點，與市場利率具較強的連結性，且事先宣告提高央行政策透明度<sup>8</sup>，降低短期利率的波動率，提升政策傳遞的有效性。

<sup>8</sup> 原 BI rate 為自 2005 年 7 月起的操作目標，為不對稱的利率走廊，政策利率改變前，BI rate 距上限 (放款利率) 75 個基點，距下限 (存款利率) 200 個基點，且不事先宣告，透明度低。

圖 7 印尼央行利率走廊



資料來源：印尼央行統計資料

在通膨方面，匯率波動增加輸入性通膨風險，然而食物類價格牽動整體通膨亦是印尼一直以來面臨的困境，除了投機者操控價格、進口商品競爭因素外，主要係基本設施如交通、儲存設備等發展不足所致，因此，波動的食物類價格常迫使印尼通膨率飆高（圖 8）。此外，通膨率在不同區域、時間與不同經濟族群亦有所差異，如通膨率在食物類價格較低、房價較高的東爪哇島省（如泗水）約為 6%、在雅加達約為 5.5%；但在地廣人稀、房價低，但食物類價格高的布頓島、西佳里曼丹省，通膨率卻高達 7.8~8.9%（圖 9）；而不同經濟族群，如富有家戶、弱勢貧窮（vulnerable poor）家戶與非弱勢貧窮（non-vulnerable poor）家戶等，由於消費行為不同，其通膨率亦不同（Paramudita, 2017），再再增加印尼央行在控制通膨的困難度，即使在 2005 年印尼央行即已採用通膨目標機制，致力於物價穩定，然而通膨目標多不易達成（表 3）。

圖 8 印尼 CPI 與食物類 CPI 年增率

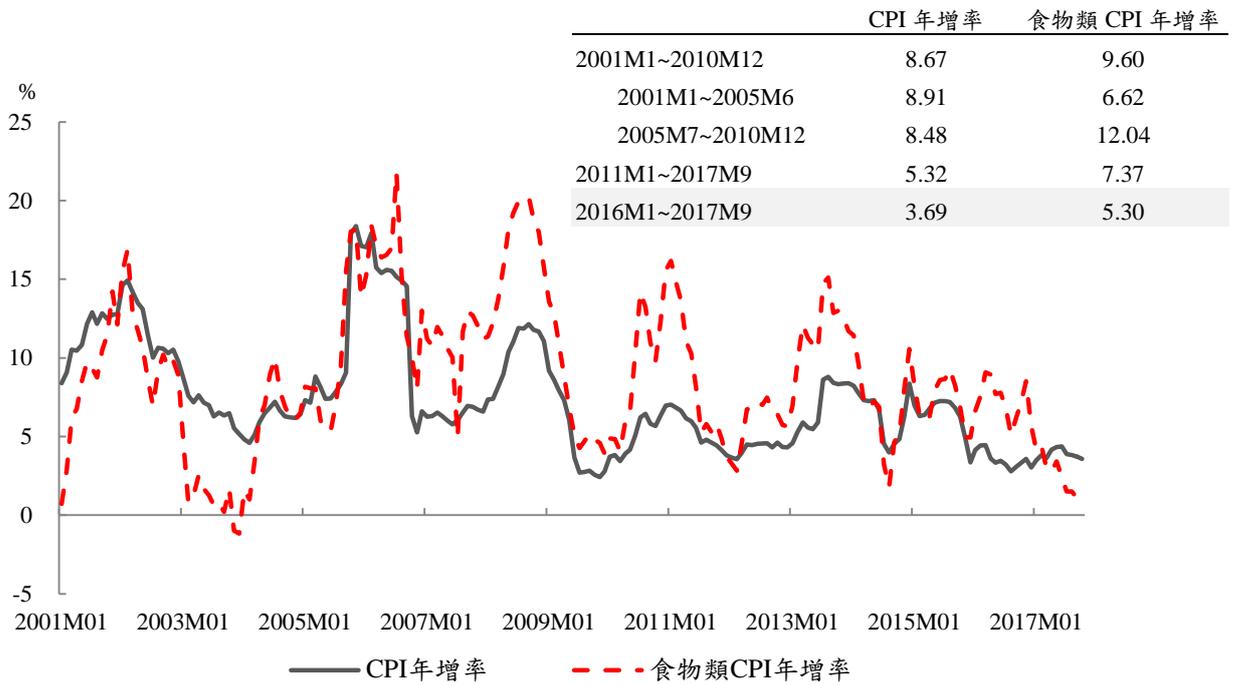


圖 9 2016 年印尼不同區域通膨率

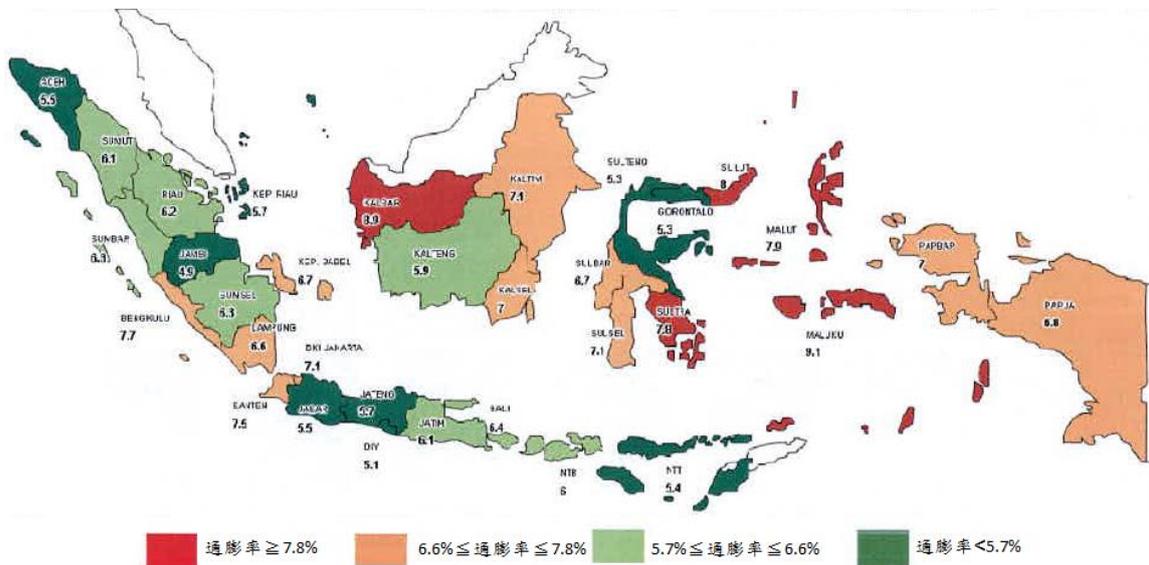


表 3 印尼通膨目標與實際通膨率

年	通膨目標	實際通膨率(%)
2001	4% - 6%	12.55
2002	9% - 10%	10.03
2003	9 ±1%	5.06
2004	5.5 ±1%	6.4
2005	6 ±1%	17.11
2006	8 ±1%	6.6
2007	6 ±1%	6.59
2008	5 ±1%	11.06
2009	4.5 ±1%	2.78
2010	5 ±1%	6.96
2011	5 ±1%	3.79
2012	4.5 ±1%	4.3
2013	4.5 ±1%	8.38
2014	4.5 ±1%	8.36
2015	4 ±1%	3.35
2016	4 ±1%	3.02
2017*	4 ±1%	
2018*	3.5 ±1%	

資料來源：印尼央行  
說明：\*尚未有實際值。

由於造成通膨之因素與屬性不同，印尼在 2008 年成立通膨監控工作小組（Inflation Monitoring and Controlling Team），透過跨部門協調，包含印尼央行、中央政府之能源局、農業局、貿易局、交通部與地方政府等，透過跨部門協調，以利通膨目標的執行。2017 年 6 月印尼央行進一步與政府其他單位成立國家策略食物價格訊息中心（National Strategic Food Price Information Center, National PIHPS），每日從國內 82 個城市、164 個傳統市場蒐集並公開影響通膨的 10 大主要食品價格，包含米、蔥、蒜、辣椒、肉類和食用油等，以期將食物價格透明化，透過全民監督力量，抑制價格浮動，以穩定通膨。近年（2015、2016 年）通膨率已較和緩，預計今年通膨亦將平穩，且達成通膨目標。

## 參、央行之透明度與政策溝通

### 一、透明度與溝通

過去央行對於政策形成的過程與動機極為保密，貨幣政策擬訂與執行並不對外公開，外人難以窺伺其究，宛如一層面紗；而當時各國央行多認為貨幣政策的有效與否，部分取決於央行是否能在無預期下影響市場，讓市場出其不意(surprise)的貨幣政策發揮效果。自 Greider(1988) 著作的廟堂之奧 (Secrets of the Temple)，揭開美國聯邦準備體系的神秘面紗，外界對央行透明化 (transparency) 的要求聲浪不絕於耳，再加上 90 年代許多主要國家改採通膨目標機制<sup>9</sup>，央行貨幣政策之透明化逐漸受到重視。

貨幣政策的透明化係指央行政策制定者與其他經濟體間，不存在資訊不對稱的問題。惟現實世界中，央行通常較市場參與者具有更多資訊，不論在政策目標、總體經濟展望、即時經濟數據或是經濟情勢的評估等，都非一般大眾可以容易獲得的資訊或工具 (Bernanke, 2004)。Geraats (2002) 認為在不同階段之央行貨幣政策制定過程中有不同的透明度需求，五種透明度定義如下：

- (一)政治透明 (Political transparency)：政策目標與相關制度的公開透明，包含明確的通膨目標及央行的獨立性。
- (二)經濟透明 (Economic transparency)：貨幣政策擬定時參考之經濟訊息的透明，包含經濟資料、政策模型與央行的預測資料。
- (三)過程透明 (Procedural transparency)：指政策決策之過程的透明，包含貨幣政策策略、會議紀錄摘要 (Minutes) 及表決紀錄 (Voting)。

---

<sup>9</sup> 採用通膨目標機制之央行為提高公信力，降低政策不確定性，會經常發佈公開聲明與報告，以對外闡明央行貨幣政策的目的。

(四)政策透明(Policy transparency):指貨幣政策會議後立即宣布決策、說明決策的背後原因與未來可能的政策動向等。

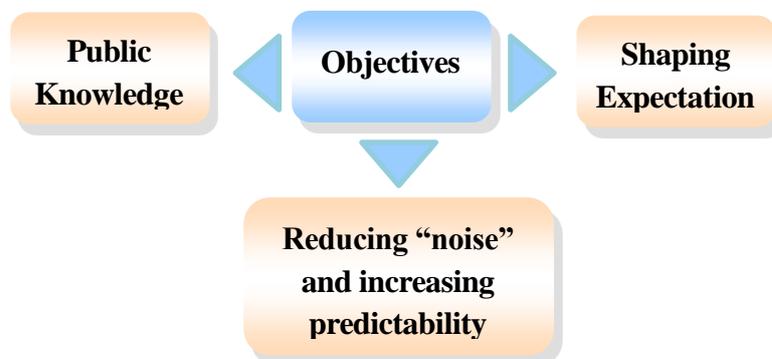
(五)操作透明(Operational transparency):包含對外說明政策工具的操作錯誤及總體經濟的干擾因素。上述干擾因素係指未經預期的部分,至於業已預期的干擾因素則包括在經濟訊息的透明中。

隨經濟金融情勢劇烈變化,外界對央行貨幣政策透明化之期許日增,而各國央行在政策溝通策略也逐漸成為提高央行透明度的重要角色。然而,並非毫無保留的透明化可提高整體社會福利,完全透明化不一定能提高央行的公信力(credibility),且可能導致最差的貨幣政策效果(Mishkin, 2004; Svensson, 2006; Cukierman, 2009),因此,藉由適度貨幣政策透明化,才可降低政策不確定性,以增進貨幣政策有效性,並進一步提升央行獨立性(independence)、權責化(accountability)及公信力(Blinder et al., 2008, Gosselin et al., 2007, Ehrmann and Fratzscher, 2007);而良好的溝通政策亦有助於增進央行透明度,Mariscal and Howells (2002)認為央行溝通策略的操作,不僅可提高貨幣政策有效性,且能以較小的成本實現政策目標,進而提高透明度,透明度與溝通策略兩者為相輔相成。

央行溝通策略係指央行不以貨幣政策工具為「工具」,而是利用公開場合或媒體揭露相關訊息,使民眾與市場參與者能了解政策目標或央行未來政策動向,引導市場預期,進而達到影響市場的政策目的。依據Lucas (2008)、Blinder et al. (2008)之說明,央行溝通政策的目標除了讓一般大眾了解政策外,主要係形成預期,有效引導利率、匯率與資產價格等;降低雜訊(noise),減緩金融市場波動,增加貨幣政策的可

預測性（圖 10）<sup>10</sup>。

圖 10 溝通政策的目標



資料來源：研討會講義

## 二、近年溝通政策之發展與其效用

央行提供具前瞻性（forward looking）的資訊，包括央行對當前經濟情勢的評估、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動向等，皆為貨幣政策溝通的重要內涵。此外，央行亦可透過公布貨幣政策會議之決議內容及其考量因素、召開記者會、回應記者會 Q&A、定期公布金融資料、出刊金融經濟刊物與不定期發布新聞稿等方式，以簡單明確、立場一致之言論，達成正向溝通效果。有時央行溝通內容之重要性，甚或可能高於政策行動本身。

文獻上多證實央行之溝通策略會影響利率或匯率。如 Kohn and Sack（2003）採事件研究法（Event Study），發現美國 FOMC 會後聲明稿對長期利率變異數衝擊效果較大，Fed 主席在國會證詞對金融市場亦有顯著效果。Rosa and Verga（2007）亦利用事件研究法，發現 ECB 官

<sup>10</sup> 黃富櫻（2007）將溝通對象分為一般社會大眾（包含政治人物與媒體）與市場參與者，不同溝通對象有不同溝通目的與內容。

員的發言，有助於預測未來貨幣政策動向。Guthrie and Wright (2000) 採用路透社 (Reuters) 新聞搜尋關鍵字的方式，將紐西蘭央行官員發言分類，發現溝通政策無論對短期或是長期利率皆有顯著正向的影響。Ehrmann and Fretzcher (2007) 同樣以 Reuters 新聞，將央行官員發言分類，發現 Fed 主席發言的溝通效果顯著大於其他 Fed 成員。

Jansen and Haan (2005) 則利用彭博社 (bloomberg) 新聞，將央行官員發言分類，實證發現 ECB 官員發表有關阻止歐元貶值之言論，對匯率並無顯著影響。Fratzcher (2006) 以 Reuters 新聞，辨別美國 Fed、ECB、日本央行對匯率的口頭干預，發現央行匯率溝通政策對短期匯率無顯著影響，惟可顯著影響 6 個月遠期匯率且降低長期匯率波動。

台灣溝通策略之文獻，如康濟虹等 (2017) 以央行歷年理監事會新聞稿及媒體資料，分為「貨幣政策」、「匯率政策」及「經濟前景」等溝通政策內容，以 GARCH 模型估計央行溝通政策對利率與匯率的影響，實證結果顯示央行貨幣政策的兩種政策溝通管道，對於長短期利率都具有合乎理論預期的影響，惟央行對匯率相關的政策溝通無法顯著影響匯率變化。

實務上央行溝通政策失誤恐引發市場失序，如美國 FOMC 會後聲明稿多包含「長期通膨預期仍在控制中」之用語，以宣示 Fed 控制物價穩定的決心，在 2005 年 5 月例行會議後之決策聲明稿不小心遺漏上述聲明，雖 FOMC 立即重新發布新聞稿，補正錯誤，並堅稱係作業疏失，並無他意，惟仍引發市場嘩然。2017 年 6 月 27 日 ECB 總裁 Mario Draghi 於 ECB 中央銀行論壇 (ECB Forum on Central Banking) 會議上，認為「未來 ECB 可透過政策工具的調整來因應經濟復甦，並非為了收縮政策立場，而是維持其整體不變」，然而，此番針對貨幣政策正常化的說

明，被市場視為傾向「鷹派」，隨後，歐元即上漲 1.4%，至 1 歐元兌 1.134 美元，創 2016 年 6 月以來最大單日漲幅；德國、義大利等國的政府債券收益率亦大幅上漲。即使後來 ECB 花了 1 天時間澄清，惟市場的反應顯然較重視 Draghi 原先的發言。

各國央行採不同之貨幣政策架構及決策方式，因而可能採取不同的溝通政策。表 4 為主要國家央行主要溝通政策，包含會議每年召開次數（大約 4-8 次），並以權責性、政策決策與經濟評估等三面向區分，表 4 可知主要國家央行皆有較高的透明化程度。

表 4 主要國家央行之溝通政策

	美國	ECB	英國	日本	南韓	瑞士	台灣
貨幣政策決策會議 每年召開次數	8	8	8	8	8	4	4
權責性							
量化通膨目標	X	○	○	○	○	○	X
至國會報告	○	○	○	○	○	○	○
政策決策							
會後立即宣布決策	○	○	○	○	○	○	○
發佈新聞稿	○	○	○	○	○	○	○
召開記者會	○	○	○	○	○	○	○
公布議事錄摘要(minutes)	○	○	○	○	○	X	○
	3 週後	下次會議前	隔日	6 週後	6-7 週後		6 週後
(公布投票記錄)	○	X	○	○	○	X	○
公布議事錄(transcript)	○	X	○	○	X	X	X
	5 年後		8 年後	10 年後			
經濟評估							
貨幣政策報告	○	○	○	○	○	○	○
公布估測資料	○	○	○	○	○	○	○
量化風險評估	X	X	○	X	X	X	X

資料來源：康濟虹等（2017）、106 年 6 月 22 日央行理監事會後記者會參考資料(頁 22-28)

說明：1.ECB 貨幣政策決策會議每 6 週開一次，一年約 8-9 次，近年為 8 次。

2.日本央行雖非採用通膨目標機制，惟自 2006 年起訂定中期通膨目標，詳侯德潛（2010）。

## 肆、結論與建議

參與本次研討會，除更加了解近年貨幣政策架構、政策執行與其意涵之外，各講師亦分享其研究經驗，加上與各國央行人員意見交流，均有助汲取新知，並了解各國貨幣政策發展現況與其面臨之難題。此外，主辦單位邀集專家學者就本次主題進行個案分析，以 ECB 與印尼央行為例，就全球金融危機後相關問題進行討論。因此，參與本次研討會，當有助對總體經濟之研析。爰此，以下謹提出參與本次研討會的心得與建議供參。

首先，全球金融危機後突顯僵固的通膨目標機制之問題，單一通膨目標，雖有助達成物價穩定，但忽略貨幣、匯率與信用成長，無法確保金融穩定，如印尼之例。對小型開放經濟體而言，近年全球化程度提高，致全球經濟呈高度不確定、資本移動頻繁且大國貨幣政策外溢效果之交互影響，使央行面臨更高的挑戰，本行宜持續彈性運用貨幣政策及總體審慎政策措施，在金融穩定下，貨幣政策傳遞方能發揮成效。

其次，隨著金融全球化，跨國金融機構的增加，各國政府金融監理愈發困難，除了透過總體審慎措施有效管理金融體系風險外，亦需監理個別金融機構之運作，避免其體質脆弱引發金融危機，波及實體經濟。德國央行建立一數量評分模型（quantitative scoring model），每日給予個別金融機構評分（根據最低存款準備金額、超額準備、超額流動性等），透過即時且系統性之監控及分析，評估金融體系風險的可能來源，適時採取合宜的政策或措施，可供本行借鏡參考。

最後，近年各國央行多透過加強與外界溝通，引導市場預期，進而減少經濟波動與提升政策效果，致提高政策透明度逐漸成為一種政策趨勢。對外界溝通時，應以簡潔、謹慎、中立的說明，讓大眾瞭解。本

行具有高度之政策執行力及公信力，政策施行對金融市場影響顯著，且自 2017 年 6 月起，於理監事聯席會議召開後 6 週，公布議事錄摘要，在亞洲國家央行中透明化程度高（目前僅日、韓公布）。日後，可持續利用合宜的政策溝通工具，針對相關議題，提供即時且深入淺出之說明，以提升政策效果。

## 參考資料

- 黃富櫻 (2005), 「由英格蘭銀行新近貨幣市場操作改革談國際間央行貨幣政策操作策略之新趨勢」, 國際金融參考資料, 第 51 輯, 頁 7-58。
- 侯德潛 (2010), 「主要國家貨幣目標機制之變革與啟示」, 中央銀行季刊, 第三十二卷第三期, 頁 3-27。
- 康濟虹、王泓仁、陳南光 (2017), 「中央銀行溝通政策對台灣利率與匯率之之影響」, 經濟論文叢刊, 第四十五卷第三期, 頁 421-452。
- Aizenman, Joshua (2011), “The Impossible Trinity-from the Policy Trilemma to the Policy Quadrilemma,” University of California at Santa Cruz working paper, 2011.
- Aizenman, J., M. D. Chinn and H. Ito (2008), “Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time,” NBER Working Paper Series, No.14533.
- Aizenman, J., M. D. Chinn and H. Ito (2010), “The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating the New Patterns of the Trilemma's Configurations,” *Journal of International Money and Finance*, 29(4), p. 615-641.
- Aizenman, J., M. D. Chinn and H. Ito (2013), “The 'Impossible Trinity' Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing,” *Review of International Economics*, 21(3), pp. 447-458.
- Batini, N., P. Breuer and K. Kochlar (2006), “Inflation Targeting and the IMF,” IMF Board Paper
- Bernanke, B. (2004), “Fedspeak,” At the Meetings of the American Economic Association, San Diego, California.
- Berentsen, A. and C. Monnet (2008), “Monetary Policy in a Channel System,” *Journal of Monetary Economics*, 2008, 55(6), pp. 1067-1080.
- Blinder, A., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. de Haan and D. J. Jansen (2008), “Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence,” *Journal of Economic Literature*, 46(4), pp. 910-945.
- Cukierman, A. (2009), “The Limits of Transparency,” *Economic Notes*, 38(1-2), pp. 1-37.
- Deorukhkar, S and L. Xia (2016), “Indonesia: Why BI Introduced a new

- Policy Rate?,” April 20, Asia Flash, BBVA Research.
- Ehrmann, M. and M. Fratzscher (2007), “Communication and decision-making by central bank committees: different strategies, same effectiveness?” *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(2–3), pp. 509-41, March-April 2007.
- Fratzcher, M. (2006), “On the Long-Term Effectiveness of Exchange Rate Communication and Interventions,” *Journal of International Money and Finance*, 25, pp. 146–167.
- Geraats, P. M. (2002), “Central Bank Transparency,” *The Economic Journal*, 112, pp.532-565.
- Goodhart, C. (2010), “The Changing Role of Central Banks,” BIS Working Papers No 326
- Gosselin, P., A. Lotz and C. Wyplosz (2007), “Interest Rate Signals and Central Bank Transparency,” CEPR Discussion Papers No 6454.
- Greider, W. (1988), *Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country*, New York: Simon & Schuster.
- Guthrie, G. and J. Wright (2000), “Open Mouth Operations,” *Journal of Monetary Economics*, 46, pp. 489–516.
- Hammond, G. (2012), “State of the Art of Inflation Targeting – 2012,” Centre for Central Banking Studies Handbook, No.29.
- IMF (2014), “Conditionality in evolving Monetary Policy Regimes,” IMF Working paper.
- Jansen, D. J. and J. De Haan (2005), “Talking Heads: The Effects of ECB Statements on the Euro-Dollar Exchange Rate,” *Journal of International Money and Finance*, 24, pp. 343–361.
- Klein, M. W. and Jay C. Shambaugh (2015), “Rounding the Corners of the Policy Trilemma: Sources of Monetary Policy Autonomy,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7(4), pp. 33-66.
- Kohn, D. L. and B. P. Sack (2003), “Central Bank Talk: Does It Matter and Why?” Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System
- Lucas, P. (2008), “Monetary policy communication and effectiveness,

- “Speech at the Annual Meeting of the Allied Social Science Associations New Orleans, 5 January 2008.
- Mariscal, I. B.-F. and P. Howells (2002), “Central Banks and Market Interest Rates,” *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(4). pp. 569-585.
- Maehle, N. (2014), “Monetary policy implementation: Operational issues for countries with evolving monetary policy regimes,” IMF Working paper.
- Martin, A. and C. Monnet (2011), “Monetary policy implementation frameworks: A Comparative Analysis,” *Macroeconomic Dynamics*, 15(1), pp. 145-189.
- Mishkin, F. S. (2001), “Monetary policy,” NBER Reporter, winter, pp.1-5.
- Mishkin, F. S. (2004), “Can Central Bank Transparency Go Too Far?” NBER Working Paper No. 10829.
- Paramudita, A. (2017), “Assessing Household Welfare by Monitoring Specific Group Inflation Rate in Jakarta,” Speech at the International Statistical Institute Regional Statistics Conference, March, 22
- Pérez-Quirós, Gabriel and H. R. Mendizábal (2012), “Asymmetric Standing Facilities: An Unexploited Monetary Policy Tool,” *IMF Economic Review*, 60(1), pp. 43–74.
- 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, pp. 146–175.
- Svensson, Lars E. O. (2006), “Social Value of Public Information: Comment: Morris and Shin (2002) Is Actually Pro-Transparency, Not Con.” *American Economic Review*, 96(1), pp. 448-452.
- Whitesell, W. (2006), “Interest-rate Corridors and Reserves,” *Journal of Monetary Economics*, 53, pp. 1177-1195