

五、美國經濟數據、Fed 經濟估測及市場預期交互影響之探討

Fed 於 2007 年開始公布經濟估測摘要(Summary of Economic Projections, SEP)，以利市場參與者了解其對未來經濟前景之看法；而在 2012 年，Fed 更進一步在 SEP 中加入未來 3 年及較長期政策利率估值之點陣圖，其中之中位數更成為市場判斷 Fed 政策走向的重要參考依據。

另一方面，隨著最新公布的經濟數據變化，市場參與者除可能調整本身對未來經濟前景之預測外，同時亦會開始臆測 Fed 是否會調整其未來政策利率之途徑；之後隨著 Fed 公布最新的 SEP，市場再依此調整本身預測並進行投資操作，最終因而形成經濟數據、Fed 經濟估測及市場預期之間的交互影響，造成金融市場上下波動。

疫情期間 Fed 為抑制高漲的通膨，自 2022 年 3 月啟動強力升息循環；迄上(2023)年底，美國公債市場已數度因市場預期與 Fed 經濟估測差異及修正立場，致 10 年期公債殖利率出現大幅轉折變化之情形，對此，本行先前曾撰文分析¹。而自上年底以來，Fed 釋出升息循環已近尾聲，惟本(2024)年以來美國就業市場仍具韌性，通膨降溫速度亦不如預期，Fed 官員對降息時機與幅度亦出現較多的不確定性與看法分歧，使市場預期變動迅速並與 Fed 的估測出現偏離，10 年期公債殖利率因而出現多次轉折。由於 COVID 疫情後美國總體經濟變化的不確定性高於疫情前，致 Fed 經濟估測更困難，而近期 Fed 與市場溝通亦不時出現較大落差，導致金融市場波動加劇；如 Cleveland Fed 總裁 Mester 近期所言，如果大眾不能了解央行所釋出之溝通訊息，將限制央行的政策成效；因此，Fed 官員近期對應如何強化與市場之政策溝通提出建議。

美國 10 年期公債殖利率為多項金融投資工具或金融資產價格之重要定價基礎，其變動常造成各國匯市及股市的上下波動；基此，本文先說明經濟數據、Fed 估測及市場預期間交互影響之關聯性，並以上年 11 月至今，美債殖利率三階段轉折變化及股匯市所受影響，來說明前述經濟數據、Fed 估測或政策立場及市場預期之關聯性；其次闡述 Fed 近年來與市場溝通之變化，並探討近年 Fed 檢討如何改善與市場進行政策溝通及其所面臨的挑戰，以供外界參考。

¹ 參考中央銀行(2023)，「近期市場對 Fed 升息路徑預期之轉變及其影響」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 23 日；中央銀行(2023)，「由本次升息週期美債殖利率曲線變動之特殊性談 Fed 貨幣政策之挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 14 日。

(一)本次緊縮政策期間屢見市場預期與 Fed 經濟估測出現分歧，導致債券市場波動度加大

自 2018 年以來，歷經美中貿易衝突、COVID 疫情與俄烏戰爭爆發所造成的供需失衡及通膨高漲，加以近年新興科技(如電動車及 AI 科技運用)與綠能(如風電)等投資需求，全球**經濟結構**似已與全球金融危機後之**長期停滯**(Secular Stagnation)不同，但能否回到危機前的**大溫和時代**(Great Moderation)，亦存有不同見解；基此，無論是市場、學界或央行官員要以過往經驗或模型來解讀當前的經濟數據、並藉以判斷未來經濟前景或**進行市場預測**，並不容易²。

1. 經濟數據、Fed 經濟估測或官員立場及市場預期期間的分歧及之間的交互影響，為金融市場波動的主要因素

- (1) **市場與 Fed 官員**對經濟數據之**解讀及估測**常存在**分歧**，且如出現預料外之經濟數據時，二者亦會對**原立場或估測**加以**修正**，進而**加深金融市場波動**(圖 1)；此現象自 2022 年 Fed 升息以來更為明顯，**債市波動度**大幅**攀升**(圖 2)。
- (2) 因 Fed 決策官員對市場影響大，前述現象常與 Fed 溝通方式有關；如 Fed 前主席 **Janet Yellen** 曾指出，FOMC 成員主動向外界分享本身觀點，而**成員不同觀點**可能會**扭曲原先 FOMC 所欲傳達之訊息**³；另 Fed 副主席 **Jefferson** 近日也指出，多位**官員於同期間**發表**互相衝突**之看法，使外界**不易正確解讀**決策者所傳遞的訊息，Fed **經濟估測**常被**錯誤解讀**⁴。

圖 1 經濟數據、Fed 經濟估測與市場預期交互影響

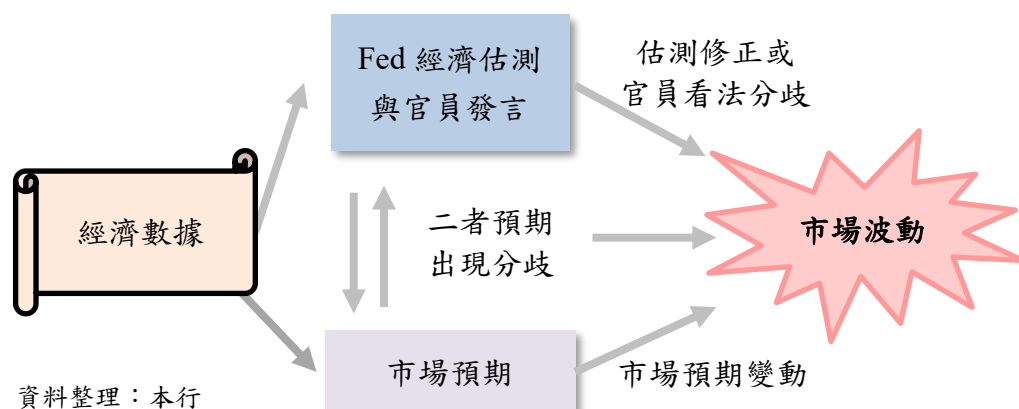


圖 2 美債波動率指標(Move Index)走勢



² 如諾貝爾經濟學獎得主 Paul Krugman 近期亦指出「不管是誰，號稱知道確切答案就是自欺欺人」。Bloomberg News (2024), “Krugman Says He’s ‘Fanatically Confused’ on Where Rates Are Going,” May 21。

³ Soergel, Andrew(2017), “Yellen: Fed Can’t Fix Communication Problem ‘Totally Effectively’,” US NEWS, Nov.14.

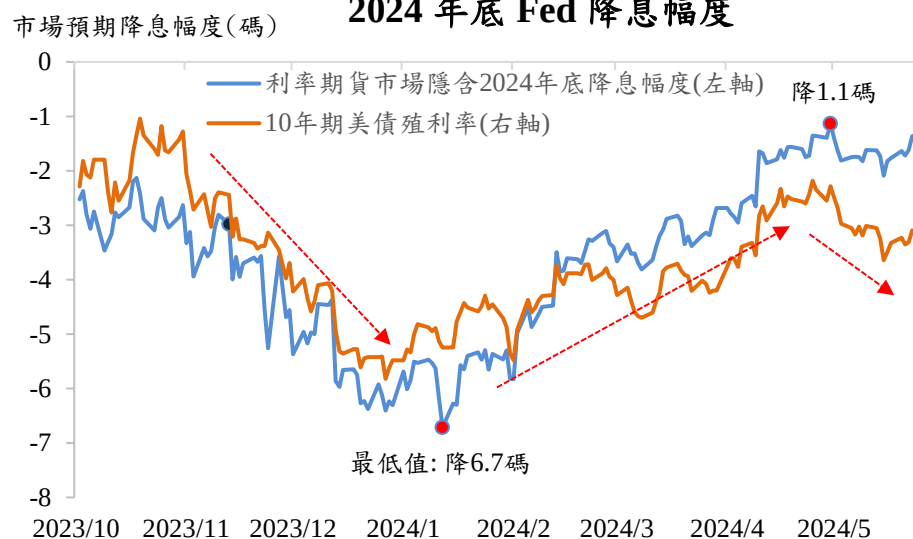
⁴ Jefferson, Philip (2024), “Communicating about Monetary Policy,” Remarks at “Central Bank Communications: Theory and Practice,” a conference hosted by the Federal Reserve Bank of Cleveland, May 13.

2. 近期美國 10 年期公債殖利率受市場對 Fed 貨幣政策走向(降息幅度大小)之預期所影響

以近期 10 年期公債殖利率與市場預期 Fed 降息幅度及 Fed 經濟估測之政策利率點陣圖為例，可發現**市場快速依頻繁公布之最新數據修正其對 Fed 未來降息幅度之預期**，此為債券殖利率上下波動主因：

- (1) 上年 11 月初，Fed 主席淡化 9 月 SEP 點陣圖所示可能於 12 月再升 1 碼之可能，並釋出**升息週期已近結束**之訊息，市場轉而預測 Fed 之**降息時點及幅度**；10 年期公債殖利率隨市場對 2024 年降息幅度大小之預期而波動(圖 3)。
 - 顯示在政策**即將或可能轉向**時，長債殖利率極易受**Fed 政策立場**及市場與 Fed 官員對**最新經濟數據之解讀**所影響。
- (2) Fed 官員依經濟數據調整其未來經濟估測，而市場參與者亦隨最新數據迅速反應。由於 Fed 發布**SEP**之頻率較低(**每季一次**)，而**各項經濟數據公布卻相當頻繁**(詳附表 1)，爰不時出現市場**頻繁且快速修正**本身預期，時而偏離 Fed 估測基調，時而向 Fed 估測靠攏，加以 Fed 不同官員立場及觀點亦常出現差異，造成債券殖利率上下波動。
 - 在此期間，Fed 兩次**點陣圖中位數並無變動**，維持 2024 年降息**3 碼**，而市場預期之降息幅度則介於**7 碼至 1 碼**(圖 4)。

圖 3 美國 10 年期公債殖利率與利率期貨隱含
2024 年底 Fed 降息幅度



資料來源：Bloomberg

圖 4 SEP 政策利率點陣圖與利率期貨隱含
2024 年底 Fed 降息幅度

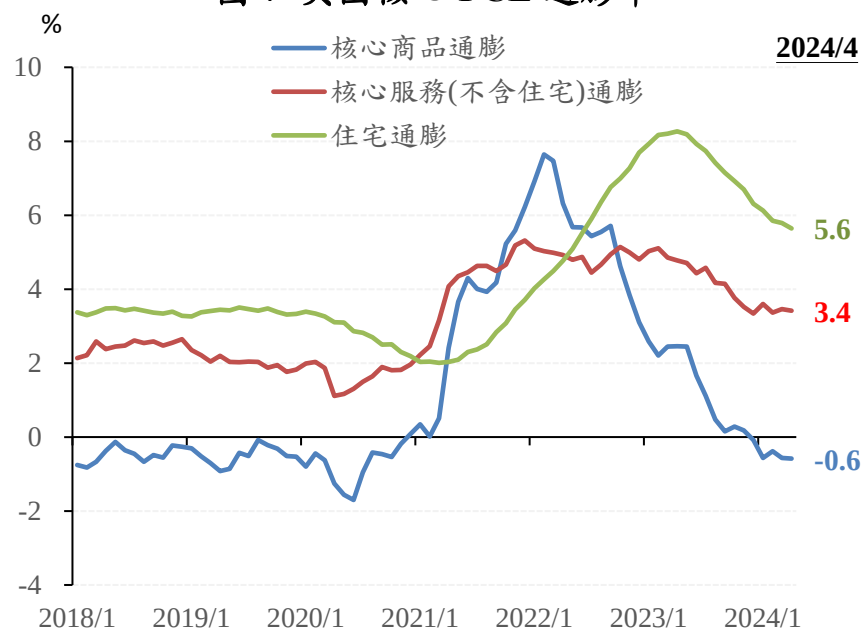


資料來源：Bloomberg

(2) 第二階段(2024 年 1 月至 2024 年 4 月)：長率回升

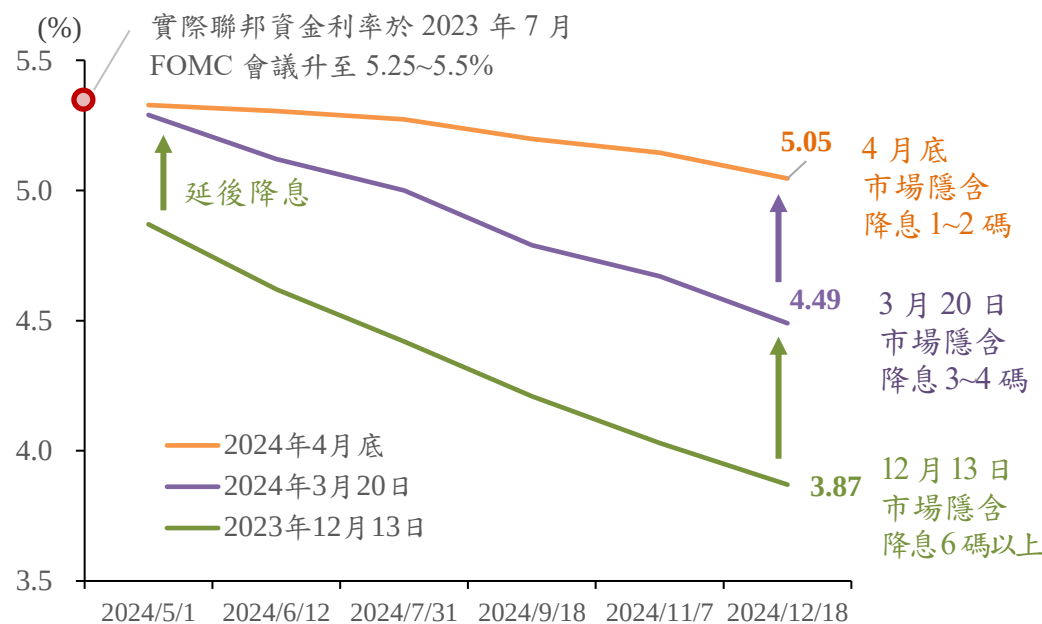
- CPI、PCE 通膨率下降速度緩慢，核心服務及住宅通膨仍具黏性(圖 7)，新增就業人數及薪資成長保持穩健。
- 1 月 FOMC 會後記者會主席 Powell 表示 3 月降息可能性不大，2 月 22 日 Fed 副主席 Jefferson 及理事 Waller 均表示無降息之急迫性，3 月 FOMC 會議之 SEP 點陣圖維持 2024 年全年降息 3 碼；市場不但延後 Fed 首次降息時點之預期，亦縮減降息幅度之預期(圖 8 綠線至紫線)。
- 由於通膨回落缺乏進展，4 月中旬 Fed 主席 Powell、副主席 Jefferson 及 New York Fed 總裁 Williams 等多位官員均認為沒有降息急迫性；利率期貨市場隱含降息幅度縮減至近 1 碼(= $(5.5\% - 5.05\%) / 0.25\%$)(圖 8 紫線至橘線)，致 4 月底 10 年期殖利率彈升至 4.7%(圖 3)。

圖 7 美國核心 PCE 通膨率



資料來源：Bureau of Economic Analysis

圖 8 利率期貨市場隱含 2024 年之聯邦資金利率



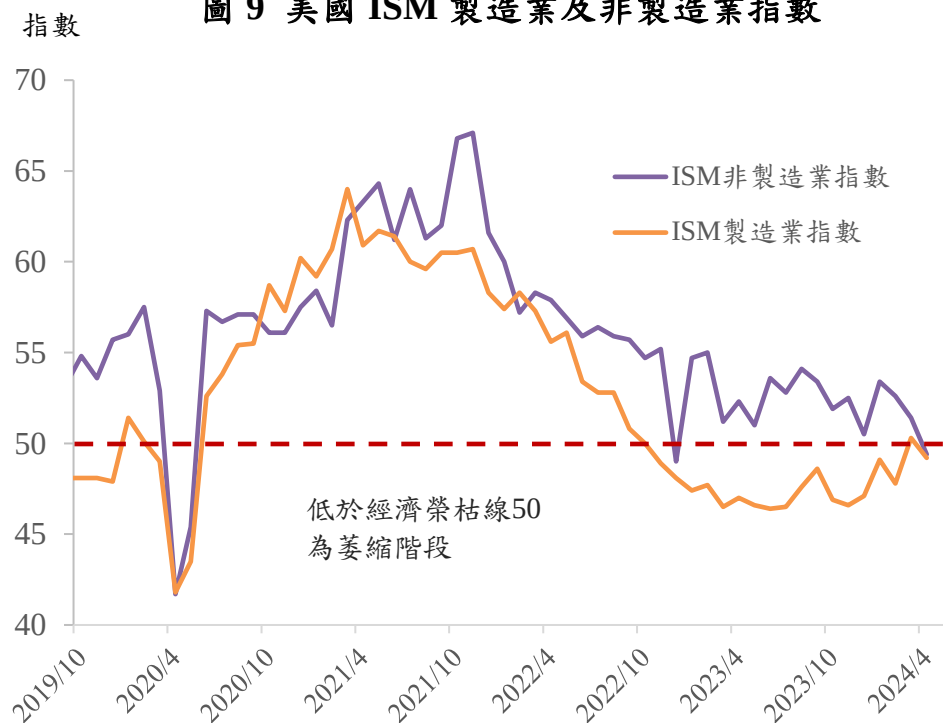
資料來源：CME

註：2023 年 12 月 13 日及 2024 年 3 月 20 日為政策聲明稿公布日。

(3) 第三階段(2024 年 5 月迄今)：長率再度下滑

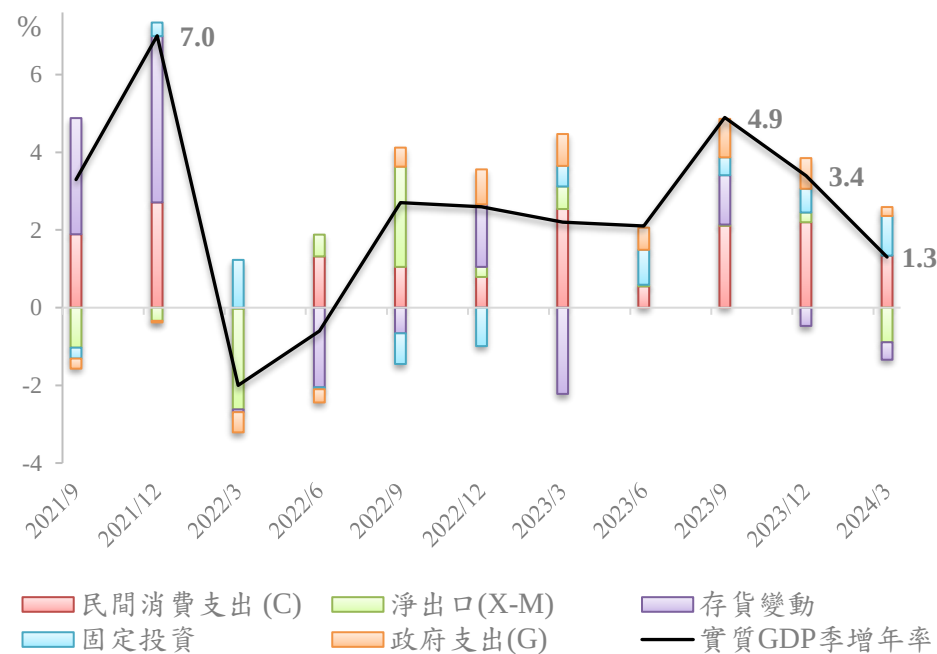
- 經濟數據出現放緩徵兆，ISM 製造業及非製造業指數均跌破經濟榮枯線(圖 9)，第 1 季 GDP 季增年率降至 2% 以下(圖 10)。
- 5 月 FOMC 會議宣布放緩縮表步調，主席 Powell 指出利率水準已具限制性，需更長一段時間觀察通膨風險才有信心降息，再次升息的可能性不大(中性)。5 月 10 日 Dallas Fed 總裁 Logan 與 Minneapolis Fed 總裁 Kashkari 公開表示利率水準仍不夠緊俏(鷹派)；5 月 20 日副主席 Jefferson 表示降息還太早(偏鷹)；5 月 21 日理事 Waller 表示，未來需要看到通膨連續 3~5 個月趨緩，才有可能降息(偏鷹)；5 月 22 日公布之 FOMC 會議紀錄亦顯示，成員對未來政策路徑看法存在分歧。
- 市場預期 Fed 降息幅度約 1~2 碼(圖 4)，10 年期殖利率於 4.30~4.60% 區間盤整(圖 3)。

圖 9 美國 ISM 製造業及非製造業指數



資料來源：Institute for Supply Management

圖 10 美國實質 GDP 成長率



資料來源：Bureau of Economic Analysis

2. 近期美債殖利率波動仍為全球匯市波動之主因，股市則因 Fed 政策轉向及科技業前景轉佳而持續漲勢

(1) 自 2022 年 3 月 Fed 強力緊縮貨幣政策以來，其政策及美債殖利率之變動為帶動全球股、匯市走勢之主要因素⁵。

(2) 自上年 11 月迄今，全球匯市仍受美債殖利率所影響，二者變化息息相關(殖利率升/降→美元強/弱)；股市走勢原多與殖利率走勢相反(殖利率升/降→股市跌/漲)；惟 2024 年第一季則出現相反於先前股債市關係之走勢，雖債券殖利率走高，但股市受 AI 產業財報激勵，持續熱絡上漲⁶：

—第一階段：經濟數據轉弱，長率回落，美元指數(DXY)下跌(圖 11)；股市則因市場預期 Fed 將降息而上揚(圖 12)。

—第二階段：經濟數據明顯優於預期，加以通膨趨緩進展停滯，市場修正 Fed 降息幅度之預期，致長率回升至 4.7%，美元走強(圖 11)；而股市則反映 AI 等新科技可能推升生產力及帶動產業獲利而呈現上揚(圖 12)。

—第三階段：5 月初 Fed 主席 Powell 表示 Fed 再次升息可能性不大，加以 PCE 通膨趨緩，長率下滑，美元指數下跌(圖 11)；全球股市因市場預期 2024 年 Fed 降息幅度略微擴大至 2 碼而上揚(圖 12)。

圖 11 10 年期公債殖利率及美元指數

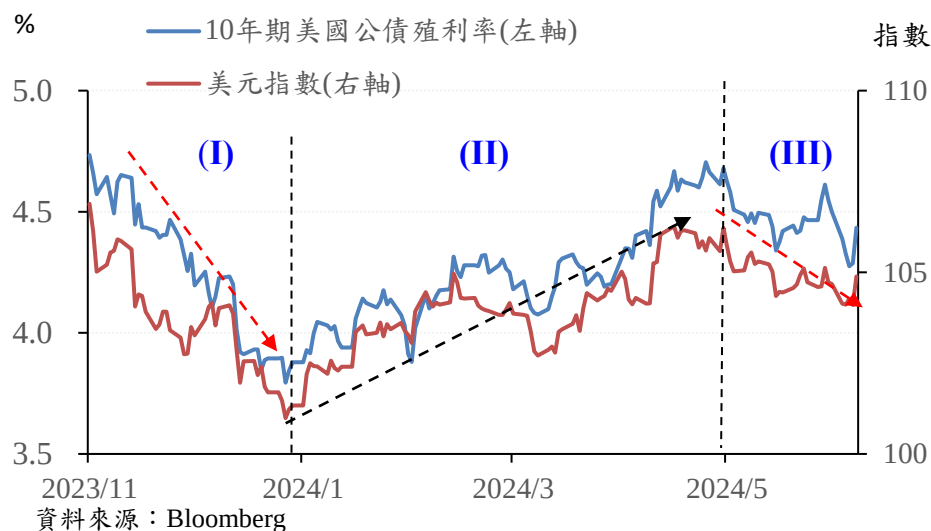
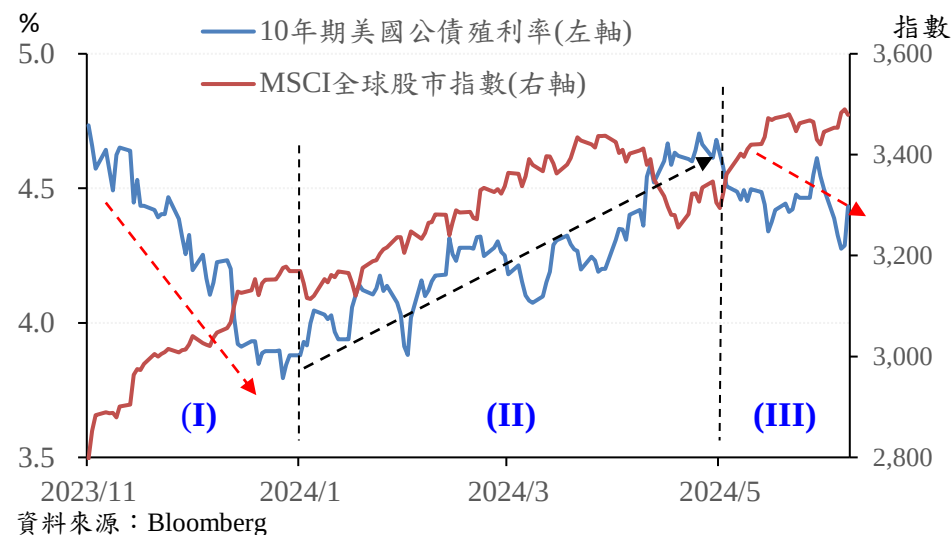


圖 12 10 年期公債殖利率及 MSCI 全球股價指數



⁵ 有關美國 Fed 貨幣政策及全球股市評價請參考中央銀行(2023)，「美國 Fed 貨幣政策動向及外資投資策略對國內股匯市之影響」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 21 日。

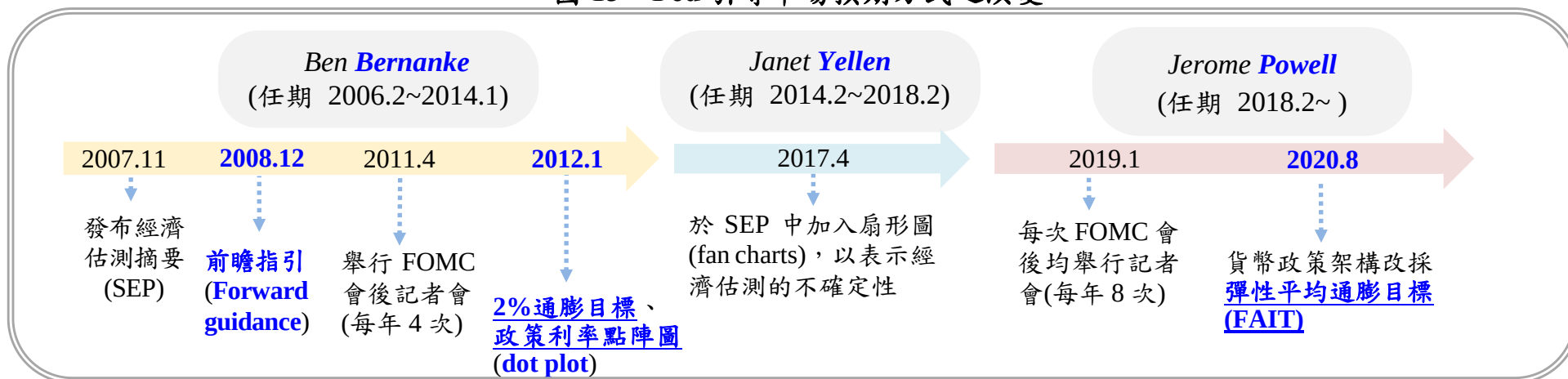
⁶ 有關全球股市走高等議題，請參見本行本次理監事會後記者會參考資料「六、近期全球股市變動分析—兼論 ETF 熱潮對台股之影響」。

(三) Fed 經濟估測摘要及前瞻指引對市場預期的的重要性

1. Fed 引導市場預期方式之重大演變(圖 13)

- (1) 時任 Fed 主席 Bernanke 於 2007 年開始發布經濟成長、失業率、整體及核心 PCE 通膨之經濟估測摘要。
- (2) 2008 年 9 月由於全球金融危機爆發，該年底政策利率已降至零利率底限，Fed 遂開始運用各項「前瞻指引(forward guidance)」向市場傳達寬鬆貨幣政策之意向：
 - 採用特定日期指引(calendar- or date-based)：如 2011 年 8 月宣布低利率將至少維持至 2013 年中。
 - 採用經濟情勢為基礎指引(threshold)：如 2012 年 12 月宣稱只要失業率仍高於 6.5%、未來 1~2 年內預期通膨率未超過 2.5%，則不會調高政策利率(外界稱其為 Evans' Rule)。
 - 2012 年 SEP 新增政策利率點陣圖(dot plot)，引導市場對未來聯邦資金利率路徑之預期。
- (3) 2012 年採用通膨目標化架構(inflation targeting)：明示 Fed 在達成通膨目標 2%前，仍將維持寬鬆貨幣政策。
- (4) 2019 年將原為每季舉行之 FOMC 會後記者會，改為每次 FOMC 會後舉行會後記者會。
- (5) 2020 年 8 月採用彈性平均通膨目標化架構(FAIT)，將維持低利率直到平均通膨率回升至政策目標 2%，才會升息。

圖 13 Fed 引導市場預期方式之演變



2. 疫情後金融市場對貨幣政策決策訊息之反應變得更加敏感

- (1) 在全球金融危機或疫情期間，「前瞻指引」可引導市場預期來錨定長期利率水準，惟在貨幣政策正常化時期，則較不適用；如 **Fed 主席 Powell** 及 **加拿大央行前總裁 Poloz** 均曾指出，前瞻指引在危機期間或有必要，但恐已不合時宜⁷；
- (2) 且自 **疫情後**，美國經濟結構似已改變，**預測經濟前景已更加困難**。Fed 目前的「依經濟數據來進行決策(**data dependent**)」決策模式，或反使大眾不易推敲貨幣政策的下一步，致每當**政策**所釋出之**決策訊息**與**市場預期**出現**落差**時，**金融市場反應**更為**劇烈**。
- (3) 如 Narain and Sangani (2023)⁸研究金融市場(如股、債市)價格的短期波動發現，在 FOMC 政策聲明稿發布後與主席會後記者會時，不同的三位主席任期期間，S&P 500 股票指數之價格波動度並不相同：
- 股市在 2018 年以後現任 **Powell 主席記者會**期間變得**非常敏感**，**波動度**是前兩任主席記者會期間之**3 倍**(圖 14)。
 - 在**疫情前**，股價在**政策聲明稿**發布後與在**記者會**時多為**同方向變動**，呈現正相關(圖 15 藍色柱狀)；而在**疫情後**，股價在主席舉行記者會時，**常出現價格轉向**(與聲明稿發布後之走勢不同)之現象(圖 15 紅色柱狀)。

圖 14 政策聲明稿及主席記者會期間之股市波動度

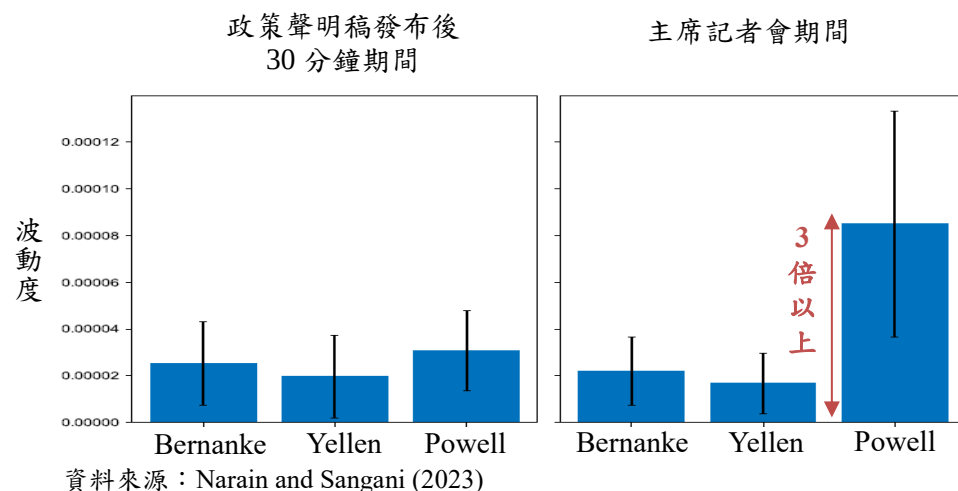
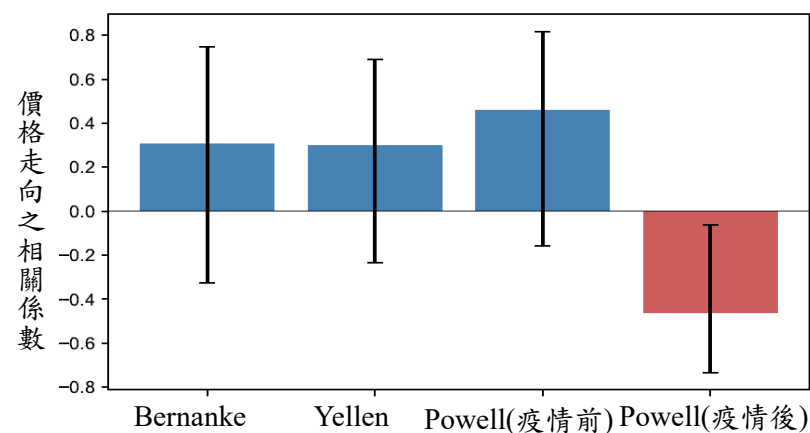


圖 15 股價對政策聲明稿與股價對主席記者會反應方向之相關係數



⁷ 參考中央銀行(2018)，「當代貨幣政策面臨的挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 27 日；中央銀行(2021)，「主要經濟體貨幣政策架構的現況、問題與挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 17 日。

⁸ 研究期間為 2011 年 4 月至 2023 年 2 月間三位 Fed 主席任期，金融市場(股、債市等)價格對 FOMC 政策聲明稿及主席記者會期間的波動情形。參見 Narain, Namrata and Kunal Sangani (2023), "The Market Impact of Fed Communications: The Role of the Press Conference," Harvard University working paper。

(四)當前 Fed 貨幣政策溝通策略之建議與挑戰

IMF (2022)報告⁹指出，**有效的對外溝通**已成為各國央行貨幣政策的關鍵一環，此有助市場了解貨幣政策架構與目標、決策與操作策略，**錨定市場預期**以減少金融資產價格波動，從而引導經濟朝法定目標發展；Fed 前主席 Yellen (2013)說過「**解釋也是政策**」¹⁰，前主席 Bernanke (2015)亦曾說過「**貨幣政策 98%是溝通，行動只占 2%**」¹¹。

過去 20 多年來，Fed 致力加強溝通，如發布經濟估測摘要(SEP)及增加會後記者會次數，亦有愈來愈多官員對外持續且不定期發表演講(有關 Fed 當前對外溝通貨幣政策之主要形式參見附表 2)。惟如依 **St. Louis Fed** (2018, 2019)研究顯示，金融危機後，Fed 貨幣政策**聲明稿之內容長度增加**，惟**理解難度**似也**提高**，使大眾反而不易了解央行所釋放訊息；另官員對外**演講次數增加**且**演講重疊日數**亦大幅**增加**，一旦官員發表**互相衝突看法**，或使大眾對未來政策走向更為**困惑**¹²。

鑒於疫情後市場在解讀 Fed 貨幣政策決策訊息時，常出現分歧並與 Fed 政策立場存在落差，金融市場波動加劇，故如何精進溝通是當前 Fed 貨幣政策溝通策略之重點，近期 Fed 官員除進行省思並提出如何強化溝通措施之相關建議。

1. 讓外界了解相關的政策反應函數(如泰勒法則)，並納入更多經濟前景不同的可能情境

(1)Cleveland Fed 總裁 Mester 近期指出，Fed 對外溝通本身政策時，需**納入經濟前景不同的可能情境**並關注更多不確定性，使大眾理解 Fed **並無**準確的「**先見之明**」，在外部因素變動時，會依**法則(rule-based)**調整其貨幣政策之制定¹³；

(2)Philadelphia Fed 前任總裁 Plosser 亦指出，SEP 容易造成外界錯誤解讀，建議可將泰勒法則(**Taylor Rule**)與其他既有模型之預測結果，與個別官員之預測進行比較，此似可提升未來 SEP 預測的正確性¹⁴。

⁹ Casiraghi, Macro and Leonardo Pio Perez (2022), “Central Bank Communications,” *Technical Assistance Handbook*, IMF Monetary and Capital Markets Department, Jan.

¹⁰ Yellen, Janet L. (2013), “Communication in Monetary Policy,” Remarks at Society of American Business Editors and Writers 50th Anniversary Conference, Apr. 4.

¹¹ Bernanke, Ben S. (2015), “Inaugurating a New Blog,” Brookings Institute, Mar. 30. [https://Inaugurating a new blog | Brookings](https://Inaugurating%20a%20new%20blog%20Brookings)

¹² St. Louis Fed (2018, 2019)比較美國金融風暴前後，貨幣政策聲明稿與 Fed 官員對外演講次數之變化。研究顯示，聲明稿長度由之前的平均 223 字，增加到平均 580 字，理解難度由之前的大學生可懂程度，提高到研究生才懂的程度；各區域聯邦銀行總裁之演講次數，在 1998 至 2004 年間平均每年 150 場，之後逐年增加至 2013 年約 220 場之高峰；其中，單日超過 1 位總裁演講之天數，由 2004 年之 30 天增至 2017 年之 60 天。參見 Kliesen, Kevin L., Brian Levine and Christopher J. Waller (2018), “Gauging the Evolution of Monetary Policy Communication Before and After the Financial Crisis,” Federal Reserve Bank of St. Louis *Economic Synopses* No. 27；Kliesen, Kevin L., Brian Levine and Christopher J. Waller (2019), “Gauging Market Responses to Monetary Policy Communication,” Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, Second Quarter。

¹³ Schneider, Howard (2024), “Central Bankers Should Acknowledge Blind Spots, Fed’s Mester Says,” Reuters, May 24.

¹⁴ Levy, Mickey D. and Charles I. Plosser (2024), “What the Fed Doesn’t Communicate,” *The Wall Street Journal*, Jun. 5.

2. 提供經濟估測摘要及政策利率點陣圖更詳盡之說明

- (1)近期 Fed 官員(Cleveland Fed 總裁 **Mester** 演講¹⁵及 Philadelphia Fed 前任總裁 **Plosser** 在前述日報專文)，均建議可**調整**目前經濟估測摘要(SEP)及政策利率點陣圖中**僅公布中位數**之方式；例如，可透過匿名方式，將個別 FOMC 成員之**經濟估測區間與其政策利率估測值加以連結**，以**具體呈現個別官員(匿名)對經濟前景及政策利率之估測區間**，使**市場參與者更加了解**不同官員估測未來**政策利率時，其背後的想法**(如其所依據之未來通膨走勢或失業率等數據)。
- (2)另亦須讓市場了解政策利率點陣圖之運用有其限制。如 Fed 主席 **Powell** (2023)強調**點陣圖傳達政策訊息之效力**將隨時間而**逐漸淡化**，並表示 Fed 公布點陣圖不是對未來的承諾或計畫，經濟狀況改變時，決策官員的想法亦會調整。

3. 增進政策聲明稿之清晰度及改善政策官員之演講方式

- (1)Cleveland Fed 總裁 Mester (2024)認為精簡的政策聲明稿有其優點，惟若**過於簡短**，亦可能無法讓公眾充分了解目前**經濟情勢與利率決策間的關係**。
- (2)降低市場因過多訊息(如太多演講)所產生之困惑或混淆，有助於市場參與者正確解讀官員傳遞之訊息：
- 如 Fed 副主席 **Jefferson** 近期強調¹⁶，若多位央行官員於相同期間發表**互相衝突**之看法，將使外界更**不易正確解讀**政策制定者所要傳遞的訊息，而使金融市場產生預期外之結果；而 Fed 前主席 **Yellen** 亦曾於 2017 年時提出**類似看法**¹⁷。
- (華盛頓特區之智庫 **Brookings** 近期一項問卷調查顯示，多數受調者希望**主席演講次數增加**，但希望分行總裁**減少**演講¹⁸)。

¹⁵ Mester, Loretta J. (2024), “Forward Guidance and Monetary Policy Communications: Use Your Words and Connect the Dots,” Speech at The Bank of Japan-Institute for Monetary and Economic Studies Conference, Price Dynamics and Monetary Policy Challenges – Lessons Learned and Going Forward, May 28.

¹⁶ Jefferson, Philip (2024), “Communicating about Monetary Policy,” Central Bank Communications: Theory and Practice, May 13.

¹⁷ Soergel, Andrew (2017), “Yellen: Fed Can't Fix Communication Problem 'Totally Effectively',” US NEWS, Nov.14.

¹⁸ Brookings 對聯準會溝通成效進行評估，分別於 2016、2020 及 2024 年向學界及民間部門(含銀行、投資銀行、信評公司、總經顧問、政府贊助機構)發出問卷調查。受調者希望降低地區分行總裁及理事演講次數之占比(分別為 59%、39%)，高於希望二者能增加次數之占比(7%、9%)；同時，受調者希望增加主席演講次數之占比則為降低占比之 2 倍。(參見 Wessel, David and Sam Boocker (2024), “Federal Reserve Communications: Survey Results,” *Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings*。)

4. 疫情後 Fed 貨幣政策溝通較疫情前困難

- (1) 疫情以來，經濟結構的改變，使市場及決策者較**不易判斷**政策利率是否處於**適當區間**，經濟及金融**不確定性**均**提高**，如經濟數據出現**預期外變動**，美國公債**殖利率曲線**常隨之出現**大幅移動**情形，並帶動整體金融情勢變動；加以近年來金融市場**規模因擴張性財政政策**影響而明顯**擴大**，對經濟之影響更甚以往，進而可能**干擾貨幣政策走向**。
- 如上年第三季 Fed 立場偏鷹，SEP 顯示尚有**升息一碼空間**，美債殖利率走升；加以市場認為美國財政部利息支出將因利率上升而增加，**債務情勢有惡化之慮**，更進一步**推升殖利率**，**股市隨之下跌**而**美元走強**，整體**金融情勢**更為**緊縮**。
 - 後**基於金融情勢緊俏**，Fed 主席 **Powell** 於 11 月初釋出**不再升息訊息**，加以經濟數據趨緩，使市場**大幅調降 Fed 降息幅度**，**金融情勢**因殖利率下跌、股市上揚及美元走弱而快速轉向並走向**寬鬆**。
- (2) 當前 Fed 試圖淡化危機期間所採前瞻指引之溝通方式，並稱係依經濟數據來進行決策，此使金融市場更加仰賴最新經濟數據來調整其預期，致預期外的數據更易造成金融波動。當前經濟處於是否發生所謂結構性轉變的不確定時代，Fed 與市場對數據的判讀及二者間的互動，可能使 Fed 上述決策模式更加不易引導市場預期。

(五)結論

1. 為增進貨幣政策傳遞效果，Fed 冀望透過增進溝通方式來引導市場預期；如 2007 年起 Fed 開始發布經濟估測摘要，另在全球金融危機後，基於利率降至零利率底限，自 2008 年底起 Fed 運用各項「前瞻指引」向市場傳達寬鬆貨幣政策之意向。此外，由於美國經濟在金融危機後呈現長期停滯，2012 年 Fed 正式採用通膨目標，並於 SEP 新增政策利率點陣圖，以穩定市場對未來聯邦資金利率路徑之預期。
 - 惟在此努力下，仍會出現市場對 Fed 政策立場轉變做出過度反應，如 2013 年在 Fed 計劃縮減購債規模時，即發生所謂縮減恐慌(taper tantrum)現象¹⁹；由於美債殖利率為全球多項金融投資工具之定價基礎，美債價格大幅波動常造成全球股、匯市隨之震盪，當年各國金融市場多因縮減恐慌而受到負面衝擊。
2. 尤其在 COVID 疫情後，美國經濟快速復甦，消費需求強勁，勞動市場緊俏，新興科技快速發展並吸引資本投資，勞動生產力亦呈提高，代表美國潛在的生產力或已較疫情前提升，惟此仍存有爭論，使當前美國經濟不確定性高於疫情前，進而不利 Fed 與市場對經濟數據之解讀、並據以判斷未來經濟前景，同時亦使 Fed 對外溝通難度提高。
3. 為穩定市場預期，使市場正確解讀其釋出之政策訊息，以提高政策溝通成效，近期 Fed 官員省思應如何強化溝通。
 - 如改善 Fed 經濟估測摘要及政策利率點陣圖之表達及溝通方式，向市場傳達點陣圖在發布後效力將隨時間而遞減，無需將之前的點陣圖視為當前計畫，且市場應降低對點陣圖變動之反應，不宜因中位數之變動而大幅修正本身之預期。
4. 目前 Fed 淡化危機期間所採前瞻指引之溝通方式，並改依經濟數據進行決策，惟此舉或使金融市場更加仰賴經濟數據來調整其預期，導致預期外數據更易引發金融波動；尤其在經濟結構是否轉變、政策利率是否處於限制性水準仍存爭論之際，過度強調 data dependent 可能更不易引導市場預期；另一方面，Fed 官員對經濟數據及政策立場常出現分歧，此亦使市場對 Fed 所釋出之政策訊息常感到困惑，此二者或可能亦為近年市場波動度上升之因素。

¹⁹ 2020 年 Fed 前主席 Bernanke 承認 2013 年 Fed 在對外溝通縮減購債時，似忽略 QE 退場有強大的宣示效用，且事先需要一致性及高明溝通技巧；參考中央銀行 (2021)，「Fed 縮減購債對美國債市及新興市場之可能影響」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 23 日。

附表 1 美國定期發布之重要經濟指標

實體經濟活動				價格		信心調查	
勞動市場		非勞動市場					
指標名稱	頻率	指標名稱	頻率	指標名稱	頻率	指標名稱	頻率
非農就業人數(NFP)	月	國內生產毛額(GDP)	季	消費者物價指數(CPI)	月	美國供應管理協會(ISM)製造業及非製造業採購經理人指數	月
失業率	月	零售銷售	月	生產者物價指數(PPI)	月	密西根大學消費者信心指數	月
職位空缺數	月	新屋開工	月	個人消費支出物價指數(PCEPI)	月	密西根大學消費者通膨預期	月
ADP 就業人數	月	耐久財訂單	月	平均時薪(AHE)	月	美國經濟諮商會消費者信心指數	月
初次申請失業救濟金人數	週	工業生產指數	月	就業成本指數(ECI)	季		

註：本表僅列示文獻²⁰常用於研究各種經濟數據公布後對金融資產價格影響之指標。研究結果多顯示 NFP 之影響力最大，因該數據是每個月最先公布的重要指標。例如：Boehm and Kroner (2023)研究 1996~2019 年期間對於 S&P 500 股價指數及 10 年期美國公債殖利率的影響，結果顯示，NFP 的影響力最大，GDP 略居第 2~3 位，核心 CPI 約居第 4 位。Goldberg and Grisse (2013)研究 2000~2011 年期間 2、5、10 年期美國公債殖利率在數據公布前後 5 分鐘內之變化，結果顯示 NFP 的影響力最大，且對 5 年期殖利率的影響力高於 2、10 年期。

²⁰ 參見 Boehm, Christoph E. and T. Niklas Kroner (2023). “The US, Economic News, and the Global Financial Cycle,” International Finance Discussion Papers 1371, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/IFDP.2023.1371>；Goldberg, Linda S. and Christian Grisse (2013), “Time Variation in Asset Price Responses to Macro Announcements,” NBER working paper 19523, National Bureau of Economic Research, <https://www.nber.org/papers/w19523>。

附表 2 Fed 對外溝通貨幣政策之主要形式

溝通形式	溝通者	內容說明	頻率	發布時間
政策聲明稿 ¹ (Policy statement)	FOMC	說明 FOMC 會議貨幣政策調整理由、近期經濟情勢評估及未來政策方向，代表整體委員會的政策立場	每年 8 次	每次會議後~2:00 PM EST
會後記者會 ² (Press conference)	主席	主席就 FOMC 會議決議內容口頭說明並接受記者提問	每年 8 次	每次會議後~2:30 PM EST
會議紀錄 ³ (Minutes)	FOMC	紀錄 FOMC 會議與會者的討論內容，有助公眾解讀在當前經濟情勢下，委員會各種決策形成背後的考量點	每年 8 次	每次會議之 3 週後 ~2:00 PM EST
經濟估測 ⁴ (SEP)	FOMC	FOMC 成員對未來 3 年年底及更長期之 GDP 成長率、失業率、通膨率的預測，以及利率預測點陣圖(dot plot)	每年 4 次	3、6、9 及 12 月會議後 ~2:00 PM EST
國會聽證會	主席	赴眾議院及參議院發表證詞並接受議員詢問	每年 2 次	2 及 7 月
對外演講與訪談	FOMC	個別官員發表對未來經濟情勢及政策展望之看法	經常持續性	
長期目標與貨幣政策策略聲明 ⁵	FOMC	闡述貨幣政策目標與貨幣政策架構，作為委員會政策行動之基礎	每年 1 次	1 月

註：本表為目前情況，過去 30 年來，迭有變更。

1. 政策聲明稿：主席 Greenspan 自 1994 年 2 月起於有調整政策利率之會議後發布，自 1999 年 5 月起，每次會議後發布。
2. 會後記者會：主席 Bernanke 自 2011 年起每年 4 次(3、6、9 及 12 月會議後)；主席 Powell 自 2019 年 1 月改為每年 8 次。
3. 會議紀錄：主席 Greenspan 自 1993 年起公布，自 1994 年起會議紀錄逐字稿於當次會議之 5 年後公布。
4. 經濟估測：主席 Bernanke 自 2007 年起發布，自 2012 年 1 月起加入政策利率預測點陣圖；主席 Yellen 自 2017 年 3 月起加入扇形圖。
5. 長期目標與貨幣政策策略聲明：主席 Bernanke 自 2012 年起發布，明示符合物價穩定目標之較長期通膨率為 2%，符合最大就業目標之較長期失業率區間為 5.2~6.0%。

資料來源：Federal Reserve，本行整理