

## 央行貨幣政策操作的重要工具：溝通政策\*

黃 富 櫻\*\*

### 一、前 言

過去十多年隨著金融市場急遽變遷與多元化發展，全球央行業務產生許多典範移轉的重大變革，央行獨立性、通貨膨脹目標化（Inflation Targeting，以下簡稱通膨目標化）、央行透明化、及貨幣政策委員會（Monetary Policy Committees，以下簡稱 MPC）的決策模式等為全球央行四大發展主流。其中通膨目標化措施伴隨 RTGS（即時總額交割制度）支付制度之盛行，導致多數先進國家央行紛紛改革其貨幣政策操作方式，強調利率區間操作模式（Operating band）及常設性窗口操作工具（Standing facilities）等（註 1）簡單、透明、易懂的操作工具才能滿足時代發展需要，才能強化政策效力及貢獻經濟福祉。加拿大央行甚至認為貨幣政策不須神秘面紗或人工複雜化才能發揮效果，只要具備一種清楚的目標及一項簡單的工具即能奏效。

前述四大發展潮流彼此息息相關，央行

獨立性需要權責化，MPC 的決策模式則可以彰顯權責化；另一方面權責化必須有高透明度支撐，而通膨目標化則是高透明度的展現。在民主社會，透明化與權責性相當於央行爭取獨立性的交換條件，透明與溝通是獨立央行的責任。亦即央行愈獨立，對權責化及透明化的需要愈高，而市場愈擴大，愈波動，央行就愈需要小心溝通。溝通在貨幣政策操作過程中其實扮演樞紐的地位。Ehrmann & Fratzscher(2005)、Woodford(2005)、Trichet(2005)及 Lambert(2006)皆指出在市場導向之經濟體中，央行只能對單一短期利率（如隔夜拆款利率）具有直接控制的能力，對長期利率則僅具間接影響力，但民間投資與消費決策、及中期的物價變動，絕大部分受長期利率的影響，而長期利率則受市場對未來央行政策及通貨膨脹變化之預期的影響，長期利率若能穩定變動，即能支撐央行維持中期物價安定的目標。因此，央行如欲達成物

---

\* 本文完成於 2006 年 8 月。本文承蒙經濟研究處施處長燕、葉副處長榮造、嚴副處長宗大、施行務委員遵驊、以及匿名評審的悉心審閱，特致衷心謝忱。惟本文觀點純屬個人意見，與服務單位無關，若有任何疏漏或謬誤，概由作者負責。

\*\*作者為中央銀行經濟研究處研究員。

價安定目標，必須具備公信力與可預測性，而有效的溝通政策則能增強央行的公信力與可預測性；反之，央行若欠缺好的溝通政策，長期將損及央行信譽，遑論公信力及可預測性。

傳統貨幣政策傳遞機制主張央行透過準備金控管，控制隔夜拆款利率，再經由利率結構的理性預期機制，確保隔夜拆款利率連動長期利率變動。近代有些學者不贊成上述看法，渠等不否認央行能有效控制隔夜拆款利率，但是否經由流動性效果（Liquidity effect），及是否透過利率結構影響長期利率，皆有待進一步釐清。許多學者紛紛鼓吹溝通政策在貨幣政策的重要角色，咸認為透過讓大眾了解央行，同時讓央行了解大眾的雙向溝通方式，在成功的策略運作下，才能充分發揮央行執行貨幣政策工具的綜效。學者特別指出近 20 年來全球央行業務已出現極大的轉變，往昔的央行最好少說，讓行動說明一切；現代的央行則最好多說，且聲音要大於行動，呼籲央行應自沉睡 20 年之久中覺醒，有些學者甚至直接主張溝通政策才是央行執行貨幣政策的重要工具，歐洲央行現任總裁亦不諱言稱溝通是貨幣政策不可或缺的部分。

維持物價安定與金融安定係現代央行重要的雙翼任務，同時也是央行溝通政策之兩大範疇。回顧過去全球央行在維持物價安定之溝通政策方面居領先地位者，首推採通膨

目標化的央行，如瑞典央行、英格蘭銀行、紐西蘭央行等在開發溝通方法領域中，位居相當重要的創新者。其中通貨膨脹報告就是最佳實例，用來彰顯央行政策對大眾的承諾。現代央行的典型做法是對大眾公佈利率目標，有些則公佈通貨膨脹目標。這些現代央行的作法與傳統央行顯著不同，何以央行已經放棄原先的神秘性做法，而鍾情於透明化措施，誠屬研究央行業務領域值得探討與追索的問題。

本文的研究目的在分析央行執行貨幣政策維持物價安定的溝通政策，本文含前言計十節，第二節說明透明度的定義，以及透明度與溝通的關係；第三節及第四節分別探索何以溝通政策對現代央行貨幣政策操如此重要及央行的溝通策略，包括溝通對象、內容、方式與工具、以及發言人；第五及第六節則以對比方式，比較分析廟堂之奧與透明開放，央行與市場為敵讓市場感到錯愕（Surprise），或與市場為友互相合作；貨幣政策效果來自公開口頭操作（Open mouth operation），或來自公開市場操作，屬宣示性效果（Announcement effect），抑屬流動性效果（Liquidity effect）；第七節則以實施通膨目標化央行為例，特別說明通貨膨脹報告在溝通政策的角色；第八節將討論央行政策透明化的限制；第九節說明央行的溝通政策與組織設計，最後一節為本文的結論。

## 二、透明度的定義及其與溝通的關係

本章首先釐清透明度的學理定義，並說明透明度與溝通的關係。

### (一) 透明度的定義

就經濟涵義而言，央行貨幣政策的透明度意指央行貨幣政策制定者與其他經濟體間不存在資訊不對稱的問題，亦即兩者間的資訊是對稱的，資訊若能對稱即可降低不確定性。但透明度並不表示完全確定或資訊完整。在貨幣政策方面，央行與民間部門同時面臨經濟結構的不確定性，惟只要雙方皆有相同的資訊，且都充分了解所擁有的資訊，此種情況下即能以透明度稱之，但大眾對資訊對稱的誤解，往往造成另一種不透明。

有些學者將透明度定義為公開（Openness）、清楚（Clarity）、誠實（Honesty）及共通的認識與了解（Common understand-

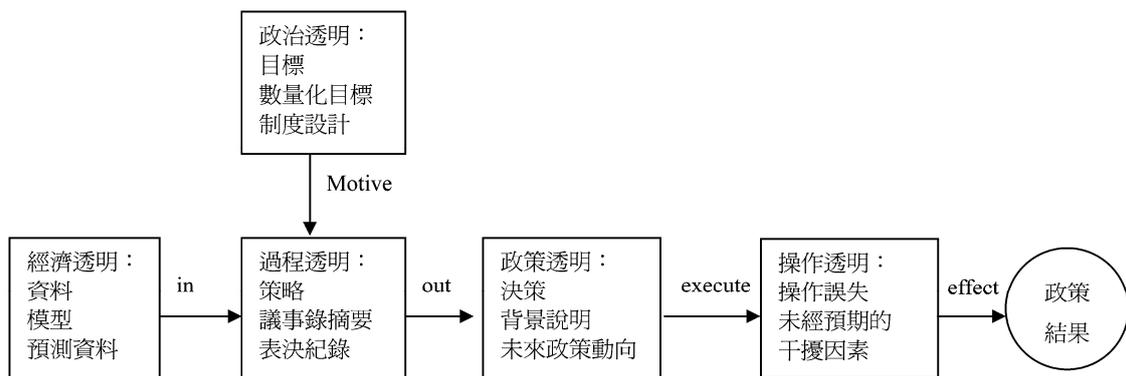
ing）；有些則將透明度區分為目標、知識及操作等三大類；另有學者區分透明度為工具、目標及執行等三類；Geraats(2002)則特別指出央行貨幣政策制定過程中不同階段有不同的透明度需求。上述學者專家提出之透明度定義分類容有不同，但整體的定義均未跳脫 Geraats 之定義。茲以 Geraats 為例，說明其五種透明度定義如下（見圖一）：

1、政治透明（Political transparency）：指政策目標與相關制度的公開透明，包括明確的通貨膨脹目標及央行的獨立性。

2、經濟透明（Economic transparency）：經濟透明指貨幣政策使用經濟訊息的透明，包括經濟資料、政策模型、以及央行的預測資料。

3、過程透明（Procedural transparency）：

圖一 貨幣政策透明的架構



資料來源：引自 Geraats, Petra M. (2002)。

指制定貨幣政策決策之過程的透明，包括貨幣政策策略、會議紀錄摘要（Minutes）及表決紀錄（Voting）。

4、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、以及未來可能的政策動向。

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

## （二）透明度與溝通的關係

透明化係近 10 餘年來全球央行業務四大主要發展趨勢之一，如何使貨幣政策透明化，強化貨幣政策效果及提高央行的權責性，則有賴溝通的媒介。易言之，央行經由溝通可以提高透明度。透明度與溝通兩者互為獨立，但具有唇齒相依的緊密關係，兩者無論同時或單獨出現，其終極目標皆係強調央行貨幣政策的透明度。更重要的是，透明度本身不是目的，而是達成央行法定目標的手段。溝通除具備上述透明度功能外，尚有教育、引導、說服及對話的功能，後者即係全球央行積極加強對社會大眾的金融教育工作的考量基礎。早期教科書貨幣政策工具篇尚無溝通政策之用辭，但因近 10 餘年來其在貨幣政策效果面所發揮之功效，導致許多人認為溝通政策為央行重要的貨幣政策工具，

有些人則反對該主張，仍持傳統的看法。是否將其歸類為貨幣政策工具之爭辯並不重要，但溝通政策在貨幣政策範疇發展之新顯學，值得我們重視與深思。盱衡全球央行迄未發展出一套大家皆可一體適用之溝通模式，但各國央行各自發展適合其國情的最佳實務操作亦甚具參考價值。

攸關央行溝通政策之文獻中經常出現『Talk』、『Communicate』及『Communication』等字眼，依據 Compact English Learner's Dictionary 的定義，當你對某人說某些事情，稱為『Talk』；但若與某人『Communicate』時，則指提供對方資訊，例如說、寫或經由傳播媒體提供訊息；至於『Communication』，則意指用來溝通或傳播資訊之系統與一系列過程。就前述定義而言，『Talk』只是一種狹義的溝通，廣義的溝通則涵括說、寫、及利用傳播媒體釋出訊息等一系列的系統化過程。無論透明或溝通，其終極目標就是傳播資訊，但並非隨意的資訊即可達成透明的目的，資訊必須加以整理、結構化、濃縮、簡化，最後加以整合才能變成可理解的有用資訊，才具公開透明的意義。但最重要的是，央行在公開透明之前，應該審慎衡量公開透明可能伴隨的潛在成本與實質效益，而非一味地透明，而忽略可能衍生的潛在風險。

### 三、何以溝通政策對現代央行貨幣政策操作如此重要

本節將說明央行溝通政策的重要性。整體而言，好的溝通政策可以強化貨幣政策效果，美國 Fed 主席 Bernanke 在 2004 年演講中指出『It's not what they do, it's what they say』(註 2) 最能詮釋何以溝通政策對現代央行貨幣政策操作如此重要的理由。另一方面，央行業務不像駕駛郵輪或太空船，只要遵循既定的軌道航行即可，也無法依照駕駛人自己的期望前行，因為經濟社會變遷快速，重要決策者都必需往前看，央行欲達貨幣政策目標，必須要有一套系統性的管理方法，不僅要有清楚的決策架構，且應習慣於對社會大眾解釋自己的決策。

事實上，在央行頻頻溝通的透明化措施下，市場往往在央行貨幣政策會議以前，大都能精準預測央行即將公佈的新措施，但市場仍將注意力集中於會後決策聲明稿，即冀望由聲明稿的字裏行間擷取央行對未來的展望及政策動向的資訊，助益其固定收益證券、其他資產或投資行為的定價決策。過去數年金融市場對央行決策新聞稿中字辭變動的反應勝過利率目標決策，特別是美國公開市場操作委員會 FOMC 的決策聲明稿。

一般而言，溝通政策的重要性即可同時用來概括說明溝通政策的理由、目的或好處，許多學者專家以政治上與經濟上的重要性加以簡略區分，並以短期與長期說明經濟

上的重要性。茲扼要說明如下：

#### (一) 政治上的重要性：溝通政策可以強化央行的權責性

自立法賦予央行獨立性起，貨幣政策目標由民選代表決定，央行則自主決定其操作工具，而透明化的溝通政策則可讓社會大眾及民選代表了解央行的作為。為監督央行是否善盡職責，社會大眾與民選代表需要知道央行作了那些決策以及決策的背後理由，這是非直接民選產生之央行官員的一種民主權責化過程。央行愈獨立，愈需要權責化與透明化，即或多或少意味著透明化是央行獨立性的交換條件 (Quid pro quo)，此即央行溝通政策如此重要的政治意涵。

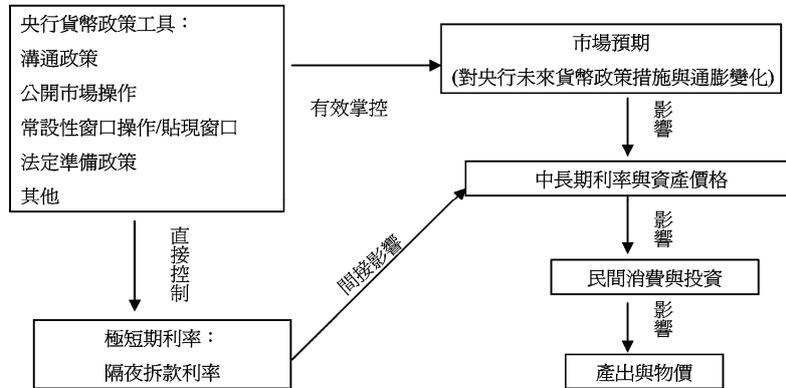
#### (二) 經濟上的重要性：

決策透明可強化貨幣政策的經濟效果，即提高貨幣政策效果：

1. 就短期而言：可提高貨幣政策之可預測性，及降低不確定性

Ehrmann & Fratzscher(2005)、Woodford (2005)、Trichet (2005)及 Lambert(2006)等指出在市場導向之經濟體中，央行唯一能直接控制的是極短期利率，如隔夜拆款利率，但長期利率及其他金融資產價格在貨幣政策傳遞機制中仍扮演相當重要的角色，渠等亦皆能反應市場對未來短期利率的預期，即對不確定性的升水。因此，央行若能公開透明決

圖二 溝通政策影響貨幣政策效果之簡易流程



資料來源：作者參考文獻整理繪製

策內容，並說明背後的理由及對未來的展望，市場參與者能強化其對市場的預期，進而助益央行引導市場利率朝期望水準變動。因此就極短期而言，好的溝通政策可提高貨幣政策的可預測性，並降低市場風險的不確定性（見圖二）。

2. 就長期而言：可掌控長期通貨膨脹預期

長期而言，透過央行不斷溝通其目標與策略，可有效掌控社會大眾的長期預期，特別是對通貨膨脹的預期，大眾對長期通貨膨脹維持於低水準的信心，可強化央行的公信力，對貨幣政策操作是有利的。

綜上分析，央行的溝通政策在政治面可強化央行的權責性，進而建立央行的公信力；在經濟面，則可提高貨幣政策短期與長期的可預測性，在央行有效掌控市場預期的

有利因素下，央行可水到渠成引導市場利率沿著央行的期望水準變動，透過傳遞機制最終影響總需求與產出的變動，在考量貨幣政策落後效果因素後，央行能達成期望的通貨膨脹目標。

以上純就政治面與經濟面分析溝通政策在央行貨幣政策操作的重要性，但就下列實務面成功或失敗的溝通案例亦能支持前述立論：

#### （一）FOMC 會後立即公佈聯邦資金利率目標的高度透明

美國 Fed 在 1994 年 2 月以前並未在 FOMC 會後立即公佈聯邦資金利率目標，市場必須透過其公開市場操作量或方式的變化，據以猜測央行的態度與政策意向；1994 年 2 月以後立即公佈利率目標，2003 年以後甚至涵括以『Balance of Risks』之用辭說明

未來政策動向，凡此林林總總，予人 Fed 政策透明的印象與讚賞，因此，全球及美國的金融市場對當時的理事主席 Alan Greenspan 讚譽有加，這是由正面觀看溝通政策重要性的實例。

### (二) 貨幣政策聲明稿用字遣辭高度藝術所引發之不樂見風波

Fed 其實無意圖以『Balance of Risks』揭示政策動向，但市場仍據以解讀 Fed 近期的政策動向，市場屢有過度反應之嫌，因此，亦有學者對『Balance of Risks』持負面的看法，Fed 在聲明稿中的用辭必須格外小心。2003 年 5 月 FOMC 會後聲明稿中出現『unwelcome substantial fall in inflation』字眼，引起市場解讀 Fed 下次會期調降利率、2004 年不會調高利率及 FOMC 將採非傳統措施，積極買入長期國庫券等，其中最後一項誤解直接影響長期國庫券市場的騷動，導致 10 年期政府債券利率跌至 40 年新低 (3.13%)。

### (三) FOMC 烏龍篇，不小心遺漏後之亡羊補牢

FOMC 每次會後聲明稿大都涵括長期通貨膨脹預期仍在控制中 (Longer-term inflation expectations remain well contained) 聲明語句，以宣導 Fed 控制物價安定的決心。2005 年 5 月初 FOMC 例行會議後之決策聲明稿不小心遺漏上述用語，引起市場嘩然與議論紛紛，FOMC 立即重新發布新聞稿，補正

上述錯誤，並堅稱係作業上不小心遺漏之無心之過，並無其他用意。該事件正好是用來說明央行發布新聞稿零缺失的最好案例，央行在溝通時必須更加小心，更為審慎，而不是在溝通出差錯時，加以迅速修補。其時 FOMC 決策聲明稿對市場的最大影響，並非聯邦資金利率目標如何調整，而是如何向市場傳達貨幣政策意向。

### (四) 聯準會主席不能隨意談話，Bernanke 吹皺一池春水

今年 (2006) 5 月初新任理事主席 Bernanke 責難市場誤會他的談話亦是一種可由負面觀看溝通政策重要性的實例。Bernanke 4 月間在赴國會報告時，表示『Fed 可能在未來某次或一次以上的會議不採取任何行動』。上述談話普遍被市場解讀為 Fed 的升息循環接近尾聲，導致美元匯價大幅貶值。但事隔數天在一次私人聚會場合向 CNBC 電視台人員澄清市場誤會他的動作，在 CNBC 電視台報導後再度讓市場陷入一陣慌亂，導致股、匯、債市劇烈波動，來不及反應之投資人，眼看財富縮水。上述實例說明央行官員特別是總裁的談論總是動見觀瞻，多半透過事先安排的公開演說或國會證詞的方式談論政策動向，Bernanke 私下社交場合的即席反應，可謂空前創舉，誠屬少見。央行官員應熟稔『什麼話該說、什麼話不該說、該向誰說、不該向誰說』的溝通技巧，更重要的是沒有任意發言的權利，一旦話從口出，就須清楚

自己發言可能造成的後果，並接受社會大眾嚴格的檢驗。Bernanke 坦言發言不當，未來將循正規途徑發言，並於 5 月上旬的 FOMC 會議中，要求三位 Fed 官員，在 FOMC 成立

小組委員會，專責探討如何與金融市場溝通的一系列議題。Bernanke 甫上任失言引發之金融震盪，無意接受一堂震撼教育，也是印證央行溝通政策重要性之負面案例。

#### 四、央行的溝通策略

貨幣政策的世界是『I'll know it when I see it』，央行在設計溝通政策或策略時，應將上述句子深植心中。成功的溝通需要講究策略，亦即需要有效、積極的溝通方法。因此央行的溝通策略首先要定位觀眾是誰（即溝通對象），要說些什麼（溝通內容），哪一種溝通方式及工具最能與聽眾溝通（溝通方式與工具），以及央行內誰應該對聽眾說（發言人）。更重要的是，央行溝通非單向，是一種雙向溝通，唯有在社會大眾了解央行及央行了解社會大眾的雙向交流下，才能真正發揮溝通效果。因此，有效的溝通係指聽眾聽得懂的寬頻，而不在強調使用那一種語言溝通，而好的溝通策略則可用來架構聽眾聽得懂的寬頻。

本節將分別說明溝通對象、溝通內容、溝通方式與工具、發言人及央行了解大眾的觀點等央行溝通策略，以及成功的溝通策略的基本定理與所面臨的挑戰如下：

##### （一）溝通對象

央行在設計溝通策略時，應清楚知道其聽眾是誰，鎖住想要溝通的對象之後，就能勾勒出不同聽眾的不同溝通內容，以及可能

的溝通方式。一般而言，可將央行的溝通對象分成兩大類，在強化央行權責性方面之溝通對象包括政治人物、社會大眾、以及經常發表貨幣政策意見或評論之新聞媒體或專家。另一方面，加強對市場參與者的溝通，則可提高貨幣政策之可預測性及貨幣政策效果（參見表一）。

##### （二）溝通內容

央行區隔目標聽眾之後，即能針對不同屬群設計不同溝通內容。第一類之社會大眾、政治人物等溝通對象，渠等最想知道的包括央行的政策目標是什麼、如何達成目標、誰負責決策、通膨預測值為多少、過去預測資料的成敗因素等較基本的內容；而金融市場參與者的溝通對象，除包括上述內容外，渠等想進一步知道央行的分析架構、預測模型、輸入哪些資料、如何處理資料、貨幣政策委員對偏離目標的反應等，最好能公佈會議紀錄摘要及表決紀錄。以上係粗略的描述不同溝通群組所想要知道的內容，當然，有些社會大眾等第一種溝通對象，亦可能想知道類似金融市場群組之預測模型等較先進的資訊。在央行充分利用網際網路架設

表一 央行溝通的目的、對象、主要內容與溝通方式

溝通目的	溝通對象(聽眾)	主要溝通內容	溝通方式
政治面： 社會大眾得以監視央行及強化央行的權責性(accountability)	社會大眾 政治人物 經常在新聞及電視上發表貨幣政策意見或評論之新聞媒體專家	1.清楚說明央行欲達成的目標，及如何達成目標； 2.誰負責最後的決策； 3.每次貨幣政策會議之決策，以及其背後的理由； 4.公佈通貨膨脹預測值； 5.持續檢討過去預測資料的正確性。 6.當時環境中的挑戰。	1.貨幣政策會議後之新聞聲明稿 2.央行在國會的聽證報告(通常一年兩次)； 3.貨幣政策委員會委員及央行官員之專題演講或接受採訪； 4.公佈會議紀錄摘要； 5.公佈會議中的表決紀錄；
經濟面： 提高貨幣政策可預測性(predictability)與有效性	市場參與者	1.貨幣政策決策內容及背後原因； 2.公佈央行的分析架構(含預測模型)； 3.使用哪些資料及其來源； 4.整合資料的方法； 5.貨幣政策委員會之委員對通膨預測值偏離目標時的反應； 6.最好能公佈會議議事錄摘要(minutes)，並包括委員的投票紀錄。	6.公佈會議議事錄； 7.定期或不定期出版各種刊物； 8.央行網站。

網站之溝通方式下，事實上，任何類型的聽眾皆能輕易、公平地擷取所需資訊（參見表一）。

### （三）溝通方式與工具

(1)共同模式：盱衡全球央行的溝通方式，大都很近似，只是精緻度或有不同。公佈決策新聞聲明稿、央行官員專題演講或接受採訪、國會聽證報告、公佈會議紀錄摘要、表決紀錄、議事錄、出版各種刊物、央行網站等為各國央行普遍使用之溝通方式（參見表二）。其中央行網站係最普遍、最即時，也是最重要的溝通方式。

(2)是否公佈會議紀錄摘要、表決紀錄及議事錄：各國的實務操作差異較大，表三顯示，僅少數國家如英國、美國、瑞典及日本等國家有公布會議紀錄摘要及表決紀錄，大部分國家之央行則不公布上述資料，避免增加不必要的干擾，甚至衍生政治事件是他們的主要考量，惟易遭受不透明之輿論責難。

就公布表決紀錄觀察，首推英格蘭銀行的做法，其他國家則大都公布於新聞聲明稿（如 Fed 公布反對者的名單及其主張）、或會議紀錄摘要及議事錄中。英格蘭銀行則於其網站之利率決策（Interest rate decision）新

表二 主要國家央行提供資訊之比較表

	G3			通貨膨脹目標化之央行					
	美國	ECB	日本	英國	加拿大	紐西蘭	澳洲	瑞典	瑞士
權責性									
量化通貨膨脹目標	否	是	否	是	是	是	是	是	是
在國會報告	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
記者會	否	是	是	否	否	是	否	是	是
新聞稿	是	是	是	是	是	是	是	是	是
公佈會議紀錄	是	否	是	是			否	是	否
公佈實際表決紀錄	是	否	是	是			否	是	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
公佈估測資料	每半年	每半年	每半年	按季	按季	按季	按季	按季	每半年
量化風險評估	否	否	否	是	否	否	否	是	否

資料來源：BIS74 期年報，2004 年 6 月。

表三 主要國家央行是否公佈貨幣政策會議紀錄及表決紀錄

	最高決策單位	會議頻率	公佈表決紀錄	公佈會議紀錄
澳洲	Reserve Bank Board	1 年 11 次	否	否
加拿大	Governing Council	1 年 8 次	否	否
歐洲央行	Governing Council	按月	否	否
冰島	Board of Governors	平均 1 個月 1 次	否	否
日本	Policy Board	按月	是	落後一個月
紐西蘭	Reserve Bank Governor	1 年 8 次	n.a.	否
挪威	Executive Board	每 6 週	否	否
瑞典	Executive Board	1 年 8 次	是	落後會議 2 週
瑞士	Governing Board	按季	否	否
英國	MPC	按月	是	落後會議 2 週
美國	FOMC	1 年 8 次	是	落後會議 3 週

資料來源：Mr. Mark R. Stone (2006), "Transparency Practices in Advanced Economies", presented at the SEACEN-BOJ Workshop on Communication Strategy for Monetary Policy, 15 Feb. 2006, Seoul, Korea.

聞稿專欄之『Key resources』中常設貨幣政策委員會個別委員自 1997 年央行取得獨立性以來歷年之投票紀錄，其中亦包括每位委員每次會議主張提高或降低利率之紀錄，以及調整利率之幅度。該表清楚顯示個別委員之投票情形，亦充分彰顯英格蘭銀行集體決策模式之個人化色彩。

(3)公布決策新聞稿之作業方式：各國方式亦略有差異。有些央行如歐洲央行、瑞士央行等在公布新聞稿時，同時由總裁主持公開的記者會；絕大多數的央行則僅透過新聞媒體發布新聞稿（參見表四）。Fed 未如歐洲央行同時召開記者會，主要係 Fed 的新聞稿較歐洲央行的新聞稿詳盡。

(4)經濟展望評估：表二顯示大部分的央行採按季或每半年之方式公布通膨報告或貨

幣政策報告，其中大多包括量化風險評估，並公布預測資料。歐洲央行一開始拒絕發布預測數據，但自 2000 年 12 月起開始將預測資料刊載於月報中。歷史資料顯示，市場參與者大都能精準猜測央行即將公佈之最新決策措施，但最想知道的仍屬央行對未來的經濟展望評估，特別是利率走勢之政策動向預測，因此，央行對經濟評估之溝通策略最為市場所重視，甚至逐字解讀央行的意圖。以美國為例，其理事主席在國會一年兩次之聽證報告之重要性勝於每次 FOMC 會後之決策聲明稿，主要係因國會之貨幣政策報告詳述 FOMC 成員及各區聯邦準備銀行總裁對最近 1-2 年產出、通貨膨脹及失業等總體經濟變數的趨勢預測，在央行的溝通策略中扮演極為重要的角色。

表四 主要國家央行貨幣政策委員會會議決策之宣布方式

國別	宣布方式		國別	宣布方式	
澳洲	決策新聞稿		挪威	決策新聞稿	記者會
加拿大	決策新聞稿		秘魯	決策新聞稿	
智利	決策新聞稿		菲律賓	決策新聞稿	貨幣政策會議攸關貨幣政策議題之重點說明
哥倫比亞	決策新聞稿		波蘭		記者會
捷克		記者會	南非	決策新聞稿	記者會
匈牙利	決策新聞稿		南韓		記者會
冰島	決策新聞稿		瑞典	決策新聞稿	
以色列	決策新聞稿		瑞士	決策新聞稿	各季公佈在央行網站，一年則有 2 次記者會
墨西哥		公佈在央行網站	泰國		記者會
紐西蘭		Governor 記者會	英國	決策新聞稿	
美國	決策新聞稿		日本	決策新聞稿	
ECB	決策新聞稿	記者會			

資料來源：絕大部分整理自 Fracasso, Andrea 等(2003), P27。

表五 先進國家央行之溝通模式與決策模式

	溝通模式	貨幣政策委員會之決策模式
個人式 (意見較不一致)	Fed	BOE
集體式(意見一致)	ECB、BOE	Fed、ECB

註：(1) BOE 係指英格蘭銀行 (Bank of England)。(2) 貨幣政策決策雖均透過委員會運作，但同中有異，Fed 及歐洲央行則屬幾乎全體一致的無異議表決之集體模式；英格蘭銀行之多數決則相當個人化，意指鮮少是無異議的表決。

(5) 溝通工具：主要透過傳播媒體（如新聞、雜誌或電視）及央行網站。

#### （四）發言人

央行內部由誰發言與對誰發言，在溝通政策上一樣重要。事實上，並非所有央行均設發言人制度，而是否設發言人制度，對溝通良窳之影響亦不大。就全球金融舞台觀察，市場普遍關注央行總裁的談話，特別是那些先進國家央行的總裁，如美國、日本、英國及歐洲央行等，其次為貨幣政策委員會委員的對外談話或專題演講，再其次為央行官員的談話。有趣的是，美國、英國及歐洲央行均採貨幣政策委員會之集體決策模式，但個別委員對外發表談話之方式則迥然有別（見表五），Fed 之 FOMC 委員追求高度個人主義的溝通方式，大都發表其個人對政策決策與經濟展望的看法，英國及歐洲央行的決策委員則採集體式的溝通方式，大家的口徑一致，只講一種聲音或至少是一種語言，不會產生任何衝突性。至於上述溝通方式孰優孰劣，卻也見仁見智，絕大多數的學者贊成英國及歐洲央行集體對外口徑一致的溝通

方式，認為較易與市場建立共識，但亦有學者認為美式決策委員個人英雄主義的溝通方式，亦具備提供市場多元觀點的好處，可協助市場充分了解環繞在政策措施周遭的風險，據以進行必要的展望估測。但美國聖路易聯邦準備銀行總裁則有不同的見解，Poole 在 2006 年初之一場演講中指出，Fed 需要有共識的溝通策略，而不只是一個開放的溝通策略。

#### （五）大眾對央行的溝通

央行除了讓大眾了解央行的作為外，亦同時經由各種方式了解大眾對央行的觀點，亦即充分掌握市場脈動，以市場動態作決策，以市場觀點引導利率，央行亦廣泛參考市面上的經濟分析刊物與來自市場的各種評論，亦檢討專家學者及市場參與者對利率預期的調查分析。上述來自大眾的外部資訊，加上央行內部分析後，即成為利率決策的重要參考依據，亦成為央行對大眾溝通的重要訊息。此種雙向交互的溝通若能順暢，則央行的觀點與市場觀點應該是一致的，也都能達成正向的溝通效果。值得一提的是，許多

央行如英格蘭銀行及加拿大央行巧妙利用設立代表處或區辦公室的組織設計，積極與所屬地區之市場交易者、投資者及產業界接觸溝通，一方面傳達央行的政策措施並加以說明，另一方面則定期蒐集最新的經濟金融發展動態，提供決策參考。英格蘭銀行輪值之區域代表在貨幣政策委員會上並扮演相當重要的簡報角色。

#### （六）成功溝通策略的基本定律

許多文獻指出，一個好的或成功的溝通策略必須把握 Kiss 的基本定律，Kiss 是”Keep it Simple, Stupid”的簡寫，意指 Keep it Simple and Straightforward，即溝通策略應避免不必要的複雜，把握簡單易懂的原則。事實上，Kiss 基本定律源自 1960 年代的 Apollo 計畫，且已應用至各種領域，其用意即在避免把事情複雜化，根據 Kiss 的說法，把問題複雜化及未處理應處理的問題，往往是一種常態，如何把握 Kiss 原則，係任何計畫、設計、甚至溝通策略的基本定律。回顧許多失敗的溝通事件，一開始就偏離 Kiss 定律，係其遭致挫折的最重要因素。

#### （七）成功的溝通策略所面臨之挑戰

1. 央行願意提供資訊的量，及可容忍委員會委員陳述不同觀點的程度，央行如何找到平衡處，以求經濟效益最大化

央行提供愈多資訊對市場及社會大眾是否更有幫助，其答案是否定的。主要係因大眾可消化的資訊是有限的，且提供貨幣政策

動向等更詳盡之資訊之背後潛藏許多風險，特別是市場可能誤解央行的溝通是一種清楚的承諾（Explicit commitments），而忽略央行利率走勢之動向預測其實是具備若干假設前提，且央行的溝通是一種未來可能改變的條件式承諾（conditional commitments）。因此，有人戲稱央行過度透明化、過度可信賴會產生『贏者的詛咒（winner's curse）』現象（註 3），亦即大眾過度信賴央行說什麼及公布的內容，而忽略其背景資料。

另一方面，央行可容忍貨幣政策委員會委員之發言程度，也是一種挑戰與抉擇。委員前瞻性的看法往往夾帶相當高的不確定性，許多不確定性受經濟因素影響復可能經常變動。因此，隨著貨幣政策決策模式由傳統的個人轉變為貨幣政策委員會之集體模式起，各委員對外發表的談話，在央行溝通策略中佔有一席之地。全球絕大多數央行貨幣政策委員會委員對外溝通大都採集體化之一致性觀點，僅極少數如美國的 FOMC 允許委員以個人方式對外發表自己的獨特看法，特別是對未來的經濟展望部分。前者委員集體一致發言方式能降低不確定性，美國則藉委員之多元化觀點，希望市場在進行政策預測時，能充分認知未來經濟展望中可能潛存的風險。

2. 央行如何清楚傳達其期望訊息

央行如何清楚傳達其期望訊息，亦屬央行溝通政策的另一種挑戰，除傳達訊息的時

間點外，訊息本身所使用的語言及用辭，是一種藝術與技術，亦是一項相當艱辛與審慎的挑戰；在正常情況下央行或許容易透過溝通策略提高政策的透明度與可預測性，但在非預期之偶發情況時，央行很難找到合適的用辭說明可能發生的情況，以及央行可能的因應措施。主要係因偶發事件未真正發生以前，央行很難掌握其特性，且深恐不當說辭反而過度影響社會大眾，造成市場不必要的騷動。

### 3. 如何溝通未知的不確定性

由往昔的溝通經驗觀察，未知的不確定性是央行在溝通上所面臨的最大挑戰。市場無時不刻在搜尋未來利率變動的蛛絲馬跡，因此市場對央行的說辭超級敏感，導致央行在遣辭用字上特別謹慎，如何用適當語辭陳述未來的變化，是溝通過程中的最大挑戰。美國 Fed 自 2003 年起先用『Tilt』，再用『Balance of risks』之方式說明未來的利率動向，不管使用哪種方式，均無法盡如市場意，惟後者略勝於前者，此亦使 Fed 的透明度向前邁進一大步。但央行非水晶球，經濟中復潛藏許多無法事先預見的震盪與衝擊，因此成功的溝通政策在溝通不確定性時的挑戰相當大。

如何降低貨幣政策的不確定性，是各國央行的溝通目標，但貨幣政策措施的不確定性並無法自真實世界中完全剔除，因為用來擬定政策之部份資訊並無法加以預測，

因此，央行需要降低的是前述無法預測資訊的不確定性。此外，為盡量降低不確定性，央行在溝通貨幣政策時，應力求清楚，在提供總體經濟變數之預測資料時，亦應同時強調總體預測之限制條件，及其所面臨之不確定性因素與風險，並指出央行緊密觀察之若干問題。事實上，央行的承諾是中期政策目標，而非利率走勢，因此在溝通不確定性時，央行宜遵守上述溝通原則。

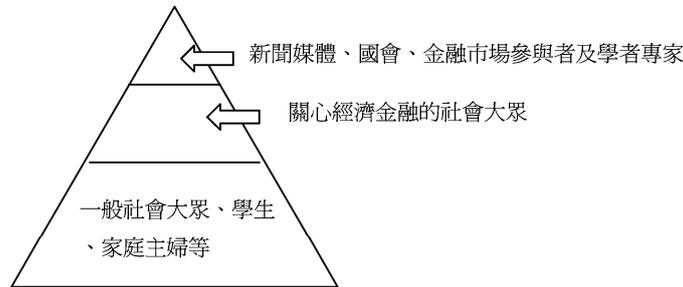
### 4. 如何利用新技術，特別是網站

新的溝通技術隨著科技進步不斷演進，提供市場及社會大眾可即時擷取央行貨幣政策訊息的管道，特別是網際網路發展，提供央行一個特別又重要的溝通管道。網站對任何使用者一視同仁，其窗口對話設計，不僅便利使用者輕易擷取所需資訊，亦同時助益央行快速更新社會大眾所需的資訊。如何設計央行網站，及如何經常改善網站，已為當今央行重視的課題與例行公事。因此，利用新技術提高溝通效果，亦為成功的溝通策略所面臨的挑戰。

### 5. 央行溝通是否過度以媒體、國會、金融市場參與者及學者專家為重心

各國央行皆有其既定的溝通政策，其溝通對象廣及社會大眾、新聞媒體與國會，但實務作業上將溝通政策重心置於新聞媒體、國會、金融市場參與者及學者專家，則屬多數國家央行的普遍趨勢，於是衍生是否過度偏向對上述對象溝通之嫌疑。

圖三 央行溝通對象之金字塔圖形



圖三以央行溝通對象人數多寡之金字塔圖顯示央行溝通對象之層次，央行對各層次的溝通程度與金字塔呈反向變動。社會大眾的人數最多，但普遍欠缺專業知識，不懂專業術語，即使央行已盡力進行多種金融教育宣導與實質的參訪活動，但仍不易推動，係央行對外溝通所面臨的最大挑戰。日本央行非常努力推動對社會大眾的金融教育(註4)，但日銀定期意見調查結果顯示，約七成日本民眾對貨幣政策不了解，但約三成民眾對央行有信心，係該行稍感欣慰之處。最上層之新聞媒體、國會、金融市場參與者及學者專家，則多為各國央行最重要的溝通對象，各國央行亦設法加強對最高層次溝通對象之溝通，就央行的觀點，此層次人數最少，大都具備專業知識，係最易發揮溝通效果的對象。

央行執行貨幣政策以全民利益為依歸，無論央行法中有無央行透明化的規範，全民皆有清楚知道央行貨幣政策決策內容與過程的權利，因此，央行在溝通政策上，如何謀

取各層次溝通對象之相對平衡，亦係央行溝通政策的另一種挑戰。

6. 絕大多數人口的經濟知識水平普遍不足

對開發中國家而言，絕大多數人口的經濟知識(Economic literacy)水平普遍不足，係一共通現象，其實這是全球各國的普遍現象，只是嚴重性略有不同。因此，央行如何藉溝通政策，提高社會大眾的經濟知識水平，誠屬央行溝通政策之一大考驗，前述日本央行已盡全力加強對民眾的金融教育，但問卷調查結果的低成效，正足以說明央行所面臨之挑戰。

7. 溝通政策並非建構央行公信力之單一工具

公信力係現代央行的必要條件，但央行無法僅由溝通之單一工具建構其公信力。因此，如何在執行溝通政策之同時，兼顧維繫公信力，亦屬央行在進行溝通時所面臨的挑戰。

8. 央行內部溝通的重要性已隨著重視對

外溝通而提高

強化對外溝通，忽略內部溝通係大多數央行溝通政策之普遍現象。但對外溝通要能成功，內部溝通其實扮演相當重要的先遣部隊角色，其在溝通政策的重要性已逐漸隨著

央行重視對外溝通而提高。加拿大央行善用內部網路，在正式公佈以前事先提供內部充足資訊（含公布內容、重點摘要、題庫 Q&A）的做法，係央行加強內部溝通的最佳實例。

#### 五、「廟堂之奧」抑或「透明開放」以及「市場錯愕」抑或「市場合作」

傳統上，央行向以披上神秘外紗的高姿態執行貨幣政策操作，其主要理由是藉神秘猜不透的方式避開政治監督，雖然當時央行的神秘作風自然反映官僚體系藉規避權責化，以求權力與名聲之最大化，另亦有人認為央行神秘色彩的背後理由，係因政治人物大都採短線操作，為避免政治人物對央行施加壓力，央行乃採神秘作風，混淆其措施；另一方面，央行亦認為讓市場出其不意之「市場錯愕」的貨幣政策措施，才能發揮政策效果，唯有讓市場錯愕，才能迎擊市場。

1970 年代當時的央行思維，認為央行最好不要太透明化或甚至不透明化，多數央行希望躲在布簾之後，避開大眾或政治監督。1980 年代，受經濟學家需要了解貨幣政策傳遞機制，及社會大眾需求的影響，特別是在美國，大眾開始要求開放政府的公共政策，央行對透明化的態度自始稍有轉變。1980 年代初期 Fed 理事主席 Volcker 公開宣稱打擊通貨膨脹係其職責，並採行無數強烈措施以降低通貨膨脹率，因此 Volcker 認為有必要向大

眾說明央行政策措施的背後理由，此誠屬央行透明化愈受重視的最大轉變。

Volcker 雖已漸漸退除央行的神秘感，但其透明化程度仍不足，Fed 仍予人高傲神秘的印象，學者 Greider（1988 年）著作「廟堂之奧（Secrets of the Temple）」，即對當時理事主席 Volcker 領導的美國聯邦準備體系多所批評，該書係標榜央行神秘性之代表作，也是一本暢銷書（註 5）。作者指出美國聯邦準備體系非民選的政府單位，位居央行的官員行事神秘，有如在廟堂之高僧，不透明的神秘作風幾乎與外界壓力完全隔絕，其作為讓外界莫測高深，撲朔迷離。揭開神秘面紗，讓讀者窺探聯邦準備體系的廟堂之奧，正是作者引人注目的意圖。該書出版之後引發不少迴響，對央行的透明化要求亦發揮催化作用，就官僚體系抗拒變革之一般情形而言，在過去 10 年 Fed 在提高透明化方面確也做了相當顯著的努力。

往昔『神秘』是央行業務的代名詞，央行亦自豪其政策措施讓市場感到錯愕，並堅信讓市場無法預測之『市場錯愕』措施才能

發揮貨幣政策效果。例如，許多年以前 Fed 官員認為 FOMC 會後立即公佈政策措施新聞稿，將造成市場不安定，央行執行政策的成本會更高更困難，1967 年 6 月 20 日 FOMC 之會議紀錄即列出 6 項延遲公佈貨幣政策措施的理由。如今隨著全球金融市場多元化，變遷速度又快的時代，時空環境與往昔迥然不同，現代央行必須調整其貨幣政策操作方式，捐棄早期的神秘面紗，力促操作透明化，成為發揮貨幣政策效果之不二法則，因此，如何有效溝通，提高貨幣政策可預測性，並成功掌握市場預期，已為現代全球央行努力的目標，在雙向溝通的環境下，央行是與市場共事，互相合作，而非敵對的對立角色。

Greenspan 接任 Fed 理事主席後，即不斷提高透明度及貨幣政策之可預測性。1994 年 2 月起 FOMC 會後隨即公布聯邦資金利率目標、1998 年底起決策聲明稿中增加政策傾向 (Bias) 說明、1999 年起改以『Balance of risks』說明未來的政策動向；2003 年 8 月起則於會後聲明稿包括未來的利率路徑說明，

此種更具體說明未來利率走勢的透明化做法深受市場及新聞媒體的青睞(註 6)。純由透明化提高貨幣政策可預測性及有效性的角度觀察，曾有學者戲稱，透明化成功的央行應該會很無聊。透明化雖可能導致央行感覺無聊，但美國聖路易聯邦準備銀行總裁 Poole (2001 年) 的專題演講說辭『我們希望透過政策決策過程的透明化，獲取更好的政策效果』，則是對央行透明化做了最淺顯易懂的詮釋。

英格蘭銀行總裁 Mervyn King 在 1991 年進入央行工作後首次見到並請教 Fed 前理事主席 Paul Volcker 有關央行業務的問題，Paul Volcker 只回答一個字『神秘(Mystique)』，但 Mervyn King 則喜歡提醒大家成功的央行家應該會很無聊，他的意思是貨幣政策決策應該不會讓市場感到錯愕，此種觀念深深烙印在現代央行治理 (Governance) 中，並形成一種基本經濟法則：提供市場更多資訊，市場可以運作更好，而非更壞。央行非廟堂，應力求透開放，與市場是合作的夥伴關係，而非敵對立場。

#### 六、「公開口頭操作」抑或「公開市場操作」以及「宣示性效果」 抑或「流動性效果」

各國央行執行貨幣政策的效果隨著央行透明化及溝通政策而顯著提高，採利率控制操作模式之央行，其隔夜拆款利率大都能沿著央行宣布之目標水準或期望水準變動。近

10 餘年來許多學者專家頻頻以實證研究方式檢定央行積極溝通之後所產生貨幣政策效果之主要原因，係來自公開市場操作，或來自公開口頭操作；有些學者則直接以流動性效

果替代公開市場操作，另以宣示效果替代公開口頭操作。本節所稱公開口頭操作泛指央行透過新聞聲明稿或央行刊物（如通貨膨脹報告）等公開口頭宣布央行的政策措施或未來利率走勢之期望水準等透明化之溝通方式，向市場及社會大眾揭示貨幣政策訊息。換言之，所謂『公開口頭操作』包括央行公開談話或只有書面之溝通方式，並非只有口頭報告之狹義定義。

不可否認的是，在傳統的實務操作上，公開市場操作屬央行使用最普遍及使用頻率最高的貨幣政策工具。各國央行大都在逐日資金估測之基礎下，進行必要的公開市場附買賣回操作，或買賣斷操作，藉以調節金融，維持利率依央行之期望水準變動。此種公開市場操作調節金融之效果，又稱為流動性效果。在往昔央行未透明化以前，公開市場操作的重要性頗高，流動性效果屬影響利率變動之致勝因素，當時之 Fed 觀察家通常以央行公開市場操作的量及方式預測央行的政策意向（註 7）。但隨著央行透明公佈利率目標起，如 Fed 在 1994 年 2 月起於 FOMC 會後立即公佈聯邦資金利率目標，市場已清楚知道央行的利率目標，甚至在相關透明化措施之發酵下，已能在 Fed 未公佈新聞聲明稿前準確預測央行調整利率目標之幅度，因此，許多學者研究分析 1994 年前後聯邦資金利率與目標間之關係，試圖找出兩者的緊密關係係肇因於宣示效果之公開口頭操作，而

非流動性效果之公開市場操作。但 Daniel (1999) 的實證分析結果並不顯著，無法用來充分說明 Fed 在 1994 年以後之利率控制，究屬流動性效果，抑屬宣示效果；少數學者的研究結果甚至指出既非宣示效果，亦非流動性效果，而是隨著市場利率變動調整利率目標之因應措施。

央行高透明度增加貨幣政策效果實證分析之困難度固屬事實，但不可否認的是，相較於傳統封閉神秘的操作心態，央行充分溝通後之公開市場操作的量已較往昔減少，亦即在市場清楚知道央行期望的利率水準後，央行只要輕鬆進行少量公開市場操作即能達到央行的期望利率水準，其中即隱含著宣示效果之公開口頭公開操作的重要性或許已凌駕流動性效果的公開市場操作。學者 Meulendyke 及 Hanes (1998 年) 指出，1994 年以後公開市場操作已非 Fed 控制聯邦資金利率的重要工具。

盱衡當今全球各國央行的貨幣政策操作大都採類似的機制，公開口頭操作釋出貨幣政策期望訊息的方式，其實是各國央行執行貨幣政策之心臟中樞，其中以紐西蘭央行的經驗最為顯著，對他國央行是一個很好的啟示。茲以紐西蘭央行為例，分別說明公開口頭操作之基本前提、貨幣政策恐嚇導向理論及紐西蘭央行之實務操作如下：

#### （一）基本假設前提：

公開口頭操作之基本假設前提是，社會

大眾都清楚知道央行對於短期利率的期望水準。若社會大眾不清楚央行期望的利率水準，則市場可能出現不符央行期望的利率水準。因此，只要央行利用公開口頭操作，宣布央行期望的利率水準，則可確保引導市場利率依央行期望值變動。紐西蘭央行除於一年 8 次之貨幣政策會議後宣布官方隔夜拆款利率（Official cash rate）目標外，另按季出版貨幣政策報告（Monetary Policy Statement，相當於英格蘭銀行之通貨膨脹報告），說明央行如何達成通貨膨脹目標、如何擬定及執行未來 5 年之貨幣政策、以及上次公佈貨幣政策報告以來央行執行貨幣政策之情形。其中最為市場所注意的是，該報告除公佈未來的經濟展望及若干重要的總體變數估測資料外，亦特別公佈官方隔夜拆款利率（紐西蘭央行係全球央行清楚揭示利率走勢動向之央行）及 90 天期 Bank bill rate 未來走勢之預測資料，藉由上述利率未來走勢之預測資料，社會大眾其實很清楚央行期望的利率水準。

### （二）貨幣政策恐嚇導向理論（Threat-based monetary policy）：

往昔央行仰賴公開市場操作調節金融，影響短期利率達成通貨膨脹或產出等貨幣政策目標。當今在透明化操作下，不用公開市場操作亦可達成目標，即係立基於貨幣政策的恐嚇導向理論。亦即央行具有足可讓市場相信之威脅（Credible threat），當市場短期

利率偏離央行期望水準時，央行可威脅恐嚇使用公開市場操作的手段進場操作，最終迫使利率回復致央行的期望水準。央行是市場資金供應的獨占機構，有能力進行威脅恐嚇，因此，市場大都深信央行的恐嚇威力，且在央行長久維繫之公信力聲望下，事實上，央行無須施加恐嚇，利率自然能引導至央行的期望水準。例如， $t$ 日之市場利率偏離期望值時，央行會在  $t+1$  日進行公開市場操作。在此種情況下，若投資者在 $t$ 日買入 2 天期債票券時知道央行會在  $t+1$  日進場調節，則在 $t$ 日不會有人願意借出低於央行期望水準的利率，同時也不會有人願意借入高於央行期望水準的利率。由於大家都熟悉央行期望的利率水準，因此 $t$ 日的利率會等於或接近央行的期望水準，此即所謂的貨幣政策的恐嚇導向理論。

### （三）紐西蘭央行的實務操作：

（1）紐西蘭央行自 1989 年央行法修正生效起，開始採行通貨膨脹目標化措施，並按季出版貨幣政策報告，公佈 90 天期 bank bill rate（註 8）的未來走勢預測資料；1999 年 3 月隨著實施即時總額清算交割制度（RTGS）起，調整貨幣政策操作策略，啟用官方隔夜拆款利率作為政策利率，並在一年 8 次之貨幣政策會議後公佈利率目標。其透明化做法，對達成通貨膨脹目標助益甚大。

（2）從歷史紀錄觀察，紐西蘭央行的公開口頭操作始自 1989 年 1 月公佈 90 天期 Bank

圖四 紐西蘭 1989 年 1 月至 1997 年 9 月之 3 個月期利率與通貨膨脹率

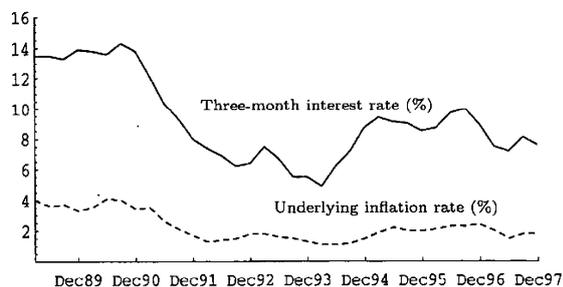


Fig. 1. The three-month interest rate and inflation (January 1989–December 1997).

資料來源：Guthrie 及 Wright(2000)。

bill rate 的未來走勢預測資料起，在 1989 年以前該行利用公開市場操作調節金融，達成貨幣政策目標。1989 年 1 月起清楚公佈短期利率走勢以後，公開市場操作對短期利率的影響已為具宣示效果之公開口頭操作所取代。

(3)就紐西蘭央行而言，公開市場操作僅用來調節逐日央行資金估測所需之資金供需，俾銀行的清算帳戶餘額能符合目標規定，亦即用來調節甚少變動之清算帳戶餘額目標(註 9)，避免偏離目標水準，並依市場利率對清算帳戶餘額付息，及對融資收取利息。如此一來，儘管市場利率變動來自公開口頭操作而非公開市場操作，銀行仍願意維持固定的清算帳戶餘額。

(4)紐西蘭央行充分應用貨幣政策恐嚇導

向之理論基礎，讓市場深信央行有能力在利率偏離目標時，進行公開市場之恐嚇操作；有時候央行欲強力影響利率變動時，在實務操作上亦可透過故意產生資金估測誤差之方式，進行調節引導利率依央行期望水準變動。但實際上，紐西蘭央行擁有絕佳的公信力，市場對央行有信心下，該行鮮少使用恐嚇手段。Guthrie 及 Wright(2000)的研究指出 1989 年 1 月至 1997 年 9 月之 9 年期間，紐西蘭央行甚少正式調整政策措施，亦未利用資金估測誤差意圖影響利率變動。換言之，1991 年初至 1994 年初利率下跌，接著在 1996 年中以前上升，然後下跌之利率變動走勢，主要來自公開口頭操作之宣示效果，而非公開市場操作之流動性效果(參見圖四)。

### 七、通膨報告在央行溝通政策的角色

通貨膨脹報告(Inflation Report)或貨幣政策報告(Monetary Policy Report/Statement)皆屬央行對外公佈攸關通貨膨脹資訊

的報告(兩者內容相近，僅名稱不同，以下統稱通膨報告)，係央行採通貨膨脹目標化措施的產物，通貨膨脹目標化及通貨膨脹報

告都可視為央行貨幣政策透明化的工具，可藉以提高央行之權責性及貨幣政策可預測性，其中通貨膨脹報告是央對社會大眾提供政策承諾的最佳典範，不是用來吹噓央行達成通貨膨脹目標的種種，而是用來說明央行達到通貨膨脹目標的背後決策分析，主要說明自上期報告公布以來，央行因應經濟金融情勢變化所採行之系統性措施之重要資訊，亦同時藉助央行本身的估測資料，用來說明未來可能的發展趨勢。該報告是一種對全國民眾發表的刊物，大眾可利用央行的清楚說明中學習政策法則，使貨幣政策決策成為一種法則導向（rule-based）之作業方式，因此，許多學者戲稱高透明化的央行很無聊，但更重要的是，此種制度化的作法將透明化應承擔的責任由個人轉移至機構團體。

採行量化通貨膨脹的國家深信央行的目標其實可以提供一個事前可充分信賴之最好的通貨膨脹預測方法，即以央行通膨目標作為預測通貨膨脹的基本法則。透明化的承諾可促使央行政策是一種完全的法則導向，央行愈遵守其信諾，民眾也就愈相信央行，自然能凝聚央行公信力。本節將以 Fracasso（2003 年）等學者對全球央行通膨報告之宏觀看法，說明通膨報告在央行溝通政策擔任的重要角色。通膨報告的內容固然重要，但如何溝通才能達到央行公佈通膨報告用意之溝通過程一樣重要，加拿大央行在公布通膨報告之溝通過程頗具創意，執得深思與借

鏡，本節最後則以加拿大央行為例，說明其通膨報告之一系列溝通過程供參考。

### （一）Fracasso（2003 年）等學者對全球央行通膨報告之宏觀看法

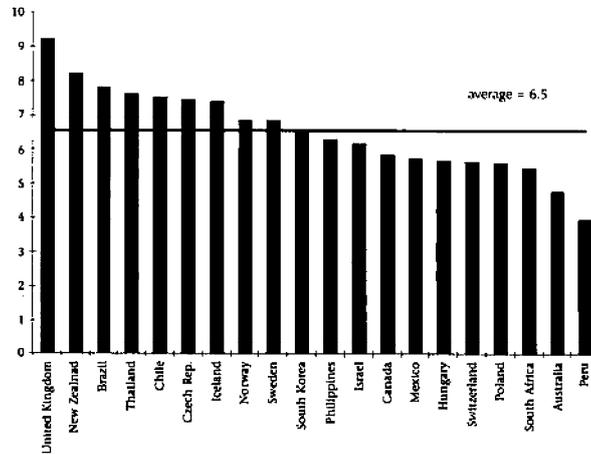
Fracasso, Genberg 及 Wyplosz（2003 年）三位學者專論（註 10），評估全球 19 個通貨膨脹目標化央行出版之通貨膨脹報告書之好壞。英格蘭銀行係全球央行出版通膨報告的先驅，其通貨膨脹報告寫得最好，被評選為全球第一名，次為紐西蘭央行（參見圖五）。英格蘭銀行通膨報告最引人注意的是，英國未來 8 季 CPI 的估計數是否接近 2%，以及為達通膨目標所採政策決策之相關說明。央行著重於對未來的估測，而種種估測資料則用來辯解當時的貨幣政策動向。加拿大央行與澳洲央行皆享有通膨目標化之聲譽，但其通膨報告之表現不如其他央行，可能與該兩家央行不認為通膨報告應愈詳盡愈好有關，事實上，加拿大與澳洲央行之透明度相當高，大都經由其他方式提供資訊，如經由央行網站，加拿大央行的網站並曾數度奪得全球評比首獎。

Fracasso 等三位學者的專論除評比各國央行通膨報告之好壞外，亦同時說明優質通膨報告應包括哪些內容、誰負責撰寫及出版頻率（參見表六及表七），茲分別臚列渠等之主要見解如下：

#### 1、通膨報告應包括哪些內容：

(1) 討論政策目標、決策過程及與目標抵

圖五 通膨目標化央行通膨報告之全球評比



資料來源：Fracasso, Genberg 及 Wyplosz(2003)

觸之處理方式：通膨報告首要說明通膨目標，有些央行公佈目標範圍，有些則採特定點目標外加可容忍範圍。另亦應說明誰應為達成目標之決策負責任，以及決策的過程。當通膨目標與就業與產出發展相牴觸時，貨幣政策委員如何處理上述衝突，亦應於報告中說明處理方式之合法性與可預測理由。此外，通膨報告亦應包括過去決策影響經濟的評論。

(2)分析架構及政策依據的資料：央行審慎的分析架構及所使用的經濟變數資料與來源可用來說明貨幣政策委員會的決策不是一項簡單判斷，因此是否對外溝通央行使用的總體模型對央行而言，是一種選項的挑戰，有些央行公佈其總體模型，有些則否，紐西蘭央行則將其總體預測模型常設在央行網站

中。許多學者專家均主張央行應該對外說明其利用預測模型進行預測之所有步驟，此舉可提高市場對貨幣政策的可預測性。

(3)提供通膨預測值及檢討過去的預測值與政策表現：通膨目標化央行以中期通膨預測值乖離目標的情形，據以調整政策措施，因此通膨預測值的品質與準確度相當重要。一般而言，各國央行之通膨報告大都公佈通膨預測值包括中央趨勢（Central tendency）與不確定性之衡量，後者如常見的扇形圖（Fan chart）。鑒於經濟環境不斷在變，充滿不確定性，因此，預測誤差永遠是存在的，央行有必要知道誤差及其發生的原因，因此，檢討分析過去預測值的表現，應屬通膨報告的定期性與規則性內容。

(4)其他應包括與不應包括的內容；

表六 通貨膨脹目標化央行之通貨膨脹報告

國別	通膨報告名稱	通膨目標化之啓始日	第一次出版通膨報告	出版週期	報告頁數 (約 xx 頁)
澳洲	Statement on Monetary Policy	1994 年 9 月	1997 年 5 月	季報	50
巴西	Inflation Report	1999 年 6 月	1999 年 7 月	季報	150
加拿大	Monetary Policy Report	1991 年 2 月	1995 年 5 月	季報(b)	30
智利	Monetary Policy Report	1991 年 1 月	2000 年 5 月	一年 3 次	100
哥倫比亞	Report to the Congress	1999 年 9 月	1997 年 3 月	半年報	100
捷克	Inflation Report	1998 年 1 月	1998 年 4 月	季報	50
匈牙利	Quarterly Report on Inflation	2001 年 7 月	1998 年 11 月	季報	50-100
冰島	Monetary Bulletin	2001 年 3 月	1999 年 11 月	季報	50
以色列	Inflation Report	1992 年 1 月	1998 年 2 月	半年報	50
南韓	Monetary Policy Report	1998 年 4 月	1998 年	年報	150
墨西哥	Inflation Report	1999 年 1 月	1999 年 3 月	季報(a)	100
紐西蘭	Monetary Policy Statement	1988 年 4 月	1990 年 4 月	季報	50
挪威	Inflation Report	2001 年 3 月	1996 年 12 月	一年 3 次	50
祕魯	Inflation Report	2002 年 1 月	2002 年 6 月	一年 3 次	35
菲律賓	Inflation Report	2002 年 1 月	2002 年 3 月	季報	50
波蘭	Inflation Report	1998 年 10 月	1995 年	季報	100
南非	Monetary Policy Review	2000 年 2 月	2001 年 3 月	半年報	30
瑞典	Inflation Report	1993 年 1 月	1993 年 10 月	季報	100
瑞士	Quarterly Bulletin	2000 年 1 月	1983 年	季報	100
泰國	Inflation Report	2000 年 5 月	2000 年 7 月	季報	100
英國	Inflation Report	1992 年 10 月	1993 年 2 月	季報	60-70

(a)2000 年以前為半年報； (b)自 2000 年 2 月起一年兩次 Monetary Policy Report 及兩次更新。  
資料來源：整理自 Fracasso 等(2003)。

01、簡要完整的摘要：摘要內容應力求正確，因為許多金融市場的分析師即以該摘要為其後續分析的依據。

02、章節位置等格式最好固定：若摘要、通膨預測、資料表、政策結論等各章節都能採固定位置、固定格式刊載，可便利經

常使用通膨報告的讀者。

03、避免冗長：通膨報告若太冗長，將浪費讀者的時間，也會稀釋內容，讀者反而抓不到重點。

04、特定議題的專欄報導 (Boxes)：是一種介紹新想法之特定議題之溝通方式，具

表七 通膨目標化央行實務操作的主要內容

國別	MPC	MPC 的人數	決策過程	公佈 Minutes	通膨目標	通膨預測
澳洲	Board	9	Consensus	No	2-3%	Staff
巴西	MPC	9	Voting(b)	Yes	Headline CPI (±2.5%)	Staff & Private
加拿大	Governing Council	6	Consensus	No	2% Target Range 1-3%	Governing Council
智利	Board of Directors	5	Voting	Yes (extracts)	Headline CPI 3% Range 2-4%	Staff
哥倫比亞	Board of Directors	7	Voting	No	Headline CPI 6%(2002)	Staff
捷克	Bank Board	7	Voting	Yes(delay 12 days)	Headline CPI 2-4%	Staff & Private
匈牙利	Central Bank Council	At most 6	Voting	No	4.5%(2002) & 3.5%(2003) (± 1%)	Staff
冰島	Board of Governors	3	Voting	No	CPI 2.5% (± 1.5%)	Staff
以色列	Senior Monetary Forum	5	Governor	No	CPI 2-3%(2002); 1-3% subsequently	Staff
南韓	MPC	7	Majority	Yes	3%(± 1%)	Staff
墨西哥	Governing Board	5	Majority Vote	No	Headline CPI 4.5%(2002); 3%(2003)	Private
紐西蘭	MPC	Variable number	Governor	No	Headline CPI 1-3%	Governor
挪威	Executive Board	7	Voting(Consensus)	No	2.5%	Staff
祕魯	Board of Directors	7	Voting	No	2.5%± 1%	Staff
菲律賓	Monetary Board	7	Voting	Highlights	Headline CPI 4.5%-5.5%	Private sector(e)
波蘭	MPC	10	Voting	Votes	Headline <4%	Staff
南非	MPC	8	Voting	No	CPIX 3-6%(2002, 2004,2005)	Staff & MPC
瑞典	Executive Board	6	Voting	Yes(2 weeks delay)	CPIX 2% (± 1%)	Executive Board
瑞士	Governing Board	3	Consensus	No	Headline CPI <2%	Governing Board
泰國	MPC	7	Consensus	No	Core 0-3.5%	MPC
英國	MPC	9	Voting	Yes(2 weeks delay , + Individuals votes)	RPIX 2.5%(deviations in excess of ± 1% require a formal explanation)	MPC

資料來源：整理自 Fracasso 等(2003)。

備教育功能，頗獲新聞媒體的青睞。

05、通膨報告陳列大量資訊時，應力求結構清晰具邏輯性。

2、誰負責撰寫通膨報告：

Fracasso 等指出若通膨報告是一種權威性

的報告，其報導政策制定者的觀點、對現況的分析與解讀、以及疑點與假設時，需要貨幣政策委員會簽字同意，英格蘭銀行的通膨報告書即需要貨幣政策委員會同意後才能出版；若屬央行與社會大眾分享由央行員工所

準備決策過程的資訊，則由央行員工負責撰寫，貨幣政策委員不需要簽字負責。實務作業上，幾乎所有的資料蒐集與處理工作均由央行員工負責，僅政策討論部分由貨幣政策委員會負責，因此，可以設定不同章節不同的負責人，但各章節主題之選取仍應由貨幣政策委員會所決定。

### 3、出版頻率：

央行通膨報告之出版頻率在溝通策略上亦頗為重要，通膨報告之出版日期通常與貨幣政策委員會議之日期不同，但兩者關係密切。貨幣政策委員會平均一個月開會一次，會後並立即公佈決策聲明稿，其頻率較高。絕大多數央行認為通膨報告之出版頻率太高，可能出現過度重複的現象，加諸員工超額負擔。因此，絕大多數央行採季報之出版頻率，有些為半年報或一年 3 次。加拿大央行為避免重複，其一年 4 次的季報中，有兩次採更新前一次的貨幣政策報告方式出版。如每年 4 月及 10 月出版 Monetary Policy Report；1 月及 7 月則出版 Monetary Policy Report Update。

## （二）加拿大央行通膨報告之一系列溝通過程

加拿大央行享有通膨目標化的美譽，但前一小節國際學者對加拿大央行的通膨報告（Monetary Policy Report，簡稱 MPR）之評比卻不如他國央行，作者稱可能與該行不認為通膨報告應愈詳盡愈好有關。事實上，加

拿大央行經由各種方式提供資訊，如經由央行網站，其透明化的績效在全球有目共睹。就該行的觀點，通膨報告的內容固然重要，但如何溝通，方不失央行公布通膨報告的原意尤屬重要。加拿大央行組織架構設有『溝通處（Communication department）』一級溝通單位，專責全行之溝通事宜。該處並特別針對通膨報告之公布作業，設計一套頗具巧思之創意管理方式，茲圖示說明如下（參見圖六）：

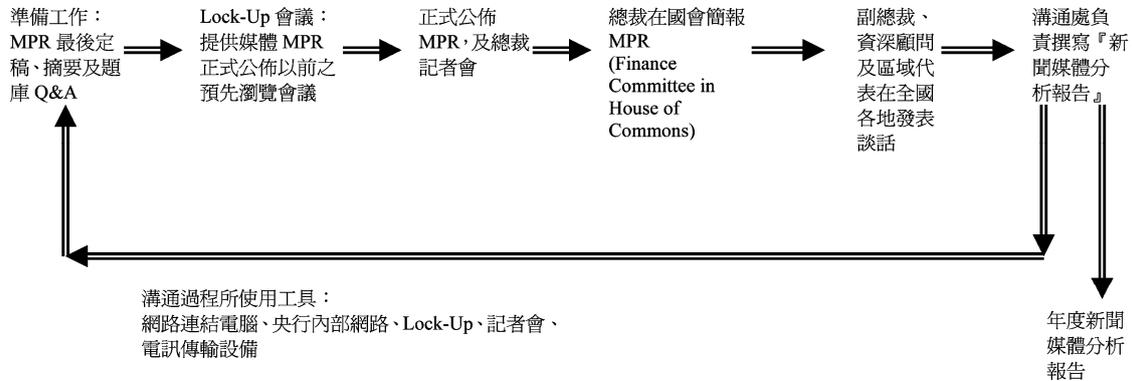
### 1、公佈 MPR 之前置作業

加拿大央行通膨報告之一系列溝通過程以前置作業為起點，包括通膨報告最後定稿、撰寫摘要、及完成題庫之問題與解答。在正式公佈 MPR 前數天，相關人員將上述資料悉數貼在央行內部網路，除供渥太華央行總部之資深官員及各區域代表處代表輕鬆擷取必要訊息外，亦提供因公出國官員在國外擷取相關訊息。前述作業的目的是便利渠等事先熟悉 MPR 的相關內容及題庫，以回答身處外地可能被問的問題。加拿大央行稱透過內部網路之作業方式，可使每一位央行員工都隨時在線上。

### 2、Lock-Up 會議

『Lock-up』會議係加拿大央行提供新聞媒體之一種事前預先瀏覽 MPR 的會議，通常在央行計畫公佈出版刊物之前 2-3 個工作天，央行於其網站公佈相關訊息，邀請新聞媒體報名參加，希望在官方正式公佈之前數小

圖六 加拿大央行通膨報告之一系列溝通過程



時，讓新聞媒體優先讀取 MPR，央行另提供一頁包括五項重要訊息（Five-boom）的重點報告，一位副總裁在會場先做 5-10 分鐘的簡報，接著進行討論，新聞媒體可現場向央行官員詢問問題，最後才打開門，進行正式公布 MPR 作業。很重要的是，『Lock-up』會議進行中，報名與會之新聞記者不能自由進出，直至活動結束央行解除禁令，並接續進行正式記者會起，記者才能自由行動進行必要的新聞報導。

加拿大央行『Lock-up』的創新管理，主要在避免往昔記者在央行正式公布拿到資料時，同時爭先恐後進行獨家報導，但因無足夠時間消化，致倉促間時有忙中出錯之處，造成用辭不當之誤解與誤導，此實非加拿大央行公布 MPR 之原意。換言之，加拿大央行之『Lock-up』事前之溝通作業讓媒體有充足的時間先閱讀整本刊物及其摘要，並釐清問題，接著撰寫的相關報導才不會失真，因此

『Lock-up』能明顯改善新聞媒體對央行公佈資訊的報導品質。如何有效管理溝通過程，係各國央行全力以赴的使命，而最小化媒體對央行的誤解則可提高溝通效果，加拿大央行『Lock-up』降低媒體誤解之創新方式，係值得各國央行深思與借鏡之典範。

茲以 2006 年 4 月 24 日加拿大央行網站 Media Room 中 Media Advisories 所公佈 4 月 27 日當日公佈通貨膨脹報告『Lock-up』訊息為例說明如表八：

### 3、正式公佈 MPR 及總裁記者會

『Lock-up』結束後，隨即進行正式公佈通膨報告的記者會，由總裁親自主持記者會並回答任何問題，現場另有廣播錄音與電視錄影，通膨報告同時貼上央行網站，另亦在西部與東部總行的大廳以及國會新聞記者室陳列該刊物供取閱。

### 4、總裁在國會簡報 MPR

同一天稍晚總裁赴國會之 House of Com-

表八 加拿大銀行 2006 年 4 月 24 日『Lock-up』議程

時間	活動內容
07:30 Lock-up	邀請新聞記者在 Ottawa 央行總行及 Toronto 與 Montreal 分行先看通膨報告。
09:00 Media briefing session	資深央行官員列席『Lock-up』會場，提供背景資料，並現場釐清記者的疑問，Toronto 與 Montreal 分行的記者則以 Video conference 的方式與總行現場連結。現場不准錄音，記者在現場所蒐集的資訊，只要與央行或央行官員無關，都可自由使用。為了安全的考量，參加此 Lock-up 現場說明會之記者應事先在前一天中午以前向央行主辦人員報名。
10:30 End of lock-up and embargo lifted	結束 Lock-up，並解除相關禁令後，央行正式公佈通膨報告，同時上網，另亦在西部與東部總行的大廳以及國會新聞記者室（Press Gallery）陳列該刊物供取閱。
11:15 News Conference 正式公布通膨報告	央行總裁主持記者會，說明通膨報告。新聞記者亦可以 Teleconference 方式參與記者會，並在記者會開始前 10 分鐘先電話預定。整個記者會亦可由 Audio webcast 方式直接聽取現場實況。

mons，向金融委員會（Finance Committee）簡報通膨報告。

5、副總裁、資深顧問及區域大表在全國各地發表 MPR 談話

正式公佈通膨報告後數天，三位副總裁至多倫多與蒙特羅，向當地的 Bank-watchers 發表通膨報告方面的演說；加拿大央行的資深顧問則至全國各地，向經濟學家學會所舉辦之會議中簡報說明當期之通膨報告；至於加拿大央行各區域代表處之代表則負責對當

地解說通膨報告。

#### 6、溝通處撰寫『新聞媒體分析報告』

正式公佈通膨報告後約二週，加拿大央行的溝通處負責將二週以來所蒐集媒體等對通膨報告之報導與評論，加以整理編撰「媒體分析報告（Media-analysis report）」，藉以追蹤媒體等對通膨報告的了解，並加以檢討溝通作業的妥適性。年底時，溝通處則提供『新聞媒體分析年度報告』，其內容涵括通膨報告及其他溝通項目的總合分析報告。

### 八、央行政策透明化的限制

水可以載舟亦可以覆舟，透明化固有許多優點，是央行值得做的目標，但如何達到最適透明度則是一項艱鉅的任務，而央行主動預測未來的政策動向，則更是一項危險的舉動。盱衡全球央行具備膽識對外公佈利率政策動向者，或許僅屬紐西蘭央行與哥倫比亞央行。坦言之，未來的新資訊很難加以預

測，新資訊真實發生時，亦可能背離原先的預測，完全顛覆原先的假設，此舉將使央行陷入兩難，維持原先之動向預測，雖可保有央行之公信力，但卻明顯違反政策原則；若未依循原先之預測，將迅即增添輿論對央行違背公信力之譏伐，因此，許多央行均不願對社會大眾及金融市場明白說出其對利率走

勢之政策動向預測，紐西蘭央行資深官員 Archen 亦不諱言指出該行的利率預測不見得優於不公布利率預測之央行，但強調該行對外公布利率預測之舉能增強透明度與公信力。就央行實務操作的觀點而言，透明是有極限的，許多學者亦認為未來 20 年央行之更透明措施未必會像過去 20 年一樣多。本節將以過度透明的缺失說明央行可以過度透明嗎？透明化可以無止境嗎？

央行更開放是一種明確的方向，但最適透明化下仍存在許多不確定性問題，Fed 理事 Kohn（2003 年）之演說中即指出『更透明不必然總是更好』，央行在更透明以前，應審慎衡量更透明潛在的成本與效益，亦即謀取經濟效益最大化。Fed 前理事主席 Greenspan 是 Fed 貨幣政策透明化的先師，在他任期內曾採許多透明化措施，公開演說中亦頻頻暢揚透明化的效益，但事實上，若仔細推敲他所釋出的訊息往往很難懂，輿論甚至批評他一點也不透明。Mishkin（2004 年）文章指出透明化可能過頭，其實只有能幫助央行完成任務的透明化才是需要的。以下將分別說明央行可以說太多或無止境嗎、公佈不正確的估計數比不公布更糟、以及太透明化的主要缺失：

(1) 央行可以說太多或無止境嗎：

這個問題的答案當然是否定的，特別是在說明未來的政策動向方面，極易產生許多問題。但問題的重點不在說太多的問題，而

是央行不知道市場或社會大眾想知道些什麼，央行亦不知道所有問題的答案。絕大多數社會大眾不善於處理資訊，央行應先定位聽眾最需要知道的是什麼，以及如何傳導那些資訊。因此，最重要的是，央行應有溝通策略，而非一味的開放，讓任何人知道他想知道的任何資訊。

美國的資深學者 Mishkin（2004 年）曾指出，純就理論的觀點，央行應公布未來利率動向的看法，惟就政治經濟學的觀點，則主張央行最好不要公布政策動向，主要係因經濟活動不斷在變，其不確定性往往成為公布政策動向的限制條件。因此有人建議央行應一併公布環繞政策動向之風險與假設前提，但經濟學家與市場人士大都能理解環繞政策動向之風險與假設前提，以及政策動向可能發生之偶發因素，然而真正的問題是一般社會大眾能否了解這個道理嗎？答案當然是否定的。例如，Fed 之循序漸進提高聯邦資金利率目標的政策動向法則，學者稱截至目前尚稱幸運，迄未發生重大動盪事件，迫使 Fed 偏離其循序漸進的動向說辭。設若經濟成長動力較 Fed 預期超出甚多，Fed 基於理性可能不得不調整其未來的政策動向，但此舉將損及 Fed 的公信力，輿論將連番指責 Fed 改變政策態度。上述觀點並非意指央行不能提供政策動向的訊息，畢竟掌握市場預期能提高政策效果，但真正的問題重點是，央行能說多少，央行的透明化可以無止境嗎？央行

需要審慎思考溝通的步驟，任一步驟若出差錯，可能使問題回到原點，甚至使問題惡化。溝通一路走過來是不能犯錯的，須格外小心，而不是在溝通出差錯時加以迅速修補。

(2)公布不正確的估計數，比沒有公布任何估計數更糟：

通膨目標化固可帶來高透明度的效益，但離完美的透明境界仍有一段距離。表九顯示全球採通膨目標化的央行中，除以色列與土耳其的央行外，其餘央行均出版通貨膨脹報告，其中絕大多數於通膨報告中公佈通膨預測值，多數央行亦公佈產出成長率，僅少數央行公佈產出缺口預測。至於頗為各界關心之利率走勢預測部份，除紐西蘭央行及哥倫比亞央行有公布政策利率預測外，其餘央行均未公佈政策利率預測值。茲以公布央行政策利率預測水準為例，說明公佈不正確的估計數，比沒有公佈任何估計數更糟的理由如下：

央行公佈通膨預測值，有助政策擬定及提高貨幣政策之可預測性，但利率並非固定不變，進行通膨預測若欠缺利率走勢預測為依據之假設條件，則所導出之通膨預測是無意義的。因此，許多學者主張，央行若要公布通膨預測值，則應一併公佈用來產生通膨預測值的利率預測資料。上述主張具備理論的基礎，但真正的實務運作則未必契合理論的觀點。如英格蘭銀行前貨幣政策委員會的

委員 Goodhart 則強力反對央行公佈利率預測，他認為此舉將複雜化貨幣政策委員會的決策過程，若要公佈預測資料，則必須先經過委員會同意，但要讓委員同意利率預測走勢是相當困難的，容易引起爭議不休的場面。另一方面，可能使央行對大眾的溝通複雜化。

坦言之，社會一般大眾對利率預測之假設前提的了解程度恐不如市場或學者專家。一旦新資訊產生，迫使央行修正其原來之利率預測時，社會大眾可能認為央行背信，或認為央行原先的預測是錯誤的，如此一來必定有損央行的公信力，央行需要遭受類似的批評嗎？因此鮮少央行願意公佈利率預測，有許多央行實務上以利率維持不變或以市場對利率之預測為假設前提，公布通膨預測資料。由央行公佈其本身之利率預測與通膨預測之做法雖最符合邏輯的一致性，但因不確定的風險太高，此種做法加諸央行的傷害可能比好處還多；但以固定利率或市場預期之利率走勢為依據所公佈之預測資料，就真的透明嗎？此種利率走勢預測既非央行本身的計畫，大眾亦不知其所以然，因此公佈邏輯不一致的預測資料，甚至可被解讀為不透明，且可能傷及央行的公信力。

(3)太透明化的主要缺失：

1.高透明度可引導市場預期，但央行可能做得太多，市場參與者可能過度依據央行的預測資料據以進行定價行為，而低估預測資訊的

表九 通貨膨脹目標化央行是否在通貨膨脹報告中公佈預測值

	政策利率預測	通貨膨脹預測	產出成長率預測	產出缺口預測
澳洲	否	是	否	否
巴西	否	是	是	否
加拿大	否	是	是	否
智利	否	是	是	否
哥倫比亞	是	是	是	是
捷克	否	是	是	是
匈牙利	否	是	是	是
冰島	否	是	是	是
以色列	否	否	否	否
墨西哥	否	是	是	否
紐西蘭	是	是	是	是
挪威	否	是	是	是
秘魯	否	是	是	否
菲律賓	否	是	否	否
波蘭	否	是	否	否
羅馬尼亞	否	是	否	否
斯洛伐克	否	是	是	否
南非	否	是	否	否
南韓	否	是	是	否
瑞典	否	是	是	否
瑞士	否	是	是	否
泰國	否	是	是	否
土耳其	否	否	否	否
英國	否	是	是	否

註：有些國家之預測值雖未出現在 Inflation Report 中，但可能出現在其他報告中，其頻率較低，資料來源：整理自 Mishkin(2004)。

不確定性，或忽略預測資料之假設前提。

2.貨幣政策委員會中之政策制定者可能顧慮社會大眾由會議紀錄摘要(minutes)了解內部討論及投票情形之舉有影響市場及經濟之虞，而對其在委員會中的討論與發言有所約束與保留。歐洲央行不願意公佈議事錄摘要及議事錄全文即係基於上述考量，歐洲央行認為若公佈上述資訊，將個別委員的意見與

投票情形攤在陽光下，他們可能遭受來自於委員自己國內的政治壓力。

3.全球的經濟金融變遷快速，充滿不確定性，央行若太透明化，未適度保留操作彈性，一旦發生未經預期的重大經濟動盪事件，將損及央行公信力。因此，有時候不完全(Less-than-full)的透明化，反而可以預留操作彈性，提高操作效率。

### 九、央行的溝通政策與組織設計

組織是一個刻意創設或設計的機構，組織設計的作用則在提供一個平台，用來協助組織成員順利進行創價的流程。因此，就央行的溝通政策而言，若要順利達成目標，則需搭配好的組織設計。事實上，近 10 餘年來將央行負責溝通任務的組織提昇至一級單位，或直屬總裁或資深副總裁督導之組織設計，已隨著央行透明化益趨重要，普遍成為全球央行組織發展的重要趨勢之一（註 11）。茲扼要說明全球央行溝通政策組織設計之一般發展趨勢，並特別以日本央行為例，重點說明其公共關係處，以及本行溝通政策的組織設計如下：

（一）全球央行溝通政策組織設計之一般發

表十 各國央行溝通政策的組織設計

各國央行	是否設專責之一級單位	單位名稱
英國	是	設 Communication 部門，直屬總裁。
德國	是	設 Department K--Communication，負責內部與外部溝通，以及演講事宜，直屬總裁。
法國	是	設 Press and Communication，直屬總裁。
瑞士	是	設 Communications，專責新聞與公關業務。
加拿大	是	設 Communications，專責新聞與公關業務。下設 Policy, PI Planning and Public Affairs Division 及 Operations 兩個部門，前者負責策略性規劃、負責研究與撰寫總裁及副總裁的演講稿及與新聞媒體等之聯絡與協調；後者擔任刊物編印與發送、編譯、主辦國際與國內會議、以及與內部員工的溝通工作，特別是讓內部員工充分了解該行角色與目標，並協助員工進行資訊分享。
澳洲	是	設 Information Dept 負責對外之資訊提供，亦負責銀行的檔案管理。
紐西蘭	是	由 Communication Dept.負責。負責對外溝通，協助管理央行之聲譽與風險。
日本	是	由公共關係處（Public Relations Dept.）負責。下設 Planning and Analysis, Opinion Collecting, Web Site Management, Communication for Overseas, Support for Local Communication, Communication for Education, Central Council for Financial Services Information(CCFSI), Bank's Library 等 8 個部門負責公關工作、發布新聞及經管圖書館業務。
新加坡	是	設 Development & External Relations，其中涉外事務處負責涉外事務並與各國央行、財政部及國際組織維持合作關係，以助益 MAS 積極參與國際金融市場，該處亦負責對外溝通，包括與媒體的關係。
美國紐約 Fed	否	設二級單位，其新聞與公關業務由 Executive Office 下之 Public Information Office of Regional & Community Affairs 負責。負責編撰及發送有關聯邦準備銀行、金融市場及美國經濟方面的訊息，扮演與社會大眾的溝通橋樑。另亦負責制定促進社區發展的策略，與聯邦準備銀行所在地社區維持和諧的互動關係。
韓國	否	預算與管理處下設二級單位新聞室(Press Office)。
泰國	否	由管理支援組兼負新聞與公關事宜。

資料來源：整理自黃富櫻、朱靜郁（2005）。

### 展趨勢

盱衡全球央行，為強化其權責化與透明化，以維繫公信力，莫不積極改善央行對外溝通的機制，其中將負責對外溝通之公關處或新聞處單位提昇為專責之一級單位，係英國、德國、法國、瑞士、加拿大、澳洲、紐西蘭、日本、新加坡等 9 家央行近年來組織設計的共通趨勢（參見表十），韓國、泰國央行及紐約聯邦準備銀行則未設一級單位，仍由二級單位負責，紐約聯邦準備銀行由 Executive Office 下之 Public Information Office 負責，該辦公室直接隸屬於總裁與首席副總裁，其位階相當高。

當然，央行設一級單位專責溝通事宜，與央行溝通政策之良窳無直接必然的因果關係，部分央行設二級單位依然能發揮溝通效果，各國央行普設溝通政策一級單位之組織發展趨勢，只是更加突顯溝通政策在央行執行貨幣政策的重要性，有些學者強力主張溝通政策是現代央行重要的貨幣政策工具，則亦可用來彰顯一級溝通單位組織設計的用意與重要性。而央行組織架構設一級溝通單位之組織設計，其最大用意是，溝通部門直屬總裁或首席副總裁，可爭取實務作業的溝通時效。部分央行之溝通單位雖為二級單位，但其直接隸屬總裁或首席副總裁之設計，亦係縮短溝通時效的實務作業考量。

### （二）日本央行的公共關係處（Public Relations Department）

日本央行自 1998 年央行法修正，賦予獨立性起，即不遺餘力強化其溝通政策的組織設計。日本央行法第 3 條明訂央行的獨立地位及央行應盡全力對社會大眾透明說明貨幣政策決策內容及過程；第 4 條明訂與政府的關係；第 54 條規定央行每 6 個月應向國會報告。在上述法源基礎規範下，日本央行設計一套頗為完備之組織架構，專責對外與對內之溝通事宜。日本央行設專責之一級單位『公共關係處』，下設 8 個部門分別負責各項溝通業務。截至 2005 年底，員工共計 102 人，預算金額約 12 億 9 千萬日圓，約占日本央行總預算之 0.5%。公共關係處 8 個部門的職掌如表十一，其中海外溝通部門統籌全行新聞稿、演講稿及研究報告等的編譯工作，目前該部門有 8 位編譯及 4 位助理專責編譯工作，以強化對海外的溝通，日本央行編譯工作的統籌管理方式，頗值得效法與借鏡（註 12）。

### （三）本行的溝通政策與組織設計

本行溝通政策的模式類似他國央行，但整體規模則相對較小，組織設計亦僅足敷目前的業務需要。茲分別說明如下：

#### 1. 溝通政策

本行對外的溝通方式包括：

（1）本行依行政院規定，設置發言人制度，由首席副總裁擔任發言人，遇有重大新聞或會議需要對外說明時，由發言人對外統一發言。

表十一 日本央行公共關係處 8 個部門的職掌

部門名稱	職掌
規劃與分析 (Planning & Analysis)	規劃一般溝通事宜; 基礎設備; CI 計畫; PR 手冊; 內部刊物; 網站管理.
海外溝通 (Communication for Overseas)	翻譯：貨幣政策會議摘要、記者會內容、專題講辭、研究報告; 海外溝通策略; 擔任 CCFSI 之翻譯工作.
支援國內溝通 (Support for Local Communications)	國內之委員會; 日銀分行.
意見調查部門 (Opinion Collecting)	意見調查 (Opinion Survey) ; 調查 (Inquires) ; 接待參觀日銀民眾; 溝通大眾資訊.
網站管理 (Web Site Management)	日銀網站管理; CCFSI 網站; 網路策略; 網站重整
金融資訊之中央委員會 (Central Council for Financial Services Information, CCFSI)	CCFSI 之秘書; 預算及會計; Chairman 之秘書; 新聞媒體; CI 策略; 主辦研討會; 印製手冊; 消費者調查; 金融資產調查.
金融教育 (Communication for Education)	主辦學校老師的研習營; 準備教育訓練教材; 主辦廣場活動; 改進參考書籍.
圖書館 (Bank's Library)	圖書館及資訊提供.

資料來源：日本央行網站。

- (2) 每個營業日下午 4 時 20 分定時舉行例行性記者會，指派負責業務之相關主管、副主管現場說明並發布新聞稿。
- (3) 每次理事會議結束後，隨即由總裁親自主持記者會，並進行詢答 (Q&A)，此種溝通方式類似歐洲央行宣布貨幣政策決策之即時 (Real-time) 記者會。
- (4) 總裁每年兩次赴立法院財政委員會報告貨幣政策執行情形。
- (5) 總裁、副總裁及資深官員的專題演

講或接受採訪。

(6) 定期出版月報、季刊、年報等期刊，另亦不定期出版國際金融參考資料、中央銀行的制度與功能等刊物。攸關對大眾的金融教育方面，則於 88-90 年間陸續出版『認識通貨膨脹』、『認識中央銀行（含文字檔及影片展示）』及『中央銀行在我國經濟展中的貢獻』等宣導資料，以執行消費者保護方案，藉深入淺出的報導，加強一般民眾對央行的認識。95 年 8 月起央行網站新增『認識央行（兒童網頁）』，以提高年輕一代對央行的認識。

(7) 對輿論關注與質疑事項，以及可能誤導民眾之不實新聞報導，均發布新聞稿，即時加以說明與澄清。

(8) 善用央行網站。

## 2. 溝通政策的組織設計

本行目前負責溝通政策的組織隸屬於秘書處聯絡科，係二級單位的組織設計，工作人員計 4 人，專責與國會及新聞媒體的溝通事宜。相較他國央行溝通單位的組織規模（例如日本央行有 102 人），本行的溝通單位相對較小，事實上組織規模大小與負責業務的多寡有關，多數央行的溝通政策廣泛包括對國會、新聞媒體、學者專家、金融市場參與者、以及一般社會大眾等之溝通，渠等積極從事全國巡迴演講、舉辦研討會、培訓中小學老師師資等對一般民眾推廣金融教育之一系列活動，即需較多人力支援，方能達成任務。

## 十、結 論

隨著時代急劇變遷，IT 技術的創新發展及網際網路的普及，溝通政策已屬現代央行必備及必修的科目，在貨幣政策操作及傳遞機制過程中扮演相當重要的角色，已被視為重要的貨幣政策工具。好的溝通政策可強化央行的獨立性、權責性、透明度及公信力，更因為政策操作的透明度，可清楚提供市場及社會大眾對未來的預期路徑，此種符合央行期望方向的大眾預期，反過來可助益央行達成貨幣政策目標。總之，好的溝通政策可提高政治面的權責化、以及經濟面貨幣政策的可預測性與有效性，最終維繫央行的公信

力，因此，溝通政策、策略及實戰技巧已躍升為當今央行相當重視的課題，許多央行並於組織架構中設一級單位專責溝通政策。

往昔央行披著神秘面紗多作少說，認為讓市場錯愕才能發揮貨幣政策效果；當今央行則主張透明開放，說的聲音要大於動作，與市場為友而非為敵，是合作而非對立的關係。傳統教科書認為央行透過公開市場操作之流動性效果，控管利率變動；現代的學者專家則主張公開口頭操作的宣示性效果才是央行影響利率朝央行目標水準變動的致勝因素。儘管學者的實證研究無法有力支持上述

主張，但近 10 餘年來央行業務典範轉移之帶動下，溝通政策已為央行重要的貨幣政策工具，屬貨幣政策不可或缺的部分，則係全球央行業務愈來愈顯著的發展趨勢。

央行的聲音大就等同高透明度嗎？就表示央行善於溝通嗎？答案是否定的，事實上，各國央行歷史、溝通對象及經濟金融發展均不盡相同，因此，就全球觀點而言，縱使央行溝通政策如此重要，惟迄未發展出一套大家皆可一體適用的操作模式，各國央行都各自發展適合其國情最佳實務操作的溝通政策。再者，央行透明化可以無止境嗎？答案也是否定的。事實上公布不正確的估計數，比不公布任何估計數更糟，更透明不必然總是更好。美國學者 Mishkin 即指出央行透明化可能有過頭的跡象，只有能幫助央行完成任務的透明化措施才是央行所需要的。

各國央行的溝通政策雖不盡相同，但亦可將其大略歸類。一般而言，其溝通對象包括國會與新聞媒體、以及社會大眾兩大類，溝通的方式則包括理事會或貨幣政策委員會的決策新聞稿、記者會、央行總裁、理事會理事或貨幣政策委員的接受採訪或專題演講、國會聽證會的專題報告、出版各種刊物、央行網站及貨幣博物館等，其中央行網

站是最受重視的溝通工具，通膨目標化央行出版之通膨報告或貨幣政策報告，則屬各該國金融市場或全球金融市場最為重視的刊物，可有效提高央行的透明度。

成功的溝通策略不能違背 KISS 原則，應極力避免不必要的複雜，把握簡單易懂的原則。而有效的溝通指的是目標聽眾聽得懂的寬頻，而不是央行使用哪一種語言進行溝通。但什麼是聽得懂的寬頻，其抽象字眼即一語道破溝通真的很難的事實。儘管央行願意提供更多資訊，但多不一定好，聽眾也可能消化不良。因此，多少資訊是足夠的，是央行願意提供的量，是否對外公佈會議議事錄摘要或全文或投票紀錄、央行可容忍貨幣政策委員會委員對外發表不同意見的容忍程度、如何清楚傳達央行的期望訊息、如何溝通不確定性、如何利用網站新技術、如何謀取各層次溝通對象的相對平衡等，皆屬央行溝通政策所面臨的嚴峻挑戰。

好的溝通政策固可賦予央行貨幣政策操作顯著的效益，但歷史上許多失敗的溝通經驗，則顯示央行在溝通時必須更加小心、更為審慎，而不是在溝通出差錯時加以迅速修補。央行亦須避免社會大眾過度依賴央行公佈的訊息，而忽略央行的背後用意，產生『贏者的詛咒 (winner's curse)』問題。

## 附 註

(註 1)請參閱黃富櫻 (2004) 及黃富櫻 (2005)。

(註 2)另有些學者認為央行無法僅由溝通之單一工具建構公信力，渠等稱 It's what they do, much more than what they say.

- (註 3)參考黃富櫻(2006)，出國人員報告。
- (註 4)包括參觀日本央行舊址 (in-house tours)、全國巡迴演講、舉辦研討會、出版公共關係雜誌或小冊子、培育中小學老師師資、網站 (其中特別包括對年輕一代教育之卡通動畫Nichigian網頁)、以及提供金融資訊之CCFSI(Central Council for Financial Services Information)、貨幣博物館等。
- (註 5)參考林文琇(1989)。
- (註 6)如 2003 年 8 月之『The committee believes that policy accommodation can be maintained for a considerable period』；2004 年 1 月之『The committee believes that it can be patient in removing its policy accommodation』；2004 年 5 月之『The committee believes that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured』；2004 年 8 月-12 月之『...expecting to remove policy accommodation at a measured pace』等與利率動向有關之用辭在當時都是經典明句，在全球市場引發不少迴響與認同。
- (註 7)參考黃富櫻(2006)，美國 Fed 的公開市場操作。
- (註 8)Bank bill 係指銀行發行的定存單 RCD, Registered Certificates of Deposits。
- (註 9)資料顯示，1989 年 1 月至 1997 年 9 月之 9 年期間，紐西蘭央行僅兩次調整清算帳戶餘額目標。
- (註 10)由日內瓦之 International Centre for Monetary and Banking Studies, ICMB 負責出版。
- (註 11)參考黃富櫻、朱靜郁(2005)。
- (註 12)參考黃富櫻(2006)，因公出國人員報告。

## 參考資料

### 中文部分

- 林文琇譯 (1989)，「廟堂之奧—對伏克爾時代的批判」，國際金融參考資料第 27 輯。
- 黃富櫻 (2004)，「央行利率區間操作模式簡介」，國際金融參考資料第 49 輯。
- 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 50 輯。
- 黃富櫻、朱靜郁 (2005)，「主要國家央行組織架構的比較分析與發展趨勢」，未發表。
- 黃富櫻 (2006)，「美國 Fed 的公開市場操作」，國際金融參考資料第 50 輯。
- 黃富櫻 (2006)，「中央銀行因公出國人員報告—參加 SEACEN 第 2 期 SEACEN-BOJ「貨幣政策之溝通策略」研習會」，未發表。

### 英文部分

- Ehrmann, Michael and Marcel Fratzscher (2005), "Transparency, Disclosure and the Federal Reserve", ECB Working Paper Series, No. 457/March.
- Fracasso, Andrea, Hans Genberg, & Charles Wyplosz (2003), "How Do Central Banks Write?—An Evaluation of Inflation Targeting Central Banks", Geneva Reports on the World Economy Special Report 2, International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), & Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Geraats, Petra M. (2002), "Central Bank Transparency", The Economic Journal, 112(November), F532-F565.
- Guthrie, Graeme & Wright, Julian (2000), "Open Mouth operations", Journal of Monetary Economics 46, 489-516.
- Hoeberichts Macro, Mewael Tesfasellassie, Sylvester Eijffinger (2004), "Central Bank Communication and Output Stabilization", Working Paper No. 003/2004, De Nederlandsche NV.
- Kohn, Donald L. & Sack, Brian P. (2003), "Central Bank Talk: Does it Matter and Why?", Board of Governors of the Federal

Reserve System,

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030620/default.htm>

Lambert, Richard (2006), “Central Bank Communications : Best Practices in Advanced Economies” , The IMF Sponsored Regional Seminar on Central Bank Communications, Mumbai, 23 Jan 2006.

Mishkin, Frederic S (2004), “Can Central Bank Transparency Go Too Far?” ,

<http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2004/index.html>

Poole, William (2001), “Getting Markets in Synch with Monetary Policy” ,

[http://www.stlouisfed.org/news/speeches/2001/05\\_04\\_01.htm](http://www.stlouisfed.org/news/speeches/2001/05_04_01.htm)

\_\_\_\_\_(2001), “Central Bank Transparency: Why and How?” ,

[http://www.stlouisfed.org/news/speeches/2001/11\\_30\\_01.htm](http://www.stlouisfed.org/news/speeches/2001/11_30_01.htm)

Smart, Graham(2005), “ A Central Bank’s “Communications Strategy” : the Interplay of Activity, Discourse Genres, and Technology in a Time of Organizational Change” ,

[http://wac.colostate.edu/books/selves\\_societies/smart/](http://wac.colostate.edu/books/selves_societies/smart/)

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 on 24 Jan 2005, Frankfurt am Main.

Woodford, Michael (2005), “ Central-Bank Communication and Policy Effectiveness” , Columbia University, September 16.

Presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium “The Greenspan Era: Lessons for the Future” Jackson Hole, Wyoming, August 25-27, 2005.

