科技部補助專題研究計畫成果報告
期末報告

台灣央行官員談話對股匯市之影響

計 畫 類 別 ： 個別型計畫
計 畫 編 號 ： MOST 103-2410-H-004-096-
執 行 期 間 ： 103年08月01日至104年07月31日
執 行 單 位 ： 國立政治大學金融系

計 畫 主 持 人 ： 張興華

計畫參與人員： 博士班研究生-兼任助理人員：吳佩珊

處 理 方 式 ：
1.公開資訊：本計畫可公開查詢
2.「本研究」是否已有嚴重損及公共利益之發現：否
3.「本報告」是否建議提供政府單位施政參考：否

中 華 民 國 104 年 10 月 30 日

中 文 摘 要 ： 本研究分析台灣央行總裁彭淮南在任期內在新聞報導上所出現之與央行業務相關之談話。央行總裁絕大部份之見報發言與台幣兌美元匯率有關，而發言之基調為維護台幣匯率之所謂動態穩定。而近年來由於房價高漲，央行總裁也開始對房市發表談話。計量結果呈現，可能由於彭總裁多數是被動地因應國會議員及記者提問而發言，造成談話內容較不具令金融市場訝異之內容，因此談話新聞之出現對股匯市的影響並不顯著。然而近年來對房價之發言，對股市中營建類股的報酬率有顯著的負面影響，顯示此類發言較具政策之前瞻性。

中 文 關 鍵 詞 ： 央行，匯率，央行官員談話，房屋市場

英 文 摘 要 ：

英 文 關 鍵 詞 ：

台灣央行官員談話對股匯市之影響

期末報告

壹、前言

自 1990 年代以來，各國中央銀行行為發展的一個趨勢，是朝向更公開透明(transparency)的決策形成過程。紐西蘭、加拿大、英國、以及瑞典等國央行相繼採行通貨膨脹目標(inflation targeting)的政策，明確宣告央行的政策目標。歐洲央行(ECB)以及美國聯準會，甚至日本央行，都更公開其決策過程以及加強與一般大眾的溝通。Fry et al. (2000)對全球 94 國央行做的調查，有 74%的央行將透明度視為其貨幣政策架構的重要一環。而加強政策透明度的一個主要步驟即是增加央行與一般大眾之間的溝通。根據 Jansen and de Haan (2004)，央行加強與大眾溝通的利益有三。首先，它提高貨幣政策的有效性，對未來政策的明確溝通能影響大眾對於長期政策的預期，使得央行因短期經濟衝擊而採取應變政策的彈性增加，因為大眾了解央行的長期目標以及這些短期政策的目的。其次，央行與大眾的溝通能降低金融市場的不確定性，因為溝通的增加使金融市場參與者能提前預測央行的政策作為。最後，溝通的增加也使央行更須對其政策行為負責。

近年來，對央行與大眾溝通行為的研究，有以下文獻。Guthrie and Wright (2000)分析紐西蘭央行(Reserve Bank of New Zealand, RBNZ)自 1989 年至 1997 年的資料，區分央行官員為傾向緊縮或寬鬆，發現緊縮性談話會有影響利率上升及造成紐幣升值的效果。Futum and Hutchison (2002)利用華爾街郵報關於歐洲央行干預的新聞，研究 1999-2002 年市場傳言與官方聲明對歐元匯率的影響，發現官方否認 ECB 干預的發言會是歐元走貶，由於在其研究期間歐元成貶值的趨

勢，顯示官方不支持歐元的聲明會對市場造成影響，但另一方面市場卻忽略官方支持歐元的發言。Kohn and Sack (2003)將美國央行 speech 分為三類：FOMC 開會後之 statement、主席 Greenspan 在國會的證詞，以及 Greenspan 對外的演說。發現 FOMC statement 與 Greenspan 國會證詞對短期到中期利率有顯著的影響。Jasen and de Haan (2003)同樣研究 1999-2002 年歐洲央行官員發言對歐元匯率的影響，但採用 EGARCH 模型。發現這些發言並不會使歐元升值，但會使得歐元波動度上升，顯示官員發言提高歐元匯率之不確定性。Fratzscher (2006)則研究美、德、日三國央行自 1990 年到 2003 年對匯率的實際干預與口頭干預，發現口頭干預對匯率有顯著的影響，但效果並不持久。此外，在 Chang and Chang (2006)中，進一步區分發言的日本外匯主管官員身分及職務，檢視不同官員發言對市場的影響。另外也著重於官員對外匯干預新聞的「不予置評」(no comment)發言，發現這類發言也被市場解讀成某種訊息的傳達。

本研究計畫基本上延續張興華（2013），繼續探討台灣央行之行為對金融市場的影響。相較於文獻中的歐、美、日、德等國家，台灣央行對市場，特別是匯市，的控制能力較歐美國家為強，主要由於金融自由化的程度不同，以及央行資產相對於市場規模之不同，因此更有可能市場參與者會非常重視央行官員的一言一行。然而另一方面，相較於歐美國家央行逐漸朝向更開放透明的決策過程和溝通，台灣央行仍相對保守，官員對外發言仍試圖保留政策的模糊性(ambiguity)，尤其是關於匯市的發言。本研究整理台灣央行彭淮南總裁的見報談話內容，一方面在質的方面，歸納整理以了解彭總裁傾向於對那一類的政策發表談話；另一方面也將用計量模型，分析總裁談話對市場的影響。此處所特別關心的金融市場為台幣對美元之外匯市場，另外由於今年來房價高漲，民怨叢生，彭總裁也開始對房市發表談話，央行也開始對銀行之房貸行為進行管制，因此本研究也將納入總裁發言對股市之影響。

貳、央行總裁談話資料敘述

本研究參考張元晨(2007)以及張興華(2013)的作法，從聯合知識庫中搜尋自央行現任總裁彭淮南上任(1998/2/26)以來之談話。為避免任何遺漏，以「彭淮南」為關鍵字搜尋所有相關新聞。自 1998/2/26 上任迄今，17 年的央行總裁任期內，彭淮南總裁的見報次數共 2245 次，在同時期的財金部會(財政部、經濟部、經建會、金管會)共 38 位首長中，僅次於林全、江丙坤以及林信義三位。固然受任期長影響，但也反映央行總裁受媒體重視的程度。彭總裁初上任時，時值亞洲金融風暴期間，故自 1998-2002 年，每年見報新聞均超過百則。2003-2007 較為沉寂，然自 2008 年迄今，見報率又逐年上升。

彭總裁的見報次數雖有 2 千多則，但多數的新聞並非報導總裁與央行相關業務有所發言，並且同一次談話在之後幾日會有重覆多次的報導，所以仔細過濾刪除之後，共篩選出 225 則與政策相關的發言內容。彭總裁的發言場合，主要有央行理監事會議後記者會、立法院報告及接受立委質詢、行政院會議、央行記者會或新聞稿、以及記者採訪(亦即新聞中並未提及發言場合)等數類。而以總裁見報談話的內容來區分，可大略分為匯率、景氣、貨幣政策(利率)、物價、金融管理等大項，而近年來因房價高漲，彭總裁也開始對房市表達意見。其中以對新台幣匯率的談話佔最多數，高達 50.4%，而對熱錢進出台灣的發言，也高達 16.4%。相較之下，對景氣(9.5%)、利率(5.6%)以及物價(5.2%)的發言不到三分之一。從趨勢上看，央行作為外匯主管當局，總裁的發言從初上任起迄今，台幣匯率與相關的熱錢進出，一直都是立法委員以及記者詢問總裁的首要議題。可以說只要匯率市場有稍為顯著的波動，或是國際金融情勢有所變化，立委及記者就會尋求彭總裁的發言。(雖然總裁對匯率的發言次數與全年匯率變動率的變異數之間並無顯著相關)。至於做為央行雙率政策的另一環節，總裁就少在平時對利率走勢發言，與利率相關的發言多是在央行理監事會議後的記者會中，解

釋央行的貨幣政策。只有在近年，因為量化寬鬆政策的退場，市場開始猜測美國何時開始升息，國內媒體也開始詢問彭總裁關於升息的時機，導致總裁對利率發言次數的增加。至於物價，早期彭總裁對物價的發言幾乎為零，近年來因日幣貶值以及房價上揚，總裁對於物價的發言才開始增加。對景氣的談話亦然。事實上，總裁的發言從早期幾乎完全侷限在匯率，也許隨著彭總裁的資歷與聲望逐年上升，到 2011 年非匯率談話首次超過五成，今年 2015 年甚至只有 1/4 為對匯率發言；媒體以及立委近年來廣泛就經濟相關議題請教彭總裁，總裁基本上成為政治檯面上最懂得經濟問題的人。2015 年 4 月，國民黨主席朱立倫甚至勸進彭總裁參選總統，總裁還透過央行新聞稿婉拒，彭總裁之聲望可謂達到最高峰。

以下近一步分就匯率、熱錢、物價、景氣、房市等議題，分析彭淮南總裁發言之內容。

一、匯率

匯率議題占彭總裁見報發言的最大宗，除了央行主管匯率之外，也跟彭總裁出身外匯局長，長久以來皆為央行的外匯操盤手有關。然而儘管發言次數眾多，總裁對匯率的發言基調始終維持在「動態穩定」上。彭總裁於 1998 年 2 月 26 日上任中央銀行總裁，該年 3 月 4 日於經建委員會議中，首度對匯率問題表示立場，「匯率由市場決定，除非偶發性或季節性因素影響造成不正常波動，央行才會進場調節。」也就是說央行進行干預的情形有「偶發性」、「季節性」因素。之後在 1999 年 6 月提到「市場預期心理會「自我實現」，央行干預並非違反基本經濟情勢」，2000 年 5 月「台幣匯價由市場決定，季節性因素及不正常預期造成市場波動時，將會進場調節，將維持台幣的動態穩定」，並於同年 9 月完整陳述「外匯市場若因季節性、偶發性因素或市場存在異常預期心理，導致供需失衡，央行將適度調節，維持動態穩定」，明確指出匯率干預的主軸在「維

持動態穩定」，以及央行干預的時機。而匯率「動態穩定」則是為了消弭市場預期心理：2002 年 8 月「在客觀環境變動不居，無法採一次大幅調整匯率政策，而為消弭市場預期心理，央行惟有採行匯率動態穩定的策略」。

2003 年 12 月，彭總裁提出匯率的「柳樹理論」來譬喻台幣匯率的「動態穩定」：「匯率就像一棟大樓，要有防震的措施，又如柳樹般樣隨風搖曳，才不會垮掉。」2005 年 10 月再次表示，「新台幣匯率就像是大安森林公園的柳樹一樣，碰到颱風雖然會彎得厲害，但也不會折斷。」

當被問及「合理匯價」時，總裁答覆「由市場供需決定，很難回答甚麼是合理匯價」，亦一以貫之。但是會與鄰近國家的變動做比較，在 1998 年亞洲金融風暴期間，亞幣大貶，台幣尤其受到日圓走勢的影響，因此與日圓「脫鉤」，曾經佔據一段時間的版面。2001 年開始，因為亞洲金融風暴期間，韓元大貶，使其消費電子、半導體出口成為台灣的強烈競爭對手，「台幣實質有效匯率貶值幅度已高於韓元」(2001 年 6 月)、「韓國是我國主要競爭對手，必須注意韓元走勢」(2001 年 12 月)，十多年來，從央行的主動關切，到近年來，出口電子、半導體大廠的強烈要求，韓圜走勢一直是台幣合理匯價的比價標竿。近年來，彭總裁數度與台積電董事長張忠謀隔空對話，辯論台幣是否應貶值以維持出口競爭力。2011 年 9 月 5 日，總裁透過央行新聞稿回應「新台幣匯率較韓元穩定，可減輕匯率風險；且新台幣升值，雖不利出口，但有助抑制物價漲幅，在物價穩定上，台灣表現勝於韓國」，「國內的匯率制度，是管理浮動匯率，所以政府不能隨意控制匯率。」2012 年 10 月 30 日，在立法院回應，「匯率只是影響出口的短期因素，要提升出口競爭力，關鍵是技術革新與生產力，光靠貶值救出口不但助長物價上漲，還會削弱薪水階級購買力。」2013 年 11 月 12 日，再以新聞稿回應「匯率不能只顧個別產業」。這些論戰，反映台灣電子出口產業面臨海外競爭的焦慮，以及央行在匯率政策上必須有的考量。

有趣的是，相較於以張忠謀董事長為代表的電子產業一再抱怨央行應該進一步讓台幣貶值，以央行前副總裁(1998 年 2 月至 2000 年 5 月)及前財政部長許嘉棟為代表之學術界，則一再批評央行「阻升不阻貶」的匯率政策，造成國內資金過剩、利率持續低檔。而彭總裁也數次與許前部長在媒體上論戰。2011 年 9 月 25 日，央行新聞稿公開否認央行「阻升不阻貶」，措辭強硬，強調台幣匯率由市場供需決定，指「某研訓院董事長」所言毫無依據、與事實不符。

另外，對於央行以外的人士(包括研究機構、外商銀行、非權責政府單位)發表對匯率的預測與看法，彭總裁均採可謂「不予鼓勵」之態度：「銀行應儘量避免對新台幣匯率作不當之預測」、「由於金融市場反應非常敏感，呼籲研究人員應有社會責任，不應隨意發布消息」(2001 年 5 月台綜院發表「台幣應貶到 40 元」的看法)，甚至「新台幣匯價應該尊重市場機制，不懂的人不要亂放話」(2001 年 12 月財政部長顏慶章發表新台幣不必跟隨日圓步調，央行對台幣貶值似乎太沉默的發言，彭總裁的回應)。

二、熱錢

在與匯率也高度相關的熱錢進出與投機炒匯議題上，彭總裁的發言次數也甚多。2000 年 4 月曾公開表示，新台幣對美元匯率，已從過去受國民所得和相對價格變動的影響，轉變為受台股指數變動影響較大。在發現外匯銀行有大量進出或囤積外匯部位情形時，總裁表示「央行尊重市場供需決定的匯率，但央行也有維護市場交易秩序的決心。」2008 年之後，受到美國量化寬鬆政策影響，熱錢數次侵襲台灣。彭總裁數次提醒外資，「匯入資金要與申報用途相符」，並警告「外資新台幣存款帳戶金額只要超過持有股票市價的 3%、停泊時間長於股票交割日，就是有問題的存款。」2014 年 11 月在立法院報告，仍然指出「外資大量頻繁進出影響我國金融穩定。」顯示央行對熱錢的戒心與顧慮依舊。

2015 年 5 月前美國聯準會主席柏南克來台訪問，彭總裁還當面向他抗議美國 QE 政策對台灣的負面影響。彭總裁也多次比喻，美國的量化寬鬆政策，「就像航空母艦開來，不能把旁邊捕魚的漁船給撞倒了。」2013 年初日本安倍內閣採取大幅寬鬆政策，彭總裁「感到憂慮，擔心國際資金短期移動與匯率競貶。」

三、物價

彭總裁對物價的發言集中在 2011 年之後，特別是 2012 年 4 月「油電雙漲」之後，彭總裁多次表示台灣的通膨率仍低且穩定。在日本採寬鬆政策導致日圓大幅貶值後，總裁「要求進口商應適度反映日圓貶值成本，調整售價，以回饋消費者」，在立法院表示，「我在這裡鄭重呼籲日商，日圓大幅貶值時，應把獲利回饋給消費者，日圓貶了百分之五，日貨至少要降價百分之三到百分之四。」但一般而言，輿論上對於物價的波動鮮少歸因於央行的政策使然，因此對彭總裁的提問不多，而總裁的發言也多為「一般物價尚屬穩定」。

四、房市

近年來由於房價高漲，央行除了配合政府抑制房價的政策，對金融機構房貸放款做出限制，總裁也多次公開發表對房價的談話。2010 年 4 月，據立委轉述，總裁在立委考察央行時，直接點名某建商的建案，開價一坪 300 萬元，有炒作之嫌，市場上因此將一坪 300 萬元的價格稱為「彭淮南防線」。2012 年 4 月，總裁表示「若房價上漲，會對其他民生物品產生預期心理」，並邀集九大銀行董事長「研商對策」防止炒房。2013 年 9 月理監事會議，提醒「利率不會永遠維持在低檔」，房貸戶要注意自己的償債能力。2013 年 10 月在立法院表示「我由衷的希望台灣房地產能穩定下來」。甚至在 2013 年 11 月，在立法院表示「建議捷運公司趁現在的低利，發行公司債籌措資金，讓捷運線延伸到更郊區，只要有方便的捷運開通，民眾可以選擇郊區房屋，有助平抑房價。」如前

所述，隨著總裁的聲望持續上升，輿論開始對非央行核心業務的經濟議題要求總裁發言表態，而總裁也似乎不負眾望，積極對民生相關議題提出建議。2013 年底理監事會議，總裁「對房市開出三帖藥方，應從制度面、需求面及供給面等方向著手。」2014 年 6 月理監事會議再加重力道打房，表示「這次新增重點管制的新北市四區、桃園縣四區，因這八個行政區房價膨脹起來了。」一直到 2015 年 3 月的理監事會議，總裁才首度鬆口，表示「房地產市場終於穩定下來，房價預期上漲心理已經消除。」

五、景氣

我國中央銀行法規定之央行任務為，促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值的穩定，並在上列的目標範圍內，協助經濟發展。因此經濟成長也是總裁關心的議題。然而早期總裁對景氣的發言不多，主要僅在理監事會議後的記者會上對景氣發表評論，以及央行相對的政策。2010 年之後，總裁在其他場合對景氣的發言（或報導）開始增加。數次在立法院對經濟成長狀況表達意見，像是 2012 年 10 月表示，「今年 GDP 可能比先前預估的百分之一點六六還要低。」2012 年 12 月，「這波台灣景氣應是「U 型復甦」，不像上一次是「V 型反彈」」，「明年台灣經濟將面臨歐債危機、美國財政懸崖及大陸外銷轉內需等三大挑戰。」2013 年 10 月，「經濟成長率持續下修，主要是出口不佳，要振興經濟，台灣必須積極加入區域經濟整合，兩岸服務貿易協議也要盡快過關。」2013 年 12 月理監事會議前，總裁發表央行匯率報告增修版，明列振興經濟六大藥方，新增兩岸產業由合作互補變成競爭替代、務必研擬對策，及儘速簽署自由貿易協定等兩大方向。2014 年 3 月，在服貿爭議時，總裁站在支持服貿協定的立場，提出「彭七點懶人包」，希望化解爭議。對於台灣近年工資偏低，2015 年 3 月總裁也表示「現代的思維是工資提升帶動經濟成長，企業經營者必須把勞工和資本家放在第一位，企業盈餘增加時應拿出一部分分給員

工。」2015 年 6 月，「壓力是成長的開始」，建議台灣要持續掌握關鍵技術，以保持在全球供應鏈的競爭趨勢，提振出口。」而在 7 月的行政院會議中，「主張應做擴張性財政政策，投資更多公共建設。」嚴格說來，這些近期對景氣（或其他議題）的發言，可能已超出央行的核心業務範圍，這反應國人對總裁的高期待，（見諸 2015 年 4 月的總統競選推舉），以及總裁至少在經濟議題上「舍我其誰」的態度。

參、計量分析

本研究之另一主要目的為檢視央行官員的發言對金融市場（匯市、股市）的影響。文獻上國外，特別是美國，央行官員的談話對金融市場是有相當程度的影響。在台灣，在彭淮南總裁的任期內，除了央行總裁之外，其他官員見報或發表談話的次數相對於總裁而言非常之少，這反映台灣央行為總裁領導之文化。而在對彭總裁這 17 年任期內之談話與見報內容做過分析之後，顯見彭總裁之發言幾乎都為被動性質，為回答立法委員及記者之提問，鮮少如美國聯準會官員一般，在各類演說場合主動發表對政策之看法。如最近聯準會理事 Lael Brainard 在演說中公開表達聯準會不應升息，與主席 Yellen 不同之意見，以致對金融市場產生衝擊。彭總裁之談話十幾年來的基調其實相當一致，只有近幾年對房市的談話可能具有令市場訝異，因此影響市場走勢的內容。因此總裁談話對匯市與股市的影響可能不如國外文獻般之顯著。

本研究收集自彭淮南上任（1998 年 2 月 26 日），至 2015 年 7 月 31 日，之台幣對美元匯率、台股大盤與類股指數之資料，將總裁談話日作為虛擬變數，分析總裁談話對金融市場之影響。另外由於過去之研究顯示台幣對美元走勢與國際美元走勢有相當大的互動，所以迴歸中也加入日圓對美元匯率以代表國際美元走勢。

首先以最小平方法初步檢視可能的結果。模型 1 至 4 至設定為

(1): $$twd_t = c + \beta_1 verb_t + \beta_2 verb_{t-1} + \beta_3 twse_t + \beta_4 jpy_t + \varepsilon_t$$

(2): $$twd_t = c + \beta_1 vtwd_t + \beta_2 vtwd_{t-1} + \beta_3 twse_t + \beta_4 jpy_t + \varepsilon_t$$

(3): $$twse_t = c + \beta_1 verb_t + \beta_2 verb_{t-1} + \beta_3 twd_t + \varepsilon_t$$

(4): $$twse_t = c + \beta_1 vtwd_t + \beta_2 vtwd_{t-1} + \beta_3 twd_t + \varepsilon_t$$

變數 verb 為總裁談話日，變數 vtwd 為總裁對匯率議題發表談話日（包含前節所述之匯率以及熱錢），變數 twd 為台幣對美元匯率之日變動率（報酬率），變數 twse 為台股大盤指數之日變動率，jpy 為日圓對美元匯率之日變動率。變數之下標 t 表當日，下標 t-1 表前一日。結果見附錄之表一。

首先模型 1 顯示總裁談話當日對匯率無顯著影響，但對次日，即新聞見報日的匯率有些微顯著的影響。模型 2 只考慮總裁對匯率的發言，結果均不顯著。模型 3、4 考慮總裁發言對股市的影響，結果發言當日對股市報酬有負面的顯著影響。

GARCH(1,1)模型 5 至 8 之設定分別為：

(5): $$\begin{aligned} twd_t &= c + AR(1)twd_{t-1} + \beta_1 verb_t + \beta_2 verb_{t-1} + \beta_3 twse_t + \beta_4 jpy_t + \varepsilon_t \\ h_t &= A + ARCH(1)\varepsilon_{t-1}^2 + GARCH(1)h_{t-1} + \gamma_1 verb_t + \gamma_2 verb_{t-1} \end{aligned}$$

(6): $$\begin{aligned} twd_t &= c + AR(1)twd_{t-1} + \beta_1 vtwd_t + \beta_2 vtwd_{t-1} + \beta_3 twse_t + \beta_4 jpy_t + \varepsilon_t \\ h_t &= A + ARCH(1)\varepsilon_{t-1}^2 + GARCH(1)h_{t-1} + \gamma_1 vtwd_t + \gamma_2 vtwd_{t-1} \end{aligned}$$

(7): $$\begin{aligned} twse_t &= c + AR(1)twse_{t-1} + \beta_1 verb_t + \beta_2 verb_{t-1} + \beta_3 twd_t + \varepsilon_t \\ h_t &= A + ARCH(1)\varepsilon_{t-1}^2 + GARCH(1)h_{t-1} + \gamma_1 verb_t + \gamma_2 verb_{t-1} \end{aligned}$$

(8): $$\begin{aligned} twse_t &= c + AR(1)twse_{t-1} + \beta_1 vtwd_t + \beta_2 vtwd_{t-1} + \beta_3 twd_t + \varepsilon_t \\ h_t &= A + ARCH(1)\varepsilon_{t-1}^2 + GARCH(1)h_{t-1} + \gamma_1 vtwd_t + \gamma_2 vtwd_{t-1} \end{aligned}$$

其中各模型之虛擬變數也放入變異數方程式中，觀察談話對變異數的影響。結果顯示在表二。以匯市而言，總裁談話當日均無顯著影響，而對次日（即匯率受前一日談話）均有顯著的正向影響，顯示總裁談話新聞見報日當天，台幣匯率均呈貶值之趨勢。而變異數估計式中談話之影響均顯著為正。此似乎與總裁保持台幣「動態穩定」之談話基調不符，然如前所述，總裁鮮少主動對匯率發言，主要都是市場上有波動時，因應立委即記者的提問而發言，所以總裁發言與市場波動有高度的相關性。

從股市來看，僅有總裁對匯率談話對次日股市大盤有略微顯著的影響，變異數估計式則完全無顯著影響。顯示央行官員的發言對股市的影響不如匯市來的直接。另外模型結果中可見台幣匯率變動率與股市大盤報酬率有負向的關係，這主要是當股市看漲時，外資進入導致台幣升值（變動率為負），此結果呼應總裁曾經表示「新台幣對美元匯率，已從過去受國民所得和相對價格變動的影響，轉變為受台股指數變動影響較大。」

最後一組模型，變數 cons 為營建類股指數，elec 為機電類股指數，bank 為金融類股指數，而 vhou 為總裁對房市發言之虛擬變數。如前所述，近年來因房價高漲，央行採取一些抑制房價之政策，而總裁也多次公開表達對房價過高之不滿與憂慮，所以模型 9 與 10 檢視總裁對房市發言對股市大盤與營建類股指數之影響，結果顯示總裁談話對見報日當天的營建類股的確有顯著的負面影響。最後之模型 11 與 12 檢視機電類股與金融類股受總裁談話的影響，因匯率變動對此類產業有較大的影響。然而結果與大盤相同，總裁談話沒有顯著的影響。

肆、結論

本研究目的在於了解央行官員在新聞報導中出現之政策談話對股匯市之影響。彭淮南總裁見報談話的內容可大略分為匯率、景氣、貨幣政策(利率)、物價、金

融管理等大項，而近年來因房價高漲，彭總裁也開始對房市表達意見。談話中以對新台幣匯率的談話佔最多數，顯示媒體最關心的央行業務為匯率，而台灣央行經常在匯市中操作以達成台幣動態穩定之政策目標，也是造成總裁匯率談話頻繁之原因。而在傳統貨幣政策之外，由於近十年來房價高漲，央行總裁開始發表對房價高漲不滿之意見，而央行也開始透過對銀行之房貸放款進行管制，以抑制房價進一步上升。

在計量結果上，由於彭總裁主要是被動地因立法委員及記者提問而發言，造成談話內容的基調相當一致，較不具令金融市場訝異之內容，因此談話新聞之出現對股匯市的影響並不顯著。但總裁最近幾年對房市的發言，卻對股市中營建類股之日報酬率有計量上顯著之負面影響，顯示相較於對傳統央行業務範圍內之發言，彭總裁對房市的發言較具政策前瞻性。

附錄

表一：最小平方法分析

	twd_t		$twse_t$	
模型	1	2	3	4
C	-0.000140	-0.000014	0.013279	0.017412
$verb_t$	0.000149		-0.238791**	
$verb_{t-1}$	0.000264*		0.135522	
$vtwd_t$		0.000268		-0.311082***
$vtwd_{t-1}$		0.000282		0.046588
twd_t			-178.391***	-177.920***
$twse_t$	-0.000540***	-0.000539***		
jpy_t	0.000941***	0.000941***		
R-squared	0.16	0.16	0.09	0.09

(*表 10%顯著，**表 5%顯著，***表 1%顯著)

表二：GARCH(1,1)模型結果

	twd_t		$twse_t$	
模型	5	6	7	8
C	-0.000034	0.000038	0.039023**	0.043679***
$verb_t$	-0.000014		-0.073564	
$verb_{t-1}$	0.000560***		0.074307	
$vtwd_t$		0.000090		-0.179279*
$vtwd_{t-1}$		0.000677***		-0.018799
twd_t			-151.015***	-151.176***
$twse_t$	-0.000284***	-0.000287***		
jpy_t	0.000626***	0.000641***		
α_0	-0.000001***	-0.000001***	0.011131***	0.008804***
ε_{t-1}^2	0.301310***	0.306696***	0.066207***	0.064550***
h_{t-1}	0.723015***	0.717597***	0.929245***	0.929850***
$verb_t$	0.000004***		0.105040	
$verb_{t-1}$	-0.0000006***		-0.109118	
$vtwd_t$		0.000005***		0.152733
$vtwd_{t-1}$		-0.000001***		-0.045601
Adjusted R^2	0.13	0.13	0.08	0.08

(*表 10%顯著，**表 5%顯著，***表 1%顯著)

表三：總裁談話對台灣股市各類股之影響

	$twse_t$	$cons_t$	$elec_t$	$bank_t$
模型	9	10	11	12
C	0.039069**	0.010796	0.050890***	0.025957
$vtwd_t$			-0.219389*	-0.056845
$vtwd_{t-1}$			-0.060945	0.090003
$vhou_t$	-0.023493	-0.104056		
$vhou_{t-1}$	0.124461	-0.424154***		
twd_t	-150.983***	-138.466***	-162.195***	-149.755***
α_0	0.013068***	0.034812***	0.009042***	0.009630***
ε_{t-1}^2	0.064605***	0.085375***	0.059833***	0.051960***
h_{t-1}	0.929568***	0.908726***	0.935857***	0.943656***
$vtwd_t$			0.248505	0.363229*
$vtwd_{t-1}$			-0.147365	-0.216773
$vhou_t$	-0.014112	-0.222122		
$vhou_{t-1}$	-0.107165	-0.135153		
Adjusted R^2	0.08	0.04	0.07	0.07

(*表 10%顯著，**表 5%顯著，***表 1%顯著)

參考文獻

Chang, Hsing-Hua and Yuanchen Chang, “Cheap talk and the BOJ: an analysis of Japanese officials' intervention remarks on the Yen/Dollar rates,” paper presented in 2006 Annual Meeting of the Financial Management Association at Salt Lake City, Utah, USA.

Fatum, R., Hutchison, M. M., 2002, “ECB foreign exchange intervention and the euro: institutional framework, news and intervention”, Open Economics Reviews, 13(4), 413-425.

Fratzscher, M., 2006, “On the long-term effectiveness of exchange rate communication and interventions”, Journal of International Money and Finance 25, 146-167.

Fry, M., D. Julius, L. Mahadeva, S. Rogers, and G. Sterne, 2000, “Key issues in the choice of monetary policy framework”, in L. Mahadeva and G. Sterne, eds., Monetary Policy Frameworks in a Global Context, London: Routledge, 1-216.

Geraat, P., 2002, “Central bank transparency”, The Economic Journal, 112, 532-565.

Guthrie, G., Wright, J., 2000, “Market implemented monetary policy with open mouth operations”, Journal of Monetary Economics, 489-516.

Jansen, D.-J., de Haan, J., 2003, “Talking heads: the effects of ECB statements on the euro-dollar exchange rate”, Journal of International Money and Finance 24 (2), 343-361.

Jansen, D.-J., de Haan, J., 2004, “Look who’s talking: ECB communication during the first years of EMU,” CESifo Working Paper No. 1263.

Koch, D. and Brain Sack, 2003, “Central bank talk: does it matter and why?” Board of Governors of the Federal Reserve System.

張元晨（2007），「銀行間新臺幣兌美元外匯交易流動性與交易成本的分析：臺北與元太外匯經紀公司的比較」，《中山管理評論》，15(2)，299-321。

張興華（2013），「從央行干預新聞分析台灣央行外匯市場干預與台幣匯率之關係」，《證券市場發展季刊》，25:3, 95-122.

科技部補助計畫衍生研發成果推廣資料表

日期:2015/10/25

科技部補助計畫	計畫名稱: 台灣央行官員談話對股匯市之影響
	計畫主持人: 張興華
	計畫編號: 103-2410-H-004-096- 學門領域: 財務

無研發成果推廣資料

103年度專題研究計畫研究成果彙整表

計畫主持人：張興華			計畫編號：103-2410-H-004-096-				
計畫名稱：台灣央行官員談話對股匯市之影響							
成果項目			量化			單位	備註（質化說明：如數個計畫共同成果、成果列為該期刊之封面故事...等）
			實際已達成數（被接受或已發表）	預期總達成數（含實際已達成數）	本計畫實際貢獻百分比		
國內	論文著作	期刊論文	0	1	100%	篇	預計投稿期刊論文一篇。
		研究報告/技術報告	0	0	100%		
		研討會論文	0	1	100%		預計投稿研討會論文一篇。
		專書	0	0	100%	章/本	
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（本國籍）	碩士生	0	0	100%	人次	
		博士生	1	1	100%		
		博士後研究員	0	0	100%		
		專任助理	0	0	100%		
國外	論文著作	期刊論文	0	0	100%	篇	
		研究報告/技術報告	0	0	100%		
		研討會論文	0	0	100%		
		專書	0	0	100%	章/本	
	專利	申請中件數	0	0	100%	件	
		已獲得件數	0	0	100%		
	技術移轉	件數	0	0	100%	件	
		權利金	0	0	100%	千元	
	參與計畫人力（外國籍）	碩士生	0	0	100%	人次	
		博士生	0	0	100%		
		博士後研究員	0	0	100%		
		專任助理	0	0	100%		
其他成果（無法以量化表達之成果如辦理學術活動、獲得獎項、重要國際合作、研究成果國際影響力及其他協助產業技術發展之具體		無					

效益事項等，請以文字敘述填列。）	

	成果項目	量化	名稱或內容性質簡述
科教處計畫加填項目	測驗工具(含質性與量性)	0	
	課程/模組	0	
	電腦及網路系統或工具	0	
	教材	0	
	舉辦之活動/競賽	0	
	研討會/工作坊	0	
	電子報、網站	0	
	計畫成果推廣之參與（閱聽）人數	0	

科技部補助專題研究計畫成果報告自評表

請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況、研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）、是否適合在學術期刊發表或申請專利、主要發現或其他有關價值等，作一綜合評估。

1. 請就研究內容與原計畫相符程度、達成預期目標情況作一綜合評估

■達成目標

□未達成目標（請說明，以100字為限）

　　□實驗失敗

　　□因故實驗中斷

　　□其他原因

說明：

2. 研究成果在學術期刊發表或申請專利等情形：

論文：□已發表 ■未發表之文稿 □撰寫中 □無

專利：□已獲得 □申請中 ■無

技轉：□已技轉 □洽談中 ■無

其他：（以100字為限）

3. 請依學術成就、技術創新、社會影響等方面，評估研究成果之學術或應用價值（簡要敘述成果所代表之意義、價值、影響或進一步發展之可能性）（以500字為限）

本研究了解央行官員在新聞報導中出現之政策談話對故匯市之影響，結果顯示由於台灣央行官員主要是被動地因應國會議員及記者提問而發言，造成談話內容較不具令金融市場訝異之內容，因此談話新聞之出現對股匯市的影響並不顯著。佐證此一結論，在傳統貨幣政策之外，央行近年來開始對房市採取抑制之政策，而央行總裁也發表對房價高漲不滿之意見，研究結果顯示股市中營建類股之日報酬率有顯著受總裁對房市發言之負面影響，顯示央行官員此類發言較具政策前瞻性。