

# 近年日本央行貨幣政策溝通模式之改進 與未來挑戰

廖 俊 男

## 摘 要

近年來日本央行為提高貨幣政策的透明度及強化貨幣政策的效果，陸續改進貨幣政策對外溝通模式，其中溝通工具的改進包括：

- (1) 貨幣政策會議後之新聞記者會；
- (2) 每半年公布未來 1 年之會議預定日程表；
- (3) 貨幣政策會議紀錄摘要公布的時效性提高。

溝通內容的改進則包括：

- (1) 2006 年首度闡明中長期物價穩定之意義；
- (2) 決策聲明稿納入經濟成長與物價評估；
- (3) 強化經濟預測與風險評估功能。

近期日本央行貨幣政策溝通模式改進的重點：

- (1) 貨幣政策會議之後，立刻以決策聲明稿公布兩項觀點的評估，其一為檢視未來經濟成長與物價表現是否符合物價穩定下經

濟持續成長的路徑；其二為相關風險評估，說明未來貨幣政策執行的想法。

- (2) 每季公布政策委員對經濟成長與物價之預測值以及風險平衡圖。尤其新增風險平衡圖表達不確定性更是一項突破，可藉以說明經濟成長或通膨未來的上升及下滑風險孰大。

- (3) 貨幣政策具有遞延效果及經濟展望具不確定性，故將每年 10 月展望報告的經濟成長與物價預測期間擴大至 3 個會計年度，而 4 月展望報告仍維持 2 個會計年度的預測。

日本央行認為近期引進上述改進措施之後，將可就經濟現況、未來經濟與物價走勢，以及與貨幣政策執行相關之風險評估等方面，定期對外提供完整的說明。

雖然日本央行在貨幣政策溝通改革有長足進步，惟未來仍面臨一些挑戰，包括：貨幣政策委員的不同意見與透明化間之調和；風險與不確定性如何溝通；央行貨幣政策執行背後基本理由如何溝通等。

## 一、前言

物價穩定為確保經濟持續成長不可欠缺的要件，中央銀行透過執行合宜的貨幣政策，達成物價穩定的最終目標。由於物價穩定的重要性眾所皆知，各國央行已較以往更明確定義物價穩定及闡述貨幣政策如何達成此目標。各國央行為提高貨幣政策的透明度及強化貨幣政策的效果，對外溝通不遺餘力。貨幣政策溝通模式常因各國經濟情勢及制度性架構而有不同。例如，部分國家將決策會議的會議紀錄摘要（minutes）公諸於世，並對外宣布經濟與金融展望的評估，部分國家則採行通膨目標化，出版通膨報告，作為央行與社會大眾溝通的工具，用以彰顯央行政策對社會大眾的承諾。

一般而言，央行的對外溝通主要指央行

對外說明貨幣政策之一系列措施。廣義的對外溝通亦可擴及央行的金融教育（註1），兩者確有重疊之處，但因金融教育之對象、範疇及方式均較為廣泛及多元化。因此，各國央行對外溝通以貨幣政策的溝通為重點，實務上政策溝通與金融教育有所區隔。

本文目的為說明近年日本央行貨幣政策溝通模式的改進與未來挑戰，除前言外，首先將介紹日本央行貨幣政策溝通之架構，包括溝通對象、目的、內容與工具，接著就其對外溝通模式（包括溝通工具與內容），說明近年日本央行的改進措施，並引用日本央行總裁的看法，說明日本央行貨幣政策溝通之未來挑戰，最後為本文結語。

## 二、貨幣政策溝通架構之簡介

積極且有效的溝通必須先清楚定位溝通對象、目的、工具與內容，更重要的是，央行溝通應是雙向溝通，唯有在社會大眾瞭解央行且央行能瞭解社會大眾的雙向交流下，才能真正發揮溝通的效果。以下就日本央行貨幣政策溝通架構的主要元素，即對象與目的、工具及內容，依序說明如下（參見表1）：

### （一）溝通對象與目的

央行在對外溝通時，應清楚知道聽眾為誰，鎖定溝通對象之後，就能勾勒出不同聽眾的溝通內容及可能的溝通工具，以達成溝通的目的。一般而言，央行的溝通對象包括兩大類，其一為社會大眾、國會、新聞媒體及專家等，與之溝通，可讓渠等監督央行及強化央行的權責性；其二為市場參與者，透過與其溝通，以達成提高貨幣政策之可預測性與有效性的目的。

表 1：日本央行貨幣政策溝通之架構

| 溝通對象            | 溝通目的            | 溝通模式                                                                                                                                                 |                                                                                                             |
|-----------------|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                 |                 | 溝通內容                                                                                                                                                 | 溝通工具                                                                                                        |
| 社會大眾、國會、新聞媒體及專家 | 強化日本央行對一般大眾之權責性 | 1. 清楚說明央行欲達成之目標<br>2. 每次貨幣政策會議之決策內容及其背後之理由<br>3. 公布通膨預測值<br>4. 說明當時經濟金融環境所面臨的挑戰                                                                      | 1. 貨幣政策會議後之新聞聲明稿<br>2. 在國會進行報告 (1年兩次)<br>3. 公布業務操作概要<br>4. 總裁主持新聞記者會<br>5. 總裁、副總裁及委員之專題演講或接受採訪              |
| 市場參與者           | 提高貨幣政策之可預測性與有效性 | 1. 每次貨幣政策會議之決策內容及其背後之理由<br>2. 公布央行的分析架構 (含預測模型)<br>3. 公布未來經濟與金融情勢展望 (包括預測與風險評估)<br>4. 公布會議紀錄摘要及委員投票紀錄<br>5. 貨幣政策委員對通膨預測值偏離目標時的反應<br>6. 解釋未來貨幣政策執行的想法 | 6. 公布貨幣政策會議預定日程表<br>7. 公布會議紀錄摘要及議事錄<br>8. 公布貨幣政策會議之表決紀錄<br>9. 定期或不定期出版各種刊物<br>10. 央行網站<br>11. 對社會大眾觀點與行為之調查 |

資料來源：參考黃富櫻 (2006) 之表一修正。

## (二) 溝通工具

日本並非為實施通膨目標的國家，惟 1998 年 4 月正式實施新的日本央行法，其中第 3 條明文規定日本央行應確保貨幣政策執行的透明度，致力於向一般大眾闡明貨幣政策的決策內容與決策過程。近年日本央行針對貨幣政策執行與操作，透過下列各種溝通工具，與外界進行溝通，以提高貨幣政策的透明度：

1. 貨幣政策會議 (Monetary Policy Meeting, MPM) 後之決策聲明稿。
2. 每年 6 月與 12 月向國會 (Diet) 提交「通貨與貨幣控制半年報」 (Semiannual Report on Currency and Monetary Control)。並由總裁在國會進行報告，與主要行員共同列

席眾議院與參議院委員會會議，說明貨幣政策之執行、操作與組織管理，並回答相關問題。

3. 公布日本央行業務操作概要 (Outline of Business Operations)。
4. 總裁主持貨幣政策會議後之新聞記者會。
5. 總裁、副總裁及其他政策委員 (註 2) 的專題演說或接受採訪。
6. 公布貨幣政策會議預定日程表。
7. 公布貨幣政策會議會議紀錄摘要與議事錄 (transcripts)。
8. 公布貨幣政策會議之表決紀錄，包括貨幣政策操作方針、前次會議紀錄摘要的核定、「近期經濟與金融發展月報」 (Monthly Report of Recent Economic and Financial De-

velopments, 以下簡稱「月報」)或「經濟活動與物價展望報告」(Outlook for Economic Activity and Prices, 以下簡稱「展望報告」)之「日本央行觀點」(Bank's View)等議案的表決(註3)。

9. 定期或不定期出版各種刊物, 包括「月報」、「展望報告」、日本央行統計(Bank of Japan Statistics)、年報(Annual Review)、金融研究(日文版)及貨幣與經濟研究(Monetary and Economic Studies)(註4)等。其中「月報」與「展望報告」均為貨幣政策會議決策之產物, 尤其, 比較值得注意的是, 近期日本央行積極強化「展望報告」的內容, 此部分將留待後面詳述。

10. 日本央行網站, 對外提供大量及多元的資訊。

11. 對社會大眾觀點與行為之調查: 日本央行自1993年來, 每年按季進行「一般大眾觀點與行為調查」(opinion survey on the general public's views and behavior)(註5), 透過

調查瞭解社會大眾對日本經濟情勢、物價水準及日本央行政策與操作認知的程度, 以做為政策操作執行改進之參考。

### (三) 溝通內容

央行區隔目標聽眾後, 即能針對不同的群眾設計不同的溝通內容。第一類的社會大眾、國會等溝通對象, 最想知道央行欲達成之政策目標或中長期物價穩定水準、每次貨幣政策會議之決策聲明稿內容及其背後之理由、通膨預測值, 以及說明當時經濟金融環境所面臨的挑戰等基本內容; 而第二類金融市場參與者, 為因應投資決策分析, 所需要的資訊可能更為多元, 因此想知道的層面將更為深廣, 諸如每次貨幣政策會議之決策聲明稿內容及其背後之理由、會議紀錄摘要及委員投票紀錄、央行的分析架構(含預測模型)、未來經濟與金融情勢展望(包括預測與風險評估)、未來貨幣政策執行的想法, 以及貨幣政策委員對通膨預測值偏離目標時的反應等。

## 三、貨幣政策溝通工具之改進措施

近年貨幣政策溝通工具之改進措施, 主要包括:

### (一) 貨幣政策會議後之新聞記者會

2003年10月之前, 日本央行總裁在貨幣政策會議後2天, 或者當月舉行兩次貨幣政策會議的第1次貨幣政策會議後2天主持每

月一次的例行新聞記者會。自2003年10月起, 修訂為總裁於貨幣政策會議結束後即主持新聞記者會, 直接與外界溝通貨幣政策的看法(註6)。

### (二) 每半年公布未來1年之會議預定日程表

1998年1月至2007年5月的此段期間,

每季底的貨幣政策會議後會公布未來 6 個月之貨幣政策會議的預定日程表。自 2007 年 6 月起，在每年 6 月與 12 月之貨幣政策會議後立即公布未來 12 個月之貨幣政策會議的預定日程表(註 7)。

### (三) 貨幣政策會議紀錄摘要公布的時效性提高

1998 年 1 月起的當次貨幣政策會議的會議紀錄摘要係經其後的第 2 次貨幣政策會議核定後之第 3 個營業日公布(註 8)。在某些情況下長達 2 個月的間隔，因此，2000 年 9 月更改為在其後的第 1 次或第 2 次貨幣政策會議核定後第 3 個營業日的下午 2:00 公布，至 2007 年 6 月修訂提前在是日上午 8:50 公布。本(2008)年 7 月再修訂為在其後的第 1 次會議核定後的第 3 個營業日上午 8:50 公

布。

會議紀錄摘要為對貨幣政策會議整個流程的正確紀錄，其內容大致包括：

(1) 幕僚報告日本經濟與金融情勢，內容包括近期金融市場的發展、國外經濟與金融發展及日本經濟與金融發展等。

(2) 政策委員會對經濟與金融發展討論之彙總。

(3) 近期貨幣政策走向討論之彙總。

(4) 政府代表的發言。

(5) 會議主席(由日本央行總裁擔任)交付貨幣政策操作指導方針之提案表決。

(6) 「月報」或「展望報告」之「日本央行觀點」草稿之討論與表決。

(7) 前次貨幣政策會議紀錄摘要之核定。

## 四、貨幣政策溝通內容之改進措施

本節將就外界較為關心的日本央行貨幣政策溝通內容，如(1) 清楚了解日本央行欲達成之政策目標或中長期物價穩定水準；(2) 決策聲明稿內容、背後的理由與未來貨幣政策想法；(3) 未來經濟預測與風險評估等三方面，說明日本央行貨幣政策溝通內容之改進措施。

### (一) 2006 年首度闡明中長期物價穩定之意義

在 2006 年 3 月舉行的貨幣政策委員會議

上，除了正式宣布日本央行結束定量寬鬆貨幣政策外，另外一項重要決策即公布新貨幣政策執行架構(New Framework for the Conduct of the Monetary Policy)。

在此新架構下，首先是對物價穩定的闡述。日本央行法第 2 條明白宣示應達成物價穩定，以追求經濟健全發展。因此，日本央行過去幾年持續檢討物價穩定的基本想法及與外界溝通貨幣政策的目標。Bank of Japan

(2006b) 指出，自 1990 年代以來，日本已

經歷長期低通膨環境，企業及家計部門均習以低通膨作為決策依據，因此貨幣政策須考慮此種可能性。在 2006 年 3 月舉行之貨幣政策會議中，根據當次多數政策委員的見解，認為 0~2% 的消費者物價（CPI）上漲率可代表中長期物價穩定（註 9）（多數委員的中位數為 1%）。Bank of Japan（2006c）指出，隨著經濟發展的可能轉變，政策委員對中長期物價穩定的見解亦可能改變，因此，政策委員將每年進行檢討。2007 與本年 4 月召開的該月第 2 次貨幣政策會議仍維持 0~2% 的消費者物價上漲率代表中長期物價穩定的決議。

其次，在新貨幣政策執行架構下，將從兩項觀點檢視經濟成長與物價。第一項觀點是檢視未來 1 至 2 年的經濟成長與物價表現是否符合日本央行認為之物價穩定下經濟持續成長的路徑；第二項觀點是檢視在物價穩定下實現經濟持續成長目標，與貨幣政策執行最相關的各種風險。

## （二）決策聲明稿納入經濟成長與物價評估

早期日本央行原則上每月召開兩次貨幣政策會議，目前除每年 4 月及 10 月開會兩次外，其餘月份均開會一次。

本年 7 月以前，日本央行僅在貨幣政策會議調整貨幣政策操作指導方針時，才對外詳細說明會議決策內容、想法及背景。反之，若維持政策不變，則僅在會後決策聲明稿中簡單宣布政策未變與政策委員對此決議之投票意向，未進一步說明決策理由，社會

大眾必須從「月報」的「日本央行觀點」及會後新聞記者會得知日本央行對當前經濟與金融情勢之基本見解、決策的背景及貨幣政策執行的想法。

為加強與外界的溝通，本年 7 月 15 日貨幣政策會議之後，日本央行發布新聞稿指出（見 Bank of Japan（2008b）），未來無論政策改變與否，將採行 2006 年 3 月宣布的新貨幣政策執行架構，每次貨幣政策會議的決策聲明稿將從兩項觀點檢視經濟成長與物價，而日本央行對未來貨幣政策執行的想法亦將一併公布。因此，除原先描述之貨幣政策操作指導方針外，內容另包括本次政策會議日本央行對經濟與物價情勢之展望、與前次預測之比較、貨幣政策執行的相關風險評估，以及解釋央行未來貨幣政策執行之想法或態度等。

## （三）強化經濟預測與風險評估功能

### 1. 充實「展望報告」的內容

#### （1）「展望報告」的內容概述

「展望報告」每半年公布一次，分為兩大部分，其一為「日本央行觀點」，為經濟成長與物價基本判斷的描述，其二為背景資料的說明。「展望報告」內「日本央行觀點」係在每年 4 月及 10 月第 2 次的貨幣政策會議同日下午 3 點公布，完整文件（含背景資料）則在會議後第 1 個營業日之下午 2 點公布。該報告的發展沿革請參見表 2。

「日本央行觀點」部分，可分為經濟成

表 2：「經濟活動與物價展望報告」之發展沿革

| 年/月     | 內 容                                                                                                                                                                                                                                         |
|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2000/10 | 1. 首度公布「經濟與物價之展望與風險評估報告」(Outlook and Risk Assessment of Economy and Prices)。<br>2. 一年公布兩次(4月及10月)。<br>3. 政策委員之預測包括在報告內。<br>4. 首度於每年10月進行當年會計年度之經濟成長與物價(含躉售物價與核心物價)預測。<br>5. 經濟成長與物價之預測分為兩種,包括多數政策委員之預測區間及所有政策委員之預測區間。委員之預測係基於未來貨幣政策不再改變的假定。 |
| 2001/10 | 開始進行當年與次年會計年度之經濟成長與物價預測。                                                                                                                                                                                                                    |
| 2003/4  | 1. 除揭露政策委員之預測區間外,首度揭露預測之中位數。<br>2. 國內企業物價預測取代躉售物價預測。                                                                                                                                                                                        |
| 2003/10 | 因應4月與10月之貨幣政策會議後,接下來的3個月的經濟與金融情勢可能與「經濟與物價之展望與風險評估報告」設定的標準情境產生較大偏誤情況,因此在7月與1月的「近期經濟與金融發展月報」的「日本央行觀點」中進一步補充說明最新看法。                                                                                                                            |
| 2004/4  | 將「經濟與物價之展望與風險評估報告」更名為「經濟活動與物價展望報告(簡稱展望報告)」(Outlook for Economic Activity and Prices, Outlook Report)。                                                                                                                                       |
| 2005/4  | 新增每年4月之當年與次年會計年度之經濟成長與物價預測。                                                                                                                                                                                                                 |
| 2008/4  | 首度加入經濟成長與物價風險平衡圖之說明。未來每年4月及10月之展望報告,除政策委員之預測外,另包含風險平衡圖。                                                                                                                                                                                     |
| 2008/7  | 進一步宣布將政策委員之預測及風險平衡圖也將納入1月及7月之決策聲明稿內,且每季公布當年及次年2個會計年度之經濟成長與物價預測。                                                                                                                                                                             |
| 2008/10 | 每年10月展望報告之經濟成長與物價預測期間將擴大為3個會計年度。                                                                                                                                                                                                            |

長、物價與貨幣政策執行三方面說明。首先為前一年度日本經濟成長的分析及影響其表現的原因。接著將其與前一年度展望的預測進行比較,分析影響實質 GDP 的各項組成之變化。其次,依序說明本年與次年兩個年度經濟展望的看法(註 10)。接著,陳述經濟成長展望所根據的若干假定。

至於物價方面,先後分析前一年度國內企業物價與核心物價情勢,並將之與前次展望的預測進行比較,並說明差異的原因。接著,說明未來兩個年度的物價展望。

由於經濟成長展望具高度不確定性,因

此日本央行為此說明未來經濟成長的上升(upside)與下滑(downside)風險。通常風險可能來自於國外經濟體未來成長的力道、全球金融市場的變化、全球能源與價格變化、廠商對未來成長的預期及資金情勢對金融市場與經濟活動可能產生的波動等。至於物價的預測之不確定性可能包括通膨預期、廠商訂價行為及國際主要商品價格之波動等(註 11)。

在貨幣政策執行方面,日本央行主要從兩項觀點評估經濟與物價情勢,然後考量對中長期物價穩定的見解之後,定調貨幣政策

未來執行的方向。

此外，公布日本經濟成長率及物價的預測值亦為「展望報告」的重點內容之一。日本央行對外公布之經濟預測係來自政策委員對經濟成長率及物價的預測值。政策委員之預測可分兩種方式表達（註 12）：首先為多數政策委員預測（forecast of the majority of policy board members），它是先由每位政策委員提出點估計之預測值（即機率最高之預測值），然後排除最高或最低數字，若有多個最高或最低數字則僅有一個最高或最低數字被剔除，最後顯示預測值區間（註 13），並選取中位數作為日本央行對外公布的預測值。至於所有委員之預測值則為最高與最低數字的區間，僅作為「展望報告」的參考。

表 3 為多數政策委員在本年 7 月對 2008 及 2009 會計年度之預測結果。由表中可知本年 7 月與 4 月相較，2008 會計年度經濟成長率下修 0.3 個百分點，由 1.5% 降至 1.2%，而

2009 會計年度則由 1.7% 下調至 1.5%。

## （2）本年 4 月首度編製風險平衡圖

為提高貨幣政策透明度，日本央行不斷強化「展望報告」的預測與風險評估，本年 4 月新增風險平衡圖（Risk Balance Chart），來表達未來之不確定性。風險平衡圖係為政策委員對經濟成長與物價預測之平均機率分配，其編製過程如下：

（2.1）每位政策委員提出經濟成長率、核心 CPI（扣除新鮮食品之 CPI）年增率等之點估計預測值（實現的最高機率）。

（2.2）每位政策委員指出經濟成長率、核心 CPI 年增率等之機率分配，表達上升、下滑風險可能實現而導致與預測值差異的機率各有多大。

（2.3）然後再加總機率分配，除以與會之政策委員人數得到平均的機率分配（註 14）。

圖 1 為 2008 與 2009 會計年度之經濟成

表 3：多數政策委員 2008 年 7 月之預測

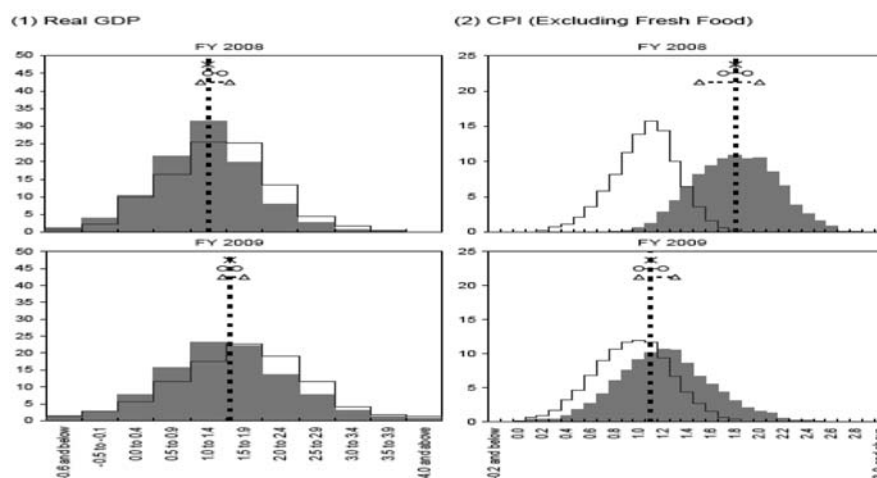
單位：%

| 預測年度      | 經濟成長率                 | 國內企業物價年增率             | 核心物價年增率               |
|-----------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 2008會計年度  | +1.2 ~ +1.4<br>〔+1.2〕 | +4.7 ~ +5.0<br>〔+4.8〕 | +1.7 ~ +1.9<br>〔+1.8〕 |
| 2008年4月預測 | +1.4 ~ +1.6<br>〔+1.5〕 | +2.4 ~ +2.8<br>〔+2.5〕 | +0.9 ~ +1.1<br>〔+1.1〕 |
| 2009會計年度  | +1.4 ~ +1.6<br>〔+1.5〕 | +1.8 ~ +2.0<br>〔+1.8〕 | +1.0 ~ +1.2<br>〔+1.1〕 |
| 2008年4月預測 | +1.6 ~ +1.8<br>〔+1.7〕 | +1.3 ~ +1.8<br>〔+1.5〕 | +0.8 ~ +1.0<br>〔+1.0〕 |

資料來源：Bank of Japan（2008b），Statement of Monetary Policy, July 15。

註：括弧數字代表中位數，為日本央行對外公布之預測數。

圖 1：2008 年 7 月與 4 月展望之風險平衡圖之比較



註：1. 縱軸代表機率值（%）而橫軸為個別指標（如實質 GDP、核心 CPI 等）之年變動率。圖中之直方圖與實線分別代表 2008 年 7 月與 2008 年 4 月之機率分配。  
 2. 圖中虛線對應之 \* 為政策委員會委員預測值的中位數（點估計），△-△ 為所有政策委員預測值的區間；○-○ 為多數委員預測值的區間。  
 3. 風險平衡圖之編製過程請參考 Bank of Japan (2008d)。

長率與核心 CPI 年增率之風險平衡圖。圖中直方圖與實線分別為本年 7 月與 4 月預測之機率分配圖。以 2008 會計年度為例，無論是本年 7 月或 4 月的經濟成長率預測的機率分配均呈現略為左偏之型態，顯示經濟成長下滑風險略高於上升風險，且比較本年 7 月與 4 月之機率分配，可發現中位數左移，顯示本年 7 月已下修 2008 會計年度經濟成長率預測值，由 1.5% 降至 1.2%。另一方面，無論是本年 7 月或 4 月預測 2009 會計年度經濟成長率預測的機率分配，均顯示較為平均，隱含多數政策委員認為經濟成長率的下滑風險與上升風險相當。同樣因預測中位數左移，表示 2009 會計年度經濟成長率亦下修，由 1.7% 降至 1.5%。另外，無論是本年 7 月或 4 月之展

望預測，均呈現 2009 年會計年度的經濟成長率機率分配較 2008 年略為平坦，顯示 2009 年預測的不確性較大。

## 2. 自本年 7 月起，按季公布經濟預測與風險平衡圖

本年 7 月 15 日貨幣政策會議決議除了在「展望報告」說明政策委員之預測與風險平衡圖外，未來每年 1 月及 7 月過渡期間亦將公布政策委員之預測及風險平衡圖作為評估參考，換言之，自本年 7 月起，日本央行在每年各季均會發布未來經濟成長與物價預測及風險平衡圖，除固定於原有每年 4 月與 10 月發布「展望報告」對外說明外，也將於每年的 1 月與 7 月在貨幣政策會議後之決策聲明稿中對外說明政策委員的經濟成長與物價

評估以及風險平衡圖分析。

日本央行總裁白川方明(Masaaki Shirakawa)指出,因各種外在衝擊將影響經濟表現,因此,當未來展望有必要進行修正時即應適時更正,惟若預測值經常修正亦將對市場造成困惑,因此日本央行每季公布經濟預測與風險平衡圖係允當的(Shirakawa, 2008)。

3. 自本年 10 月起將每年 10 月展望報告預測期間擴大為 3 年

2001 年 10 月首度進行當年及次年會計年度經濟成長與物價預測,2005 年 4 月起再新增每年 4 月亦進行上述預測,自此之後,每年 4 月與 10 月展望報告的預測期間計 2 年。自本年 10 月起,每年 10 月展望報告的預測期間將擴大為 3 年。日本央行總裁白川方明指出,有鑑於貨幣政策具有遞延效果及經濟展望具不確定性,日本央行擴大預測涵蓋期間的決策應係適當的(Shirakawa, 2008)。

## 五、貨幣政策溝通之未來挑戰

由於各國國情不同、金融市場與經濟發展階段互異,縱使央行溝通策略如此重要,惟迄今國際間仍未發展出一套各國央行可一體適用的溝通模式,各國央行都各自發展適合其國情的最佳溝通策略。儘管央行願意提供更多資訊,但更透明不見得沒有副作用(註 15),例如公布不正確的預測數是否比不公布預測數更糟?社會大眾是否能全盤消化央行提供的各項資訊?央行透明化是否過頭而未保留操作彈性,一旦遭逢重大金融動盪是否損及央行公信力?因此,唯有能協助央行完成任務的透明化措施或可能才是央行需要的。央行在與外界溝通上仍必須格外小心。日本央行總裁白川方明進一步指出,日本央行在貨幣政策溝通方面未來仍將面臨以下挑戰(Shirakawa, 2008)。

(1) 貨幣政策委員的不同意見與透明化之間調和的議題

貨幣政策的決議係採多數決,討論過程中,政策委員針對經濟與物價情勢及貨幣政策執行的想法,表達不同的意見,但日本央行最後如何達到最大共識及對外說明為重要議題。另外,日本央行容忍政策委員對外發表不同意見的程度如何拿捏也是必須面對的課題。

(2) 風險與不確定性如何溝通的議題

貨幣政策傳遞效果較久且易變,故展望期間應拉長,但預測期間加長,不確定性因而提高。此外,貨幣與實質經濟間彼此交互作用,亦不易預期風險情境何時將實現,因此展望的屬質與屬量評估,及風險評估如何溝通亦為日本央行必須面對的重要課題。

(3) 央行貨幣政策執行之基本理由如何溝通的議題

部分人士認為透明化的貨幣政策應在下次貨幣政策會議之前對市場參與者發出即將採取的決策 (impending decision) 之訊號，

對此，日本央行總裁白川方明不表贊同。事實上，提前公布未來的政策利率水準將忽略當下至下次政策會議前此段期間經濟情況的改變。因此，溝通貨幣政策執行當下所持的基本理由更為重要。

## 六、結 語

近年日本央行貨幣政策溝通模式的改進措施，主要可分為溝通工具與內容兩方面，前者包括：(1) 貨幣政策會議後之新聞記者會；(2) 每半年公布未來 1 年之會議預定日程表；(3) 貨幣政策會議紀錄摘要公布的時效性提高；後者包括：(1) 2006 年首度闡明中長期物價穩定之意義；(2) 決策聲明稿納入經濟成長與物價評估；(3) 強化經濟預測與風險評估功能。

近期日本央行貨幣政策溝通模式改進的重點：

(1) 貨幣政策會議之後，立刻以決策聲明稿公布兩項觀點的評估，其一為檢視未來經濟成長與物價表現是否符合物價穩定下經濟持續成長的路徑；其二為相關風險評估，說明未來貨幣政策執行的想法。

(2) 每季公布政策委員對經濟成長與物價之預測值以及風險平衡圖。尤其新增風險

平衡圖表達不確定性更是一項突破，可藉以說明經濟成長或通膨未來的上升及下滑風險孰大。

(3) 貨幣政策具有遞延效果及經濟展望具不確定性，故將每年 10 月展望報告的經濟成長與物價預測期間擴大至 3 個會計年度，而 4 月展望報告仍維持 2 個會計年度的預測。

日本央行認為近期引進上述改進措施之後，將可就經濟現況、未來經濟與物價走勢，以及風險因素等方面，定期對外提供完整的說明。最近日本央行進行兩次「一般大眾觀點與行為調查」的結果顯示，約 6 成的日本民眾仍不清楚日本央行的政策說明 (註 16)，隱含日本央行在對一般大眾溝通方面仍有極大的改善空間，惟若日本央行能持續與外界維持雙向順暢的溝通，相信將有助於其發揮貨幣政策執行的綜效。

## 附 註

(註 1) 包括參觀央行、貨幣博物館與金融資料館等、出版金融知識的摺頁、DVD 錄影帶或小冊、建立兒童版宣導網頁、介

紹金融常用語與舉辦金融研習營等。

- (註 2) 日本貨幣政策委員會之政策委員共 9 位，包括總裁、兩位副總裁及 6 位專職委員。
- (註 3) 根據過去經驗顯示，前次會議紀錄摘要的核定、「月報」或「展望報告」之「日本央行觀點」通常會無異議一致通過。
- (註 4) 金融研究（日文版）及貨幣與經濟研究（英文版）均為日本央行金融研究所（Institute for Monetary and Economic Studies, IMES）的出版品。
- (註 5) 調查項目包括：經濟情勢的印象、家計單位情況與一般大眾觀點、物價水準的感受、地價的未來發展、日本經濟的成長潛力，以及對日本央行認知程度與公信力調查等。參見 Bank of Japan（2008a）之說明。
- (註 6) 參見 Bank of Japan（2003）。
- (註 7) 參見 Bank of Japan（2007）。有時實際公布日期略有出入，如本（2008）年 7 月 15 日始公布 2008 年 7 月至 2009 年 6 月之開會日期。
- (註 8) 參見 Bank of Japan（1997）。
- (註 9) 在 2000 年 3 月舉行之貨幣政策會議即同意啟動物價穩定相關議題之研究，同年 10 月政策會議決議（參見 Bank of Japan（2000b））指出與物價穩定相關之議題廣泛且複雜，暫時不宜以數值（numerical value）定義物價穩定，惟為提高貨幣政策執行之透明度，「展望報告」仍將從物價波動的特性、物價穩定的可持續性（sustainability）及與經濟健全發展一致性等觀點，進行物價展望的評估。
- (註 10) 自本年 10 月開始，每年 10 月展望報告將分析本年、次年及後年 3 個會計年度。
- (註 11) 有關展望之風險評估，請參見 Bank of Japan（2008d）。
- (註 12) 參見 Bank of Japan（2000b）。
- (註 13) 此區間僅表明預測的範圍，並未表明預測誤差。
- (註 14) 部分央行的通膨報告（如英格蘭銀行）公布通膨預測不確定衡量係以扇形圖表示。所有委員同意單一預測值及其機率分配，與日本央行風險平衡圖不同。參見 Bank of Japan（2008d）。
- (註 15) 參見黃富櫻（2006）。
- (註 16) 為本年 3 月與 6 月所做的民調結果。至於政策說明不夠清楚的原因主要是一般大眾對日本央行的政策執行欠缺基本知識，其次，日本央行的政策說明過於技術性，再者，一般大眾亦不易瞭解整個經濟與金融體系機能之運作。參見 Bank of Japan（2008a）。

## 參考資料

日本央行網站，<http://www.boj.or.jp>。

黃富櫻（2006），「央行貨幣政策操作的重要工具：溝通政策」，中央銀行季刊，中央銀行經研處編印，第 28 卷，第 4 期，12 月，第 43~79 頁。

Bank of Japan（2008a），“Results of the 34<sup>th</sup> Opinion Survey on the General Public's Views and Behavior,” Public Relations Department, August 4.

\_\_\_\_\_（2008b），“Further Enhancement of Communication Strategy Under the Framework for the Conduct of Monetary Policy,” July 15.

\_\_\_\_\_（2008c），“Statement on Monetary Policy,” July 15.

\_\_\_\_\_（2008d），“Outlook for Economic Activity and Prices,” April 30.

- \_\_\_\_\_ (2007) , “ Changes in the Release of the Schedule of Monetary Policy Meetings,” June 8.
- \_\_\_\_\_ (2006a) , “ The Introduction of a New Framework for the Conduct of Monetary Policy,” March 9.
- \_\_\_\_\_ (2006b) , “ The Bank’s Thinking on Price Stability,” March 10.
- \_\_\_\_\_ (2003) , “ Enhancement of Monetary Policy Transparency,” October 10.
- \_\_\_\_\_ (2000a) , “ On Price Stability,” October 13.
- \_\_\_\_\_ (2000b) , “ Release of Outlook and Risk Assessment of the Economy and Prices,” October 13.
- \_\_\_\_\_ (2000c) , “ Changes in the Release Schedule of the Minutes of Monetary Policy Meetings and the Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments,” September 8.
- \_\_\_\_\_ (1997) , “ The New Framework for Policy Board Meetings on Monetary Policy,” December 26.
- Shirakawa, Masaaki (2008) , “ The Recent Economic and Financial Development and their Outlook, and the Conduct of Monetary Policy,” speech at Naigai Josei Chousa Kai ( Research Institute of Japan ) in Tokyo, July 18.

( 本文完稿於民國 97 年 8 月，作者現為本行經濟研究處一等專員 )