

美、日兩國央行之產業觀測指標的編製方法 與政策應用*

屈筱琳**

摘要

貨幣政策的擬定除需觀察統計指標，亦亟需即時性及前瞻性產業資訊，以充分掌握未來經濟活動的可能動態。此類資訊之蒐集，在統計數據無法及時產生的情況下，大多數國家央行利用屬質調查或訪談的方式，對企業、市場人士、或專家學者蒐集其對未來經濟金融走勢的看法，再加以綜合判斷，或將其看法予以量化而得出趨勢值。根據實證結果，其趨勢多半可以確實反映未來實際經濟金融活動，故此類資訊在貨幣政策的決策過程中所扮演的角色日益重要。

其中，日本央行作法主要包括：

- (1) 企業短觀調查：提供全國企業即時及未來經濟活動之資訊，由於調查結果與實際經濟情況頗為吻合，故在貨幣政策的決策過程中扮演重要的角色，也因此成為金融市場觀測經濟情勢的重要參考指標。
- (2) 企業訪談：包括每月及每季的企業訪

談，其中每月訪談內容為工業生產預測與資金狀況，供每月貨幣政策會議參考。每季訪談區分為當前經濟議題訪談、高階主管訪談及地區經濟訪談。

- (3) 銀行資深放款主管放款業務調查：主要瞭解過去 3 個月企業、家庭及政府部門向銀行貸款需求、銀行放款標準、核貸條件、放款利率與資金成本差距等的供需變動情形與原因，以及預期未來 3 個月的變化，以掌握資金狀況，此亦為貨幣政策會議的重要參考資料。

美國央行作法主要包括：

- (1) 褐皮書：該書由 12 區聯邦準備銀行根據各該轄區經濟情況報告彙編而成，內容主要訪談各區代表產業的大型企業對當前經濟活動的看法。從若干實證研究指出，褐皮書大致上提供了全

* 本文完稿於民國 95 年 5 月。本文承蒙施處長燕、葉副處長榮造、施副處長遵驊、蔡襄理惠美之悉心審閱，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。

** 作者為央行經濟研究處一等專員。

國及地區當前經濟情況非常有用的指標，故在協助貨幣政策的決策上，扮演著重要的角色，其公布因而逐漸影響市場對 Fed 決策的看法。

- (2) 銀行資深放款主管放款業務調查：主要瞭解當前銀行提供放款及利率的最新資訊，以及企業與家庭部門的資金需求情況，為提供 FOMC 會議及 Fed 主席向國會報告之重要參考資料。
- (3) 芝加哥聯邦準備銀行全國經濟活動指

數：由 85 種代表全國實質經濟活動現況的指標所組成，再經過加權平均而得出單一綜合性的指數，主要提供社會大眾一個客觀、即時、且可廣泛衡量全國實質經濟活動現況的統計指標，根據其歷史走勢，與官方正式發布的景氣衰退與通膨期間相當一致，故為判斷未來景氣及通膨轉折點非常有用的指標。

壹、前言

鑒於貨幣政策效果具時間落差，因此貨幣政策的擬定除需觀察統計指標，以瞭解經濟金融活動的時間數列變動趨勢外，亦亟需即時性及前瞻性產業資訊，以充分掌握未來經濟活動的可能動態。目前我國央行所提供貨幣政策決策參考及公布之訊息，較偏重統計數據及運用歷史資料之計量模型所進行之經濟金融預測，惟在全球化及經濟金融環境快速變遷之下，其預測往往難以反映未來實際經濟情況，以致影響貨幣政策的決策判斷與政策效果。

此類資訊之蒐集，在統計數據無法及時產生的情況下，大多數國家如日本、美國、韓國、加拿大、德國及其他若干歐洲國家等央行，利用屬實調查或訪談的方式，對企業、市場人士、或專家學者蒐集其對未來經濟金融走勢的看法，再加以綜合判斷，或將

其看法予以量化而得出趨勢值。根據實證結果，除不可預期的重大衝擊事件外，其趨勢多半可以確實反映未來實際經濟金融活動，故此類資訊在貨幣政策的決策過程中所扮演的角色日益重要。

本文內容主要介紹美、日央行如何利用自辦之產業相關調查或企業訪談等方式，蒐集即時與前瞻性產業資訊，據以建立產業觀測指標，此可作為強化我國央行編製產業觀測指標之參考，並提昇政策應用的效果。

本文章節安排除壹、前言外，其他如次：貳、日本央行的產業觀測指標及其政策應用；主要探討日本的企業調查、企業訪談、銀行資深放款主管放款業務調查之方式與指標項目，及其政策運用情況；參、美國聯邦準備體系的產業觀測指標及其政策應用；主要說明褐皮書、銀行資深放款主管放

款業務調查之方式與指標項目，及其政策運用情況，以及芝加哥聯邦準備銀行全國經濟

活動指數之編製與應用；肆、結論。

貳、日本央行的產業觀測指標及其政策應用

日本央行（Bank of Japan，以下簡稱日銀）產業觀測指標之資訊來源相當完整，其中負責經濟研究和統計的部門為調查統計局（Research and Statistics Department），其中有三科與產業研究和調查有關：一是負責短觀調查的企業調查科（Business Survey）（科員共 13 人）；二是負責經濟評估與預測的景氣動向科（Economic Assessment and Projection）（35 人），該科負責撰寫每月總體經濟情勢及產業研究分析報告，供貨幣政策會議參考，其中又區分為兩組，一組為總體經濟分析組（Macroeconomic Analysis）（22 人），主要利用統計指標進行總體經濟情勢分析，另一組為產業分析組（Corporate Analysis）（13 人），以訪談東京地區的大型企業為主，進行產業研究與分析；三是負責地區性經濟報告的地區經濟科（Regional Economy）（7 人），甫於 2005 年 4 月成立，主要彙整各分行執行所屬轄區的大、中、小型企業訪談報告，類似美國聯邦準備體系的褐皮書。

另外，由金檢局負責之銀行資深放款主管放款業務調查（Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices at Large Japanese Banks），可掌握銀行放款供需變動情

況，以及公共關係局主辦之景氣感受及消費行為意見調查（Opinion Survey on the General Public's Mindset and Behavior），可進一步瞭解社會大眾對未來景氣、物價及央行政策的看法，均可提供貨幣政策之重要參考。

以下就與產業資訊相關的企業調查、企業訪談與產業分析、地區經濟報告、銀行資深放款主管放款業務調查、景氣感受及消費行為意見調查之方式及指標項目分別加以說明。此外，為進一步瞭解以上產業資訊及其他相關統計指標在政策上之應用情況，擬根據日銀每月貨幣政策會議之主要參考資料-最新經濟金融情勢月報（Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments），觀察其中主要經濟金融指標。

一、企業調查

（一）企業短期經濟活動調查（TANK-AN，簡稱短觀）

1. 調查目的：提供全國企業即時及未來經濟活動之資訊，包括意向（屬質）調查及實際數（屬量）調查，以利貨幣政策之適切擬定。
2. 調查頻率：每年 3、6、9、12 月（一年 4 次）。
3. 調查方法：採通信調查，依據統計法

報備辦理，受查企業資料須以機密處理，但受查企業並無回答之義務。調查方法曾於 2004 年 3 月修正，並廢除「主要企業短觀調查」。

4. 調查對象

- (1) 母體：依據總務省(Ministry of Internal Affairs and Communications)所舉辦之「事業所及企業統計普查」(Establishment and Enterprise Census)之企業調查對象為基準(每 2 至 3 年普查一次)。自 2004 年起，選取基準由「員工人數」修改為「資本額」，選取資本額在 2 千萬日圓以上之民間企業(不包括金融機構)作為母體企業(目前大約 22 萬家)，包括 30 種行業(依據日本標準行業分類)，其中有 16 種為製造業，14 種非製造業，各業再依資本額區分大企業(10 億日圓及以上)、中企業(1 億日圓及以上，10 億日圓以下)、小企業(2 千萬日圓及以上，1 億日圓以下) 3 種規模，共 90 層。
- (2) 樣本：為提高母體推估值的正確性，母體再細分為 377 層，採分層隨機抽樣，共抽出約 1 萬家。隨著該普查 2 到 3 年重新舉辦，樣本企業也會隨之更換，其間樣本固定不變。

5. 調查項目：受查企業均以個別企業資料為基礎，不採用合併報表。

(1) 意向或判斷項目(屬質資料)：根據以下各項，調查受查企業所屬產業當時及下 1 季之情況，並剔除季節性因素。

- ① 營運狀況：主要根據個別企業獲利來判斷營運情況，回答「好」、「持平」或「不好」。
- ② 產品及服務的國內供需：判斷主要經營產品及服務項目在國內的供需狀況，回答「需求過多」、「供需平衡」或「供給過剩」。
- ③ 產品的國外供需：判斷主要經營產品及服務項目在國外的供需狀況，回答「需求過多」、「供需平衡」或「供給過剩」。
- ④ 製成品及商品存貨：根據當時銷售狀況(不預測)，衡量製成品及商品的存貨水準，回答「過多」、「適當」或「不足」。
- ⑤ 批發商的存貨：根據當時狀況(不預測)，衡量國內及國外批發商主要製成品及商品的存貨水準，回答「過多」、「適當」或「不足」。
- ⑥ 生產設備利用狀況：判斷產能或營運設備情況，但排除臨時狀況而發生的產能不足現象，如定期

維修而致工廠營運暫時停頓，回答「過多」、「適當」或「不足」。

⑦就業情況：判斷員工人數情況，回答「過多」、「適當」或「不足」。

⑧財務狀況：根據現金部位、金融機構放款態度、付款及償還條件，衡量當時整體財務狀況（不預測），回答「寬鬆」、「不很緊俏」或「緊俏」。

⑨金融機構放款態度：判斷當時對金融機構放款態度的感覺（不預測），回答「寬鬆」、「不很嚴格」或「嚴格」。

⑩商業本票發行條件：判斷當時發行商業本票的條件（不預測），回答「寬鬆」、「不很嚴格」或「嚴格」。

⑪借款利率的變動：根據上季的借款利率水準，判斷當時及下 1 季的變動方向，回答「上升」、「不變」或「下降」。

⑫產品售價的變動：根據上季日圓計價的主要產品及服務的銷售價格，判斷當時及下 1 季的變動方向，回答「上升」、「不變」或「下降」。

⑬買進價格的變動：根據上季日圓

計價的主要原材料價格、加工費或主要買進商品價格，判斷當時及下 1 季的變動方向，回答「上升」、「不變」或「下降」。

(2)季資料項目

(2.1)實際數(屬量資料)：提供上季底及上上季底實際數據，項目包括：負債總額、金融機構借款、商業本票發行餘額、公司債發行餘額、資產總額、現金及存款、短期有價證券持有、長期有價證券投資、員工人數、部分工時雇用人數。

(2.2)意向(屬質資料)：判斷下 1 季情況「增加」、「不變」或「減少」，項目包括：

①債務利息負擔：根據金融機構借款、商業本票發行及公司債發行之利率變動來判斷。

②流動性水準：根據現金及存款、短期有價證券持有水準來判斷。

③員工人數：員工人數、部分工時雇用人數來判斷。

(3)年度預測項目：提供 3 個會計年度半年的實際數與預測值(如以 2005 年 3 月為調查月份，則提供 2003 年上半年、下半年及 2004 年上半年之實際數，2004 年下半年、2005 年上半年及下半年之預測值)。其項目包括：銷售額、出口額、出口匯率、

材料成本、人事費用、折舊費用、營業利益、金融收益（利息及貼現收入）、金融費用（利息及貼現支出）、經常利益，稅後純益、固定投資、購入土地費用、軟體投資。

- (4) 畢業新生雇用人數（僅於 6 月及 12 月調查）：提供前 1 個會計年度的實際雇用人數，及當年與下 1 個會計年度的計畫雇用人數。

4. 資料回收與處理

- (1) 回收期計算：結果公布日 1 個月前將問卷寄出，如 2005 年 3 月的調查，2 月底寄發問卷給受查企業，3 月 14 日為問卷回收截止日，4 月 1 日公布結果，故前半個月給受查企業填寫問卷，後半個月進行資料處理。受查企業可將問卷寄回總行或分行（共 33 家），分行也會協助回收資料。
- (2) 問卷催收：原則上雖規定問卷回收截止日期，但受查企業往往會延遲，故需以電話催收問卷，後半個月資料回收期間，日銀會另聘 6 名 part-time 人員來進行催收工作。
- (3) 回收率：一般回收率均高達 97% 以上，除催收加強外，企業配合度高亦是重要原因。
- (4) 資料處理與檢誤：資料回收後，由企業調查科約 10 人，進行資料輸入

與檢誤，另派同處其他科 2 至 3 名人員加入支援。資料複查由電腦與人工同時進行，但電腦只能進行簡單的檢誤，主要還是由人工來進行。

7. 計算方法

- (1) 屬質資料：動向指數(Diffusion Index, 以下簡稱 D.I.) = 看好家數的比重 - 看壞家數的比重
- (2) 屬量資料：母體估計值之計算方式，係先將每一層之個別樣本資料進行簡單加總，再以該層母體家數對樣本家數之倍數放大推估，亦即以樣本平均數乘以該層母體家數而得到該層的母體估計值，再將各層之母體估計值進行簡單加總而得到全體之母體估計值。企業資料未回收之迷失值，以其最近一次回答資料替代，若企業很多次均未回答，則以所屬該層樣本平均數替代。

(二) 金融機構之設備投資調查

1. 調查目的：作為全國企業調查(短觀)之補充資料。
2. 調查頻率：每年 3、6、9、12 月(與企業短觀調查同時)。
3. 調查方法：通信調查。
4. 調查對象：
- (1) 母體：自 2004 年 3 月起採抽樣調查，且調查範圍擴大，母體由銀行

(都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地區銀行等)、證券公司、保險公司及其他非存款貨幣機構組成，共約 800 家。

(2)樣本：依據金融機構類別及資產總額大小共區分為 18 層，採分層隨機抽樣，共抽出約 200 家樣本。

5.調查項目：回答方式同短觀調查

(1)意向或判斷項目：營運狀況、營運設備、就業情況。

(2)季資料項目：員工人數、部分工時雇用人數。

(3)年度預測項目：固定投資、購入土地費用、軟體投資。

(4)畢業新生雇用人數（僅於 6 月及 12 月調查）

6.計算方法：同短觀計算方法。

7.回收率：一般回收率接近 100%。

(三)公布方式

1.公布時點：每年 4、7、11 月初及 12 月中旬早上 8 時 50 分公布，此時點選擇在金融市場早上 9 時開始交易之前，可使市場人士提早利用短觀結果資訊，擬定適當的投資決策。

2.公布內容

(1)爭取時效：調查結果只公布統計數據資料，不含分析內容，以維持日銀中立的立場。日銀認為統計分析應由市場人士、學者專家或社會大

眾自行研判及解讀，為爭取時效，只要統計結果一出來，就立即公布，如果還要將結果加以解釋分析，反而延誤公布時間。若其間發現數字錯誤，也會儘快修正，立即公布修正數，以維持公信力。

(2)內容形式：其中屬質資料尚包括 D.I 值的變動（含本次與上次調查結果之差異），屬量資料含修正率(本次與上次調查結果差異的變動率)。公布內容包括以下 5 種形式：

①摘要：主要項目統計、金融機構調查結果及主要項目長期趨勢圖。其中僅營運狀況細分產業別，其餘項目僅列製造業與非製造業之大、中、小及全體企業。

②概觀：從摘要擷取，僅列大、中、小及全體企業之主要項目統計。

③各產業主要項目統計結果：列示依產業別的主要項目統計。

④全體各項統計結果：詳細列出所有各項統計。

⑤長期時間數列資料：含屬質及屬量資料。

(四)檢定及修正

1.檢定：每 2 至 3 年例行更換樣本之前，其間企業可能因倒閉、合併而使樣本數減少，故每年仍會進行估計精確度

的檢定，當精確度下降至某一設定標準時，就會增加新的樣本，以降低抽樣誤差。如 2004 年 12 月的調查進行統計檢定時，發現統計精確度未達設定標準，因此在 2005 年 3 月調查時增加了 304 家樣本企業。

2. 修正：有關抽樣設計及推估方法的檢討，負責短觀該科會自行提出修正計畫，每 5 年修正 2 次。計畫提出後，除指定行內行外專家審核外，亦會上網公布，由社會大眾公開提出評論及建議，待 3 至 5 個月彙集各方意見後，公布最後修正報告。

(五) 人力配置

1. 統計：總行配置 13 人，其中含統計及電腦資訊人員，33 家分行各 3 至 5 人，因此共約一百多人參與短觀調查作業。逢回收資料的尖峰期，另聘 part-time 人員進行催收作業，此外還另派其他科人員支援資料處理與檢誤作業。可見，日銀盡全力充實短觀調查人力，以維持其品質，並提升其時效性與公信力。
2. 分析：每次短觀結果公布時，日銀仍會撰寫分析報告，但屬機密，僅供內部決策參考，並不對外公開。分析報告係由其他科研究員負責撰寫，負責短觀該科人員僅專責調查統計。

(六) 目前面臨的困難及因應方式

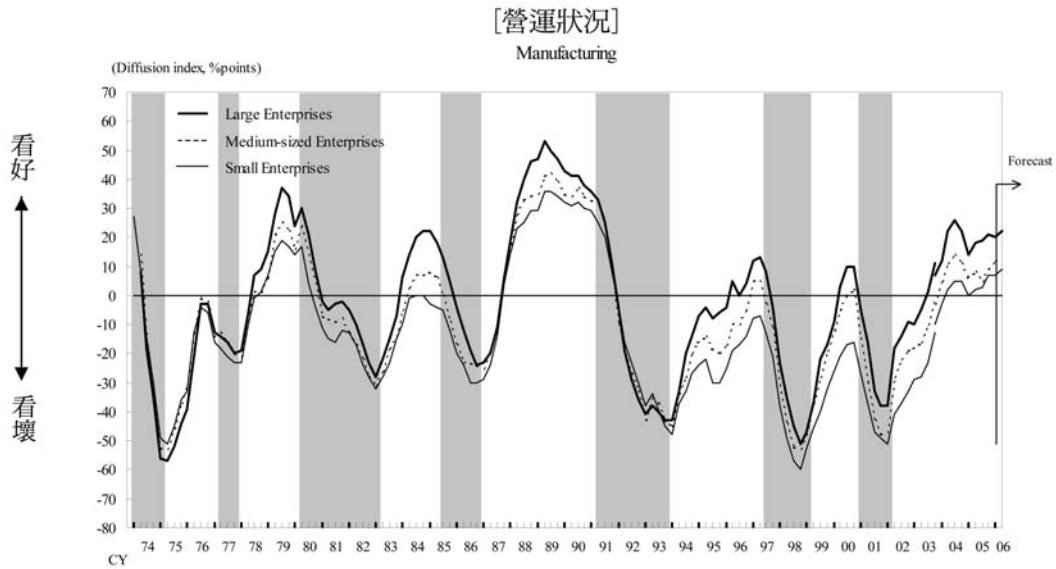
1. 經濟結構快速變遷：在經濟結構快速變遷之下，許多企業常常面臨購併、重整或轉業，致樣本的代表性受到質疑，因此樣本的定期評估作業由每 5 年修正 1 次改為 2 次，相關抽樣及推估方法亦一併檢討，以提高估計的精確度。

2. 企業人力不足：多數企業的人力配置非常精簡，且經常面臨縮編，因此回答問卷的人力頗感不足。

(七) 政策應用

1. 短觀調查結果與實際經濟情況：從短觀的時間數列趨勢圖來看(參見圖 1)，其走勢與日本政府所公布的景氣循環低谷與高峰期相當一致，顯示短觀結果確實能適切反映實際經濟情況。如此，可透過短觀預知經濟景氣的轉折點，有助於貨幣政策方向之擬定。
2. 短觀在貨幣政策決策過程所扮演的角色：由於短觀可充分反映實際經濟情況，因此在貨幣政策決策過程的角色相當重要，但並非為貨幣政策唯一的決定因素。根據經驗，短觀的重要性已超過經由計量模型估計的經濟預測值。在貨幣政策重要的參考資料-最新經濟金融情勢月報中，運用短觀的項目包括：產能利用狀況、企業對金融機構放款態度的看法、債務利息負擔等意向指標之長期趨勢圖。此外，從

圖 1. 日本短觀調查結果趨勢圖（2006 年 3 月調查結果）



註：陰影區表示內閣府發布之景氣衰退期間。

大、中、小企業的調查中，可得知其景氣循環變化之差異及整體經濟結構之變化趨勢。

3. 短觀調查結果公布對金融市場的影響：由於短觀具有極高的公信力，所以為市場人士觀測經濟情勢的重要參考指標。市場人士往往會根據短觀公布結果，調整其預期與投資決策，所以當預期經濟走勢與公布結果不一致時，金融市場很可能會受到影響。根據經驗顯示，短觀的可信度高於經濟預測的公布數。

二、企業訪談與產業分析

(一) 分析的目的

1. 蒐集主要產業之大型企業對當前及未

來景氣、生產與資金狀況，以及當前經濟議題的看法，以確定未來經濟發展走向。

2. 在企業未發布相關財報數字之前，先行掌握企業可能的營運動向。
3. 補充短觀及統計資料之不足，隨時更新各產業代表性企業及新興產業之企業，以密切觀察產業發展趨勢。

(二) 分析的頻率與方式

1. 每月企業訪談：主要內容為例行性的企業生產與資金狀況。

(1) 工業生產預測：訪談對象以東京地區為主的前 100 大製造業，蒐集企業生產相關資訊，以輔助預測未來兩季之工業生產指標。透過訪談，

每月都會將未來兩季之工業生產指標加以更新，並撰寫分析報告，供每月貨幣政策會議參考。

(2)企業資金狀況：訪談對象以東京地區為主的前 50 大企業，詢問企業有關籌資及投資情況，以評估企業的資金狀況，並撰寫分析報告，供貨幣政策會議參考。

(3)訪談方式：由產業分析組其中 10 人負責，每人負責 10 家企業，採面訪或電話方式，但每位負責人每月只挑選其中 3 到 5 家進行訪談。訪談對象都是相關業務負責人，層級並不高，故日銀方面均由負責該企業之同仁出訪。此外，受訪企業也會視當時經濟情況而隨時機動調整，若是新增企業，日銀會先聯繫該企業之公共關係部門，說明訪談目的，再進一步與相關負責人聯絡。大多數的受訪企業，長久以來均與日銀維持良好的合作關係。

2. 每季企業訪談：主要為當前經濟議題及高階主管訪談。

(1)當前經濟議題：每季調查統計局局長(Director General)均會召開會議討論當前經濟議題，擇定 2 或 3 個主題進行產業研究，每 1 個主題由產業分析組其中 3 到 4 人共同負責，並撰寫約 10 頁左右的分析報告。報

告撰寫方式主要參考企業訪談內容，並輔以其他參考資料。不過訪談之前，會先蒐集該主題相關資料，擬定詳細訪談問題清單後，事先送給受訪企業參考，再由負責該主題之同仁進行訪談，受訪企業會視主題不同而機動調整。最近的研究主題包括日本企業在中國大陸的投資活動、能源價格膨脹對國內產業的影響、IT 產業的最新發展、消費金融產業、營建投資近來增加的情形等。

(2)高階主管訪談

(2.1)訪談目的：除瞭解主要大企業的營運狀況外，也藉此機會建立與企業長期合作的良好關係。

(2.2)訪談方式：每季遴選 20 家大企業進行高階主管禮貌性的拜訪，受訪者的職位大部分是執行長（CEO）、總裁（President）或副總裁（Vice-President）。日銀方面則以 2 人為一組，選派理事（Executive Director）、調查統計局局長、副局長其中 1 人為 leader，另一人則由負責產業分析組的組長(Director)隨同，並負責撰寫訪談紀錄。出訪之前，會先召開會議，因應不同的受訪企業隨機選定不同的訪談主題，並事先蒐集受訪企業相關背景

資料及上一次的訪談紀錄。

(三) 政策應用

產業分析報告內容主要供貨幣政策決策參考，不對外公開。在每月的分析報告中，報告形式係以大企業的看法為主，再加以判斷之後所進行的文字意向表達，故僅提供某種方向及程度上的參考。因此，在應用上，不像短觀係涵蓋全部的產業及各類型企業的數字內容，較具全面的參考性，但仍可補充短觀無法及時更新企業之不足，並協助每月的經濟及資金情勢預測。從每季的訪談研究報告中，可瞭解產業的最新發展趨勢及營運動向，有助於未來貨幣政策方向的擬定。

三、地區經濟報告

(一) 報告的目的

蒐集國內各地區主要產業之大、中、小型企業對當前及未來景氣及營運狀況的看法，以加強掌握全國各地區產業的動向。

(二) 報告的頻率與方式

1. 撰寫方式：仿效美國 Fed 褐皮書，純以文字意向表示，由 11 家分行按季撰寫所屬轄區的最新經濟情勢，主要透過訪談轄區內企業之看法而加以彙整。日銀甫於今(2005)年 4 月成立地區經濟科，負責彙整各分行之報告，並作成摘要。
2. 報告內容：包括產業景氣、民間消費、企業固定投資、生產、就業及所得狀況等項目，除列表比較當季及上一季

各地區對景氣看法的差異外，並就各項目比較不同地區的差異情況。

(三) 公布方式

每年 1、4、7、11 月公布每季期間的變動狀況。過去僅由各分行公布該地區經濟情況報告，2005 年 4 月 21 日首次公布全國各地區的摘要報告。公布之前會先召開分行經理會議，並將報告會洽相關部門參考。

(四) 政策應用

地區經濟報告更能確切掌握全國各地區最新經濟情況，除了可補充短觀統計資料，更可作為大企業訪談分析報告的輔助參考，加強經濟展望之預測，提高貨幣政策的判斷能力。此外，首次公布該報告的目的，也希望社會大眾透過該報告，能夠較正確判斷及預期全國經濟情勢，降低不確定性，以適切擬定投資決策，亦可提升貨幣政策的有效性。

四、銀行資深放款主管放款業務調查

日本銀行自 2000 年 4 月起，每年按季於 1、4、7、10 月對日本大型銀行的資深放款主管進行調查，並公布調查結果。此項調查幾乎完全仿照美國聯邦準備理事會之「銀行資深放款主管放款業務調查」辦理，編製說明如下：

(一) 調查目的：瞭解過去 3 個月企業、家庭及政府部門向銀行貸款需求、銀行放款標準、核貸條件、放款利率與資金成本差距

等變動情形與原因，以及預期未來 3 個月的變化。由於銀行放款數據為供需變動後之綜合結果，此類資訊則可掌握銀行放款供需分別變動的情況。

(二) 調查對象：為了掌握銀行對從大、中、小企業廣泛放款的情況，調查範圍選定為都銀、長信、信託、地銀、信用金庫等 6 種金融機構。問卷寄送對象為在基準時點放款餘額最多的前 50 家（目前的調查對象係根據 2001 年底的放款平均餘額所選定的）。這 50 家金融機構的放款餘額在上述 6 種金融機構放款總餘額中所占的比例約為 75%。調查對象約每 3 年調整 1 次，最近 1 次為 2003 年 4 月。

(三) 調查方法：採通信問卷的意向調查（屬質資料），調查前 1 個月下旬將問卷寄出，次月中旬回收結果，並於該月下旬公布，其結果亦以 D.I. 值表示。

(四) 主要調查項目：原則上，為考慮時間數列的延續性，調查項目大致相同，若遇特殊需求，則增加臨時調查項目。

◎過去 3 個月（不考慮季節性因素）：

1. 放款需求：企業、家庭及政府部門；大、中、小企業（區分製造業及非製造業；另區分營造不動產、金融保險及其他非製造業）。（參見圖 2-1）
2. 放款需求增減原因：大、中、小企業（包括營收、固定投資、其他融資來

源、自有資金、轉貸、利率等變動因素）；家庭部門之房貸及消費性貸款（包括住宅投資、消費、所得、利率等變動因素）。

3. 放款審核標準：對家庭部門及大、中、小企業的審核標準變化。（參見圖 2-2）
4. 放款審核標準變動原因：大、中、小企業（包括銀行資產組合、未來景氣不確定性、產業或企業個別問題、銀行競爭、非銀行競爭、資本市場競爭、風險承受度等變動因素）。
5. 放款期限及條件變化：對大、中、小企業的放款期限及條件變化（包括放款最大額度、加碼幅度、風險貼水、擔保品等）。
6. 放款加碼（利差）變化：對高、中、低評等之企業放款加碼變化。

◎未來 3 個月（不考慮季節性因素）：

1. 放款審核標準：對家庭部門及大、中、小企業審核標準可能變化。
2. 放款期限及條件：對大、中、小企業的放款期限及條件可能變化（包括放款最大額度、放款利差、風險貼水、擔保品等）。
3. 放款加碼（利差）：對高、中、低評等之企業放款加碼可能變化。

圖 2-1 日本銀行資深放款主管放款業務調查-放款需求變動
(2006 年 4 月調查結果)

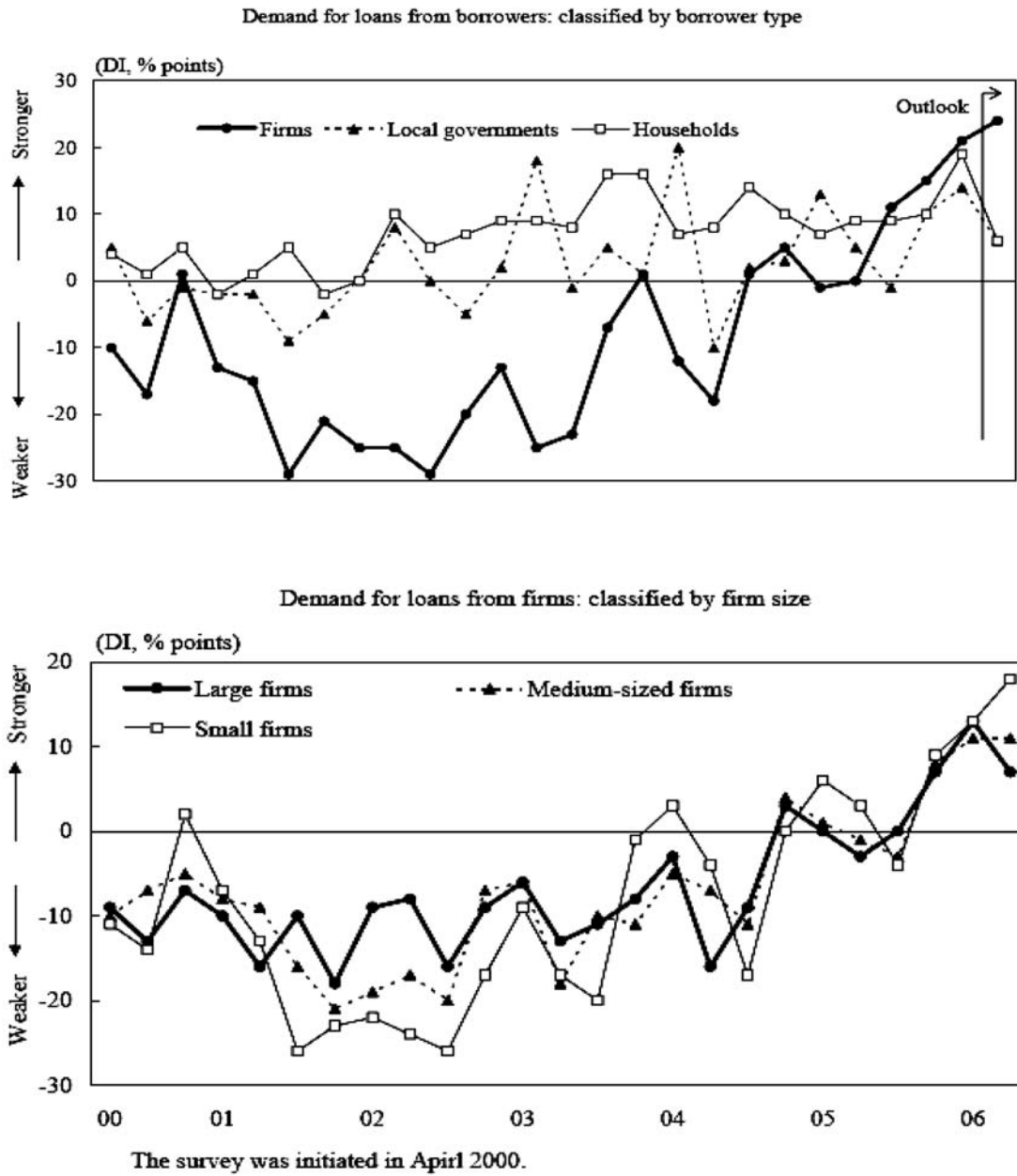
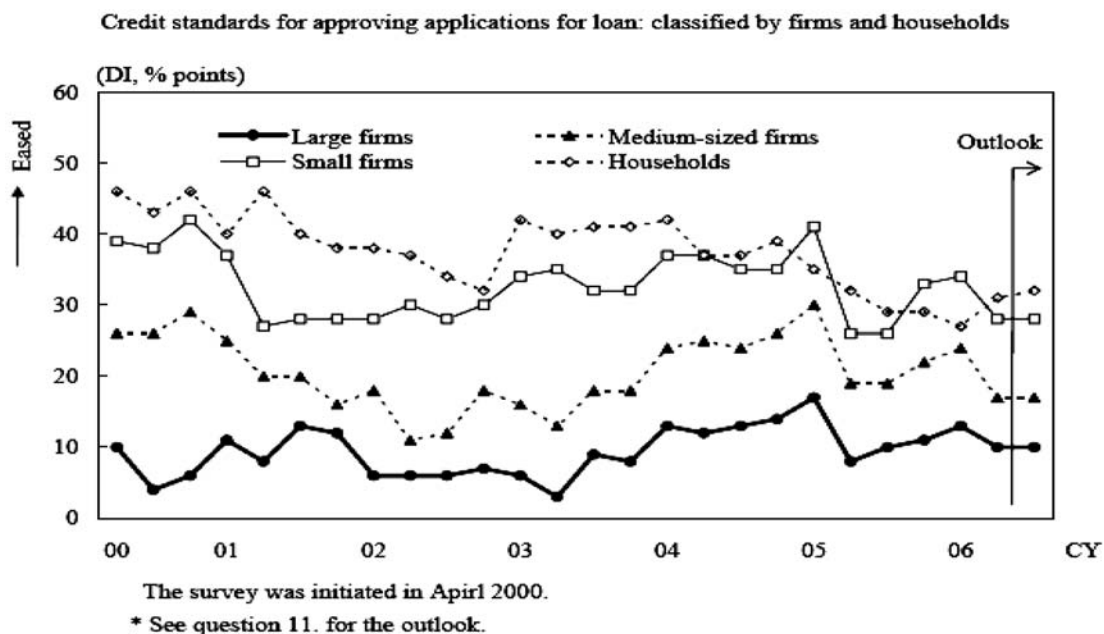


圖 2-2 日本銀行資深放款主管放款業務調查-放款審核標準
(2006 年 4 月調查結果)



五、景氣感受及消費行為意見調查

(一) 調查目的：主要瞭解一般大眾對當前及未來 1 年景氣的感受及其消費行為情況，以及對央行政策的看法，以改善貨幣政策的成效。

(二) 調查對象：自 1993 年起，針對居住在日本 20 歲以上的個人，每年按季進行調查，由總行及分行共同執行，並公布調查結果。

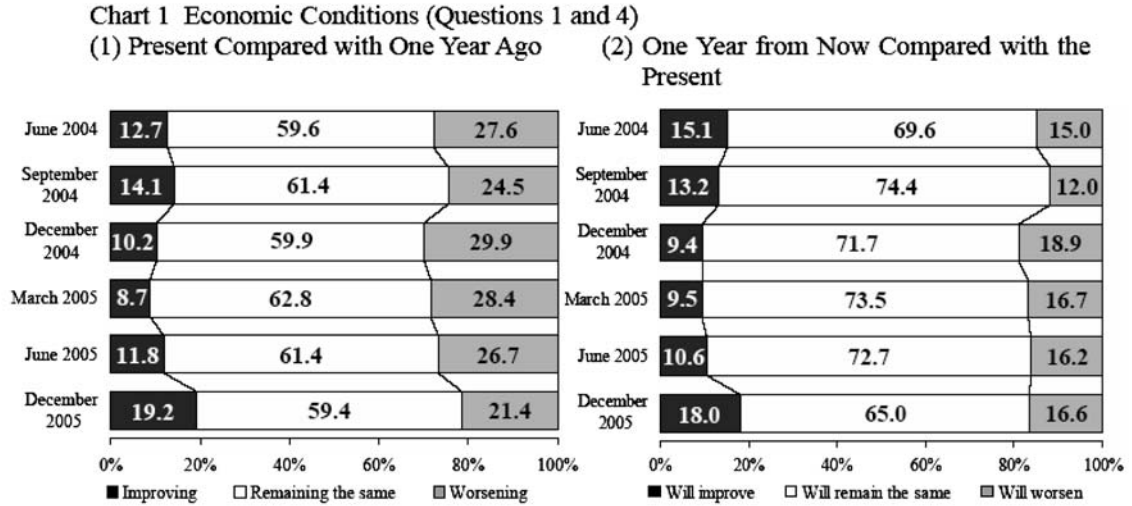
(三) 調查方式：由公共關係局主辦，採問卷抽樣調查，分層（性別、年齡、居住

地區）隨機抽樣，樣本數為 4000 人，通常回收率在 50% 以上。

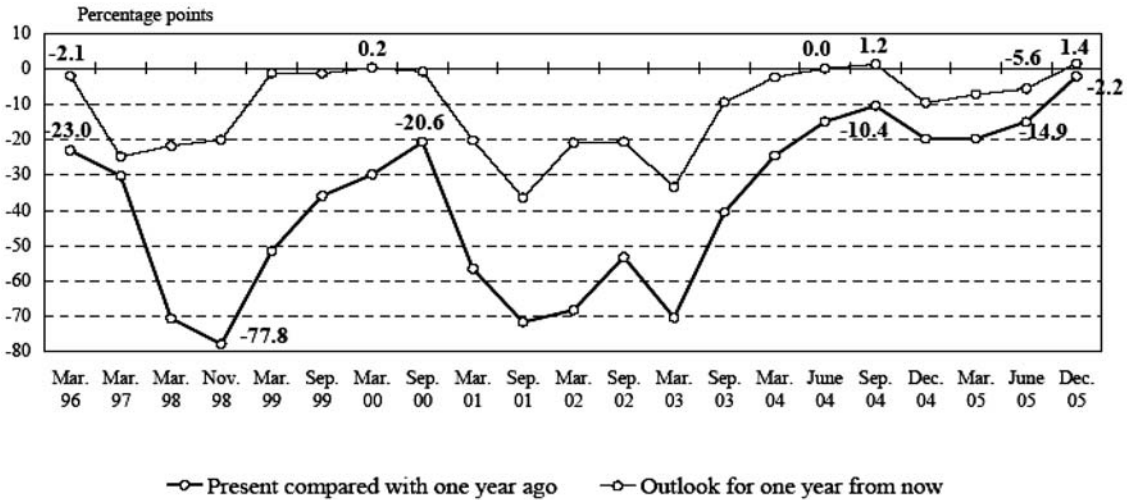
(四) 調查項目：包括對當前及未來經濟景氣（參見圖 3-1）、利率水準、物價（參見圖 3-2）與地價水準的感受，家庭所得、就業及支出的狀況，以及對央行政策的認知、信心、期許及看法。

(五) 公布方式：同時以比重及 D.I. 值表示，並與前次調查比較，以瞭解大眾生活改善的情況。

圖 3-1 日本景氣感受及消費行為意見調查-經濟情況
(2005 年 12 月調查結果)



(3) Changes in the Economic Conditions D.I.



	Mar. 96	Mar. 97	Mar. 98	Nov. 98	Mar. 99	Sep. 99	Mar. 00	Sep. 00	Mar. 01	Sep. 01	Mar. 02	Sep. 02	Mar. 03	Sep. 03	Mar. 04	June 04	Sep. 04	Dec. 04	Mar. 05	June 05	Dec. 05
Present compared with one year ago	-23.0	-30.2	-70.5	-77.8	-51.5	-35.9	-29.8	-20.6	-56.5	-71.6	-68.2	-53.2	-70.3	-40.5	-24.5	-14.9	-10.4	-19.7	-19.7	-14.9	-2.2
Changes from the previous survey		-7.2	-40.3	-7.3	+26.3	+15.6	+6.1	+9.2	-35.9	-15.1	+3.4	+15.0	-17.1	+29.8	+16.0	+9.6	+4.5	-9.3	0.0	+4.8	+12.7
Outlook for one year from now	-2.1	-24.8	-21.7	-20.0	-1.3	-1.4	0.2	-0.9	-20.1	-36.4	-20.9	-20.5	-33.4	-9.3	-2.5	0.0	1.2	-9.5	-7.2	-5.6	1.4
Changes from the previous survey		-22.7	+3.1	+1.7	+18.7	-0.1	+1.6	-1.1	-19.2	-16.3	+15.5	+0.4	-12.9	+24.1	+6.8	+2.5	+1.2	-10.7	+2.3	+1.6	+7.0

圖 3-2 日本景氣感受及消費行為意見調查-物價水準
(2005 年 12 月調查結果)

Chart 8 Perception of the Present Price Levels (Questions 13 and 14)
(1) Present Compared with One Year Ago

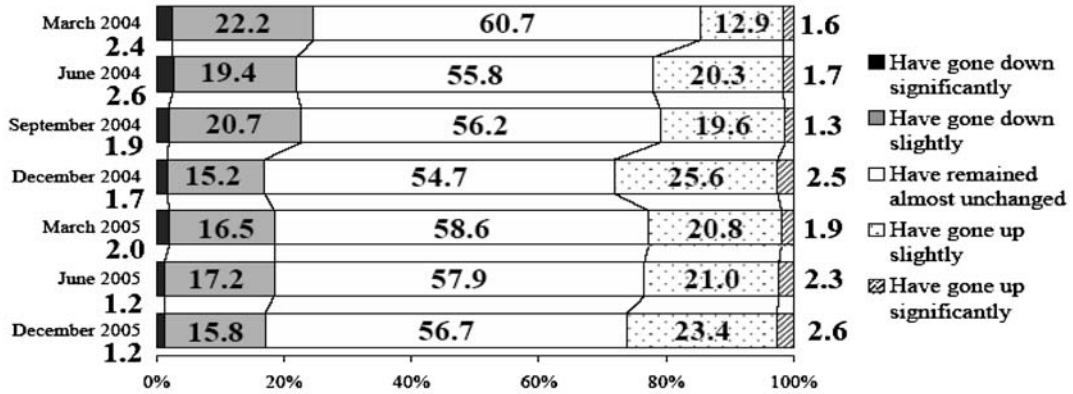
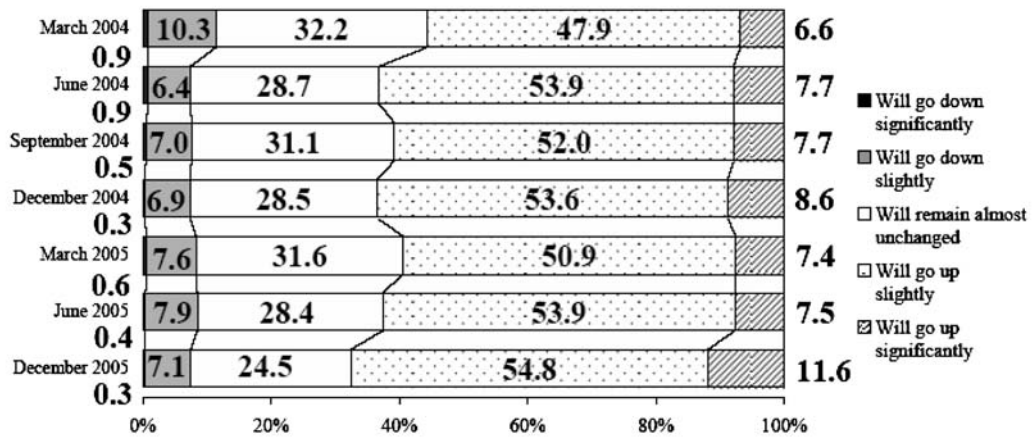


Chart 10 Outlook for Price Levels over the Next Five Years (Questions 17 and 18)
(1) Outlook for the Next Five Years



六、日銀主要經濟金融指標

根據日銀每月貨幣政策會議之主要參考資料-最新經濟金融情勢月報，就其中主要經濟金融指標歸納如下：

(一) 日銀貨幣政策委員會之看法

1. 國內經濟情勢：出口、工業生產、存

貨、企業固定投資、企業獲利、企業負債、就業情況、個人所得、民間消費、住宅投資、公共投資、IT 相關產品需求、原油價格、躉售物價指數、消費者物價指數。

2. 國內金融情勢：銀行放款態度、民間

放款需求、貨幣基數、貨幣總計數、貨幣市場資金狀況、商業本票及公司債發行餘額、長期利率、股價指數、日圓兌美元匯價。

(二) 背景資料

1. 國內經濟情勢：

- (1) 公共投資：公共投資、公共建設支出、公共工程簽約金額。
- (2) 實質輸出入：實質進出口（區分國家別及產品別）、實質貿易順差、經常帳盈餘、資本財、中間財、IT 相關產品、實質有效匯率、主要國家實質 GDP 成長率。
- (3) 企業固定投資：企業固定投資、資本財出貨量、設備利用及產能 D.I.（根據短觀）、機械訂單(製造業及非製造業)、新建民間非住宅建築(製造業及非製造業)。
- (4) 民間消費：實質民間消費支出、耐久財銷售額、零售店銷售額、服務業銷售額（餐飲及觀光業）、總和銷售指數（含百貨公司、超市新車登記、家庭電子設備、觀光、餐飲等銷售額）、消費財總合供給指數、消費者信心指數（主要項目貢獻率）。
- (5) 住宅投資：新建住宅、銷售。
- (6) 工業生產：工業生產（區分產業別）、出貨量（區分製成品、最終

產品（含資本財及運輸工具、耐久財、非耐久財、建築用品））、存貨（存貨循環區分產品別）、未來展望（根據企業訪談）。

- (7) 就業及所得：就業薪資（細分項目）、失業率、工作提供數對申請數之比率，新增工作提供數對新增申請數之比率、新增工作供給數（區分產業別）、就業人數、部分工時員工比率、個人所得。

2. 物價：進口物價（國際商品、原油）、國內躉售物價指數、公司服務價格指數、消費者物價指數（扣除新鮮食物、農漁產品、一般勞務）。

3. 國內金融情勢：

- (1) 金融市場：短期貨幣市場利率（官方貼現率、隔夜及無擔保拆款利率、境外日圓 3 個月利率期貨）、10 年期政府公債利率、公司債及政府公債利差、股價、外匯市場。
- (2) 企業金融及貨幣總計數：民間信用需求、信用供給、銀行放款態度（銀行資深主管放款調查）、放款利率、民間銀行放款、公司債及商業本票、企業財務情況、債務利息負擔（短觀）、公司倒閉（家數及負債金額）、貨幣基數、貨幣數量（M1、M2+CDs、廣義貨幣，對名目 GDP 之比率）、存款（項目及部

門別)。

(三) 重要指標表列

1. 消費者支出：生活支出水準指數、百貨公司銷售額、超市銷售額、新車登記、家庭電子設備銷售額、旅行支出、新建住宅。
2. 生產：機械訂單(製造業及非製造業)、新建民間非住宅建築(製造業及非製造業)、公共工程簽約金額、工業生產、出貨量、存貨(存貨比率)、產業活

動指數、公司倒閉家數。

3. 勞動市場：工作提供數對申請數之比率、失業率、加班時數、就業人數(正常就業人數)、每人名目工資
4. 總體經濟：實質 GDP、實質輸出、實質輸入。
5. 物價：國內躉售物價指數、消費者物價指數、公司服務價格指數
6. 金融：貨幣數量(M2+CDs)

參、美國聯邦準備體系的產業觀測指標及其政策應用

美國聯邦準備體系(the Federal Reserve System, 以下簡稱Fed)之產業資訊來源大多仰賴各區聯邦準備銀行所編製之褐皮書(Beige Book), 而Fed理事會亦相當重視自辦銀行資深放款主管放款業務調查(Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices), 以提供企業資金需求相關資訊。

各區聯邦準備銀行除針對主要產業進行訪談以編製褐皮書外, 部分地區亦辦理產業調查或參考相關經濟指標據以編製經濟活動指數, 如紐約、費城、里奇蒙、芝加哥、達拉斯、堪薩斯等地區聯邦準備銀行, 均有辦理製造業活動調查或編製經濟活動指數, 其中芝加哥聯邦準備銀行是唯一利用 80 餘種經濟指標按月編製全國經濟活動指數, 其他區則以地區性指標為主。

以下就褐皮書及銀行資深放款主管放款

業務調查之方式與指標項目, 以及芝加哥聯邦準備銀行全國經濟活動指數分別加以說明。此外, 為進一步瞭解以上資訊及其他相關統計指標在政策上之應用情況, 擬根據Fed理事會主席每半年對國會進行的貨幣政策報告(Monetary Policy Report to the Congress), 觀察其中國內主要經濟金融指標。

一、褐皮書

(一) 起源

自 1970 起, 各區聯邦準備銀行開始撰寫該轄區之經濟情況摘要, 最初稱之為「紅皮書」(Red Book), 但僅供貨幣政策參考, 並未公開。自 1983 年起, 該書開始對外公布, 為了突顯這項政策的改變, 且紅皮書僅供內部參考, 故將書皮更改為褐色, 「褐皮書」(Beige Book)因此而得名。

(二) 編製及內容

聯邦公開市場委員會（Federal Open Market Committee，簡稱 FOMC）會議 1 年舉行 8 次，褐皮書在每次會議 2 週前公布。該書由 12 區聯邦準備銀行根據各該轄區經濟情況報告彙編而成，內容主要訪談各區代表產業的大型企業對當前經濟活動的看法，及上次 FOMC 會議以來所觀察到的經濟情況，也有部分聯邦準備銀行會加入理事的報告、經濟學者及市場人士的看法，但均僅陳述事實，不含官方評論及數據。

各區聯邦準備銀行所選定的代表性企業有 30 家至 100 家不等，通常以電話訪談為主，有時視情況而採實地訪問，訪談作業期間約有 1 週，訪談問題通常會事先送給對方參考，人力約 5 至 10 人，由於褐皮書的彙整約需 1 週的工作天，故訪談作業截止日通常定於褐皮書公布日 1 週前。

褐皮書包括全國及各區的摘要，全國摘要由 12 區聯邦準備銀行就各區報告輪流彙整。因各區主要產業及經濟活動各有差異，故各區聯邦準備銀行所偏重的部門別及報告重點亦有所不同。綜合而言，全國摘要包含以下類別及重點：

1. 消費者支出：零售業及汽車銷售狀況。
2. 服務及觀光業：包括運輸、媒體、高科技、餐飲、醫療、飯店、旅行社等。
3. 營造及不動產業：包括住宅及商用不動產市場、租屋市場、新屋興建及銷

售、辦公室空屋情況等。

4. 製造業：各主要製造業生產、新接訂單、獲利、資本支出、成本、存貨、銷售、原物料供需、就業等。
5. 銀行及金融業：一般放款需求、商業貸款、住宅抵押貸款、新增貸款、存款、非銀行金融服務需求（如證券業、投資公司）、銀行相關指標（如逾放比率）、信用狀況。
6. 勞動市場及物價：主要產業勞動市場供需、工資、一般物價、零售物價、躉售物價、能源及原料價格。
7. 農業及天然資源：主要農作物種植及收成情況、原料成本、畜牧業、礦業、能源產業等。

（三）褐皮書與實際經濟情況

從若干實證研究測試褐皮書反映實際經濟情況的程度指出，大致上，褐皮書提供了全國及地區當前經濟情況非常有用的指標。

例如，1998 年 Dallas 聯邦準備銀行 Balke and Petersen 兩位經濟學者，曾將 1983 年 7 月至 1997 年 1 月褐皮書之全國及各區經濟情況摘要分別加以評分，分數由+2（表示經濟非常強勁且持續擴張）至-2（表示經濟非常疲弱且持續衰退），間距為 0.5，正數表示經濟擴張，負數表示經濟衰退，0 表示經濟持平。然後將該分數，分別與全國及各地區的當季與下 1 季的實質 GDP 成長率進行迴歸分析，結果顯示褐皮書對當季與下 1 季實質 GDP 成

長率的預測能力十分顯著。

1999 年 Minneapolis 聯邦準備銀行 Fetting、Rolnick 及 Runkle 三位經濟學者，亦將褐皮書自 1970 年以來的全國經濟情況摘要加以評分，然後將該評分與實質 GDP 成長率進行迴歸分析，結果亦顯示褐皮書的預測能力十分顯著。不過，這三位學者也同時民間機構的預測值與實質 GDP 成長率進行迴歸分析，結果顯示褐皮書的預測能力並沒有優於民間機構。

2000 年 Dallas 聯邦準備銀行 Balke 與 Yucel，以及 2001 年 Atlanta 聯邦準備銀行 Ginther 與 Zavadny，亦將褐皮書量化後（評分方式同上）進行實證分析，結果均顯示褐皮書不僅可顯著反映全國及地區性的生產狀況，亦可顯著反映就業狀況。

（四）褐皮書在貨幣政策扮演的角色

FOMC 於 1942 年開始以投票方式決定貨幣政策，其由 12 名成員所組成，除了 7 名理事及紐約聯邦準備銀行總裁外，另外 4 名成員由其他 11 區聯邦準備銀行總裁輪流任期 1 年。因此，各區聯邦準備銀行總裁都有機會參與貨幣政策的決策，他們通常會充分討論褐皮書的內容，以即時掌握各區消費者支出、企業投資、工資及物價等最新情況，並佐證相關經濟預測數據，畢竟經濟模型無法完全涵蓋複雜的實際經濟變數，加以經濟統計數據發布落後。因此，褐皮書在協助貨幣政策的決策上，扮演著重要的角色。

（五）褐皮書對金融市場的影響

1. 金融市場實際的反應

金融市場起初對褐皮書並不很重視，直到 1987 年 10 月股市大崩盤以後，開始關注褐皮書及 Fed 的動向，褐皮書的公布因而逐漸影響市場對 Fed 決策的看法，進而影響股市、利率及匯率走勢，從以下列舉幾項實例可以看出，褐皮書不僅影響市場對未來的經濟預期，也逐漸成為市場探測 Fed 決策的水晶球：

- (1) 1988 年 3 月 27 日，華盛頓郵報指出，由於褐皮書顯示經濟情況優於預期，此意味 Fed 不可能在短期內調降利率，因此導致長期利率走揚，債券價格下滑。
- (2) 1993 年 12 月 9 日，華爾街日報指出，由於上午褐皮書公布顯示經濟活動適度擴張，且物價非常平穩，結果，下午各類市場價格恢復穩定。
- (3) 1998 年 12 月 10 日，路透社指出，在褐皮書公布顯示整體經濟情況於 11 月持續擴張之後，各類市場價格因此回升。
- (4) 2006 年 3 月 15 日，華爾街日報指出，在褐皮書公布顯示整體經濟持續成長，且通膨壓力緩和之後，道瓊工業指數大幅上揚。

2. 實證研究

(1) 褐皮書與利率變動呈現正相關：

2003 年 Atlanta 聯邦準備銀行 Zavodny 與 Ginther，將 1983 年至 2001 年的褐皮書量化後（評分方式同上）進行實證分析，以檢測褐皮書的分數與美國國庫券長短期殖利率及股價指數的相關性，結果發現褐皮書的分數與大部分年期的利率變動呈現正相關，且中長期利率較短期利率的相關性為顯著，此與市場認為褐皮書是引導 FOMC 長期貨幣政策方向的解讀，頗為一致。

(2) 褐皮書與股價指數隨著景氣循環而

呈現不同的相關性：前項實證研究亦指出，褐皮書的分數與股價指數則會隨著景氣循環而呈現不同的相關性。當景氣處於擴張期，褐皮書的分數與股價指數呈正相關；但當景氣處於衰退時，褐皮書的分數與股價指數呈負相關。此表示當景氣衰退時，若褐皮書所揭示的經濟狀況愈好（分數愈高），隱含 FOMC 將停止調降利率，股價因而走跌，亦即股市關切 FOMC 的政策動向甚於經濟走勢。但是，當景氣處於擴張期，股市對經濟走勢的關切似乎甚於 FOMC 的政策動向，所以，褐皮書所揭示的經濟狀況愈好，股價因而上揚。

二、銀行資深放款主管放款業務調查

Fed 銀行資深放款主管意見調查自 1992 年起每年舉辦 4 次，最多 6 次，可提供 1、5、8、11 月之 FOMC 會議及 Fed 主席向國會報告之參考，說明如下：

（一）調查目的：主要瞭解當前銀行提供放款及利率的最新資訊，及企業與家庭部門的資金需求情況。

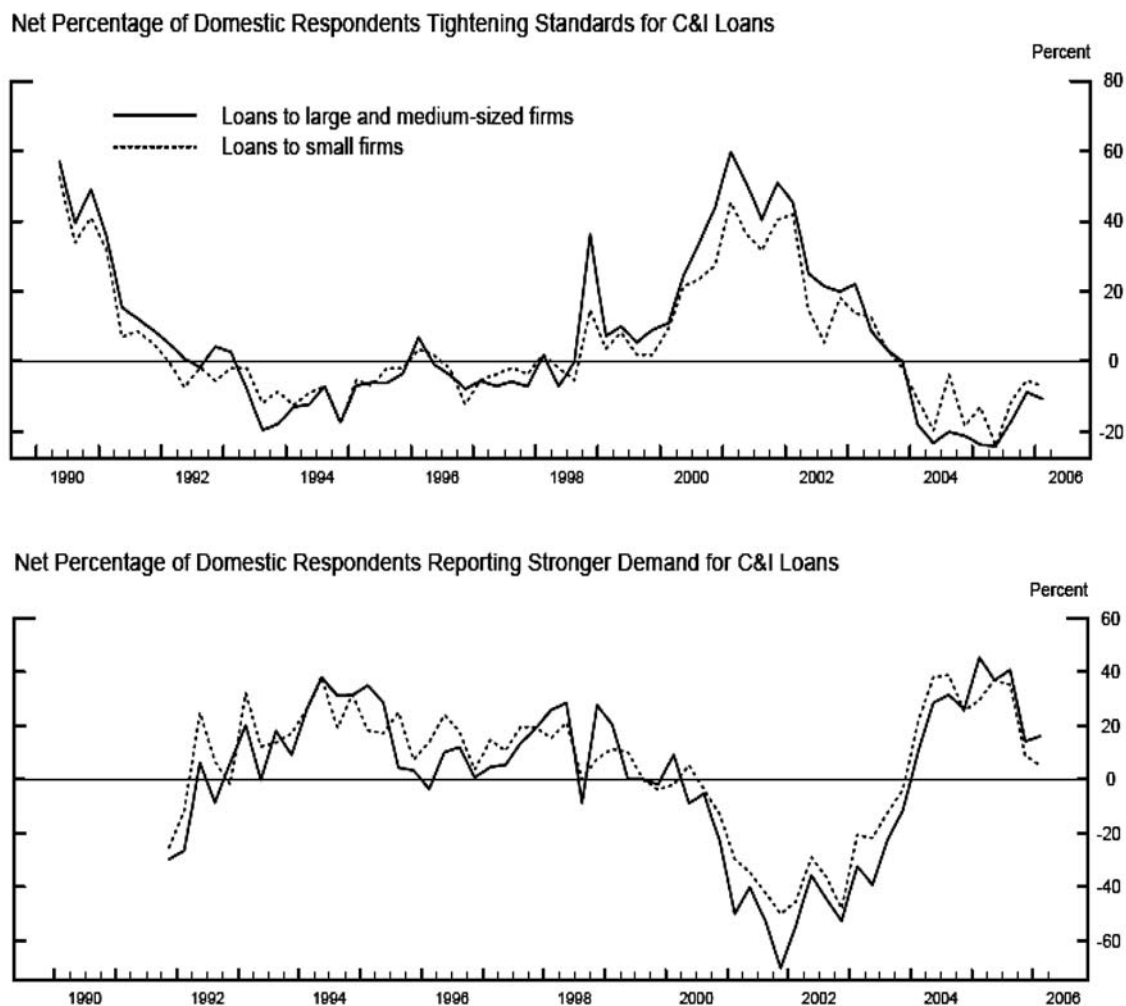
（二）調查對象：最多 60 家大型商業銀行及 24 家外銀在美分支機構之資深放款主管。

（三）調查方法：雖有法源依據，但仍採自願受查方式。由 Fed 熟悉銀行放款業務部門之資深人員，以電話訪談自願受查之銀行，平均訪談時數約 2 小時，但事先會將問卷寄出。由於採意向調查，屬質資料，其結果以家數比重來表示。

（四）主要調查項目：過去 3 個月銀行分別對大（中）及小企業放款（包括商業及工業貸款、商業用不動產放款）、居民抵押貸款，以及消費者貸款之核貸條件及需求概況。每次調查都會增加 1 至 2 個當前關切議題。

1. 放款標準及條件變化：大（中）及小企業-包括放款最大額度、放款成本、放款利差、風險貼水、放款契約、擔保品等變化；消費者-包括信用限制、加碼幅度、每月最低償還比例、最低信用評分等變化。（參見圖 4-1,4-2）

圖 4-1 美國銀行資深放款主管放款業務調查-對企業放款供需變動
(2006 年 1 月調查結果)

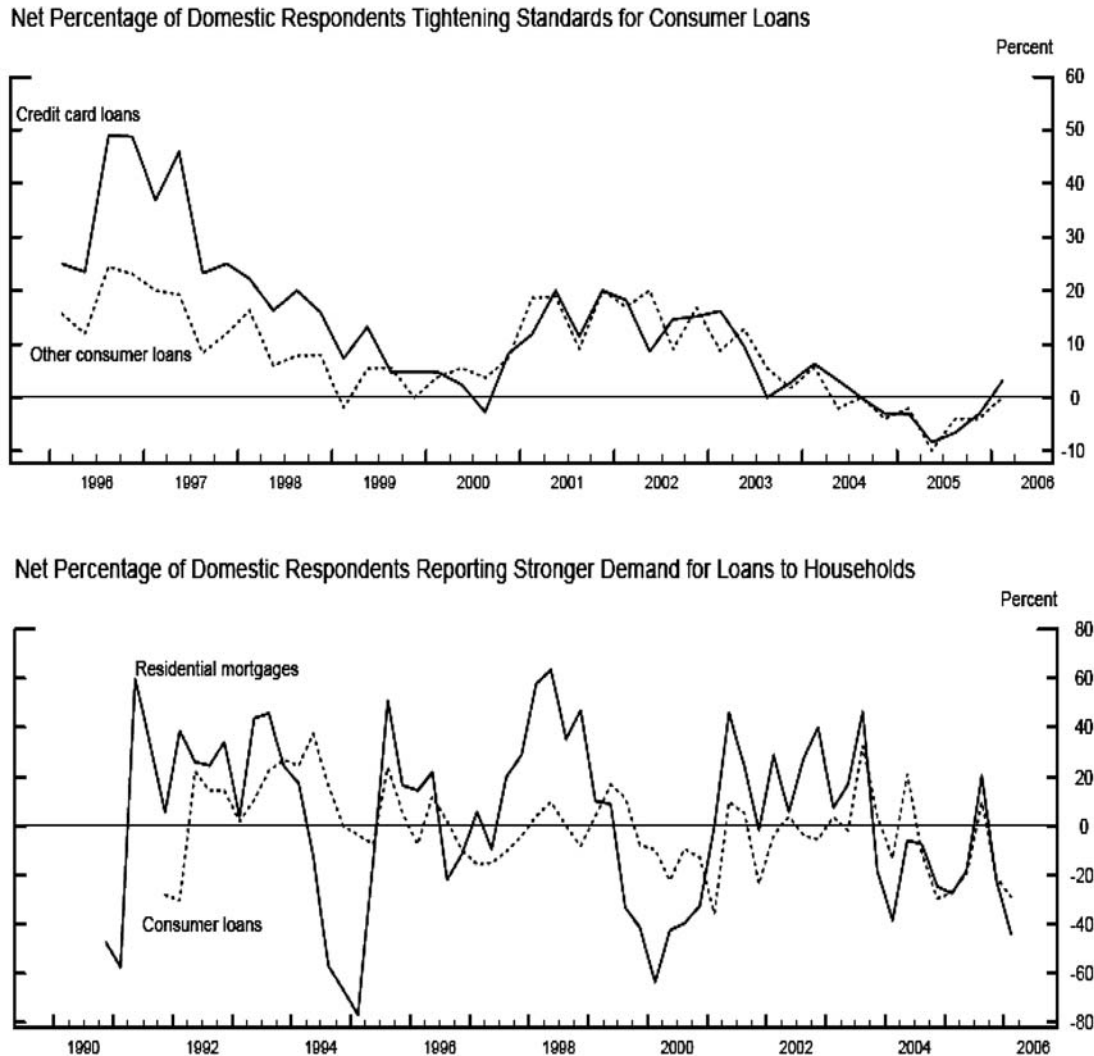


2. 放款標準及條件變動原因：包括銀行資本、未來景氣不確定性、產業或企業個別問題、銀行、非銀行或資本市場競爭、風險承受度、次級市場流動性、倒帳風險等變動因素。
3. 放款需求變化：對大（中）及小企業

及消費者（含季節及非季節因素）的放款需求變化。（參見圖 4-1,4-2）

4. 放款需求增減原因：大（中）及小企業-包括存貨融資需求、應收帳款融資需求、固定投資、自有資金、購併融資需求、轉貸或其他融資來源等。

圖 4-2 美國銀行資深放款主管放款業務調查-對消費者放款供需變動
(2006 年 1 月調查結果)



三、芝加哥聯邦準備銀行全國經濟活動指數

(一) 定義及目的

「芝加哥聯邦準備銀行全國經濟活動指數」(Chicago Fed National Activity Index, 簡稱CFNAI)係由85種代表全國實質經濟活動現況的指標所組成,再經過加權平均而得出單一的綜合性指數。芝加哥聯邦準備銀行

自2001年3月5日開始編製,並於每月下旬公布,主要目的是希望能夠提供社會大眾一個客觀、即時、且可廣泛衡量全國實質經濟活動現況的統計指標。

CFNAI最早由哈佛大學James Stock及普林斯頓大學Mark Watson兩位學者,於1999年在Journal of Monetary Economics 聯合發表

的「通貨膨脹之預測」(Inflation forecasting) 文章中所提出, 2000 年芝加哥聯邦準備銀行資深經濟學者 Jonas Fisher 也在相關報告中發表, CFNAI 於 1960 至 1999 年期間顯著上升時, 可提前透露通膨壓力上升的警訊, 同時, CFNAI 的時間數列走勢與美國景氣循環期的低谷與高峰期密切吻合。

(二) 編製方法

1. 指標的選取

CFNAI 由以下五大類的指標所組成:

- (1) 產出與所得: 包括主要產業各種階段的生產成長指標、採購經理人指數、設備利用衡量指標、實質所得成長指標等共 21 種指標。
- (2) 就業、失業與工時: 包括主要產業就業成長率、失業率、工時成長率等 24 種指標。
- (3) 個人消費、房屋開工及銷售: 個人消費支出(耐久財、非耐久財、汽車及服務)、房屋開工率、房屋銷售等 13 種指標。
- (4) 製造業及商業銷貨: 包括製造業、批發業及零售業實質銷貨成長率等 11 種指標。
- (5) 訂單及存貨: 包括新接訂單與供應商供貨的相關指標, 存貨成長率、製造業及商業之存貨銷貨比率、耐久財製造業之新接訂單成長率等 16 種指標。

2. 指數的計算

- (1) 轉換數列: 指標選取後, 必須將已經季節調整的各種指標原始數列進行不同的公式轉換, 使其成為定態(stationary)。轉換之後的數列資料再經過標準化, 使其以 0 為平均數, 以 1 為標準差。
- (2) 決定權數: 基本上, 權數係依據各指標對經濟成長的貢獻大小來決定。
- (3) 預測及修正: 由於這 85 種月資料數列, 有三分之一往往在下月月底或下兩個月才公布上月的資料, 而 CFNAI 必須於下月下旬公布上月的數, 故這些發布落後的指標必須仰賴模型預測, 先暫以預測值取代上月數字, 待資料公布後, 於下月再修正。此外, 若所公布的指標來源資料有修正時, 權數亦會隨之改變, 但變動不大。

(三) 政策應用

1. 如何利用 CFNAI 判斷景氣及通膨的轉折點

即使 CFNAI 數列經過轉換, 波動性仍大, 因此為降低波動性, 一般採用 3 個月移動平均數(CFNAI-MA3), 以便於判斷指數走勢。根據 CFNAI-MA3 長期時間數列走勢的表現, 進行模擬測試的結果, 如果達到某個門檻值, 則可能出現通膨或衰退的警訊, 分別說明如表 1:

表 1、CFNAI-MA3 數值之意涵

若 CFNAI-MA3 < -0.70，且緊接著一段經濟擴張期之後…	經濟開始進入衰退的可能性愈來愈大
若 CFNAI-MA3 > +0.20，且緊接著一段經濟收縮期之後…	經濟衰退已經結束的可能性大增
若 CFNAI-MA3 > +0.70，且在經濟擴張期已達兩年以上…	持續加速之通貨膨脹期已經開始的可能性愈來愈大
若 CFNAI-MA3 > +1.0，且在經濟擴張期已達兩年以上…	持續加速之通貨膨脹期已經開始的可能性大增

2. CFNAI 與景氣循環的相關性

若依據國家經濟研究局（NBER）所認定的美國景氣循環期，1967 年至 2005 年間共歷經 6 次景氣衰退期，分別為：1970、1973-75、1980、1981-82 及 1990-91、2001。從 CFNAI-MA3 與這 6 次景氣衰退期（陰影區）的關係可以發現（參見圖 5-1），當 CFNAI-MA3 發生較大的景氣低谷轉折時，正好落於陰影區，故 CFNAI-MA3 似乎是判斷經濟是否步入或脫離衰退期一個有用的指標，而一般景氣轉折點往往在景氣轉折點發生數月之後，才可明確認定。例如，由圖 1 可知 1990-91 的衰退期在 1991 年 3 月結束，但 NBER 直到衰退期結束 21 個月後，1992 年 12 月才發布。

在這 6 次景氣衰退期間，CFNAI-MA3 都低於 -0.70，且在 1970、1981-82、1990-91 及 2001 衰退期的第 1 個月就低於 -0.70；在 1973-75 及 1980 衰退期分別在第 3 個月低於 -0.70。當經濟景氣脫離衰退期時，在 NBER 所公布的景氣低谷之後幾個月，

CFNAI-MA3 明顯地會趨向正?的區域。尤其，當 CFNAI-MA3 首次高於 +0.20，都在衰退期之後，亦即衰退期已經結束。

然而，CFNAI-MA3 要多早才可透露景氣轉折點的訊息?在這 6 次衰退期的前 4 次中，轉折點都出現在景氣循環低谷發生後的 5 個月內。在 1970 衰退期，CFNAI-MA3 首次高於 +0.20 出現在低谷發生後第 2 個月；在 1973-75、1980 及 1981-82 衰退期，分別出現在低谷發生後第 5、3、4 個月。然而在 1990-91 衰退期，直到低谷發生後第 32 個月（1993 年 11 月），CFNAI-MA3 才高於 +0.20；2001 年衰退期亦直到低谷發生後約 2 年才高於 +0.20。不過，大體而言，CFNAI-MA3 算是可較早透露景氣轉折點訊息的全國經濟活動指標。

3. CFNAI 與通貨膨脹的相關性

1967 年至 1999 年間，美國共有 4 次持續加速通膨期，分別為：1968-71、1973-75、1977-81 及 1987-91。目前並無任何機構正式認定持續加速通膨期間的日期，芝加哥聯邦

準備銀行則依據核心消費者物價指數 (CPI) 及核心個人消費支出兩種指標之年增率 (均剔除食物及能源項目) 來認定。

從 CFNAI-MA3 與這 4 次持續加速通膨期 (陰影區) 的關係可以發現 (參見圖 5-2), CFNAI-MA3 也提供可能發生持續加速通膨的近期訊息。在這 4 次持續加速通膨

期間, CFNAI-MA3 都高於+0.70, 前 3 次的通膨情況較嚴重, CFNAI-MA3 甚至超過+1.0。一個值得注意的現象是, 這 4 次持續加速通膨期都是在前次景氣循環低谷至少 2 年以後發生。在經濟衰退結束後不久的早先幾個月, CFNAI-MA3 通常都快速上升, 且高於+0.70。

圖 5-1、CFNAI-MA3 與景氣循環的相關性
2006 年 3 月

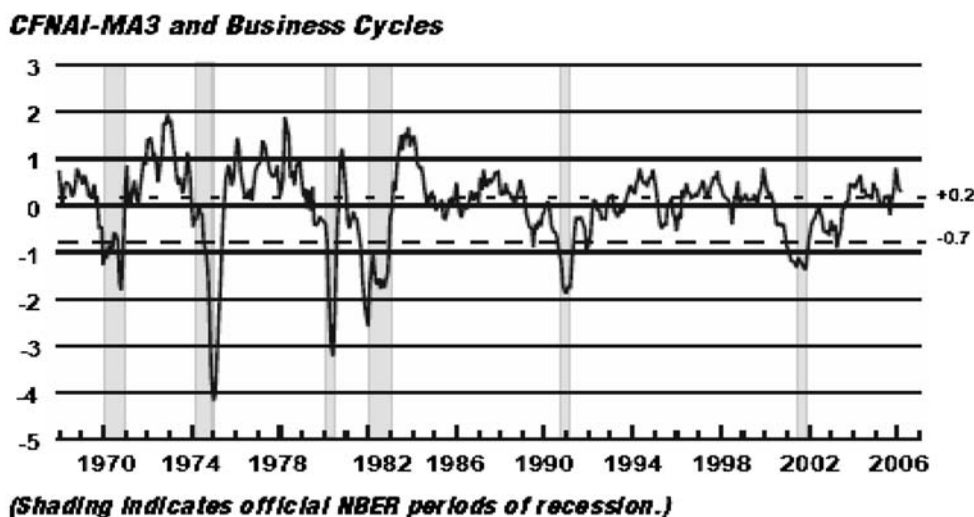
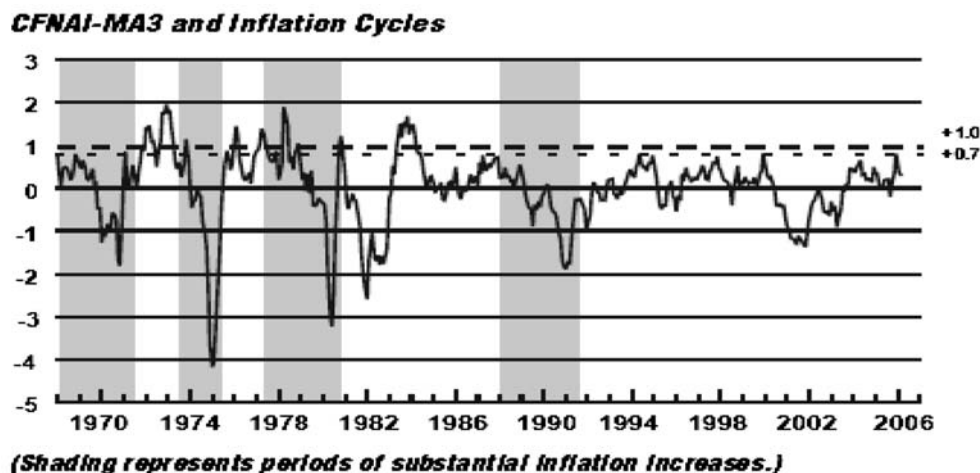


圖 5-2、CFNAI-MA3 與通貨膨脹的相關性
2006 年 3 月



四、美國聯邦準備理事會主要經濟金融指標

根據 Fed 理事會 2005 年 7 月 20 日每半年一次對國會進行的貨幣政策報告，就國內主要經濟金融指標歸納如下：

(一) 家庭部門

1. 消費支出：實質個人消費支出、(實質)個人可支配所得、家庭財富(淨值)、房價、個人儲蓄率、消費者信心指數，以及就業、薪資及油價對消費支出之影響(褐皮書)。
2. 住宅投資：房屋市場，包括房屋需求、銷售(褐皮書)及貸款。
3. 家庭部門融資：家庭部門負債、消費者信用。

(二) 企業部門

1. 固定投資：實質固定投資、營收、設備及軟體支出(電腦及通訊設備、運輸設備如汽車及飛機採購，及其他非以上類別之採購)、營建支出(辦公及商業用大樓、工業用設施、材料等)。
2. 存貨投資：企業累積實質存貨(汽車、非農業)、存貨銷售比率。
3. 企業獲利及融資：企業盈餘(非金融企業)、現金流量、非金融企業因應資本支出之融資需求、股票及債券發行、短期債務融資、商業本票發行、銀行商業及工業放款需求及條件(銀行資深放款主管放款業務調查)。

(三) 政府部門

1. 聯邦及州地方政府收支：預算赤字、稅收、支出、儲蓄。
2. 聯邦及州地方政府融資：政府債務、政府債務對名目 GDP 比率、國庫券發行及標售情況。

(四) 國外部門

1. 國際貿易：經常帳赤字、實質貨物及勞務輸出(資本財、消費財)、實質貨物及勞務輸入(原油及非原油貨物)、進出口貨物價格(非原油貨物、原物料、工業原料、農產品、資本財、消費財)、原油價格(西德州中級原油 WTI 即期與期貨、OPEC 及俄羅斯產油分析)。
2. 金融帳：國外官方及民間資本淨流入(債券、股權)、國外直接投資流出與流入。

(五) 勞動市場

1. 就業與失業：非農業就業人口(服務業、製造業、營造業、零售業)、失業率、勞動參與率。
2. 生產力及勞動成本：勞動生產力(非農業企業部門每小時產出)、就業成本指數(ECI)。

(六) 物價：

個人消費支出物價指數(PCE)、核心 PCE 物價指數(扣除食物及能源)、消費者物價指數(CPI)、核心 CPI(扣除食物及能源)、汽油售價、電價、食品(蔬果)售

價、JOC 工業價格指數、生產者物價指數、物價預期（褐皮書）。

（七）金融市場

1. 利率：聯邦資金利率、3 個月期、2 年期及 10 年期國庫券利率、公司債與國庫券利差。

2. 股票市場：股價指數、本益比、股票共同基金。

3. 債務及金融中介：國內非金融部門負債（家庭及企業）、商業銀行信用。

4. 貨幣總計數：M2、存款項目、M2 流通速度。

肆、結 論

就美、日央行產業即時及前瞻性資訊蒐集方面，日本資訊較為完整，同時涵蓋全國大、中、小型企業的產業資訊，2005 年起並公布類似美國褐皮書的地區經濟報告，但一般仍較重視短觀調查結果，其公信力也較高。此外，日銀內部亦重視企業訪談資料的蒐集，以協助判斷未來經濟展望，至於企業資金狀況也透過銀行資深放款主管放款業務調查協助瞭解。

美國方面，Fed 則較仰賴各區聯邦準備銀行之褐皮書，市場人士通常也會隨著褐皮書的公布，判斷 FOMC 的未來政策動向，惟褐皮書的訪談對象係以各區的大型企業為主，

對於小型企業資訊的蒐集則較缺乏。Fed 理事會雖每 5 年舉辦一次小型企業金融調查，以瞭解其所面臨的融資問題，惟該調查資料嚴重落後，故有關企業資金情況的即時資訊，則仰賴銀行資深放款主管放款業務調查。

此外，觀察美、日貨幣政策會後決議所公布之國內經濟金融情況報告，各部門指標訊息相當充分。由此顯示，Fed 及日銀在貨幣政策的決策判斷過程中，廣泛參考各種相關指標，不僅提供社會大眾充分的指標訊息，以確切掌握當前經濟情勢，降低不確定性，也揭示其貨幣政策決策的審慎程度。

參考文獻

- Balke, Nathan S. and D'Ann Petersen (2002), "How Well does the Beige Book reflect Economic Activity? Evaluating Qualitative Information Quantitatively", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol 34, 114-136.
- Balke, Nathan S. and Mine K. Yucel (2000), "Evaluating the Eleventh District's Beige Book", *Economic and Financial Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, Q4, 2-10.
- Bank of Japan (2001), "Introduction of the 'Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices at Large Japanese Banks'", April.
- ____ (2006), "Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments"
- ____ (2006), "Regional Economic Report(Summary)"

- ____ (2004), “Revision of TANKAN in the March 2004 Survey-Comparison between the pre- and post-revision in the December 2003 Survey” , March.
- ____ (2004), “Sample Design and Sample Maintenance of TANKAN” , June.
- ____ (2006), “Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices at Large Japanese Banks”
- ____ (2006), “TANKAN Summary”
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2006), “Monetary Policy Report to the Congress” , February.
- ____ (2006), “The Beige Book”
- ____ (2006) , “ Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices ”
- Evans, Charles L. ,Chin Te Liu, and Genevieve Pham-Kanter (2002), “The 2001 Recession and the Chicago Fed National Activity Index: Identifying Business Cycle Turning Points” , *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, Q3,26-43.
- Federal Reserve Bank of Chicago (2001), “CFNAI Background Release” , March.
- ____ (2006), “Chicago Fed National Activity Index” .
- Fettig, David, Arthur J. Rolnick, and David E. Runkle (1999), “The Federal Reserve’s Beige Book: A Better Mirror Than Crystal Ball” , *The Region*, Federal Reserve Bank of Minneapolis , March, 28-32.
- Ginther, Donna K. and Madeline Zavodny (2001), “The Sixth District Beige Book: Timely Information on the Regional Economy” , *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Q3, 19-29.
- Zavodny, Madeline and Donna K. Ginther (2003), “Does the Beige Book Move Financial Markets?” , *Working Paper*, Federal Reserve Bank of Atlanta, No.3, January.

