



日本银行货币政策表述的演进

代 玥 尹秀秀 周有容

日本自1998年陷入增长乏力、物价下行的困局后，便开始采用预期管理策略，不断探索完善货币政策表述，积累了丰富的实践经验。

日本银行货币政策表述变化与政策效果

日本银行货币政策表述变化经历了三个阶段，表述内容从模糊到清晰，信息含量逐渐提高，沟通方式不断优化。

首次施行零利率政策阶段（1999～2000年）

20世纪90年代后期，社会舆论普遍认为物价下行是日本银行没有采取更加积极的货币政策导致的，并将物价下行视为日本经济面临一系列问题的根源。此阶段，日本银行开始关注预期管理，采用相对模糊的表述方式进行前瞻性指引。1999年2月，日本银行实施零利率政策。同年4月，日本银行行长速水优宣布“将

在物价下行压力消除之前维持零利率”，这标志着日本银行前瞻性指引拉开序幕。本次前瞻性指引没有引入具体数字目标，因为一旦提出具体数字，日本社会将形成机械追求数字目标的倾向，要求日本银行采取更加激进的货币政策，恐再度引发资产泡沫。从金融市场的即时反应来看，前瞻性指引发布后，国债利率下行，市场波动性整体下降。前瞻性指引降低了政策的不确定性，提升了货币政策传导效率。

这一时期，日本银行预期管理意图不坚定，货币政策表述含糊，导致政策反复和过早退出。1999年5月，在核心CPI同比增长率并未转正的情况下，货币政策会议公告（以下简称会议公告）提出“委员一致认为日本经济已经停止恶化”，市场对零利率政策发生变化的预期越来越高，导致国债市场大幅波动。其间会议公告中多次呈现出日本银行对零利率政策明显的分歧意见和反对性投

票，削弱了前瞻性指引的政策效力。1999年9月，CPI同比变动率仍未转正，会议公告首次对下一阶段货币政策进行描述，“日本银行将继续实施前所未有的（Unprecedented）的支持性货币政策，直到对物价下行的担忧消退”，对货币政策的导向和政策持续的时间都进行了说明。同时，日本银行结合经济运行情况，进一步说明“尽管经济停止衰退，并出现积极的迹象，但私人部门尚未复苏。未来继续实施宽松的货币政策很重要，同时也要仔细审视其潜在的副作用”。然而，此次前瞻性指引再次出现了过早退出的问题。2000年8月，日本银行宣称经济复苏迹象明显，物价下行压力减退，提前结束了零利率政策。但实际情况是，虽然当时日本GDP已经同比正增长，但CPI同比变动率依然没有转正，整个社会层面的资产负债表修复尚未完成，经济很

难重回可持续增长轨道。

首次量化宽松阶段（2001～2006年）

2000年底，受海外冲击影响，日本国内经济复苏停滞，需求不足再度引发物价下行压力。日本银行在2001年3月的会议上宣布重回零利率，推出量化宽松政策。量化宽松政策具体措施包括：操作目标由隔夜利率转换为活期存款（即准备金）账户余额，初始目标为5万亿日元；增加对中长期政府债券的购买。在货币政策表述上，日本银行提出“在核心CPI年同比增速回升并稳定在0%以上之前，持续实施量化宽松政策”。这一指引给出了中央银行决策的具体参考指标，让公众了解政策变动的内在原因。国债利率中枢自此开始下降，持续至2001年6月。此后，由于担忧年末国债发行以及银行年末减持国债，国债市场利率再次回升。

2003年5月，日本银行利用公共资金直接向理索纳银行（Resona Holdings Inc.）注资，引发市场对日本经济的担忧。同年10月，为稳定利率市场预期，日本银行在会议公告中对此前“核心CPI同比增速回升并稳定在0%以上”的表述进行了更具体的说明，明确了退出的必要条件：一是不仅最近公布的核心CPI同比增速必须大于0%，而且核心CPI近期趋势也需要保持正增长；二是货币政策委员会委员对未来一定期限内核心CPI的预测值均需高于0%。即使满足了上述两个条件，如果日本银行认为继续实施量化宽松的货币政策是合适的，也可以继续实行。细化后的政策目标形成了更有力的承诺，表明了日本银行战胜物价下行的决心。此轮前瞻性指引取得了一定成效。自2005年11月起，日本核心CPI的增速开始由负转正。在2006年5月，核心CPI年同比增速首次回升并稳定在0%以上。

此外，日本银行还在会议公告中多次呼吁结构性改革。日本银行认为，将物价下行定义为单纯的货币供应量不足失之偏颇，如果政策不能触及人口老龄

化、少子化以及日本企业竞争力下降等问题，仅靠施压中央银行采取更积极的货币政策并不能解决问题。2001年3月，日本银行提出，为使量化宽松政策能有效推动日本经济走上可持续发展的道路，实施结构性改革至关重要。虽然推进结构性改革并非日本银行的工作目标，但日本银行在推出量化宽松政策的同时，呼吁推进结构性改革，意在凝聚各方共识，达成一致预期，增强前瞻性指引的效果。

质化量化宽松阶段（2013年以后）

尽管日本银行呼吁结构性改革的做法揭示了日本经济的问题所在，但却遭到了社会公众的强烈反感。因此，日本银行调整策略，在呼吁推动经济重回可持续增长道路的同时，也在可能的范围内采取有效手段促进经济增长，如向金融机构及企业提供资金支持计划。

自2012年起，全球主要经济体增速放缓，日本出口承压。2013年4月，日本银行提出2%通胀目标制（Price Stability Target），即“在两年内，用最短时间达到通胀为2%的物价稳定目标”。这一表述为公众的通胀预期提供了明确的名义锚，并进一步强调了执行阶段的时间条件，增强前瞻性指引的可信度。日本经济、物价明显回暖，但2014年日本政府将消费税从5%提升至8%，导致需求转弱，削弱了货币政策的效果，未能实现2%的通胀目标。2016年，日本银行又启动“质化量化宽松+收益率曲线控制”政策，并提出通胀超调承诺（Inflation-Overshooting Commitment）。尽管根据日本经济发展阶段设定的长期、理想的通货膨胀率应为2%，但日本银行承诺实施宽松的货币政策，直至CPI超过2%，并在2%以上保持稳定。在该政策组合推动下，日本银行最终于2022年达成目标。

值得注意的是，日本银行提出2%通胀目标制时，特意说明了将2012年2月提出的中长期价格稳定目标（The Price Stability Goal in the Medium to Long

Term）中“Goal”替换为“Target”的原因。选择“Target”而非“Goal”是为了保持货币政策执行过程中的灵活性。货币政策向实体经济传导要经历相当长的过程与时滞，其间面临各种不确定性，日本银行需要根据宏观经济、金融稳定等实际情况灵活调整货币政策。可见，即使2%通胀目标制给出了明确的目标和时间点，日本银行仍通过用词的变化，试图保持货币政策的灵活性。

在此阶段，日本银行还在会议公告中增加了对主要宏观经济指标的预测，并将预测与实际情况进行对比。会议公告从经济增长情况、价格稳定情况两方面描述日本经济整体状况，并将其与每季度发布、修订的《经济活动与价格展望报告》中货币政策委员会委员的预测范围进行对比，说明导致差异的原因、不确定性因素以及货币政策考量。这一举措向公众揭示了日本银行的判断依据和决策过程，但对日本银行的预测水平也提出了更高要求。

日本货币政策表述演变的经验与教训

日本银行预期管理的特点

一是主动加强沟通，提高货币政策透明度。在具体表述上，日本银行使用更通俗易懂的语言，明确货币政策目标与路径。将前瞻性指引与具体的数量化的经济指标相关联，使公众更准确地了解中央银行的政策意图，降低信息不对称带来的预测偏差。

二是不断丰富沟通渠道，传递多元化的信息。首先，增加沟通方式与频次。日本银行逐步构建货币政策会议公告、会议纪要、《经济金融运行情况月度报告》《经济活动与价格展望报告》等多种渠道传递更丰富的信息，且不同渠道发布时间不一，防止市场上出现信息真空期。其次，建立信息反馈机制。邀请公众通过邮件对会议纪要进行评述，将收集到的信息作为制定货币政策的重要依据，加强信息互动与交换。最后，通

过主题演讲、工作论文等方式探讨人口老龄化、企业竞争力下降等实体经济面临的问题，引起社会舆论对结构性问题的关注。

三是前瞻性指引明确性不断提高，但始终为货币政策灵活性留有余地。中央银行传达的信息质量在很大程度上决定预期管理的成败，表述越明确，政策效力越强。但由于中央银行的沟通行为并非保证性承诺，作出前瞻性指引时按照最优化原则制定的政策，在经过一段时间后可能已非最优选择，中央银行存在调整政策措施的动机。因此，即使在通胀目标制下，通胀阈值、达成期限均已确定，日本银行也通过使用“Price Stability Target”而非“Goal”的细节，为应对未来的不确定性因素、灵活调整货币政策保有一定空间。

日本银行预期管理的不足

一是对政策持续时间的表述不明确。在2013年提出“两年内在尽可能短的时间达到通胀为2%的物价稳定目标”前，日本银行没有发布明确的货币政策实施时间，加剧了市场预期不确定性。在宏观经济调控政策中，缺乏明确时间条件的调控措施，无法提供规律性的预期引导，难以为公众提供准确信息集，从而影响预期管理的实践效果。

二是存在言行不一的问题。例如，1999年4月，日本实施零利率期间，承诺该政策将持续至物价下行压力消除。然而，2000年8月CPI同比增速尚未转正，日本银行就退出了零利率政策，未能履行承诺。这不仅削弱了公众的信任，也对后续政策效果产生了深远的负面影响。

三是公布货币政策委员会委员意见分歧情况导致市场波动。日本银行定期公布政策委员会成员的讨论意见、投票记录。但当委员对未来货币政策存在分歧时，可能加剧通胀预期的波动。日本银行在公布委员会分歧意见的同时，未能对当前经济状况和未来政策方向进行进一步说明，导致市场过度解读。

图1 首次施行零利率政策阶段日本前瞻性指引的政策效果

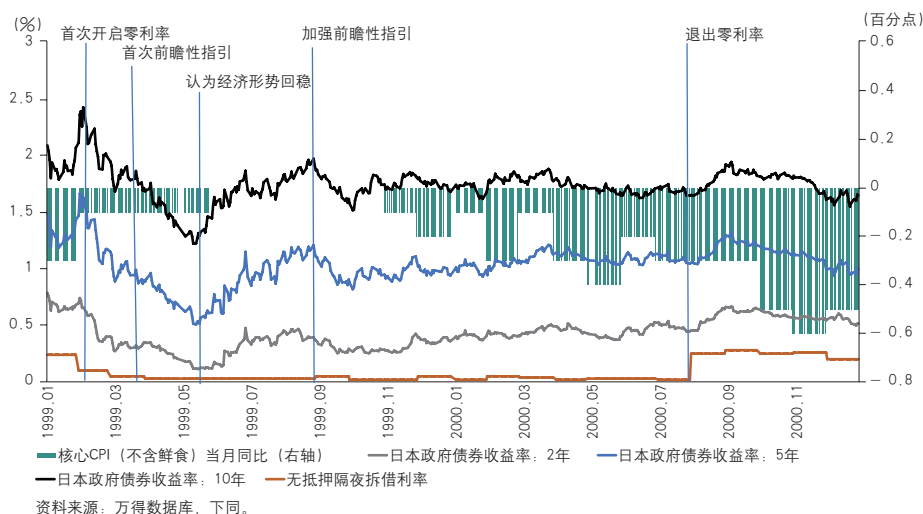


图2 首次量化宽松阶段日本前瞻性指引的政策效果

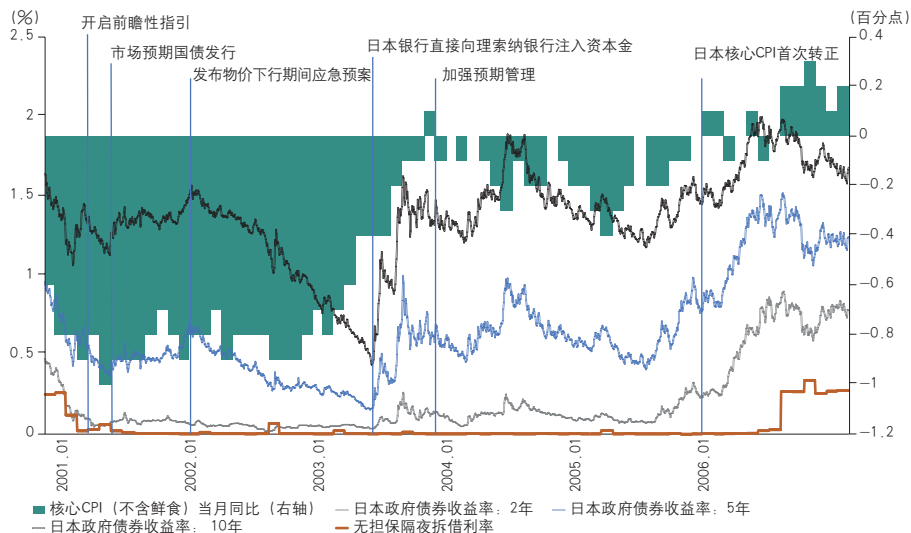
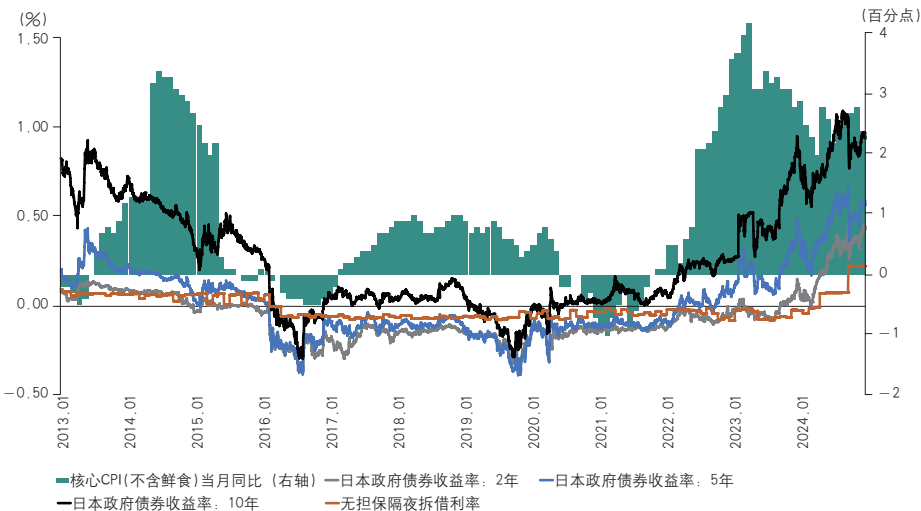


图3 质量化宽松阶段日本前瞻性指引的政策效果



法国 REITs 市场特征及启示

卢边静子

19世纪以来，欧洲商业房地产经历几轮经济周期的考验，如今仍是应对高通胀的最佳投资板块之一。欧洲公共房地产协会（EPRA）和欧洲非上市房地产投资者协会（INREV）的研究显示，欧洲各种形式的房地产贡献了约20%的经济活动，REITs在其中发挥了积极作用。截至2022年底，欧洲有14个国家建立了REITs制度，总市值约1200亿欧元，约为美国的五分之一，管理资产3260亿欧元。法国是欧洲统一大市场中重要的参与者、经济增长的关键支撑，是第三个引入REITs的欧洲国家，其REITs市场份额超过欧洲市场总规模的三分之一，是全球投资者关注的重点。我国与法国同为大陆法系国家，法国REITs市场特征和制度特征对我国完善REITs市场有一定借鉴意义。

法国推出 REITs 的主要背景

一是从宏观环境看，法国推出REITs时房价下跌、租金上涨。20世纪90年代，

欧洲经济低迷，对法国房地产市场产生了深远影响。1980年，以巴黎为代表的法国房价开始追高猛涨，于1989年达到顶峰；1990年之后房价开始直线回落，至1997年下跌了40%，但平均租金却持续上涨，为REITs的推出创造了有利条件。

二是从投资偏好看，房地产一直是法国人热衷的投资选择。法国人偏好投资房地产，主要是用于出租获取收益。欧洲相关调研显示，在经济环境复杂、利率上行背景下，房地产投资是除银行储蓄外，最受法国人青睐的投资方式。直接持有房地产门槛、成本（包括税费）高，自行管理出租较为麻烦，房地产金融工具能有效解决这些问题。因此，法国很早便出现以持有物业收取租金为主营业务的上市公司（Foncière）和其他场外房地产投资工具，如1964年成立的民事房地产投资公司（SCPI）及后来的基金型房地产集合投资计划（OPCI）等，丰富了市场需要。

三是从市场竞争看，美国房地产公司给法国带来了较大竞争压力。在法国推

出REITs时，美国大型房地产租赁公司在法国市场中已占领了半壁江山，为此，法国意识到应当及时调整上市房地产投资公司的税收制度，以确保持续竞争力。2003年，在法国房地产和土地公司联合会（FSIF）的倡议下，通过立法确立了“上市房地产投资公司”（SIIC）这一组织形式，引入REITs制度，为房地产市场注入活力。

法国 SIIC 市场的主要特点

一是市场集中度较高。法国SIIC市场经历了扩张、整合再到趋于平衡的发展阶段。2003年法国推出SIIC时，仅有11家SIIC上市公司，2009年达到了最高峰46家，目前已回落至23家，部分成为法国最重要指数CAC40成分股，总市值从2003年首批上市的11亿欧元增长到417亿欧元。单一SIIC规模差距较大，规模最大的前3只SIIC占总市值的近一半，前5只占比达70%，前9只占比近90%。其中，市值最大的Gecina公司

启 示

为缓解物价下行压力，应使实际利率大幅低于自然利率。中央银行可通过提高通胀预期，降低实际利率，而抬高自然利率则需要各部门、所有市场主体共同努力。因此，在中央银行货币政策表述上应注意以下几方面。

一是应适时提高货币政策表述清晰度。可采用定量的方式进行表述，视情况逐步向公众明确货币政策操作的关键

经济指标、目标水平与政策预计持续时间。同时，要保证货币政策的灵活性，防止因机械化实现定量目标而造成其他问题。二是应丰富货币政策沟通渠道，并建立双向沟通机制。积极通过统计调查，获取市场对于宏观经济形势的预期，以及市场对货币政策的理解与反馈。三是应加强对结构性问题的研究与交流。通过工作论文、政策研究等形式发布对当前制约经济发展的结构性问题的研究成果，呼吁社会各界对结构性问题的关

注。四是应重视媒体在信息传递中的作用。及时发布对相关政策的官方解读，准确回应市场关心的问题，避免因官方解读缺失而引发媒体的不当、过度解读。五是应加强与其他部门的政策沟通。提高经济潜在增长率，缓解物价下行压力，需要多部门协调配合，谨防宏观经济政策出现不一致的情况。■

作者单位：中国人民银行金融研究所

（责任编辑 张晓哲）