

# 2012 年 Daiwa 「第 13 屆資本市場研討會」心得報告

## 摘 要

本報告內容包括：（一）國際經濟概況及展望（二）日本資產購買與放款計畫（三）日本貨幣與外匯政策：貨幣政策的演變歷程、未來可能採取的新貨幣政策措施、貨幣與外匯政策的執行（四）日本外匯存底的管理運用：應否更多元化管理外匯資產、有關持有中國和韓國政府債券。

心得建議：（一）日本債務負擔龐大，卻可享有便宜的借貸成本（JGB 殖利率低），此為債務市場一個弔詭現象。惟日本財務狀況出現警訊，有潛在財政風險，又缺乏堅固的債市穩定措施，未來 JGB 能否保持低殖利率遭到質疑。加上其經常帳可能會在 2015 年轉為赤字，這意味著日本政府將得赴海外尋求公債買主，屆時海外投資人可能會要求更高的殖利率以彌補可能面臨的匯率風險。因 JGB 殖利率低且未來有走高風險，加上日圓趨貶，建議暫不投資。

（二）日本在持有中國或韓國政府債券上，其意圖並非將外匯準備中的美元用來從事多元化投資，而是更多著眼於外交。對我國而言，基於大陸是全球第 2 大經濟體及第 1 大出口國，人民幣具有成為國際貨幣之潛力，未來投資人民幣資產值得考量。但因大陸資本市場並未自由開放，通常外國央行在與中國人民銀行簽訂雙邊貨幣互換協議後，尚須取得人民銀行的核准，才可投資大陸公債等人民幣資產。

## 壹、前言

### 一、Daiwa「第13屆資本市場研討會」分為兩部分：

- (一) 簡報日本、歐美與新興國家之經濟形勢，並分析日本債券、信用等市場之現況及未來可能發展。
- (二) 由Daiwa內部人員及外聘講員（包括日本財政部、ECB、FRB、FITCH信評與債券發行機構等）舉辦專題研討。主題有四：
  - (1) 日本JGB市場—日本債務管理
  - (2) 亞洲輸出入銀行業務（包括：印度EXIM Bank、印尼Eximbank、日本JBIC、韓國KEXIM）
  - (3) 新興市場
  - (4) 全球經濟及未來貨幣政策展望

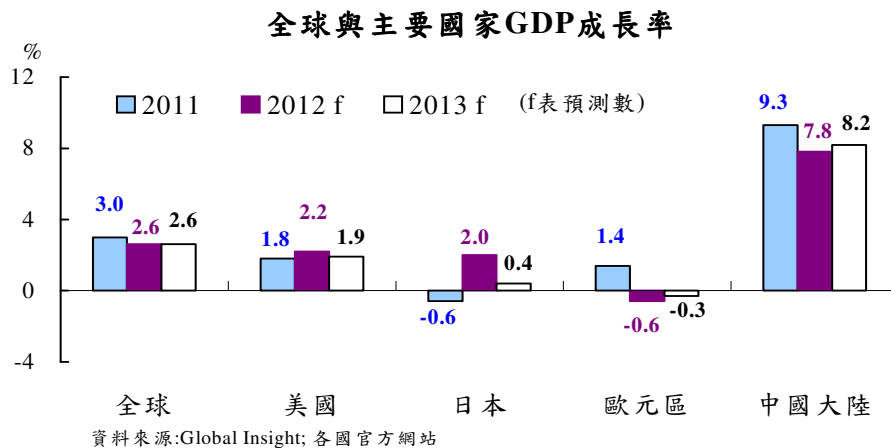
### 二、參加Daiwa研討會之研習目的及預期效益為：

- (一) 研討會內容豐富充實，有助於國際金融專業之進修，可增加對日本、歐美與新興國家經濟情勢，以及日本債券、信用市場現況與未來發展之了解。
- (二) 透過研討會之專題研討，可與其他與會者交換意見，有助了解其他機構對金融市場發展趨勢及投資策略之看法。

## 貳、國際經濟概況及展望

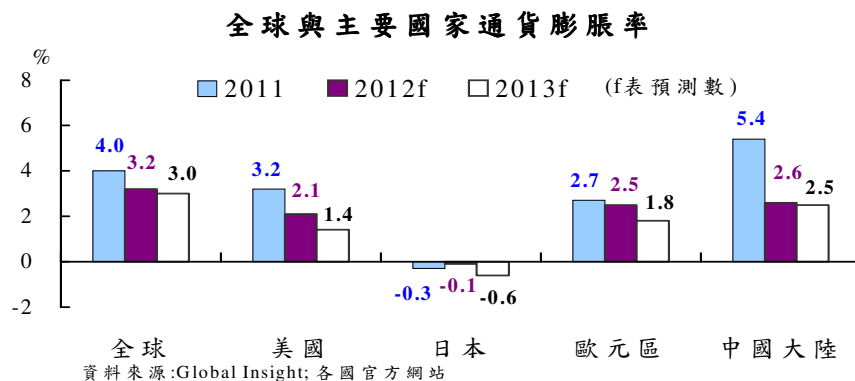
2012年10月以來，全球經濟趨穩，本(2013)年可望略為回溫；其中，歐元區衰退情況稍緩，美國經濟將溫和擴張，中國大陸經濟回穩，至於亞洲新興經濟體之經濟成長亦將回升；惟歐洲政府債務及美國財政懸崖問題仍是全球經濟復甦不確定性因素。

根據Global Insight 2013年2月預測，2012年及2013年全球經濟成長率均為2.6%<sup>1</sup>。



物價方面，由於全球景氣仍緩，2012年10月以來，國際商品價格回跌，全球通膨壓力減輕。Global Insight 預測2012、2013年全球通膨率分別為3.2%及3.0%。

<sup>1</sup> IMF 10月預測2012、2013年全球經濟成長率分別為3.3%及3.6%。



綜上所述，全球經濟復甦力道不強，通膨溫和。茲將全球主要國家或地區如美國、歐元區、日本及中國大陸之經濟概況及展望進一步分述如下：

### 一、美國就業市場改善，經濟溫和成長

本年第三季美國經濟成長率由第二季之1.3%增至3.1%(與上季比，換算成年率)，主要係存貨大增所致，民間消費則增幅有限，且非住宅固定投資下滑。另「財政懸崖」問題是未來經濟發展之主要變數。Global Insight預測2012、2013年經濟成長率分別為2.2%及1.9%；美國Fed的預測值分別為1.7%~1.8%、2.3%~3.0%。

勞動市場方面，2012年11月新增非農就業人數自10月之13.8萬人上升至14.6萬人，截至12月1日當週初領失業救濟金人數亦由上週之39.5萬人減少至37萬人，顯示就業市場逐漸改善；11月失業率由10月之7.9%略降至7.7%，主要係勞動參與率降低，尋找工作人數減少所致。

為支持充分就業及物價穩定，2012年12月美國聯邦公開市場委員會決議，每月持續購買400億美元機構房貸擔保證券，並於「延長持有債券平均年期計畫」至2012年底到期

後，每月續買入450億美元中、長期公債，直到就業前景改善為止。另決議維持聯邦資金利率目標區間於0%~0.25%不變，而在失業率高於6.5%、1至2年通膨率不高於2.5%及長期通膨預期穩定下，將維持聯邦資金利率於現行水準。

## 二、歐元區經濟持續微幅衰退

2012年第3季歐元區經濟成長率由第2季之-0.5%再略降至-0.6%；與上季比之季變動率則由第2季之-0.2%略升至-0.1%，其中政府支出及固定資本形成持續負成長，輸出、入成長率亦均下滑。儘管近期希臘債務問題暫獲緩解，惟西班牙銀行業危機未除，歐元區消費及投資恐將持續衰退。Global Insight預測2012、2013年歐元區經濟成長率分別為-0.6%及-0.3%。

勞動市場方面，2012年以來歐元區就業情況惡化，10月失業率升至11.7%之歷史新高。其中法國10月失業率由第3季之10.6%略升至10.7%；德國11月失業率為6.9%，與10月持平，但略高於第3季之6.8%。

鑑於經濟持續疲弱，但通膨率仍高於2%之目標值，ECB管理委員會(ECB Governing Council)自2012年7月調降主要再融通操作利率0.25個百分點至0.75%之歷史低點後，迄今維持不變。

## 三、日本經濟轉為衰退，明年成長可能停滯

2012年第3季日本經濟成長率(與上季比，換算成年率)由第2季之-0.1%進一步降至-3.5%，主要係受中日領土爭議

引發中國大陸反日情緒影響，出口遽降，加以民間設備投資及消費下滑所致。Global Insight預測2012、2013兩年經濟成長率分別為2.0%及0.0%；日本大和證券公司(Daiwa Securities Co. Ltd.)之預測數則分別為1.6%及0.1%<sup>2</sup>。

對外貿易方面，因國際需求疲弱，加以非經濟因素影響出口，2012年第3季出口較上年同期衰退8.1%，進口則微幅成長0.2%，貿易入超達1.85兆日圓。10月出、進口則分別衰退6.5%及1.6%，貿易入超為5,490億日圓。

勞動市場方面，10月失業率維持於4.2%之2012年低點。惟隨景氣惡化，失業率恐將回升。

2012年第3季企業物價指數年增率降至-1.8%，主要係中國大陸經濟成長減速，致鋼鐵等國際商品價格下跌所致；10月、11月年增率則分別升為-1.0%及-0.9%。另10月CPI年增率為-0.4%，與第3季持平；Global Insight預測2012、2013兩年CPI年增率分別為-0.1%及-0.7%；日本大和證券公司(Daiwa Securities Co. Ltd.)之預測數則分別為0.0%及-0.1%<sup>3</sup>。

為防範經濟陷入衰退，並對抗通貨緊縮，日本央行(BOJ)於2012年9月及10月連續兩個月擴增資產購買與放款計畫<sup>4</sup>規模至91兆日圓，無擔保隔夜拆款目標利率則維持於0%~0.1%不變。12月再提高資產收購基金規模10兆日圓，使增為76兆日圓，並維持放款計畫規模於25兆日圓，使整體資產收購與放款計畫規模增至101兆日圓，基準利率則維持

<sup>2</sup> 詳參 Daiwa Institute of Research, *Japan's Economy Outlook No.175*, Nov 2012。

<sup>3</sup> 詳參 Daiwa Institute of Research, *Japan's Economy Outlook No.175*, Nov 2012。

<sup>4</sup> 詳本報告「參、日本資產購買與放款計畫」。

在0%~0.1%不變，並表示將重新考慮現行的通貨膨脹目標，以推動日圓貶值，刺激民間貸款及消費<sup>5</sup>。

#### 四、中國大陸經濟出現觸底回穩跡象

2012年第3季，中國大陸經濟成長率由第2季之7.6%降至7.4%，連續7季走緩；惟與上季比之季增率為2.2%，已持續2季回升，主要係內、外需逐步復甦所致。Global Insight預測2012、2013兩年經濟成長率分別為7.7%及8.0%。

由於食品價格漲勢持續減緩，加上非食品類價格平穩，2012年第3季CPI年增率降至1.9%，10月續降為1.7%，11月則回升至2.0%。Global Insight預測2012、2013兩年CPI年增率分別為2.6%及2.4%。

中國人民銀行自2012年7月降息後維持利率不變，改以附買回操作方式釋出資金。嗣因市場資金漸趨寬裕，加以景氣復甦漸趨明朗，貨幣政策轉趨審慎，附買回操作規模已逐漸縮小。

---

<sup>5</sup> 有關日本貨幣與外匯政策，詳本報告「肆、貨幣政策的演變歷程」、「伍、未來可能採取的新貨幣政策措施」、「陸、貨幣與外匯政策的執行」。

### 參、日本資產購買與放款計畫

日本自1999年來以「輪番操作」(rinban operation)，即買斷長期公債(JGB)，來增加貨幣供給。全球金融危機後進一步提出「資產購買計畫」(Asset Purchase Programme, APP)與「融資貸放計畫」(funding-for-lending)，來降低長期利率，減少風險溢酬，並增加授信。

#### 一、輪番操作(rinban)

BOJ在1999年進行輪番操作，提供經濟成長所需資金。最初每月購買1.25兆日圓JGB，全球金融危機後，大幅增加至1.8兆日圓，亦即每年購買高達21.6兆日圓之JGB。

買斷JGB方案立基於貨幣基數應隨名目經濟成長率增加的邏輯，因其係以買入金額為目標，若考慮公債到期贖回，則rinban操作實際挹注的流動性淨額將低於買入目標，以致單季淨流動性有時甚至還出現負數。

#### 二、資產購買計畫(APP)

2010年10月BOJ推出資產購買計畫，原為降低長期利率的臨時措施，經2次貨幣政策會議決議，延至2013年12月。APP計畫內容分為「買入資產」、「以抵押品融資」2項，並以所持部位淨額為準(表1)，當JGB與國庫券到期，需再補買相當金額債券，此與rinban以買入金額為目標有異。

BOJ內定「鈔券法則」(banknote rule)，藉以限制其所持有之JGB不得超過鈔券流通金額，但所購JGB如係透過APP方案，則不在此限。



【表 1】資產購買計畫之目標淨額

(單位：兆日圓)

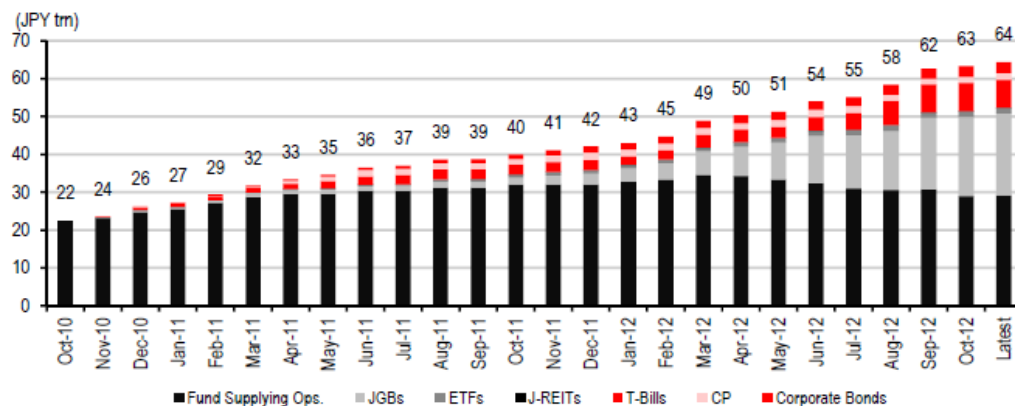
|                 | 11/10/2012  | 12/31/2012  | 6/30/2013   | 12/31/2013                  | 達成率% |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-----------------------------|------|
| <b>買入資產</b>     |             |             |             |                             |      |
| JGB             | 21.6        | 24.0        | 31.5        | 39.0 <sup>*(44)</sup>       | 55   |
| 國庫券             | 7.4         | 9.5         | 14.5        | 19.5 <sup>*(24.5)</sup>     | 38   |
| 商業本票            | 1.7         | 2.1         | 2.1         | 2.2                         | 78   |
| 公司債             | 2.9         | 2.9         | 2.9         | 3.2                         | 90   |
| 指數連動            | 1.4         | 1.6         | 1.6         | 2.1                         | 69   |
| <b>ETFs</b>     |             |             |             |                             |      |
| 日本不動產信託 J-REITs | 0.11        | 0.12        | 0.12        | 0.13                        | 85   |
| <b>小計</b>       | <b>35.2</b> | <b>40.2</b> | <b>52.7</b> | <b>66.1<sup>*(76)</sup></b> |      |
| 以抵押品融資          | 29.2        | 25.0        | 25.0        | 25.0                        |      |
| <b>合計</b>       | <b>64.4</b> | <b>65.2</b> | <b>77.7</b> | <b>91.1</b>                 |      |

\*2012年12月20日BOJ宣佈擴大買入資產規模：JGB與國庫券目標淨額分別由39兆與19.5兆日圓，增加至44兆與24.5兆日圓，其他維持不變，小計金額則由66.1兆日圓增加至約76兆日圓。

資料來源：BOJ, HSBC

在買入資產方面，除延長APP期限至2013年底，並放寬購買JGB的剩餘到期年限至3年，買入資產的目標淨額亦由5兆增至76兆日圓。買入資產之組成如下圖，其準則如表2：

APP買入資產之組成



Note: As of 10 November 2012

資料來源：BOJ, HSBC

【表 2】資產購買計畫之準則

|      | JGB 與國庫券  | 商業本票與公司債   | ETFs 與 J-REITs   |
|------|---|--|--|
| 合格證券 | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 付息之 JGB (2、5、10、20 年期，且剩餘年限 1~3 年)</li> <li>◆ 標售日 (含) 前發行之國庫券</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 評等 A2 以上之商業本票</li> <li>◆ 評等 A1 以上的不動產公司發行之資產抵押商業本票與商業本票</li> <li>◆ 評等 BBB 以上且剩餘年限 1~3 年之公司債</li> <li>◆ 評等 AA 以上的不動產投資公司發行之債券，且剩餘年限 1~3 年</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 追蹤東證指數 (TOPIX) 或日經 (Nikkei)225 指數之 ETFs</li> <li>◆ 其債券符合 BOJ 合格抵押品標準的不動產公司發行之 J-REITs，且該 J-REITs 每年在交易所成交天數達 200 天以上，成交金額達 200 億日圓以上</li> </ul> |
| 方式   | 多價競標 (BOJ 最近刪除競標利率底限 0.1%之規定)   | 多價競標 (BOJ 最近刪除競標利率底限 0.1%之規定)  | 透過 BOJ 指定的信託銀行，以市價購入   |
| 限制   | 無   | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 購買單一發行人商業本票或公司債的餘額，各不得超過 1,000 億日圓</li> <li>◆ 購買單一發行人商業本票或公司債的餘額占該發行人商業本票或公司債總發行量之比重，各不得超過 25%</li> </ul>   | 所持有單一 J-REITs 的餘額占該 J-REITs 總流通量之比重，不得超過 5%  |

資料來源：BOJ, HSBC

在以抵押品融資方面，由於市場需求不強，以抵押品融資的目標金額反由30兆日圓降為25兆，準則如表3：

【表 3】以抵押品融資之準則

|        |                                   |
|--------|-----------------------------------|
| 合格交易對手 | 金融機構、金融商品業者、證券金融公司、<br>短資（短期融通）業者 |
| 貸款期限   | 3 或 6 個月                          |
| 利率     | 年利率 0.1%                          |
| 合格抵押品  | 如 BOJ 合格擔保品要點中所載                  |

資料來源：BOJ, HSBC

### 三、融資貸放計畫

為支持18類策略性成長產業，包括基礎建設、能源、環保、醫療保健、觀光、亞洲商業拓展等，2010年6月BOJ推出「支持成長融資機制」（Growth-Supporting Funding Facility），提供低成本日圓資金（適用無擔保隔夜拆款利率）給貸款18類相關產業的金融機構，期限最長4年。

除日圓外，BOJ在2012年3月也開始提供美元融資（適用6個月期之美元LIBOR利率）。合計日圓及美元資金，「支持成長融資機制」的總金額高達5.5兆日圓（表4）。

2012年10月30日BOJ進一步宣佈「刺激銀行貸放機制」（Stimulating Bank Lending Facility），配合「支持成長融資機制」，額外提供金融機構日圓資金。依照2012年12月20日公佈的「刺激銀行貸放機制」實行細節，按無擔保隔夜拆款利率計息，期限最長4年，每季計算方案額度，金額最高為前1季的新增貸款淨額。根據2012年8月資料，BOJ初步估計「刺激銀行貸放機制」之規模至少應達15兆日圓。

【表 4】貸放支援方案要點

(單位：日圓，除非標示為美元)

|            | 「支持成長融資機制」    |               |               |                                       | 「刺激銀行<br>貸放機制」        |
|------------|---------------|---------------|---------------|---------------------------------------|-----------------------|
| 總金額        | 5.5 兆         |               |               |                                       | 無上限                   |
| 類別         | 主要項目          | 股權投資與<br>抵押貸款 | 小額投資<br>與貸款   | 美元貸款                                  | N/A                   |
| 小計         | 3.5 兆         | 0.5 兆         | 0.5 兆         | 1 兆*                                  | 無上限                   |
| 宣 佈<br>時 間 | 2010 年<br>6 月 | 2011 年<br>6 月 | 2012 年<br>3 月 | 2012 年<br>3 月                         | 2012 年<br>10 月/12 月   |
| 期限         | 4 年 (含展延者)    |               |               |                                       | 4 年                   |
| 利率         | 撥款日的無擔保隔夜拆款利率 |               |               | 6 個月期美元<br>LIBOR 利率<br>(每 6 個月更<br>新) | 撥款日的無<br>擔保隔夜拆<br>款利率 |
| 現 有<br>餘 額 | 31.86 億       | 1,090 億       | 44 億          | 7.11 億美元                              | N/A                   |

\*1 兆日圓之等值美元資金

(資料日：2012 年 10 月 19 日)

資料來源：BOJ, HSBC

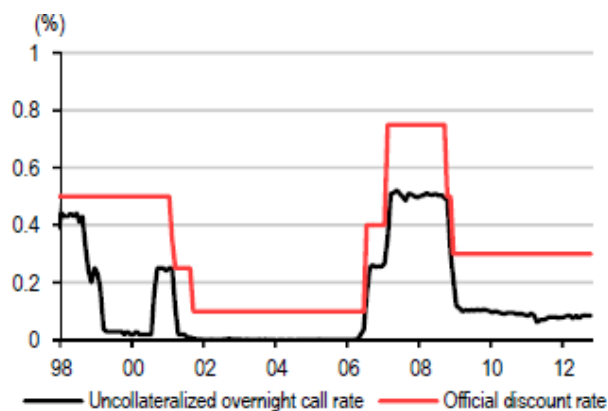
## 肆、日本貨幣政策的演變歷程

### 一、零利率政策時期（1999年4月-2001年3月）

日本使用非傳統貨幣政策，始自1990年晚期。為支撐脆弱的銀行業及國家經濟，於1999年施行零利率政策（zero interest rate policy, ZIRP）。

1998年日本經濟出現負成長，銀行業受迫於本土信貸危機而打銷呆帳，亟需注入新資本。在1999年2月貨幣政策會議中，BOJ調降政策利率，即「無擔保隔夜拆款利率」（uncollateralised o/n call rate）至0.15%，並決議將盡快壓低，同年4月該利率跌至近於零。

日本政策利率的變化



資料來源：BOJ, HSBC

受惠於美國資訊產業泡沫，全球景氣於2000年好轉。在經濟充滿正面發展的氛圍下，BOJ不顧政府反對，於同年8月會議決議終結零利率政策，並調升政策利率至0.25%。

事後證明政府當局的考量較審慎，因隨後美國資訊業泡沫破滅，對全球經濟造成傷害，使日本經濟再陷泥淖。

2001年2月，BOJ將政策利率降至0.15%。然在日本政府公佈2001年3月份經濟報告，指出經濟出現通貨緊縮後，社會各界要求進一步採行量化寬鬆（Quantitative easing, QE）的聲浪即不斷襲來。

## 二、第一次量化寬鬆時期（2001年3月-2006年3月）

面對緊繃的政治壓力，2001年3月BOJ貨幣政策出現突破性轉變，將政策標的由無擔保隔夜拆款利率改為BOJ經常帳餘額（current account balances, CABs），並承諾將維持該政策至核心CPI（指整體CPI扣除新鮮食品，但含能源）年增率回到0%或出現成長為止。

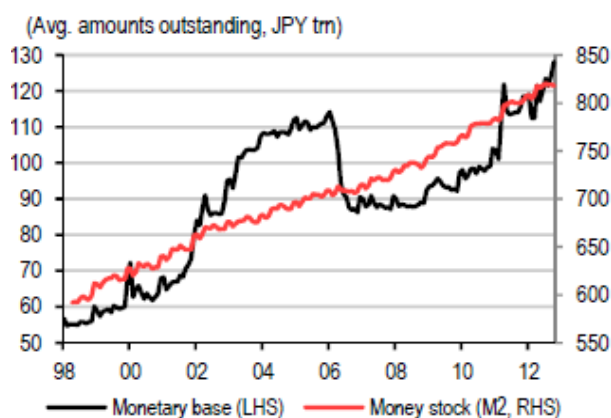
CABs代表日本金融體系存放於BOJ的存款總額，亦即法定準備與超額準備的加總金額。因CABs並無利息，BOJ認為提高CABs目標將使日本銀行間拆款利率趨近零，迫使資金過剩的銀行將資金貸出至市場。

BOJ起初將CABs目標設為5兆日圓（法定準備約為4兆），但隨後3年半內9次調高目標區間，直到2004年12月達到區間上限35兆日圓為止。從2004年1月到2006年3月間，CABs目標區間均維持在30-35兆日圓，而法定準備則設定為6兆日圓。

BOJ主要是透過購買JGB來達成CABs目標。基於貨幣基數應隨名目經濟成長率增加的邏輯，BOJ過去不斷於市場買進長期公債（即輪番操作），並成為其供應市場所需資金的操作方式之一。

BOJ自啟動量化寬鬆政策之後，每月購買JGB的上限從2001年8月的4,000億日圓，提高到2002年10月的1.2兆日圓，幾乎有3倍之多。

QE使貨幣基數遽增



資料來源：BOJ, HSBC

另一項政策創新是，BOJ在2002年及2004年間，從商業銀行手中買進價值超過2兆日圓的股權。此舉主要目的係為強化金融穩定，而非增加貨幣供給。

依Basel資本適足率規定，未實現長期股權投資資本的評價利益有45%可被計入第二類資本，但損失則會被扣除。基於當時市場對該規定的採行充滿不確定性，BOJ乃變身為「最終買方」，希望能夠藉此阻止因銀行認賠賣出所持股權商品而引發的股市下跌。

### 三、金融風暴時期（2006年3月-2010年10月）

量化寬鬆施行5年以來，物價確更接近BOJ所設目標。BOJ政策委員會認為，核心CPI的成長已趨穩定，且隨經濟復甦出現由負轉正趨勢，BOJ乃於2006年3月宣佈終止量化

寬鬆，另外將政策目標由CABs改回無擔保隔夜拆款利率。政策委員會並決議逐步放鬆零利率政策，將政策利率緩緩由2006年7月的0.25%調高至2007年2月的0.5%。

2008年初，因國會未同意當時BOJ總裁福井俊彥繼任者之任命，致BOJ短暫經歷戰後首見，領導中樞真空的混亂。妥協結果，2008年4月由時任副總裁的白川方明升任總裁。

白川任期一開始就充滿挑戰。美國發生次貸風暴，加上投資銀行雷曼兄弟倒閉，引發全球經濟衰退，致使各國央行相繼採行貨幣寬鬆政策。

2008年10月BOJ宣布支付銀行超額準備餘額0.1%利息，期能增加銀行超額準備，提升商業銀行流動性，同年12月內更兩次調降政策利率至0.1%。

此外，BOJ並於2009年3月前分兩階段將JGB每月購買金額，從1.25兆日圓增加到1.8兆日圓。然而，日本出口仍受強勢日圓影響，經濟亦未見起色（2009年實質GDP年增率為-5.5%）。為刺激銀行放款，並鼓勵策略性成長產業進行投資，BOJ於2010年6月宣佈「資金供應措施」（fund-provisioning measure），提供期限最長4年之低利貸款，適用政策利率0.1%，遠低於當時銀行間1年期拆款利率。

儘管市場懷疑新措施能否有效促進貸款成長，其仍彰顯BOJ政策的新走向。為配合政府「新成長策略」（New Growth Strategy）而量身打造的新寬鬆措施，也透露出BOJ體認到在對抗通縮的問題上，貨幣政策確有其限制。



白川總裁在該次貨幣政策會議的會後記者會上表示，雷曼兄弟事件後的經濟動盪包含循環性及結構性因素。BOJ認為，人口減少與生產力下降打擊經濟成長的潛力，也降低了工資成長的預期，最終並影響到總需求。

BOJ冀望新的放款工具能驅動銀行強化經濟成長平台，惟此舉已涉財政政策領域。

#### 四、資產購買計畫時期（2010年10月迄今）

BOJ宣佈使用新貨幣政策工具4個月後，2010年10月5日又再度宣布「全面貨幣寬鬆措施」（Comprehensive Monetary Easing），該措施具有三大主軸：

##### （一）調降利率目標

政策委員會將政策利率從0.1%下調為介於在0~0.1%之區間內，但仍維持銀行超額準備0.1%之利率。

##### （二）承諾政策持續期間，並加強政策宣示力道

BOJ宣示零利率政策將持續實施至中長期物價恢復穩定為止，亦即核心CPI年增率須在0~2%以間，而以政策委員會所訂之1%為中點。

2012年2月，BOJ重申將信守該承諾，並暫以1%為執行目標（goal）。該執行目標雖低於先前上限2%，並低於其他國家央行所採行剛性目標（target），但因有明確下限，且相較於中長期，其採行期間較短，故被視為是一個通膨導向的目標。

### (三) 建立「資產購買計畫」(APP)

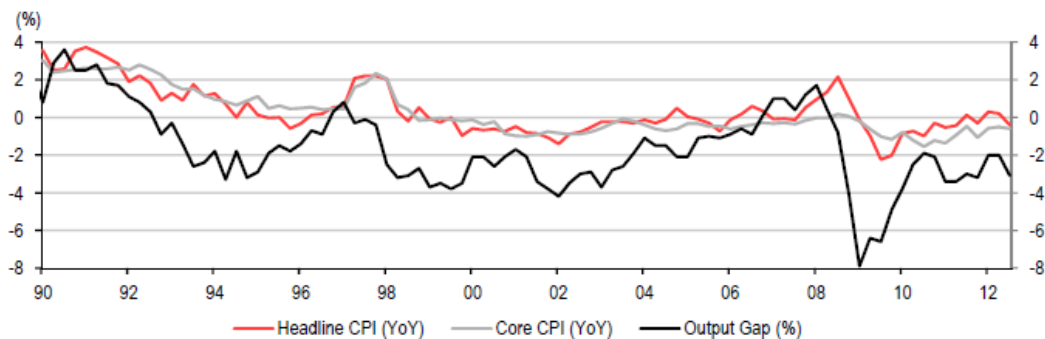
BOJ推出APP，使其除了購買政府公債外，也能購買私部門金融資產。除了初期規劃的5兆日圓資產購買規模，並另備30兆日圓以提供金融機構低利貸款，故寬鬆政策總規模達35兆日圓。

APP自2010年10月成立以來，規模數度改變，從原本35兆日圓，逐步增加為91兆日圓。此外，BOJ更將政策期限由2012年底延長至2013年底，並將購買JGB的剩餘到期年限由2年放寬至3年。

因政策利率下調空間有限，APP現已成為BOJ的主力政策工具，在過去兩年施行期間，市場也持續關注其發展。

2012年第3季之GDP產出缺口有擴大跡象，似乎透露出日本脫離通縮的腳步有所耽擱。BOJ正處於決定下一步走向之際，其貨幣政策勢得再進化。

2012年第3季之GDP產出缺口擴大



資料來源：Cabinet Office, CEIC, HSBC

## 伍、日本未來可能採取的新貨幣政策措施

2012年BOJ破記錄五度擴增「資產購買計畫」規模，以對抗通縮及經濟成長停滯，而剛落幕的大選也重燃其應否採行更積極貨幣政策的爭論。

隨著BOJ現任總裁之任期即將於2013年4月屆滿，較高的通膨目標、無限量寬鬆與購買海外債券也許會是下任總裁可能採行的新貨幣政策措施。

### 一、背景

#### (一) 在貨幣寬鬆角力賽中落居下風

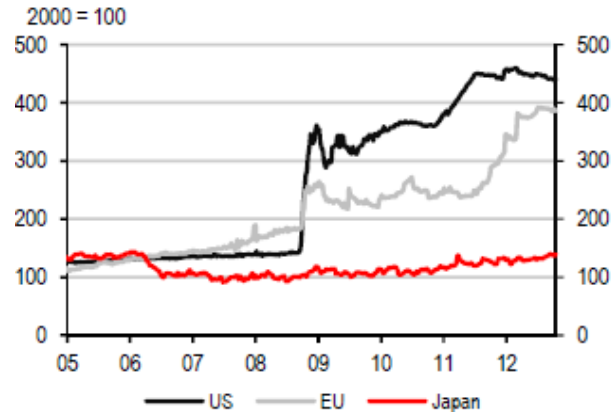
儘管BOJ同樣也採行非傳統貨幣寬鬆措施，卻面對來自各方有關其作為過於保守的抨擊，尤其是在和FED比較時。

雷曼兄弟破產時，FED的資產負債表規模為9,240億美元，現已擴增3倍至2.9兆美元。同期間，Eurosystem（含ECB及歐洲貨幣同盟國之央行）的資產負債表規模增加2.1倍；BOJ則擴增1.4倍至155兆日圓(約1.89兆美元)。

受此影響，美元、歐元與日圓間兩年期公債之殖利率利差下滑，並造成日圓上漲壓力。BOJ因而遭到指責，批評其保守態度造成日圓升值及長期通縮。

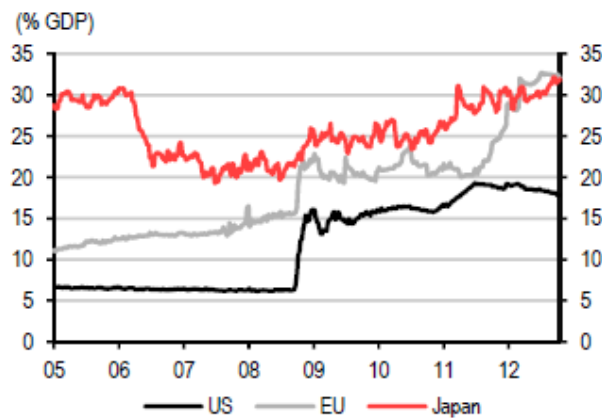
下圖比較FED、Eurosystem及BOJ的相對資產負債規模變化情形，前述批評似乎得到映證。然當再進一步比較三國央行資產負債規模占GDP之比率，發現遠在金融危機前，BOJ該一比率便已相當高，此說法卻不成立。

## FED、Eurosystem及BOJ資產負債規模之比較



資料來源：Bloomberg, HSBC

## FED、Eurosystem及BOJ資產負債規模占GDP之比率



資料來源：Bloomberg, HSBC

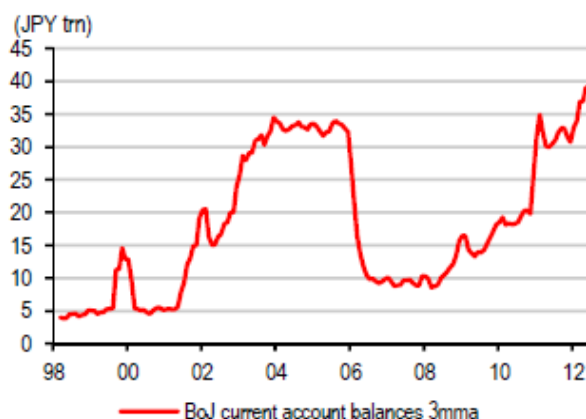
## (二) 資產購買計畫的限制

因日本經濟仍處衰退且通膨率為負數，BOJ將持續不斷面臨擴大寬鬆操作的壓力。近期其強化「融資貸放計畫」，可能也反映了決策者認為單靠APP並不足以改善通縮。

經由APP所提供的流動性並未導致貸放增長，銀行反將出售資產之資金存放於BOJ的current account中(含法定及超額準備)，賺取微薄報酬。正因此，BOJ的current account餘

額暴增至歷史高點44兆日圓，逼得BOJ只得另謀途徑，期望透過貸放支援方案，將更多銀行資金注入實體經濟中。

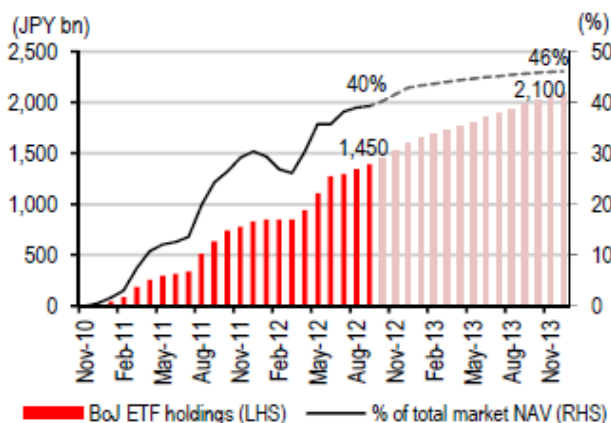
BOJ的current account餘額



資料來源：BOJ, HSBC

另一方面，不論APP成效如何，BOJ也對APP可能產生的市場扭曲感到憂慮（如BOJ所持ETFs市值占市場之比重逐步上揚，目前高達40%），這包括操作方式、進出規模與持有風險性資產可能的損失及對納稅人的影響。

BOJ所持ETFs市值占市場之比重



資料來源：BOJ, Bloomberg, HSBC

## 二、可能採取的新措施

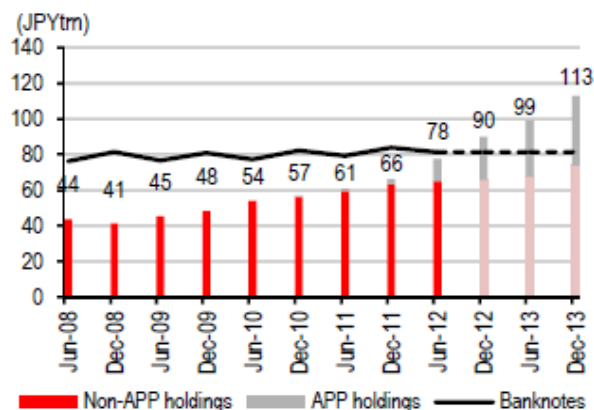
### (一) 加速購買日本公債

基於這些考量，BOJ很可能在近期增加購買政府債券。這表示，即便APP的規模不再增加，BOJ購買JGB的金額，預計於2013年也將會增加。

目前為止，BOJ所購買的日本公債大多是剩餘到期年限2年內者，在APP已進行約2年，原買入公債將於2013年陸續到期下，若BOJ仍欲維持於2013年底買入39兆日圓日本公債的目標，勢必得增加購買速度。

對日本政府來說，這是個好消息。此外，預計BOJ也將透過輪番操作及APP，完全承受日本政府為了彌補2012財政年度44.2兆日圓財政赤字而發行的債務，惟此將違背BOJ的「鈔券法則」，且可能引發債務貨幣化的疑慮及JGB泡沫化的問題。

BOJ所持有之JGB將違背「鈔券法則」



資料來源：BOJ, HSBC

## (二) BOJ貨幣政策的改變

隨著安倍晉三(Shinzo Abe)領導的自民黨贏得大選，加上BOJ總裁及副總裁任期將於2013年春天到期，預期安倍的提案，如2%通膨目標、成立公私部門基金以購買外國債券等，均將於新的決策會議中受到熱烈討論。

BOJ所可採取的各項政策中（表5），短期作法包括：再延長APP期限至2013年12月以後、增加APP購買規模、提高公開市場操作的每月購買上限等，該些作法門檻不高，且均未偏離BOJ當前的政策架構。但其他中長期方案則否，要不很困難，要不就是要花費很長時間才能達成。

【表5】BOJ的可行政策

| 修訂 APP  | 其他方案   |
|---|--|
| 短期/困難度低   |  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 延長 APP 期限至 2013 年 12 月以後</li> <li>◆ 提高購買 JGB 及國庫券的目標淨額</li> <li>◆ 提高購買風險性資產（商業本票、公司債、ETFs、J-REITs）的目標淨額</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>增加 rinban 操作的購買金額</li> </ul>  |
| 中長期/困難度高  |  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 放寬購買 JGB 的剩餘到期年限至 3 年以上</li> <li>◆ 解除資產購買的目標淨額限制，並承諾無限制地購買</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 將通膨目標由 goal 提昇為剛性的 target</li> <li>◆ 提高通膨目標至 2-3%</li> <li>◆ 除穩定物價外，在日本央行法中賦與 BOJ 兼負就業之職權</li> <li>◆ 將銀行超額準備（BOJ current account 存款）之利率由 0.1% 降低至 0 或以下</li> <li>◆ 籌備資金，購買海外債券</li> </ul> |

資料來源：HSBC

近來外匯市場中日圓的跌勢，反映了外界對安倍政府將認真看待上述計畫的預期。無限制的貨幣寬鬆政策與購買海外債券雖然終究可能改變日圓先前的強勢，然而問題是，代價為何？



## 陸、日本貨幣與外匯政策的執行

### 一、貨幣政策

#### (一) 貨幣政策目標

日本於1882年依「日本央行法」(the Bank of Japan Act)設立BOJ，負責發行鈔券，並透過通貨和貨幣控制達成物價穩定。傳統上BOJ判斷中長期物價是否穩定，係視通膨水準能否控制在2%內，故將衡量指標訂為核心CPI年增率。自2012年2月起，BOJ將通膨目標(goal)由2%改為1%。

BOJ自1998年新版日本央行法生效迄今，即獨立行使制訂與執行貨幣政策目標之職權，主要政策利率為無擔保隔夜拆款利率。其曾於1999-2001年間採行過「零利率政策」(ZIRP)，停止後又於2010年10月重回ZIRP，政策利率目標介於0%-0.1%。

#### (二) 貨幣政策議程

BOJ貨幣政策委員(含總裁及副總裁)共9位，由首相任命並經國會同意，任期最少5年，並可續任，政府及國會不可隨意解除其職務。

貨幣政策委員會每月定期召開貨幣政策會議(4及10月開會2次)，決定貨幣政策，議程規定如下：

1. 必須至少6位政策委員出席，採簡單多數決。
2. 若出席人數不足，會議主席可另行召開不定期的貨幣政策會議。
3. 會議主席不具否決權，但擁有打破正反僵局的決定權。

### (三) 貨幣政策透明度及可信度

為增進與市場間之溝通，BOJ致力於使其貨幣政策透明化。貨幣政策會議結束後，隨即公佈聲明稿，並由總裁舉行記者會。

2007年2月起，聲明稿包括政策委員投票結果。貨幣政策會議後1個月內公佈會議記錄摘要（但從未在下次會議前公佈），會後10年內公開詳細會議記錄（惟僅以日文）。

BOJ每月發佈「近期經濟及金融發展月報」，揭露其對經濟狀況之評估。每年4及10月另出版「經濟活動及物價展望報告」，內容包含政策委員會對通膨及經濟成長之預測，對貨幣政策之未來軌跡提供重要線索。

政策委員會每年1及7月會更新其對通膨及經濟成長之預測，並在當月貨幣政策聲明稿中附上所做相關評估。

日本央行法規定，BOJ約每半年就須向國會提交政策委員會決策及業務操作書面報告，日本眾議院、參議院或其委員會亦可要求BOJ總裁或其指定代理人說明BOJ的運作狀況。

儘管如此，日本央行法卻也賦予BOJ相當高之自主性，包括決定貨幣政策目標之權力。英國則不然，貨幣政策目標由政府制訂，BOE則有使用工具之決定權。

以下比較日本、美國、歐洲貨幣聯盟（EMU）及英國之央行貨幣政策如表7：

【表7】BOJ、FED、ECB及BOE貨幣政策之比較

|          | 日本  | 美國   | EMU                                   | 英國                              |
|----------|---|--|---------------------------------------|---------------------------------|
| 中央銀行     | BOJ   | FED  | ECB                                   | BOE                             |
| 主要政策制定單位 | 政策委員會   | 聯邦公開市場操作委員會(FOMC)                          | ECB執行委員會                              | 貨幣政策委員會(MPC)                    |
| 透明度及可信度  | 會後立即公佈貨幣政策決策及投票結果；會後大約1個月內公佈會議記錄摘要；會後10年內公開詳細會議記錄 | 會後立即發佈貨幣政策聲明稿；會後大約3週公佈會議記錄摘要；會後5年內公開詳細會議記錄 | 不公開貨幣政策會議記錄；ECB總裁及副總裁在每次執行委員會會議後召開記者會 | 會後立即公佈貨幣政策決策；會後2週內公佈會議記錄（含投票結果） |
| 物價目標     | 中長期通膨目標上限2%（現為1%）                                 | 長期通貨膨脹目標2%                                 | 中期通膨目標上限2%                            | 通膨目標2%                          |
| 衡量指標     | 核心CPI（整體CPI扣除食品但含能源）年增率                           | 整體個人消費支出平減指數(PCE deflator)年增率              | 整體CPI年增率                              | 整體CPI年增率                        |
| 制定目標之自主性 | 有   | 有  | 有                                     | 無                               |
| 使用工具之自主性 | 有   | 有  | 有                                     | 有                               |

資料來源：BOJ, FED, ECB, BOE, HSBC

## 二、外匯政策

BOJ在貨幣政策上具相當高之自主性，擁有貨幣政策目標之決定權，但在外匯政策上，BOJ僅扮演代理人的角色，須依財政部（MOF）指示，從事外匯干預。

根據「外匯及外貿管理法」(Foreign Exchange and Foreign Trade Act)，為維持日圓幣值穩定而進行之外匯干預，係由MOF而非BOJ負責。

大部分的外匯準備都交由MOF之「外匯基金特別帳戶」(簡稱「外匯特別帳戶」)(Foreign Exchange Fund Special Account, FX Special Account)持有和管理，BOJ則持有5兆日圓，約占5%。

MOF和BOJ持有的外匯資產有異，管理的目的也不同。MOF管理準則要求流動性和安全性，同時也盡可能地追求投資回報。除了政府債券以外，MOF也持有政府機構證券和資產抵押債券，對於期限並無特別規定。

為回應Lehman Brothers倒閉和歐洲危機，BOJ於2012年5月提高安全性的要求，5月11日並發布「外幣資產管理之主要條件及規定」(the Principal Terms and Conditions for the Management of Foreign Currency Assets)，敘明目的在於管理而非投資，而且不再如前般追求投資回報。BOJ之持有主要限定於以美元、歐元和英鎊(SDR貨幣)計價之政府債券，期限最長五年。

MOF持有管理95%外匯準備，係因代表國家政府使然，而非基於其貨幣當局地位。儘管MOF肩負追求回報之責，但同時其亦須衡酌外交形勢和其他國際事務，於外匯干預上亦然。實務中，這意味著在一個很窄的範圍內以美元為中心來從事貨幣和資產的投資。MOF和BOJ的外匯資產管理準則，彙整比較如表8：

【表8】MOF和BOJ的外匯資產管理準則對照表

|       | MOF  | BOJ   |
|-------|--|---|
| 管理依據  | 「外匯基金特別帳戶」   | 「外幣資產管理之主要條件及規定」  |
| 目的/原則 | <p>特別帳戶中外幣資產之管理目的，係為維持充足流動性，以應外匯和其他交易所需，並穩定日圓匯率。</p> <p>特別帳戶中外幣資產之管理，須充分注意安全性和流動性，並在此原則內盡可能追求利潤。</p>   | <p>BOJ 持有外幣資產以進行下列操作，同時須確保高度安全性和流動性：</p> <p>(1) 從事國際金融合作；</p> <p>(2) 提供日本金融機構緊急外幣流動準備；</p> <p>(3) 以美元放款作為資金供應措施，支持加強經濟成長的基礎。</p>  |
| 資產組成  | <p>對所需的每種貨幣：政府債券、政府機構債券，以及流動性和贖回可能性高的資產抵押債券。</p> <p>與外國央行，以及信用好、流動性強之日本和外國金融機構的存款。</p>   | <p>期限不超過5年的外國政府和其他機構債券。</p> <p>與外國央行，以及其他外國機構的存款。</p>   |
| 外幣    |  | 美元、歐元和英鎊  |
| 期限    |  | 期限為1-5年（即1年及1年以上，不超過5年）   |
| 風險管理  | <p>(1) 信用風險：對存款和發債機構，參考多家信用數據及財務報告，以避免外幣資產有過大的信用風險。</p> <p>(2) 流動性風險：提供一定數量外幣資產，以便能在盡量不影響市場下，於極短時間內以低成本進行外匯交易結算。</p> <p>(3) 利率風險：對於給定資產，參考存續期間（債券價格對殖利率變動的敏感度）及整體市場期限，以避免外幣資產有過大的利率變動風險。</p> | <p>(1) 為立即使用而持有之金融資產，可以是與央行和其他外國機構的存款，以及期限不超過1年的美元債券。</p> <p>(2) 外幣資產扣除上述(1)後之金融資產，其組成依下列方式管理：</p> <p>(a) 貨幣組成須按所追蹤的貨幣組成基準調整，計算基礎為期限在1-5年之政府債券市值。</p> <p>(b) 外幣資產組成須進行調整，使其因利率波動所引起的價格變動，得追蹤期限在1-5年之政府債券市值。</p> <p>(c) 為達成(a)與(b)而須進行調整時，應審慎從事交易，避免擾亂金融及外匯市場。</p> |

資料來源：MOF, BOJ

## 柒、日本外匯存底的管理運用

### 一、應否更多元化管理外匯資產

2003-2004年間，因大規模進行賣日圓干預，造成外匯準備迅速增加，致外界經常質疑：現有龐大外匯準備是否有必要全數依未來所需購買之外幣來持有資產（目前主要是高流動性的美元資產）並管理之？是否應更多元化進行投資？

就上述議題，海關、關稅、外匯和其他交易委員會，以其他國家政府的主權財富基金為比較基礎，一直爭論不休，因該些主權財富基金早已多元化投資於各種不同貨幣和金融產品。

首先，依法律規定，持有外匯準備之目的係持有外幣資產，以利政府促進外國貨幣交易，為此乃建立一個與政府一般帳戶分離的特別帳戶來管理資產。外幣資產投資於低流動性標的，將偏離促進交易之目的，並有悖「外匯特別帳戶」設立目標。無論是由「外匯特別帳戶」或委託外部經理所管理的資產，皆須透過法規變更，方能進行多元化管理，投資於安全性及流動性較差之標的。

其次，因全球金融危機發生後，造成金融市場動盪，對於更積極管理外匯準備的呼籲已見消褪。

再者，使用外匯準備支應國內財政支出，並不實際，因為此舉需將外幣資產兌換成日圓，導致日圓上升。此外，使用外匯準備支應國內財政支出，亦需透過法律變革，更改外匯準備持有之目的。

不過，為了防止日圓升值，外匯準備目前亦用來放款給IMF，並對日本國際合作銀行(the Japan Bank for International Cooperation, JBIC)從事美元放款。

## 二、有關持有中國和韓國政府債券

日本幾乎所有的外匯準備都交由MOF「外匯特別帳戶」持有和管理，該帳戶所持有的外匯資產，限定為存款及債券，含主權債券、政府機構債券，國際機構債券、資產抵押債券；非政府債券則包括美元計價的美國政府機構債券、世界銀行債券、亞洲開發銀行債券、歐元計價的歐洲政府機構債券（EFSF債券、ESM未來發行之債券）等。

外匯準備的原始持有目的是用以作為國際支付。數據顯示，截至2012上半年，用來交割日本進口交易的貨幣，美元占73.7%，日圓占22.0%，歐元占2.9%。

扣除日圓不計，進口交易中有95%用美元、3.7%用歐元、0.3%用英鎊進行交割，此與市場參猜測的外匯準備貨幣組成相吻合。

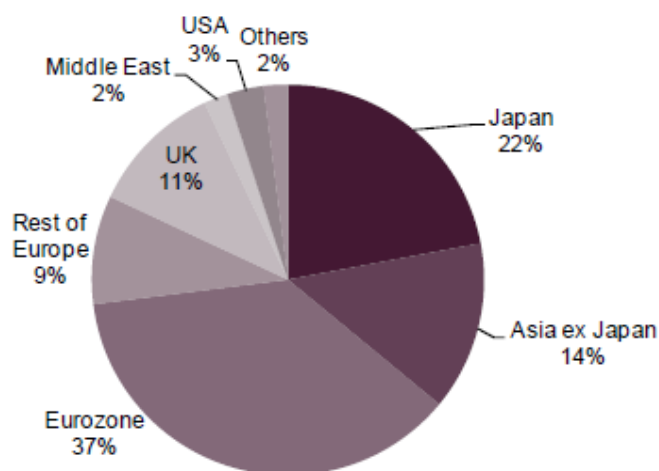
在2010年2月舉行的第12屆「外匯及其他交易」分會會議中，MOF表示，持有外匯準備係為未來從事干預時買日圓融資之用，所以根據東京外匯市場的外匯交易權重，以持有美元為主應屬合理（當時日圓兌外幣的外匯交易比重分別為美元82.5%、歐元8.2%、其他幣別9.3%）。

經濟考量以外，日本與美國的歷史和國際外交關係，也是MOF以持有美元資產（美國公債）為主的原因。

外匯準備管理在穩定國際關係和國際金融上，也扮演重要角色。日本從2009年7月開始，將外幣資產借給IMF，供緊急應付歐債危機之用。

此外，MOF和日本私部門最近並共同購買EFSF於2011年1月25日首次發行債券的22%。日本政府更於10月IMF大會和G7會議中表示，將持續承諾，支持穩定歐元主權債務問題之計畫。

購買EFSF於2011年1月25日首次發行債券的地區分佈



資料來源：EFSF, ESM

日本、中國和韓國財長於2012年5月3日三方聲明中宣稱，三國同意加強區域經濟聯繫，並就有關敦促外匯準備當局，投資他國政府債券，展開資訊交流及其他合作。

在同（2012）年次（6）月舉行的「外匯及其他交易」分會會議中，MOF高級官員表示：如果中國和韓國都在增加JGB之持有，而日本卻未持有中國或韓國的政府債券，那麼三方的資訊交流可能會出現困難。日本的意圖並非將外匯準備中的美元用來從事多元化投資，而是更多著眼於外交。



MOF將SDR貨幣定位為外匯準備貨幣。目前，僅日圓、美元、歐元和英鎊為SDR貨幣。依IMF準則，準備資產應可以最小成本和最快速度自由進行買賣/變現，並未限定為SDR貨幣準備資產。所以只要市場夠大，MOF可以購買非SDR貨幣的政府債券。惟日本迄今尚無採取具體有意義的多元化行動。

因日本的進出口貿易多以美元及日圓結算，一旦使用亞洲貨幣結算的貿易增加，自然會為日本外匯準備投資組合的多元化鋪路。

## 捌、總結與心得建議

### 一、日本貨幣政策

BOJ依「日本央行法」設立，具有獨立行使制訂與執行貨幣政策目標之職權。其貨幣政策在以下四個時期間，歷經重要演變：

- (一) 零利率政策時期（1999年4月-2001年3月）
- (二) 第一次量化寬鬆時期（2001年3月-2006年3月）
- (三) 金融風暴時期（2006年3月-2010年10月）
- (四) 資產購買計畫時期（2010年10月迄今）

BOJ於1999年首度實施零利率政策，並開始以買斷長期公債（即「輪番操作」）之方式，來增加貨幣供給。全球金融危機後更進一步提出「資產購買計畫」與「融資貸放計畫」，來降低長期利率，減少風險溢酬，並增加授信。

2012年BOJ破紀錄地五度擴增「資產購買計畫」規模，以對抗通縮及經濟成長停滯，而剛落幕的大選也重燃其應否採行更積極貨幣政策的爭論。

隨著BOJ現任總裁之任期即將於2013年4月屆滿，較高的通膨目標、無限量寬鬆與購買海外債券也許會是下任總裁可能採行的新貨幣政策措施。近來外匯市場中日圓的跌勢，反映了外界對安倍政府將認真看待上述計畫的預期。無限制的貨幣寬鬆政策與購買海外債券雖然終究可能改變日圓先前的強勢，然而帶給日本的代價值得進一步觀察注意。

## 二、日本債務問題

日本債務負擔龐大，卻可以享有便宜的借貸成本，此為債務市場一個弔詭現象。JGB殖利率低的原因包括：

- (1) 日本經常帳仍有盈餘，目前仍是淨儲蓄國。
- (2) 逾90%的JGB係由國內投資人持有，國內需求支撐了JGB的低殖利率。
- (3) 近來債務危機席捲歐美市場，導致避險資金紛紛流向日本，造成日圓急遽升值。基於日圓的避險地位及升值潛力，現在國際市場對JGB的需求也不小。

惟日本財務狀況出現警訊，有潛在財政風險，又缺乏堅固的債市穩定措施，未來JGB能否保持低殖利率遭到質疑。加上其經常帳可能會在2015年轉為赤字，這意味著日本政府將得赴海外尋求公債買主，屆時海外投資人可能會要求更高的殖利率以彌補可能面臨的匯率風險。因JGB殖利率低且未來有走高風險，加上日圓趨貶，建議暫不投資。

## 三、日本外匯存底的管理運用

日本幾乎所有的外匯準備都交由MOF「外匯特別帳戶」持有和管理，其原始持有目的是用以作為國際支付。2003-2004年間，因大規模進行賣日圓干預，造成外匯準備迅速增加，以致外界以他國政府的主權財富基金為比較基礎，質疑日本現有龐大外匯準備是否應更多元化進行投資？後因發生全球金融危機，造成金融市場動盪，對於更積極管理外匯準備的呼籲已見消褪。

日本進出口貿易多以美元及日圓結算，迄今尚無採取具體有意義的多元化行動，惟一旦使用亞洲貨幣結算的貿易增加，自然會為日本外匯準備投資組合的多元化鋪路。

然而，無論是由「外匯特別帳戶」或委託外部經理所管理的資產，皆須透過法規變更，方能進行多元化管理，投資於安全性及流動性較差之標的。至於使用外匯準備支應國內財政支出，並不實際，因為此舉需將外幣資產兌換成日圓，導致日圓上升。此外，使用外匯準備支應國內財政支出，亦需透過法律變革，更改外匯準備持有之目的。

經濟面外，歷史和國際外交關係也是考量因素，外匯準備管理在穩定國際關係和國際金融上，亦扮演重要角色。日本在持有中國或韓國政府債券上，其意圖並非將外匯準備中的美元用來從事多元化投資，而是更多著眼於外交。

對我國而言，基於大陸是全球第2大經濟體及第1大出口國，人民幣具有成為國際貨幣之潛力，未來投資人民幣資產值得考量。但因大陸資本市場並未自由開放，通常外國央行在與中國人民銀行簽訂雙邊貨幣互換協議（Currency SWAP Arrangement）後，尚須取得人民銀行的核准，才可投資大陸公債等人民幣資產。

## 參考資料

1. Daiwa Capital Markets Conference, 2012, “Japan’s Direction in Global Economy”
2. Daiwa Capital Markets Conference, 2012, “Stability in the JGB Market”
3. Daiwa Capital Markets Conference, 2012, “Overview of Japanese Credit Market”
4. Daiwa Capital Markets Conference, 2012, “Outlook for Japanese Bond Market”
5. Yuriko Tanaja, “Foreign Reserve Management: Diversification a way off”, Goldman Sachs Economic Research, Nov 13, 2012
6. Izumi Devalier, “Bank of Japan Primer: Operations, tools, and options”, HSBC Macro Japan Economics, Nov 29, 2012
7. Chris Scicluna, “Japan faces up to challenges at home and abroad”, EUROWEEK, JAPAN IN THE CAPITAL MARKETS, September 2012
8. Chikahisa Sumi, “Japanese SSAs prepare for a more international future”, EUROWEEK, JAPAN IN THE CAPITAL MARKETS, September 2012
9. Daiwa Capital Markets Conference, 2012, “The ECB’s Strategy in Good and Bad Times”
10. Daiwa Capital Markets Conference, 2012, “Emerging Markets – Will the Next Decade be as Good as the Last?”