

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書
(出國類別：其他)

2013 年 AAA 債券發行者與投資人高峰會 心得報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：邱曉玲（二等專員）

出國地區：葡萄牙、里斯本

出國期間：102 年 3 月 9 日至 102 年 3 月 16 日

報告日期：102 年 5 月 17 日

目錄	頁次
壹、 前言	1
貳、 安倍經濟學+黑田新貨幣政策	4
參、 黑田新貨幣政策對日本投資人的影響	9
肆、 結語	16

壹、前言

AAA 債券發行者與投資人高峰研討會為 HSBC 每年針對投資人與發債機構 (Issuer) 所舉辦，希望藉此平台使雙方直接交流，投資人可以了解發債機構最新動態，例如財務狀況、信用風險與 2013 年發債計劃 (funding program) 等，發債機構則可了解投資人對債券之幣別、天期等投資需求。本次參與高峰會之投資人主要來自於央行、主權財富基金、資產管理公司、投資銀行等，共 67 人；發債機構則來自於政府 (Sovereign)、國際組織 (Supranational)、政府機構 (Agency) 及擔保債券 (Covered bond) 發行機構，共 43 家。除發債機構與投資人之小組會議外，HSBC 另安排數場簡報，由其首席經濟學家與市場分析師介紹全球經濟展望與投資策略，其中更針對安倍政府為對抗長期通縮、提振經濟所採取相關政策，提出評析。

一、發債機構與投資人會議內容與心得

(一) 政府

參與本次高峰會之國家包括德國、比利時、荷蘭、芬蘭、丹麥、意大利、西班牙、葡萄牙及英國等 9 國。在歐債危機的持續影響下，多數國家對於其 2013 年經濟展望普遍並不樂觀，但強調該國正積極推動各項改革以提高市場競爭力，包括勞動市場、退休金制度及稅制改革，例如荷蘭將逐年延緩退休年齡至 67 歲。部份投資人對於德國過去 10 年在勞動市場改革成果表示相當讚賞，並進一步詢問德國勞動市場未來挑戰為何，德國則回應其勞動市場未來將面臨高技術人才缺乏，該國政府則有意由其他國家引進高技術人才，以解決此問題。房市方面，西班牙表示該國房市先前大跌 45%，近來有海外資金進場，交易量出現小幅增加；比利時表示該國房市已經觸底，未來可望緩步復甦；至於北歐國家房市則相對持穩，其中挪威房市近年來更是表現強勁。

關於發債計劃方面，德國表示近來市場投資人對於抗通膨債券 (German inflation indexed bonds) 需求強勁，2013 年計劃將發行 8 至 12 億歐元抗通膨債券；

丹麥亦表示為因應投資人需求，該國已於 2012 年開始發行抗通膨債券。葡萄牙則表示，2013 年該國將試圖重返初級市場發債，目標暫定 24 億歐元。

（二）國際組織

參與本次高峰會之國際組織包括世界銀行（IBRD）、世界銀行子公司（IFC）、美洲開發銀行（IADB）、歐洲復興開發銀行（EBRD）、非洲開發銀行（AfDB）、伊斯蘭開發銀行（IsDB）、歐洲投資銀行（EIB）、北歐投資銀行（NIB）、歐洲委員會（COE）及歐盟（EU）等 10 家。

歐債危機爆發後，部份國際組織因主要會員國（或是放款地區）均身陷風暴，導致投資人對該等國際組織所發行之債券信心大失。因此本次會議中，多數國際組織特別強調自身資本結構、業務經營及風險控管之穩健，以鞏固投資人信心。

（三）政府機構

參與本次高峰會之政府機構多達 20 家，除了美國農業信用機構（Farm Credit）與聯邦住房貸款銀行（FHLB）、澳洲昆士蘭省發債機構（QTC）、加拿大出口開發公司（EDC）以及阿布達比開發銀行（Mubadala），其餘均為歐洲國家之政府機構，如 KFW。

對於政府機構，投資人關注議題包括：資本結構、資產品質、是否有政府明示擔保（explicit guarantee）及未來私有化可能性。先前挪威出口融資公司（Eksportfinans）失去政府支持，導致信用評等被調降之例子，許多投資人記憶猶新，加上許多歐洲國家財政狀況不佳，將國有機構私有化以幫助財政之討論時有所聞。對此，部份政府機構表示目前該國政府尚無此想法，但將強化資本結構以因應未來政策轉變。

（四）擔保債券發行機構

參與本次高峰會之擔保債券發行機構僅有加拿大銀行 CIBC、法國擔保債券發行機構 CFF 與 CRH、瑞典銀行 Nordea 等 4 家。

二、安倍經濟是否能帶領日本脫離失落的二十年？

2012 年底安倍晉三（以下簡稱安倍）再次當選日本首相。安倍在上任後積極兌現選前承諾，希望透過日圓匯率貶值，以振興出口及刺激內需，帶動日本經濟成長。HSBC 首席經濟學家認為日本政府此舉成功之可能性低，係因日本經濟除了面臨內需不足外，尚有人口老化、產業外移、服務業生產力低及限制外來移民等問題，故 HSBC 認為日本最後仍可能步入失落的三十年。不過受到日圓匯率貶值之影響，短期內日本主要的國際競爭對手南韓、中國與德國等，其出口將大受威脅。

另值得注意的是，自安倍上台後，除了直接與間接暗示日圓匯率貶值，也不斷施壓日本央行，要求其採取更積極量化寬鬆手段。2013 年 4 月 4 日，日本央行新任總裁黑田東彥推出所謂的量與質兼備之貨幣寬鬆政策，規模之大超乎各界預期，也立即在全球金融市場引發不小震撼並造成相當大市場波動，值得投資人深入了解此議題。

因此，本篇報告將關注日本央行新推出貨幣寬鬆政策內容、該政策對日本投資人之影響，以及未來那些海外固定收益市場將受惠這波資金浪潮，作為投資策略參考。本報告若有疏漏錯誤之處，尚盼長官同仁不吝指正。

貳、安倍經濟學+黑田新貨幣政策

一、安倍經濟時代來臨

日本自 1980 年代發生經濟泡沫後，已經失落 20 年，在這期間日本陷入長期通貨緊縮、經濟低成長之惡性循環中，物價長期下跌，人民薪資與消費支出低靡不振，企業亦無投資意願，總需求跌落谷底。在此情況下，日本人民渴望求變，因此由安倍領導自民黨於 2012 年底再度執政，安倍再次當選日本首相。安倍在選前便表明將盡一切所能改變長期通縮環境，提振日本經濟成長，其政策主張為（一）促使日圓貶值，並配合寬鬆貨幣與財政政策，藉此提振出口與國內需求；（二）提高通膨預期，刺激民眾消費以及廠商生產意願，以脫離長期通縮困境。對於安倍之政策主張，市場普遍稱之為安倍經濟學（Abeconomics）。

安倍在上任後則積極兌現選前承諾因應日本經濟問題，並提出三大主張包括：靈活的財政政策、大膽的貨幣政策、以及刺激民間投資增長策略，此三大主張亦被喻為安倍經濟的三支箭（three arrows）。在擴大財政支出政策部份，安倍於 2013 年 1 月提出規模高達 20.2 兆日圓之緊急經濟對策，預期可提高 2013 年度與 2014 年度 GDP 約 2%，創造約 60 萬工作機會。在貨幣政策部份，安倍則不斷施壓日本央行，要求其採取更積極量化寬鬆手段，以及將通膨目標由 1% 拉高至 2%。日本央行前任總裁白川方明在安倍的壓力之下，於 2014 年 1 月 22 日央行會議時宣佈，將通膨目標設定為 2%，而且自 2014 年 1 月起將無限期每月買入 13 兆日圓（約 1,451 億美元）公債。不過由於與安倍理念不合，日本央行前任總裁白川方明提前於 2013 年 3 月 20 日下台，之後由向來主張積極寬鬆貨幣政策的黑田東彥接任，並隨即帶領日本央行展開新一輪量化寬鬆序幕。至於刺激民間投資增長部份，安倍重新啟動產業諮詢會議，且新設置產業競爭力會議，進行產業結構相關改革，試圖解決日本長期經濟結構失衡問題，進而提升經濟成長潛力。

二、黑田新貨幣政策啓動

2013年4月4日，日本央行總裁黑田東彥在出席首次央行會議上推出所謂的量與質兼備之貨幣寬鬆政策(Quantitative and Qualitative Monetary Easing)，全面改變貨幣政策架構，期以兩年內達成2%通貨膨脹率目標。黑田的新貨幣政策，其量化寬鬆規模之大出乎市場意料，政策主要內容如下：

(一) 改變貨幣政策目標

日本央行政策目標由無擔保隔夜拆借利率轉為貨幣基數(monetary base)，並將貨幣基數的增速提高至每年約以60至70兆日圓增加，使流通在外貨幣基礎將由2012年底之138兆日圓，上升至2014年底之270兆日圓左右，希望藉此直接影響通膨預期。

(二) 強化貨幣政策承諾，在未來兩年內達成2%通貨膨脹率目標。

(三) 增加購買日本公債(JGB)及延長持有公債之平均到期年限

1、增加購買公債金額

日本央行預計每月購入公債總額由先前之4.2兆日圓增至7兆日圓。預計每年購入公債約增加50兆日圓，超過現行的每年20兆日圓，此舉將使日本央行持有公債餘額由2012年底之89兆日圓，分別於2013年及2014年底增至140兆日圓及270兆日圓。

2、增購長期公債，以延長持有公債之平均到期年限

日本央行將大幅增購長期公債，並將購買公債的最高年限將從現行的7至10年提高至40年。此將使該行持有公債之平均到期年限由目前之略低於3年延長至約7年。

3、暫時中止通貨發行餘額(banknote rule)規定

為達成公債購買規模，日本央行決定暫時中止長期公債的持有量不高於通貨發行餘額之規定。

(四) 增加購買風險資產

日本央行將增加購買指數股票型基金 (ETF)，由每年 5000 億日圓增至 1 兆日圓；另增加購買日本房地產信託基金 (REIT)，由每年 100 億日圓增至 300 億日圓。在商業票據及公司債部份，仍維持現有目標餘額，2013 年底分別達 2.2 兆日圓及 3.2 兆日圓。

(五) 資產購買計畫 (Asset purchase program, APP) 與日本政府定期收購長期公債計畫 (rinban) 整併後將終止。

在央行會議後所舉行記者會上，黑田總裁表示日本央行改採貨幣基數為工具目標，是希望讓政策的溝通更清楚，目前的工具目標隔夜拆借利率已趨近於零，而貨幣基數清楚易懂，且與通膨目標有關。再者，本次會議對貨幣政策同時作出量化與質化的改變，其中量化的部份包括，加速購買公債及風險性資產，使日本央行的資產負債表於 2014 年底擴增 1 倍（如表一所示）；質化的部份包括購買長期公債，希望能壓低長期利率，促使投資人轉向購買高收益資產，以提高房地產、股票及其他風險性資產之價格。黑田總裁表示，一次實施所有可能之措施，對於影響市場、家戶及企業之預期是較僅提高量化寬鬆規模更為有效。最後，黑田更進一步強調將盡其所能，做出所有必須的努力，期以達 2% 之通膨目標，並避免重蹈過去日本政府往往決策推出太慢，而且做太少之覆轍。

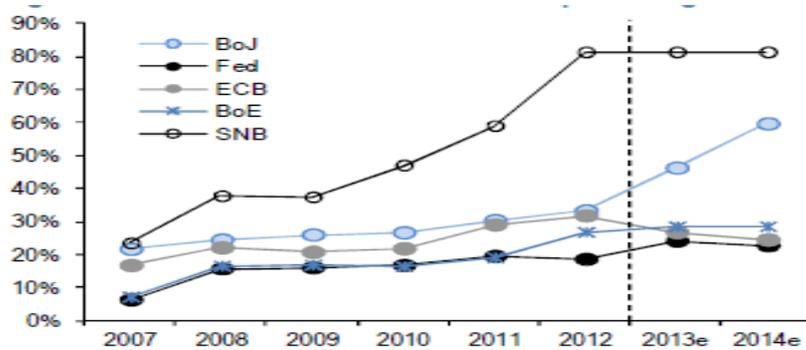
表一、日本央行之貨幣基數目標與資產負債表之規模

三、市場對黑田新貨幣政策評析

(一) 日本新量化寬鬆政策規模超出市場預期

黑田總裁所推出量化寬鬆政策規模超出各界預期，也立即在全球金融市場引發不小震撼。市場分析師表示，日本每年購債規模佔 GDP 之比例達 18.4%，約為美國量化寬鬆規模之 5 倍；而日本央行資產負債表佔 GDP 之比例將由 2012 年底之 35%，擴增至 2014 年底之 60%，該比例將大幅超越其他主要國家央行（如圖一所示）。由此可了解，相對於經濟規模而言，此次日本量化寬鬆規模之大，應足以對刺激日本經濟造成一定程度之影響。再者，未來日本央行每年購債淨額將超過 50 兆日圓，就 2013 年而言，此購債規模達 2013 年全年公債淨發行量（net issuance）之 1.6 倍；相較於美國與英國央行所實施量化寬鬆，每年購債淨額從未超過該國當年度公債淨發行量（如表二所示）。因此，可預見未來日本公債的供給勢必將明顯減少。

圖一、主要央行資產負債表佔 GDP 之比例



表二、美國、英國與日本等國之公債淨發行量（net issuance, trillion）、央行購債金額（trillion）、以及央行購債金額佔公債淨發行量之比例

	Net issuance			CB buying			% of net supply		
	US	UK	Japan	US	UK	Japan	US	UK	Japan
2009	1520	199	-18	301	188	-8	20%	95%	45%
2010	1602	163	49	245	10	8	15%	6%	16%
2011	1319	117	28	642	51	10	49%	43%	34%
2012	1036	135	29	21	126	23	2%	93%	80%
2013e	893	112	32	540	50	51	60%	45%	161%

Source: Central banks

See *Flows and Liquidity*, Nikolaos Panigirtzoglou, 5 Apr 2013 for more discussion.

(二) 黑田總裁表示，目前已採用所有必要措施，但日本央行將會調整措施與經濟情況一致。對此，JP Morgan 認為在未來幾個月內，日本央行將密切注意物價指數與經濟成長數據，若前述數據未如預期時，不排除日本央行將推行額外措施。根據先前日本央行公布的半年報顯示，該行預期日本 2013 年與 2014 年經濟成長將達 2.2%（目前市場預期為 1.3%）；物價指數於 2015 年經濟成長可望達 2.0%（目前市場預期為 1.0%）。

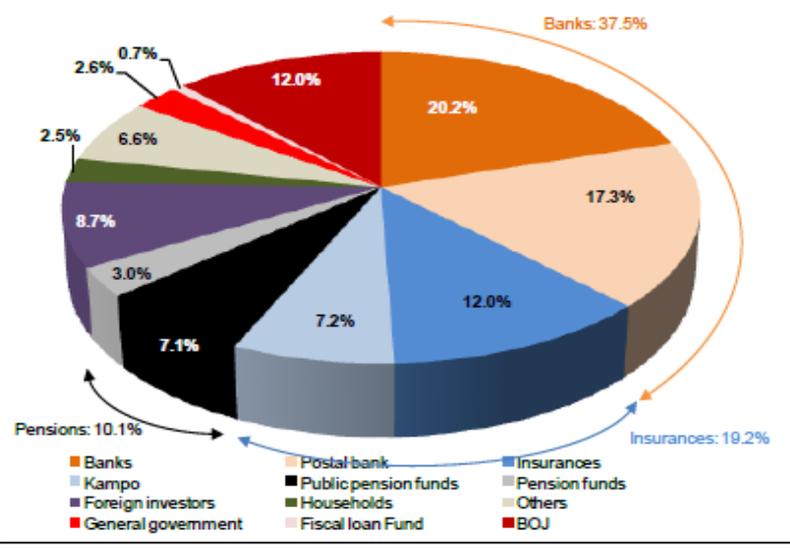
(三) 黑田總裁已在日銀理事會上建立領導威信，只有木內登英 (Takahide Kiuchi) 反對兩年內實現 2% 通膨之目標；黑田總裁提出之其他措施皆無異議全體通過。此外，相對於前任總裁白川方明與市場參與者保持一定距離，黑田總裁則強調拉近和市場參與者之關係，試圖使外界更清楚。

參、黑田新貨幣政策對日本投資人的影響

受到日本央行擴大購買公債之影響，日本央行持有公債佔所有流通在外公債之比例，於 2014 年將超越 20%（2012 年底為 12%），市場已經預期未來有部份日本公債投資人將被排擠出此市場。再者，在日本央行加速購入長期公債之預期下，日本長期公債殖利率曲線或將更趨於平坦，此意味日本長期公債收益率或將下滑。目前日本公債投資人仍以當地投資人為主，包括壽險公司、退休基金及銀行（如圖二所示），故市場認為該等機構投資人未來可能降低日本公債投資，轉向海外市場追求較高收益商品。

基本上，日本壽險公司、退休基金及銀行對於投資日本公債，在債券天期上各有不同偏好，其中銀行偏好投資中期（5-10 年），壽險公司偏好投資超長期（到期年限超過 20 年以上），而退休基金則投資在中期至超長期部份。以下將分別說明保險公司、退休基金及銀行在面臨黑田新貨幣政策，是否可能重新調整其投資組合並增持海外資產，以及未來日本投資人可能投資之海外固定收益商品。

圖二、2012 年底日本公債（JGB）投資人與其持有比例



Source: Nomura, BoJ

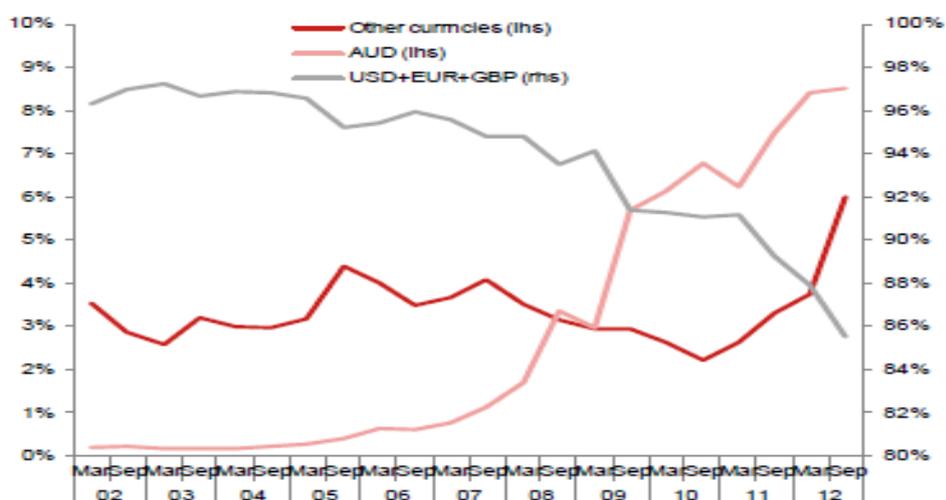
一、日本壽險公司、退休基金及銀行是否可能增持海外資產？

(一) 壽險公司

過去以來，壽險公司持續增加對日本公債投資，2012 年底壽險公司持有 19.2% 之日本公債。由於壽險公司是超長期日本公債之主要投資人，展望未來在日本央行開始購買長期公債之情況下，長期公債殖利率之下滑幅度將大於中期公債，此舉勢必對保險公司投資收益造成明顯衝擊，故市場一致認為壽險公司將加速增持外國債券 (foreign bond)，以提升投資收益，市場分析師預估未來 1 至 2 年壽險公司增加持有外國債券金額將達 600 億至 1000 億美元。

根據日本九大壽險公司財務報表 (如圖三所示) 顯示，2012 年 9 月底壽險公司外幣資產中，以澳幣資產之比例有逐漸上升趨勢，截至 2012 年底約為 8%；美元、歐元及英鎊資產之比例則逐年下滑，係因近幾年來前述債券殖利率偏低所致；至於其他幣別 (以高收益貨幣為主，如巴西里拉、墨西哥披索) 資產之比例雖略有增加，但幅度偏低，顯示壽險公司對海外資產投資相對保守，仍以已開發市場為主軸。

圖三、日本九大壽險公司外幣資產組合



Source: Nomura, life insurance companies

（二）退休基金

根據統計資料顯示，2012 年底退休基金持有 10.1% 之日本公債。除了日本公債之外，退休基金亦是外國債券重要投資人。不過由於多數退休基金的資產配置係以日本政府最大退休基金（Government Pension Investment Fund, GPIF）所訂定資產配置指標（reference portfolio）作為參考指標（benchmark），並進行被動式管理。在此情況下，當日元貶值時，退休基金持有海外資產價值大幅攀升，其資產配置比例亦相對上升，此時退休基金則傾向出售海外資產，一方面可以獲利了結，另一方面外幣資產配置將不會偏離 GPIF 之資產配置指標太遠。反之，當日元升值時，海外資產價格亦相對便宜，此時退休基金傾向買進海外資產。

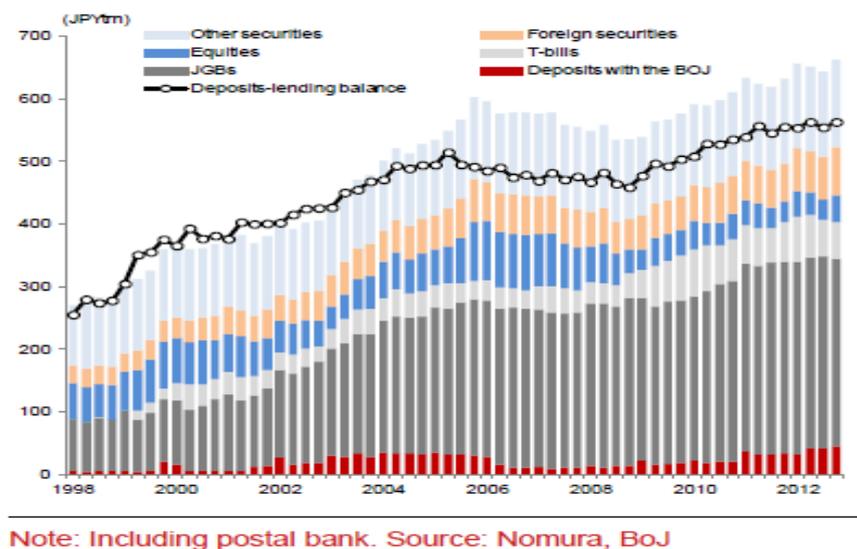
近期受到日元大幅貶值之影響，退休基金持有海外資產價值攀升，故短期內退休基金不但不會增持海外資產，反而可能出售海外資產。中期而言，退休基金可能會調整其資產配置指標，以 GPIF 為例，GPIF 已表示重新審視其資產配置指標。一旦退休基金提高海外資產配置比例，屆時退休基金將可能增持海外資產。根據市場人士表示，許多退休基金將於 2013 年第 2 季審視資產配置指標，2013 年下半年或將開始採用新指標，

（三）銀行

2012 年底日本銀行業（含 Postal Bank）持有 37.5% 之日本公債，為日本公債之最大機構投資人。日本銀行業持有大量日本公債之歷史背景來自於經濟泡沫之後，日本經濟景氣長期持續低迷，放款需求不足，加上日本民眾資產配置保守，傾向將資金存放在銀行，造成銀行存款金額遠高於放款金額，銀行只得將多餘存款（excess deposit）轉向證券投資，導致銀行持有證券金額逐年上升。根據統計資料顯示，日本銀行業的證券投資組合中，半數以上為日本公債，其餘為外國債券、股票、票據等。然而，未來日本銀行業的證

券投資組合是否出現調整，增持外國債券，各界看法分歧。Nomura 認為銀行是否增持外國債券仍有待觀察，得視未來放款與存款對日本央行新推出量化寬鬆政策反應而定；Morgan Stanley 則認為，隨日本經濟展望趨於樂觀，帶動企業投資，銀行可能傾向將資金轉向放款，故增持海外資產可能性低；反之，JP Morgan 認為銀行將增持海外資產，提高收益。

圖六、日本銀行業的證券投資組合



二、那些海外固定收益商品可能吸引日本投資人？

隨著日本企業與民眾對未來經濟景氣普遍較以往樂觀，投資風險意識(risk appetite)獲得改善，日本民眾也紛紛進場買入風險性資產，包括海外商品。根據日本財務省於2013年5月13日公佈的資料顯示，2013年4月22日至5月3日的兩周，日本基金經理人淨買入約51億美元之外國債券與票據，而在此之前日本投資人持續減持該等證券。

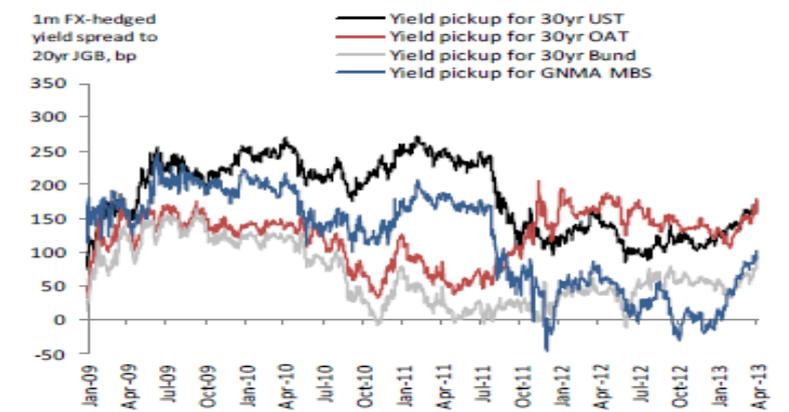
那些外國債券可能吸引日本投資人，可以從下列幾點來考量：債券存續期間、收益率、信用評等與流動性。之前，黑田總裁剛宣布新量化寬鬆政策時，市場紛紛預期日本壽險公司與退休基金未來或將大規模增持外國長期債券而先進場佈局，致許多已開發市場之10年公債與30年公債之間利差立即下跌

6-10bp。對此，Nomura 市場分析師認為市場過度反應，並指出未來日本壽險公司仍傾向購買 10 年以下外國債券，係因（1）對於海外債券投資，傳統上壽險公司傾向承擔較低利率風險；（2）壽險公司仍以日本長期公債進行資產負債存續期間管理，而非外國長期債券。再者，由於日本投資人較為保守穩健，故仍以信用評等在 A 以上之投資商品為主。至於針對信用評等優良之商品，如信用評等 AAA 之國際組織與政府機構所發行之債券，該等債券對日本公債之 yield pick up 高低將是日本投資人取決是否投資的主要考量。以下是投資銀行對於那些外國債券可能吸引日本投資人之綜合看法：

（一）美元債券

在公債部份，日本投資人偏好具有較高 rolldown 與 carry 之天期部份，例如 8-9 年期美國公債。再者，外匯避險後收益率較高之其它商品，如 agency MBS，亦受日本投資人喜愛。Nomura 市場分析師特別指出，經外匯避險後，GNMA MBS 對 20 年期日本公債之 yield pick up 已達近期高點（如圖七所示），故認為 GNMA MBS 將是主要受惠日資增持海外投資的商品之一，再加上目前 Fed 仍持續購買 MBS 之情況下，建議投資人可以加碼 GNMA MBS 投資。

圖七、外國債券對 20 年期日本公債之利差



Source: Nomura, Bloomberg. Note: Yield spreads of long-end (30yr) 1m FX-hedged DM bonds to 20yr JGBs

在公司債部份，過去壽險公司與銀行在美國投資等級公司債（high grade credit）市場相當活躍，且偏好投資在 10 年期以下且信用評等 A 以上之美國公司債。目前該等債券避險後仍有不錯之收益，約為日本公司債收益率之 2 倍，故未來日本投資人對美國投資等級公司債需求應可望持續增加。

（二）歐元債券

由於德國公債殖利率相對偏低，故市場普遍認為能提供較高收益之次核心國家（semi-core country）公債將更受日本投資人青睞，尤其是法國、荷蘭與比利時等國公債。至於身陷歐債風暴核心的義大利、西班牙與葡萄牙等國公債市場，在日本投資人向來穩健保守的投資準則要求下，則不太可能受惠日本新量化寬鬆政策所帶來資金浪潮。不過若大量日資擁入法國、荷蘭與比利時等國公債市場時，致使部份資金被排擠出時，在此情況下，義大利、西班牙與葡萄牙等國公債市場仍可能間接受惠。

（三）澳幣債券

澳幣債券因收益率優於其他主要國家債券，故一直廣受日本機構投資人與民眾的喜愛。以針對日本民眾發行之外幣債券(Uridashi)而言，澳幣計價發行之 Uridashi 債券向來是市場主流，2012 年全年其發行量佔所有 Uridashi 債券發行量之 87%。

（四）新興市場債券

對日本機構投資人而言，在經過外匯避險後，目前多數已開發市場之債券價格已經偏高，在尋求具有較高 carry 的投資商品情況下，故具有高收益之新興市場債券亦將受日本投資人青睞，尤其是信用評等較佳、債券市場規

模大與流動性高之新興市場，如巴西、墨西哥、南非、南韓、馬來西亞等。

JP Morgan 分析師表示，由於日本機構投資人一向保守，過去在新興市場債券投資規模明顯低於已開發市場債券；反之，日本民眾則相對積極，故可預見未來將有更多日本民眾透過投資信託商品（Toshin）或是 Uridashi 債券方式，增加對新興市場債券的投資部位，初步估計在未來 2 年，年投資金額將達 150-200 億美元。

肆、結語

(一) 安倍經濟是否能夠達成振興日本經濟、終結通縮的目標仍備受質疑？

在市場半信半疑及各界關注之下，安倍經濟的三支箭正逐一啓動，效果也似乎超乎預期，日經指數大漲、經濟短觀報告展望轉為樂觀，而日本 2013 年第 1 季 GDP 成長達 3.5%，創下一年來新高。但安倍最後是否能達成振興日本經濟、終結通縮的目標仍備受質疑。Standard & Poor's 信評公司更提出警告並表示，安倍政府的經濟政策充滿風險，日本長期主權債信評等「AA-」可能面臨被調降風險。

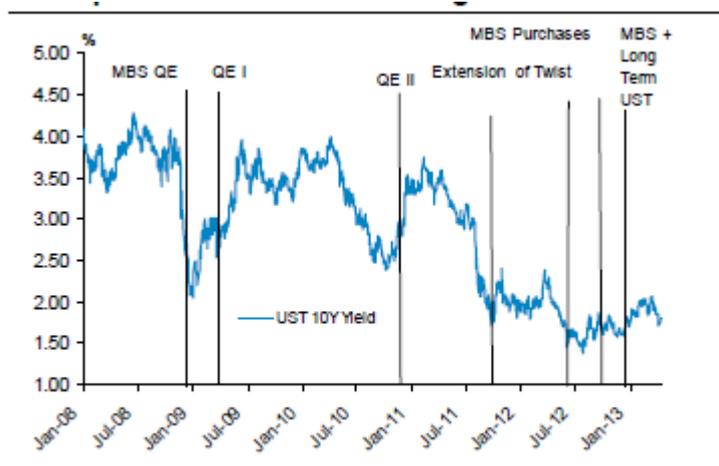
2011 年諾貝爾經濟學獎得主 Joseph E. Stiglitz 的看法卻與 Standard & Poor's 截然不同。Stiglitz 表示，除了結合靈活的財政政策與大膽的貨幣政策之外，日本政府還提出刺激民間投資增長策略，三大策略聯手出擊，日本將有機會達到提振經濟的目標。另一位諾貝爾經濟學獎得主 Krugman 亦表贊同。Krugman 表示，過去日本政府曾數次透過擴大公共支出方式，試圖提振經濟，卻在經濟尚未得到穩定復甦之前就收手而功敗垂成。2001 至 2006 年之間，日本央行亦試圖採取大量印鈔對抗通貨緊縮，但同樣在經濟稍稍出現改善跡象，便結束此一政策，最後落入通貨緊縮的惡性循環。因此，對於安倍改採積極大膽的經濟政策對抗長期衰退，Krugman 深表支持。不過 HSBC 首席經濟學家指出，如同先前英國例子，日本央行或許能提高通膨，但可能無法提高經濟成長與人民所得，最後導致人民實質所得下滑，進而抑制消費支出，經濟反而更疲弱不振。因此，刺激民間投資增長策略將是影響安倍經濟成敗的重要關鍵。

(二) 日本公債市場動向成爲市場關注焦點

雖然原先市場大多認爲在日本央行採行新量化寬鬆政策後，日本公債殖利率將持續走低，近來日本公債殖利率卻出現大幅反彈，市場波動加劇，引發各界關注。根據美國先前經驗，在 QE1 與 QE2 實施初期，由於市場預期 QE 能有效地帶動經濟成長，公債殖利率因而走升，直至經濟景氣表現未如先前預期樂觀後，公

債殖利率才反轉向下（如圖八所示）。不過這波由黑田引爆資金浪潮已經席捲全球，其效應並由日本境內擴及其他金融市場，後續影響如何值得持續關注。

圖八、美國 10 年期公債殖利率走勢



Source: Morgan Stanley Research

Filename: 出國報告 3M-HSBC new-1
Directory: C:\Documents and Settings\huanjo\Desktop
Template: C:\Documents and Settings\huanjo\Application
Data\Microsoft\Templates\Normal.dotm
Title: 研習心得及建議事項
Subject:
Author: M
Keywords:
Comments:
Creation Date: 2013/5/17 11:07:00 AM
Change Number: 11
Last Saved On: 2013/5/20 12:01:00 PM
Last Saved By: 邱曉玲
Total Editing Time: 58 Minutes
Last Printed On: 2013/5/20 4:58:00 PM
As of Last Complete Printing
Number of Pages: 20
Number of Words: 1,444 (approx.)
Number of Characters: 8,236 (approx.)