

出國報告（出國類別：其他）

## 參加 PIMCO 研討會報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳詩柔(會計處/辦事員)

派赴國家：中國香港

出國期間：105 年 7 月 17 日至 7 月 22 日

報告日期：105 年 10 月 日

## 摘要

- 一、 PIMCO 預估 2016 年全球總體經濟，由經濟成長放緩的新中性概念(New Neutral)轉變為不牢固的穩定(Insecure Stability)，但仍應注意政治可能產生的風險。
- 二、 中國面對不良債券及影子銀行體系問題，有多種未來可能實施的政策，但應注意政策工具的邊際效益會逐漸遞減。
- 三、 丹麥、瑞典、瑞士、歐元區、日本及匈牙利等經濟體先後採用負利率政策，負利率政策成為央行考慮使用的非傳統政策工具之一，惟目前實施負利率政策的國家，對於刺激經濟復甦，似乎未能達到預期效果。

## 目 次

壹、前言.....	3
貳、總體經濟展望.....	4
一、全球總體經濟展望.....	4
二、中國總體經濟展望.....	8
參、中國不良貸款及影子銀行現況.....	10
一、中國債務及影子銀行系統過度膨脹.....	10
二、不良貸款以企業貸款為大宗.....	11
三、政府政策因應方式.....	13
肆、中央銀行的負利率政策.....	17
一、丹麥.....	17
二、歐元區.....	19
三、日本.....	22
伍、心得及建議.....	25
陸、參考資料.....	26

## 壹、前言

<sup>職</sup>奉派赴香港參加太平洋投資管理公司(Pacific Investment Management Company, 以下簡稱 PIMCO)於本(105)年 7 月 18 日至 7 月 22 日舉辦之亞洲機構研討會，課程參與者約 40 人，學員來自臺灣(央行、德盛安聯證券投信)、馬來西亞、新加坡、泰國、香港、印度等，講師為 PIMCO 相關部門專家。

本次研討會主題相當多元，涵蓋全球總體經濟展望、中國總體經濟展望、中國不良貸款及影子銀行現況、中央銀行的負利率政策、資產配置、固定型收益及衍生性金融商品投資等，另有由學員分組競賽的投資模擬課程，藉由親自操作固定型收益產品、衍生性金融商品及外幣，更進一步了解金融市場運作，相當充實豐富。

本篇報告架構分為以下部分：第一部分為前言，第二部分為總體經濟展望，內容涵蓋(1)全球總體經濟展望(2)中國總體經濟展望，第三部分為中國不良貸款及影子銀行現況，第四部分介紹中央銀行的負利率政策，第五部分為心得及建議，第六部分為參考資料。

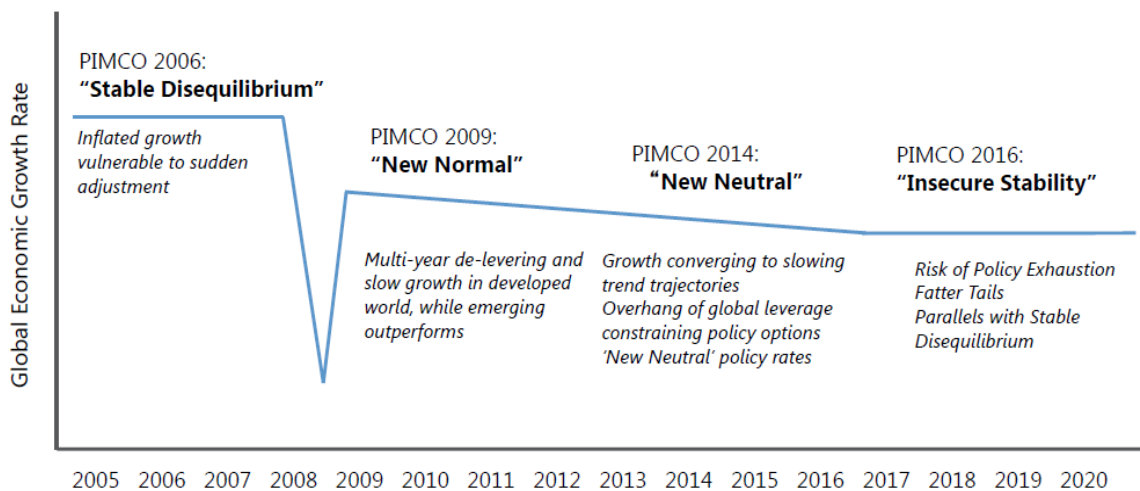
## 貳、總體經濟展望

### 一、全球總體經濟展望

#### (一) 2016 年全球經濟為不牢固的穩定(Insecure Stability)

PIMCO 每年會依據當時全球經濟、金融及政治情勢及考量平均風險，推估未來 3 到 5 年內的投資環境，作為中期投資部位風險調整之參考。本次 PIMCO 預估全球總體經濟將由 2014 年提出經濟成長逐步放緩的新中性概念(New Neutral)轉變為不牢固的穩定概念(Insecure Stability)(圖一)。

圖一、PIMCO 全球經濟成長率預估



SOURCE: PIMCO

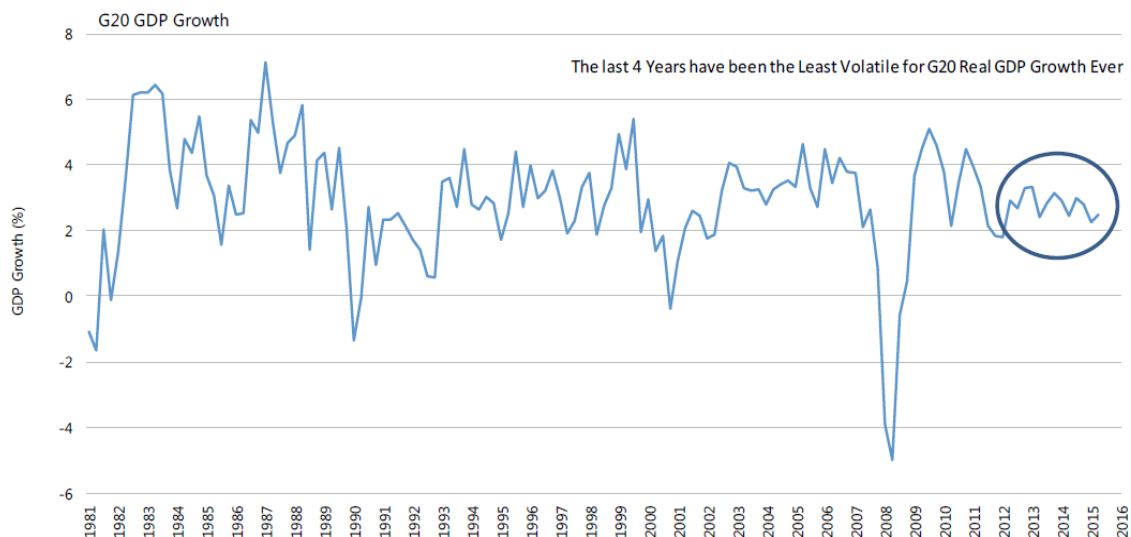
2016 年全球總體經濟成長極有可能會持續維持在穩定的狀態。近四年來，G20 成員國<sup>1</sup>的 GDP 成長率波動已經達到史上新低，2016

<sup>1</sup> G20 成員國：

美國、英國、德國、法國、中國、日本、加拿大、澳洲、義大利、俄羅斯、巴西、印度、印尼、南韓、土耳其、阿根廷、歐盟、墨西哥、沙烏地阿拉伯、南非。

年應會持續此循環(圖二)，但是未來不確定因素的風險仍然存在。

圖二、G20 成員國 GDP 成長率



SOURCE: Bloomberg

風險主要分成以下三個面向：

1. 總體經濟方面：

在央行貨幣寬鬆及低利率政策的影響下，家庭及企業對負債的偏好始終大於權益商品，及金融危機後，各國政府為提振經濟，不斷推陳出新的財政刺激方案，使得債務積壓<sup>2</sup> (debt overhang) 的情形日益嚴重。儲蓄過剩(savings glut)則會造成經濟的復甦緩慢。

2. 央行貨幣政策：

傳統貨幣政策仍然有效(只是效果逐步減少)? 抑或是傳統貨幣政策已經失靈，使得各國央行紛紛推出非傳統貨幣政策? 目前部分央行除降息、量化寬鬆、前瞻指引(forward guidance)等常

<sup>2</sup> 債務積壓(Debt overhang)：國家或企業的債務負擔超過未來之償還能力。

見的政策工具，也開始出現負利率、直升機撒錢<sup>3</sup>(helicopter money)等聲音。

### 3. 政治的不確定性：

政治對經濟的影響力正在逐步升高，近期需要關注的議題有英國脫歐(Brexit)後對歐洲地區可能造成的動盪及 11 月即將來臨的美國總統大選。

## (二) 主要國家 2016 年的 GDP 及通貨膨脹預測

PIMCO 在 2016 年 3 月舉辦之 Cyclical Forum 上，針對主要國家 2016 年的 GDP 及整體通貨膨脹(headline inflation)進行預測(表一)。

表一、PIMCO Cyclical Forum 經濟預測

	REAL GDP		HEADLINE INFLATION	
	2015	PIMCO FORECAST 2016	2015	PIMCO FORECAST 2016
U.S.	2.4%	1.75% – 2.25%	0.1%	1.0% – 1.5%
Eurozone	1.6%	1.0% – 1.5%	0.0%	0.0% – 0.5%
U.K.	2.2%	1.5% – 2.0%	0.0%	0.5% – 1.0%
Japan	0.5%	0.25% – 0.75%	0.8%	0.25% – 0.75%
China	6.9%	5.5% – 6.5%	1.4%	1.0% – 1.5%
BRIM	0.4%	0.75% – 1.25%	8.6%	6.5% – 7.5%
World	2.6%	2.0 – 2.5%	1.5%	1.5% – 2.0%

As of March 2016. SOURCE: Bloomberg、PIMCO

<sup>3</sup> 直升機撒錢係指中央銀行在實行零利率或近似零利率政策後，透過購買國債等中長期債券，增加基礎貨幣供給，向市場注入大量流動性資金，亦即間接增印鈔票。

1. 美國：預測 2016 年實質 GDP 成長率介於 1.75%-2.25%，相較於 2015 年的 2.4% 下降；headline CPI 介於 1.0%-1.5%，較 2015 年的 0.1% 回升。
2. 歐元區：預測 2016 年實質 GDP 成長率介於 1.0%-1.5%，相較於 2015 年的 1.6% 下降；headline CPI 介於 0.0%-0.5%，較 2015 年的 0.0% 略為回升。
3. 英國：預測 2016 年實質 GDP 成長率介於 1.5%-2.0%，相較於 2015 年的 2.2% 下降；headline CPI 介於 0.5%-1.0%，較 2015 年的 0.0% 回升。
4. 日本：預測 2016 年實質 GDP 成長率介於 0.25%-0.75%，與 2015 年的 0.5% 差異不大；調整增值稅後 headline CPI 介於 0.25%-0.75%，較 2015 年的 0.8% 下降。
5. 中國大陸：預測 2016 年實質 GDP 成長率介於 5.5%-6.5%，相較於 2015 年的 6.9% 下降；headline CPI 介於 1.0%-1.5%，與 2015 年的 1.4% 差異不大。
6. BRIM<sup>4</sup>：預測 2016 年實質 GDP 成長率介於 0.75%-1.25%，相較於 2015 年的 0.4% 上升；headline CPI 介於 6.5%-7.5%，較 2015 年的 8.6% 下降。

---

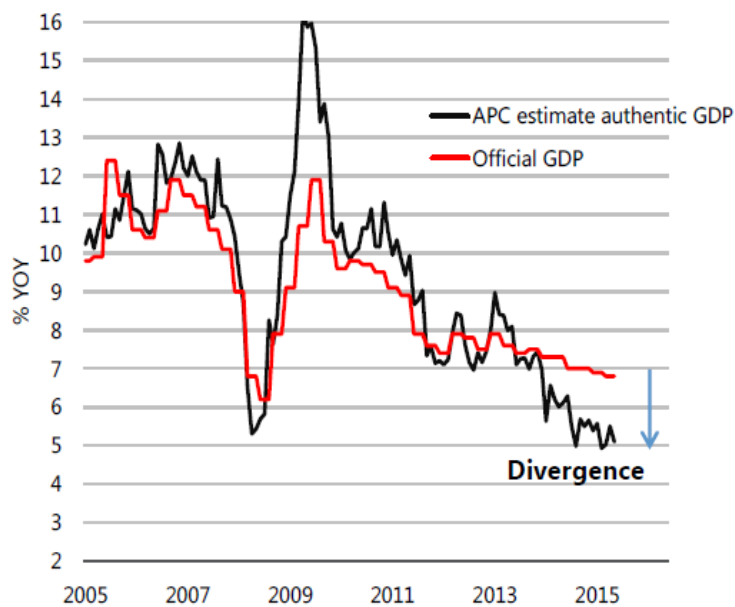
<sup>4</sup> BRIM：係指巴西(Brazil)、俄羅斯(Russia)、印度(India)及墨西哥(Mexico)。



## 二、中國總體經濟展望

PIMCO 預測<sup>5</sup>2016 年中國「官方」的 GDP 成長率為 6.1%，2017 年甚至低於 6%(政府官方目標為 6.5%，以目前情形計算，GDP 約需達到 10 兆美元)，並依據每月的工業生產指數、零售、鐵路運輸、出口等資訊預測 2016 年「實際」的 GDP 成長率為 4.5-5.5%(圖三)，CPI 為 1.3%，中國將面臨資本持續流出(圖四)，人民幣貶值壓力沉重，政府可運用的政策將逐漸受到限制，激勵效果亦會減少，PIMCO 並預測人民幣在未來一年內會貶值 5%(圖五)，且仍受全球市場波動影響及有通縮的風險。

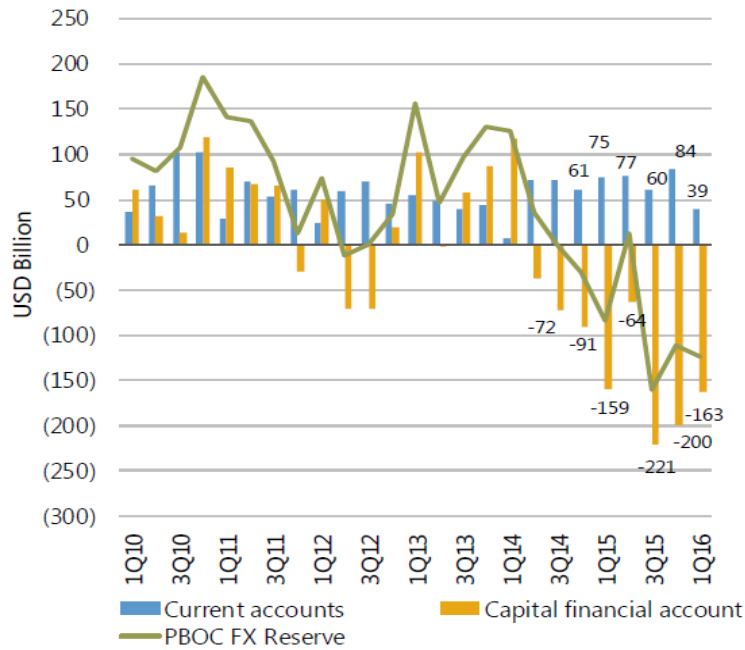
圖三、中國官方及 PIMCO 預測之 GDP 逐漸背離



As of 14 July 2016. SOURCE : CEIC、Bloomberg、PIMCO

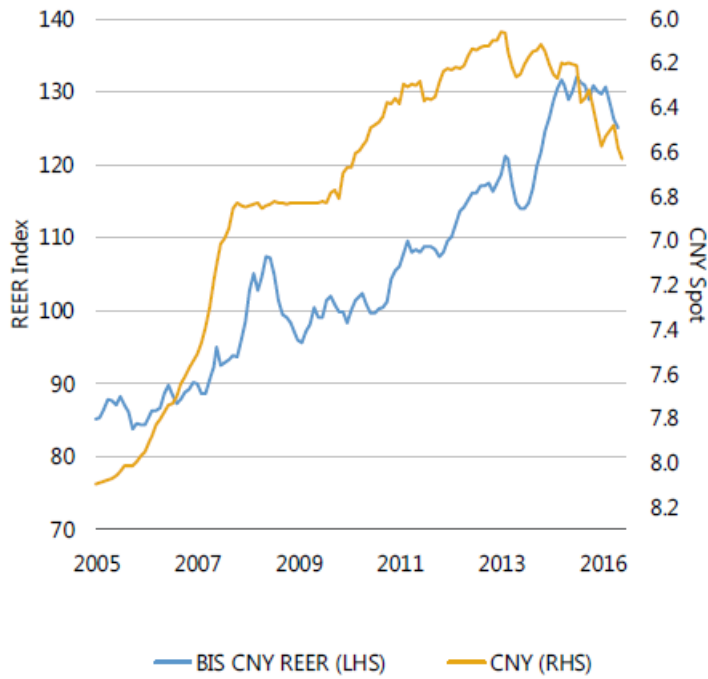
<sup>5</sup> 此資料為 2016 年 7 月 14 日 PIMCO 亞太投資組合委員會(Asia Pacific Portfolio Committee, 簡稱 APC)所作預測，與上節所述 2016 年 3 月舉辦之 Cyclical Forum 論壇，因時間差異，導致預測有些微差異。

圖四、中國資本持續流出



As of 31 December 2015. SOURCE : PBOC 、CEIE

圖五、人民幣自高點已貶值 8%，持續被高估



As of 31 January 2016. SOURCE : PBOC 、CEIE

## 參、中國不良貸款及影子銀行現況

### 一、中國債務及影子銀行系統過度膨脹

2008 年金融危機後，全球資金湧入經濟高速增長的新興市場國家，新興國家投資銀行也對當地企業、家庭放寬了借貸條件，根據國際清算銀行（BIS）的報告，從 2009 年開始，新興市場國家私人負債佔 GDP 的比率，平均由 75% 暴增到 125%，其中中國的債務水平從 10 兆美金膨脹到 30 兆美金。

中國銀行業資產總規模擴大的因素並非主要來自於銀行儲戶的總存款，銀行業的資產規模持續擴張主要與國內寬鬆的貨幣環境有關，例如信貸投放加速、房地產市場熱絡與投資需求回升等。

此外中國的影子銀行體系迅速發展更讓中國的債務問題雪上加霜，影子銀行是指一些「非銀行」的仲介機構提供與傳統商業銀行類似的金融服務，影子銀行通常遊走於法律邊緣，非法地提供民間與企業借貸、賺取較高利息，影子銀行體系使某些受到嚴格監管的行業可獲得借貸款項，例如房地產、地方融資平台，以及部分風險較高的製造行業。

影子銀行是中國金融體系重要的組成分子，其存在也有正面的作用，在經濟低迷，銀行資金面臨緊張的情形下，對經濟的復甦有推動作用，但影子銀行的不透明性也帶來巨大風險，並造成政府監理的困難。

自 2014 年，中國房市下滑、製造業產能過剩導致產品滯銷、地

方政府債務過高等問題逐一浮現，這些問題使得中國整體銀行業不良貸款率攀升，同時影子銀行過度膨脹面臨泡沫化危機，經濟成長若持續放緩，壞帳風險無法降低，一旦其中一個銀行機構無法償還債務的導火線被引燃，環環相扣的金融債務就有可能引發系統性風險。

## 二、不良貸款以企業貸款為大宗

銀行貸款仍然是目前中國主要的信用工具，但過去幾年，債券跟影子銀行系統運作模式使得中國產生額外的信用創造(credit creation)。中國的債務問題集中在企業部分，尤其是高度周期循環之產業(原物料、能源、石化工業等)具有主要的尾端風險(tail risk)<sup>6</sup>，政府及家庭債務部分槓桿比率相對較低，仍然有信用擴張的空間。

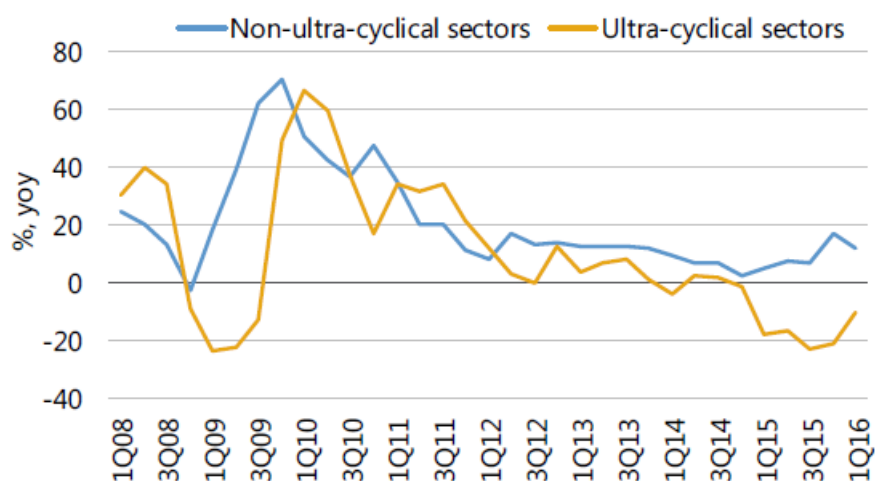
目前中國企業營運資金持續惡化，面臨企業銷貨成長持續緩慢(圖六)，應收帳款收回天數增加(圖七)及存貨週轉天數增加(圖八)，流動性風險會繼續上升，現金轉換循環至 2016 年第 1 季底達到 144 天內的歷史新高。

PIMCO 並分析 2,100 家中國的非金融機構企業(截至 2016 年第 1 季，占全中國企業貸款的 15%)，推估整體企業貸款實際的逾期放款比率為 8.6%、銀行放款的逾期放款比率為 7.6%、全部信用資產的逾期放款比率為 6.3%，總信用風險金額達 8.3 兆人民幣。

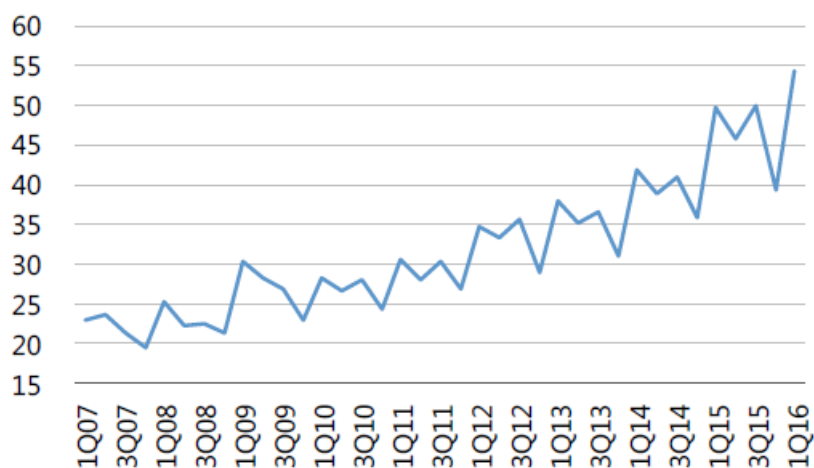
---

<sup>6</sup> 尾端風險係指發生機率極低的事件，但是一旦發生，影響非比尋常，尾端這個名詞取自統計學上的「常態分配」模型，因為常態分配圖形是兩頭平緩，中間高聳的「鐘形曲線」，極端事件通常分布在機率較低的兩頭，因為愈不可能發生卻發生了，就形成尾端風險。

圖六、非金融機構企業銷售成長趨緩

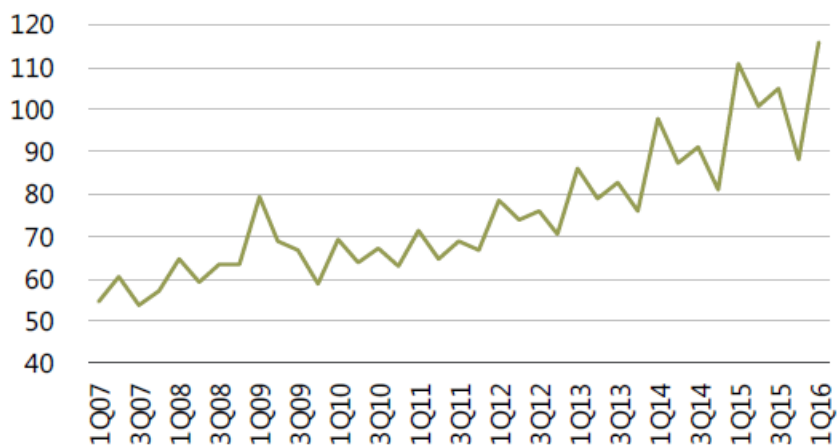


圖七、非金融機構應收帳款收回天數上升



As of 31 March 2016. SOURCE : WIND、APC Research

圖八、非金融機構存貨周轉天數上升



As of 31 March 2016. SOURCE : WIND、APC Research

### 三、政府政策因應方式

中國目前的不良貸款情形十分複雜，相對地政府也有很多政策工具可以使用，但是這些政策工具極有可能僅是延緩問題的爆炸，造成許多殭屍企業<sup>7</sup>(zombie companies)，要完整解決金額龐大的不良貸款及盤根錯節的影子銀行問題並不是輕易的事。以下為可用的政策工具介紹(表二)：

表二、不良貸款問題政府的選擇

	Stress Test and MOF Capital Injection	Local Governments Debt Bail-Out	Tax and/or Dividend Cuts	Ease Provision Requirement	NPL Securitization	Debt-Equity-Swap
How effective?	High	High	Moderate	Moderate	Limited	Low
How likely?	Inevitable	Done	Likely	Likely	Highly Likely	Highly Likely

SOURCE : APC Research

#### (一) 壓力測試與財政部資金挹注：

由財政部直接對市場進行資金挹注，透過政府公開市場操作，確保流動性無虞。

PIMCO 評估此措施實行可能性為無可避免，且效果為高度有

<sup>7</sup> 殭屍企業係指無望恢復生氣，但由於能獲得貸款或政府的支持，而免於倒閉，殭屍企業的特點為長期依賴外界扶持，但又不能輕易放棄救助，否則經濟情勢可能會更糟。

效。

## (二) 對地方政府債務進行紓困：

中國的預算法等規定並未將地方政府視為獨立的司法個體，使得現有的地方政府債務一直被市場視為中央政府的或有債務，許多地方政府為求政績表現，在積極投入公共建設的同時，不斷地擴大融資借貸的規模，導致某些地方政府也出現債台高築的現象。

日前中國政府發布了債券置換計畫，允許地方政府把一部分到期高成本債務轉換成利率較低的地方政府債券，雖然未改變債務的性質，但透過「借新還舊」的機制，有效的延續了地方政府即將到期的龐大債務問題，提高可承受的槓桿程度。

PIMCO 評估中央政府批准地方政府開始一系列債券置換計畫後，對地方政府龐大債務之紓困效果為高度有效。

## (三) 減稅或降低股利發放：

降低企業稅賦及減少企業股利的發放，可以減少企業壓力並增加盈餘，讓企業有資金償還貸款，更甚者可進行投資和技術創新，藉以推升中國經濟的成長，惟降低企業稅賦同時意味政府收入的減少，財稅計畫需要經過更縝密的規劃。

PIMCO 預估中國有可能進行減稅或降低股利發放的措施，並評估實施此方式對解決債務問題的影響為中度。

## (四) 放寬備抵呆帳覆蓋率：

備抵呆帳覆蓋率為備抵呆帳費用除以逾期放款的比率，此比率越高代表銀行為每一塊錢的逾期放款所提列的呆帳準備越高，係評估銀行承受呆帳能力的重要參考指標。

中國官方目前規定的備抵呆帳覆蓋率為 150%，如政府願意放寬，則可增進銀行業利潤，適當地舒緩目前銀行業不良債權的沉重壓力。

PIMCO 評估中國在未來有可能採用此一方式，對解決不良貸款的效果為中度。

#### (五) 重啟不良債權證券化：

不良債權證券化係指債權人將一部分流動性較差的資產與流動性較好的資產相結合後，再透過信用增強等方式，來給予證券化後的商品一個適當的信用評等，使這項新商品能夠具有較高的信用和現金流，並使之能夠在金融市場上流動的技術和過程。

自 2008 年金融危機時期，中國政府即禁止將不良債權證券化，但近期為了降低日益嚴重的壞債比率又重新開啟，亦有分析師擔心中國的不良債權證券化市場會在政府強力主導下進行，實際上與壞帳有關的風險仍會存在於國內，風險並未能有效的移轉。

PIMCO 認為中國政府極有可能採用此方法，且對解決不良貸款的效果有限。

#### (六) 債務與股權轉換機制：



債務與股權轉換機制係指金融機構以適當方式持有企業股權，也就是銀行與嚴重違約的企業進行協商，將債務轉換為股權。企業如能減輕債務負擔會增加繼續營運的可能，槓桿比率亦能下降，惟此方式對銀行來講，僅是將不良貸款風險轉移至投資風險，以中長期看，或許能減緩中國銀行業目前面臨不良貸款率過高的燃眉之急，中國國務院曾提出此一觀點。

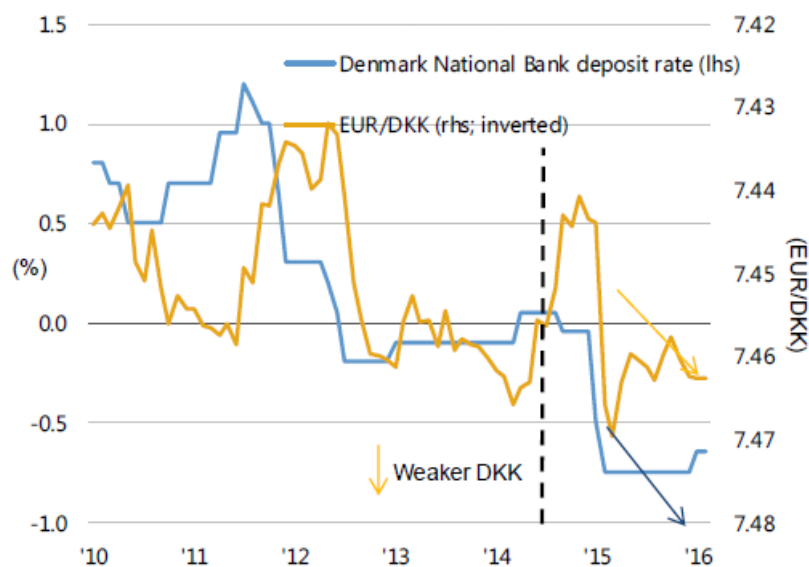
PIMCO 認為中國政府極有可能採用此方法，但對解決不良貸款效用較低。

## 肆、中央銀行的負利率政策

所謂負利率政策，是指央行對銀行存放在央行的準備金存款徵收負利率、降低銀行間同業拆借市場的利率，而不是商業銀行對一般儲戶的存款收取利息費用。理論上，此舉意在鼓勵銀行借貸放款，從而向實體經濟注入更多資金，同時鼓勵消費者花錢，以達到刺激經濟的目的。負利率原本是一種非常態的貨幣政策，但隨著採用的國家越來越多，眼見就要成為一種央行「新常態」的貨幣工具。目前，先後有丹麥、瑞典、瑞士、歐元區、日本及匈牙利等經濟體實施了負利率政策，雖然各國執行負利率政策的經驗有限，但總體來看負利率政策可以提供進一步的貨幣刺激和更為寬鬆的金融環境，從而支持需求成長，幫助央行實現價格穩定目標。以下分別介紹丹麥、歐元區及日本的負利率政策實施背景及對提振經濟的影響及效果：

### 一、丹麥

圖九、丹麥存款利率及匯率走勢圖

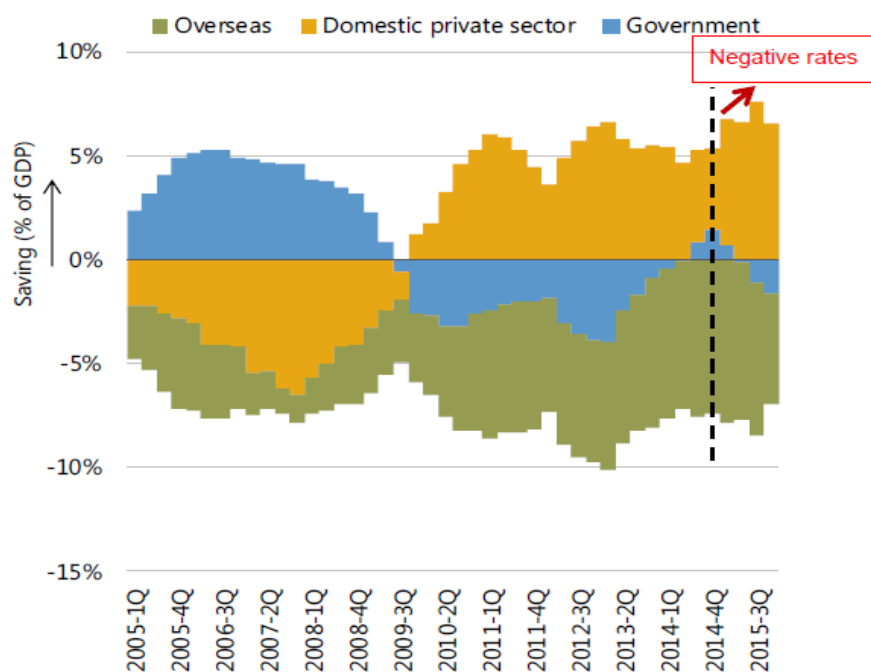


As of 29 February 2016. SOURCE : Goldman Sachs

丹麥係世界上實施負利率政策最久的國家，由於歐洲 2012 年深陷債務危機，歐洲央行決定大幅度地進行降息以刺激歐元區經濟，資金往周圍等小規模經濟體流入，導致丹麥克朗對歐元有著極大的升值壓力，故丹麥央行於 2012 年 7 月宣布，將該行存款利率 (Deposit Rate) 降至負值水平，除了 2014 年 4 月到 9 月間，曾短暫將利率由負轉正之外，其餘時間利率皆在零以下徘徊(圖九)。

正常情形下，利率下降，民間儲蓄的意願也隨之下降，資金從銀行往外流動，借貸會較寬鬆，並促進投資及消費，但當丹麥處於負利率時，私人部門的儲蓄反而較 2012 年前利率為正時還高(圖十)，經濟陷入低成長的危機，其原因係企業與消費者都認為這種極端的政策是一種警訊。

圖十、丹麥儲蓄不減反增



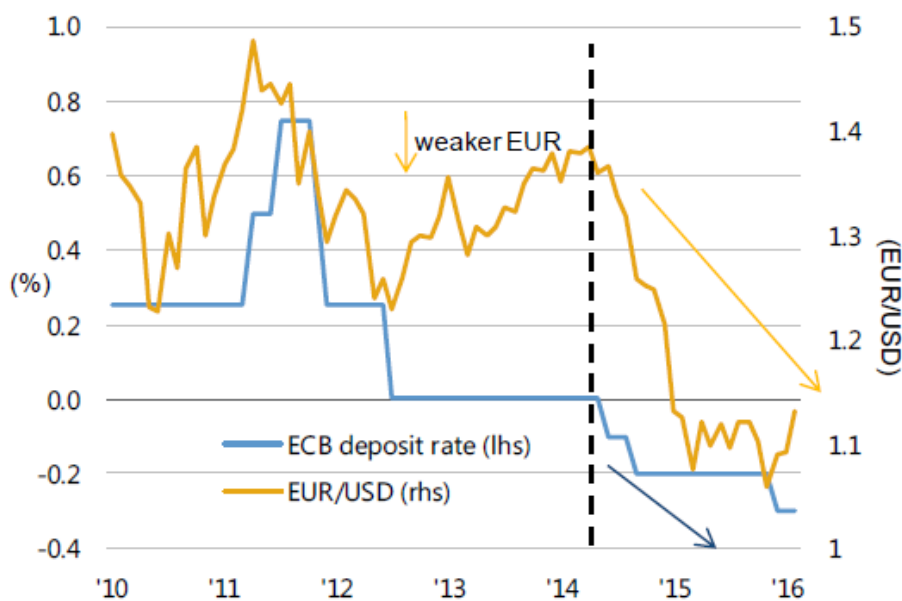
As of 31 December 2015. SOURCE : Haver analytics、PIMCO

丹麥作為第一個實施負利率的國家，沒有前車之鑑，使負利率政策恰好產生相反效果，民眾增加儲蓄來保護未來的購買力，因為未來的報酬及風險尚不明朗，人民傾向選擇低風險的資產。當金融業因為負利率政策被迫承受利差損失，為賺取較高獲利會將部分資金轉入高風險的資本市場，此舉也排擠銀行對一般民眾及中小企業的貸款意願，整體借貸並無顯著提升。

從結果來看，丹麥等小規模經濟體的負利率政策對匯率的作用效果較好，使丹麥成功的將克朗對歐元匯率釘在固定區間內(2.25%)，但從總體經濟面觀察，也衍生了許多問題，例如：房市價格持續高漲導致過度的風險偏好，一旦情勢突然變化，又將引發另一波危機。

## 二、歐元區

圖十一、歐央存款利率及匯率走勢圖



As of 29 February 2016. SOURCE : Goldman Sachs

歐元區經歷 2008 年金融海嘯及 2012 年債務問題以來，經濟復甦的力道始終疲軟脆弱，通貨膨脹率持續低於歐洲央行目標水平，由於擴張性財政政策須面對政治上的壓力，歐元區高債務國家實行撙節開支政策，政府支出受到限制的情形下，不但衝擊社會福利支出，也影響民生消費力道，於是提振經濟的重擔更多落在貨幣政策上。

2012 年 7 月歐洲央行將存款利率下調至 0%，為避免陷入持續性通貨緊縮，2014 年 6 月歐洲央行更進一步將存款利率由 0 調降至 -0.1%、再融資利率由 0.25% 下調至 0.15%、邊際借款利率也由 0.75% 調降至 0.4%，同時宣布一項 4 年期 4,000 億歐元的定向長期再融資操作 (TLTROs)<sup>8</sup>，希望透過該計畫對歐元區內中小企業提供貸款支持，並且擴大資產購買計畫，加強貨幣政策的力道。歐洲央行成為全球主要央行中第一家嘗試負利率政策的央行。

2016 年 3 月為提升偏低的通貨膨脹率，刺激經濟成長回歸正常水平，歐洲央行更是多箭齊發，存款利率由 -0.3% 下調至 -0.4%、再融資利率由 0.05% 減至 0%、邊際借款利率由 0.3% 減至 0.25%，更擴大量化寬鬆規模，由每月買債 600 億歐元增加至 800 億歐元並把投資級別以上的公司債納入買債範圍，此外更推出新一輪的定向長期再融資操作 (TLTRO II)<sup>9</sup>。

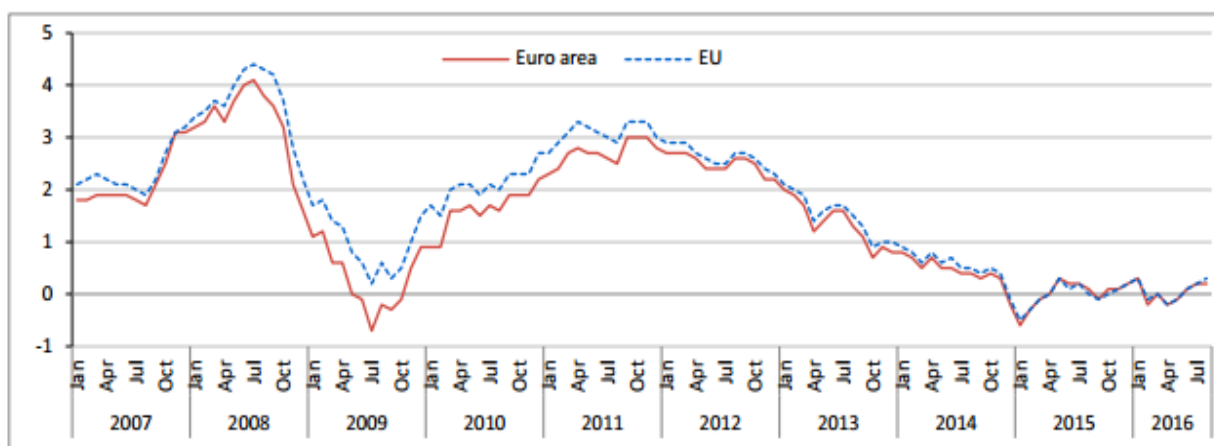
---

<sup>8</sup> 定向長期再融資操作 (Targeted Longer Term Refinancing Operations, 簡稱 TLTRO)：其定向的含義是指向家庭和非金融企業，亦即實體經濟。但是，可參與再融資的不包括家庭的購房貸款。歐洲央行推出 TLTRO 的目的是鼓勵銀行向家庭和非金融企業放貸(不包括房貸)。

<sup>9</sup> TLTRO II 措施之一，在於利率為再融資利率(目前為 0%)，若銀行的淨放貸量超過門檻，可以享有更低的利率，最低可以到存款利率(目前為 -0.4%)。讓銀行可以在央行的資助下取得貸款，進一步增加放貸意願，幫助民間更易取得資金。

雖然歐洲央行火力大開，但拉升通膨與刺激經濟並不容易。根據歐盟統計局發布的數據，歐元區 2016 年 8 月份通膨率為 0.2%，比起 2015 年通膨率為 0% 有所上升(圖十二)，但仍遠低於歐洲央行設定的 2% 通膨目標值，證實即使已實施負利率政策長達兩年，歐元區仍未擺脫通縮陰影，寬鬆貨幣政策仍會持續下去。

圖十二、歐元區通膨率走勢



SOURCE : Eurostat

歐洲央行的負利率政策對企業最主要的幫助是導致歐元的貶值，從而刺激出口業的增長。總體信貸金額確實有提高，但低利率貸款也引發各界對房地產泡沫化的擔心，但信貸金額提高的真正原因與其說是負利率政策，央行推行的其他援救銀行政策可能效用更大，例如大規模收購銀行的債券、定向長期再融資操作等。

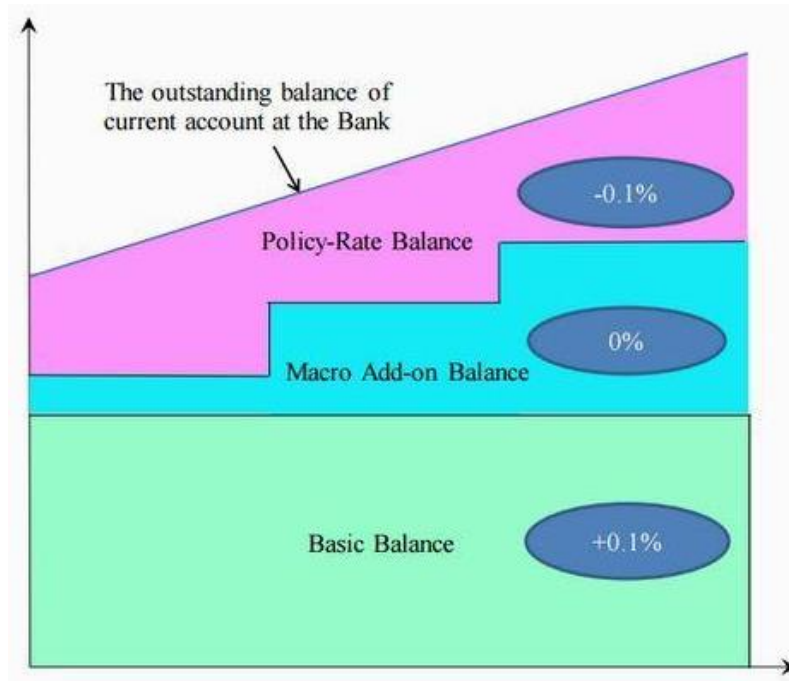
歐元區負利率政策對實體經濟的成效究竟有多大，目前仍未有明確確定論，因為負利率政策通常與其他貨幣政策同時實行，要獨立區分其影響並不容易。同時國際經濟環境亦不斷變化，都可能使負利率政策的影響變得模糊不清。

### 三、日本

2012年日本為擺脫長達15年的通貨緊縮困境，並重振國內經濟，提出推動寬鬆貨幣政策、擴大財政支出，以及結構性經濟改革與成長策略，此即所謂「安倍三箭」。今年初，更為因應國際原油價格下跌和對中國經濟的不安影響，維持多年零利率的日本央行最終宣布採取「負利率與質化量化寬鬆政策(QQE)」，成為亞洲第一個實施負利率的國家。

日本的負利率並非針對所有的存款利率，實際上日本實施的是「三層利率系統」(圖十三)，即對不同性質的準備金帳戶實施不同的利率，分為以下三層：

圖十三、日本央行的三層利率系統



SOURCE : BOJ

(一) 第一層 Basic Balance：

對現有金融機構在央行的超額準備金<sup>10</sup>實施 0.1% 的名義利率，以防止商業銀行利潤過度下滑，該層帳戶資金總額約為 210 兆日圓。但日本央行亦表示在未來認為有其必要的話，這一區塊也有可能降至負利率水平。

(二) 第二層 Macro Add-on Balance：

係金融機構存放在央行的法定存款準備金，以及金融機構受到央行支持所進行的救助貸款所增加的準備金(例如：日本海嘯、311 大地震等)，適用 0% 的利率。旨在繼續刺激銀行信貸，促進中小企業、家庭投資和消費的增加，該層現有的資金約為 40 兆日圓。

(三) 第三層 Policy-Rate Balance：

除了上述存款準備金外，其餘存款央行將收取 0.1% 的利息，防止金融機構持續將量化寬鬆政策(QQE)所釋放之資金回存央行，使其能夠真正進入實體經濟，實施負利率的帳戶初始金額僅有大約 10 兆日圓。

按經濟學理論，實施負利率，可促使本國貨幣貶值，但日圓僅在政策宣布的當下短暫急貶，隨即升值，探究其可能原因為當時美國經濟復甦不如預期、中國經濟放緩等，投資人反而視日圓為避險貨幣，促使資金回流日本，加上全球央行紛紛推行寬鬆貨幣政策，龐大的熱

---

<sup>10</sup>係計算銀行 2015 年 1 月至 12 月間，存放在央行經常性帳戶之內的存款均值，各銀行未超過此一均值的部分。



錢在各經濟體間亂竄，抵銷單一央行的貨幣政策影響力道，以及日本央行為減少衝擊實施三層式的利率系統，負利率僅適用前述第三層 Policy-Rate Balance 的超額準備金，對於未超過經常性帳戶存款均值的部分仍持續支付 0.1% 的利息，導致未能如預期有效的將錢逼向實體經濟市場。此外，今年 6 月英國公投表決脫歐確定時，大量資金湧入日本避險，日圓面臨強勁升值的無妄之災，再再使日本負利率政策成效打折。

日本負利率政策也未能如預期有效刺激銀行提供貸款，反而可能造成信貸條件更緊縮的反效果，負利率壓縮銀行業獲利空間，謹慎保守的日本金融業傾向將錢借給體質優良的企業，但受限於國內投資環境，體質優良的企業也擁有龐大現金部位，貸款投資需求並不高，在此情形下，銀行擔心壞帳風險，對信用較差的企業貸款審核反而亦加嚴苛，沒有透過結構性的改革，僅憑貨幣政策很難起作用。

## 伍、心得及建議

在全球總體經濟方面，經濟成長已由緩慢的成長逐漸趨於穩定，GDP 成長率波動降低，惟仍須隨時關注全球經濟、政治情勢及央行政策的變化，預防可能出現的黑天鵝。

中國經濟放緩，面臨資本流出，股市至高點跌落，匯率貶值壓力沉重，政府政策工具邊際效益降低，官方經濟數據透明性不足亦受到質疑。經濟成長放緩也造成不良貸款及影子銀行體系問題開始浮現，如未積極處理，後續可能導致系統性風險。

央行傳統貨幣政策對市場影響效果不復以往，面臨政策可能用罄的情形，負利率政策成為嘗試的選項之一。從實施負利率政策的國家觀察，因民眾及企業認為央行採負利率政策係央行也承認經濟不好，故對市場失去信心，使負利率未能如預期中發揮效果提振經濟，負利率需擴大到什麼程度才能符合經濟學理論上的效果，目前仍沒有定論。

國際上普遍認為傳統貨幣政策已到極限，非傳統貨幣政策效用不如預期並衍生額外問題，未來無法僅靠央行不斷的推出寬鬆貨幣政策來振興經濟，因此建議應採取貨幣政策、財政政策及結構性改變政策多管齊下，才能突破當前困境，我國亦面臨經濟復甦遲緩等困境，上述建議甚值我國參酌。

## 陸、參考資料

1. PIMCO's Secular Outlook , PIMCO , Rich Clarida , July 2016
2. NPL&Shadow Banking in China , PIMCO , Dorris Chen , July 2016
3. China Outlook , PIMCO , Isaac Meng , July 2016
4. PIMCO's Cyclical Outlook , PIMCO , Luke Spajic , July 2016
5. Negative Interest Rate Policy and Effectiveness of Central Banks , PIMCO , Tomoya Masanao , July 2016
6. PIMCO's Risk Factor Framework & Introduction to Solution , PIMCO , Min Xiao , July 2016
7. The Case for Credit , PIMCO , Raja Mukherji , July 2016
8. 參加「PIMCO 研討會及訓練課程」之心得報告書，民國 105 年 1 月 13 日，陳嘉添、蔡文豪
9. 歐盟統計局，<http://ec.europa.eu/eurostat>
10. 金融時報中文網，<http://big5.ftchinese.com/>