

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書  
出國報告（出國類別：其他）

日本大和證券

「DAIWA CAPITAL MARKETS  
CONFERENCE 2016」

出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：吳憲忠（外匯局匯款科一等專員）

派赴國家：日本、東京

出國時間：105年11月9日至105年11月12日

報告日期：106年2月6日

# 目 錄

## 一、 前言

## 二、 研討過程及相關主題

(一) 日本國內經濟復甦及其對全球投資機會的影響。

(二) 日本政策框架和公共債務管理。

(三) QQE 與收益率曲線的控制。

(四) 日本央行政策對資本市場的功與過。

(五) 澳大利亞 - 另一個「固定收益投資選項」的選擇。

(六) G7 財政擴張是否有效？

## 三、 心得及建議事項

## 一、前言

職奉派於 11 月 10 日至 11 日參加大和證券在日本東京帝國酒店舉辦之「DAIWA CAPITAL MARKETS CONFERENCE 2016」，主要出席者為全球各地機構投資人代表與基金經理人，凡近期資本市場注目的議題皆在會議探討之列。

**本次會議目的係以啟發方式討論各項主題，並透過對全球經濟的研究，充分瞭解資本市場的方向與走勢。**

會議中也曾討論美國川普總統當選後，如果真如其競選期間的政見，帶領美國實施保護主義，屆時對全球資本市場產生的影響，不過僅止於假設性議題，沒有進一步討論。

## 二、研討主題

### (一) 日本的國內經濟復甦及其對全球投資機會的影響

日本實施刺激經濟政策 20 多年來，年均經濟增長率只有 1.1%。儘管安倍晉三不斷鼓吹「安倍經濟學」在增加就業、提高工資收入等方面的政策效果，但日本媒體援引官方經濟數據指出，實際情況仍不理想。

更為嚴重的是，長期刺激經濟政策，為日本經濟的後續發展埋下了巨額財政赤字和龐大債務負擔的隱憂。2008 年金融危機爆發後，日本經濟刺激計畫的總支出規模達 75 兆日圓，已占國內生產總值的 5% 左右，為此必須大規模發行國債。2013 年 10 月，日本財務省公布的數據顯示，日本國家債務餘額歷史上首次超過 1,000 兆日圓（約合 10 兆美元），相當於其 GDP 的兩倍多，債務/GDP 比率居已開發國家首位，比希臘、義大利、西班牙等歐債危機重症國還高。2016 年底，日本的債務規模可能會達到 1,100 兆日圓，折合 11 兆美元，相當於日本 GDP 的 250%。

被龐大債務負擔壓得喘不過氣的安倍政府，不得不決定從 2014 年 4 月 1 日起調高消費稅率從 5% 提高至 8%，該措施再次給剛剛出現復甦跡象的日本經濟帶來較大負面影響。

因為日本上調消費稅率，相應地縮減了消費，在 2014 至 2015 財務年度給日本經濟成長率帶來了 0.6 個百分點的負面拖累。同時，消費稅率上調所造成的民生負擔進一步加大，亦大幅減縮日本內需，使日本如期實現 2% 的通膨目標成為泡影。

不過，根據日本交通省觀光廳資料，2015 年訪日外國遊客達到 1,973 萬人，年成長率高達 47.1%，連續 3 年刷新歷史最高紀錄。這是一個不太一樣的日本，觀光人潮帶來了活力，更帶來錢潮。單是 2015 年訪日遊客停留期間的消費金額，便高達 3.47 兆日圓，年成長 71.5%，成長率遠高於遊客人數成長率。這說明來日本旅遊的不只是背包客，更多的是多金貴婦和資產大戶。而 3.47 兆日圓的消費金額早已不亞於日本電子半導體業一年 3.6 兆，以及汽車產業 3.4 兆的出口額，成為日本經濟的一大支柱。

有趣的是，過去每當日圓貶值時，人們就愛去日本血拼，而日圓貶值有利以出口為導向的日本企業，其中又以含括 225 檔大型藍籌股為主的日經 225 指數成分股。日經 225 指數包括了眾所周知的豐田、花王、Sony、Panasonic 等全球知名品牌，這些企業的獲利績效受匯率波動影響甚鉅，如果美國升息而刺激美元走強，趨貶的日圓將對日股帶來大利

多。

換句話說，一旦日圓趨貶，日本的觀光消費與出口財都會啟動，堪稱是點爆日股的最大利多。除此之外，日本的創新力也是一潛在利多。過去，人們一想到日本便是人口老化與經濟一灘死水的刻板印象，但在工業 4.0 的時代，日本在高階機器人、控制零件與感應器上都具有世界一流的競爭力，將有機會在新經濟的奧運競技會場上展露頭角。

日本絕大多數學者都認為，日本經濟的結構性改革才是「安倍經濟學」中最重要的一環。傳統的日本企業制度的一大特點，是以資本為中心的壟斷企業集團所形成的各種類型的大中企業集團和中小企業並存的產業結構。在國際產業分工的大潮流中，雖然日本也進行了大規模的國際資本移動和產業的海外轉移，但並未形成真正的跨國公司或多國籍企業集團。再加上，近幾年日本本土市場萎縮、亞洲其他國家或地區競爭加劇，已經讓日本的公司重組、改革的壓力不斷增大。而目前的企業重組又導致了大量裁員，給日本公司帶來了沉重的成本負擔。

## (二) 日本政策框架和公共債務管理

日本政府在 1960 年起，逐漸放棄平衡預算原則，改採赤字預算，並在 1975 年開始發行支應經常經費之特別國債，致使其國債發行量及債務未償餘額比例遠高於世界各主要國家，成為日本經濟的一個頑疾。從最近日本財務省的資料顯示，日本公共債務餘額達到創紀錄的 1,008.6 兆日元。按債務占 GDP 的比重看，日本已經達到 247% 位於世界首位。且隨著日本當地投資者退出本國市場，日本被迫不斷地抬高其債務，駛向全面償債能力危機。零利率掩蓋了日本公共債務所構成的潛在危險。日本公共債務 2016/17 會計年度有望達到其 GDP 的 250%，並且繼續向上攀升。

有報導指出，這一債務超過東協 10 國 GDP 總額的 3 倍，並高達德、法、英三國生產總值之和，相當於日本人均負債 800 萬日圓。有人利用這些報導表示：日本的國家債務已經失控，等於徘徊在危機的邊緣，甚至擔心：日本能拿什麼還債？

但事實恐非如此，雖然日本債務率達到 247%，高出第二名希臘（157%）近 100 個百分點，但日本卻不具備爆發希臘式債務危機的基礎。首先，日本央行擁有獨立執行貨幣政

策和創造流動性的能力，而希臘央行沒有。無法獨立執行貨幣政策，且不能透過通貨膨脹化解債務，才是希臘等國家債務問題無法得到解決的根本原因。

此外，一個不容忽視的事實是日本債務多為內債，超過 90%的債權人來自日本國內，而希臘在危機爆發前僅 73%的債務屬於內債。在這些內債中，日本央行持有 156 兆日圓日本國債，占日本債務總額約 15%。基於日本仍然處於擺脫通貨緊縮並努力實現 2%的溫和通貨膨脹的階段，日本央行有進一步擴大資產購買規模的空間。

二戰以來，日本在歐美經濟體系的基礎上建立了一套自己的金融系統模式，即是利用國民儲蓄進行投資。這個模式是企業家和中產階級財富迅速積累的重要因素。但是該模型帶來的經濟成功是非常脆弱的。現在，日本每年大約需要把一半的政府預算都花在支付養老金和借債的利息上。由於日本本國的養老金計劃規定每人必須購買大量的政府債券，以支撐政府開銷，因此日本政府債務的債權人 95%都是本國公民。

那麼問題來了，為何包括《朝日新聞》在內的主流日本媒體都在渲染日本債務風險？這可能是日本政府的一石



兩鳥之策：一方面債務風險可使日元更快更自然的貶值，另一方面可使日本政府名正言順的按照既定計劃提高國內消費稅率擴大財政收入。

不過，為避免民眾擔心債務問題，而對政府財政狀況產生誤解與不安，日本政府的相關單位，分別從財政負擔、國庫整體融資活動、商業會計原則及國際比較基礎等四種不同角度，來向民眾解說債務餘額。

### （三）QQE 與收益率曲線的控制

日本央行將其操作目標，從被稱為 QQE 的量化寬鬆轉向隔夜存款利率和十年期國債收益率，這是很多經濟學家沒有預料到的。日本央行將新的政策框架稱為「收益率曲線控制」，並很快開始淡化量化寬鬆的重要性。

日本央行行長黑田東彥將這種調整形容為是寬鬆貨幣政策的延續，而非撤退。至於對政策框架做出調整的原因，有一半是擔心以前的政策框架，將「負利率」和「大規模量化寬鬆」相結合的做法可能對銀行業利潤和消費者信心造成太大傷害。

黑田東彥還稱，長期利率比短期利率更難控制，但也表達了對將十年期國債收益率維持在零水平附近的信心。但如果將十年期日本國債的收益率控制在零附近，同時還要維持原有購債目標（80 兆日圓）不變，這兩項舉措實質上自相矛盾。大多數專家都想不明白，日本央行未來要如何控制收益率曲線。僅僅從官方聲明來看，我們認為日本央行暫時會將收益率曲線或多或少維持在當前水平。

不過，問題在於他們要如何控制整體收益率曲線水平，並在未來金融和經濟環境改變的時候塑造曲線。日本國債市場需要時間去理解日本央行的旨意，於是利率波動平緩了，我們認為利率作為反映實體經濟和金融環境的定價功能將進一步喪失。

雖然黑田東彥在 2016 年 9 月間表示，會專注於將國債收益率控制在目標水平，而且如果為了控制利率需要，對於每年購買 80 兆日圓日本國債的承諾將會改變，實際的購債規模可能會較承諾目標增加或減少。

但事實上幾乎可以認定日本央行已經開始秘密縮減購債了，黑田東彥當然會否認，不過仍可認為：引入收益率曲線控制可被視為對縮減日債購買鋪路。

我們認為最終的情況是：通過實質性的政策改變，日本央行意在吸引市場關注收益率曲線控制，然後在背後慢慢縮減購債規模。除了因技術原因，日本央行越來越難以維持大量日本國債購買計劃外，擴大日本國債購買的邊際收益已經下降，日本央行才會覺得需要儘早將市場焦點轉移。不過退出寬鬆措施還相當遙遠，日本央行需要將伴隨著政策目標轉移帶來的市場衝擊最小化，並讓寬鬆體系長久，更具可持續性。

#### （四）日本央行政策對資本市場的功與過

多年來使日本經濟陷入困境的通貨緊縮以及日圓匯價升值可以說都是與貨幣有關，所實施的特效藥除了金融寬鬆措施之外別無他法。只不過日本早已實施實質的零利率政

策，現實中利率早已經沒有調降的空間，日本金融界、學者間，也認為金融政策根本無法解決通貨緊縮現況。

然而，日本央行是否願意擴大資產收購計畫的規模，或進一步調降已是負值的基準利率。經濟學家認為，日本央行可能性最大的選擇，就是進一步下調負利率。該利率的適用對象是商業銀行存放在日銀的部分準備金。日本央行於2016年1月宣布實行負利率，當時市場大感震驚，並引發金融業反彈。日本央行總裁及副總裁都承認，負利率政策壓低長期利率，衝擊金融機構的獲利，但他們也強調負利率對壓低企業和消費者貸款成本方面的威力。

另一方面，如果日本央行貨幣政策委員會決定加碼刺激力道，部分官員則是傾向增加公債的購買量，但至於是採用哪一種單一措施，還是採取組合措施的效果最好，官員看法分歧。

日本央行2016年9月21日雖維持基準利率不變，購債規模也維持每年80兆日圓規模不變，但祭出新型量化質化寬鬆政策（QQE），改以控制殖利率曲線為政策核心，也看得出日本央行的貨幣政策正在悄悄轉變。祭出新型QQE，強調不以維持貨幣基數（Monetary Base）為目標，而是改以

控制殖利率曲線來做為政策基準，期望透過持續購買日本公債，將日本 10 年期公債殖利率維持在 0% 水準。同時未來不排除持續擴大貨幣基數，直到通膨率超過 2% 目標為止，並穩定將通膨率維持在 2% 左右。

上述政策一出也引起外界一片譁然，根據往常劇本，日本央行會祭出更多寬鬆政策，然而，此舉在先前已證明無效。過往，日本央行政策目標期望在一定時間內將通膨推升至 2%，但這樣的目標一直都未曾實現。現在日本央行放棄為通膨 2% 目標訂出期限，並試圖透過擴張貨幣基數達到目的，這是目前所知全球唯一走到如此激進一步的央行。日本央行此舉一出，可能也促使他國央行跟進。

#### (五) 澳大利亞 - 另一個「固定收益投資選項」的選擇

本次會議也提及澳洲政府表示，計畫 2016 年 7 月開始的財務年度發行多達 900 億澳元(670 億美元)的債券，創紀錄新高，藉由擴大發債來填補大宗商品價格重挫所造成的收入減少。雖然計劃發債規模增加，但其實僅較 2016 年 6 月為止的財務年度的發債規模 860 億澳元高出一些，此舉受

到投資人的歡迎。澳洲政府於公布聯邦預算後宣布債券發行規模，而投資人對於擁有頂級信用的澳洲債券需求熱絡。與歐洲及近期日本等地的債券負收益率相較，澳洲債券介於 1.7-2.4% 的收益率被視為是相當優渥，鑒於這個投資產品的魅力，多發行一些也不會大舉改變市況，即便澳洲聯儲降息至 1.75% 的紀錄低點，澳洲債券收益率仍具吸引力，從基金經理到各國央行等投資人之所以選擇澳洲，是因為該國債信評等高，而且經濟表現一直很不錯。

另據澳洲四大銀行之一的澳洲聯邦銀行(CBA)最新數據顯示，目前澳洲整體債務規模 4,220 億澳元，其中外資持有約 65%。仍獲得三大主要信評機構均給予 AAA 評級，獲評級展望為穩定的國家僅有 10 個，澳洲是其中之一。而且以國際標準來看，澳洲負債水平相對偏低，這也有所幫助。澳洲政府預估到 2019 年，其淨負債與國內生產總值(GDP)之比將達到 19.2% 的高峰，但仍遠低於美國、日本和德國當前的水準。

澳大利亞債券的漲勢相當驚人，但跡象顯示這樣的趨勢有望持續下去。過去八年來，澳洲債券的平均報酬率每年都比股市高出 250 個基點，但波動度卻僅有股市的近 1/5，

且跡象顯示漲勢仍可延續下去。

澳洲央行目前偏向繼續放寬貨幣政策，雖可能會讓 2 年期、10 年期公債殖利率續跌。不過，已開發國家中已有超過 12 兆美元的主權公債殖利率都已轉負，這讓主權信評達「AAA」的澳洲公債仍相對突出。

此外，澳洲民眾對債券的投資比重偏低，也可能帶動需求增溫。澳洲退休金的投資組合中，平均只有 14% 的資金配置到債券，遠低於美國(23%)、英國(37%)、加拿大(31%) 與日本(57%) 等已開發國家。而隨著澳洲人口年齡漸長，退休後的固定收益也會益發受到重視，當地投資人對債券的需求將與日俱增。

#### (六) G7 財政擴張是否有效？

2008 年全球金融海嘯過後，已開發國家維持總需求、提振經濟成長和抗通縮的重擔，幾乎由央行貨幣政策一肩扛起。央行在刺激經濟方面獨撐大局，日益訴諸非傳統的貨幣政策，從零利率、前瞻指引、量化寬鬆購債措施到最近的負利率政策，雖推升資產價格與經濟成長並防止通縮，卻也達

到極限，但大多數經濟體仍未脫離成長低迷。

樂觀上來說，七大工業國（G7）官員似乎正準備或已開始倚重財政政策撐起疲弱的成長。加拿大政府已宣布擴大公共投資；日本決定推遲原訂明年提高消費稅的行動，並追加預算以便擴大支出；英國在脫歐公投後，新政府廢除 2020 年消除預算赤字的目標，準備以財政擴張政策刺激成長。歐元區也有動作，例如德國將擴大難民、國防、安全和基礎建設方面的支出，並小幅減稅。為了世界經濟的安定，日本正呼籲各國增加財政公共支出的議題。

不過，最大問題是德國將出面阻攔。德國向來反對大幅舉債，甚至不再發行國債編列預算，特別重視財政的健全化。德國為了確保單一貨幣歐元的穩定，認為財政健全化是不可或缺的，因此傾全力投入財政重建的機制上。2009 年修改相當於憲法的《基本法》，賦予聯邦政府和州政府義務，應對將來的歲入和歲出做到兩相平衡。

隨著希臘、義大利等國家相繼陷入債務危機，導致歐洲金融信用不安定為契機，德國更進一步採取緊縮路線，去（2016）年停止發行從舊西德時代起 46 年來的國債，編列完成「零舉債」的預算。



從第 1 次世界大戰以後，德國曾經歷過惡性通貨膨脹的經驗，對於財政赤字的警戒心特別的強，德國國民之間普遍根深蒂固地認為，增加財政上公共支出作為景氣對策，只是一時性地提高經濟成長率而已，將來還是會以增稅的形式回頭成為人民的負擔。再者，在 21 世紀初，德國政府斷然進行伴隨著陣痛的金融結構改革，也再次地獲得經濟上的成功，這使得德國政府一向認定並強烈地主張，要實現長期的經濟成長，一定要優先進行財政結構的改革。

所以七大工業國又會像 G20 一樣，僅有軟弱無力的宣言，無法拯救全球經濟。

### 三、心得與建議

本研討會課程除有助於熟悉各國經濟現況及金融市場現況外，透過來自全球各地機構投資人代表與基金經理人的意見發表與討論，可更深入瞭解各地區投資人面對同一事件，如何產生不同的判讀邏輯，有助於跳脫慣用的思考框架，更精準掌握全球資本移動的脈絡。

本次研討主題有關日本對其公共債務的規範，因為採取高透明度管理，而博得日本國民對國債發行政策的支持，值得我國借鏡。