

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)

參加 Daiwa Capital Markets Conference 2017

心得報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：姚子青 科長

呂俞萱 辦事員

出國地點：日本東京

出國期間：106/11/8 至 106/11/11

報告日期：107 年 1 月 25 日

目錄

壹、前言.....	1
貳、全球金融危機後，日本貨幣政策概述.....	2
參、BoJ 的隱形緊縮(stealth tapering).....	6
肆、BoJ 主導之公債市場與未來面臨之難處.....	8
伍、心得與建議.....	12

壹、前言

職等奉派於 2017 年 11 月 9 日至 10 日參加大和證券於東京舉辦之「Daiwa Capital Markets Conference 2017」，邀請美、日政府官員、專家和學者講授關於美歐日中（G4）經濟概況、地緣政治風險及央行貨幣政策等主題。研討會學員來自各國中央銀行、投資機構、銀行、證券和保險等從業人員，合計超過 300 人參加。

2007 年全球金融危機為全球金融市場帶來衝擊，全球經濟成長大幅衰退，各國央行在此 10 年間面臨諸多挑戰。除傳統貨幣政策外，並加入了非傳統貨幣政策等工具，貨幣政策是依據各自的經濟條件發展而來。極寬鬆的貨幣政策除對總體經濟帶來許多影響，其退場過程中的風險亦不容忽視。

本文以日本為主軸，概述日本央行(Bank of Japan, BoJ)於全球金融危機後，實施的貨幣政策以因應不同階段所面臨的課題，並探討近期 BoJ 的隱形緊縮政策及未來 QQE 退場過程中可能面臨的難處。

貳、全球金融危機後，日本貨幣政策概述

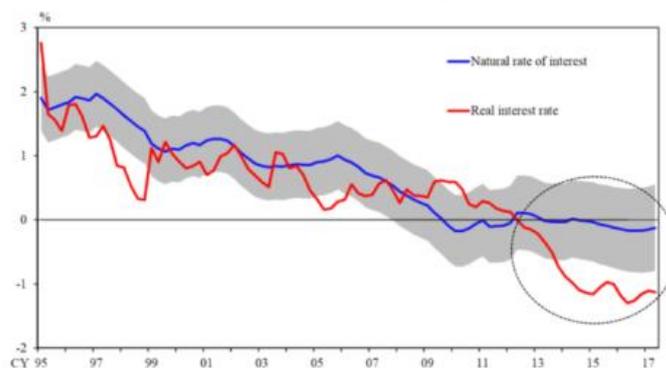
一、量質兼備寬鬆貨幣(Quantitative and Qualitative Easing, QQE)政策

2008 年雷曼兄弟公司倒閉後，BoJ 調降短期利率。鑒於經濟復甦力道疲軟，BoJ 於 2010 年 10 月決定實施全面性的貨幣寬鬆政策，即降低目標短期利率水準至 0%-0.1%，並維持零利率承諾「直至可以預見價格穩定」(until it judges that price stability is in sight)。再加上資產購買計劃，提供銀行長期固定利率貸款以及購買日本公債(JGBs)、公司債、ETFs 等各種金融資產。

惟 BoJ 推出之資產購買計畫以及前瞻性指引等寬鬆貨幣政策沒有顯著改善當時的經濟活動與物價狀況。因此，BoJ 於 2013 年 4 月實施量質兼備寬鬆貨幣政策(QQE)，主要操作目標由利率轉變為貨幣基數，首先，透過購買更大規模的日本公債，使長期利率能更大幅度的下降；其次，進一步擴大購買 ETFs 等風險性資產，進而大幅壓低風險溢價；接著，取消零利率下限，即下調部分活期帳戶餘額之利率為-0.1%；最後，BoJ 期望改變民眾對通膨的預期，承諾實現 2%通膨穩定目標。

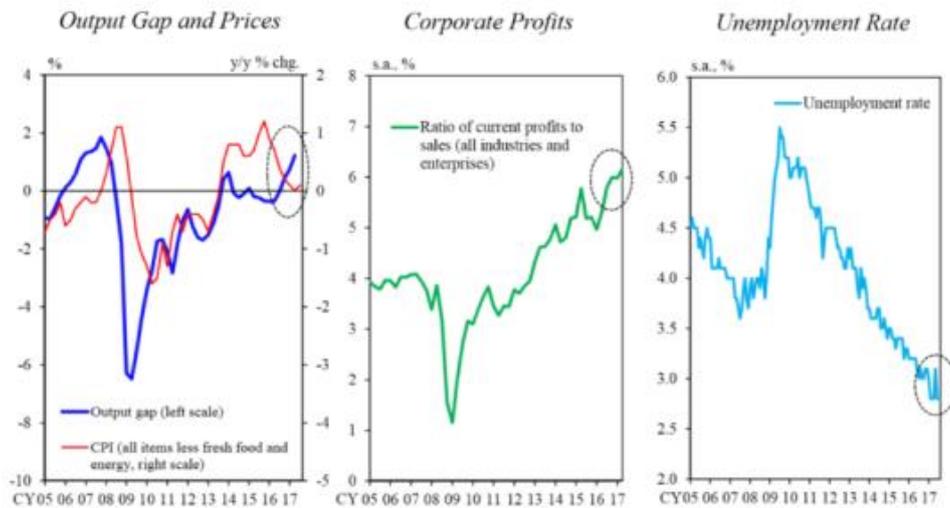
購買大規模 10 年期日本公債以及預期通膨的上升，QQE 政策發揮了效果，並使實質利率下降至低於自然利率(圖 1)。因此過去 4 年半來，日本經濟呈現顯著的改善，即產出缺口收窄，公司利潤達到最高的歷史水平，勞動市場接近充分就業(圖 2)。

圖 1 日本的自然利率與實質利率



資料來源：BoJ。

圖 2 日本近期經濟數據顯著改善



資料來源：BoJ。

二、控制殖利率曲線之量質兼備寬鬆貨幣政策

實施QQE使日本經濟穩健改善，惟尚未達到2%的通膨穩定目標。因通膨預期仍疲弱，主要是日本民眾大部分為適應性通膨預期，即依據當時觀察到的通膨發展以形成未來的通膨預期。2014年夏季以來，原油價格大幅滑落、2015年至2016年新興國家經濟成長放緩，再加上全球金融市場動盪，使當期可觀察到的通膨率下降，因此降低日本民眾對通膨的預期。QQE除有強力的效果外，也帶來些許副作用。因實施寬鬆貨幣政策力道過強，導致長期利率下跌過多和殖利率曲線長時間平坦化，將壓縮金融中介機構利潤，進而為金融體系帶來不穩定風險。危機發生時，將傷害貨幣政策的傳導機制，進而使穩定物價與維持經濟成長的政策目標變得更為困難。因此，利率下降至最合適水準，乃是BoJ必須關注的事情。

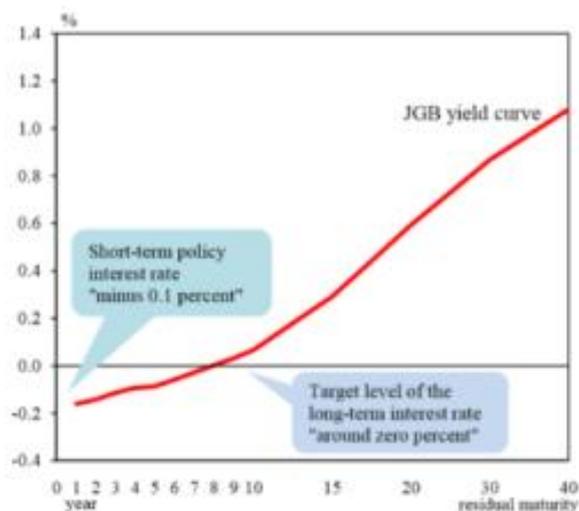
2016年9月，BoJ實施「附帶長短期利率操作的量質兼備貨幣寬鬆政策」，主要包括兩個部分，分別為殖利率曲線控制及通膨超調型承諾。

(一) 殖利率曲線控制(yield curve control, YCC)：

持續購買長期公債，以維持10年期公債殖利率趨近0%的水準。

其目的是實現被認為最適合達成並維持 2% 的價格穩定目標，並考慮對金融中介機構的影響。殖利率曲線將以與市場運作一致的方式保持平坦，即短期利率為 -0.1%，10 年期公債殖利率為 0% 左右(圖 3)。

圖 3 殖利率曲線控制

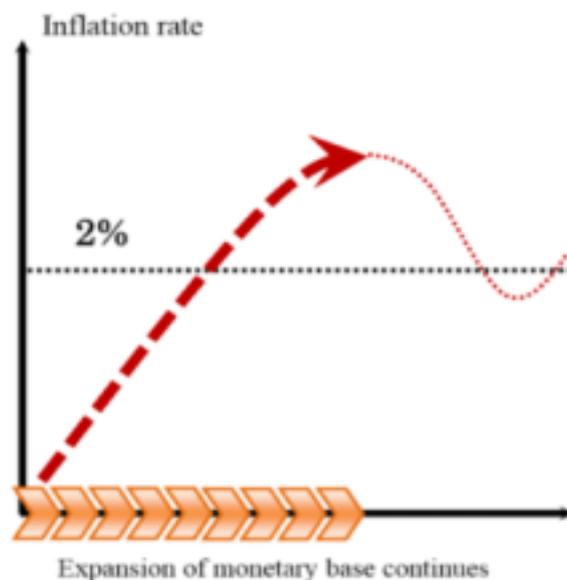


資料來源：BoJ。

(二) 通膨超調型承諾 (inflation-overshooting commitment)：

承諾持續擴大貨幣基數(Monetary Base)，直到通膨率穩定超過 2% 之目標為止。加入通膨超調承諾的原因在於日本民眾大部分為適應性預期，即本身觀察到之物價上漲，才會對開始對通膨有所預期(圖 4)。

圖 4 通膨超調型承諾



資料來源：BoJ。

三、BoJ 面臨與美歐央行不同的挑戰

自全球金融危機以來，G3 央行使用各種非傳統貨幣政策，因短期利率已接近零，故採取不同程度的大規模資產購買(Large-Scale Asset Purchases, LSAP)以取代已受限的利率政策。加上，前瞻性指引(forward guidance)策略來提升貨幣政策工具的有效性。

然而，隨著經濟漸進復甦，貨幣政策將走向正常化，以 Fed 為例，其採三階段策略，首先，若經濟產出缺口收窄及通膨預期上升，將會停止資產的購買；其次，對實現通膨目標有信心將驅使 Fed 逐步調升利率；最後，一旦利率逐步上升，資產負債表也將正常化。雖可從 Fed 和 ECB 的貨幣政策獲取經驗，惟對面臨獨特挑戰的 BoJ 來說，有三個重要的不同之處。

(一)擺脫通縮威脅

BoJ 透過提高通膨預期來擺脫存在已久的通縮危機，惟 Fed 和 ECB 用非傳統的貨幣政策提升經濟成長，進而將通膨推升至 2%。

(二)經濟週期與美歐不同

日本經濟週期(business cycle)與美歐不同。美國處於充分就業和通膨接近 Fed 的目標，歐元區通膨疲弱。日本經濟正接近充分就業，核心 CPI 成長率為零。

(三)貨幣政策工具不同

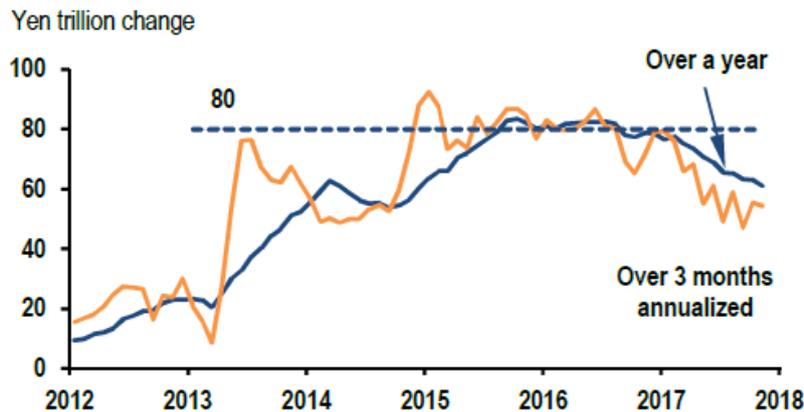
Fed 和 ECB 採用非傳統量化寬鬆貨幣政策刺激金融市場。2013 年 BoJ 實施 QQE，2016 年加入了 YCC，利用 YCC 並同時透過購買 ETF 和 J-REIT 來維持其資產品質。BoJ 秉持其資產購買的理念（即每年 80 兆日圓的日本公債收購額），此為暗指未來的政策訊號而非一項指標。

參、BoJ 的隱形緊縮(stealth tapering)

BoJ 目前實施控制殖利率曲線(YCC)之量質兼備寬鬆貨幣 (QQE) 政策,主要係簡單 QE(購買固定數量的日本公債)和負利率政策(NIRP)不適用於日本。因實現通膨 2%的目標比預期花更長的時間,BoJ 需引入其他對金融部門傷害較低的計劃。簡單 QE 效果有限,因 BoJ 無法購買超過 100%市場上的債券,而 NIRP 的引入使殖利率曲線平坦化,並提高金融部門的獲利性。減少公債購買量的作法,通常稱之為「隱形緊縮」,自 YCC 引進後,殖利率曲線變得更加陡峭,此作法將增加資產購買的操作空間。

惟公債和殖利率曲線的目標值一開始就引起爭議。BoJ 曾表示,會按現行的步伐增減購買公債,並維持購債規模每年 80 兆日圓(圖 5)。多數市場參與者認為,每年 80 兆日圓的購債規模只是參考,因其目標是 10 年期公債殖利率。未來 10 年期公債殖利率目標將決定 BoJ 持有的公債量,此將更難預測公債持有量和資產負債表的規模。

圖 5 BoJ 歷年持有的公債額變化



資料來源：BoJ, J.P. Morgan (2017)。

日本政府已決定 2017 財年追加預算以及 2018 財年初始預算之新公債發行計劃。此預算案將因稅收提高而減少財政赤字,進而使公債發行量減少。隨著日本國內公債市場供應減少,BoJ 在維持 10 年期公

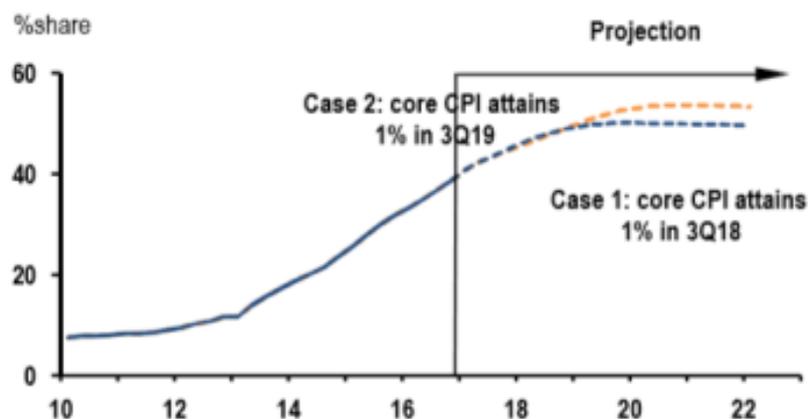
債殖利率目標值下，可望進一步減少購買公債。

惟在殖利率曲線控制下，BoJ 減少購買公債的作法並不表示貨幣政策在緊縮，因殖利率曲線目標比資產購買量和資產負債表規模來得重要。然而，部分市場參與者認為，若 BoJ 減少每年 80 兆日圓購債規模的一半，代表不久的將來 BoJ 可能難以實現承諾通膨目標。

肆、BoJ 主導之公債市場與未來面臨之難處

在 BoJ 試圖其政策正常化的同時仍持有大量的公債，其目前持有近 40% 的中長期公債，並以每年 80 兆日圓的速度成長 7%。在決定每年的公債購買量之後，預計 BoJ 將從本(2018)年第三季開始上調 10 年期公債殖利率的目標，並減少其承諾的每年公債購買量。預計其每年減少幅度為 10-15 兆日圓至 60-70 兆日圓，一旦公債淨購入量減少至 10 兆日圓，BoJ 將維持此步伐直至達成通膨目標。最後，BoJ 的公債市場份額將來到 50% (圖 6)。若基本核心通膨率達到 1% 之後，將對殖利率造成上行壓力，迫使 BoJ 購買更多公債，推升 BoJ 之公債市場份額超過 60% 的風險。

圖 6 BoJ 之公債市場份額



資料來源：BoJ，J.P. Morgan (2017)。

一、BoJ 主導之公債市場，將引發三個潛在問題

(一)破壞公債市場之運作

若 BoJ 購買大量的日本公債，未來投資者能持有的安全資產將日漸稀少，迫使金融機構支付便利殖利率(convenience yield)去獲取市場上安全性較高的長期資產。而便利殖利率是對安全性資產超額需求衍

生而來的，便利殖利率的上升不會影響其他風險性資產價格，惟理論上會侵蝕經濟福利。因此，BoJ 可能傾向於其持有之公債市場份額超過 50% 時才會多關注此議題。

(二) QQE 政策退場將對 BoJ 的財務造成影響

QQE 期間之公債平均殖利率（截至 2016 年 9 月底僅為 0.3%）將低於退場後之短期超額準備金利率，BoJ 可能承受較大的虧損。根據大和總經研究與日本經濟研究中心之估計，未來 QQE 退場升息的過程中，BoJ 於 2020 年度起將因利息支出超過債息收入，導致淨利息收入由正轉負，累積的損失金額恐高達 1.5 至 2.0 兆日圓。

央行也為公家機關，因此將其虧損直接與償付能力連結是不恰當。惟 BoJ 的虧損將會減少政府收入，甚至需要仰賴政府編列預算填補虧損，雖然目前 BoJ 的法規並未規範政府須分攤 BoJ 的虧損。但此項財務成本仍將由 BoJ 或日本政府負擔，若未事先縝密規劃，屆時發生意見對立的情況，亦恐造成金融市場的混亂。

(三) 長期利率上升可能會破壞金融市場的穩定

日本國內許多金融機構持有大量的日本公債。若長期利率遽升，將使國內金融機構蒙受巨額損失。而長期利率上升亦會加重政府償債成本的負擔。

此外，即使利率短期內突然上揚，BoJ 仍將持續大量買入長期公債，可安定金融市場及利率可望維持平穩。然 QQE 未來退場之過程中，一旦金融市場安定力量消失，恐有恐慌性賣壓之不利情況。

二、未來 BOJ 之 QQE 退場前面臨的難處

在漫長寬鬆貨幣政策的退場時期，BoJ 將面臨控制通膨、經濟成長以及確定最適通膨目標等諸多挑戰。

(一)貨幣政策的限制

由於實現通膨目標 2% 需要數年的時間，下一次經濟衰退可能會在 YCC 下 QQE 退場前發生。舉例來說，日本經濟與全球經濟有高度關聯性，並仰賴外部需求，因此日本經濟易受全球經濟衰退的影響(有分析師認為，2020 年將發生全球經濟衰退)。此外，因 2020 年日本將舉辦奧運，日本經濟可能因存貨調整與結構性膨脹而陷入衰退。

經濟衰退可能出現的時間點在 BoJ 開始提高 10 年期公債殖利率目標之後。當此情況發生時，BoJ 將會實施一系列的政策調整。泰勒法則顯示，若政策利率在 -2% 之上時，BoJ 可能將 10 年期公債殖利率目標再次下調至 0%，因此調整後的政策將刺激經濟。BoJ 也將再次擴大對 ETF 和 J-REIT 的購買。

BoJ 可以降低多少幅度的超額準備金利率 (interest rate on excess reserves, IOER) 及決定殖利率曲線的陡峭程度？一般來說，降低 IOER 和陡峭殖利率曲線斜率的空間很窄，主要係因日本金融機構在國內貸款市場競爭激烈，使貸款利率大幅下滑。同時，幾乎不可能將零售存款利率降低至 0% 以下。此外，日本本土區域並沒有像大都市區一樣獲得經濟復甦效益，且區域金融機構的獲利性也尚未完全恢復。

若發生嚴重的經濟衰退，執政當局可能會以財政政策搭配貨幣政策。具體而言，政府可以延遲其財政整頓目標，而當前目標是到 2020 財年實現中央和地方政府的初步預算平衡，並增加財政支出，而 BoJ 則仍維持 10 年公債殖利率目標值為 0%。這樣的配合可避免因財政支出增加帶來的長期利率上升，進而加劇擴張性總經政策的效應。此兩種政策的搭配將會延續到日本經濟復甦之前。

(二)降低通膨目標

若消費仍疲弱而通膨開始回升，民眾可能會擔心本身實際所得和

支出，特別是需要養老金領取者支持的政客會認為，BoJ 應該將通膨目標從 2% 降低到比如 1%。

不過，因目前日本中性利率很低，BoJ 未來對抗經濟衰退風險的操作空間有限。若日本的通膨目標低於其他國家，日圓可能會承受升值壓力。此外，降低通膨目標將與全球學術理論的方向相反。因此，BoJ 不太可能降低通膨目標。由於安倍政府優先考慮名目經濟變數的成長，這將迫使 BoJ 不會降低通膨目標。

(三) 直升機撒錢政策

當經濟遭遇嚴重的衝擊，傳統的財政政策和貨幣政策協調可能不足以應對。此時，可能需要像直升機撒錢(helicopter money)的政策，即央行印鈔票，直接融通擴張性財政政策，或由央行直接創造貨幣，讓政府發放現金給民眾，使整體支出擴大，進而使貨幣供給量亦永久增加。直升機撒錢可能的做法之一為購買財政部發行的零息永久公債，此將迫使 BoJ 放棄針對通膨目標的利率水準，導致貨幣政策受到政府融資需求的限制。因此，不預期日本會實施直升機撒錢政策。反之，央行和政府應聯手追求經濟穩定。

伍、心得與建議

一、BoJ 貨幣政策未來走向

目前美國 Fed 正啟動升息循環，目前 BoJ 內部認為應升息的共識正在增加，倘若 BoJ 內部官員被提拔為新任總裁，則本年將調高 10 年期公債殖利率目標值。另為因應部分金融機構在長期超低利率下之不穩定性，日本政府對 BoJ 施壓，使其調整政策，此情境下，BoJ 將有強烈動機藉由提高 10 年期公債殖利率目標值及廢除負利率政策，引導公債殖利率曲線變陡並上移。

二、對目前投資環境之心得與建議

金融危機過後的十年，各國央行紛紛採取低利率的政策，然而隨著經濟情況的改善，寬鬆貨幣政策將逐步收緊，美國 Fed 已啟動縮減資產負債表，歐洲央行亦宣布未來將減少每月的購債金額。整體而言，全球經濟應會延續去年之成長趨勢，惟影響全球經濟的潛在風險尚未排除，如北韓威脅、美國稅改與川普總統行事作風、英國脫歐談判等，在在都將影響全球經濟情勢，為金融市場投入變數，各國央行、金融機構及投資人仍需隨時關注了解，謹慎以對。

參考資料：

1. Nakaso, Hiroshi (2017), “Evolving Monetary Policy: The Bank of Japan's Experience,” *Bank of Japan*, Oct. 19.
2. Kuroda, Haruhiko (2017), “Japan's Economy and Monetary Policy,” *Bank of Japan*, Dec. 7.
3. Hiroshi Ugai and Masamichi Adachi (2017), “BoJ exit: Slow, unique, and very challenging,” *J.P. Morgan Special Report*, June 12.
4. Adachi, Masamichi (2017), “BoJ's stealth tapering advances with smaller fiscal deficits,” *JPMorgan Securities Japan Co., Ltd.*, Dec 28.
5. Baba, Naohiko (2018), “Japan Views: Exploring Risk Scenarios to Our Call of BOJ Keeping Status,” *Goldman Sachs Economics Research*, Jan.9.
6. 高超洋 (2016), 「日本央行量質兼備寬鬆貨幣政策之效果與限制—兼論中長期退場機制面臨之問題」, 國際金融參考資料, 第六十九輯, 4 月。
7. 中央銀行 (2016), 「9 月 29 日央行理監事會後記者會參考資料」, 中央銀行新聞參考資料, 9 月 29 日。