

出國報告（出國類別：其他）

參加大和證券於日本東京舉辦之「  
2017年資本市場投資研討會」報告書

服務機關：中華郵政股份有限公司

姓名職稱：郝大慶 助理管理師

吳佩樺 佐理員

派赴國家：日本（東京）

出國期間：106.11.8-106.11.11

報告日期：106年12月26日

## 行政院及所屬各機關出國報告提要

出國報告名稱：參加大和證券於日本東京舉辦之「2017年資本市場投資研討會」  
報告書

頁數 25 頁 含附件：無 有

出國計畫主辦機關：中華郵政股份有限公司

聯絡人：柯裕銘

聯絡電話：(02) 23921310-2536

出國人姓名：郝大慶、吳佩樺

服務機關：中華郵政股份有限公司

職稱：助理管理師、佐理員

電話：(02) 23927170

出國類別：1.考察 2.進修 3.研究 4.實習 5.開會 6.其他

出國期間：106年11月8日至106年11月11日

出國地區：日本東京

報告日期：106年12月26日

分類號 / 目：交通/郵政

關鍵詞：東京，大和證券

## 內容摘要

大和證券(Daiwa Securities Co. Ltd)舉辦為期兩天的年度資本市場投資研討會，邀請日本政府官員、前美國聯邦準備制度理事會理事、民間投資機構法人等具有高度敏銳度的專家進行演講及座談會，探討主題包括日本投資市場現況及各種商品投資機會，同時探討未來美國政治及經濟面可能碰到的問題，提供各界與會人士投資方向之參考。

自 2008 年金融海嘯以來近 10 年的寬鬆貨幣時代逐漸落幕，由美國帶頭啟動的升息循環使 2018 年面臨新的投資挑戰。不同於過去升息初期的情況，此次各國通膨率表現普遍差強人意，通膨率無法達標的其中一項因素為薪資成長緩慢或停滯。而在失業率與通膨率雙雙處於低檔的情況下，菲利浦理論之抵換關係是否失效已掀起討論，經濟結構的改變使各國對升息時機及升息頻率均維持謹慎態度，美國及英國等成熟國家均已升息，惟亞洲地區僅有韓國開了升息第一槍，其餘國家仍持續按兵不動，成熟國家與亞洲國家貨幣政策的分歧可能成為未來的一項不確定因子。此外，2018 年一些國家也面對政經上的挑戰，包括美國聯準會主席葉倫卸任、日本總裁安倍晉三是否續任、臺灣央行總裁彭淮南卸任等，均增加未來投資環境的不確定性。

## 目 次

壹、 目的.....	1
貳、 過程.....	1
一、日本經濟現況與貨幣政策分析 .....	1
二、日本經濟與政府債務管理政策 .....	4
三、日本處於投資甜蜜點 .....	9
四、日本信用市場的投資機會 .....	12
五、經濟是否仍在不景氣泥沼中掙扎 .....	17
六、日本超寬鬆貨幣政策對日本銀行衝擊 .....	19
七、地緣政治展望 .....	22
參、心得與建議事項 .....	24
一、心得.....	24
二、建議事項 .....	25

## 壹、 目的

面對全球快速變化之金融市場環境，需持續與投資合作夥伴進行交流，學習投資新知以及掌握最新投資市場脈動，進而提升同仁專業能力與強化投資敏感度，故派員至國際知名證券公司參加各項研討會，可作為本公司未來各項投資評估之參考。本次有機會於 106 年 11 月 9 日至 10 日參加日本大和證券 2017 於日本東京舉辦之研討會（Daiwa Capital Markets Conference 2017），會議內容包括日本經濟與債務管理、日本處於投資甜蜜點、地緣政治展望、日銀超寬鬆貨幣政策的副作用等。

## 貳、 過程

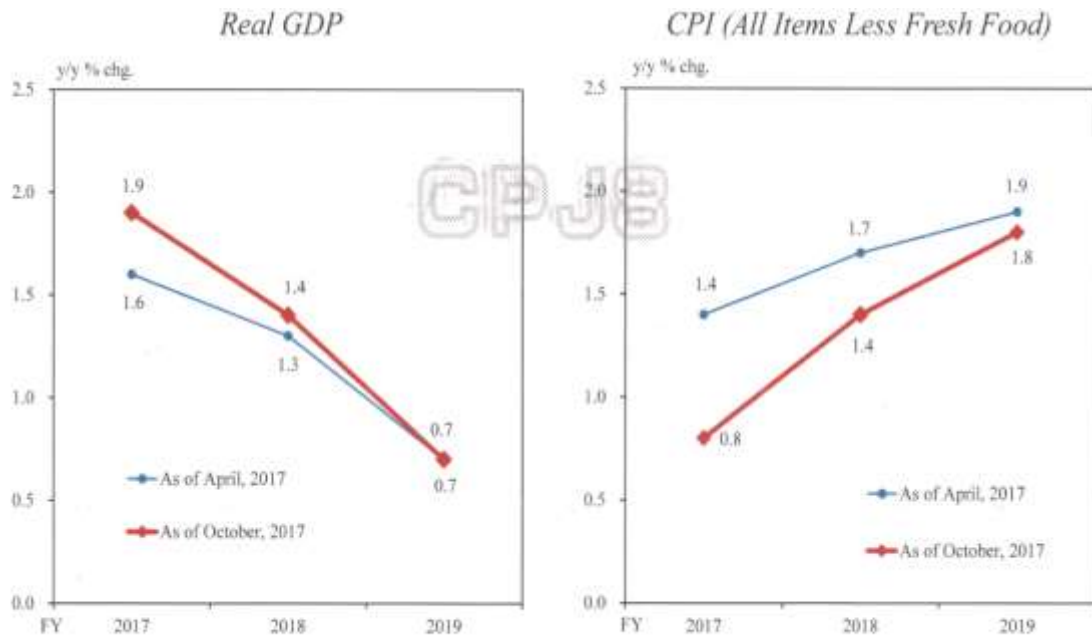
### 一、日本經濟現況與貨幣政策分析

(一) 主講者：兩宮正佳(日本央行 理事)

(二) 日本舉辦奧運帶動經濟成長

2017 年 10 月國際貨幣基金組織(International Monetary Fund, IMF)維持今明兩年全球經濟成長率(Gross Domestic Product, GDP)3.5%及 3.6%，但上修日本 GDP，2017 年由 1.6%上修至 1.9%，2018 年由 1.3%上修至 1.4%，2019 年則是維持 0.7%不變(圖一)，主要是因為日本將於 2020 年舉辦奧運，這幾年相關支出將達到高峰，景氣循環也正處於擴張階段，產出缺口也回到 2008 年金融海嘯以前的水準，至於 GDP 會逐年減少是考慮到基期墊高及東京奧運相關支出將告一段落。

圖一、日本 GDP 及 CPI 預估值



Note: Figures indicate the medians of the Policy Board members' forecasts (point estimates). Figures for the CPI (all items less fresh food) exclude the effects of the consumption tax hike.  
Sources: Ministry of Internal Affairs and Communications; Cabinet Office; Bank of Japan.

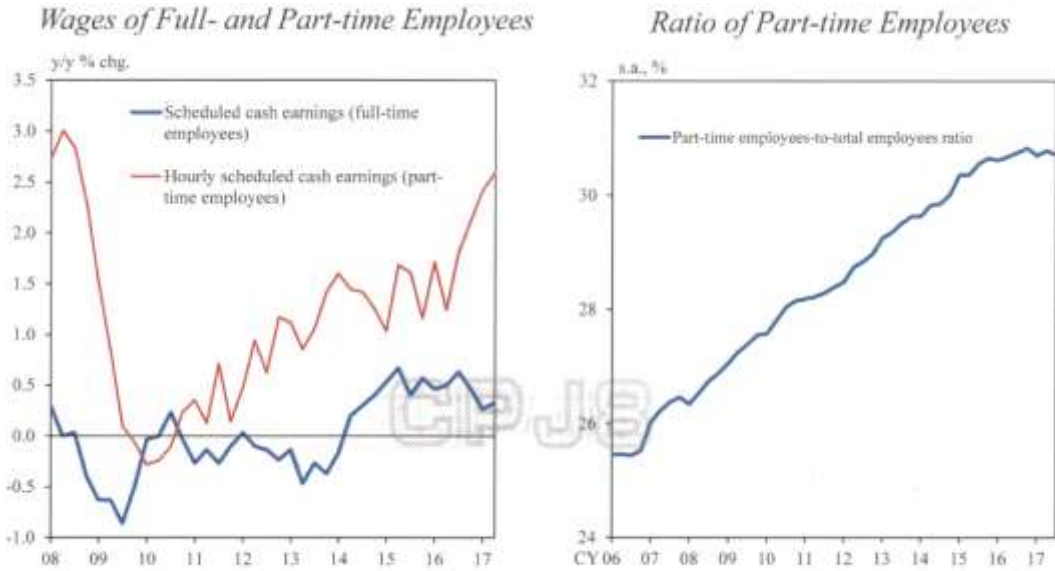
資料來源：日本總務省、日本內閣府、日本央行

### (三) 通膨成長緩慢之主因

1. 全職勞工薪資水準停滯：在消費者物價指數(Consumer Price Index, CPI)方面則是差強人意，IMF 在報告中下修日本 CPI，2017 年由 1.4% 下修至 0.8%，2018 年由 1.7% 下修至 1.4%，2019 年由 1.9% 下修至 1.8%(圖一)，儘管 CPI 仍維持成長幅度，通縮疑慮消除，但離目標 2% 還相差甚遠，兩宮正佳表示，日本 CPI 欲振乏力的主因在於勞動市場，依據厚生勞動省 (Ministry of Health, Labour, and Welfare) 資料顯示，日本這十年間的兼職人數占總勞動人數之比率逐年攀升，目前占比近 31%，而若將兼職與全職勞工的薪資成長幅度作比較，兼職勞工自 2010 年起薪資均維持成長幅度，反觀全職勞工近十年薪資則呈現停滯狀態(圖二)。
2. 適齡就業人口嚴重缺乏：人口老化也是 CPI 無法達標的原因之一，人口老化除了使年輕人撫養壓力加劇外，亦使得適齡就業人口嚴重缺乏。自 2012 年起各行各業均面臨嚴重缺工問題，最嚴重為餐旅業，其次為建築

及零售業，而為了改善勞動市場供不應求之局面，這些產業將發展重點放在軟體投資上，餐旅、建築及零售業於 2017 年投資幅度約為 2005 年的 1.6 倍。

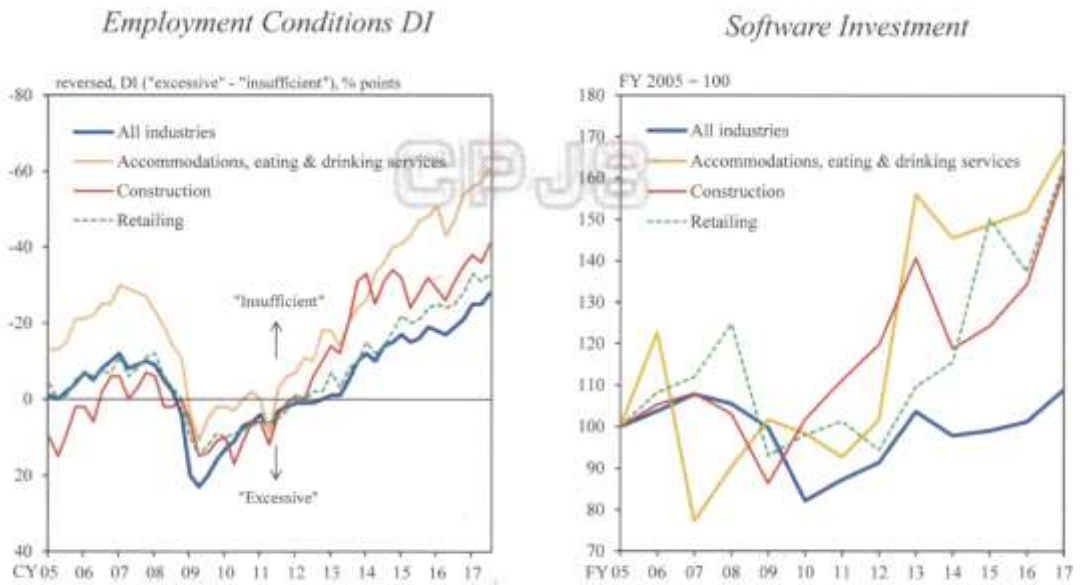
圖二、日本勞工薪資成長率及薪資結構



Notes: 1. For wages of full-time and part-time employees, Q1 = March-May, Q2 = June-August, Q3 = September-November, Q4 = December-February.  
2. The figure for the ratio of part-time employees for 2017:Q3 is the July-August average.  
Source: Ministry of Health, Labour and Welfare.

資料來源：日本厚生勞動省

圖三、產業缺工問題帶動軟體投資成長



Source: Bank of Japan.

資料來源：日本央行

#### (四) 日本央行採行之貨幣政策

1. 透過調控殖利率來實行貨幣政策：日本央行不採取緊盯基準貨幣之傳統貨幣政策，而是採用調控日本公債(Japanese Government Bond, JGB)殖利率方式，將短期 JGB 殖利率鎖在-0.1%、10 年期 JGB 殖利率控制在 0%，且未來不排除持續擴大貨幣基數直到達到通膨率超過 2%目標為止。
2. 貨幣政策之退場機制：日本央行黑田東彥總裁於 2016 年 5 月 12 日表示，央行會評估日本經濟、物價及金融市場之情況來決定貨幣政策退場時機，並透過贖回日本公債、多種回收市場資金的貨幣市場管道、以及提高銀行超額準備率等方式來調整基準利率及資產負債表。至於央行是否會在退場時遭受損失之議題，日本央行總裁於 2017 年 6 月 19 日表示，央行擁有不停印鈔票的權力，故無論影響損益狀況之參數假設為何，長期而言央行必然可以賺取一定的獲利。

## 二、日本經濟與政府債務管理政策

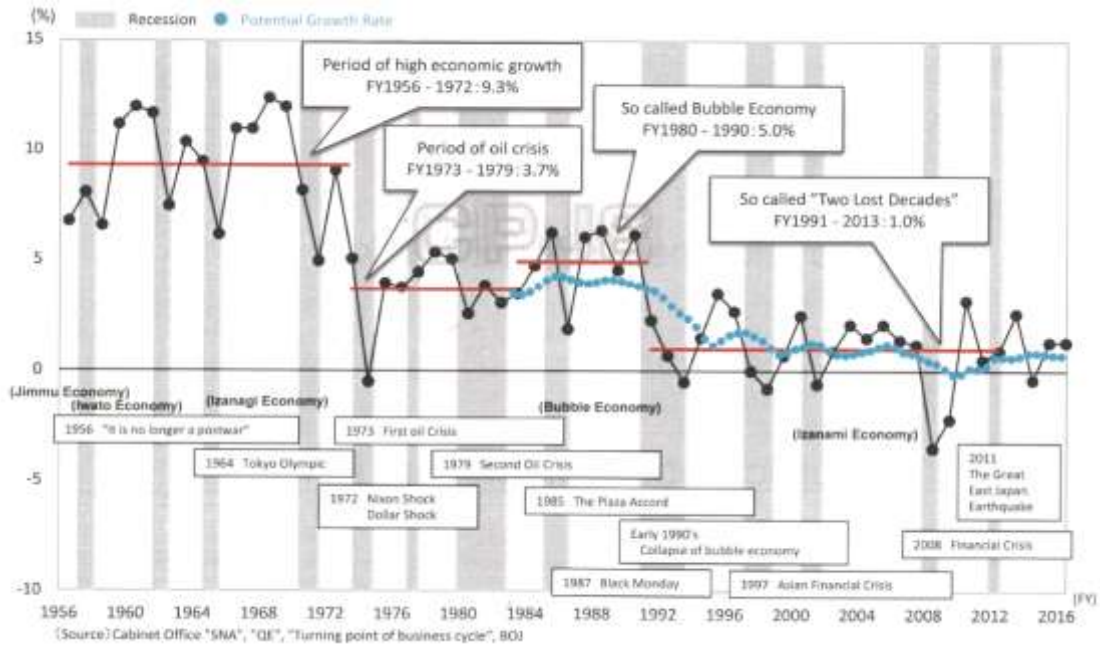
(一) 主講者：古谷雅彥(財務省 理財局審議官)

(二) 日本經濟發展

1. 日本歷年重大事件下之經濟成長率：1956~1972 年為日本高經濟成長階段，平均 GDP 為 9.3%；1973~1979 年為石油危機，平均 GDP 為 3.7%；1980~1990 年為泡沫經濟時代，平均 GDP 為 5%；1991~2013 年為兩個失落的十年，平均 GDP 僅 1%(圖四)，圖中的藍色線段為日本潛在經濟成長率，1980~1991 年維持在高檔後逐漸下滑到 1%的水準。在第二個失落的十年中，日本在 2008、2009、2011 年之實質 GDP 均為負成長，2012 年後每年都維持實質 GDP 正成長，日本內閣府預估日本 2017 年名目 GDP 為 554 兆日圓，較 2016 年成長 2.5%，2017 年實質 GDP 則較 2016 年成長 1.5%。



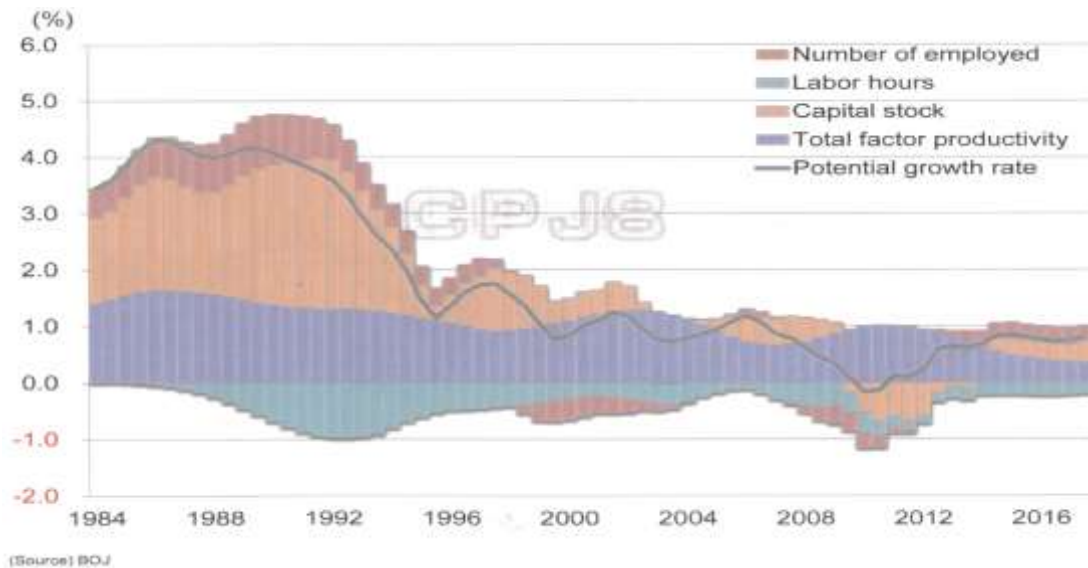
圖四、日本歷年重大事件與經濟成長率之關係



資料來源：日本內閣府、日本央行

2. 日本勞工工時為負成長：若將圖四的潛在成長率拆分為細項探討，包括雇用勞工數量、工時、資本存量、要素生產力，自 2008 年金融海嘯以來，除了工時以外，近年其他三個細項均已恢復正成長，但截至 2016 年底為止，日本勞工工時成長率仍為負成長(圖五)。

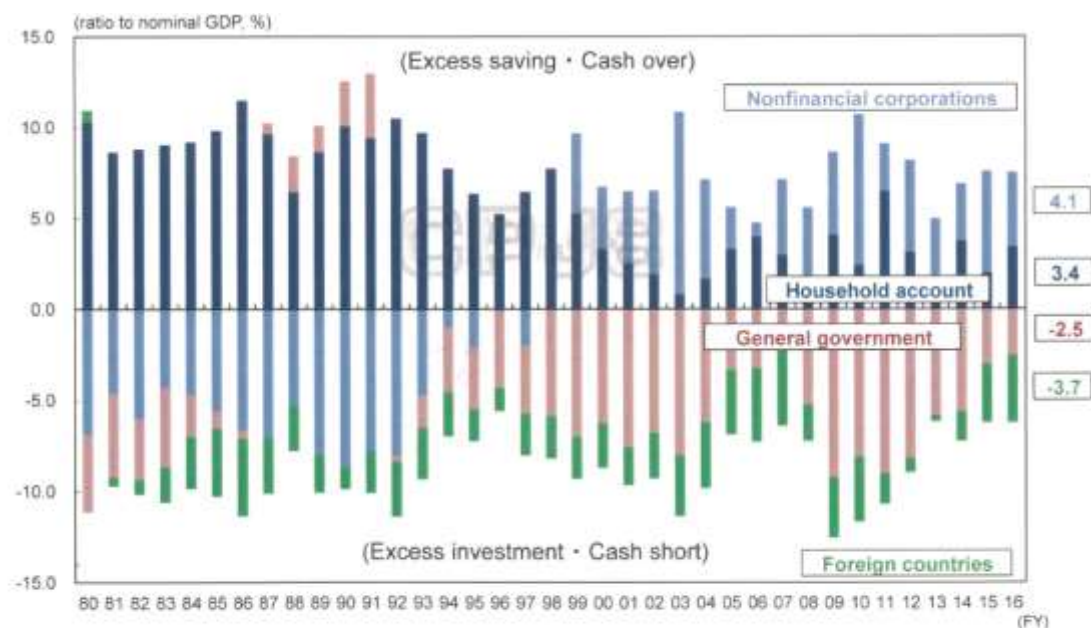
圖五、日本歷年勞工潛在成長率細項



資料來源：日本央行

3. 若分別探討日本非金融機構企業、家戶、政府機構及海外企業之儲蓄與投資傾向，非金融機構企業這十年內由投資轉為儲蓄，可見低利率環境無法誘使企業增加借貸，不利經濟復甦，而政府機構則自 15 年前由儲蓄轉為投資，主因政府為了使日本擺脫失落的 10 年而大舉投資，至於家戶則是一直維持儲蓄傾向，海外企業維持投資傾向(圖六)。

圖六、歷年各部門儲蓄與投資傾向



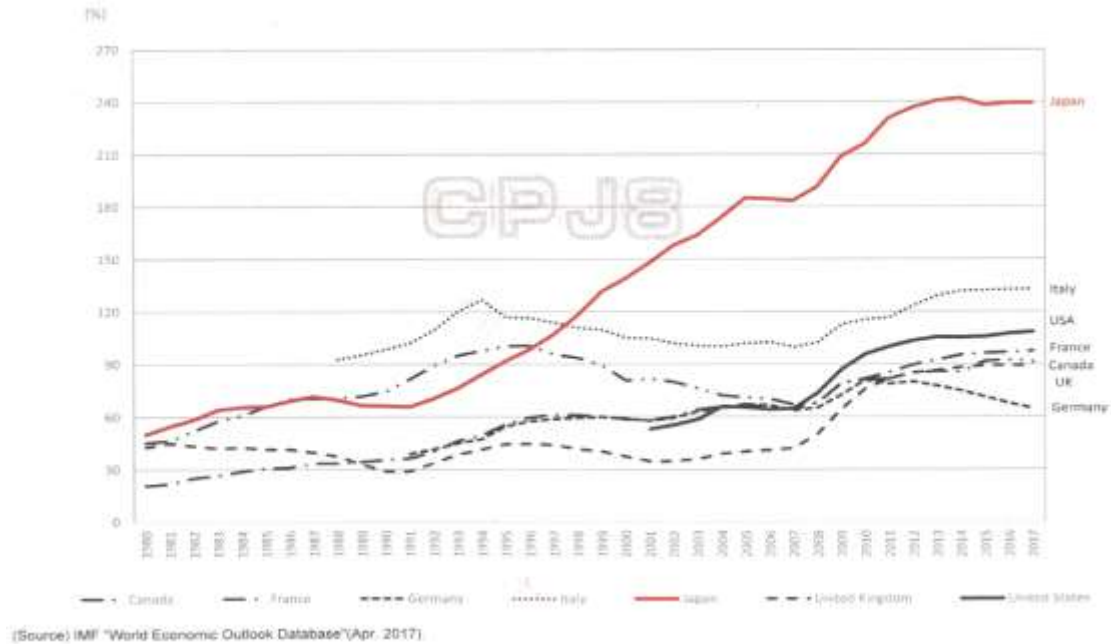
(Source) Flow of Funds (Bank of Japan), National Accounts (Cabinet Office)

(Note) Estimated and Calculated by MOF

資料來源：日本央行、內閣府

4. 歷年日本政府支出均超過稅收，而政府發行公債對 GDP 比重也逐年攀升，預估 2017 年比重將攀升至 156%，若考慮政府整體債務狀況，相較於美國、義大利、英國等國家，2017 年日本政府債務占名目 GDP 比重預估將高達 221.1%，是這些國家的數倍(圖七)。

圖七、日本與主要國家政府債務比較



資料來源：IMF

### (三) 日本公債市場發展歷史及現況

#### 1. 日本公債面臨的歷史衝擊事件：

- (1) Tateho 衝擊：1987 年 Tateho 化學公司操作債券期貨造成鉅額損失，市場擔心其他化學公司也將面臨同樣的鉅額損失，因而將日本十年期公債殖利率由 5.43% 推升到 6.66%，直到其他公司沒有再發生類似虧損事件而平息。
- (2) 資金運用部衝擊：1998 年日本政府擔憂購債會過度刺激經濟，故日本財務省資金運用部決定停止在市場上購買公債，日本十年期公債殖利率因而由 1998 年 10 月 2 日之 0.73% 上升至 1999 年 2 月 5 日之 2.47%，直到日本政府改變政策，轉採取寬鬆貨幣政策並重新購債後殖利率才開始走跌。
- (3) 風險值衝擊：2003 年日本公債殖利率觸底反彈，在考慮風險忍受度 (VaR) 下，機構投資者大舉拋售公債，使殖利率由 0.45% 上升至 1.63%，直到日本政府宣布將繼續維持寬鬆貨幣政策才停止飆升。

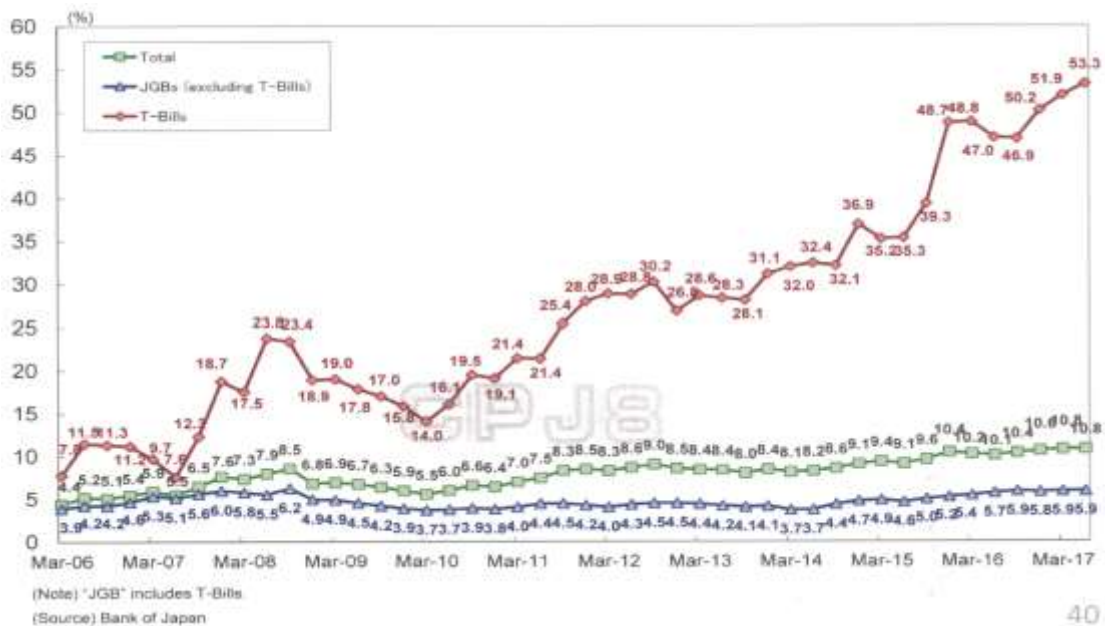
## 2. 日本公債商品逐漸多樣化

自 1999 年開始，日本政府開始逐漸增加公債種類，包括不同到期期間之公債、浮動利率債券、分割債券(STRIPS)、通膨連結債券、引進櫃買銷售機制等，並為了增加流動性而引入拍賣機制，增加海外投資者等，目前海外投資者已遍及全球，以歐美及亞洲占大宗。

## 3. 日本公債市場發展現況

2016 年日本央行採取控制公債殖利率政策，自實行之後，10 年期公債殖利率回升到 0% 之上，到期期間愈長殖利率回升幅度愈大。此外，目前日本公債及國庫券規模較 2013 年小幅成長 11%，但投資人結構卻大幅改變，2013 年以銀行持有為大宗，其次為保險公司及日本央行，但 2017 年則以日本央行持有為大宗，其次為銀行、保險公司及海外投資人，若再區分國庫券與公債投資者組成，國庫券多由海外投資者持有，占整體國庫券市場一半以上，日本公債則仍然多由國內投資者持有，海外投資人占比僅約 5%(圖八)。

圖八、海外投資人持有日本公債及國庫券比重



資料來源：日本央行

#### (四) 政府債務管理政策

若從公債的供給面來看，考量當前市場利率極低，目前日本政府以發行超長債券為主，預估 2017 年到期期間在 10 年以上之公債發行規模將由 848 兆日圓成長至 892 兆日圓，到期期間低於 10 年之公債發行規模則與往年持平，但若從公債的需求面來看，日本國內銀行持有公債比重持續下降，而保險公司則是逐年增加投資到期期間在 10 年以上之公債比重，儘管如此，公債的需求不夠強烈，使公債市場呈現供過於求之局面，墊高政府發行公債成本，因此，政府必須要努力改善投資人關係才能夠改善供需失衡的問題。

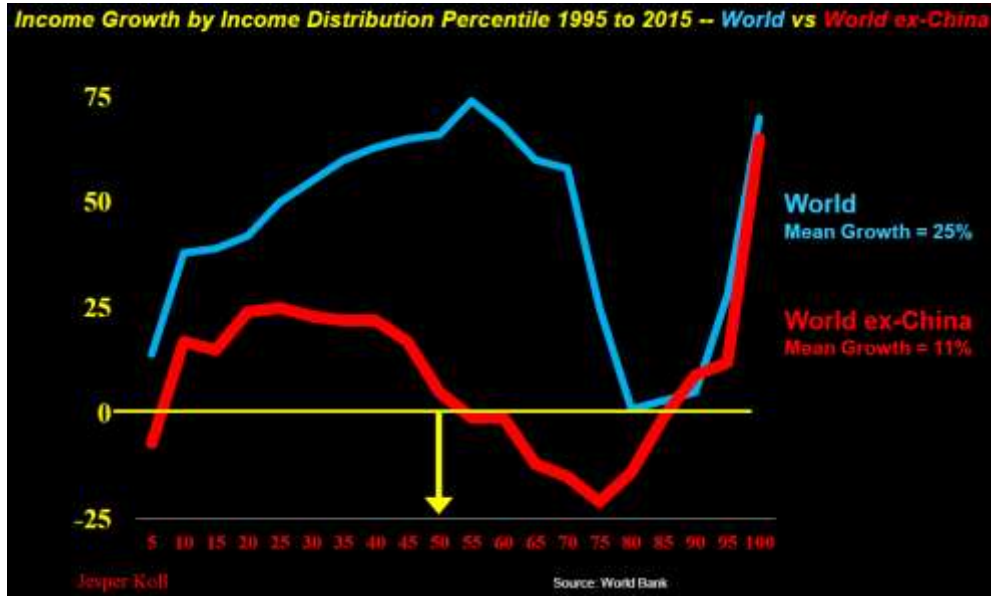
### 三、日本處於投資甜蜜點

(一) 主講者：Jesper Koll(日本智慧樹投資公司執行長)

(二) 全球所得分配比較

依據世界銀行資料顯示，相較於 1995 年，2015 年全球所得分配百分比之各階層所得成長率平均為 25%，而若將中國排除在外，則所得成長率僅為 11%，而這些所得成長的部分多集中在高所得人口上，中產階級在這 20 年間反而面臨所得負成長的局面(圖九)。

圖九、全球所得分配百分比成長率



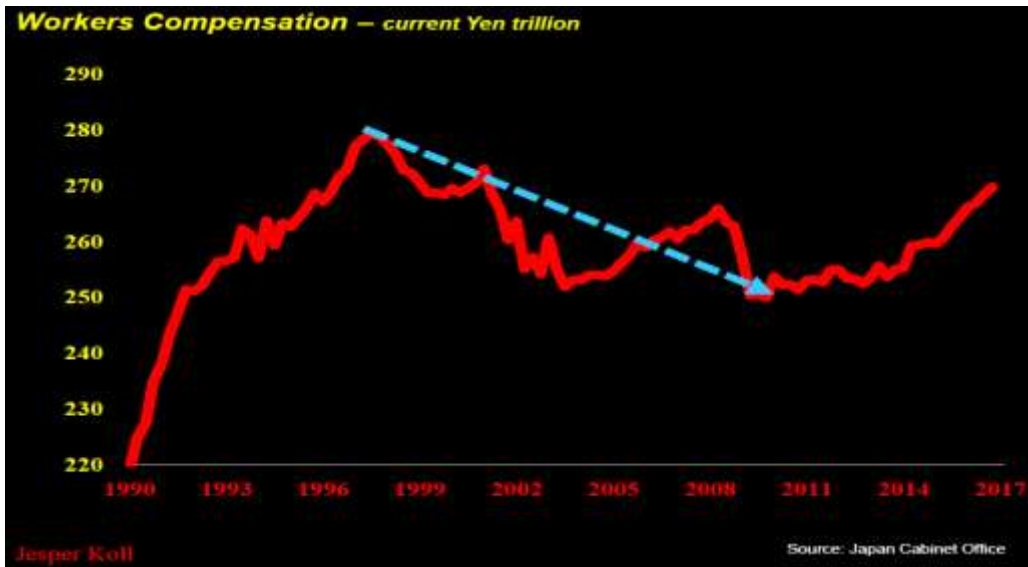
資料來源：世界銀行

### (三) 日本利基點

1. Koll 認為低通膨未必是件壞事，若考慮消費者物價指數中的醫療部分，比較 2000 年及 2016 年，這 16 年間日本醫療之通膨率接近 0%，但美國卻高達 2 倍之多，反而加重民生負擔。
2. 日本處於人口紅利的甜蜜點：在日本失落的十年間，兼職勞工普遍占整體勞工比重達 3 成以上，但這種不健康的勞動市場環境已逐漸改善，全職勞工的就業人口自 2014 年觸底反彈，勞動參與率也重回到 60% 以上，此外，薪資也自 2008 年金融海嘯後回升到超過金融海嘯發生前的水準(圖十)，Koll 預估未來全職勞工占比將提高。隨著全職工作的增加，家計單位信用需求也同步成長，依據日本央行資料顯示，近年銀行貸款逐年增加，2013~2016 年共增加 48.8 兆日圓的貸款，其中抵押信貸合計為 11.8 兆日圓。



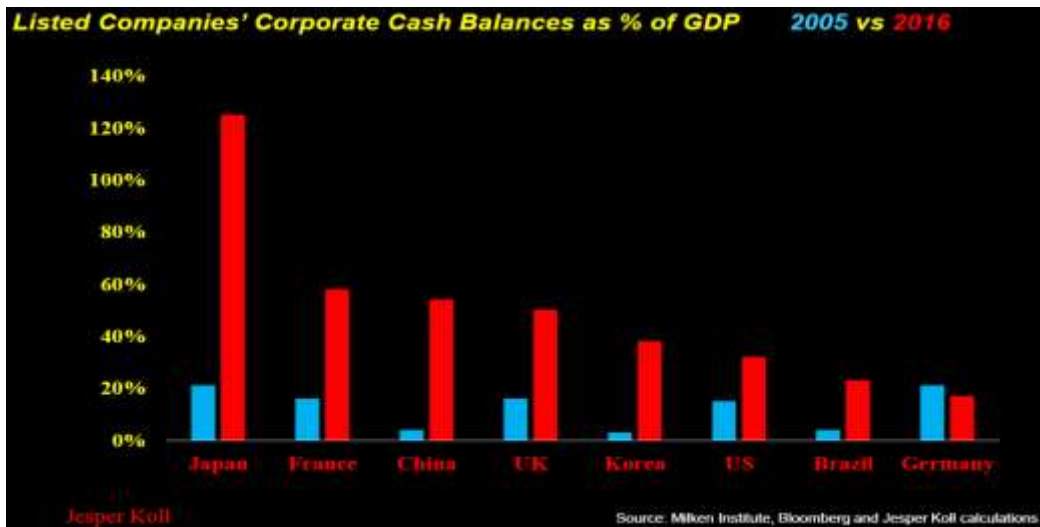
圖十、日本歷年薪資變化



資料來源：日本內閣府

3. 日本擁有大量軟資產及硬資產：在硬資產部分，日本企業 2016 年的每股盈餘(EPS)高達 100 日圓，且平均股東權益報酬率為 8%，均較 1989 年倍數成長，此外，近年日本企業購買庫藏股及股利分配金額均逐年成長，主因就是企業持有現金比重過高，2016 年企業持有現金占 GDP 比重高達 120%，遠高過歐美等主要國家(圖十一)；在軟資產部分，近年日本公部門與私部門合計研發支出占 GDP 比重超過 3.5%，超過美國及德國投資比重。

圖十一、主要國家現金占 GDP 比重



資料來源：米爾肯研究中心、彭博、Jesper Koll

#### 四、日本信用市場的投資機會

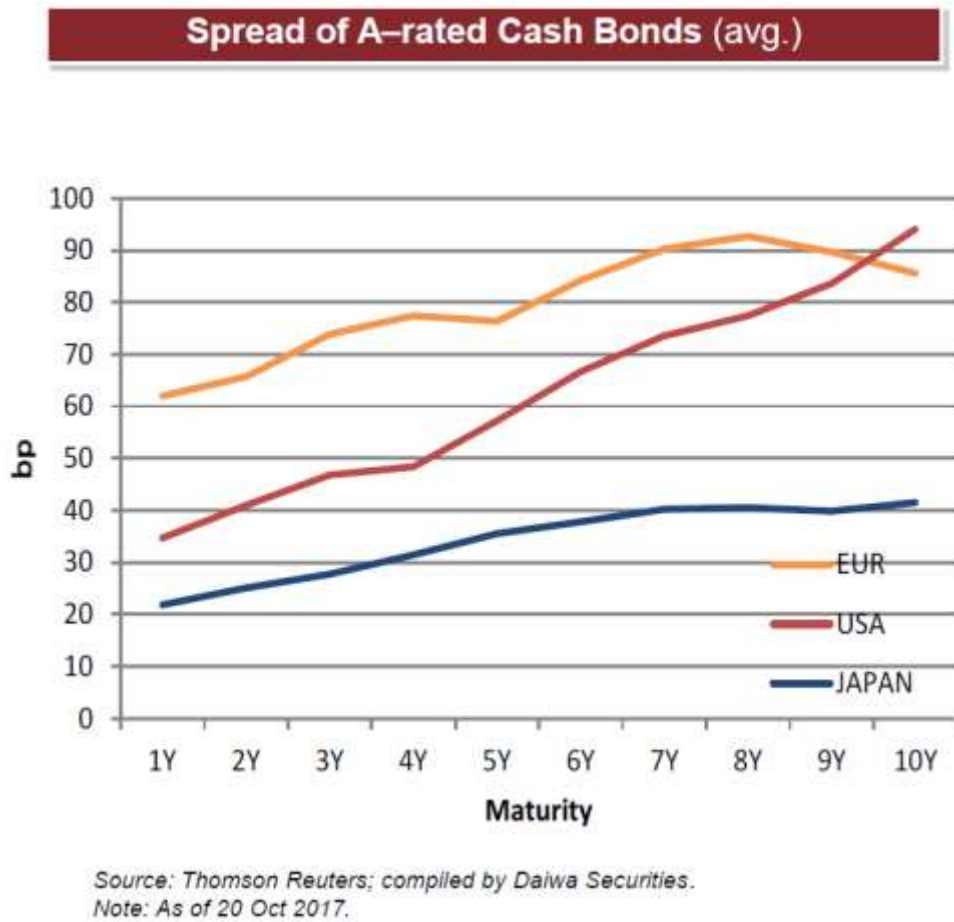
(一) 主講者：大橋俊安(大和證券 金融市場調查部部長)

(二) 日本信用市場特性

1. 日本公司債市場規模小：日本企業主要透過銀行籌資，僅有不到 20% 比重是透過發行公司債籌資，故日本債券市場主要由公債構成，其中公司債占整體債券市場不到 10%。
2. 所有公司債均為投資等級債券：由於信用風險過度惡化的發行者均招致下市處理，故目前日本債券市場不存在高收益債，依據大和證券資料顯示，截至 2017 年 10 月 26 日為止，AAA 等級的公司債共有 4 兆日圓、AA 等級的公司債共有 38 兆日圓、A 等級的公司債共有 19.1 兆日圓、BBB 等級的公司債共有 1.1 兆日圓。
3. 信用利差遠低於歐美國家：以投資等級為 A 且到期期限為 10 年的債券為例，日本的信用利差約為 40bps，但歐洲的信用利差約為 85bps，美國更高達 95bps 左右(圖十二)。日本信用利差偏低的原因包括：低利率及低波動度投資環境、銀行放款服務面臨高度競爭、投資者有母國投資偏好傾向、日本一般公司債市場違約機率甚低、日本國內發行機構評級與海外機構差異不大。



圖十二、日本信用利差與歐美比較分析



資料來源：路透社

4. 公司債違約機率低，但違約金額極高：在日本公司債歷史發展中，僅發生 15 件的違約個案，但只要公司違約，違約損失率則高達 90%。
5. 日本企業擁有穩健的信用市場基礎：日本企業盈餘持續成長，且信用評等也維持升評循環，同時又擁有相對健康的資產負債表，均有利於發展信用市場。

### (三) 金融商品投資機會

1. 根據《巴塞爾協定三》的條款，組成銀行資本的級別包含普通股權核心一級資本（Core Equity Tier 1 Capital）、額外一級資本（Additional Tier 1 Capital）以及第二級資本（Tier 2 Capital），在當監管機構認為債券發行銀行除非接受公眾救助或者讓債權人承擔損失，否則將無法繼續經營狀

態（此狀態為 PONV：Point of Non-Viability）前，普通股權核心一級資本與額外一級資本優先吸收損失，而在 PONV 之後，第二級資本，與合格總損失吸收能力（TLAC）債券也可吸收損失。整體受償優先權而言，銀行清算將優先償付存戶，之後為一般的主順位債權人，其後為合格 TLAC 債券與 Tier 2 證券持有人，再次一級的是 AT1 證券持有人，最後為普通股權核心一級資本證券持有人。

2. 另日本在 PONV 發生之後，較其他歐美國家，更有法律規範銀行破產後的處理，在預金保險法（Deposit Insurance Act）第 126-2 條及 42 條訂有處理問題銀行之規定，由政府授權允許設立特殊過渡金融機構，取得融資及發行保證債券，獲得流動性援助資本，以維持金融並要之穩定。
3. 日本銀行業發行給國內投資者的財務工具，包含：AT1 以及 Tier 2 債務工具(圖十三)。AT1 債務工具係銷售給日本國內市場機構法人，只有國內信評機構給予此類債券信評，日本主要銀行所發行之 AT1 債務工具均獲得 A-等級。對發行銀行而言，AT1 債務工具成本非常低，然而需求仍旺盛，因在日本負利率大環境下，日本國內機構法人競逐微利，AT1 債務工具成為去化資金的管道之一。

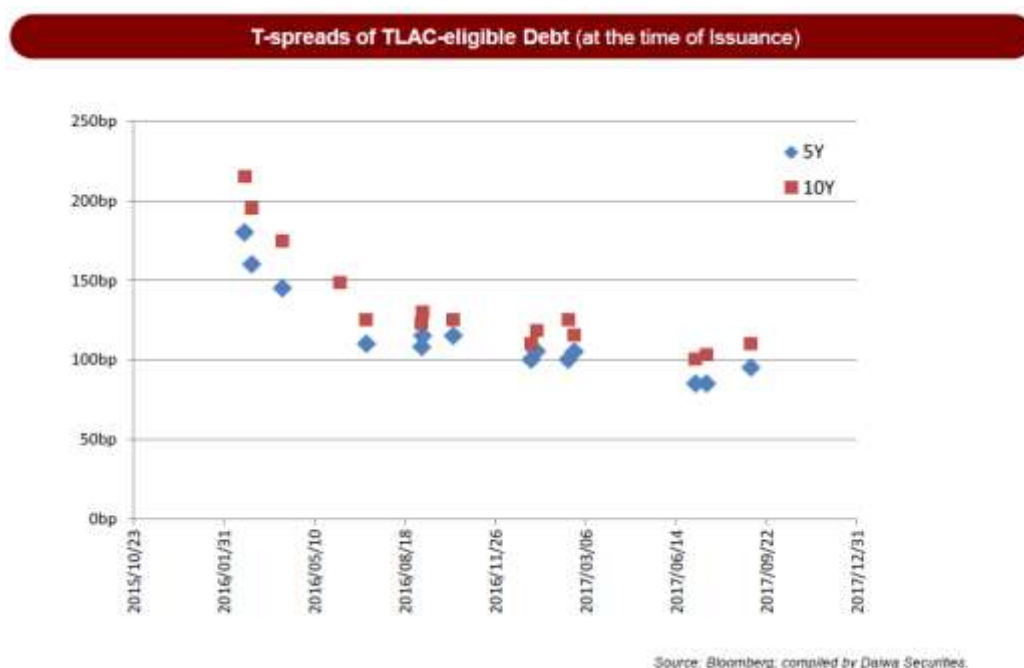
圖十三、日本銀行業發行給國內投資者的財務工具



資料來源：大和證券

4. Tier 2 債務工具係透過券商，銷售給日本國內一般投資大眾。日本銀行在吸收損失上，因政府介入在法源依據之保護下，使得 Tier 2 債務工具在日本承受有限的破產風險損失，且債券利率通常較存款利率高，受到日本國內投資人的喜愛。
5. 日本三大金融機構（三菱日聯金融集團、三井住友金融集團、瑞穗金融集團）發行給海外市場的次順位債券稱合格 TLAC 債券。目前債券年期分為 5 年與 10 年券 2 種，皆為非零息型式發行，當該集團違約時，優先吸收其餘無擔保主順位債券的損失，但層級仍高於 Tier 2 順位。其信用利差(T-Spread)從 2016 年約 200bps 收窄至 2017 年 9 月約 100bps(圖十四)，顯示其違約風險在日本政府的更進一步保護下，信用風險溢酬減少，市場投資人願意接受較高的合格 TLAC 債券價格。

圖十四、合格 TLAC 債券之 T-spreads 利差

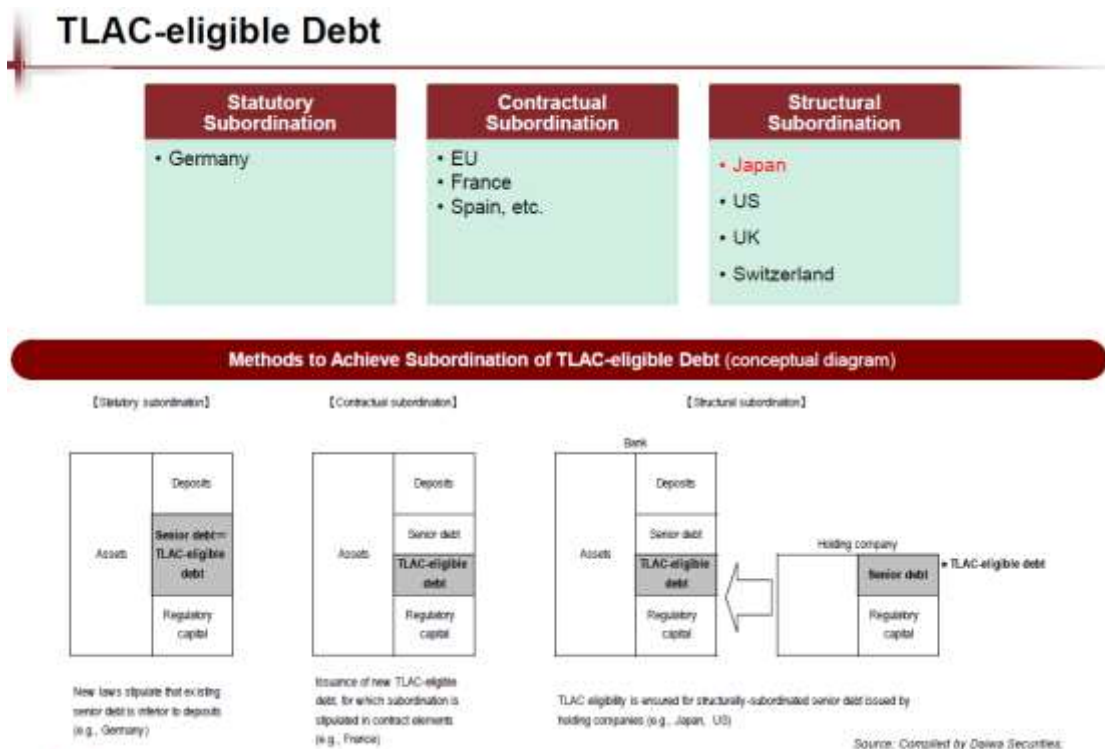


資料來源：彭博社、大和證券

6. 國際金融監督和諮詢機構金融穩定理事會（FSB）為處理全球系統性重要銀行過大而不能倒之問題，要求符合其標準之金融機構於進入清理程序時，須自行吸收損失，避免產生傳染風險，例如符合標準之金融機構

所發行之部分債券，將被視為 TLAC 債務工具，以吸收損失。目前被歸類為全球系統性重要性銀行所發行之總損失吸收能力（TLAC）債券，以美國金融機構發行為大宗，TLAC 債券具資本撥補性質，故其吸收債務損失之受償順位較一般無擔保主順位債券優先，各國合格 TLAC 債券之定義大致分類如下(圖十五)：

圖十五、各國對合格 TLAC 債券的分類



資料來源：大和證券

- (1) 屬於法定型次順位債（Statutory）：以德國為代表，該國金融監理機構透過法律（German Resolution Mechanism Act），指定所有負債除不具損失吸收能力之債權外，債券發行銀行所發行之債券皆為 TLAC 債券，並依法就各類型債務工具之受償順位進行規範。
- (2) 屬於契約型次順位債（Contractual）：以歐盟、法國、西班牙等為代表，債券發行銀行在發行 TLAC 債券時，會明確說明該債券為合格次順位債券，並與債權人約定受償順位。例如發行銀行得同一次發行 TLAC 債券與無擔保主順位債券，並分別規定 TLAC 債券與無擔

保主順位債券之受償順位。

- (3) 屬於結構型次順位債 (Structural)：以日本、美國、英國、瑞士為代表，主要透過控股公司與旗下具體執行業務之子公司架構，由控股公司作為債券發行人，此類銀行結構上具從屬關係，其 TLAC 債券之損失吸收能力順位優先於旗下具體執行業務之子公司無擔保主順位債券。控股公司在發行 TLAC 債券時，通常無須合約約定，即已具備較高之受償順位。

#### (四) 公司債投資機會

公司債投資機會可分為日本企業發行的外幣債券及高收益債兩部分：

1. 日本企業發行的外幣債券：近年日本企業積極發行外幣債券是為了擴編海外營業部，以及國內法規對國內大型金融機構吸收外幣資金限制過多，預估 2017 年外幣債券發行規模約 500 億美元，較 2016 年成長約 4 成。
2. 高收益債：目前日本債券現貨市場有少數高收益債，包括東京電力、夏普、東芝、高田、神戶製鋼所等，過去都發生過信用問題，導致債券價格暴跌，但東京電力、夏普等在事件發生過後，債券價格觸底反彈，有助於提升資本利得收益。

### 五、經濟是否仍在不景氣泥沼中掙扎

(一) 主講者：Daniel Tarullo(前美國聯邦準備制度理事會理事)

(二) 美國就業市場復甦帶動正向經濟循環

Tarullo 表示，近 7 年美國就業市場維持穩健的復甦力道，截至 2017 年 10 月底止，非農就業人口平均每月增加 17 萬人，儘管近期有大西洋史上最大颶風艾瑪對美國帶來負面衝擊，但勞動市場仍然供不應求，就業狀況已相當逼近充分就業水準。除了就業人口持續成長外，勞工薪資也維持成長趨勢，家計消費支出也

同步增長，而若以產業的角度來看，近期成長較為強勁的包括資訊科技產業及能源產業。

### (三) 全球均面臨通膨問題，菲利浦理論受到挑戰

近年全球經濟深陷地緣政治的陰影中，包括歐債危機、人民幣無預警地大幅貶值、川普當選、脫歐危機等，均為 2008 年金融海嘯後所形成的各種問題，此外，近期各國更碰到通膨這個燙手山芋，例如美國經濟維持強勁復甦力道，但通膨卻欲振乏力，Tarullo 表示目前美國失業率持續下降及通膨率接近目標 2% 的這兩者之關聯，已無法用傳統菲利浦理論中的抵換關係解釋之。現今美國與許多已開發國家相同，人口老化是改變勞動市場結構的主因，而原物料價格也依然左右著通膨率。

### (四) 美國縮表計畫與低利率環境是否能維持平衡

隨著美國經濟逐步回穩，今年 9 月聯邦公開市場委員會(Federal Open Market Committee, FOMC)宣布將開始逐步縮減資產負債表，Tarullo 認為這次美國聯準會(Federal Reserve Bank, FED)官員對於長期利率水準的看法由 3% 下修至 2.75%，中性利率也會下修，整體美國仍維持極低利率水準，下一任 FED 主席 Jerome Powell 將面對在低利率環境下縮減資產負債表可能造成的潛在市場波動。

### (五) 金融市場變數多，菲利浦模型失效疑慮可由 FOMC 之多方專業學者解決

針對目前市場擔憂 FED 用來預測通膨的模型是否面臨失效的問題，Tarullo 表示金融市場變數太多，經濟模型往往不能一體適用，常需依據現況作調整，金融海嘯期間的 FED 主席柏南克是研究經濟大蕭條的專業學者，適時推出非傳統的貨幣政策因應之，而下任 FED 主席 Powell 則為深耕金融領域的律師，將會尊重 FOMC 成員的不同意見，採取最能因應當前經濟局勢的貨幣政策，此外，Tarullo 認為 FED 有一套制定貨幣政策的準則，短期的稅改及地緣政治等議題不容易改變貨幣政策的大方向。

## 六、日本超寬鬆貨幣政策對日本銀行衝擊

(一) 主講者：加藤出(東短研究公司社長兼首席經濟學家)

(二) 演講內容摘要

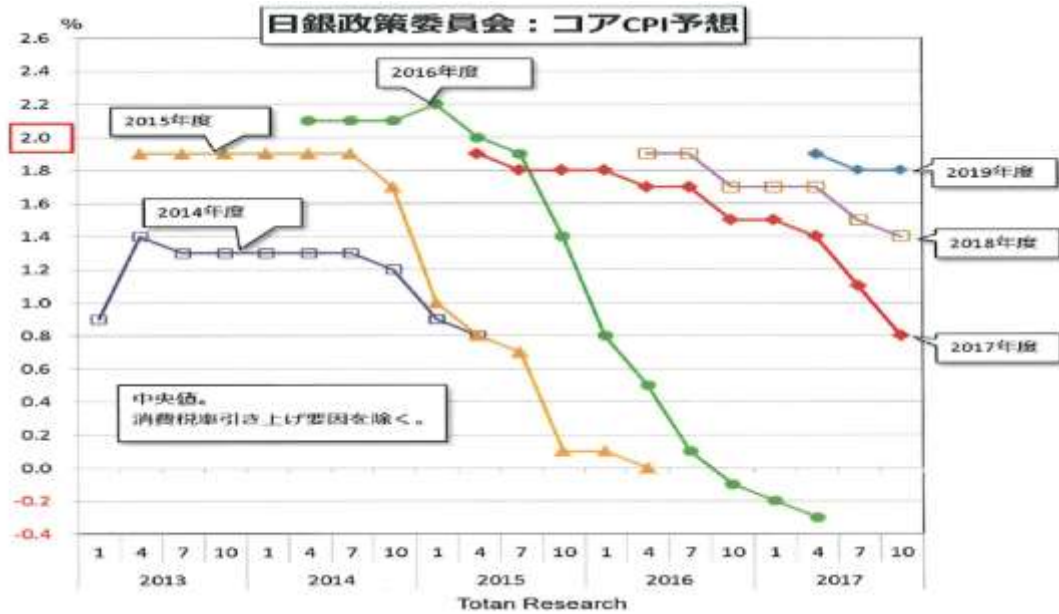
日本 2016 年實施負利率政策，降低日本整體金融系統的利率水準，使日圓匯率保持於低位，同時可以緩解政府巨額債務的利息償付壓力，進而促進民間投資和個人消費，但實際上對經濟的拉抬效果有限，日本長期執行寬鬆貨幣政策，流動性充足但企業信貸需求卻長期低迷，居民實際收入並沒有增加，個人消費幾近持平。

對於銀行業而言，由於部分存放於央行之存款執行-0.1%的負利率，而對客戶存款執行-0.1%的負利率時間卻相對落後，導致利差進一步收窄，壓低日圓資產的整體收益率水平，對銀行的息差核心業務獲利能力帶來長期不利影響。近年來日本金融廳計畫性的推動銀行業朝國際化方向拓展業務，在美國與歐洲等海外市場經濟復甦及量化寬鬆縮減的影響，日本大銀行的海外獲利對整體收入帶來助益。

日本央行在 10 月 30 日維持貨幣政策不變，將 2%的通貨膨脹目標實現時間第 6 次推延至 2019 年度(圖十六)，將短期利率與日本 10 年期公債殖利率目標值分別設在-0.1%及 0%左右，並維持每年從金融機構購買 80 億日圓公債的基本方針。



圖十六、日本政策委員會預期通膨目標實現期間



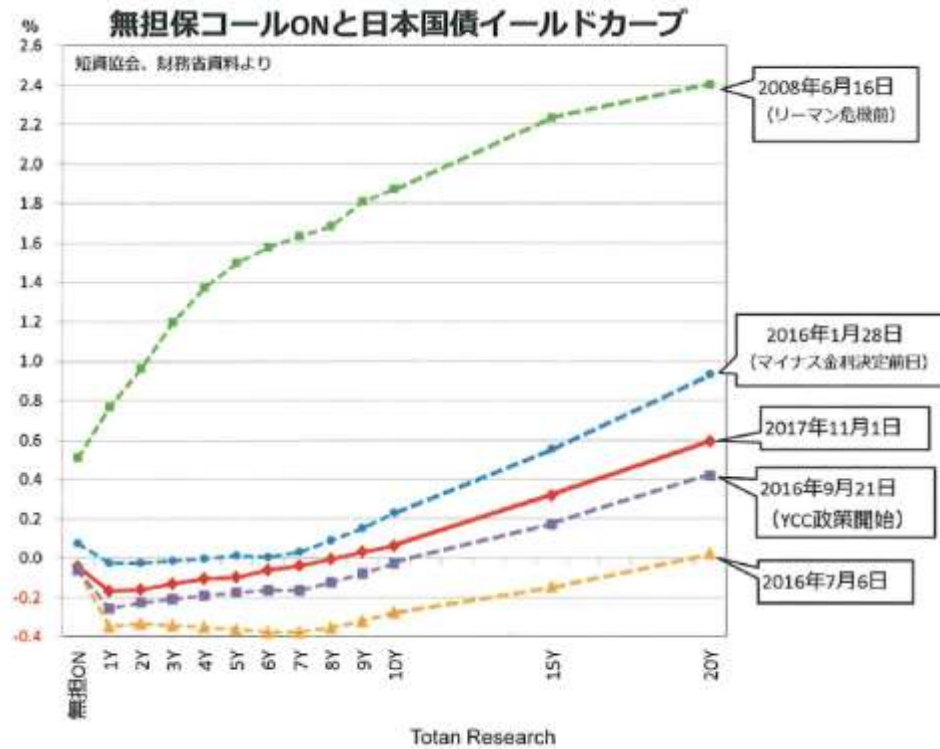
資料來源：東短研究

銀行在傳統的盈利模式下，利用收取短期利率存款，辦理長期利率貸款以賺取長短期利差之利基已不存在。如果銀行業不承擔風險，將很難提高利潤。日本銀行業資本適足率和不良貸款數據保持改善趨勢，整體資產規模穩定成長，加上日本經濟溫和轉好，將對日本銀行業績改善帶來助力。然而，負利率的貨幣環境依然拖累日本銀行獲利狀況。

日本央行自 2013 年 4 月實施量化質化寬鬆政策(QQE)以來，核心 CPI 年增率仍低，距離日本央行所強力宣示儘早於 2 年內達成 2%之通膨目標愈離愈遠。日本央行於 2016 年 1 月進一步推出負利率政策，寬鬆貨幣政策由原先之量化、質化調控，再增加殖利率曲線控制(YCC)(圖十七)。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，也不排除持續擴大貨幣基數，直到通膨率超過 2%目標為止，並穩定維持在 2%左右。



圖十七、日本公債增加殖利率曲線控制之比較圖

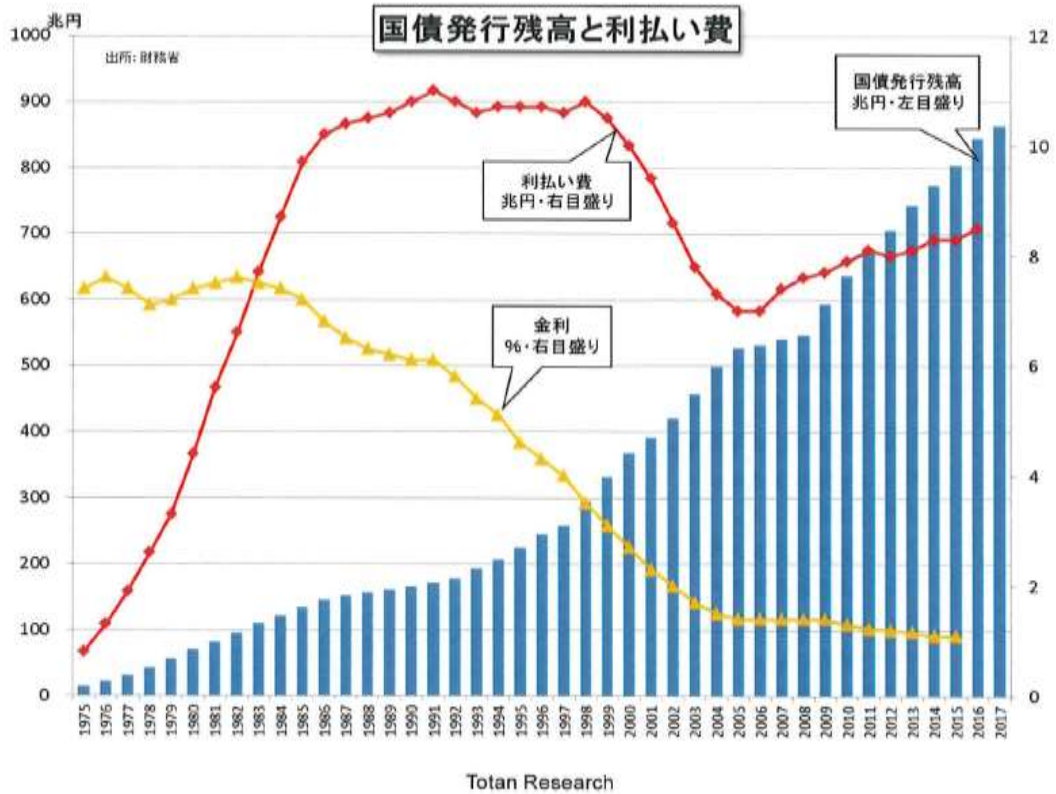


資料來源：東短研究

YCC 政策意在使得利率曲線變為陡峭，從而減輕負利率對金融機構收入的影響，但能否控制好殖利率曲線引起諸多懷疑。事實上，在日本公債殖利率高於日本央行目標時，購買規模受到日本公債特定年期供給有限的限制；反之，日本央行減少購買債券則可能削弱貨幣寬鬆的效果，YCC 政策可能使得 QQE 運作機制更加複雜。

日本公債餘額在 2017 年度末約 858.58 兆日圓(約 7.60 兆美元)，利息支付預計為 9.3 兆日圓(圖十八)，截至 9 月底，日本央行持有的公債規模達到創紀錄的 445 兆日圓(約 3.94 兆美元)，較去年同期增長 7.6%，截至 9 月底該行持有公債總量的 40.9%，同為歷史最高。日本央行欲任意追加公債購買額，擴大政策操作工具之空間實際上已經不大。

圖十八、歷年日本公債規模



資料來源：東短研究

## 七、地緣政治展望

(一) 主講者：Wills Sparks(歐亞集團全球總經部主管)

(二) 演講內容摘要

在前一年美國川普當選總統、英國脫歐與歐洲右翼主義高漲下，2017 年竟是不確定性降低的一年，今年大部分時間經濟市場整體波動性下降，低通膨、低利率、溫和經濟成長，既不太熱引發通膨失控，也不太冷引起經濟成長可能停滯的擔憂，因此全球各主要央行不需猛踩煞車，投資市場便轉趨向風險偏好的模式。然而，回首近幾年全球政治情勢，歐債危機、第一位非裔總統歐巴馬當選美國總統，以及敘利亞 2 百萬名難民湧入歐洲，造成歐元區政治動盪，這些發展都

導致全球情勢發展不平衡，充滿變數。

1. 美國風險：

- (1) 美國總統川普本身就是個不確定性風險，不了解領導人應扮演的角色，而且現在尚有通俄門的調查，惟川普應該不可能被罷免，將完成 4 年任期。
- (2) 目前並沒有強而有力的民主黨領導人可以取代川普，意謂 2020 年川普有可能再度當選美國總統。
- (3) 貿易保護主義風險可能在 2018 年進一步增加，當前的美國政府重商主義使國際貿易空間愈來愈狹窄，美國退出北美自由貿易協定可能性上升，而一旦退出後，所牽涉冗長的法律程序與談判模式，將成為美國退出其他國際組織之談判參考依據。

2. 歐元區風險：

- (1) 歐元區尚未發生系統性風險，目前看來尚屬穩定。
- (2) 無其他國家支持英國脫離歐元區，所以英國會面臨許多脫歐難題。弱勢的梅伊政府終於同意支付分手費用，處理愛爾蘭邊境與歐盟公民權利的問題，已為「軟脫歐」鋪路，未來數月雜音還將持續。
- (3) 目前其他歐元區國家亦無面臨立即脫離歐元區的風險，但這並不表示人民不希望改變，如法國議會選舉，法國總統馬克宏新成立的共和前進黨取得優勝，這對主流左派政黨社會黨與極右翼的國民陣線不啻為重大打擊。
- (4) 義大利 2018 年第 1 季的大選，正面消息是不穩定的政黨將開始合作，負面消息則是反對黨五星運動黨可能會參與部分政府組成。
- (5) 西班牙加泰隆尼亞風險已受控制。
- (6) 土耳其加入歐盟時程仍將延宕，總統艾爾多安以對抗歐洲來穩固其權力。

3. 中東風險：恐怖組織 ISIS 持續在全世界進行恐怖攻擊，助長恐怖主義。沙烏地阿拉伯以肅貪為名，進行王族鬥爭，以清理門戶，統一兵權。中東 9 國與

卡達斷交，並對其實施經濟制裁，禁止雙方石油的往來。

4. 北韓風險：北韓永遠受制於中國，所以美國只要與中國合作，北韓議題應該可以被解決，雖透過中國強大的能量暫獲致平衡，維持不戰的狀態，但二元風險不應被忽視。此外，若北韓威脅仍然存在，美國總統川普將繼續尊重中國，若北韓議題解決，未來美中關係可能惡化。

## 參、心得與建議事項

### 一、心得

2008 年金融海嘯後，各國以日本的教訓作為警惕，紛紛推出各種寬鬆貨幣政策，但整個經濟復甦的過程仍然極為漫長，直至 2016 年底才有較明顯復甦的跡象，由美國帶頭開始步入升息循環。就目前各國的經濟數據來看，已開發國家有較明顯的復甦跡象，例如通膨率超過 2%、失業率下降到接近充分就業水準等，但亞洲國家則落後已開發國家，目前升息動作最快的是韓國，於 2017 年 11 月 30 日開第一槍，但台灣與日本持續按兵不動，市場預期台灣要到 2018 年才會跟進升息，而依據日本央行數據顯示，日本到 2019 年的通膨率可能仍低於 2% 目標值，故日本升息腳步勢必會較台灣來得晚。

日本企業向來軟硬實力兼具，在失落的二十年發生以前，日本靠強勁的內需市場帶動經濟成長，故對發展國際貿易較不積極，排外傾向明顯，但之後內需市場嚴重衰退，而日本政府亦未即時將發展重點轉往國際市場，致使日本錯過產業轉型的風潮，也拉長經濟蕭條的期間。近年日本已逐漸開放經濟，但同時也碰到許多問題，包括全職勞工薪資未見成長、缺工問題嚴重等，儘管短期可能會因為東京奧運而有所改善，惟政府仍須找尋新的成長引擎才能根本性解決問題。

由於全球系統性重要銀行為提高自身總損失吸收能力，而發行具資本撥補

性質之 TLAC 債券，以減輕倒閉時給納稅人及金融系統所帶來之風險。然對固定收益投資者而言，應將此類「風險轉嫁」性質債券列入本身之風險胃納中考量。

## 二、建議事項

(一) 美國正式啟動升息循環及縮表計畫，市場預估 2018 年會再升息 2~3 次，但亞洲國家升息腳步較為緩慢，在利差擴大下，市場有誘因將資金從新興國家匯回已開發國家，預期美元將走強，外匯市場可能會面臨較大的波動，應適時留意市場變化審慎操作。此外，資金的流向亦改變金融市場投資重點，市場開始重新找尋升息循環中適當的投資配置，故國外投資之 ETF 在配置方面可朝降低投資等級債券比重，轉持有高收益債券，並可鎖定從升息循環中受惠的金控公司及壽險業等方向規劃配置。

(二) 現階段 TLAC 債券囿於各國相關法令規定不一，且是否涉及適用回溯規定亦不確定，辦理國外債券投資時，應持續關注各國對 TLAC 債券最新法規訊息，以避免過度集中投資 TLAC 債券之風險。