

**出國報告（出國類別：其他）**

## **參加 Daiwa Capital Markets Conference 2018**

### **報告書**

**服務機關：中央銀行**

**姓名職稱：李佩真（外匯局/二等專員）**

**顏敏靜（外匯局/三等專員）**

**派赴國家：日本**

**出國期間：107年11月7日至11月10日**

**報告日期：108年1月15日**

## 目錄

壹、前言 .....	2
貳、日本央行(BoJ)貨幣政策 .....	3
參、日本財政政策及國債管理 .....	7
肆、中國大陸經濟金融情勢 .....	9
伍、聯合國永續發展目標(SDGs)及金融 .....	13
陸、心得與建議 .....	19
柒、參考資料 .....	21

## 壹、前言

職等奉派於 2018 年 11 月 8 日至 9 日參加大和證券於東京舉辦之「Daiwa Capital Markets Conference 2018」，邀請日本政府官員、專家和學者講授關於美日中經濟概況、地緣政治風險、聯合國永續發展目標(Sustainable Development Goals, SDGs)及金融等主題。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。

2008 年全球金融危機後，主要國家採行寬鬆貨幣政策並為金融市場注入大量流動性，惟當短期利率降至零利率底限，傳統的寬鬆性貨幣政策難以發揮成效，各國繼而改採非傳統性貨幣政策，如央行直接自民間大量購入中長期資產，並設定購買目標，來直接影響中長期利率。

其中日本央行為解決該國長期低迷之經濟成長與通貨緊縮問題，不斷調整其貨幣政策架構並持續購買股債等金融資產，截至 2018 年 11 月，日本央行持有之總資產已超越該國之名目國內生產毛額(GDP)，隨著美國啓動升息循環並開始縮減資產負債表，日本央行之資產購買計畫能否持續為經濟帶來正面效益，將面臨相當挑戰，其可能衍生之相關風險亦不容忽視。

本篇報告以日本為主軸，概述日本央行貨幣政策之演進及財政整合計畫和債務管理目標，並探討中國大陸經濟金融

情勢、聯合國永續發展目標(SDGs)及金融等主題。

## 貳、日本央行(BoJ)貨幣政策

### 一、量質兼備寬鬆貨幣政策(QQE)

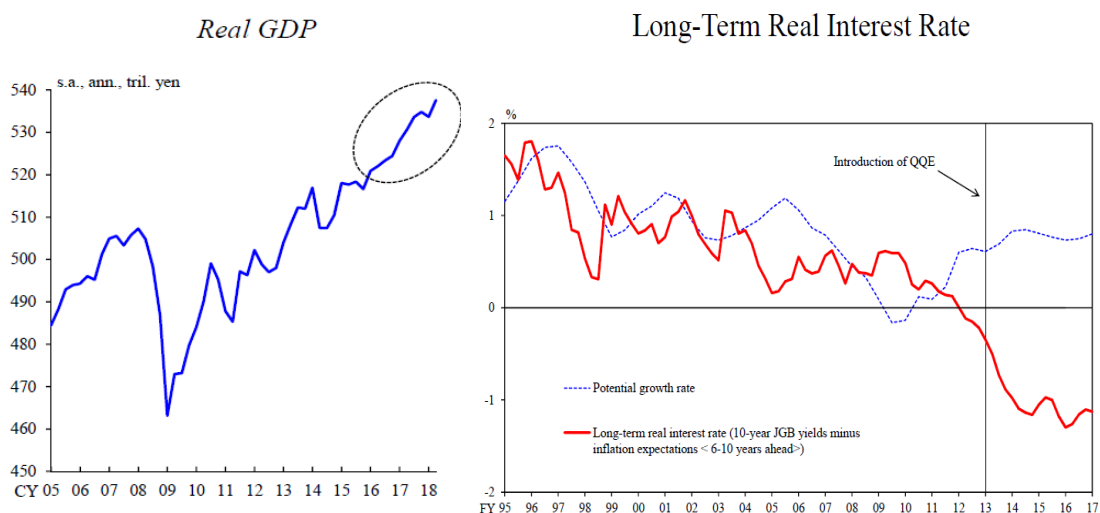
2008 年金融危機爆發後，為解決經濟再度陷入通縮困境，BoJ 於 2010 年 10 月實施全面性的量化寬鬆(Quantitative Easing, QE)政策，在政策利率已為零，利率管道受阻的情況下，擴大資產購買計畫的規模，持續買入公債、公司債及指數型證券投資信託基金(ETFs)等金融資產，以達 2% 之通膨目標。其後鑒於經濟未獲顯著改善，物價成長持續疲弱，BOJ 於 2013 年 4 月推出量質兼備寬鬆貨幣政策(Quantitative and Qualitative Easing, QQE)。

QQE 主要政策操作工具由貨幣基數(monetary base)取代隔夜拆款利率，透過購買更大規模的日本公債，並拉長購買期限到 40 年期，促使長短期利率一致下降；其次，擴大購買 ETFs 及日本不動產投資信託基金(J-REITs)等風險性資產，進而壓低風險溢價；最後，則是希望兩年內實現通膨目標 2%，並使貨幣基數餘額與總資產餘額成長 1 倍。

QQE 政策實施後，日本經濟呈現顯著改善，實質 GDP 緩步走高，另透過大規模購買日本公債及預期通膨上升，進而使實質利率持續走低(圖 1)；此外，產出缺口(Output Gap)

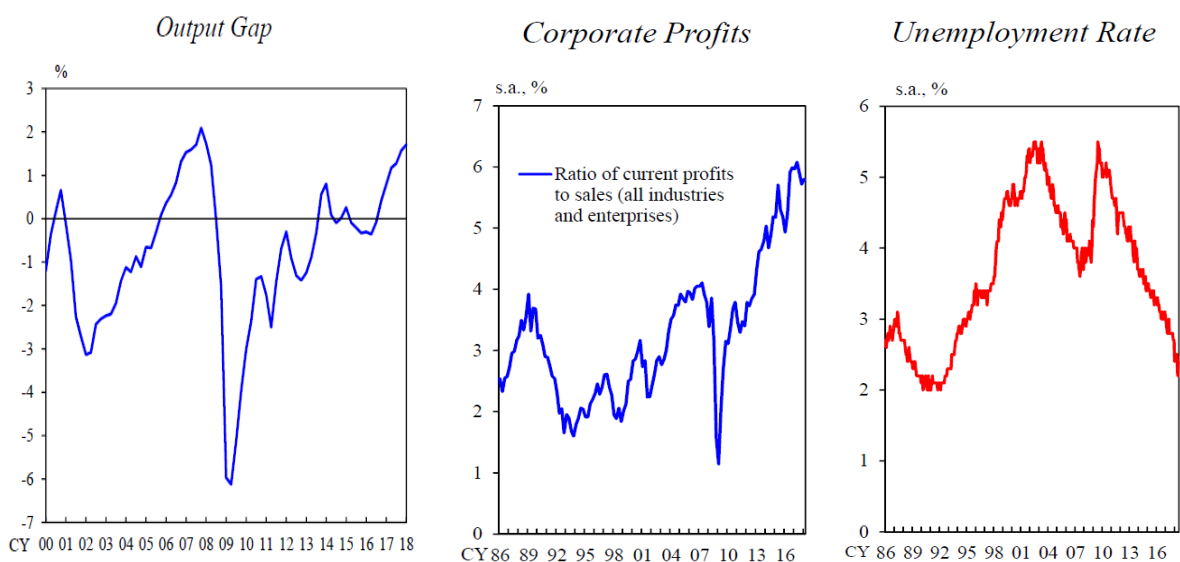
改善、公司利潤達歷史新高、勞動市場接近充分就業(圖 2)。

圖 1 日本 GDP 與實質利率



資料來源：BoJ

圖 2 日本經濟數據改善情形



資料來源：BoJ

## 二、控制殖利率曲線之 QQE

QQE 政策透過提升通膨預期及壓低名目利率，使實質利

率持續走低，有效提振日本實質經濟及金融市場表現，惟通膨目標 2% 仍尚未達到，主要係受原油價格大幅滑落、2014 年 4 月調升消費稅打擊民間需求及新興市場持續動盪等外部因素影響，此外，通膨預期依然疲弱，主要係日本民眾大部分為適應性通膨預期，依據當時觀察到通膨發展來形成未來的通膨預期。

QQE 政策亦使長期借貸成本與短期借貸成本貼近，即殖利率「曲線平坦化」，對經濟產生負面衝擊，一方面使銀行業放貸意願下降，另一方面公債殖利率過低，也對退休基金等長期投資人不利。

為達 2% 通膨目標，並拉開長短期利率差距，BoJ 於 2016 年 9 月宣布修改政策框架，採用「殖利率曲線控制」的 QQE 措施，不再設定每年貨幣基數的增長目標，而更注重長短期利率管理，期能找出最佳殖利率曲線，以兼顧家庭企業信貸需求及金融機構利益。主要內容包括：

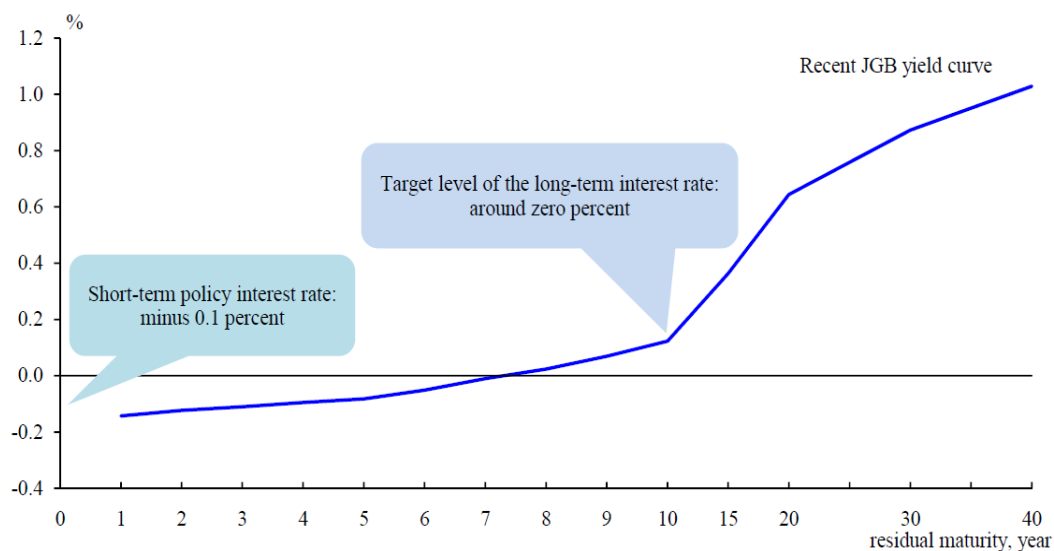
#### (一) 殖利率曲線控制(Yield Curve Control, YCC)

為使短期利率持續偏低，BoJ 決定維持基準利率於負 0.1% 不變，另透過收購日本政府公債，使 10 年期公債殖利率保持在約 0% 水準(圖 3)。

BoJ 引進新的日本公債收購操作方式，在每次操作時設定收購殖利率，以防殖利率偏離設定水準，此外，央行的固

定利率注資操作期間，亦從目前的 1 年延長為 10 年。

圖 3 殖利率曲線控制



資料來源：BoJ

## (二) 擴大資產收購規模

日本公債原則上維持每年 80 兆日圓之收購規模，但可彈性調整；ETFs 及 J-REITs 則分別以每年 6 兆日圓及 900 億日圓之規模收購；商業本票與公司債的收購，則維持現行的資產餘額不變，分別為 2.2 兆與 3.2 兆日圓。

## 三、2018 年 7 月強化 QQE 政策

BOJ 於 2018 年 7 月 31 日宣布，考慮到經濟活動和價格的不確定性，包括計劃在 2019 年 10 月再次上調消費稅至 10%，將持續透過殖利率曲線控制，進行量質兼備的寬鬆貨幣政策。

BoJ 將維持負利率政策，透過購債將 10 年日本公債殖利率維持在 0% 左右水平，同時宣布調整每年 6 兆日圓的 ETFs 收購政策，擴大買進東證股價指數(Tokyo Stock Price Index, TOPIX) ETF 的規模，從每年 2.7 兆日圓增加至 4.2 兆日圓，同時下修與日經平均指數掛勾的 ETF 購買規模，希望藉此避免過度集中於指數成分股，降低央行對個股的影響，並達通膨穩定目標 2%。

## 參、日本財政政策及國債管理

### 一、財政政策

為擺脫通縮困境並重振日本經濟，日本首相安倍晉三於 2013 年提出安倍經濟學的三箭計畫，即「大膽的貨幣政策、機動的財政政策、振興日本之新成長戰略」，其後於 2015 年提出新「三支箭」口號，聚焦於強化經濟、育兒支援和社會保障等政策，具體目標則是將 GDP 擴大到 600 兆日圓、希望出生率達到 1.8 及護理離職率控制為零。

鑒於經濟持續緩步成長及通縮情形有所改善，安倍政府續於 2017 年 12 月提出「新經濟政策方案」，試圖解決出生率下降及人口老化的問題，並促進經濟永續成長，內容包括「人力資源發展革新」及「供應鏈系統創新」二大主軸。

「人力資源發展革新」計畫包括提供免費教育資源、強



化幼兒托育制度及提高長期看護薪資報酬；「供應鏈系統創新」則是致力發展「Society 5.0」及「資料驅動型社會(Data-Driven Society)」，以提高中小企業創新及獲利能力，重點領域包括：新世代通訊、照護系統、能源與環境、金融科技及發展無現金化社會、數位化政府、強化中小企業與微型企業生產力創新、AI時代人才培育、鼓勵新創企業之監理沙盒制度等。

另為改善社會福利體制，日本首相安倍晉三於 2018 年 10 月 15 日宣佈，在歷經兩次延緩實施後，將按計畫於 2019 年 10 月將消費稅率從現行的 8%提高至 10%，這是日本繼 2014 年 4 月將消費稅率從 5%提高至 8%之後再度上調稅率。新增稅收將優先用於伴隨人口老齡化而增加的醫療和護理費用、支持養育子女費用以及擴大免費保育和免費教育的對象範圍等。

惟部分人士擔心，消費稅的調升可能會損害已經很脆弱的私人消費，之後隨著 2020 年東京奧運所帶來的建築熱潮逐漸消退，需求恐將進一步放緩。日本政府正在探討應對措施，包括針對一些日常生活必需品實行減稅以及提供補助金支持等，以減緩消費稅率提高可能帶來的負面衝擊。

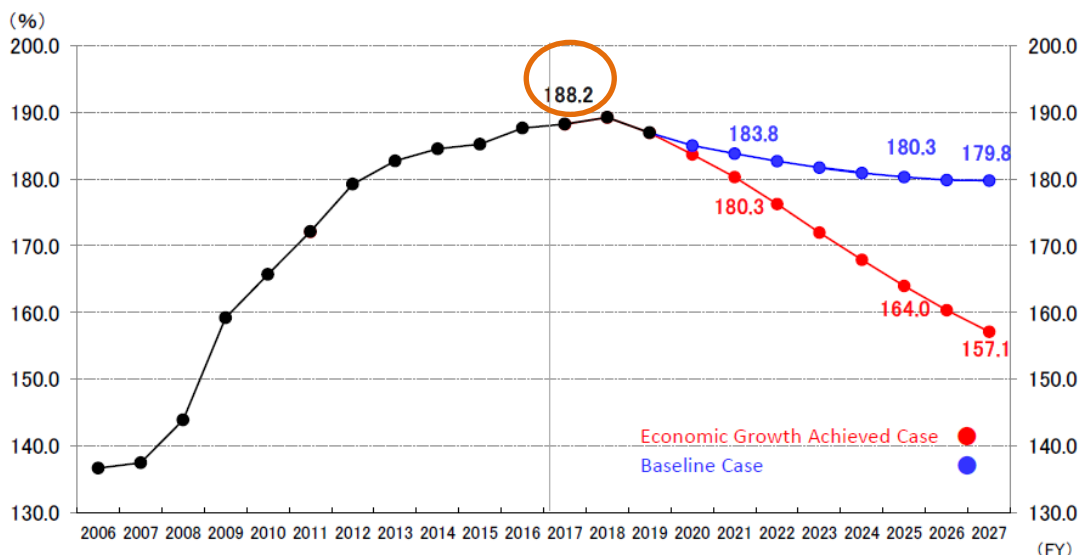
## 二、債務管理目標

因應人口結構改變(包括老年人口增加及勞動人口縮減)

及戰後嬰兒潮(Baby-boomer)逐漸邁入退休年齡，日本政府將致力強化社會安全體系，持續進行財政整合，以期於 2025 年前達到預算盈餘目標，並逐步縮減債務規模。

2017 年底日本國債餘額占名目 GDP 的比率初估為 188.2%，短期目標是縮減到 180% 左右水準，並將基本赤字<sup>1</sup> (primary deficit) 占 GDP 比率縮減到 1.5%、財政赤字(fiscal deficit) 占 GDP 比率縮減到 3%。

圖 4 日本國債占名目 GDP 比率



資料來源：日本內閣府

## 肆、中國大陸經濟金融情勢

### 一、金融體系風險

中國政府對於銀行、國有企業、地方政府、房地產和股

<sup>1</sup> 又稱非利息赤字，是指不包括利息支付的政府支出與政府總收入之差。

市等投資領域存有「隱性擔保」，投資者相信債務會有政府擔保而以增加槓桿率或不透明的金融創新等方式承擔更高的風險，引發過度投機和資產價格飆漲現象，經濟增長放緩之下，風險亦隨之上升。

近年人大政策中，國有企業改革、財稅改革和金融改革已是關鍵改革領域。中國人民銀行、銀保監會、證監會 2018 年 11 月 27 日公布「關於完善系統重要性金融機構監管的指導意見」，將系統重要性金融機構的評定範圍，由銀行業擴大至證券業及保險業，系統重要性金融機構初始名單、相應金融機構填報的數據和系統重要性得分、監管判斷建議及依據等相關資訊，於每年 8 月底之前提交國務院金融穩定發展委員會(金融委)審議。系統重要性金融機構最終名單經金融委確定後，由人民銀行和相關監管部門聯合發布。

根據指導意見，強化監理分二方面：

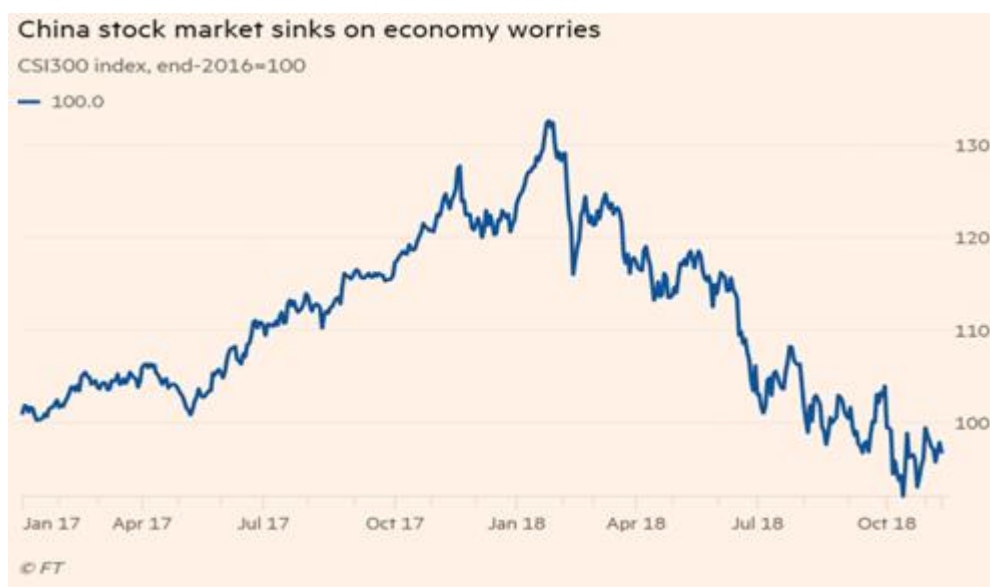
- (一) 對系統重要性金融機構提出流動性、大額風險暴露、槓桿率、資訊揭露等特別監管要求，以增強其持續經營能力，降低發生重大風險的可能性。相關部門採取相應審慎監管措施，確保系統重要性金融機構合理承擔風險、避免盲目擴張。
- (二) 建立系統重要性金融機構特別處置機制，確保其在發生重大風險時，能夠得到安全、快速、有效處置，保障其關鍵業務和服務不中斷，同時防範「大而不能倒」風險。

前述指導意見顯示決策者對於中國大陸債務規模空前膨脹，決定加強監管，以防範出現系統性風險。

## 二、國內外均面臨嚴峻挑戰

2018年中國大陸經濟情勢正走向轉捩點，國際面之影響因素包括美中貿易戰、一帶一路政策、中非合作論壇及南海爭議；國內方面則面臨 19 大會議經濟原則、政府結構性改革措施、股市重挫(圖 5)、環保法規趨嚴及稅務改革等各種衝擊。

圖 5 中國滬深 300 指數

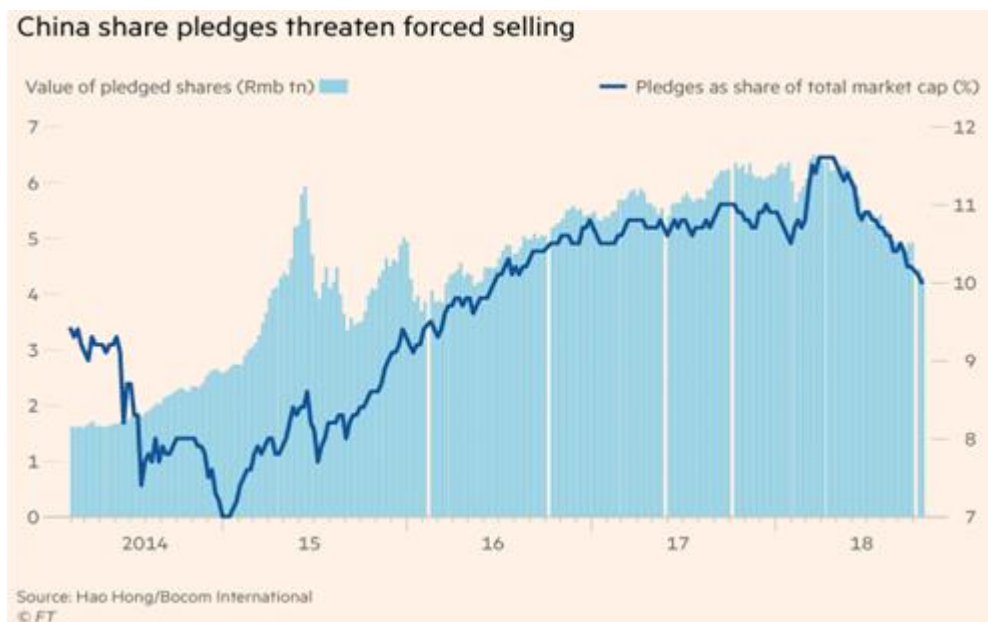


資料來源：Financial Times

中國大陸已採行多項經濟體質強化措施，惟房地產泡沫化、影子銀行風險、A 股動盪及股權質押衍生之風險(圖 6)、地方政府債務問題，恐將拖累經濟成長表現；此外，國營企

業面臨政府結構性改革壓力，中產階級在經濟走緩及個人財富停滯危機下，逐漸刪減消費支出，亦不利於經濟發展。

圖 6 中國 A 股質押市值及總市值占比



資料來源：Financial Times

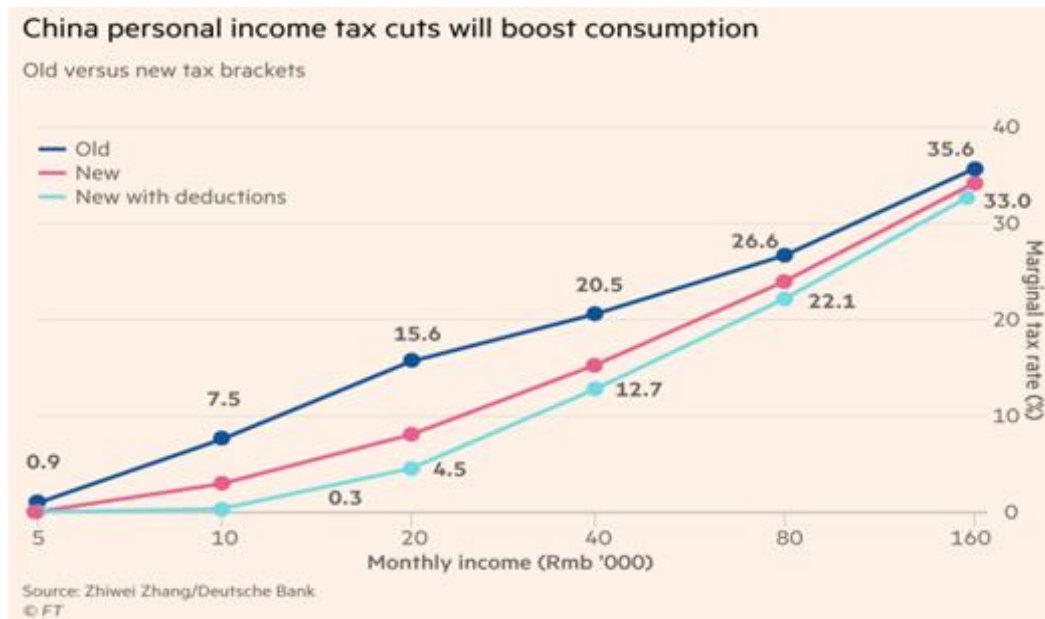
中國大陸透過放寬財政赤字(圖 7)及減稅減費方式(圖 8)來刺激經濟表現，以因應經濟增速放緩之下行壓力。中國大陸全國人大常委會 2018 年 8 月 31 日表決通過個人所得稅法修正案，個人所得稅起徵點為每月人民幣 5,000 元(約新台幣 2.3 萬元)。未來每一納稅年度的個人收入額，可減除費用 6 萬元(5,000 元×12 月，約新台幣 27 萬元)，並增加教育、大病醫療、住房貸款或租金等專項扣除額，新個人所得稅法於 2019 年 1 月 1 日起正式施行，但 2018 年 10 月 1 日起施行最新起徵點和稅率。

圖 7 中國地方政府基建債券發行情形



資料來源：Financial Times

圖 8 中國大陸個人所得稅新舊制及新制扣除額課稅級距



資料來源：Financial Times

## 伍、聯合國永續發展目標(SDGs)及金融

### 一、背景：

2015 年 9 月 25 日，聯合國舉行「聯合國發展高峰

會」，發佈「翻轉我們的世界：2030 年永續發展方針」，提出所有國家都面臨的問題，基於積極實踐平等與人權，規劃出 17 項永續發展目標(SDGs)及 169 項追蹤指標，作為未來 15 年內(2030 年以前)成員國跨國合作的指導原則。該方針兼顧「經濟成長」、「社會進步」與「環境保護」等三大面向。

為積極落實永續發展目標(SDGs)，聯合國「永續發展高階政治論壇」每年都會檢視全球永續目標發展情形，而 2018 年論壇於 7 月 9 日至 18 日在紐約聯合國總部舉行，並選擇以「邁向永續與韌性社會的轉型之道」為主題，廣邀各國領袖進行討論。2018 年多達 46 個國家提出「國家自願性檢視報告」(Voluntary National Reviews, VNRs)，高度展現落實永續發展目標(SDGs)誠意，使提交「國家自願性檢視報告」總數達到 120 個國家。

2012 年成立的「永續發展高階政治論壇」，是一個協助全球各國建立長期對話、評估進展、目標設定為主要目的重要平台。在 2016 年聯合國正式宣布 17 項共同永續發展目標及 169 項子目標後，成為檢視「2030 永續發展議程」及「永續發展目標」執行情形的主要平台。

聯合國舉辦「永續發展高階政治論壇」每年分批針對不同永續發展目標(SDGs)進行討論(每四年會完成一輪)，並將此循環性的論壇持續到 2030 年，有效協助各國以具體評估、

提案討論等方式達成目標。論壇每年都會擬定討論主題。例如，2016 年以「確保每一個人的福祉」作為目標；2017 年則以「在變動世界中消除貧窮並促進繁榮」為主題，聚焦「消除貧窮」、「消除飢餓」、「健康與福祉」、「性別平等」等永續發展目標(SDGs)；而 2018 年以「邁向永續與韌性社會的轉型之道」為主題，鎖定「淨水與衛生」、「可負擔能源」等六項目標來檢視，並對如何達成目標討論具體做法：

- 目標 6 淨水與衛生：確保所有人都能獲得永續的用水和衛生設施。
- 目標 7 可負擔能源：確保為所有人提供可負擔、可靠、永續和現代的能源。
- 目標 11 永續城市：使城市和人類居住區具有包容性、安全性、韌性和永續性。
- 目標 12 責任消費與生產：確保可持續的消費和生產模式。
- 目標 15 陸地生態：保護、恢復和促進陸地生態系統的永續利用，永續地管理森林，防治沙漠化，制止和扭轉土壤退化並制止生物多樣性的喪失。
- 目標 17 全球夥伴：加強執行並振興永續發展全球夥伴關係。

永續投資藉由投資過程中對於社會及環境的考量，選擇具有永續發展前景的企業，不僅個人可因投資報酬受惠，亦



使得社會、環境與經濟領域皆可受益，主要投資範疇涵蓋環境、社會及公司治理(Environment, Social and Governance, ESG)等因素。

圖 9 聯合國永續發展目標(SDG)



## 二、日本退休基金(GPIF)之 ESG 投資：

GPIF 於 2017 年 7 月公布選出三個 ESG 相關指標：FTSE Blossom Japan Index、MSCI Japan ESG Leaders Index、MSCI Japan Empowering Women Index (WIN)，並以被動型之投資方式投資 1 兆日圓(約 90 億美元)；另於 2017 年 11 月尋求基金經理人提議相關的 ESG 指數，以協助管理其海外被動股票型投資。

GPIF 並請其資產管理經理人簽署聯合國責任投資原則(The Principles for Responsible Investment, PRI)，要求所有與 GPIF 合作之日本資產管理經理人成立第三方委員會監管其

營運，以管理潛在之利益衝突；及請 ESG 評等機構提供評估日本公司之詳細方式，俾利公司瞭解外界需要什麼樣的資訊，以利遵循。

GPIF 認為增加環境、社會及公司治理投資不僅使基金本身受益，更可鼓勵被投資公司依據 ESG 衡量標準改進 ESG 的表現，進而增進企業長期價值。再者，若公司在環境、社會及公司治理等有較佳表現，亦可望吸引國外資金流入，並增加日本股票市場的期望報酬，日本退休基金也會因此受益。

### 三、GPIF 與世界銀行之「ESG 及固定收益」報告：

GPIF 與世界銀行於 2017 年 11 月就 ESG 及固定收益議題進行合作，並於 2018 年 4 月共同出版「ESG 及固定收益」報告。該報告提出以下結論：

- (一) ESG 投資已由「過程導向」發展成為「成果導向」行動，必須持續推廣強化 ESG 資料之廣度及深度，以利研究 ESG 要素與財務風險及報酬之關聯性。
- (二) 可再強化 ESG 及影響力投資(Impact Investment)之標準、準則及指標，俾利投資人於穩健基礎下，建構符合需求之投資方式。
- (三) 可鼓勵發展創新及具擴充性之商品，以因應日益成長之永續性固定收益投資需求。

該報告並提出建議如下：

- (一) 鼓勵國家就 ESG 有關之風險及影響評估指標，提供投資人正確即時之資訊，並進行相關研究，以及對 ESG 議題與主權債券投資人建立溝通管道。
- (二) 持續推動及發展一致化之企業報告規範，例如全球報告倡議組織(Global Reporting Initiative, GRI)或永續會計準則委員會(Sustainability Accounting Standards Board, SASB)；持續進行氣候變遷相關財務揭露指引文件(Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD)相關工作；鼓勵開發中國家使用國際金融公司(IFC)發表的揭露與透明度工具(IFC Disclosure and Transparency Toolkit)。
- (三) 支持國際資本市場協會(ICMA)執委會推廣提供投資人採用之綠色/社會/永續債券原則及影響報告框架。

## 陸、心得與建議

### 一、BoJ 寬鬆貨幣政策退場時機

自 2007 年金融風暴以降，各國政府為了穩定經濟情勢，採行了許多非傳統的貨幣政策，的確挽救了奄奄一息的全球經濟，但是另一方面也造成了日後貨幣政策退場的隱憂。

目前 BoJ 尚未就寬鬆計畫退場機制作出明確裁示，惟實施此政策的代價持續攀升，包括金融機構利潤受到壓縮，金融體系強健度受到影響等。隨著日本經濟風險趨向下行，2018 年第 3 季 GDP 季增年率為負 1.2%，創 11 個季度以來最差表現，且受美中貿易戰衝擊，第 4 季經濟增長可能比預期更為疲弱，此外，2% 的通膨目標尚未達成，BoJ 的寬鬆貨幣政策何時才能走向正常化，恐怕是一題難解的習題。

### 二、投資組合建議

隨著美國啟動升息循環，中國人民銀行調降存款準備率，日本則維持寬鬆貨幣政策，全球經濟及金融市場正走向差異化發展，對於投資組合之建議是，提升流動性並降低波動度、把握資產配置原則及多元納入另類資產、由被動式轉為主動式管理、對於極端績效進行不同面向解讀。

整體而言，2019 年影響全球經濟的潛在風險尚未排除，如美中貿易緊張關係、主要央行貨幣政策動態、英國脫歐協議談判陷僵局等地緣政治風險、美國期中選舉結果對川普政

策推動形成之阻礙，都是投資人需注意之處。

### **三、中國大陸金融問題及改革**

在中國大陸「隱性擔保」和「剛性兌付」的保證下，地方政府大量融資、開發、建設，金融市場對中國的經濟提供支撐的同時，也引發嚴重的金融問題。中國大陸的創新，在樂觀投資情緒刺激下產生房地產的過度建設以及產業的產能過剩，面對產能過剩和經濟增長放緩的兩難境地，有待市場被給予更多的自由，從而在資源配置中發揮作用。

### **四、持續關注 ESG 投資發展**

投資即在處理機會及風險，ESG 投資亦不例外，ESG 議題對於投資人及資產管理人都是一大挑戰，但也提供了新的財務及社會面向的發展機會。目前國際組織及產業組織持續建立基礎及共通指導原則；各國政府亦可望投入建立促進 ESG 投資之框架，並提供更好及更快速之資料。市場競爭將持續促使 ESG 投資有關之資料、工具、策略及商品蓬勃發展，長期下來，ESG 投資之品質也將隨之提升，可持續關注 ESG 投資之發展。

## 柒、參考資料

1. BOJ (2016),“New Framework for Strengthening Monetary Easing : Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control”, Sep. 21.
2. Haruhiko Kuroda (2017), “Japan's Economy and Monetary Policy”, Dec. 7.
3. Japan Cabinet Office (2017), “New Economic Policy Package”, Dec. 8.
4. Japan Cabinet Office (2018), “Basic Policy on Economic and Fiscal Management and Reform 2018” , June 15.
5. BOJ (2018), “ Strengthening the Framework for Continuous Powerful Monetary Easing” , July 31.
6. BOJ (2018), “Outline of Purchases of ETFs”, July 31.
7. Masayoshi Amamiya (2018), “ Japan's Economy and Monetary Policy” , Aug. 2.
8. Haruhiko Kuroda (2018), “Japan's Economy and Monetary Policy”, Nov. 5.
9. Ning Zhu (2018),” China Economy at Crossroads”, Daiwa Capital Markets Conference, Nov. 8.
10. Georg Inderst and Fiona Stewart (2018), “Incorporating Environmental, Social and Governance (ESG) Factors into Fixed Income Investment”, World Bank Group and GPIF Report, April.1.
11. 中央銀行(2014), 「 量化寬鬆貨幣政策」, 中央銀行新聞稿參考資料, 1月16日。
12. 姚子青、呂俞萱(2018),「 Daiwa Capital Markets Conference 2017」, 公務出國報告, 1月。
13. 楊文靚(2018), 「日本瑞穗證券2018年研討會」, 公務出國報告, 10月。

14. 劉麗茹(2018)，「參加東南亞機構投資論壇及亞洲投資人雜誌頒授亞太地區最佳退休基金管理機構、台灣最佳投資機構 (Institutional Excellence Awards for Pension Fund、Taiwan)」，公務出國報告，1月。