

出國報告（出國類別：研究）

日本大和證券 2018 年研討會

服務機關：臺銀人壽保險股份有限公司

姓名職稱：鄭硯霆 高級辦事員

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 9 日

摘要：

日本大和證券自西元 2000 年以來，持續每年在東京舉辦 Daiwa Capital Markets Conference 研討會。2018 年 11 月 8 日及 9 日本屆研討會主題聚焦方向為日本經濟議題，會議中主要演講者包括：日本銀行副總裁兩宮正佳、財務省大臣官防審議官鑓水洋等，藉此機會參與者可增進對國際經濟、金融資訊之瞭解，並有助於掌握投資環境現況。

日本經濟已有所好轉，整體經濟維持穩健成長，雖然通膨仍難以達成 2% 之長期目標，但已逐漸脫離脫縮，然 2019 年全球經濟成長都將放緩，將對日本造成衝擊，未來日銀仍需持續調整其貨幣政策以達成通膨目標，同時降低負面衝擊。在資金逐步緊縮、全球經濟放緩、金融市場動盪不安下，各國央行如何因應資本移動衝擊，仍是後續觀察之指標。在此背景下，回顧並展望日本經濟之趨勢，即為本次研討會之主軸，據以作為本公司未來投資之參考。

目次：

壹、研討目的	4
貳、研討過程及相關主題	5
一、日本經濟現況	5
二、日本財政現況及債務管理	11
三、日本貨幣政策	16
參、心得與建議	19

壹、研討目的：

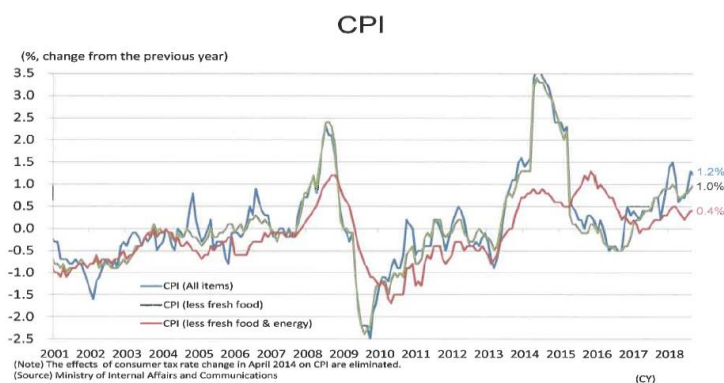
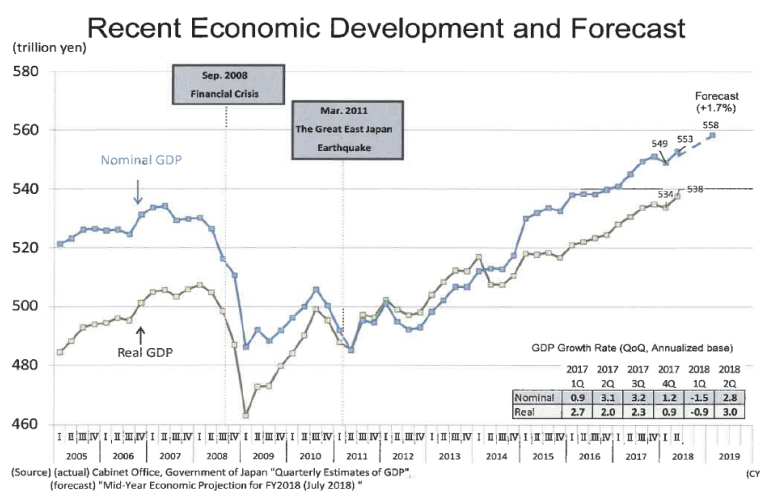
為挽救各國疲弱之經濟，各國在過去 10 年間相繼推出量化寬鬆政策，時至今天，日本經濟已有緩步提升。惟在後 QE 時期，各國已有明顯表態預計緊縮之情形，各國資本流動狀況將更加明顯，且美國緊縮貨幣，中美貿易戰爆發，市場充滿更多變數，全球景氣有下行之疑慮。在資金逐步緊縮、全球經濟放緩、金融市場動盪不安下，各國央行如何因應資本移動衝擊，仍是後續觀察之指標。在此背景下，回顧並展望日本經濟之趨勢，即為本次研討會之主軸，據以作為本公司未來投資之參考。

貳、研討過程及相關主題：

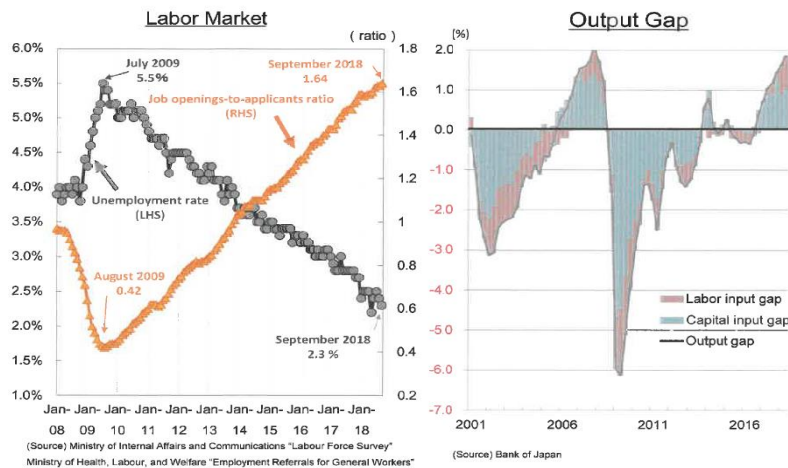
一、日本經濟現況

(一)過去經濟成長：

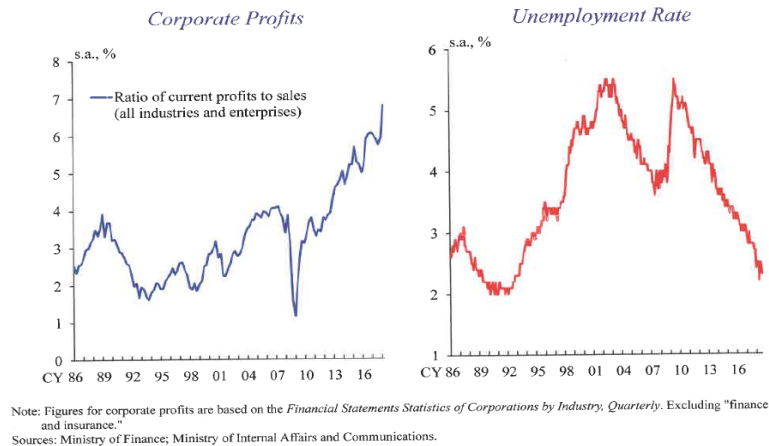
回顧日本經濟狀況，在 2008 年金融風暴及 2011 年日本關東地震後，日本經濟已逐步回升，18 年 2Q 名目 GDP 成長率更達到 2.8%。企業獲利也持續增長來到歷史高檔，使得企業投資增加，並且擴散到家戶部門，失業率降到 2.3%，是過去 20 年來的最低，也已遠低於金融海嘯爆發前的 4%，工資溫和成長，就業職缺數量持續增加，象徵日本企業對人力需求有所提升，產出缺口則接近金融海嘯前的高點。整體經濟雖維持穩健溫和成長。在 QE 政策施行下，CPI 也有提升，逐漸脫離通縮泥沼，惟民眾之通膨預期仍低，加上負利率的環境資金容易掉入流動性陷阱，通膨改善不如產出缺口改善的速度。



Labor Market and Output Gap



Developments in Japan's Economy

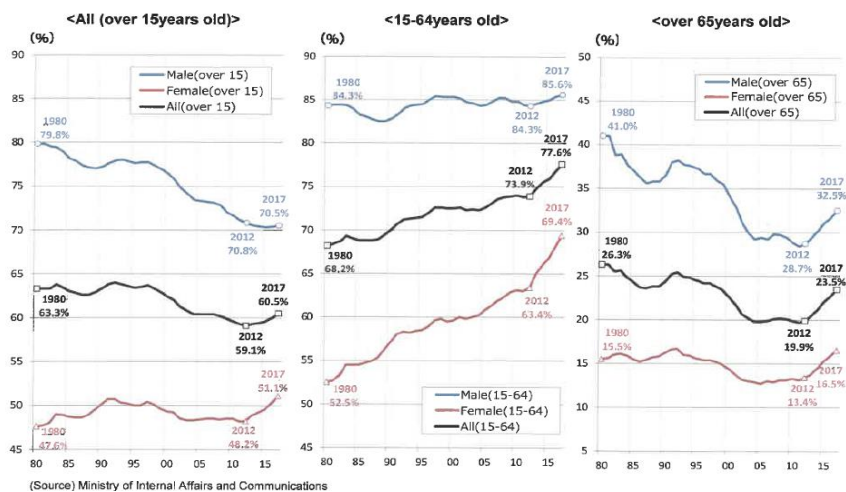


(二) 勞動力改善：

人口老化及勞動力萎縮，是阻礙日本經濟成長的主要問題；IMF 指出「未來 30 年內，人口老化衝擊恐將使日本 GDP 平均年增率降低 1 個百分點。」金融時報也指出「若非勞動力萎縮，日本經濟成長動能會更強勁。現今日本人口數比 2000 年還少，反觀美國人口較 2000 年多出 16%，英國和加拿大的人口增幅分別為 13%、21%。」日本人口縮減意味著，即便生產力增幅維持平穩，GDP 還是可能逐年下滑，日本人口 2010 年起出現負成長以來，總人口數縮減約 130 萬人，聯合國估計到 2065 年時，日本人口將再減少 280 萬，減幅達 22%，但同時間已開發經濟體的整體人口約增長 3%。雖然人口老化問題難以在短時間改善，但日本政府已致力於提高勞動參與率來改善勞動市場供應吃緊的

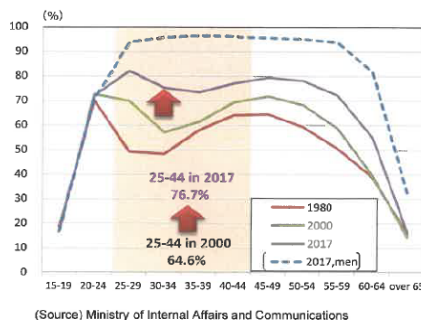
狀況，整體勞工的勞參率在 2012 年後明顯上升，改善主要來自於女性及老年人進入職場的比例提升，日本政府增加因生育和育兒而離職女性回歸職場的誘因，使得女性勞參率從 2012 的 59.1% 上升到 60.5%，2017 年 25-44 歲的女性則勞參率更已達 76.7%，較 2000 年的 64.6% 明顯增加，但離男性的 95% 仍有相當的改善空間；除女性勞動力外，老年人的勞參率從 2012 的 19.9% 增加到 2017 年的 23.5%，已接近 1990 年代的水準，然 65 歲以上男性仍有相當的改善空間，目前勞參率只有 32.5%，遠低於 1980 年代的 40% 以上。為改善勞動力不足及改革日本社會保障體系，政府希望把日本的退休年齡提高至 65 歲以上，並允許人們把領取退休金的時間推遲到 70 歲以後。

Labor Force Participation Rate

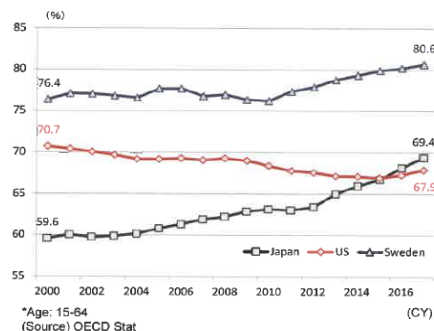


Women's Labor Participation

Women's labor force participation rate (Japan)



Women's percentage of employment (cross country comparison)



(三)全球經濟展望：

對於今年及明年經濟展望部分，根據 IMF 10 月資料 2018 年全球經濟維持 3.7% 成長，2019 年則保持相同速率，美國明年成長速率則從今年的 2.9% 下滑到 2.5%，歐元區從 2% 下滑到 1.9% 減速，日本同樣呈現減速，由 1.1% 下滑到 0.9%，中國由 6.6% 降到 6.2%，東協五國則從 5.3% 降低到 5.2%，多數國家呈現成長趨緩的態勢。另外 10 月 IMF 對 2019 經濟成長的預測值多數較上次下滑，顯示對經濟前景看法更為保守。日本央行表示，金融海嘯以前全球經濟曾一度以平均超過 5% 的速率成長，以 5 年期間來看，歷史上達到此成長速率的僅有 1960 年代高通膨的時期，然此為過熱的非穩定狀態，1990 年後 20 年平均成長率為 3.3%，目前 3.7% 的成長仍屬穩健，整體來看全球經濟持續堅實增長，但保護主義可能造成損害；預計在財政刺激措施下，中國經濟將保持穩定，日本央行將密切關注國際貿易動向對日本經濟的風險。

IMF's World Economic Outlook
(October 2018)

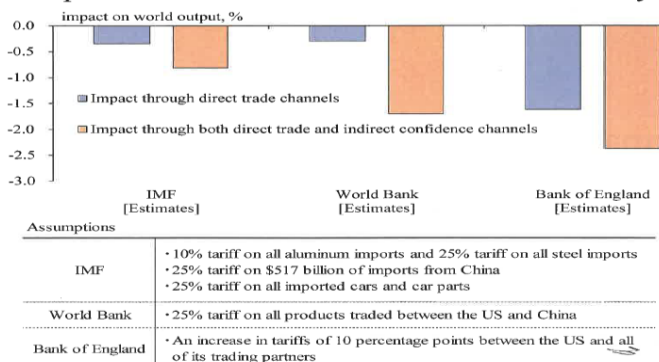
	2016	2017	y/y % chg.	
			2018 [Projections]	2019 [Projections]
World output	3.3	3.7	3.7 (-0.2)	3.7 (-0.2)
Advanced economies	1.7	2.3	2.4 (0.0)	2.1 (-0.1)
United States	1.6	2.2	2.9 (0.0)	2.5 (-0.2)
Euro area	1.9	2.4	2.0 (-0.2)	1.9 (0.0)
Japan	1.0	1.7	1.1 (0.1)	0.9 (0.0)
Emerging market and developing economies	4.4	4.7	4.7 (-0.2)	4.7 (-0.4)
China	6.7	6.9	6.6 (0.0)	6.2 (-0.2)
ASEAN-5	4.9	5.3	5.3 (0.0)	5.2 (-0.1)

(四)經濟變數：

近期市場最擔憂的風險在於中美貿易戰，對於中美貿易戰的影響並不易評估，各組織在不同假設下分別做出預測，IMF 預測對全球經濟影響將小於 1%，世界銀行認為影響將大於 1.5%，英國央行的看法則最為悲觀，認為影響將大於 2%，總體而言，貿易戰透過非直接管道造成

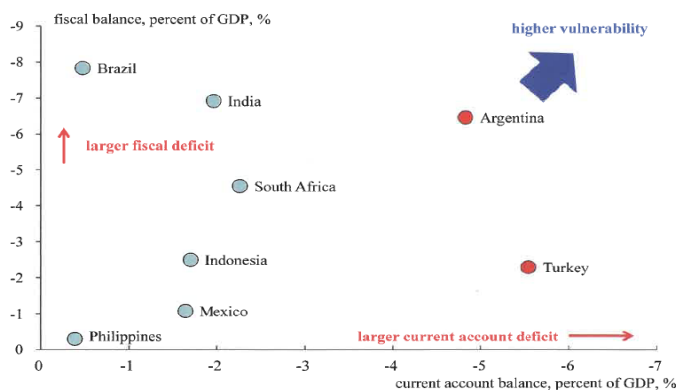
的信心影響，將放大直接影響的效果，貿易戰存在極大的外溢效果。

Impact of Trade Tensions on Global Economy



此外，近期資金從新興市場流出，但從財政赤字及貿易赤字來看，新興市場國家在 1997 金融危機後，體質已有改善，貿易赤字大幅縮減，對於短期外債的依賴也已降低，體質相對脆弱的為阿根廷及土耳其，有較高的雙赤字及通貨膨脹，但短期狀況已獲得控制，後續新興市場之變化將對全球經濟造成影響，仍須持續關注。

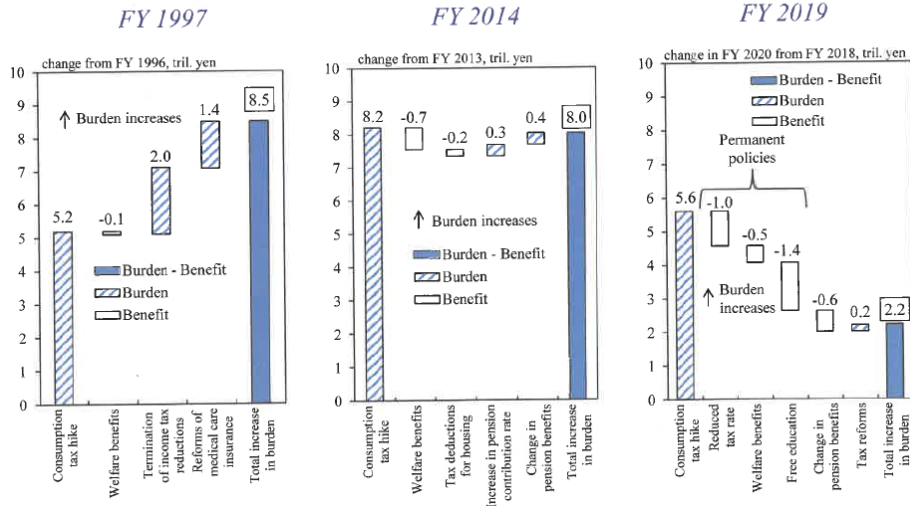
Risks Associated with Emerging Economies



市場也關注明年日本提高消費稅對經濟的影響，日銀對此特別進行說明。日本消費稅預計在明年 10 月 1 日從現行 8% 增加到 10%，依照過去歷史經驗來看，1997 年消費稅由 2% 提高到 5%，由於政府實施減稅終止加上醫療保險改革等措施，使得整體消費稅賦負擔增加達到 8.5%，2014 年消費稅由 5% 提高到 8%，政府相關配套措施並不多，整體消費稅賦負擔增加 8%，但在 2019 年本次提高消費稅，在政府同時

採取多項配套措施下減輕衝擊下，稅賦負擔只增加 2.2%，因此消費稅提高的影響是遠低於過去，對日本經濟影響並不大。

Burden on Households Around the Time of Consumption Tax Hikes



(五)日本經濟展望：

有關日銀對於景氣的看法，日銀認為海外經濟體穩定增長有利日本出口維持上升趨勢，加上高度寬鬆的金融環境與政府支出增加，維持日本景氣維持穩健溫和擴張看法不變，BOJ 2018 年經濟成長率預估為 1.4%，高於潛在成長率(約 1%)，產出缺口將擴大，19、20 年經濟成長將略為下滑到 0.8%，反映消費稅的提高以及東京奧運前基建下滑的影響，由於與潛在成長率接近，故產出缺口仍將維持。

在通膨方面，日本央行認為短線景氣與物價面臨下行風險，但預估隨著產出缺口擴大，中期通膨預期將上升，18 年 CPI(不含食物) 為 0.9%，19 年 CPI 則上揚到 1.4%，20 年為 1.5%，雖然尚未達到 2%之目標，但已脫離過去通縮的泥沼。就日本核心 CPI 與各國做比較，美國通膨重回接近 2%水準，英國則由去年 3%下降回到 2%水準，歐洲則持穩在 1%左右，日本則只有不到 1%的水平，主要是受到工資的影響，經常性工資與非經常性薪資走勢相當不同，後者有著接近 3%的年成長，前者受到不易變更工作之緣故則只有微幅增長，加上企業精簡員工等因

素，造成長期通膨偏低，難以透過短期政策快速改變。

Outlook for Economic Activity and Prices (October 2018 Outlook Report)

the medians of the Policy Board members' forecasts, y/y % chg.

	Real GDP	CPI (all items less fresh food)
Fiscal 2018	+1.4	+0.9
Forecasts made in July 2018	+1.5	+1.1
Fiscal 2019	+0.8	+1.4
Forecasts made in July 2018	+0.8	+1.5
Fiscal 2020	+0.8	+1.5
Forecasts made in July 2018	+0.8	+1.6

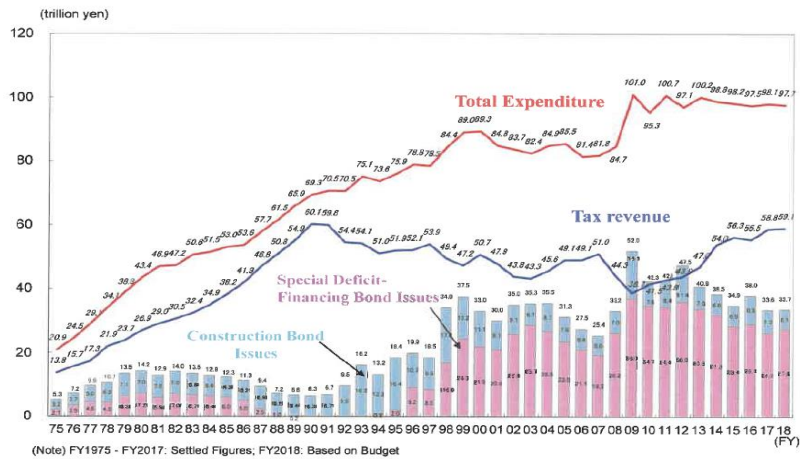
(六)小結：在安倍三箭等政策下，日本經濟已有所好轉，經濟成長、通膨增溫、勞動力改善，產出缺口來到近年高點，雖然通膨仍難以達成 2% 之長期目標，但已逐漸脫離脫縮，整體經濟維持穩健成長，未來消費稅調升對經濟影響有限，但在美國持續緊縮貨幣政策及中美貿易戰等因素下，2019 年全球經濟成長都將放緩，也將對日本經濟帶來衝擊。

二、日本財政現況及債務管理

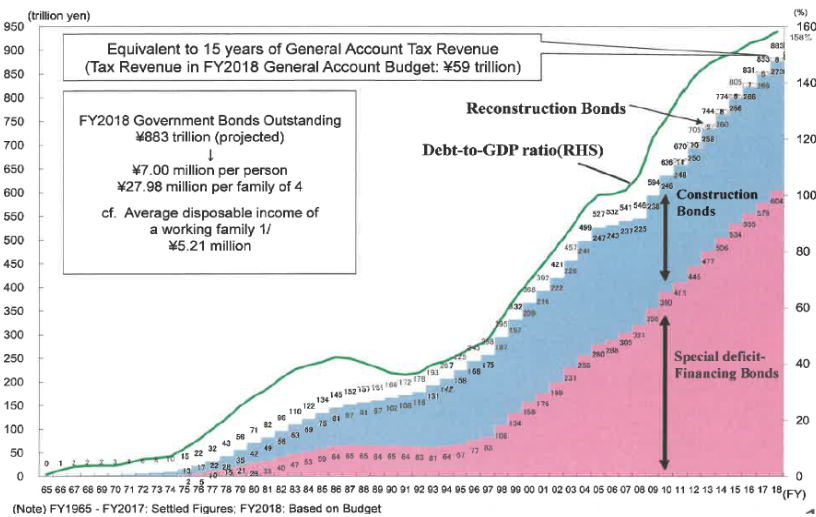
(一)財政現況：

日本的財政在 90 年代後就開始惡化，在 2008 年後，為了提振經濟擴大財政支出，更使債務缺口擴大，2018 年日本之債務 GDP 比估計已達到 160%，債務總額達 883 兆日圓，相當於 15 年的財政收入，平均每人負債達 700 萬日圓。儘管負債增加，受惠於利率下滑，過去 10 年每年的利息支出約在 7.5~8.5 兆日圓，低於 90 年代的 10 兆日圓，然在總債務持續上升利率下跌趨緩下，18 年利息支出可能上升到 9 兆日圓，是 2001 年以來新高。

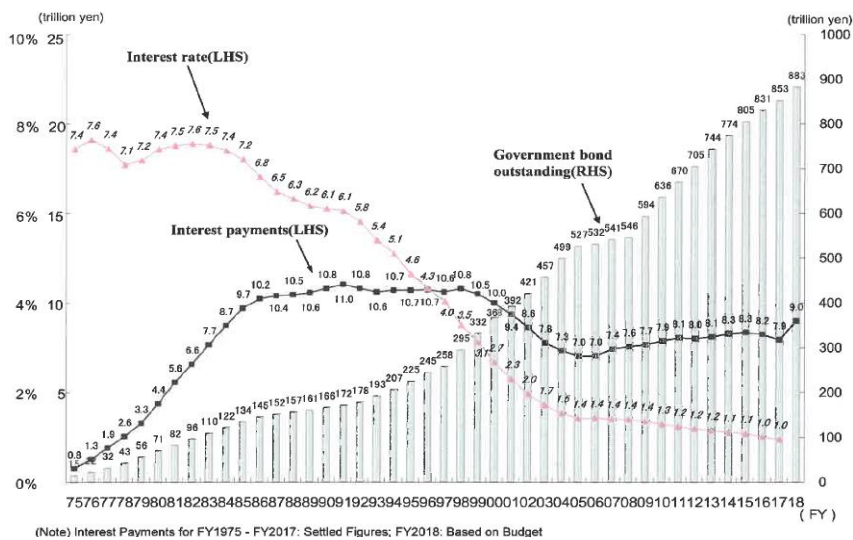
Tax Revenue, Expenditure and Bond Issues in General Account



Accumulated Government Bonds Outstanding

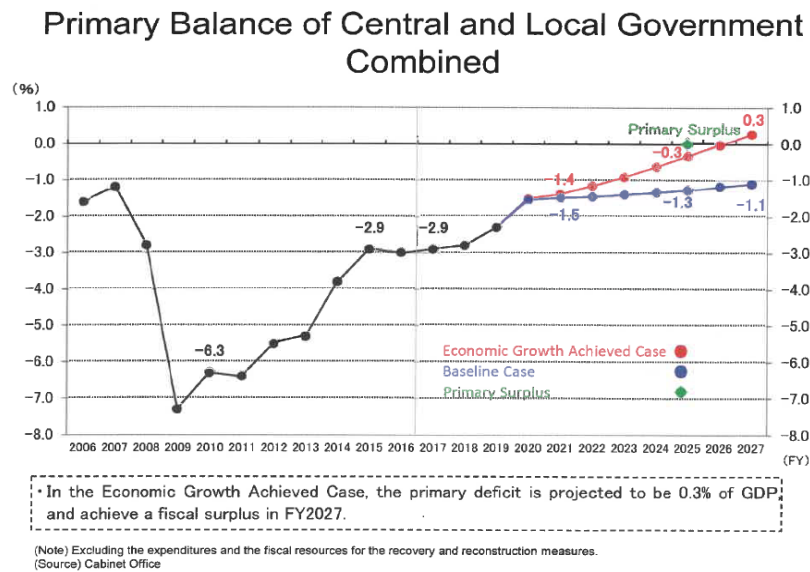


Trends of Interest Payments and Interest Rate

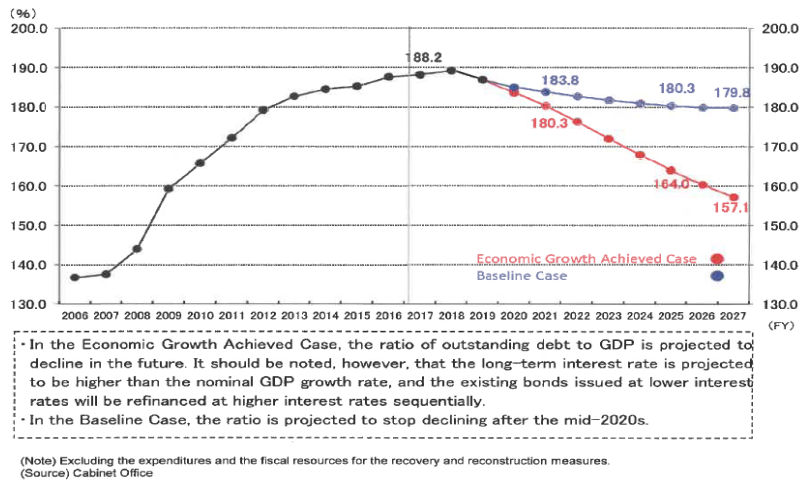


(二)財政強化目標：

日本有著人口老化的問題，在戰後嬰兒潮世代的退休達到 75 歲前，強化社會保障制度及政府財政健全將是政府必要目標，為達此目的，2018 年 6 月日本推出新版經濟財政革新計畫，要點包括，1).設定財政強化目標。中央及地方政府在 2025 年以前達到原始預算盈餘(原始赤字=非利息開支-總歲入)，同時逐漸降低債務對 GDP 比率。在經濟成長達到預定目標下，2027 年將可達到財政預算盈餘(總赤字=非利息開支-總歲入-利息支出)，債務對 GDP 比率則自 2019 年起逐漸下滑，2027 年達到 157.1%；在較保守的情境下，債務對 GDP 比率則於 2020 後停止下滑維持在 180%左右。2).2021 年時重新檢視計畫執行情形，並調整後續改革以達成 2025 目標，2021 期中目標為原始預算赤字占 GDP 在 1.5%，財政預算赤字低於 3%，債務 GDP 比在 180~185%。



Outstanding Debt (ratio to nominal GDP)

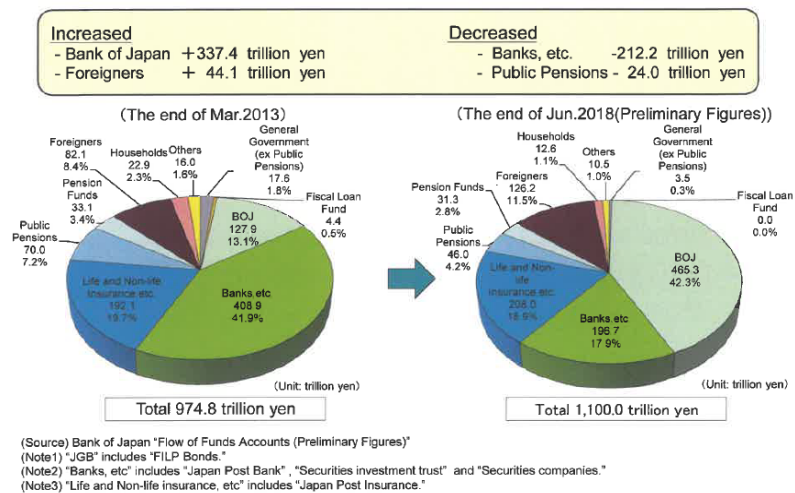


(三)日本公債管理政策：

日本公債管理政策目標有二，穩定的發行日本公債以及最小化中長期融資成本。為達目標，公債發行需考量市場趨勢及需求，且確保公債的可預測性及透明度以降低投資風險。

在實施 QQE 後，日銀逐漸成為日本公債的主要持有者，在 2013 年 13% 的公債由 BOJ 持有，到了 2018 年則上升到 42%，同期間銀行業持有公債的比重則從 42% 下滑到 18%。

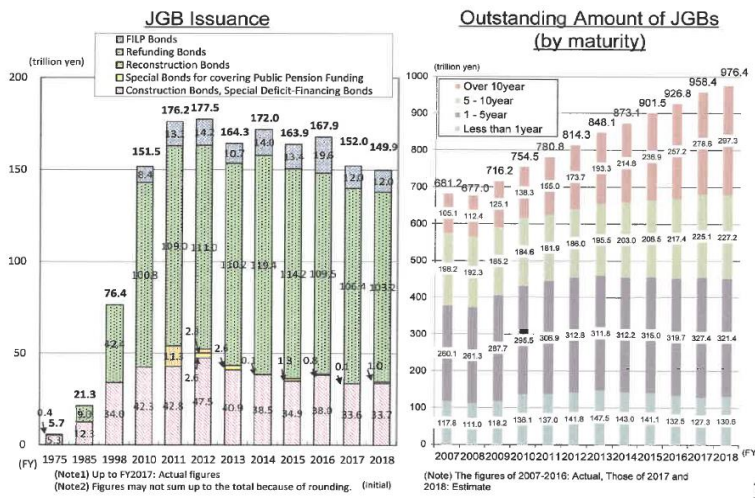
Breakdown by JGB and T-Bill holders (Mar.2013 → Jun.2018(Preliminary Figures))



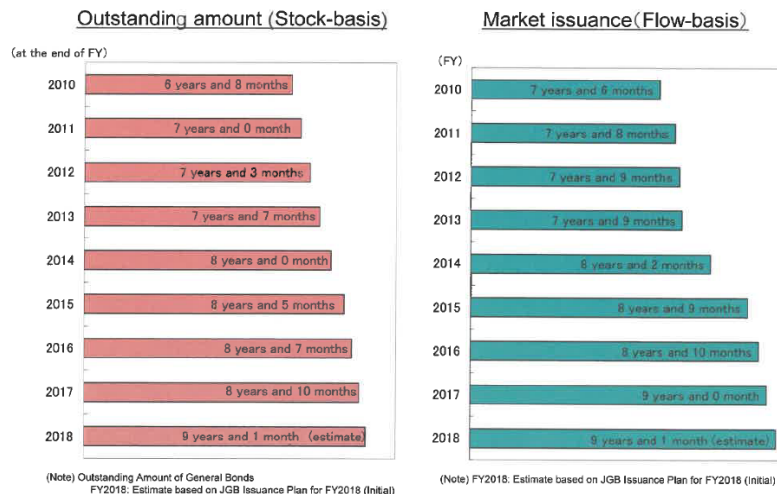
公債殖利率走低，使得日本政府更有誘因發行長天期的公債，10 年期以上債券流通量較 10 年前增加了近 200 兆日圓元，整體公債存續期間

由 2010 年的 6 年 8 個月增加到 9 年 1 個月。由於日銀大量買入公債，導致市場流動性下滑，為改善此情況，2018 年透過流動性強化標售，增加 off-the-run 公債的發行，金額達到 12.6 兆日圓是 2006 年推行此制度以來最高，較前一年度增加 1.8 兆日圓。此外 reopening、延長經常性融資便利 SLF 期限、放寬合格擔保品等措施也強化了公債市場的流動性。

Historical Changes in JGB



Average Maturity of JGBs



(四)小結：為因應人口老化的問題，日本必須強化社會保障制度及政府財政，在政府預設理想狀況下，未來日本政府的財政狀況將有所改善，2027 年財政收支將轉為盈餘，然全球經濟風險事件逐漸增加下，日本政府未來仍面對眾多變數及挑戰。

三、日本之貨幣政策

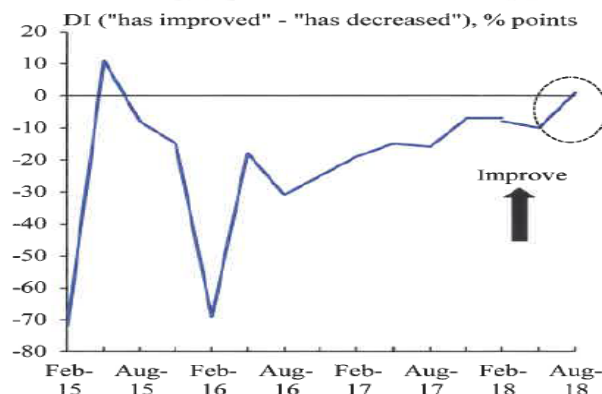
(一)7月會議維持寬鬆政策：

由於市場揣測日銀可能減輕政策力道，因此日銀在7月會議時，重申在一段期間內(an extended period of time)將維持長短期利率在極低的水平，由於日本經濟仍面臨諸多變數，為了保持彈性，日銀並未明確定義 an extended period of time 是多久，但由於日本在非常長的期間內皆未達通膨目標，因此日銀表明這將會是非常長的一段時間；此外以控制收益率曲線為目標的QQE(QQE with Yield Curve Control)寬鬆貨幣政策框架不變，承諾將持續實施QQE，直到通膨超越2%目標，並維持在2%以上水準；為強化QQE之可持續性，7月會議作出兩點改變，(1)允許10年期公債殖利率有更大的波動，購債操作上會更為靈活，減少對市場的干預，改善殖利率曲線控制實施後使公債市場流動性下滑的現象；(2)ETF總購買目標仍維持在6兆日圓不變，東證指數(Topix)相關ETF購買量由2.7兆日圓提高至每年4.2兆日圓，日經指數相關ETF由3兆日圓調降購買至1.5兆日圓，具體購買量會隨著市場進行調整。

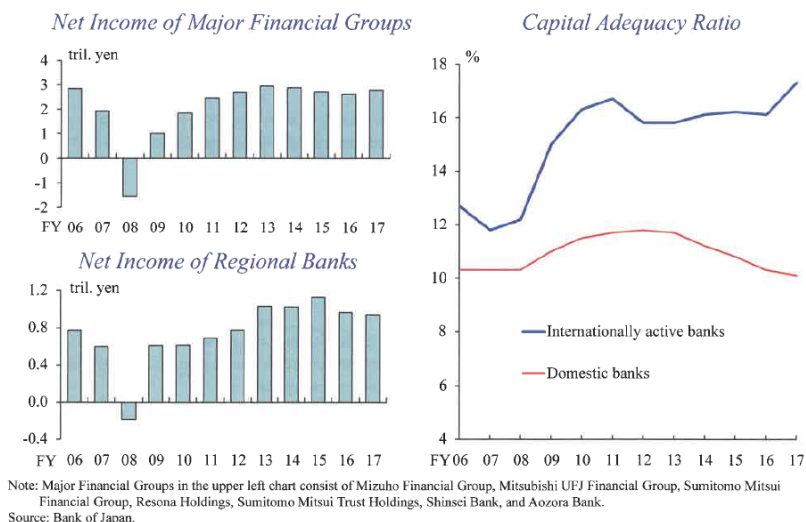
(二)貨幣政策的副作用：

在實施QQE後公債市場流動性明顯下滑導致市場失能之情況，自7月日本央行宣布放寬長債殖利率波動區間以來，已明顯有所改善，現貨的交易有所增加，日本公債殖利率逐步開始與其他國家公債殖利率出現連動，日銀表示如有必要將採取更多措施改善日本公債市場運作。低利率帶來的另一個副作用是對金融機構獲利造成壓縮，進而影響金融機構做為中介機構的功能，大型國際金融機構與地區銀行有著不同的影響，前者透過海外業務推動，獲利及資本適足率反獲得改善，後者則明顯下滑。在推行寬鬆貨幣政策時，需同時考量其所帶來的副作用。

*Bond Market Survey
(Degree of Bond Market Functioning:
Change from Three Months Ago)*



Financial Institutions' Profits and Capital Bases



(三) 設定 2% 為通膨目標之原因：

對於市場傳出以 2% 為通膨目標是否太高的質疑，日銀對此進行了說明，主要有三個理由，首先 CPI 指標有向上偏誤之傾向，CPI 無法考慮因為相對價格變動後所產生的替代效果，消費者會多消費價格相對便宜的財貨，而減少消費價格相對貴的財貨，所以消費者物價指數將會高估真實的物價變動，CPI 的變動會大於 PCE；其次，通縮相較於通膨，對央行而言更難應對，利率降為 0 後效果難以顯現，因此央行偏好微幅通膨，設定高一點的通膨目標可做為貨幣政策的緩衝，盡力避免陷入通縮泥沼；最後，根據購買力假說，長期而言匯率將取決於

兩國間的通膨差異，因此設定相似的標準將有助於金融市場、商業活動、總體經濟的穩定，而 2%正是主要經濟體(美歐英日)的通膨目標。另外有兩點要注意，若工資成長低於通膨，實質工資會下降，經濟活動會因此減速，因此日銀會在通膨、經濟成長、工資成長間尋求平衡點，設法使成長維持在可持續的速率下並且達成通膨目標；此外對央行而言，視情況變更策略及時間架構以達到通膨目標是重要的，在產出缺口改善下通膨已上揚，政策已達到一定效果，目前最重要的，是設法維持穩健的經濟成長及通膨越久越好，當高通膨的成長持續一段時間下，中期通膨預期會提高。

(四)小結：在 2013 年實施 QQE 後，日本過去 5 年經濟已明顯好轉，並已脫離通縮泥沼，然尚未達到 2%的通膨目標，QQE 原本被規劃為短期政策工具，為能長期發揮效果，日銀逐漸調整政策內容，如引進 YCC、放寬長債殖利率波動區間等措施。未來日銀會維持 2%的通膨目標，保持長期可持續的正向產出缺口，為達成上述目標，貨幣政策仍將持續寬鬆，且框架及時間須保持彈性。

參、心得與建議：

一、日本經濟及財政仍面臨挑戰：

日本經濟已有所好轉，整體經濟維持穩健成長，雖然通膨仍難以達成 2% 之長期目標，但已逐漸脫離脫縮，然 2019 年全球經濟成長都將放緩，將對日本造成衝擊，原訂之財政改革目標是否能如期達成尚待觀察。長期而言日本之人口結構仍是重要觀察點。

二、持續關注全球貨幣政策：

在資金逐步緊縮、全球經濟放緩、金融市場動盪不安下，各國央行如何因應資本移動衝擊，仍是後續觀察之指標。以目前全球貨幣政策及財政政策來看，美國緊縮貨幣政策的腳步將逐步放緩；歐洲預計於 2019 年夏天前尚不會升息；日本方面，日銀 12 月時表示日本經濟雖持續溫和擴張，但面臨的下行風險愈來愈多，包括美國經濟政策、英國脫歐協商進程、全球貿易衝突等，日本通膨仍持續朝向 2% 目標前進，目前無意提高利率或緊縮貨幣，且若有需要，日銀尚有寬鬆措施可用，包括壓低長年期公債殖利率目標或擴大購債規模；但對於長期寬鬆政策產生之副作用，是否要擴大債券殖利率波動區間、縮短目標公債殖利率期限等，日銀內部仍意見分歧，允許殖利率更靈活地波動，可能讓市場質疑日銀實現其物價目標的承諾。未來日銀仍需寬鬆貨幣政策的副作用，持續調整其貨幣政策以達成通膨目標，同時降低負面衝擊。

三、派員研習各國投資觀察重點，培養投資判斷邏輯：

本次研討會探討世界各國之經濟現況及金融市場環境，對日本經濟亦有深入探討，在金融市場動盪，景氣面臨極大不確定性下，持續參與相關研討會，了解市場動向，掌握全球資本市場之變化，將有助於投資績效之提升。