

出國報告（出國類別：其他）

參加 Daiwa Capital Markets Conference 2019  
心得報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：朱怡臻 四等專員、黃馨儀 辦事員

派赴國家：日本

出國期間：108 年 10 月 30 日至 11 月 2 日

報告日期：109 年 1 月 15 日

## 摘要

自 2008 年全球金融海嘯後，主要央行紛紛推出超寬鬆貨幣政策以拯救經濟，包括零政策利率、量化寬鬆以及購買資產等計畫。然過去十年全球經濟雖緩步復甦，但卻也是美國南北戰爭以來週期最長、復甦力道最疲弱的經濟成長週期，矛盾的是，金融資產價格卻在超寬鬆貨幣政策的推動下逐漸走高，加上近年美中貿易戰的不確定性因素，帶動 2019 年負利率債券規模持續增加、債券價格走高，更令市場擔心這是否將成為下一輪金融危機的爆發點。

由於日本央行在實施非傳統貨幣政策的經驗早於其他主要央行，因此我們整理日本近年經濟發展及 1990 年代以來日本貨幣政策演變，發現 BoJ 長期實行超寬鬆貨幣政策的成本正在不斷上升，而貨幣寬鬆的成效也有降低的情況，BoJ 似乎已陷入不得不繼續而無法退出的情況。加上歐洲及美國亦維持寬鬆貨幣政策，令近期金融市場更加關注超寬鬆貨幣政策議題(例如負利率債券)及其衍生出來的問題。舉例而言，在負利率環境下，為追求較高的投資收益率，許多資金經理人被迫湧向承諾打敗零息債券的資產，使得股票、垃圾債券、房地產及私募股權等的估值上升、風險增加，如同 IMF 全球穩定金融報告所提出的，此恐將增加系統性金融風險，相關監管機構宜密切關注相關資訊以及早因應。

## 目錄

壹、前言.....	1
貳、首相安倍上任後的日本經濟發展.....	2
參、日本貨幣寬鬆政策的演變.....	8
肆、負利率的成因以及其可能影響.....	13
伍、心得與建議.....	20

## 壹、前言

職等奉派參加大和證券於日本舉辦之「Daiwa Capital Markets Conference 2019」，主要出席者為大和證券來自全球各地的機構投資人及債券發行人客戶。受邀講者包括前日本央行副總裁中曾宏（Hiroshi Nakaso）及現任日本財政部官員窪田修（Osamu Kubota）、前美國紐約聯邦準備銀行市場部門主管 Simon M. Potter 及美、中、日的專家和學者，分別針對國際當前的主要金融議題、央行未來的挑戰、聯合國永續發展目標（SDGs）、國際政治情勢對投資的影響及美中關係發展等議題進行闡述，提供與會者在擬定未來投資策略時有更多的思考面向。本篇報告將概述日本首相安倍上任後的日本經濟發展及日本近年來的貨幣政策演變，並探討近期金融市場關注的負利率議題。

## 貳、首相安倍上任後的日本經濟發展

### 一、安倍經濟學

日本首相安倍晉三 2012 年 12 月二度上任後，為了解決困擾日本長達 15 年的通貨緊縮問題，並提振低迷近 20 年的日本國內經濟，首先提出了「安倍經濟學」（Abenomics）的「三支箭」政策，喊出「大膽的貨幣政策」、「靈活的財政政策」及「刺激私人投資的增長戰略」3 大口號。

安倍的「三支箭」政策主要是由日本央行配合施行超寬鬆的貨幣政策，同時由財政部門提出大規模的財政刺激政策，希望藉由貨幣與財政政策的全面調動，刺激國內經濟成長、扭轉日本長久以來的通縮困境並達成 2% 通膨目標。

2015 年 9 月安倍再推出第 2 階段「安倍經濟學」的「新三支箭」政策，希望挑戰日本政府一直沒有解決的社會結構問題，以「孕育出新希望的強力經濟」、「構築夢想的生育支援計劃」、「與安心相伴的社會保障」作為新 3 大口號。

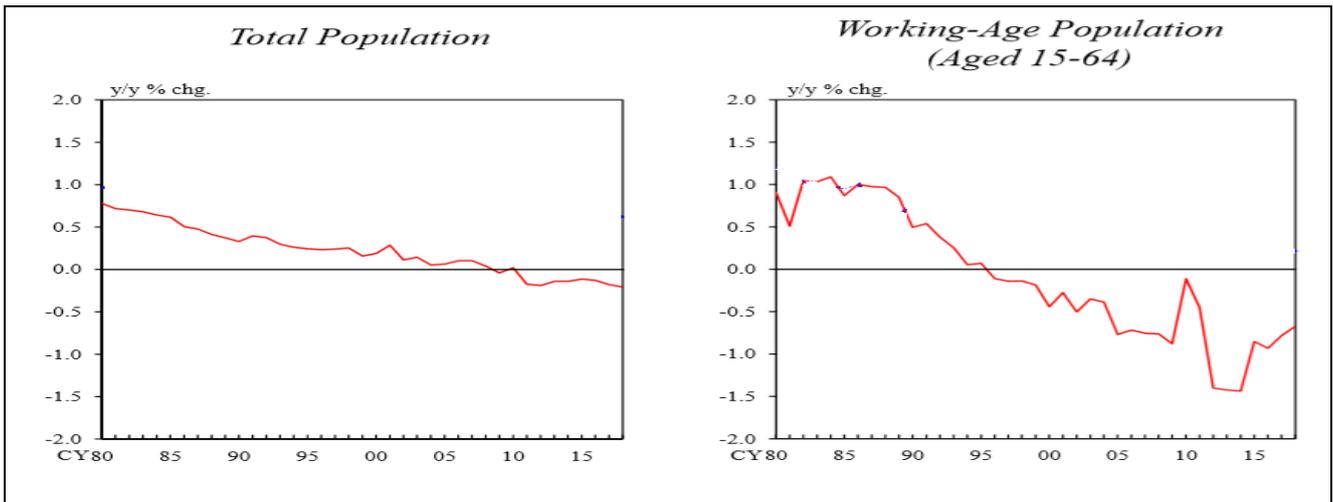
「新三支箭」政策主要是強化「三支箭」的增長策略，希望達成國內生產總值（GDP）從 500 兆日圓擴大到 600 兆日圓、新生兒出生率達到 1.8%、擴大免費兒童教育、護理人員零離職率及建立終身活躍的社會等目標。

### 二、日本經濟概況

在首相安倍上任前的日本政府即積極推動各項經濟政策，希望能解決日本經濟低迷、通貨緊縮的困境，但由於內閣頻繁變動，造成政策在持續推動上的困難。而安倍擔任日本首相的時間已超過 7 年，是日本戰後任期最長首相，使得「安倍經濟學」（Abenomics）的「三支箭」政策有時間得以落實。根據日本內閣府的資料顯示，受惠於「安倍經濟學」的推動，日本不論是在就業情況、企業收益、資本支出或是消費等各方面經濟數據均有所改善。

由於日本面臨嚴重的少子化問題，在生育率頻創新低下，日本總人口在 2010 年代開始下降（圖 1），而 15—64 歲主要就業人口數下降的問題更是早自 1990 年代中期便已開始發生。人口負成長及人口老化造成的勞動力短缺問題，已對日本經濟帶來負面影響，有不少學者更認為這是造成日本「失落 20 年」經濟活動放緩的主要原因之一。

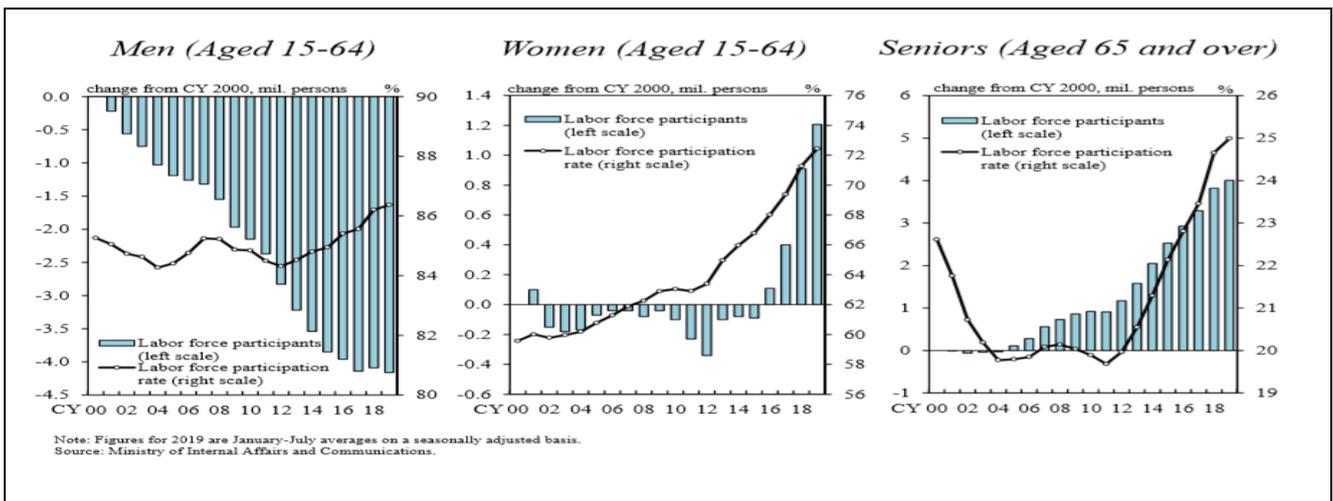
圖 1 日本總人口、勞動人口數下降



資料來源：BoJ

為了解決日本勞動力缺乏的問題，安倍政府積極鼓勵更多的女性及老年人投入勞動市場。實施的措施包括：努力增加托兒設施，同時也鼓勵企業為女性員工提供更靈活的工作安排，以提高已婚婦女重回職場的意願；於 2013 年將強制退休年齡從 60 歲提高至 65 歲，目前更有意將強制退休年齡再上修至 70 歲。這些措施的實行，也確實促使日本女性和老年人的勞動參與顯著增加（圖 2），使得近幾年日本主要就業人口數仍持續下降，但就業人數卻增加，整體就業情況獲得改善。

圖 2 女性和老年人的勞動參與顯著增加

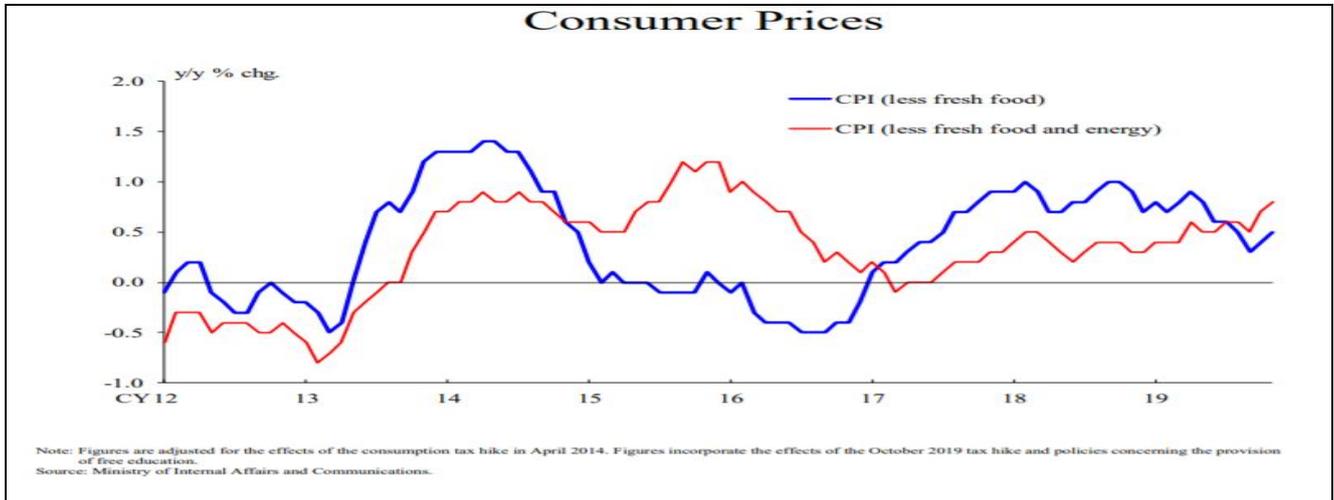


資料來源：BoJ

日本政府亦極力擺脫通貨緊縮的陰霾。根據日本央行（BoJ）的資料顯示，日本在 1998 年至 2012 年間的平均核心消費者物價指數約-0.4%，受惠自 2013 年起不斷加碼的貨幣寬鬆政策，2013 年至 2019 年間的平均核心消費者物價指數已上升至 0.5%（圖 3），順利擺脫通

貨緊縮，但仍無法達到 2% 的通膨目標。BoJ 官員們表示，雖然產出缺口對通膨產生拉升的作用，但由於日本民眾對於通縮長久以來的觀念仍未扭轉及勞動生產率的提高，是造成日本雖然不再處於通縮狀態，但通膨也並未加速的主要因素。

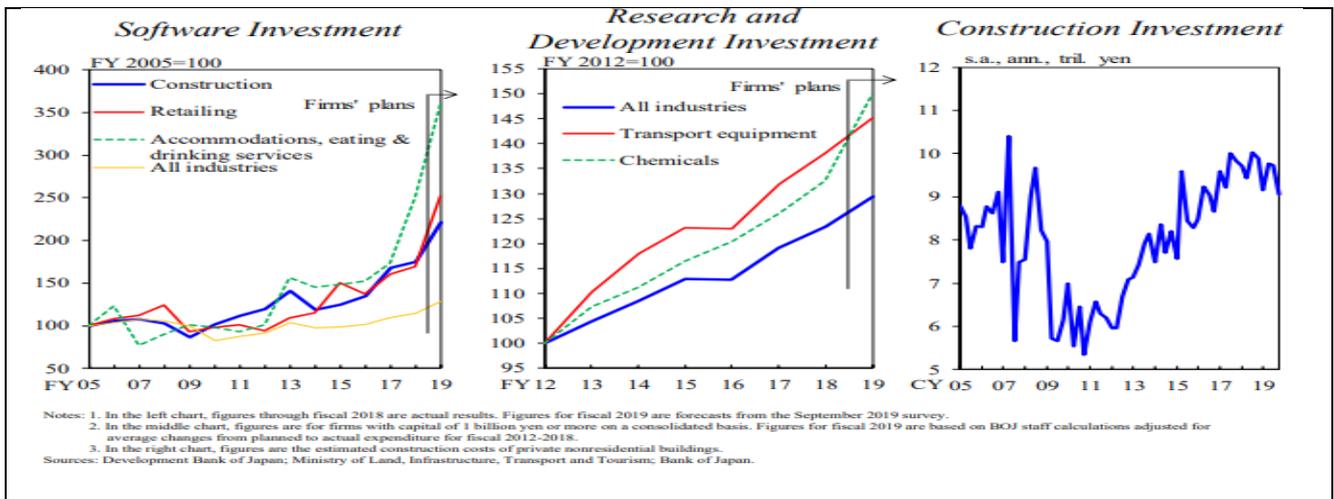
圖 3 日本擺脫通貨緊縮



資料來源：BoJ

在企業的固定投資方面，為了保持長期競爭力在研發投資的投入增加，而觀光旅遊業蓬勃發展也帶動建築投資需求上升，更重要的是勞力密集的非製造業，如：住宿、餐飲服務、零售和建築業，近年來開始積極進行機械和軟體投資（圖 4），希望藉此滿足節省勞動力和提高效率的需求，以緩解長期勞動力短缺的困境。

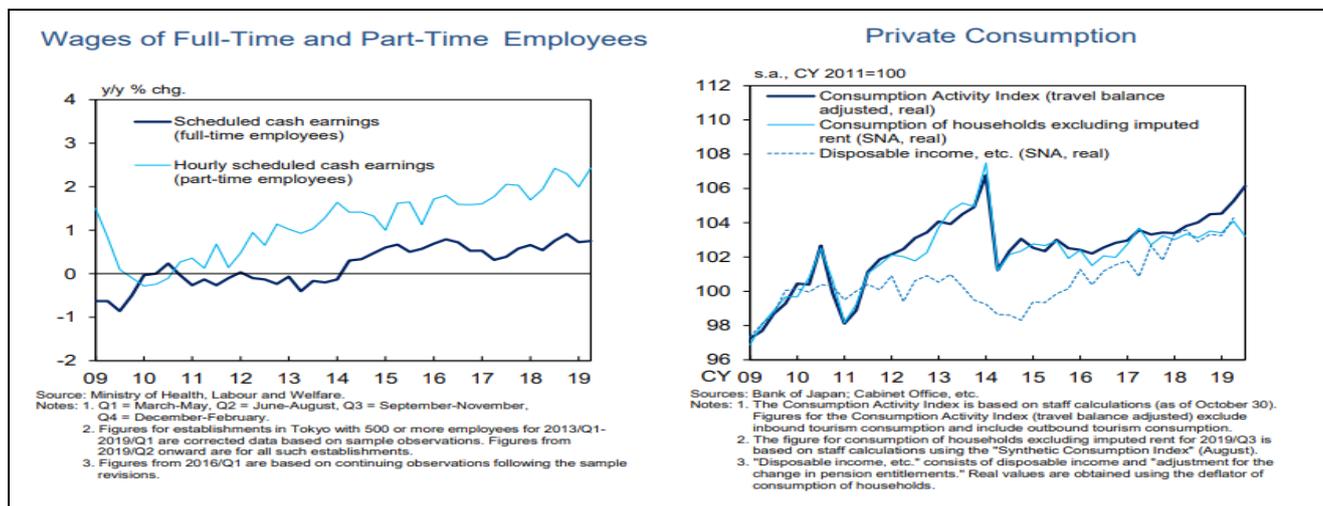
圖 4 日本企業固定投資增加



資料來源：BoJ

在私人消費方面，安倍政府希望透過加薪刺激消費，自 2016 年起已連續 4 年每年上調最低工資 3%，並將全國平均最低工資每小時 1,000 日圓訂為目標。儘管企業整體上調薪資的幅度不到 3%，但不論是全職或兼職員工的薪水均有上漲（圖 5），隨著薪資狀況繼續改善及股市上漲的投資收入增加，私人消費溫和增長。

圖 5 日本工資上漲帶動私人消費成長



資料來源：BoJ

政府支出也在持續增加中。為了刺激經濟成長，安倍政府在 2013 年至 2019 年間陸續推出了 5 輪主要經濟刺激措施（表 1）。此外，近年來日本的地震及颱風重大災害頻傳，災後的復原和重建，及 2020 年東京奧運會的舉辦均使得公共投資有所增加。受惠國內各項需求活絡，不論是企業或個人均處於收入上升到支出增加的良性循環中。

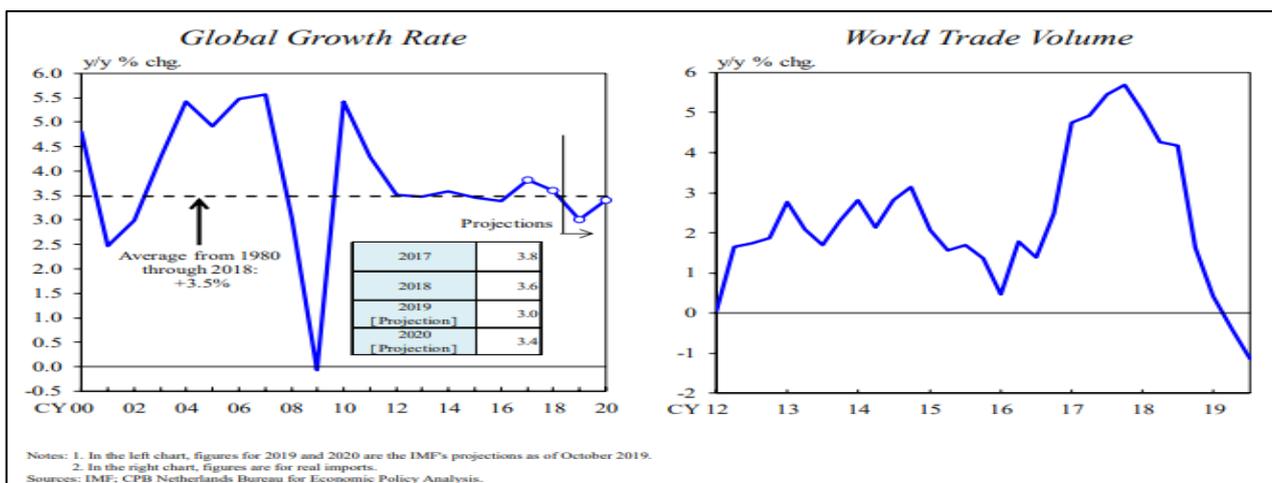
表 1 安倍政府 2013 年至 2019 年間主要經濟刺激措施

經濟刺激措施	公布日期	總金額 (兆日圓)	日本政府預估對 對實質 GDP 影 響 (%)
振興日本經濟的緊急經濟措施	2013 年 1 月 11 日	20.2	2.0
實現良性循環的經濟措施	2013 年 12 月 5 日	18.6	1.0
將經濟良性循環擴展到當地經濟的近期 經濟措施	2014 年 12 月 27 日	3.5	0.7
實現未來投資的經濟措施	2016 年 8 月 2 日	28.1	1.3
創造安全與增長的未來的綜合經濟措施	2019 年 12 月 5 日	26.0	1.4

資料來源：Cabinet Office

但全球經濟成長放緩已對日本經濟造成影響。美國總統川普在「美國至上」的施政思維下，為了縮減美國貿易逆差，自 2018 年不斷向各貿易體實施一連串的關稅政策，其中與中國間的貿易衝突規模最大。美中兩大貿易體間互相加徵關稅等舉動，已對全球經濟成長造成衝擊，在全球貿易量縮減下（圖 6），製造業成長動能大幅減弱，根據國際貨幣基金組織（IMF）於 2019 年 10 月份預估，繼 2018 年全球經濟成長率放緩後，2019 年將再縮減至 3%，但受惠於主要央行在 2019 年陸續採行更為寬鬆的貨幣政策，IMF 認為寬鬆的金融環境將可穩定各經濟體的國內需求，預計 2020 年全球經濟成長率有望反彈至 3.4%。

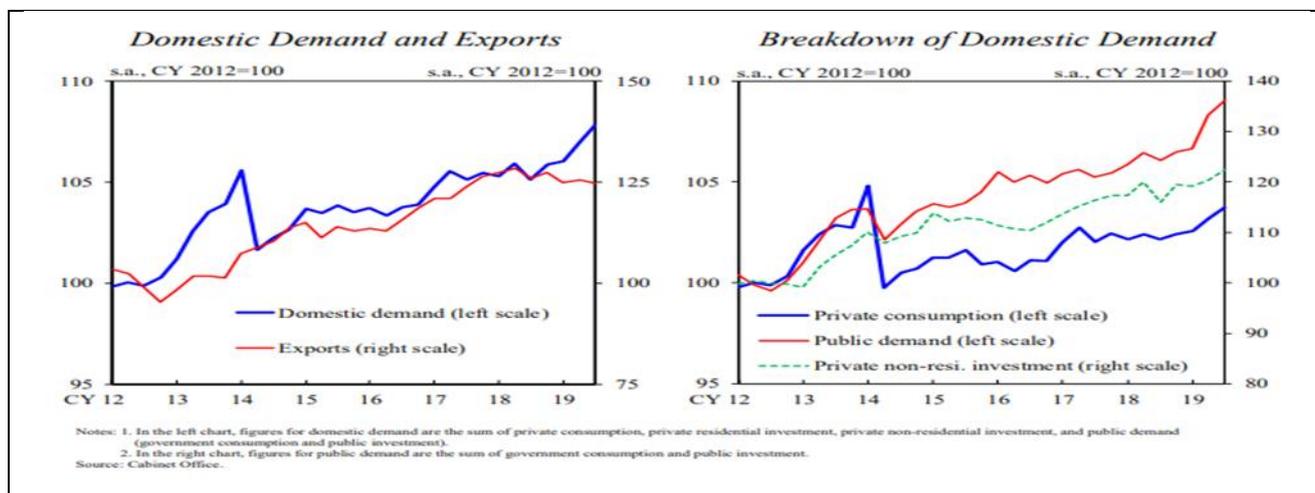
圖 6 全球貿易量下滑，經濟成長再放緩



資料來源：BoJ

由於全球經濟增速放緩，再加上與南韓間的衝突雙重影響下，2019 年日本的出口和製造業均出現下滑，對經濟成長帶來了負面的影響（圖 7）。隨着外部需求的減弱，出口對日本經濟增長的貢獻下降，雖然日本政府表示國內的投資、消費及政府投資等需求仍在適度的增長，將緩解國外需求下跌對經濟的衝擊，但 2019 年 10 月消費稅由 8% 再上調至 10% 後對日本消費動能帶來的衝擊仍值得留意。

圖 7 日本國內需求緩和和出口下滑



資料來源：BoJ

根據日本《消費稅法》規定，日本消費稅稅收係用於社會保障支出。為了因應高齡化、出生率下降對社會保障支出所帶來的上升壓力，安倍政府長期推動日本消費稅的上調。但 2014 年消費稅從 5% 上調至 8% 對日本經濟造成衝擊後，安倍政府已 2 度推遲消費稅的上調。2019 年消費稅確定調高至 10% 後，日本政府祭出不少優惠，期望能降低調高消費稅對日本經濟造成的衝擊，但 10 月份消費稅上調後，日本的消費量已大幅下降，日本政府對於消費動能的預期可能有過度樂觀的情況。

# 參、日本貨幣寬鬆政策的演變

## 一、1990 年~2012 年貨幣寬鬆政策

日本在 1990 年代泡沫經濟破裂、資產價格暴跌後，又陸續經歷了亞洲金融風暴及日本本土型金融危機，再加上人口老化的結構性問題無法獲得改善下，日本的經濟陷入長期低成長、低通膨的困境，為了應對這些困境，BoJ 除了採用傳統的貨幣政策調降利率外，也不斷思考如何透過各種非傳統的方式來刺激需求（圖 8）。

圖 8 1990 年來日本貨幣政策演變

	Operating target	Target of short-term interest rates	(1) Affecting longer-term interest rates	(2) Affecting risk premiums	(3) Applying a negative interest rate to the current accounts	(4) Affecting inflation expectations
Feb. 1999	Uncollateralized O/N call rate	"As low as possible" (virtually 0%)	Policy duration effect (forward guidance)			
Aug. 2000						
Mar. 2001	Current account balances at the BOJ	Around 0%	Policy duration effect (forward guidance)			
Mar. 2006						
Oct. 2010	Uncollateralized O/N call rate	0 to 0.1% (virtually 0%)	JGB purchases / Fixed-rate funds-supplying operation Policy duration effect (forward guidance)	Purchases of risk assets (CP, corporate bonds, ETFs, J-REITs)		"Price stability target of 2%" (since Jan. 2013)
Apr. 2013						
Apr. 2013	Monetary base	Around 0% ↓ Negative territory (since Jan. 2016)	Large-scale JGB purchases	Purchases of risk assets	Negative interest rate (since Jan. 2016)	Strong and clear commitment
Sep. 2016	Short- and long-term interest rates • Short-term policy interest rate • 10-yr JGB yields	Negative territory	Yield curve control (operating target: 10-yr JGB yields)	Purchases of risk assets	Negative interest rate	Inflation-overshooting commitment

資料來源:BoJ

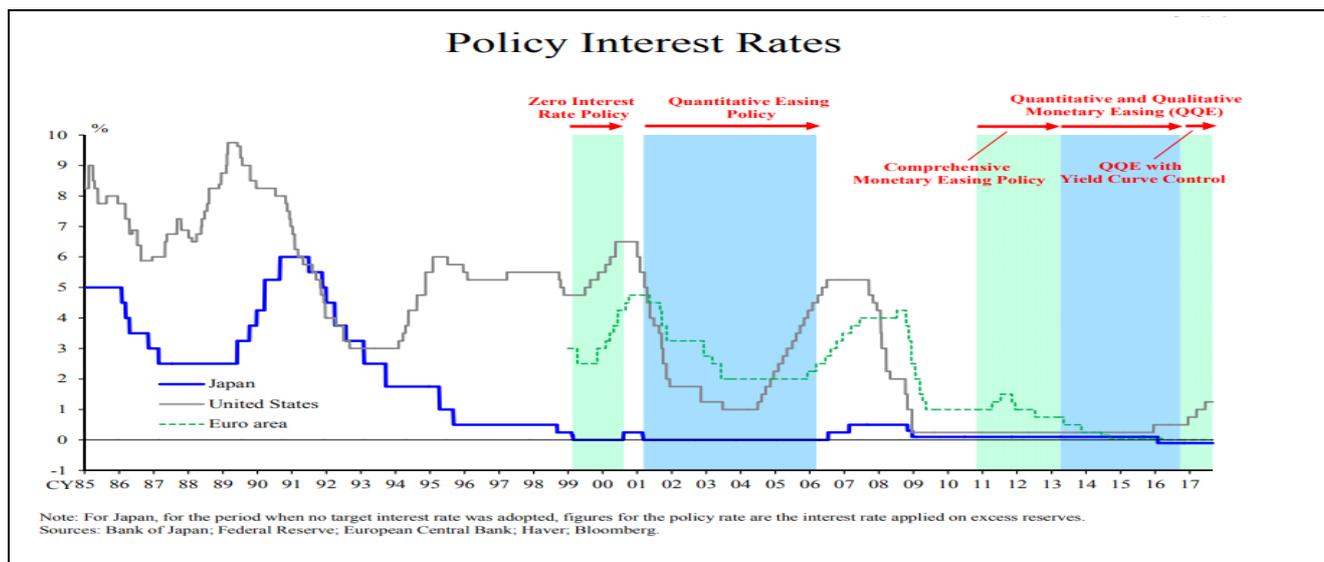
1999 年至 2000 年間 BoJ 採行了零利率政策（ZIRP），不僅將其利率目標降低至零（圖 9），還清楚地宣示要持續的執行直到通縮擔憂消除。2000 年美國網路泡沫危機令日本經濟再度惡化，日本央行於是在 2001 至 2006 年間率先採行了「量化寬鬆貨幣政策」（QE），在這段期間 BoJ 的操作目標改為金融機構存放於 BoJ 的活期帳戶餘額（current

account balances)，希望在利率已降至零的情況下，透過向銀行提供大量流動性的方式，刺激經濟增長，對抗通貨緊縮。

2008 年全球金融海嘯發生後，BoJ 雖然也採用傳統貨幣政策工具調降短期利率，但由於日本已長期處於低利率環境下，相較於其他央行，BoJ 再度面臨利率降幅空間有限的困境。2010 年 10 月，為了緩解歐債危機對日本經濟造成的衝擊，BoJ 決定施行全面性的貨幣寬鬆政策（comprehensive monetary easing policy），內容包括：鼓勵無擔保隔夜拆借利率（短期利率）保持在 0 至 0.1%；在中長期物價穩定前持續採行零利率政策；建立暫時性「資產購買計畫」，購買公債、商業本票（CP）、公司債、交易所指數股票型基金（ETFs）、日本不動產投資信託基金（J-REITs）等金融資產，並通過該計畫對銀行提供長期固定利率貸款。

BoJ 希望透過購買公債及其他金融資產來降低長期利率及壓縮風險溢價，以減少企業與家庭的融資成本，促進投資及消費的增長。在 2010 年 10 月至 2012 年底期間，共 9 次宣布增加「資產購買計畫」的規模，並預計在 2013 年底累計買入總規模達 101 兆日圓。

圖 9 日本已長期處於低利率環境



資料來源：BoJ

## 二、2013 年至今的貨幣寬鬆政策

2013 年 1 月，為了配合安倍晉三上任後「安倍經濟學」的推動，BoJ 宣布將通膨目標由原先的 1%提高至 2%，並擴大資產購買計畫進行「無限期買入資產操作」（open-ended

asset purchasing method) ，除了於 2013 年底完成原本 101 兆日圓規模之「資產購買計畫」，自 2014 年 1 月起無限期每月買入 13 兆日圓資產。

2013 年 4 月，隨著新任央行總裁黑田東彥上任，BoJ 改推出更極端的寬鬆政策方案—「量質兼備寬鬆貨幣政策」(Quantitative and Qualitative Easing,QQE)，其重點內容包括:將主要操作目標從無擔保隔夜拆借利率轉向貨幣基數；預計在 2 年內達成 2%的通膨目標；貨幣基數餘額及總資產餘額 2 年變 2 倍；增加日本公債 (JGB) 的購買量並拉長 JGB 可購買的期限至 40 年期券，將購買的 JGB 平均剩餘期限延長至 7 年，以推動長期利率更大幅下降；擴大 ETF 和 J-REIT 的購買，以大幅降低資產價格的風險溢價。

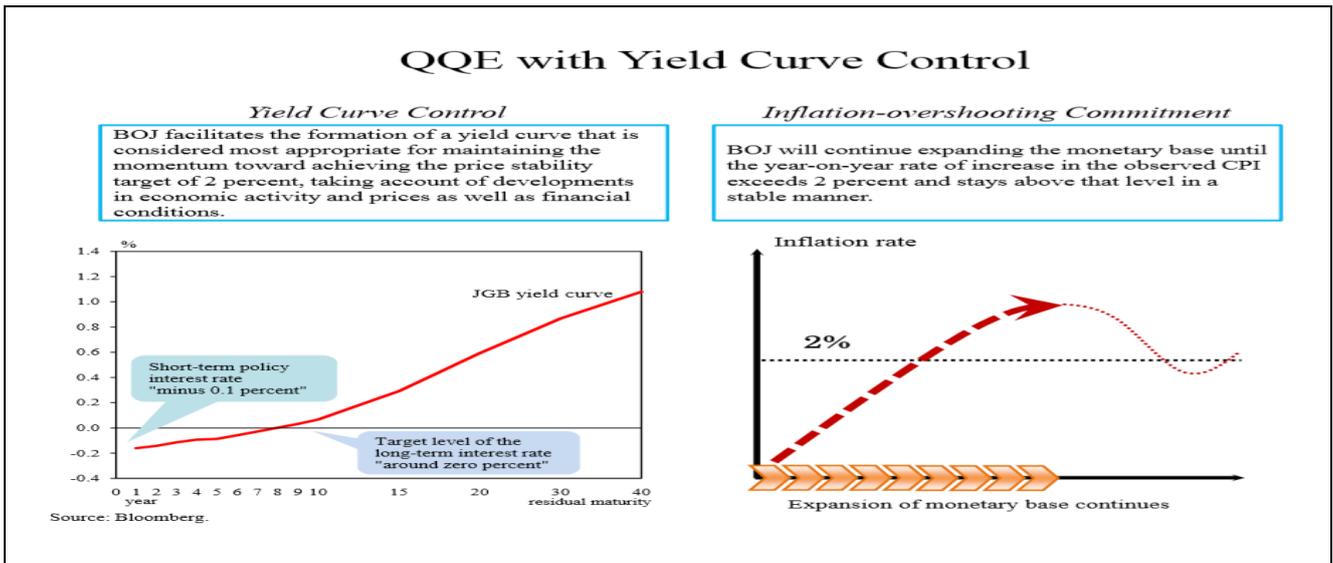
2014 年 10 月，為了改善消費稅率從 5%上調至 8%後國內需求下降，及國際油價大跌民眾通縮預期上揚的問題，BoJ 再度宣布擴大 QQE，之後又陸續推出補充措施並實行至今。QQE 可說是「安倍經濟學」中最為人所知的寬鬆貨幣政策，但其實只是在過去的 QE、資產購買計畫基礎上再大幅擴大規模。而 QQE 在壓低長期利率上確實達到成效，但通膨 2%的目標仍舊遙遠。

為了加快實現通膨 2%的目標，BoJ 於 2016 年 1 月宣布將在原有已實施的 QQE 基礎上再追加「負利率」措施，對金融機構存放在 BoJ 的新增超額準備金實施-0.1%之利率。隨後 BoJ 對 QQE 及負利率的寬鬆政策進行全面評估後，認為其購債行動已使長期借貸成本過度下降至與短期借貸成本貼近，即所謂的「殖利率曲線平坦化」，長期借貸利率極低，將使銀行業放貸意願下降使得金融中介功能降低；公債殖利率過低，也對退休基金等長期投資人不利，將會對長期的經濟發展產生負面影響。

基於上述理由，BoJ 在 2016 年 9 月宣布，在維持負利率及資產購買規模下，推出「殖利率曲線控制的 QQE」(QQE with Yield Curve Control) 其重點內容包括: BoJ 將短期政策利率設為-0.1%，並透過大量購買 JGB 達到 10 年期公債殖利率為 0%左右，並引入新的市場操作工具，例如定期購買操作，以促進殖利率曲線控制的順利實施；提出通膨超調承諾 (inflation-overshooting commitment)，BoJ 承諾擴大貨幣基數，直到確保通膨預期穩定地保持在 2%目標之上 (圖 10)。

為了持續實施強有力的貨幣寬鬆政策，BoJ 於 2018 年 7 月引入「政策利率前瞻指導」來加強其實現價格穩定目標的承諾，並提高「收益率曲線控制的 QQE」的可持續性。

圖 10 日本當前的貨幣政策框架

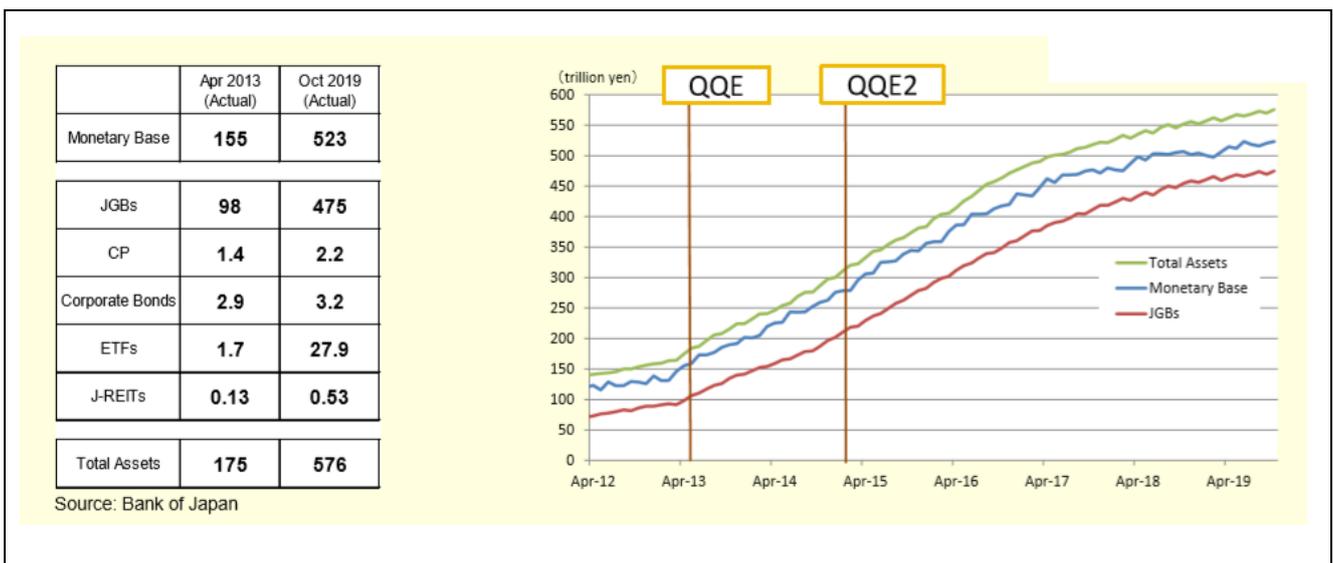


資料來源：BoJ

### 三、貨幣寬鬆政策的現況

目前 BoJ 持續推行自 2016 年 9 月推出的「殖利率曲線控制的 QQE」貨幣寬鬆政策，並持續資產購買，在 2013 年 4 月至 2019 年 10 月間，BoJ 的總資產已擴大超過 2.2 倍達 576 兆日圓，超過日本的名目 GDP，其中持有的 JGB 餘額佔總發行量約 46%，是全市場最大持有人；持有的 ETF 占東京證券交易所總市值的比重約 4%（圖 11）。

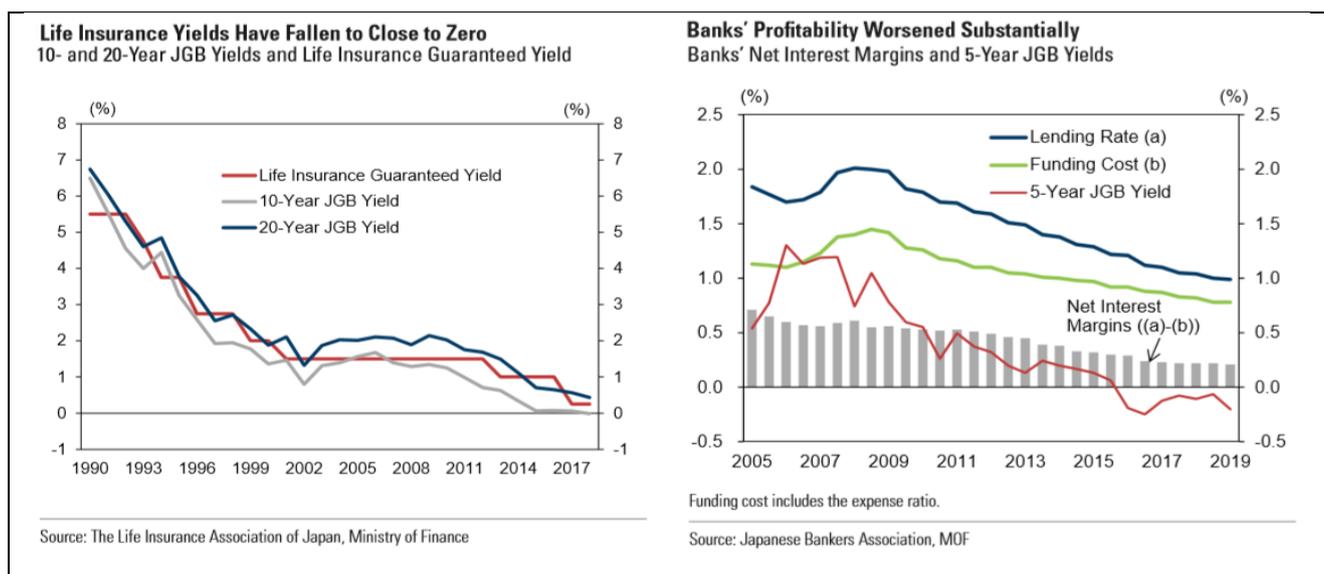
圖 11 日本央行資產大幅膨脹



資料來源：MOF,JP

儘管 BoJ 官員們一再強調，必要時將進一步貨幣寬鬆，但與其他主要央行相比，日本央行能再寬鬆的空間有限，且在長時間實行大規模的量化寬鬆下，各項負面效果也開始累積。雖然 BoJ 在 2016 年即綜合評估過長期低利率下對金融機構帶來的不利影響，並推出「殖利率曲線控制的 QQE」，但情況並未好轉，日本的保險公司和養老年金產品的投資績效越來越差，而銀行獲利能力也同樣面臨下降的壓力（圖 12）。

圖 12 日本保險、銀行獲利能力下降



資料來源：Goldman Sachs

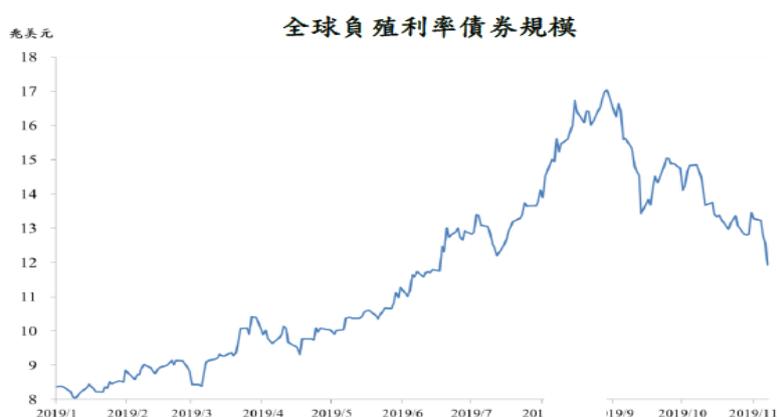
此外，BoJ 近年來持續扮演 JGB、ETF 市場的最大買家，也造成流動性低的問題。BoJ 為了改善 ETF 市場流動性，在 2019 年 12 月發布了 ETF 借貸計劃的細節，希望提高 ETF 的市場流動性，而這舉動卻也再次提醒市場，BoJ 的購買計畫可能很快就要面臨買無可買的困境。長期超寬鬆的貨幣政策對於經濟的拉動作用逐漸降低，且在進一步寬鬆的空間有限下，BoJ 的官員不斷強調財政刺激政策的必要性，加上近幾年，BoJ 長期壓低利率下，提供了擴大財政刺激政策的空間，這應該也是推動日本政府在 2019 年底面對出口下滑，消費稅可能打壓消費的情況下，不是由 BoJ 再度擴大寬鬆政策而是宣布大規模財政刺激政策的考量點之一。

## 肆、負利率的成因以及其可能影響

### 一、負利率債券盛行的可能原因

貨幣寬鬆政策效果逐漸遞減以及其所帶來的副作用並不是日本獨有的問題，2015 年 ECB 推出全面量化寬鬆以支撐因歐債危機而備受打擊的歐元區經濟以來，歐洲至今仍深陷泥淖。

圖 13 在主要央行實施超寬鬆貨幣政策下，全球負利率債券規模持續上升



資料來源：Bloomberg

近期橡樹資本的創辦人 Howard Marks 歸納出可能導致負利率的幾個原因，綜整如下：<sup>1</sup>

#### (一) 各國央行的超寬鬆貨幣政策：

1. 歐洲及日本央行希望透過負利率來達到刺激經濟的效果（圖 13）；
2. 各國央行希望透過弱勢貨幣維持其競爭力；
3. 各國央行持續購買債券，推升長天期債券價格並將其殖利率壓至零以下；

#### (二) 資金寬鬆仍無法刺激動物本能（animal spirits），資金供多於求：

1. 借款人對長期資金不具需求，故不願付出利息來運用該筆資金，因此銀行轉而要求存款人為該筆資金支付一定的保管費用；
2. 投資人對未來經濟情勢展望持悲觀看法，因此傾向將錢存放在較為安全的地方；
3. 金融體系流動性浮濫，資金供給高於需求將資金的價格（借款利率）壓低至零以下；

#### (三) 其他結構性因素改變：

1. 人口結構惡化令各國央行難以在不抑制經濟成長的同時維持正利率；
2. 缺乏通膨意味著投資人不需要因隨時間經過而產生的資金購買力損失要求額外補償，

<sup>1</sup> Marks, Howard (2019), "Mysterious," Oaktree Capital Memo, Oct. 21.

且科技進步使得商品變得更加便宜（甚至免費），進而對通膨產生抑制效果；

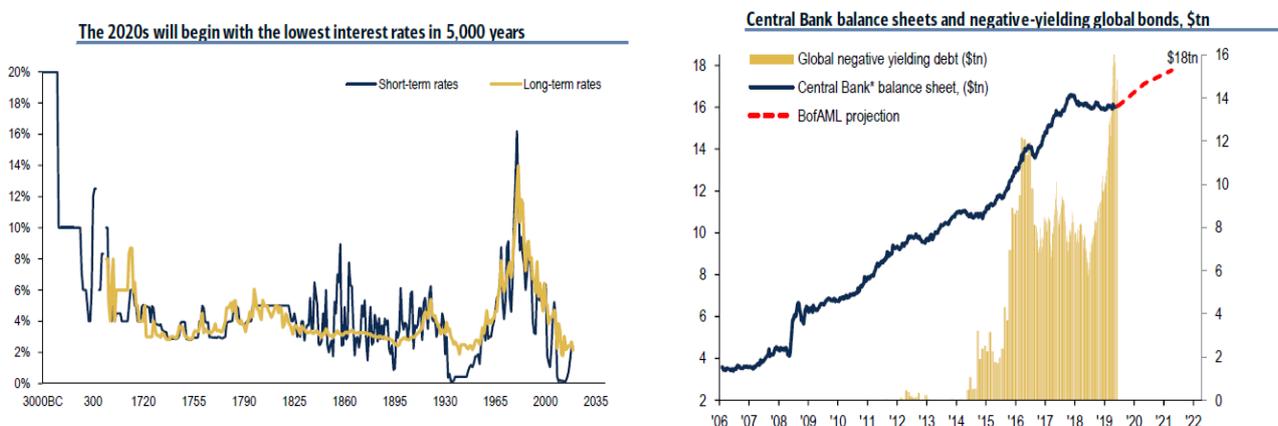
3. 對通貨緊縮的恐懼強化了投資人不要（因隨時間經過而產生的資金購買力損失）額外補償的行為；
4. 商業模式轉而更注重無形資產，令整體社會的資本密集度下降，進而降低對長期借貸的需求；
5. 特定國家的監管要求其金融機構須投資於本國的主權債券，無論其利率高低，使得上述債券的需求及價格得以維持。

## 二、負利率債券規模增加，引發市場對債市泡沫化的擔憂

惟不論負利率盛行的原因為何，在 2008 年全球金融危機之後，為刺激通膨以及經濟成長，全球主要央行紛紛實施超寬鬆貨幣政策，包括量化寬鬆、殖利率曲線控制、零利率政策、負利率政策以及提供超額流動性等。惟超寬鬆貨幣政策對經濟成長的刺激效果有限，過去 10 年，美國平均經濟年成長率僅有 2%、歐盟及日本的平均經濟年成長率則僅約 1% 左右，這也使得過去十年成為美國南北戰爭以來最長、但同時也是最弱的經濟復甦周期。

特別是美中貿易戰帶來的高度不確定性，並引發市場對經濟衰退的擔憂。對此，不僅美國 Fed 2019 年由升息循環轉變為降息循環，主要國家央行更持續執行寬鬆貨幣政策以對經濟提供支持，惟此舉令公債殖利率持續下探，根據 Bank of America Merrill Lynch 研究報告指出，截至 2019 年 11 月，全球平均利率水準已來到 5,000 年以來的新低水準（圖 14）。<sup>2</sup> 此外，全球負殖利率債券規模更持續增加，並於 2019 年一季度攀升至 17 兆美元，隨著負殖利率債券規模愈來愈大，市場也開始擔心債市已經出現泡沫化的現象。

圖 14 全球平均利率持續下探至 5,000 年以來低點



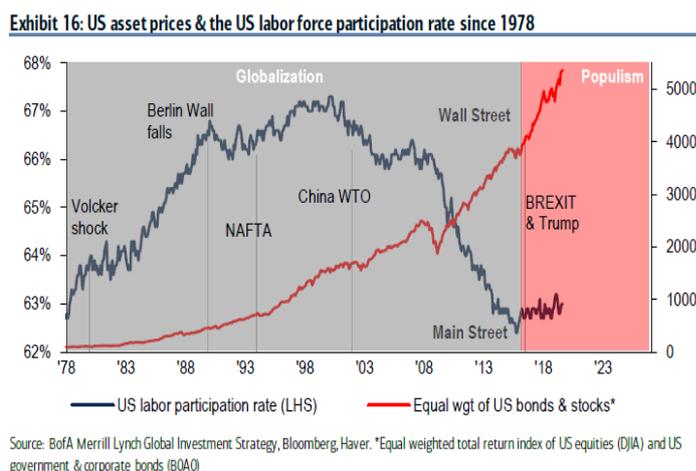
資料來源：Bank of America Merrill Lynch

<sup>2</sup> Israel, Halm et al. (2019), "Transforming World: The 2020s," Bank of America Merrill Lynch Thematic Investing, Nov. 11.

有趣的是，寬鬆的貨幣市場無法激發實體經濟的動物本能，全球的公司債及政府公債已由 2008 年的 105 兆美元上升至 2019 年的 247 兆美元。但低利率卻使得金融市場投資人為追求較高的投資收益率（hunt for yield）而被迫擁抱較高的投資風險或更低的流動性。Financial Times<sup>3</sup>引用 2019 年 IMF 全球金融穩定報告指出，許多債券基金經理人透過減少現金部位以及其他流動性較高、但收益性低的資產，並轉而投資高收益、低流動性的低品質資產，以獲取更高的投資報酬率，惟上述低品質資產在市場情勢惡化時，是相當難以脫手的。

IMF 報告更指出，其針對 1,760 支債券基金，約佔全球流通在外固定收益產品 60% 進行檢視，發現約 1/6 的受檢視債券基金不符合其設下的流動性標準；此外，債券基金平均流動性短缺的情況在過去兩年內增加了 1/3，且假設所有債券基金同時面臨流動性衝擊，預計整體流動性短缺規模將達到 1,600 億美元。IMF 並警告，若債券基金所握有的流動性資產無法滿足贖回的要求，屆時恐將引發資產拋售潮，並增加系統性金融風險（圖 15）。

圖 15 債券基金若面臨流動性短缺問題恐增加系統性金融風險



資料來源：Financial Times、Bank of America Merrill Lynch

### 三、美國債券殖利率轉負的可能性

儘管美國經濟情況相對穩健，但受到美中貿易戰衝擊，加以 2019 年一度出現被視為經濟衰退前兆的美債殖利率倒掛現象，市場亦擔心一旦發生經濟衰退，Fed 是否仍有寬鬆貨幣政策空間，以及必要時是否可能採行負利率政策。此外，針對負利率所帶來的影響，相關研究的結論正反面並陳（表 2）。儘管負利率可以強化前瞻指引及量化寬鬆政策的政策效果，

<sup>3</sup> Flood, Chris (2019), “Bond Bubble Puts Global Financial System at Risk,” Financial Times Investing in Funds, Oct. 19.

惟部分研究對此政策抱持疑慮，認為負利率將產生降低政策傳遞至貸款利率的政策效果，以及侵蝕銀行獲利等負面效果，甚至可能間接導致整體生產力的下降。惟高盛指出，上述問題或許可以透過改良機制設計來解決，而非完全無法排解的技術性障礙。

表 2 探討負利率之影響的文獻回顧

研究出處	有效性	該研究對負利率之有效性評估
EffectivenessEggersson-Juelsrud-Summers-Wold (2019)	效果不顯著且可能會適得其反。存款利率降至零使瑞典銀行受到傷害。	該研究僅針對負利率對銀行放款體系的影響進行評估，並不包括對其他籌資管道的影響。
Lilley-Rogoff (2019)	在所有政策選項中最有效。	可能需要對小額存款者豁免負利率，但對銀行補助可能更為直接。
Liu-Mian-Sufi (2019)	效果不顯著，低利率可能令產業集中度增加，並令生產力下滑，並導致長期產出下降。	--
Brunnermeier-Koby (2019)	效果隨時間經過而遞減	存款人及銀行可以調整自身行為以降低負利率帶來的傷害
Ampudia-Van den Heuvel (2019)	將利息降至零以下將使銀行股價走低	其他貨幣政策，如資產購買等，或許可以降低銀行利潤受到的傷害
GS: Radde-Stehnsaxena (2019)	相較於降息但維持在零以上，將利息降至零以下對經濟的刺激力道較弱，且可能對生產力產生負作用	--
GS: Baba (2019)	一開始對日本經濟確有提振效果，惟隨後產生銀行緊縮放款的副作用	若非處於長期低利率環境，負利率政策效果將更為顯著
IMF Staff Report (2017)	僅對經濟有少許的正面效果，且對銀行利潤、支付系統及市場運作沒有顯著的副作用	負利率將鼓勵增持現金
Arseneau (2017)	對於負利率將降低銀行利潤的副作用似乎被高估了	負利率並不會影響美國銀行業獲利水準，但可能降低部分銀行的利潤並降低其放款意願
Coeuré (2016)	負利率對提振經濟是有效的，負利率將刺激消費。對貨幣政策或銀行獲利具正向效果	若負利率維持一段時間，其對金融中介機制及金融穩定存在潛在威脅
McAndrews (2015)	效果將隨著利率進一步降低而遞減，將會在合法性、執行面及經濟摩擦產生影響	政策的調整可能可以緩解左列摩擦

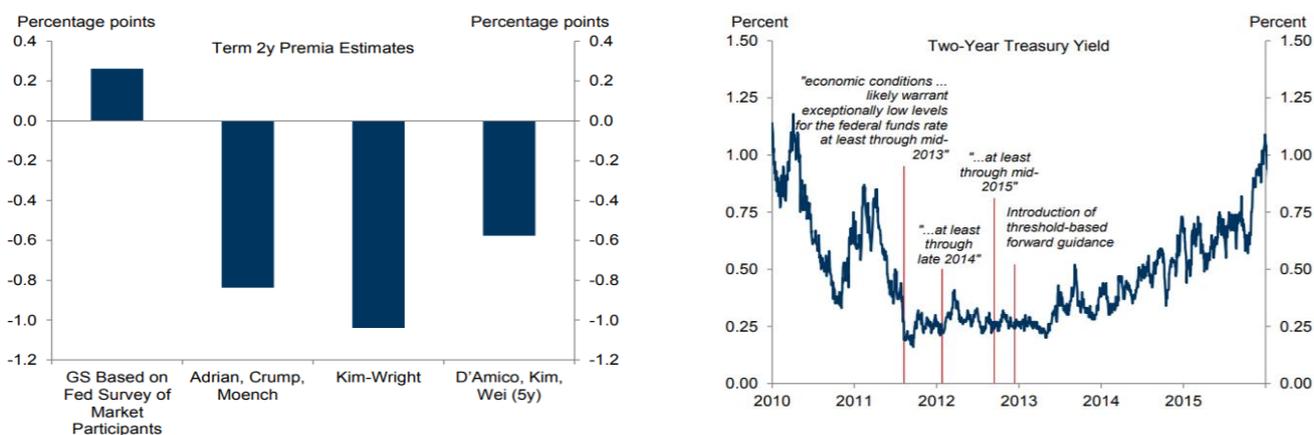
資料來源：Goldman Sachs

至於 Fed 是否可能考慮採取負利率政策呢? Fed 主席 Powell 在 2019 年 9 月的會後記者會上表示「金融危機發生的那段時間，我們的確考慮過採負利率政策，但後來我們選擇不這麼做。而且我認為，即使未來某個時間點，我們發現自己再度面臨觸及有效利率下限，我認為我們也不會考慮採行負利率政策」。對 Fed 而言，其他國家央行採取負利率政策的經驗顯示，一旦採行負利率政策，利率可以遠低於官員原先設想的水準，儘管貨幣市場改革可以降低部分風險，但截至目前為止，Fed 官員顯然仍對負利率政策採取堅決反對的態度。

在 Fed 並未將政策利率降至負值的情況下，未來美國公債殖利率是否仍可能轉負呢? 高盛透過兩個面向來探討這個問題：

- (一) 債券殖利率為市場對政策利率的期望值加上期限溢酬 (Term Premium)，以 2 年期或 3 年期且期限溢酬為-12.5 個基點為的債券為例，當政策利率鎖定在有效利率下限 (Effective Lower Bound, ELB) 時，大部分目前流行的模型都得到「是」的結論。但高盛對此結論持保留態度。
- (二) 檢視美國自身歷史經驗，即使在經濟衰退的情況下，都沒有發生公債殖利率在政策利率維持零以上的情況下，自行轉負的情況 (圖 16)。

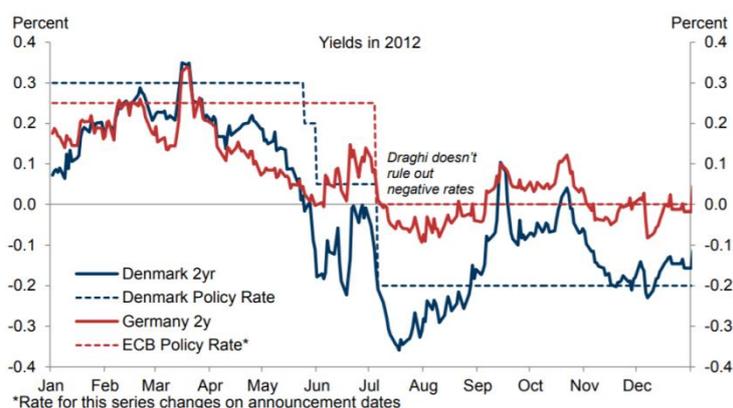
**圖 16 主流模型預估 2 年期公債殖利率可能在衰退期間轉負，但即使在經濟衰退時期，美債殖利率都不曾轉負**



資料來源：Goldman Sachs

至於其他國家的經驗又給我們怎樣的啟發呢? 2012 年，即使 ECB 開始將存款利率降至零，兩年期德國公債殖利率也僅略低於零，但在前 ECB 總裁 Draghi 正式宣布並不排除負利率選項，加上丹麥央行採取將政策利率降至零以下的行動，德國及丹麥兩年期殖利率快速下行 (圖 17)。

圖 17 歐洲經驗顯示，央行承諾可能帶動公債殖利率轉負



資料來源：Goldman Sachs

這反映出即使在經濟衰退時期，公債殖利率都不至於持續地維持在負值，除非市場開始質疑 Fed 對於維持利率下限大於零的承諾。但這並非不可能，在 Fed 最近一次對市場參與者做的調查結果顯示，半數受訪者認為，政策利率在 2021 年轉為負值的可能性約 10%。

#### 四、負利率可能帶來的影響

目前各界關注負利率所帶來的影響主要集中在對銀行獲利的傷害方面，惟由於金融體系的運作將對社會的各個面向產生影響，因此綜合整理負利率可能帶來的影響如下：<sup>4</sup>

##### （一）總體經濟面

因為負利率使得消費者面臨的金融不確定性較高，故會增加儲蓄，並導致消費緊縮的反效果。根據歐盟統計局報告指出，歐元區的家庭儲蓄率將近 13%，已創下 5 年來的新高。

##### （二）金融市場運作面

1. 因為無法接受負利率帶來的負報酬率，許多資金（如養老金）湧向承諾打敗零息債券的資產，使得股票、垃圾債券、房地產及私募股權等的估值上升、風險增加。
2. 保險機構在承保時先拿到保費，幾年後出險時再支付，期間保險公司可以運用該筆資金進行投資。但在負利率的金融環境下，上述模式轉變為在出險前都要為該筆資金支付利息。
3. 負利率將扭曲浮動利率的金融商品運作，同時也將使得傳統上以正利率為假設的財務

<sup>4</sup> Marks, Howard (2019), "Mysterious," Oaktree Capital Memo, Oct. 21.

模型失效，加上無數證券及衍生性商品的估值都透過財務模型計算，負利率的盛行將使得上述財務模型失效。

### （三）政治面

負利率是對小額儲蓄者的懲罰，擁有資本者仍可透過股票價格上漲獲利，在薪資收入趕不上股票等金融資產價格上漲速度的情況下，貧富差距變大，也間接導致民粹主義盛行。

## 伍、心得與建議

日本自 1990 年代起長期處於低成長、低通膨、低利率的情況而被稱為「失落的 20 年」，而為了解決 3 低的問題，歷年來的日本政府積極推出財政刺激政策，BoJ 也不斷推出各種新型貨幣寬鬆政策，但成果似乎都有限。

過去不少專家學者認為，日本經濟的低迷主要是未能積極的採用大規模的貨幣寬鬆政策，抑或是過早退出寬鬆政策。2013 年首相安倍上台後，BoJ 推出的超寬鬆貨幣政策雖然令日本擺脫了通縮，也改善了日本的經濟，但 7 年過去了日本經濟仍處於低成長、低通膨、低利率的情況。且 BoJ 長期實行超寬鬆貨幣政策的成本正在不斷上升，而貨幣寬鬆的成效也有降低的情況，但 BoJ 將拉升通膨至 2% 列為首要目標，在通膨仍舊低迷下，似乎很難看得見退出寬鬆政策的前景，BoJ 似乎已陷入不得不繼續而無法退出的情況。

已有不少的論點認為，日本經濟長期低迷的最大主因是來自於人口老化、出生率下降的結構性問題。雖然安倍政府近年來積極鼓勵日本女性和老年人的投入職場，企業也積極投入節省勞動力的投資等舉措，緩解了部分因勞動力短缺對日本經濟所造成的負面影響。但人口的下降和高齡化這些結構化問題將繼續為日本長期的經濟發展帶來壓力，雖然安倍政府也努力在推行各種結構性的改革，但短時間內可能還無法見到成效。而臺灣也同樣面臨人口老化、出生率下降的情況，需及早推動相關的政策以為因應。

惟貨幣寬鬆政策效果逐漸遞減以及其副作用並非日本獨有，歐洲亦然。而受到美中貿易戰等不確定因素干擾，引發市場對經濟衰退的擔憂。不僅 Fed 2019 年由升息循環轉變為降息循環，主要國家央行更持續執行寬鬆貨幣政策以對經濟提供支持，惟此舉令公債殖利率持續下探，全球負殖利率債券規模更持續增加，低利率卻使得金融市場投資人為追求較高的投資收益率（hunt for yield）而被迫擁抱較高的投資風險或更低的流動性，如同 IMF 全球穩定金融報告所指出的，此恐將增加系統性金融風險，相關監管機構宜密切關注相關資訊以及早因應。

## 參考資料：

1. Nakaso, Hiroshi (2017), “Evolving Monetary Policy:The Bank of Japan's Experience” ,Oct 19.
2. IMF (2019), “World Economic Outlook” ,Oct.
3. Wakatabe, Masazumi (2019), “Has Japan's Economy Changed?:Challenges and Prospects” ,Oct.4.
4. Kuroda, Haruhiko (2019), “Japan's Economy and Monetary Policy” ,Nov.5.
5. Sakurai, Makoto (2019), “Economic Activity, Prices, and Monetary Policy in Japan” ,Nov.27.
6. Amamiya, Masayoshi (2019), “Japan's Economy and Monetary Policy, Bank of Japan” ,Dec.12.
7. Israel, Halm et al. (2019), “Transforming World: The 2020s,” *Bank of America Merrill Lynch Thematic Investing*, Nov. 11.
8. Hatzius, Jan et al. (2019) “Fighting the Next Recession,” *Goldman Sachs Economic Research*, Sep. 29.
9. Flood, Chris (2019), “Bond Bubble Puts Global Financial System at Risk,” *Financial Times Investing in Funds*, Oct. 19.
10. Marks, Howard (2019), “Mysterious,” *Oaktree Capital Memo*, Oct. 21.
11. IMF (2019), “Global Financial Stability Report” ,Apr.