

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 Mizuho Bank 舉辦之
「第 21 屆 Mizuho 全球研討會」出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：洪櫻芬（襄理）

派赴國家：日本

出國期間：108 年 11 月 4 日至 108 年 11 月 9 日

報告日期：109 年 1 月 31 日

摘要

研討會由 Mizuho 銀行專家學者就：(一)國際經濟情勢；(二)日本經濟，及(三)Mizuho 集團整合沿革及海外發展策略進行演講；並提供與會成員就個別有興趣議題進行對談。心得如下：

- (一)寬鬆金融環境促使金融市場脆弱性仍持續累積，金融情勢再度趨緊，全球金融風險走升。鑑於未來先進經濟體貨幣政策走勢不確定性仍高，恐使長期存在經常帳逆差、財政赤字或外債偏高等問題之新興經濟體面臨金融情勢趨緊壓力，值得密切注意。
- (二)日本及許多國家企圖透過量化寬鬆貨幣政策及負利率政策提振經濟，惟受全球景氣及避險行為等諸多因素影響，執行效果愈形式微，未來宜在貨幣政策、財政政策與產業結構間重新平衡調整，擴大基礎建設，以提升勞動生產力及企業競爭力為主軸，以促進經濟發展與繁榮。
- (三)全球貿易緊張情勢正持續削弱全球經濟，貿易壁壘增加，以及地緣政治緊張局勢，均可能損及生產力，並加劇經濟放緩趨勢。各國應合作解決貿易分歧，減少扭曲性貿易壁壘措施，共同合作建立更開放靈活市場。
- (四)鑑於金融脆弱性及全球經濟成長下行風險上升，國際貨幣基金（IMF）建議各國應盡力避免經濟急遽放緩，同時適時採取總體審慎工具，以抑制金融脆弱性上升，包括：金融脆弱性較高的國家應採行更多審慎工具（如抗循環資本緩衝）；新興經濟體應削減過多外債及維持充足的財政與外匯緩衝準備，跨國間宜進行多邊政策協調，以維持全球金融穩定。
- (五)IMF 前總裁拉加德指出，貿易緊張局勢、主要經濟體貨幣政策緊縮、英國脫歐政策不確定性及中國經濟成長放緩等四大因素，可能對全球經濟產生負面影響，增添金融市場風險。台灣屬小型且高度開放經濟體，易受全球景氣與金融循環之影響，須隨時掌握國際經濟金融問題的最新變化，及早因應以降低衝擊。

目 錄

壹、目的與過程	1
貳、國際經濟情勢	2
一、全球經濟展望	2
二、主要經濟體之經濟金融情勢	5
參、日本經濟	11
一、日本經濟發展歷程	11
二、日本政府因應對策	12
三、日本經濟現況	17
肆、心得及建議	20

壹、目的與過程

一、會議目的

本次由瑞穗銀行（Mizuho Bank）在日本東京舉辦之「第 21 屆 Mizuho 全球研討會」（The 21th Mizuho Global Seminar）為期 4 天，邀請全球包括台灣、土耳其、大陸、南非、緬甸、寮國、俄羅斯、印度、印尼及馬來西亞等 10 個國家共計 14 人與會。Mizuho 每年邀集其集團重要企業客戶及金融機構參與研討會；透過研討會課程及實地公司參訪，認識日本第二大金融集團- Mizuho 的組織及發展策略，並瞭解國際經濟情勢及日本經濟。

二、會議過程

本次會議於 2019 年 11 月 5 日開幕，研討會期間由 Mizuho 銀行專家學者就：(一)國際經濟情勢；(二)日本經濟，及(三)Mizuho 集團整合沿革及海外發展策略進行演講；並提供與會成員就個別有興趣議題進行對談。謹將本次會議重要過程內容與心得建議說明於後次章節。

本報告後續內容，第貳章介紹國際經濟情勢；第參章介紹日本經濟；第肆章則為心得與建議。

貳、國際經濟情勢

自 2019 年 9 月以來，美中重啟貿易談判，主要經濟體央行貨幣政策立場更趨寬鬆，全球金融市場表現好轉，惟全球景氣持續降溫，金融脆弱性則上升。2020 年全球經濟可望持穩，然而仍面臨貿易紛爭、中國大陸經濟續緩及地緣政治風險等諸多不確定性。

一、全球經濟展望

全球貿易緊張情勢正持續在削弱全球經濟，美中貿易衝突、英國脫歐、日韓貿易爭端，以及香港反對「逃犯條例」修訂草案抗爭等地緣政治緊張引發之諸多不確定性，衝擊消費及投資信心，2020 年世界經濟前景風險仍高，若貿易與地緣政治局勢惡化，經濟數據持續疲軟，全球經濟成長可能持續放緩。

(一) 全球經濟成長預測下修

2019 年受貿易政策不確定性持續之影響，國際貨幣基金 (IMF) 於 2019 年 10 月 15 日發布世界經濟展望報告(WEO)，下修 2019 年全球經濟成長預測值 0.2 個百分點至 3.0%，是 2009 年以來之最低水準；IHS Markit 預測 2019 年全球經濟成長率將由 2018 年之 3.2% 大幅降至 2.6%，先進經濟體由 2.3% 降至 1.6%，新興市場經濟體亦由 4.8% 降至 4.2%；其中美國、歐元區及中國大陸分別降至 2.3%、1.2% 及 6.2%，日本則升至 0.9%。

展望 2020 年，由於主要經濟體貿易政策之不確定性仍高，IMF 下修全球經濟成長預測值 0.1 個百分點至 3.4%；IHS Markit 預測全球經濟成長率將略降至 2.5%，先進經濟體降至 1.4%，新興市場經濟體因若干亞太國家可望採行財政激勵措施而略升至 4.3%。主要國際機構亦多認為 2020 年全球經濟成長力道仍疲，

惟在新興市場經濟體的支撐下，可望持穩，主要國際機構對全球經濟成長率之預測值及看法詳表 1。

表 1 主要國際機構對全球經濟成長率之預測值及看法

國際機構 (預測日期)	預測值(%)		說明
	2019 年	2020 年	
IMF (2019/10/15)	3.0	3.4	主要國際機構對本年全球經濟成長率預測值平均為 2.9%、中位數為 3.0%；明年成長率預測值平均為 3.0%、中位數為 3.1%，成長力道仍疲軟，惟可望持穩，主要係基於下列因素： 1、新興市場基本面良好有助帶動消費，再加上政策空間充裕，可成為明年全球經濟成長之主要來源。 2、美中可能在近期簽署第一階段貿易協議，貿易衝突可望暫時和緩，降低企業面臨之不確定性。 3、本年主要經濟體採寬鬆貨幣政策等支持性總體經濟政策之效果，將在明年逐漸顯現，可望提振需求。 4、明年全球科技循環可望在 5G 投資及相關應用帶動下復甦。
OECD (2019/11/21)	2.9	2.9	
Barclays (2019/12/13)	3.1	3.3	
Société Générale (2019/12/9)	2.6	2.4	
Goldman Sachs (2019/12/16)	3.1	3.4	
Morgan Stanley (2019/12/12)	3.0	3.2	
Deutsche Bank (2019/12/17)	3.1	3.3	
HSBC (2019/12/16)	2.6	2.5	
BoAML (2019/12/13)	3.1	3.1	
Citi (2019/12/12)	2.6	2.7	
Credit Suisse (2019/12/12)	2.6	2.5	
Nomura (2019/12/10)	3.1	3.1	
J.P. Morgan (2019/12/16)	3.1	3.1	
UBS (2019/12/12)	3.0	3.0	
中位數	3.0	3.1	
平均值	2.9	3.0	

資料來源：各機構

(二) 全球經濟成長面臨之下行風險仍高

2019 年 12 月中旬美中達成第一階段貿易協議及英國國會大選保守黨大勝，降低近年妨礙全球經濟發展之不確定性。然而，2020 年全球經濟仍面臨顯著的下行風險，IMF 警告，全球經濟成長走緩，美中貿易衝突致供應鏈受到破壞、金融市場長期寬鬆致風險上升，以及地緣政治衝突升溫等因素，均可能影響全球經濟成長及金融穩定。

此外，金融危機後金融市場長期寬鬆促使投資者追求高收益高風險之投資標的，降低市場融資難度，體質脆弱之企業槓桿程

度趨增，非金融機構脆弱性居高點，以及先進經濟體低利率政策引發國際資金流入新經濟體，金融脆弱度持續累積，一旦出現負面事件，例如美中貿易談判惡化、英國脫歐的發展、或高度舉債經濟體債務惡化等，恐致新興經濟體債務違約攀升或資金大幅流出，增添全球金融不穩定風險。

整體而言，2020 年全球經濟面臨下行風險主要包括：(1)美國主導之貿易摩擦不斷；(2)全球長年超低利率環境雖支撐近年全球經濟，但金融脆弱性亦隨之累增；(3)中國大陸經濟放緩速度超出預期；(4)英國脫歐之後續發展及英國領土完整性恐面臨挑戰、香港民眾抗爭、中東動盪等地緣政治風險仍存。若這些風險加劇，將對全球經濟構成威脅，宜密切關注相關情勢後續發展。

鑑於金融脆弱性及全球經濟成長下行風險上升，IMF 建議各國應盡力避免經濟急遽放緩，同時適時採取總體審慎工具，以抑制金融脆弱性上升，包括：(1)主要國家央行應明確傳達對貨幣政策走向之評估立場，以避免金融市場不必要的波動；(2)金融脆弱性較高的國家應採行更多審慎工具(如抗循環資本緩衝)，以增強金融體系韌性，並就企業債務持續成長及非銀行部門期限與流動性錯配等問題，發展有效之審慎工具；(3)歐元區銀行應持續降低不良貸款，以改善其資產負債表，並避免對單一主權國家過度暴險，以降低主權與金融體系連結之風險；(4)新興經濟體應削減過多外債、減少對短期負債的依賴及維持充足的財政與外匯緩衝準備，以提高對資金流出之抵禦能力；(5)為避免各國採行政策對其他經濟體產生不利之外溢效果，例如先進經濟體貨幣政策正常化導致新興經濟體資本移動風險升高等，跨國間宜進行多邊政策協調，以維持全球金融穩定。

二、主要經濟體之經濟金融情勢

因經濟前景不佳，貿易緊張局勢未明，主要經濟體貨幣政策再度轉趨鴿派，美國及歐元區繼續寬鬆貨幣政策，中國大陸則金融情勢趨緊(圖 1)。

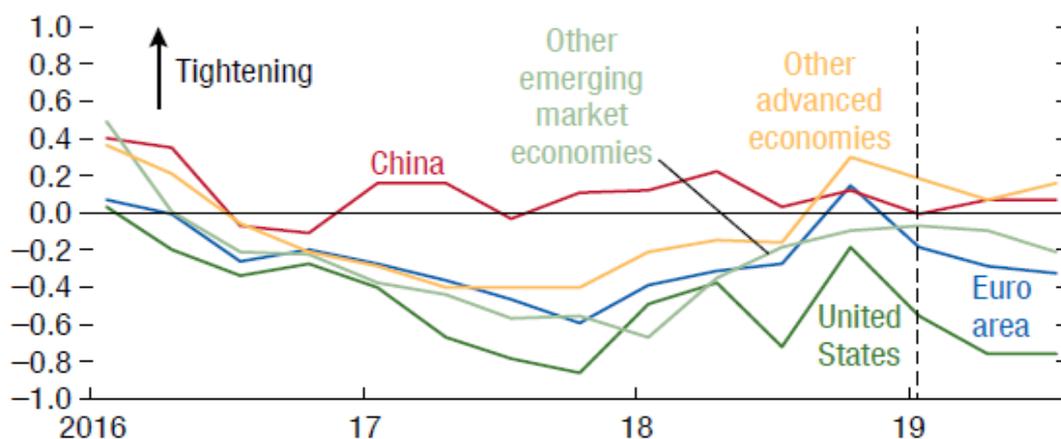


圖 1 全球金融情勢指標

註：1.資料點為金融情勢偏離整體資料平均之標準差。

2.其他先進經濟體(other advanced economies)包括澳洲、加拿大及英國等 11 個經濟體。

3.其他新興經濟體(other emerging market economies)包括巴西及印度等 6 個經濟體。

(一) 美國

1. 美中貿易協議尚有變數，影響全球投資及經濟成長走勢

因美中雙方互採報復型關稅政策，致美國貿易政策不確定性處相對高點。2019 年第 3 季，美國經濟成長率(與上季比，換算成年率)升至 2.1%，主因民間消費穩健上升，以及輸出恢復成長，而企業固定投資雖仍呈現負成長，惟在住宅投資復甦支撐下，減幅已較第 2 季縮小；預測全年經濟成長率為 2.3%，低於上年之 2.9%。

由於企業資本支出受貿易政策不確定性影響，已逐漸減速，加以

政府財政激勵效益減退，預測 2020 年經濟成長率恐再降至 2.1%。根據 IMF 情境分析，給定美中貿易戰二國互徵關稅處於最嚴重情境，美中 2020 年經濟成長率將分別下滑 0.6 及 2 個百分點，全球經濟成長率則下降 0.8 個百分點(圖 2)。

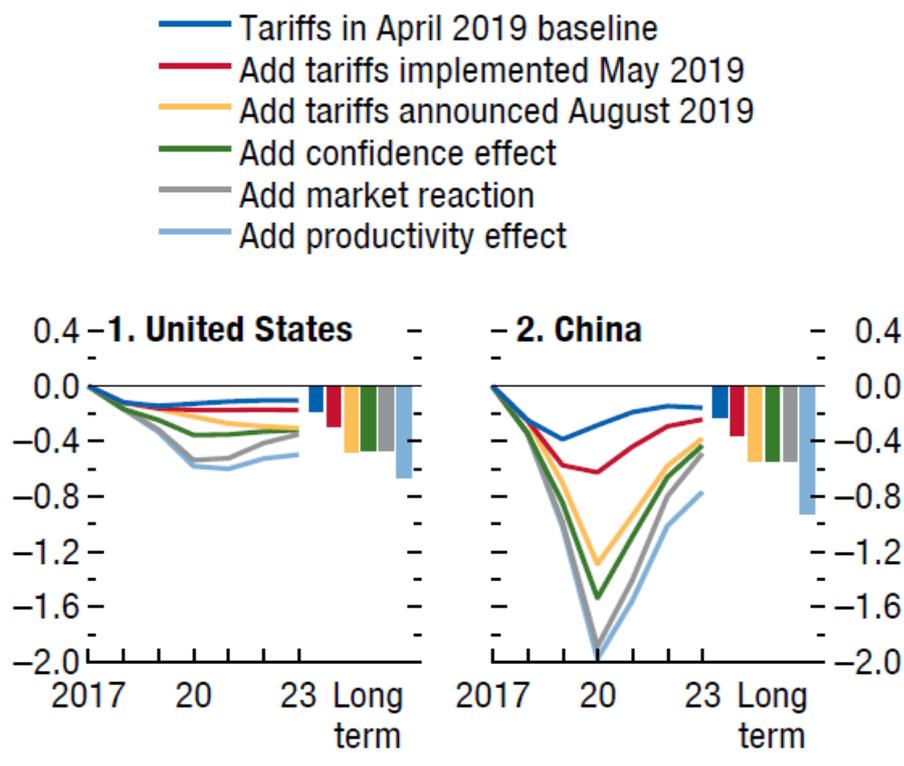


圖 2 美中貿易戰影響之情境分析

資料來源：IMF(2019), World Economic Outlook, October

2. 美貨幣政策再度轉趨鴿派

2018 年以來，主要央行陸續升息及採取縮表政策導致全球低廉流動性逐漸減少，不利資產價格續升。其後，聯準會(Fed)考量美中貿易衝突及英國脫歐所帶來的不確定性，恐致全球經濟成長力道轉弱且通膨壓力減緩，爰於 2019 年 7 月、9 月及 10 月分別調降聯邦資金利率目標區間各 1 碼至 1.50%~1.75%，另為確保準備金供給維持充裕，自 2019 年 10 月 15 日起開始購買國庫

券，初步每月購買約 600 億美元，至少至 2020 年第 2 季；並將進行定期及隔夜附買回操作至少至 2020 年 1 月，以減輕貨幣市場壓力。2019 年 12 月 11 日 FOMC 決議維持政策利率不變，2019 年共降息 3 次，並對 2020 年聯邦資金利率預測之中位數為 1.625%，暗示 2020 年利率可能維持不變。

2019 年以來，美國經濟成長趨緩，預期通膨率下滑，美國貨幣政策再度轉趨鴿派，惟在三度降息後，利率可能會維持一段期間不變。未來若經濟衰退，除政策利率再調降外，可能考慮實施大規模資產購買或前瞻性指引，而非負利率政策，Fed 主席 Powell 表示，負利率在當前環境是不合適的。

(二) 歐元區

1. 英國脫歐影響歐元區經濟成長

歐元區受全球貿易爭端加劇、英國脫歐不確定性及部分成員國政局動盪等影響，2019 年第 3 季經濟成長率為 1.2%，與第 2 季持平，係 2014 年以來之最低增速；主要成員國中，德國製造業及出口部門表現仍疲弱，經濟成長率僅 0.5%，法國則受益於內需支撐，經濟成長率為 1.3%。預測歐元區全年經濟成長率為 1.2%，低於上年之 1.9%。歐元區經濟信心持續下滑，工業與服務業信心均跌落至長期平均之下，反映企業對經濟前景看法仍悲觀，預測 2020 年經濟成長率續降至 0.9%，惟可望於第 1 季落底後漸回穩。

此外，根據 OECD 預估，英國若以無協議脫歐，將使 2022 年歐元區經濟成長率下降至少 0.6 個百分點(圖 3)，使全球經濟壟罩陰影。

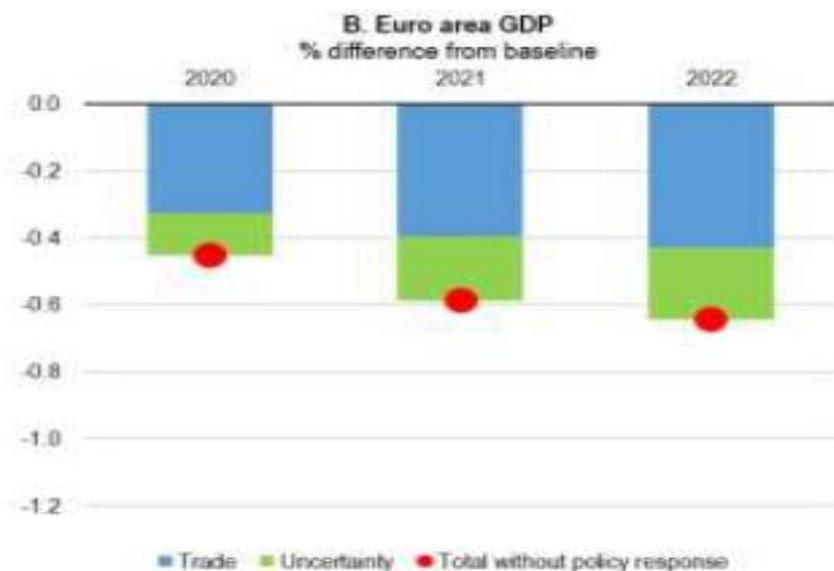


圖 3 英國硬脫歐對歐元區經濟成長率之影響

註：1.直接影響(Trade)情境包括英國出口量下滑、歐盟各成員國對英國出口下滑，及英鎊大幅貶值。

2.市場不確定性(Uncertainty)情境為考量投資風險貼水上升。

資料來源：OECD(2019), OECD Economic Outlook, September

2. 歐元區經濟前景不佳，預期通膨率下降，重啟購債計畫

歐元區經濟前景不佳，預期通膨率下降，2019 年 9 月 ECB 調降存款利率 0.1% 至 -0.5%，10 月及 12 月歐洲央行(ECB)皆決議維持主要再融通操作利率、邊際放款利率與存款利率於 0.00%、0.25% 及 -0.50% 不變，並預期將維持政策利率於目前或更低水準，直至通膨展望穩健趨近但低於 2%。

2019 年 11 月 1 日重啟資產購買計畫，每月購債額度為 200 億歐元，預期購債計畫將持續至開始升息前才終止，到期債券本金之再投資則將持續進行至開始升息後一段時間。另為支持歐元區內以銀行為主的貨幣政策傳遞管道，自 10 月 30 日起導入實施

兩層準備金給息制度(two-tier system for reserve remuneration)，銀行的部分超額準備金將免除適用負存款利率。

2019 年 12 月 12 日 ECB 預測明年 GDP 成長率及通膨率分別為 1.1% 及 1.1%，均略低於本年之 1.2% 及 1.2%，ECB 總裁 Lagarde 重申，需在更長時間內維持高度寬鬆立場。

(三) 中國大陸

1. 中國大陸經濟成長放緩

中國大陸受到美中貿易戰的影響，私人消費與投資減弱，2019 年第 3 季經濟成長率降至 6.0%，係 1992 年開始實施國民經濟會計制度以來最低，主因製造業利潤下降衝擊投資意願，加以受全球經濟降溫及美中貿易摩擦影響，致投資及淨輸出對經濟成長之貢獻減少；預測全年經濟成長率為 6.2%，低於上年之 6.6%。

2020 年政府宣布的總體經濟激勵政策可望發揮作用，惟受地方政府嚴格管控隱性債務、房地產企業融資收緊及企業利潤下降影響，預期投資反彈力道有限，復因消費受居民負債比率攀高及就業低迷抑制，加以在全球經濟下行背景下，淨輸出恐持續下滑，預測經濟成長率續降至 5.7%，未來若美中貿易爭端再起，或經濟下行與金融風險攀升間之不利反饋循環加劇，導致發生系統性金融風險或經濟急遽放緩，將拖累全球經濟成長。

2. 中國大陸企業債務違約風險升高，金融風險攀升

2019 年以來，中國大陸製造業動能減弱，投資及輸出成長同步減速，美中貿易衝突加劇更加重其經濟下行壓力，復以中國大陸經濟成長持續放緩及企業營運狀況下滑使還款能力轉弱，導致

企業債務違約不斷、家庭債務壓力加大、商業銀行(尤其中小型銀行)資產品質惡化等金融風險攀升(圖 4)。

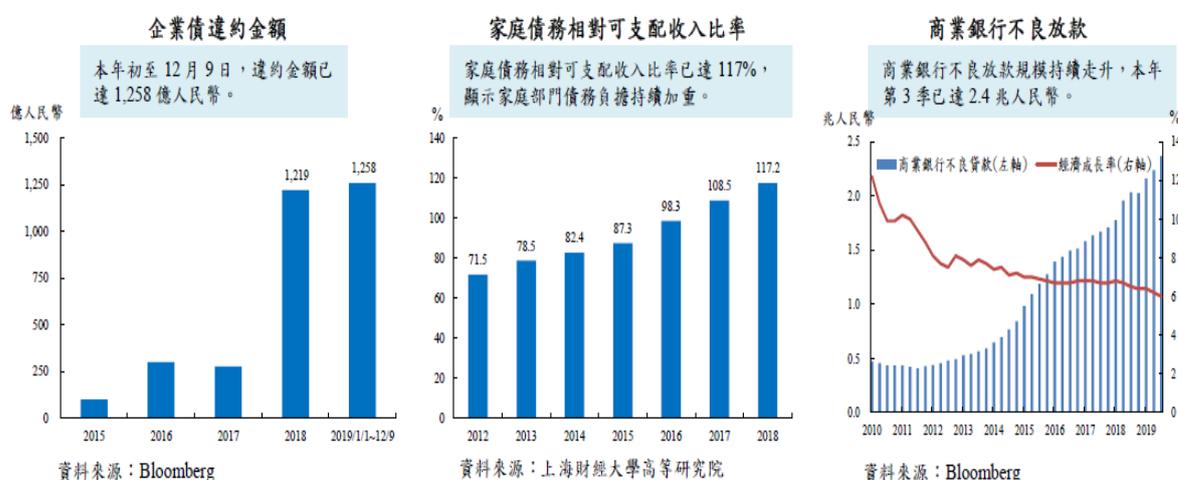


圖 4 中國大陸金融相關指標

3. 中國人民銀行維持政策利率不變，調降公開市場操作利率

為因應經濟下行壓力加大，中國人民銀行(簡稱人行)續採逆景氣循環調節措施，2019 年 10 月 15 日和 11 月 15 日實施定向下調城市商業銀行存款準備率各 0.5 個百分點，以及利用公開市場操作及各項借貸便利等政策工具釋出資金，以維持流動性合理充裕。

為疏通貨幣政策傳遞管道、降低實體經濟融資成本，人行落實 2019 年 8 月 20 日起開始實施之放款市場報價利率(Loan Prime Rate, LPR)相關改革，於 11 月 5 日調降 1 年期中期借貸便利(Medium-term Lending Facility, MLF)利率 5 個基點，再於 11 月 18 日下調 7 天期公開市場逆回購操作利率 5 個基點，以利銀行降低對企業之放款利率。

參、日本經濟

一、日本經濟發展歷程

(一) 1968 年日本為全球第二大經濟體，1989 年泡沫經濟達最高峰

日本在二次大戰後從廢墟中快速復甦，1968 年超越德國成為全球第二大經濟體。1980 年代初起，日本逐步解除金融管制，同時致力於資本移動的自由化，1985 年廣場協議後，日圓大幅升值，BOJ 為協助出口產業，採行極為寬鬆的貨幣政策，銀行競相放款，致房地產、股價狂飆，至 1989 年 12 月 29 日日經指數達史上最高點 38,957.44，泡沫經濟達最高峰。

由於資產價格泡沫持續擴大，通貨膨脹率攀升，日本央行 (BOJ) 開始採取強烈的緊縮性措施，大幅調升重貼現率，至此日本的資產價格泡沫終被戳破。

(二) 1990 年後日本經濟由盛而衰，2010 年退居全球第三大經濟體

1990 年代初起，資產價格開始下挫，不動產、股票與其他資產價格同步下跌；銀行、家計部門及廠商均「去槓桿化」(deleveraging)，積極調整資產負債表，民間需求大幅萎縮，一般性物價持續下跌，出現嚴重「資產負債表型衰退」(balance sheet recession)。

相較於 1980 年代日本年平均實質經濟成長率為 4.7%，1990 年代降為 1.3%，2000 年代時更降為僅剩 0.6%，2010 及 2020 年代亦僅有 1.0% (如圖 5)，2010 年中國大陸 GDP 超越日本，日本退居全球第三大經濟體。

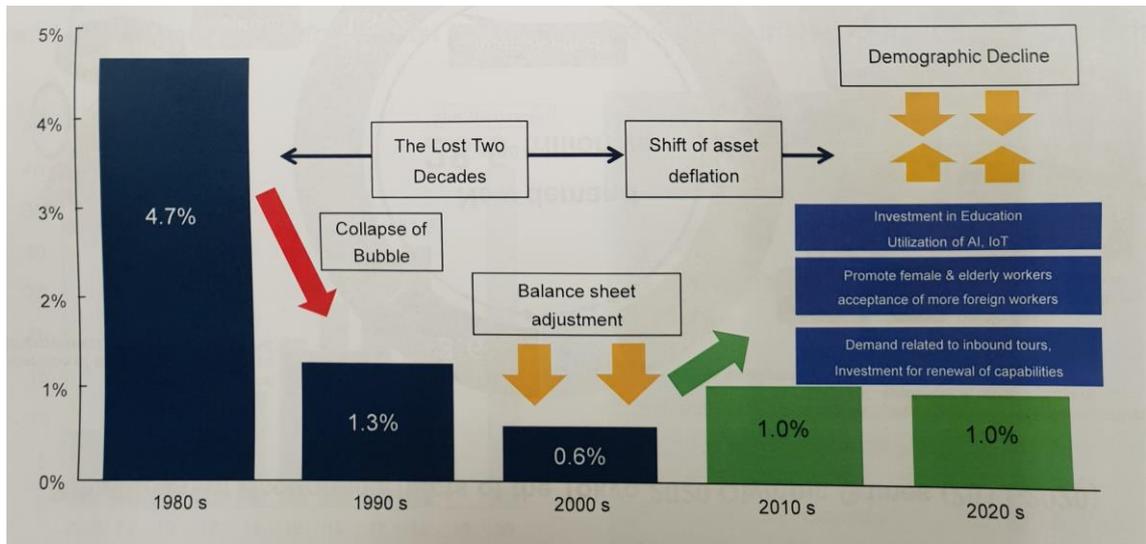


圖 5 日本年平均實質經濟成長率

資料來源：Mizuho (2019)研討會資料。

二、日本政府因應對策

1990 年代面對資產價格泡沫破滅對日本經濟帶來的重大衝擊，日本政府自 1990 年代中以迄於 2010 年代，採行了一連串的因應對策。整體而言，自 1990 年代以來，日本經濟失落逾 20 年，且通縮困擾近 15 年。茲分述如次：

(一) 1990 年代初期，日本經濟低迷，為提振景氣，不斷採取寬鬆性貨幣及擴張性財政政策

1991 年中 7 月起，BOJ 不斷降息，重貼現率由 6% 持續調降至 1995 年 9 月的 0.5%，1999 年 2 月更進一步採行「零利率政策」。2001 年 3 月至 2006 年 3 月，BOJ 更採行史無前例的「量化寬鬆政策」(QE)，透過買進長期公債、商業票據及資產擔保債券 (ABS)，持續將金融機構的準備部位維持在偏高的水準，以利貸放。

1992~2012年，日本政府共推出22次、總規模達375.7兆日圓的經濟激勵措施，其中包括約127兆日圓的財政支出。積極大規模擴張性財政政策確實有效填補了民間需求的不足，對提振日本經濟助益頗大，其中以擴大公共投資的效益最為彰顯。

(二) 1997年日本貿然提高消費稅，肇致日本經濟連續幾季衰退

1997年4月日本首相橋本龍太郎誤判日本經濟已進入復甦軌道，將消費稅稅率從3%提高至5%，並一度縮減政府支出、降低財政赤字，導致日本數季的經濟衰退，造成二次大戰以來主要國家中最差的經濟表現，所幸及早發現，調整相關財政政策，日本經濟始回轉。

(三) 2000年貿然升息，導致日本經濟再度惡化

BOJ從1991年7月起持續降息，至1999年2月更進一步採行零利率政策；2000年8月11日，BOJ誤判景氣已復甦貿然調升無擔保隔夜拆款利率，結果導致景氣復甦中斷，最終再次降息矯正錯誤。

(四) 2012年日本採行「安倍經濟學」，有助於金融市場與實體經濟

2012年12月26日安倍晉三(Shinzo Abe)就任日本首相後，提出「安倍經濟學」(Abenomics)的三箭計畫，即寬鬆貨幣政策、擴大財政支出，及成長策略(經濟結構改革)，分別為短期(為期1~2年)、中期與長期的計畫(圖6)。

「安倍經濟學」使日圓劇貶、股價高漲、日本經濟成長上升(2013年日本的GDP成長率攀抵2%的高點)，且失業率已降至**2.4%**；儘管「安倍經濟學」扭轉了長期以來的投資下滑，惟仍無

法防止企業的閒置資金增加，仍無法完全脫離低利率、低通膨、低成長之經濟困境。



圖 6 2012 年「安倍經濟學」的三箭計畫

(五) 2014 年調漲消費稅稅率，日本經濟所受之衝擊更甚 1997 年

為整頓財政，2012 年日本朝野取得共識，擬分別於 2014 年及 2015 年實施兩階段調漲消費稅稅率(第一階段: 5% 調升至 8%，第二階段: 8% 調升至 10%)。2014 年 4 月日本開啟第 1 階段的消費稅稅率調升後，2014 年第 2 季日本的 GDP 成長率下降 7.4%。此係自全球金融危機以來最嚴重的下滑；其衝擊遠較 1997 年嚴重，所帶來的消費緊縮程度為 1997 年的 2 倍(圖 7 及圖 8)。有鑑於此，當時首相安倍急踩煞車，宣布延後第 2 階段的消費稅稅率調升。

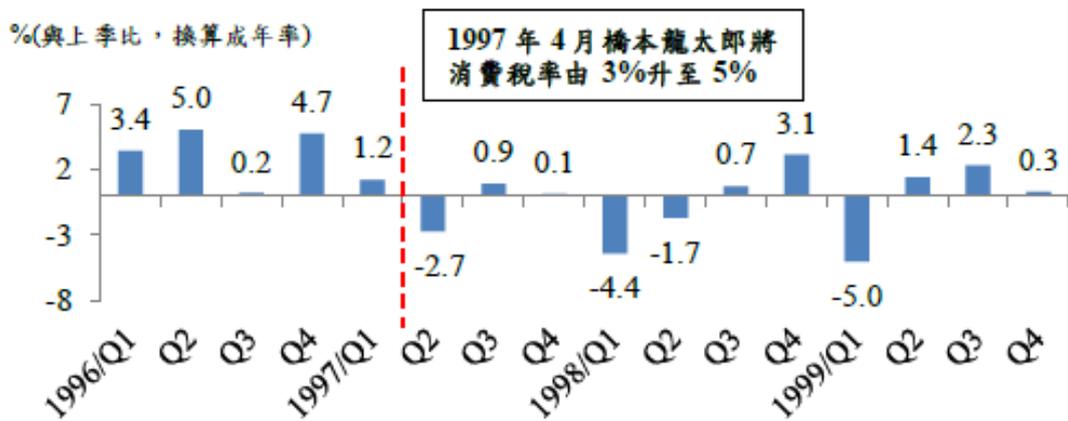


圖 7 1997 年 4 月日本調高稅率前後的經濟成長率

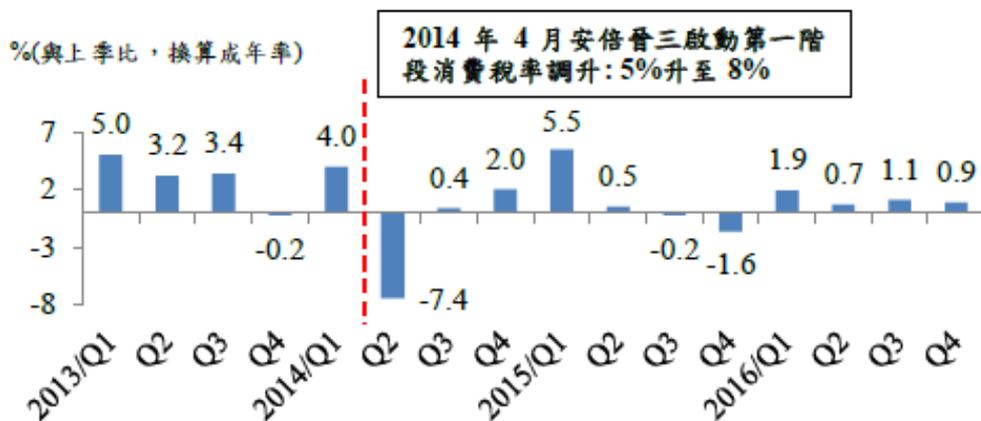


圖 8 2014 年 4 月日本調高稅率前後的經濟成長率

(六) 2016 年 1 月首次採行負利率政策以刺激通膨，惟未奏效

BOJ 於 2016 年 1 月 29 日推出史上首次之負利率政策，希望多餘的錢不要存在銀行，個人能多消費，企業多進行投資，並刺激銀行放款，以期達成通膨率 2% 政策目標。但以 2016 年 10 月公布之日本家庭支出及消費者物價指數連續 8 個月下跌，顯然政策未奏效。

(七) 2019 年 10 月導入第 2 階段的消費稅稅率調升

2019 年 10 月日本政府才正式將消費稅稅率從 8%，再調升至 10%；由於個人消費是日本經濟內需之支柱，許多專家認為新消費稅制度將降低消費者購買意願，導致個人消費銳減，恐影響日本經濟景氣。

惟此次的消費稅稅率調升，日本政府搭配大規模經濟激勵方案等相關配套措施，並提供消費者包括無現金支付的點數回饋，以及部分減輕稅率機制，另 2020 年東京奧運應可提振消費，有助於抵銷沒有接續鼓勵消費的暫行性政策，一般認為，本次增稅對日本零售業的衝擊，可能不若 2014 年嚴重(圖 9)。

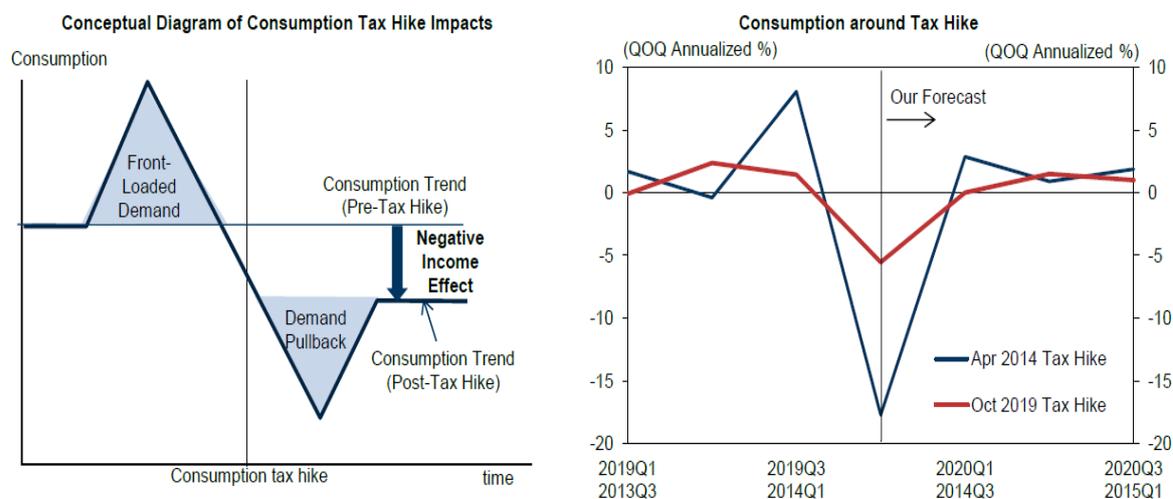


圖 9 日本消費稅效應

資料來源：Goldman Sachs 全球投資研究報告

三、日本經濟現況

(一) 2020 年日本經濟成長放緩

2019 年第 3 季，儘管企業設備投資仍佳，惟因美中貿易爭端及全球需求疲軟打擊出口，日本與韓國貿易爭端延燒，加上民間消費亦降溫，IHS Markit 預測日本 2019 年下半年日本經濟成長率低於上半年，惟全年由上年之 0.8% 略升至 0.9%；全年經濟成長率為 0.9%，高於上年之 0.3%。

2020 年因全球經濟仍疲恐影響外需，加以消費稅稅率調高後消費信心惡化，企業可能放緩投資，加以東京奧運相關公共投資告一段落，IHS Markit 預測 2020 年日本經濟成長率將大幅降至 0.3%。主要投資銀行對日本經濟成長率之預測詳表 2。

表 2 主要投資銀行對日本經濟成長率之預測

投資銀行	2019 年(%)	2020 年(%)
Barclays	0.80	0.30
Société Générale	1.20	0.80
Goldman Sachs	1.00	0.40
Morgan Stanley	0.90	0.00
Deutsche Bank	0.80	-0.20
HSBC	0.90	-0.10
BoAML	0.90	0.20
Citi	1.00	0.10
Credit Suisse	0.80	0.40
Nomura	0.80	0.10
JPMorgan	0.90	0.20

資料來源: Bloomberg

(二) 財政政策取代貨幣政策充當經濟政策之要角

「安倍經濟學」實施之初，貨幣政策非常有效，但現階段僅靠貨幣政策很難有顯著效果，在經濟成長放緩時，可能應以財政政策為主。為因應海外經濟成長放緩、消費稅稅率提高、天災衝擊等國內外經濟下行風險，繼 2016 年 8 月的經濟激勵方案總規模 28.1 兆日圓、財政支出 13.5 兆日圓後，日本政府於 2019 年 12 月 5 日推出新一波經濟激勵方案預估將動用約 13.2 兆日圓的財政支出，若加上金融機構、民間企業的支出總規模將達 26 兆日圓。

儘管消費稅調升，惟受高度寬鬆的金融情勢及擴大政府支出影響，日本國內需求仍將保持上升趨勢。

(三) BOJ 持續資產購買計畫(QQE)及殖利率曲線控制政策

2020 年日本通膨中位數為 0.6%，略高於 2019 年之 0.5%，考量通膨仍低於目標，BOJ 維持利率水準不變，並持續資產購買計畫(QQE)至通膨穩定在政策目標之 2%。

1. 殖利率曲線控制措施(Yield Curve Control)

2019 年 9 月 19 日 BOJ 貨幣政策會議宣布維持短期政策利率於-0.10%不變，且為促使長期利率目標(10 年期公債殖利率)維持於 0%左右，將持續執行購買公債計畫(每年新增約 80 兆日圓)，希望透過殖利率曲線控制政策擴大貨幣寬鬆，並能與財政政策產生加乘效果。

2. 資產購買計畫(QQE)

BOJ 資產購買計畫，包括：每年新增購買指數股票型基金(ETFs) 6 兆日圓；日本不動產投資信託(J-REITs) 900 億日圓；商

業本票(CP)維持規模約 2.2 兆日圓；公司債則維持規模約 3.2 兆日圓。

鑑於全球經濟成長放緩，以及 2019 年 10 月消費稅稅率調高對國內經濟及物價影響之不確定性增加，BOJ 強調將維持目前極低之長、短期利率水準至少至 2020 年春季；並表示若通膨喪失朝向 2% 目標之動能，將進一步寬鬆貨幣。主要投資銀行對日本通膨率之預測詳表 3。

表 3 主要投資銀行對日本通膨率之預測

投資銀行	2019 年(%)	2020 年(%)
Barclays	0.70	0.60
Société Générale	0.70	1.40
Goldman Sachs	0.50	0.40
Morgan Stanley	0.40	0.10
Deutsche Bank	0.60	0.60
HSBC	0.70	0.90
BoAML	0.50	0.60
Citi	0.50	0.60
Credit Suisse	0.50	0.10
Nomura	0.50	0.60
JPMorgan	0.60	0.50

資料來源: Bloomberg

(四) 日本經濟 2020 年面臨之海外風險

展望 2020 年日本經濟所面臨之主要海外風險包括：(1)貿易保護主義措施的影響、(2)中國等新興經濟體及大宗物資出口國經濟發展、(3)全球 IT 相關產品調整的發展、(4)英國脫歐的發展及影響，以及(5)全球金融市場的變化。

鑒於海外經濟下行風險仍高，日本政府持續密切注意相關風險對日本國內企業及家計單位之影響。

肆、心得與建議

- 一、主要經濟體貨幣政策轉趨鴿派及美中貿易談判有所進展，全球金融市場明顯反彈，金融趨緊情勢已見緩和並維持相對寬鬆。然而，部分主要經濟體之政府、企業或非銀行金融部門脆弱性仍持續累積，一旦投資人對該等經濟體貨幣政策前景、全球經濟成長減緩、貿易衝突延續或英國脫歐等疑慮再起而採取行動，恐使金融情勢再度趨緊，並使全球金融風險走升。鑑於未來先進經濟體貨幣政策走勢不確定性仍高，恐使長期存在經常帳逆差、財政赤字或外債偏高等問題之新興經濟體面臨國內金融情勢趨緊壓力，值得密切注意。
- 二、日本及許多國家企圖透過量化寬鬆貨幣政策及負利率政策提振經濟，惟受全球景氣及避險行為等諸多因素影響，執行效果愈形式微，因此許多專家學者認為貨幣政策效果已有限，未來宜在貨幣政策、財政政策與產業結構間重新平衡調整，擴大基礎建設，以提升勞動生產力及企業競爭力為主軸，以促進經濟發展與繁榮。
- 三、全球貿易緊張情勢正持續削弱全球經濟，貿易壁壘增加，以及地緣政治緊張局勢，均可能損及生產力，並加劇經濟放緩趨勢。各國應合作解決貿易分歧，減少扭曲性貿易壁壘措施，共同合作採取促進潛在產出成長，建立更開放、更靈活市場。
- 四、鑑於金融脆弱性及全球經濟成長下行風險上升，IMF 建議各國應盡力避免經濟急遽放緩，同時適時採取總體審慎工具，以

抑制金融脆弱性上升，包括：金融脆弱性較高的國家應採行更多審慎工具(如抗循環資本緩衝)，以增強金融體系韌性；新興經濟體應削減過多外債、減少對短期負債的依賴及維持充足的財政與外匯緩衝準備，以提高對資金流出之抵禦能力；為避免各國採行政策對其他經濟體產生不利之外溢效果，例如先進經濟體貨幣政策正常化導致新興經濟體資本移動風險升高等，跨國間宜進行多邊政策協調，以維持全球金融穩定。

五、IMF 前總裁拉加德指出，貿易緊張局勢、主要經濟體貨幣政策緊縮、英國脫歐政策不確定性及中國經濟成長放緩等四大因素，可能對全球經濟產生負面影響，增添金融市場風險，加上 2008 年全球金融危機以來仍有許多待解決問題與新挑戰，均升高全球經濟前景之不確定性。台灣屬小型且高度開放經濟體，易受全球景氣與金融循環之影響，須隨時掌握國際經濟金融問題的最新變化，及早因應以降低衝擊。

參考資料

1. 中央銀行理監事會後記者會參考資料(2019)，取自 <https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-302-104853-2d430-1.html>。
2. 中央銀行(2019)，「金融穩定報告」，第13期，取自 <https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-899-84970-10842-1.html>。
3. 李榮謙、高超洋、黃麗倫、楊淑雯(2010)，「日本失落十年的經驗與啟示」，中央銀行季刊，第32卷第2期，6月。
4. IMF(2019)，World Economic Outlook, October。
5. IMF(2019)，Global Financial Stability Report, October。
6. IMF(2019)，Global Financial Stability Report, April.
7. IMF(2018)，Global Financial Stability Report, October.
8. OECD(2019)，OECD Interim Economic Outlook, September。
9. 會議研習資料

編號	授課者或作者	資料名稱
01	Katsuyuki Hasegawa	Perspectives for the Japanese economy
02	Junichi Hiratsuka	Mizuho-Financial services and beyond