

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「Daiwa Capital Markets Conference 2022」出國心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳嘉添/一等專員

派赴國家：日本，東京

出國期間：111年11月09日至11月12日

報告日期：112年2月

目錄

壹、前言	1
貳、研討會內容重點摘要.....	2
參、1990 年代日本資產泡沫前後情勢及日本央行因應對策	10
肆、日本央行(BoJ)宣布調整殖利率曲線控制之說明及可能影響....	19
伍、美國 Fed 貨幣政策展望及相關觀察重點	24
陸、心得與建議.....	39
參考文獻	46

圖次

編號	名稱	頁碼
圖 1	1998 年迄今供給面因素及需求面因素驅動美國整體 PCE 通膨	03
圖 2	美國商品 PCE 物價指數年增率及服務 PCE 物價指數年增率	04
圖 3	美元對日圓匯率及日本基本貼現及放款利率	11
圖 4	日本核心 CPI(不含生鮮食品)年增率	12
圖 5	日經 225 指數及日本基本貼現及放款利率	12
圖 6	東京住宅房價指數及日本基本貼現及放款利率(月資料)	13
圖 7	日本整體銀行之不良債權規模及不良債權比率	14
圖 8	日本 GDP 成長率之拆解	14
圖 9	美元對日圓匯率及 BoJ 干預匯市	15
圖 10	BoJ YCC 目標區間及 10 年期日本公債殖利率	20
圖 11	2022 年迄今美國資金利率目標區間上下限及 PCE 物價指數年增率	24
圖 12	美國非農業就業人口變動	25
圖 13	依產業別之非農業就業缺口	26
圖 14	美國 U3 及 U6 失業率走勢	27
圖 15	美國整體就業人口比率	27
圖 16	美國不同年齡群組之勞動力參與率與 2020 年 2 月差異	28
圖 17	美國勞動市場之工作機會數仍大於勞動供給	29
圖 18	美國平均時薪及就業成本指數年增率	29
圖 19	美國整體 PCEPI 及核心 PCEPI 年增率	30
圖 20	美國整體商品及整體服務物價指數年增率	32
圖 21	美國核心商品及核心服務物價指數年增率	32
圖 22	美國核心 PCE 通膨之三大組成成分：核心商品通膨、住宅通膨及不含住宅之核心服務通膨	36
圖 23	美國不含住宅之核心服務價格指數及其年成長率	37
圖 24	美國不含住宅之核心服務價格指數 3 個月、6 個月成長率及其年成長率	38
圖 25	美國不含住宅之核心服務價格 3 個月、6 個月年化成長率及其年成長率	38
附圖 1	本次 BoJ 擴大日本 10 年期公債殖利率波動範圍後，當日(2022 年 12 月 20 日)日本各天期公債殖利率上揚	50
附圖 2	本次擴大日本 10 年期公債殖利率波動範圍後，當日日圓對美元大幅升值；日圓淨空單明顯減少	50
附圖 3	本次 BoJ 擴大日本 10 年期公債殖利率波動範圍後，當日主要經濟體公債殖利率多呈上揚，股市則多呈下跌	51

表次

編號	名稱	頁碼
表 1	主要經濟體實質 GDP 成長率及預估值	07
表 2	1996 年至 1998 年期間日本政府重建銀行中介功能之措施	16
表 3	日本政府因應資產價格泡沫破滅所採行之歷次經濟激勵措施(1992~2001 年)	17
表 4	歷史上 BoJ 宣布及調整 YCC 目標區間	20
表 5	2022 年 12 月美國整體 PCEPI 主要項目年增率及貢獻	31
表 6	2022 年 1~12 月美國整體 PCEPI 主要項目年增率及貢獻	33
表 7	2022 年 1~12 月美國整體 PCEPI 主要項目年增率及貢獻 (依照商品及服務類別區分)	34
表 8	美國 CPI 及 PCE 權重比較(以 2021 年為例)	36

壹、前言

本次「Daiwa Capital Markets Conference 2022」於上(2022)年 11 月 10 日至 11 月 11 日假日本東京舉行，係大和證券(Daiwa Securities)於 COVID-19 疫情爆發後首度舉行。本次研討會分為二部分，第一部分係研討會前一對一專家會議，由大和證券資深 JGB 策略分析師小野木啟子(Keiko Onogi)，就「Enduring Dove and JGBs」議題進行簡報及問答。

第二部分則為大和資本市場研討會，其中 11 月 10 日(四)先由 **BoJ 前副總裁中曾宏(Hiroshi Nakaso)**就「全球經濟及貨幣政策正處於轉換點」進行簡報。其次，由大和證券首席經濟學家 Michael Moran 領銜與大和證券研究主管暨首席策略師 Chris Scicluna 等就「美歐日通膨及貨幣政策展望」進行會談。最後，由香港金融大學首席金融教授陳志武，就「中國經濟與地緣政治風險」行簡報。

11 月 11 日(五)先由 BoJ 理事**內田真一(Shinichi Uchida)**就「日本經濟及 BoJ 貨幣政策」進行簡報；其次，由日本財務省理財局長齋藤通雄(Michio Saito)就「日本經濟及債務管理政策」進行簡報；下午由 **New York Fed 前總裁 William Dudley**就「美國經濟與貨幣政策」發表 Keynote 演說，並由大和證券首席經濟學家 Michael Moran 擔任與談者。研討會最後部分則介紹目前 ESG 債券(包含主權債券及 SSA 債券)發展現況。

本文共分為五個部分，除前言外，第二部分為研討會內容重點摘要，第三部分係簡介 1990 年代日本資產泡沫前後情勢及日本央行因應對策；第四部分介紹近期 BoJ 擴大殖利率曲線控制之後續發展；第五部分為介紹美國 Fed 貨幣政策展望及相關觀察重點(例如 Fed 主席 Jerome Powell 日前提出的 Supercore inflation 指標¹)；第六部分則為心得與建議。

¹ Supercore inflation 係指核心服務物價指數(剔除住宅相關項目)(Core Servicing excluding Housing Index)之成長率。

貳、研討會內容重點摘要

一、美國經濟與貨幣政策展望

(一) 美國經濟具有韌性，惟未來 2 年內美國經濟將陷入衰退²

1. 近兩年美國經濟因 Fed 降息至零利率底限並實施大規模 QE，加以美國政府推出前所未有的擴張性財政政策，使美國經濟表現優於其他主要經濟體，惟由於美國通膨上揚至 40 多年來新高，爰 Fed 因而加速緊縮貨幣政策，受此影響，未來 2 年內美國經濟將陷入衰退。
2. 美國勞動市場非常緊俏，惟未來美國失業率將上揚至 4.5% 以上：
目前美國勞動市場面臨需求大於供給，其中勞動力參與率仍低於疫情前水準，主要反映戰後嬰兒潮退休以及 COVID-19 疫情導致部分勞工退出勞動市場。另一方面，美國職缺數仍高於失業人數，部分反映工作與求職者技能存在錯配(mismatch)。William Dudley 認為，美國勞動市場目前雖異常緊俏，惟基於歷史經驗，美國經濟衰退期間失業率平均上揚 2 個百分點，爰未來將受到 Fed 緊縮政策影響而上揚至 4.5% 以上，且渠認為「近期 Fed 理事 Waller 主張美國經濟仍可能達成軟著陸」之機率非常低。

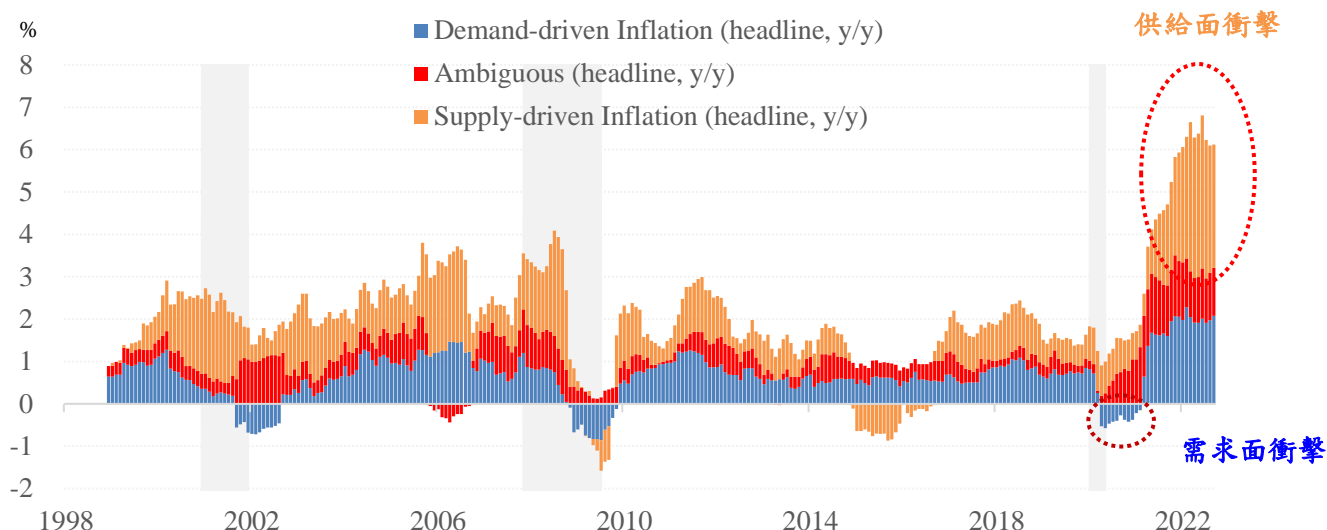
(二) 美國通膨展望：取決於供給面發展，預期美國通膨下降速度緩慢

1. 在 COVID-19 疫情爆發前，過去 20 多年來美國通膨相當溫和，而自疫情爆發後，通膨曾因需求不足(特別是服務商品)而下降(次頁圖 1)，惟美國重啟經濟後，美國商品需求強勁帶動通膨上揚，加以疫情導致供應鏈瓶頸惡化，上(2022)年 2 月 24 日爆發俄烏戰爭，帶動大宗原物料價格上揚，致通膨創下過去 40 年來新高。

² 本部分係摘要 William Dudley 演說重點演說內容。

2. 根據 San Francisco Fed 研究³等顯示，**本次美國通膨上揚主要反映供給面推升通膨**，而供給面受到諸多不確定性影響，例如，**供應鏈瓶頸、勞動市場勞力短缺**，以及**俄烏戰爭等地緣政治影響**。

圖 1 1998 年迄今供給面因素及需求面因素驅動美國整體 PCE 通膨



*Fed 研究將美國通膨分為供給面驅動(supply-driven inflation)、需求面驅動(demand-driven inflation)及無法劃分為供給面或需求面之因素驅動(ambiguous inflation)；灰色柱狀體為 NBER 界定之美國經濟衰退期間

資料來源：Shapiro, Adam Hale (2022), “How Much Do Supply and Demand Drive Inflation,” *FRBSF Economic Letter*, Jun. 21；Shapiro, Adam Hale (2022), “Decomposing Supply and Demand Driven Inflation,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2022-18*

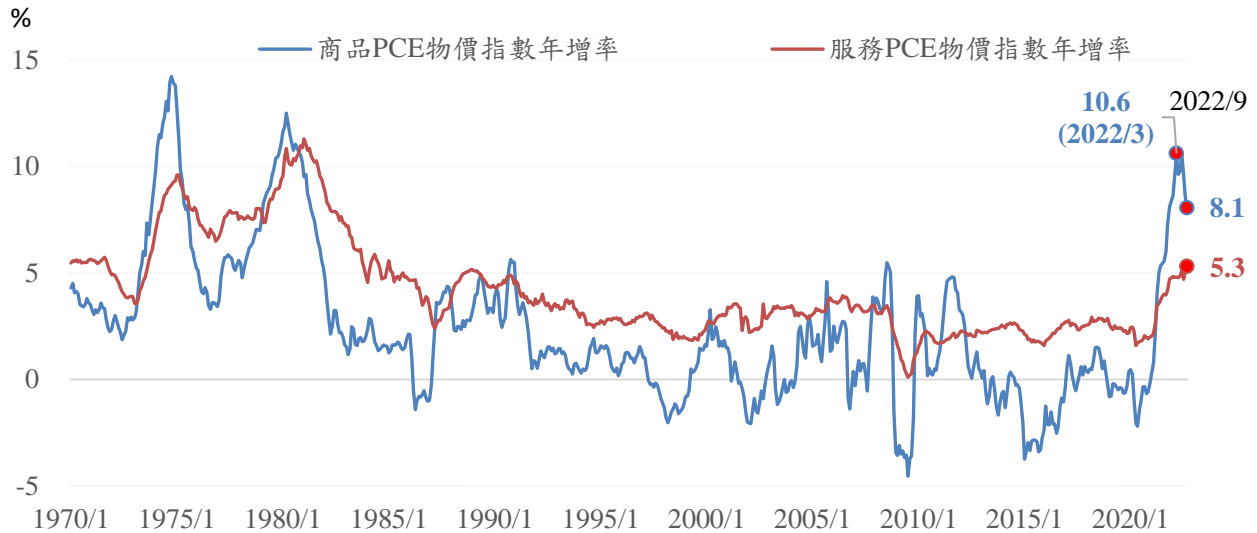
3. 此外，儘管目前美國商品通膨呈現下降，惟**服務通膨(薪資及房租通膨)卻呈現上揚**⁴，兩者綜合效應將使美國 **PCE 通膨不易出現大幅下降**，而**呈現緩慢下降的機率較高**(次頁圖 2)。
4. 另上年 10 月美國整體 CPI 年增率為 7.7%，較上年 9 月 8.2% 下降 0.5 個百分點，且低於市場預期(8.0%)；核心 CPI 年增率較上年 9

³ 相較 2010 年至 2019 年美國維持低且穩定的通膨，本年受俄烏戰爭及全球供應鏈瓶頸影響，通膨大幅上揚。例如本年 4 月美國 PCE 年增率高達 6.3%，明顯較 2010 年至 2019 年美國 PCE 年增率平均值之 1.5% 高出 4.8 個百分點，其中**供給面衝擊貢獻 4.8 個百分點中的 2.5 個百分點(占比約 52%)**，**需求面衝擊則是 4.8 個百分點中占 1.4 個百分點(占比約 29%)**；至於**無法歸類供給面或需求面之因素在 4.8 個百分點中占 0.9 個百分點(占比約 19%)**(參見 Shapiro, Adam Hale (2022), “How Much Do Supply and Demand Drive Inflation,” *FRBSF Economic Letter*, Jun. 21；Shapiro, Adam Hale (2022), “Decomposing Supply and Demand Driven Inflation,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2022-18*。

⁴ 上年 9 月整體商品物價指數年增率由上年 8 月 8.6% 下降 0.5 個百分點至 8.1%；整體服務物價指數年增率則由上年 8 月 5.0% 上揚 0.3 個百分點至 5.3%；兩者仍處於相對較高水準。

月下降 0.3 個百分點至 6.3%，亦低於市場預期(6.5%)，對此，William Dudley 表示樂見通膨出現下降，惟**不宜過度解讀單月數據**，而應**關注整體趨勢**，尤其是**注意薪資及住宅通膨之上揚趨勢**。

圖 2 美國商品 PCE 物價指數年增率及服務 PCE 物價指數年增率



資料來源：BEA、Bloomberg

(三) Fed 升息路徑：預期 Fed 聯邦資金利率將升至 5.0 至 5.5% 之間，並維持一段長期間，之後才有可能會轉向(pivot，按即降息)

1. William Dudley 認為，Fed 於 2020 年 8 月推出的平均通膨目標 (AIT)⁵ 貨幣政策架構立意雖佳，惟在執行層面上 Fed 可能因該架構而太晚啟動升息，且之後升息步調因較晚升息而遭遇必須加速升息的困境，加以貨幣政策效果具有落後性(lag)，爰未來 Fed 可能面臨過度緊縮的情況。
2. 惟 William Dudley 指出，預期 2022 年 12 月 Fed 將升息 2 碼至 4.25%~4.50%⁶，並強調目前有關 Fed 升息路徑的重點已從終端利率(terminal rate)的水準高低(渠預期明年將達到 5.0% 至 5.5% 之間)，轉為一旦 Fed 抵達該終端利率，將維持多久一段期間(duration for restrictive level)。對此，渠認為，目前部分市場參與者認為，2023

⁵ 英文全名為 Average Inflation Targeting。

⁶ 根據 CME 聯邦資金利率期貨價格反推，截至 2022 年 11 月 11 日，市場預期 Fed 於上年 12 月升息 2 碼及 3 碼之機率分別為 80.6% 及 19.4%。

年下半年 Fed 將開始降息之預期太過自滿(euphoria)及樂觀，且認為未來 Fed 將維持終端利率一段長期間，俾等待美國通膨明顯回落至政策目標後，屆時方會考量降息。

3. 鑑於當前 Fed 當務之急係打擊通膨，至於美國股市水準之高低並不在 Fed 優先考量之內，William Dudley 甚至指出，當前 Fed Put(即 Fed 因股市大跌轉為較為寬鬆政策)的門檻非常高，例如可能需要美股再跌 30% 以上，Fed 可能考量調整緊縮貨幣政策。

(四) 本次 Fed 升息循環與 1980 年代 Fed 前主席 Paul Volcker 升息循環之比較

1. 本年 Fed 主席 Jerome Powell 於 Jackson Hole 全球央行年會提及，將汲取 1980 年代 Fed 前主席 Paul Volcker 打擊高通膨之歷史經驗，致部分市場參與者臆測，Powell 將仿效 Volcker 激進升息方式，以打擊通膨。
2. 惟 William Dudley 表示，當前通膨水準並未上升至 1980 年代水準，且本次 Powell 升息方式—快速將聯邦資金利率升至終端利率水準後，維持一段長期間，與 Paul Volcker 不斷升息直到美國通膨出現明顯滑落方式並不相同⁷。

(五) 對美國殖利率曲線出現倒掛之看法

1. William Dudley 認為，美國公債殖利率曲線斜率多被外界視為美國經濟衰退的預警指標(canary in coal mine)，常見的有美國 10 年期與 2 年期利差，以及美國 10 年期與 3 個月期公債利差等，渠較偏好後者。
2. 過去美國通膨低且穩定，市場預期未來通膨變動不大，殖利率曲線倒掛主要反映景氣面臨衰退風險，而使市場預期未來實質利率下降⁸，爰當前述 10 年期公債殖利率與短天期利率之利差轉為負值時，可視為美國經濟即將步入衰退之預警訊號。

⁷ Paul Volcker 時期為打擊通膨曾改以控制美國 M1 貨幣數量之成長率為目標，而當時聯邦資金利率曾上漲逾 20.0%。

⁸ 長天期公債名目利率 = 實質利率 + 預期通膨率 + 期限溢酬。

3. 惟 William Dudley 補充，目前觀察美國殖利率曲線應注意下列兩點：

- (1) 目前美國通膨高且預計短期內將持續維持高檔，當前殖利率曲線倒掛除反映市場預期未來實質利率下降外，更可能反映預期未來通膨將下降，故美國殖利率曲線出現倒掛之預警功能可能受到干擾。
- (2) 過去美國公債殖利率相對較高，因此當 10 年期美國公債殖利率低於 2 年期美國公債殖利率或 3 個月期國庫券利率時，其預警訊號的強度較佳。另外，由於 2008 年全球金融危機後，Fed 實施大規模 QE，致整體殖利率曲線被壓低(主要透過壓低期間溢酬(term premium))，爰目前較容易出現長天期殖利率低於短天期殖利率之情形，亦即殖利率曲線倒掛(預警訊號)的強度與過去利率水準較高相比，似乎恐已打了折扣。

二、全球、日本經濟及貨幣政策展望

(一) 全球主要先進經濟體及新興市場經濟體因全球主要央行普遍緊縮貨幣政策而放緩(如下表)，如 2022 年 10 月 IMF 多下修渠等經濟體之 2022 年及 2023 年經濟成長率預估值⁹。

表 1 主要經濟體實質 GDP 成長率及預估值

單位：%，百分點

主要經濟體	2021	2022	2023
全球	6.0	3.2(-)	2.7(-0.2)
美國	5.7	1.6(-0.7)	1.0(-)
歐元區	5.2	3.1(+0.5)	0.5(-0.7)
德國	2.6	1.5(+0.3)	-0.3(-1.1)
英國	7.4	3.6(+0.4)	0.3(-0.2)
日本	1.7	1.7(-)	1.6(-0.1)
中國	8.1	3.2(-0.1)	4.4(-0.2)
印度	8.7	6.8(-0.6)	6.1(-)

*括號()係指 2022 年 10 月預估值減去 2022 年 7 月預估值，紅色表示下修，藍色表示上修，‘-’表示不變。
資料來源：IMF WEO(October 2022)

(二) 2021 年迄今受到經濟解封帶動報復性需求，加以本年爆發俄烏戰爭，帶動大宗原物料價格上揚，致通膨創下過去 40 年來新高。儘管本年第三季商品及能源價格略有下降。惟當前美國、歐元區與英國通膨率仍居高，分別為 7.7%、10.7%與 10.1%，明年將分別回降至 4.2%、5.9%與 5.5%¹⁰。

(三) 截至 2022 年 11 月 3 日，Bloomberg 統計市場預期 **2023 年 Fed、ECB 及 BoJ 之政策利率分別將升至 5.25%**(約 2023 年 5 月)、**3.0%**(約 2023 年 6 月)**及 0.01%**(約 2023 年 6 月)。

(四) 當前日本經濟表現不如歐美，且日本實質 GDP 水準亦未回到疫情前水準：若以 2019 年為基期(=100)，目前美國實質 GDP 約 104，

⁹ 本部分係摘要 Daiwa 策略師簡報及 BoJ 前副總裁中曾宏演說內容。

¹⁰ 此處美國及英國係指 CPI 通膨率，歐元區則指 HICP 通膨率；預測值取自 S&P Global Market Intelligence (2022/10/18)。

歐元區實質 GDP 則為 102，日本實質 GDP 僅約 97.5(且產出缺口為負)¹¹。

(五) 日本通膨展望：預估日本 Core-CPI 通膨¹²約在本年 10 月達到高峰 3.5%至 4.0%，之後開始下降，預計明年 6 月回落至 1.5%左右。

1. 日本薪資溫和成長：2022 年財政年度日本薪資年成長約 2.1%，其中基本薪資僅增加 0.6%。
2. 另由 Nikkie Inc. 訪查大型公司結果顯示，2022 年夏季受訪公司獎金較上年同期增加 10.5%(製造業及非製造業年成長率分別為 11.8%及 6.7%)。

(六) BoJ 貨幣政策展望及其未來貨幣政策正常化之可能步驟

1. Daiwa 表示，鑑於日本首相岸田文雄(Fumio Kishida)極力支持現任 BoJ 總裁黑田東彥的貨幣寬鬆政策(含殖利率曲線控制(YCC)及負利率政策(NIRP))，加以目前 BoJ 理事多支持總裁黑田東彥立場，**爰在黑田東彥任期屆滿(2023 年 4 月)前，預期 BoJ 仍將繼續實施寬鬆貨幣政策。**
2. 另鑑於日前 BoJ 總裁黑田東彥已表態無意續任，Daiwa 指出，目前可能為下任 BoJ 總裁熱門人選有三：
 - (1) **現任 BoJ 副總裁兩宮正加(Amamiya Masayoshi)**：立場較鷹派。
 - (2) **現任大和總研(DIR¹³)所長、BoJ 前副總裁中曾宏(Hiroshi Nakaso)**：立場較溫和。
 - (3) **現任亞銀(ADB)總裁淺川雅嗣(Masatsugu Asakawa)**：立場較溫和。

¹¹ 美國係以 2019 年第四季為基期(=100)，歐元區係以 2019 年第三季為基期(=100)，日本則以 2019 年第二季為基期(=100)。

¹² 此處係指整體 CPI 項目扣除生鮮食品後之物價變動程度。

¹³ 大和總研(Daiwa Institute of Research)為隸屬於大和證券集團的經濟及產業研究和諮詢顧問公司，為日本最受重視、最具綜合規模的智庫集團之一。

3. 未來 BoJ 貨幣政策正常化之可能進程

(1) Daiwa 預期

- **2023 年 3 月**：BoJ 結束所有 COVID-19 紓困措施。
- **2023 年第二季**：修訂前瞻指引，如刪除「COVID-19 疫情」用詞，修訂或刪除「短期及長期政策利率維持在目前或更低水準」用詞。
- **2023 年第三季至第四季**：修訂殖利率曲線控制(YCC)，例如將**長期利率政策標區間**由 0%，**提高至 0.0~0.50%**，或**移除「將長期利率政策標區間接近 0%」**用詞，俾使**10 年期日本公債殖利率自由浮動**。
- **2024 年**：修訂目前三層式存款利率，將目前水準(-0.1、0、+0.1%)調高至(0%、0.1%、0.2%)。

(2) BoJ 前副總裁中曾宏則認為，未來 BoJ 貨幣政策正常化或將借鏡 Fed 之經驗及實施方式，惟將略作修訂(且下列次序仍未確定)

- 可能跳過縮減購債(tapering)程序。
- **透過循序漸進方式提高 10 年期日本公債殖利率目標區間**。
- **調高**銀行存放 BoJ 之**隔夜準備金利率**。
- **透過減少部分到期公債本金再投資方式**，來執行量化緊縮：另估計，截至 2023 年 8 月，金融機構銀行在 Fed 準備金餘額將降至 2 兆美元(約美國 GDP 之 8%)，惟**渠認為 Fed 執行 QT 時間約 2~3 年**，故其資產負債表規模不至大幅縮減。

參、1990 年代日本資產泡沫前後情勢及日本央行因應對策

本節謹扼要介紹日本經濟自 1990 年代日本資產泡沫前後經濟情勢(日圓大幅升值→資產價格飆升→資產泡沫破裂→日本陷入「資產負債表型衰退」→有效需求不足→進一步導致日本陷入「通貨緊縮惡性循環」)以及其背後可能之原因，並概述日本央行(BoJ)及日本政府於此期間之因應對策如后。

另一方面，有鑑於前述日本當局之因應政策尚未能徹底解決日本經濟面臨長期停滯(secular stagnation)的困境，2012 年日本前首相安倍晉三遂提出「安倍三箭」(three arrows)—大膽的寬鬆貨幣政策、擴張性財政政策以及結構性改革，外界普遍稱其為安倍經濟學(Abenomics)，冀望能協助日本經濟，迄今其成效仍備受外界矚目。

一、背景說明：1980 年代至 1990 年日本資產價格飆漲，日圓自 1985 年大幅升值

(一) 1980 年代初起，日本逐步解除金融管制，同時致力於資本移動自由化。1985 年美國、日本、英國、法國及德國 5 大工業國簽署**廣場協議(Plaza Accord)**¹⁴後，**日圓大幅升值**(例如由 1985 年 9 月 20 日 **240.10 日圓** 升值至 1987 年 12 月 31 日 **121.25 日圓**，期間**升幅達 98%**)(次頁圖 3)¹⁵。

(二) 日本央行(BoJ)為協助出口產業及舒緩出口廠商經營壓力，復採行極度寬鬆的貨幣政策，如自 1980 年 8 月該行將其基本貼現放款利率由 9%，**調降 6.5 個百分點**至 1987 年 2 月之 **2.5%**，間接導致**銀行競相放款至不具生產力或具投機性產業，房地產、股票價格狂飆**(次頁圖 3 及圖 4)。

¹⁴ 1985 年 9 月 22 日美國、日本、英國、法國及德國 5 大工業國財政部長和央行總裁於美國紐約廣場飯店簽署的協議。目的在聯合干預外匯市場，使美元對日圓及德國馬克等主要貨幣有秩序性地貶值，以解決美國鉅額貿易赤字，導致日圓大幅升值。

¹⁵ 若計算 1985 年 9 月 20 日 240.10 日圓升值至 1995 年 4 月 18 日 80.63 日圓，該期間日圓對美元約**升值 198%**。

圖 3 美元對日圓匯率及日本基本貼現及放款利率



資料來源：Bloomberg

二、惟 BoJ 於 1989 年 5 月起，加速緊縮貨幣政策戳破資產泡沫，風險性資產價格因而重挫，日本經濟陷入「失落十年」(Lost Decade)¹⁶

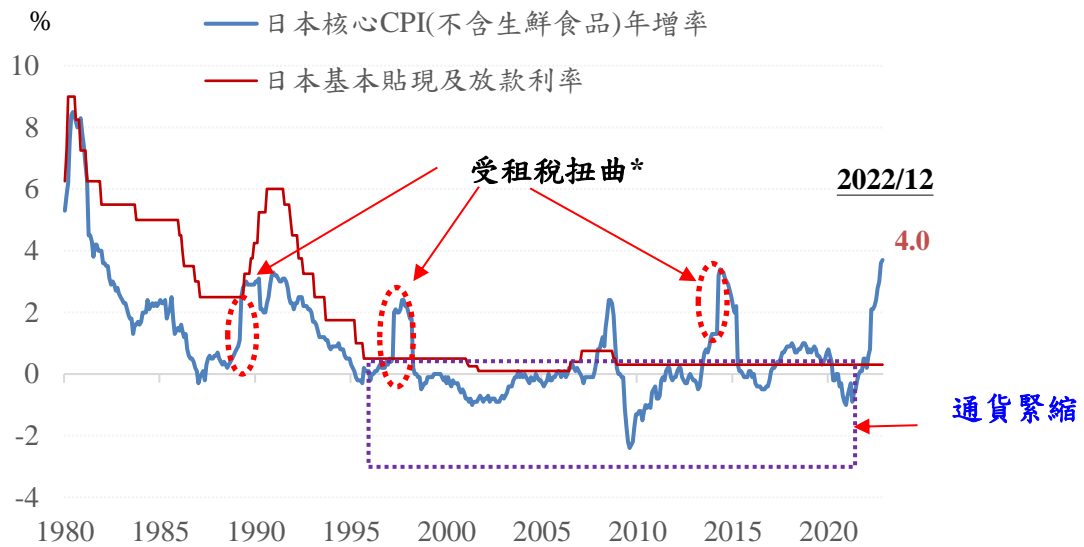
(一) 1985 至 1987 年日本核心通膨約在 2% 附近(次頁圖 4)，BoJ 受到大藏省(財務省之前身)亦希望其維持低利率以擴大內需的壓力，1988 年至 1989 年 5 月期間並未採行緊縮性貨幣政策。

(二) 惟鑑於日本股市及房地產價格飆漲，以及日本景氣似有過熱之虞¹⁷，BoJ 於 1989 年 5 月至 1990 年 8 月(16 個月)期間，快速調升重貼現率 3.5 個百分點(14 碼)至 6%，導致資產價格開始崩跌(有關隨後 BoJ 採取降息來緩和資產價格崩跌之衝擊，詳見本節第四部分「BoJ 及日本政府因應資產泡沫破裂之措施」)。

¹⁶ 相較於泡沫破滅前的 20 年間，平均經濟成長率達 4%，失業率僅約 2%，1990 年至 2000 年初平均經濟成長率不及 1%，失業率則高達 4%，因此這段期間日本的經濟表現稱為「失落十年」(lost decade)。

¹⁷ 1988 年日本實質 GDP 成長率為 6.8%，使 1988 年日本產出缺口(實際產出-潛在產出)轉為正值，且其對潛在產出之比率為 2.2%；1989 年及 1990 年日本實質 GDP 成長率分別為 4.9% 及 4.9%，使其正產出缺口擴大，且其對潛在產出之比率亦擴大至 2.5% 及 3.3%。隨後因 BoJ 加速緊縮貨幣政策，使產出缺口明顯縮小(根據 IMF (2022), “World Economic Outlook Database, October 2022,” International Monetary Fund 資料計算)。

圖 4 日本核心 CPI(不含生鮮食品)年增率



*日本政府於 1989 年 4 月起開徵加值型消費稅(VAT)，稅率為 3%，1997 年 4 月將消費稅稅率由 3%調高至 5%；2014 年 4 月將消費稅稅率由 5%調高至 8%。

資料來源：Bloomberg

(三) 如圖 5 所示，日經 225 指數曾於 1989 年 12 月 29 日創下歷史高點 **38,915.87 點** 後重挫，如截至 1991 年 12 月 30 日 **22,983.17 點**，跌幅達 **40.9%**¹⁸。

圖 5 日經 225 指數及日本基本貼現及放款利率



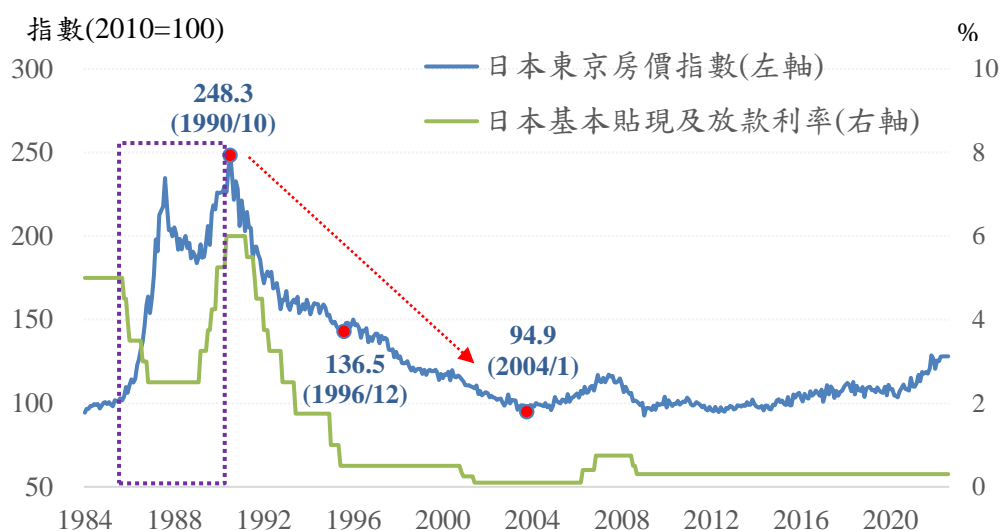
*東京住宅房價指數以 2010 年全年為基期(=100)

資料來源：Bloomberg、BIS

¹⁸ 若由前述歷史高點計算至全球金融危機後低點(2009 年 3 月 10 日 7,054.98 點)，日經 225 指數約重挫 81.8%。

(四) 另如圖 6 所示，東京住宅價格指數曾於 1990 年 10 月創下歷史高點 248.3 後重挫，如截至 1996 年 12 月 136.5，跌幅達 45%¹⁹。

圖 6 東京住宅房價指數及日本基本貼現及放款利率(月資料)



*東京住宅房價指數以 2010 年全年為基期(=100)

資料來源：Bloomberg、BIS

三、資產價格泡沫破滅後，日本亦陷入「資產負債表型衰退」²⁰，引發有效需求不足之現象，進而導致日本陷入「通貨緊縮惡性循環」

(一) 前述日本資產價格急速崩跌，銀行不良債權遽升(次頁圖 7)，例如 2002 年 6 月整體銀行之不良債權規模曾達 43.2 兆日圓，約當該年日本 GDP 之 8.2%；同期不良債權比率高達 8.4%，致金融中介功能嚴重受損。

(二) 另一方面，家計部門及廠商進行去槓桿化，使日本消費及投資動能不足，日本陷入「資產負債表型衰退」²¹，而民間需求不足衍生出

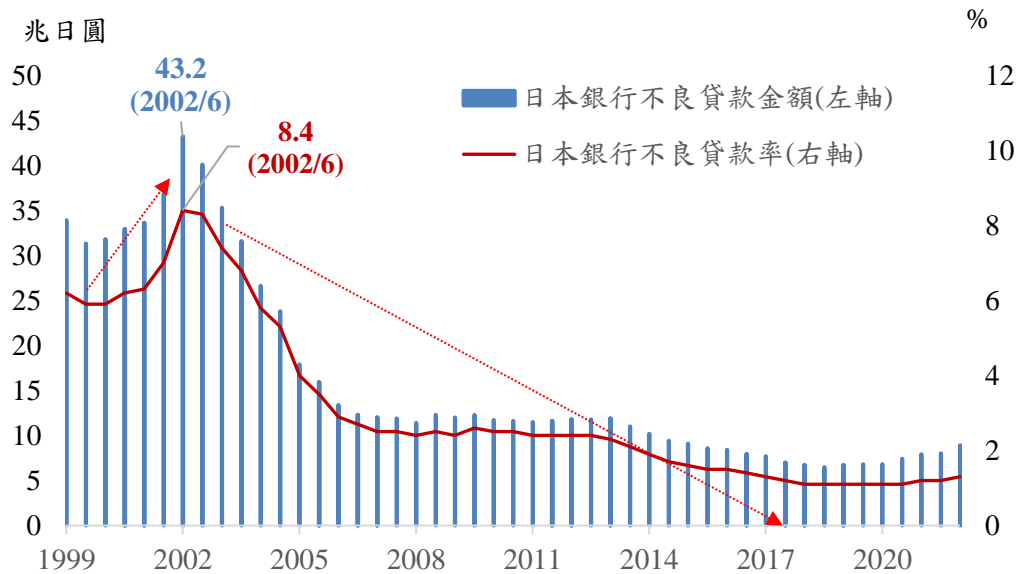
¹⁹ 若由其歷史高點計算至全球金融危機前低點(2004 年 1 月 94.9)，則東京住宅價格指數約重挫 61.8%。

²⁰ Koo, Richard C. (2001), "The Japanese Economy in Balance Sheet Recession," *Business Economics*, Apr., pp.15-23; Koo, Richard C. (2006), "Japan Is Back," *Nomura Research Institute*, Jul.; Koo, Richard C. (2008), "The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession", John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.

²¹ 由於日本資產價格泡沫崩潰後的龐大資本損失，導致家計部門及企業的資產負債表嚴重惡化，彼等為了積極「去槓桿化」減輕負擔，全力償還債務，而不敢擴大舉債來消費、投資，結果導致民間需求的明顯轉弱。

「通貨緊縮惡性循環」。

圖 7 日本整體銀行之不良債權規模及不良債權比率*

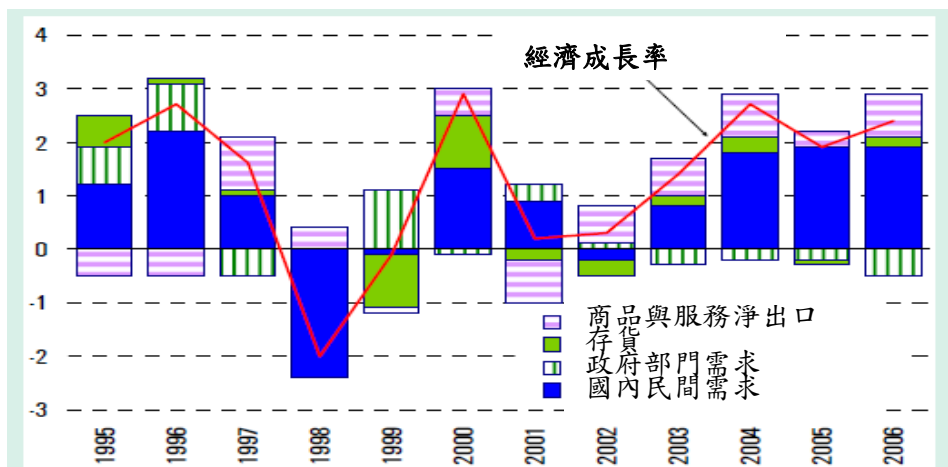


*日本金融服務廳(Japan Financial Service Agency)自 1999 年 3 月起公布日本整體銀行之不良債權相關資料

資料來源：Bloomberg

(三) 由於民間需求明顯不足(圖 8，藍色柱狀體)，自 1998 年起日本的「核心消費者物價指數」(core CPI) 年增率開始轉呈負數，且通膨率負成長的情況長達數年，此即經濟學家所稱的「通貨緊縮」(deflation)(第 12 頁圖 4)。

圖 8 日本 GDP 成長率之拆解



資料來源：IMF (2009), "How Japan Recovered from Its Banking Crisis: Possible Lessons for Today," *Asia and Pacific Regional Economic Outlook*, Oct..

四、 BoJ 及日本政府因應資產泡沫破裂之措施

(一)BoJ 持續降息至零利率並採行「量化寬鬆政策」，提供市場充裕流動性

1. 1991 年中期至 1995 年 9 月：BoJ 將重貼現率由 6% 持續調降至 0.5%，1999 年 2 月 12 日更進一步採行「零利率政策」，將隔夜拆款利率引導至低點。
2. 2001 年 3 月 19 日至 2006 年 3 月 9 日²²：BoJ 史無前例地採行「**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)，使金融機構的準備金維持在偏高的水準²³，鼓勵從事放款。
3. BoJ 干預匯市，阻升日圓：儘管 1991 年中期至 1995 年 9 月 BoJ 採行降息，惟美國經濟於 1990 年至 1991 年期間陷入衰退，加以其經常帳與財政雙赤字問題拖累國際美元走弱，導致 1995 年 4 月中旬以前日圓對美元持續升值，BoJ 因而積極進場阻升日圓(圖 9)²⁴。

圖 9 美元對日圓匯率及 BoJ 干預匯市



*資料截至 2022 年 9 月 22 日

資料來源：日本財務省、Bloomberg

²² BoJ 前總裁速水優任期為 1998 年 3 月 20 日至 2003 年 3 月 19 日；BoJ 前總裁福井俊彥任期為 2003 年 3 月 20 日至 2008 年 4 月 8 日。

²³ 起初金融機構之準備金目標只有 5 兆日圓，經過 8 度的調高，最終提高至 30-35 兆日圓。

²⁴ 自 1991 年 1 月 1 日至 1996 年 12 月 31 日，日本央行約淨買匯 11.97 兆日圓。

(二)日本政府推出存款全額保障透過暫時性存款全額保障、再資本化等措施，重建銀行中介功能

1. 1996 年 6 月：日本政府推出**銀行存款全額保障**，以穩定存款人信心。1997 年 11 月北海道拓殖銀行與山一證券公司倒閉後，積極整頓日本銀行業問題。
2. 1998 年 4 月：實施早期矯正措施，**要求銀行加強自有資本結構**，以迎合資本適足率，確保經營之健全。
3. 1998 年 10 月：日本政府並採取一系列金融部門政策，以避免銀行體系出現系統性風險，並重建銀行中介功能。日本政府投入**金融重建的公共資金總計達 60 兆日圓**，**約占 GDP 的 14%**。

表 2 1996 年至 1998 年期間日本政府重建銀行中介功能之措施

資金規模	用途說明
17 兆日圓	因應金融機構破產時， 賠償存款人超出存款保險理賠額度以外的存款 ，據以保護存款人
18 兆日圓	提供 設立過渡銀行、實施特別公共管理、收購金融機構不良資產 所需資金
25 兆日圓	購入金融機構的優先股 ，以 強化金融機構的資本結構

(三)日本政府亦積極動用擴張性財政政策，填補民間部門有效需求之不足

1990 年代初至 2001 年期間，日本政府總共推出了 11 次的經濟激勵措施，總金額**高達 134 兆日圓(占 GDP 的 28%)**，主要涵蓋**減稅與擴大公共投資**等要項(詳次頁表 3)。

表3 日本政府因應資產價格泡沫破滅所採行之歷次經濟激勵措施

單位：兆日圓

項目	宣布日期	1992年	1993年		1994年	1995年	1998年		1999年	2000年	2001年	
		8月	4月	9月	2月	9月	4月	10月	11月	12月	10月	12月
總規模		10.7	13.2	6.2	15.3	15.2	16.7	20	17.0	11.0	5.8	4.1
(占GDP比率；%)		(2.3)	(2.8)	(1.3)	(3.2)	(3)	(3.3)	(4.1)	(3.5)	(2.2)	(1.2)	(0.9)
減稅		-	0.20	-	5.90	-	4.6	6	-	-	-	-
(占GDP比率；%)		(-)	(-)	(-)	(1.2)	(-)	(0.8)	(1.2)	(-)	(-)	(-)	(-)
公共投資		6.2	7.6	2.0	4.5	6.3	7.7	8.1	6.8	4.7	-	4.1
(占GDP比率；%)		(1.3)	(1.6)	(0.4)	(0.9)	(1.3)	(1.5)	(1.7)	(1.4)	(0.9)	(-)	(0.9)
土地購置		1.6	1.2	0.3	2.0	3.2	1.6	-	-	-	-	-
(占GDP比率；%)		(0.5)	(0.3)	(0.1)	(0.4)	(0.7)	(0.3)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
增加住宅金融專門會社的放款		0.8	1.8	2.9	1.2	0.5	-	-	2.0	1.1	-	-
(占GDP比率；%)		(0.2)	(0.4)	(0.6)	(0.3)	(0.1)	(-)	(-)	(0.4)	(0.2)	(-)	(-)
增加政府相關金融機構的放款		2.1	2.4	1.0	1.5	2.6	2	5.9	7.4	4.5	4.5	-
(占GDP比率；%)		(0.5)	(0.5)	(0.2)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(1.2)	(1.5)	(0.9)	(0.9)	(-)
其它		-	-	-	0.2	2.6	0.8	-	0.8	0.7	1.3	-
(占GDP比率；%)		(-)	(-)	(-)	(-)	(0.5)	(0.2)	(-)	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(-)

資料來源：日本財務省

五、 小結

(一)1985年9月廣場協議導致日圓大幅升值，資金流入日本，BoJ為協助出口產業及舒緩出口廠商經營壓力，遂採行極度寬鬆貨幣政策(降息6.5個百分點至1987年2月之2.5%)，間接導致銀行放款浮濫，房地產、股票價格狂飆。

(二)鑑於日本股市及房地產價格飆漲，以及日本景氣有過熱之虞，BoJ於1989年5月至1990年8月期間，升息3.5個百分點至6%，導致資產價格開始崩跌，銀行不良債權隨之遽升，致金融中介功能嚴重受損。

- (三)另一方面，家計部門及廠商進行**去槓桿化**，使**日本消費及投資動能不足**，日本陷入「**資產負債表型衰退**」，而**民間需求不足**衍生出「**通貨緊縮惡性循環**」。
- (四)為因應日本資產泡沫後之困境，BoJ**持續降息至零利率並採行「量化寬鬆政策」及進場干預匯市**²⁵，提供市場充裕的流動性；日本政府則推出**財政激勵方案**，以及存款全額保障、**金融機構再資本化**等措施，試圖重建銀行中介功能。
- (五)2004年及2005年在前述政策支持下，加以國際經濟情勢好轉，日本經濟亦呈好轉，並暫時擺脫通貨緊縮的威脅²⁶。由於日本經濟正式步入正軌，BoJ在2006年3月9日宣告結束「**量化寬鬆政策**」，2006年7月14日再結束長達5年的「**零利率政策**」。

²⁵ BoJ於1991年至1996年期間約淨買匯11.97兆日圓；另BoJ亦曾於2001至2002年網路泡沫，以及2003年SARS疫情期間大舉淨買匯，致其資產負債表規模迅速擴張。

²⁶ **2004年至2007年**日本實質GDP成長率分別為**2.2%、1.8%、1.4%及1.5%**，並使**2006年及2007年日本產出缺口轉為正值**，且其**對潛在產出之比率分別為0.2%及0.5%**。隨後因全球金融危機，使2008年至2022年日本產出缺口再度轉為負值(根據IMF(2022), “World Economic Outlook Database, October 2022,” International Monetary Fund 資料計算)。此外，日本核心CPI(不含生鮮食品)年增率亦於2005年回到0%以上，除了2008至2012年因全球金融危機而呈現負值外，2013年迄今日本核心CPI年增率大多呈現正值。

肆、日本央行(BoJ)宣布調整殖利率曲線控制之說明及可能影響

承前所述，自 2012 年日本前首相安倍晉三提出「安倍三箭」後，日本通膨及經濟似有好轉跡象，加以本次研討會中提及日本央行可能調整殖利率曲線，且該行於上年 12 月 20 日意外宣布擴大 10 年期日本公債殖利率波動區間，外界多解讀為日本央行為 2023 年貨幣政策正常化埋下伏筆，因此本節扼要介紹上年日本央行宣布調整殖利率曲線控制之說明及可能影響。

一、BoJ 殖利率曲線控制(Yield Curve Control, YCC)之說明

(一) 實施背景：

1. 2013 年 4 月以來，BoJ 先後推出「量質兼備寬鬆貨幣政策」(Quantitative and Qualitative Easing, QQE)及負利率政策以強化寬鬆貨幣力道，惟上述政策可能使殖利率曲線過度下降及平坦，降低保險與年金產品之收益率，對經濟產生負面衝擊，且金融業盈餘亦將受到壓縮，影響金融中介。
2. 為解決上述殖利率曲線過度下降及平坦等問題，BoJ 於 2016 年 9 月首度實施殖利率曲線控制操作(以下簡稱 YCC)，控制 10 年期日本公債殖利率趨近 0%水準，並導入固定利率操作，以特定的利率水準無限量進行公債操作，藉以形成適當的殖利率曲線型態。

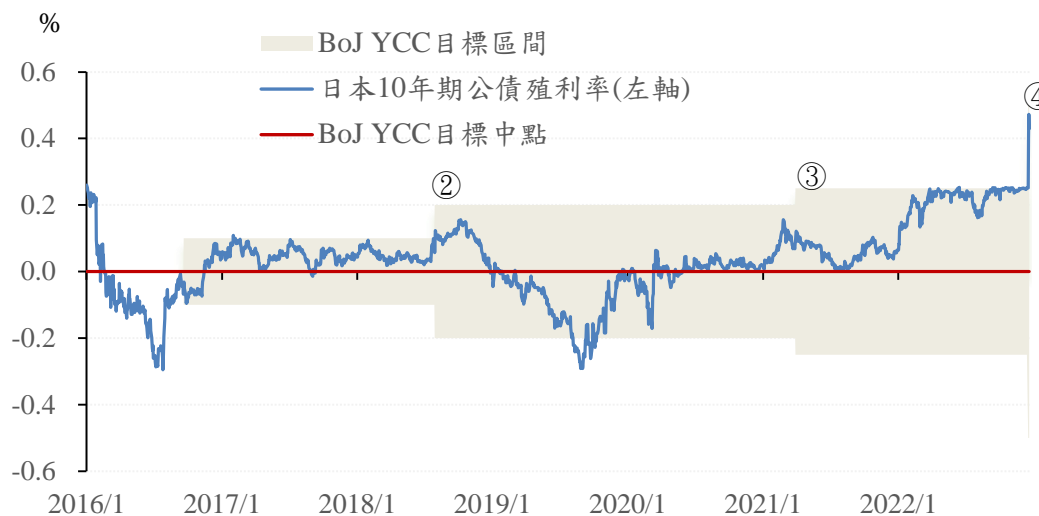
(二) 歷年來 BoJ 擴大 YCC 波動範圍之情形

1. 自 2016 年 9 月首度實施殖利率曲線控制操作以來，BoJ 曾三度擴大 10 年期日本公債殖利率波動範圍：2018 年 7 月 31 日(由 $0\pm 0.1\%$ 擴大至 $0\pm 0.2\%$)、2021 年 3 月 31 日(由 $0\pm 0.2\%$ 擴大至 $0\pm 0.25\%$)及 2022 年 12 月 20 日(由 $0\pm 0.25\%$ 擴大至 $0\pm 0.5\%$)(參見次頁表 4 及圖 10)。
2. BoJ 擴大日本 10 年期公債殖利率波動範圍之目的，除為恢復因 BoJ 長期大規模購買公債而逐漸僵化之日本公債市場功能外，亦有意紓解目前地區性銀行因長期實施超低利率政策導致利差持續縮小致面臨營運困境之副作用。

表 4 歷史上 BoJ 宣布及調整 YCC 目標區間

事件	BoJ(宣布)調整 YCC 目標區間日期	10 年期日本公債殖利率波動範圍	備註
①	2016 年 9 月 21 日	0±10bp	首次宣布 YCC
②	2018 年 7 月 31 日	0±20bp	擴大波動範圍(上下界各多 10bp)
③	2021 年 3 月 31 日	0±25bp	擴大波動範圍(上下界各多 5bp)
④	2022 年 12 月 20 日	0±50bp	擴大波動範圍(上下界各多 25bp)

圖 10 BoJ YCC 目標區間及 10 年期日本公債殖利率



2022/12/20 BoJ 擴大日本 10 年期公債殖利率波動範圍至 **0±50bp**，使日本 10 年期公債殖利率上揚 **14.9bp** 至 **0.4%**

*截至 2022 年 12 月 20 日收盤
資料來源：Bloomberg

二、 BoJ 意外宣布擴大日本 10 年期公債殖利率波動範圍至 $0\pm 0.5\%$

(一) 政策改變之背景

1. BoJ 指出，由於 2022 年度海外金融市場波動幅度較大，日本金融市場亦遭受波及，導致日本債市功能逐漸失調，若上述情勢惡化，將不利於日本公司債發行。
2. 因此，BoJ 於上(2022)年 12 月 20 日宣布將日本 10 年期公債殖利率波動範圍由 $0\pm 0.25\%$ 擴大至 $0\pm 0.5\%$ ，旨在改善日本債市運作及加強寬鬆貨幣政策的可持續性。

(二) 實施方式

1. 擴大日本 10 年期公債殖利率波動範圍至 $0\pm 0.5\%$ (原為 $0\pm 0.25\%$)，意即如日本 10 年期公債殖利率觸及其波動區間上限(0.5%)或區間下限(-0.5%)時，BoJ 將會進場調節²⁷。
2. 2023 年第 1 季起，BoJ 購買日本公債規模由每月 7.3 兆日圓增加至每月 9.0 兆日圓²⁸。

(三) 對金融市場影響

本次 BoJ 宣布擴大日本 10 年期公債殖利率波動範圍至 $0\pm 0.5\%$ 後，市場對 BoJ 未來加速貨幣政策正常化(即逐步退出寬鬆貨幣政策)之預期升溫，對當日(2022/12/20)金融市場之影響如下：

1. 日本各天期公債殖利率上揚，其中又以 8 年期至 10 年期公債殖利率升幅較大(附錄附圖 1)。
2. 市場日圓空單被迫大幅回補(short squeeze)²⁹，致日圓對美元明顯

²⁷ 如 BoJ 官方網站指出，如日本 10 年期公債殖利率觸及其波動區間上限(0.5%)時，該行將以固定利率 0.5% 購買日本 10 年期公債(參見 BoJ(2022), "Modification of the Conduct of Yield Curve Control (YCC)," *Monetary Policy Releases*, Dec.20)。

²⁸ BoJ(2022), "Statement on Monetary Policy," *Monetary Policy Releases*, Dec.20.

²⁹ 根據美國商品期貨交易委員會(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)統計，2022 年 12 月 20 日之投機性日圓淨空單為 40,881 口，相較 2022 年 12 月 13 日(一週前)之淨空單 53,188 口，減少 12,307 口；另相較 2022 年 10 月 25 日(2 個月前)之淨空單 102,618 口，減少 61,737 口。

升值(附錄附圖 2)。

3. 主要經濟體當日(2022/12/20)公債殖利率多呈上揚，股市則多呈下跌(附錄附圖 3)。

三、 BoJ 本次調整殖利率曲線控制之意涵及未來可能動向

(一)BoJ 強調此次並非升息，亦非退出寬鬆貨幣政策之第一步

上年 12 月 26 日 BoJ 總裁黑田東彥強調³⁰，該行宣布調整殖利率曲線控制，**絕非退出寬鬆貨幣政策之第一步**，而旨在以可持續及穩定之方式，伴隨著薪資成長來達成物價穩定，並繼續透過殖利率曲線控制來執行寬鬆貨幣政策。

(二)主要投資銀行則多解讀 BoJ 本次調整 YCC 係為明年貨幣政策正常化鋪路

1. 儘管 BoJ 聲明稿指出，在債券市場功能逐漸失調的情況下，擴大日本 10 年期公債殖利率波動範圍將有助於加強寬鬆貨幣政策的可持續性；惟鑑於近期 BoJ 總裁黑田曾多次提及擴大日本 10 年期公債殖利率波動範圍實際上等同升息，因此市場認為 **BoJ 及此前黑田總裁說法出現不一致之情形**。
2. 投銀多認為，隨日本通膨逐漸升溫(按本年 11 月日本不含生鮮食品及能源之核心通膨率為 **2.8%**，**創 41 年新高**)³¹，BoJ 最終將被迫啟動貨幣政策正常化，殖利率曲線控制政策亦將難以維持。

(三)對利差交易及資金移動之可能影響

1. 鑑於 BoJ 宣布調整殖利率曲線控制後，**市場對 BoJ 未來加速貨幣政策正常化之預期升溫**，致 2022 年 12 月 21 日日圓對美元大幅升

³⁰Nohara, Yoshiaki and Erica Yokoyama(2022), "BOJ's Kuroda Emphasizes December Policy Tweaks Are Not Exit," *Bloomberg News*, Dec.26.

³¹Fujikawa, Megumi (2022), "Japan Inflation Hits Four-Decade High, Pressuring Central Bank in 2023," *The Wall Street Journal*, Dec.23.

值至 133 日圓兌換 1 美元(宣布前為 137 日圓兌換 1 美元)。

2. 倘若市場持續預期明年 BoJ 即將跟進主要央行貨幣政策正常化之行列，則原先放空日圓並投資較高利率貨幣之利差交易將面臨被迫平倉之壓力，日圓恐再度走升；另資金亦可能因市場參與者預期日圓升值而流入日本。

(四)未來 BoJ 貨幣政策正常化之可能時程：

外界普遍預期 BoJ 總裁黑田東彥將於 2023 年 4 月任期屆滿卸任，而 BoJ 新任總裁就任後將逐步調整 COVID-19 紓困措施、前瞻指引、殖利率曲線控制及負利率政策等政策工具。

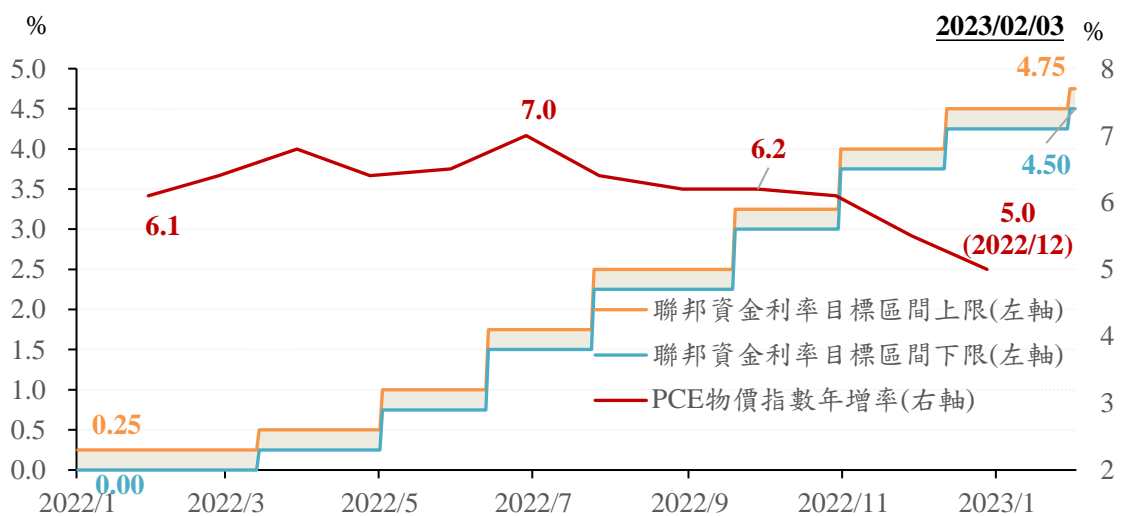
伍、美國 Fed 貨幣政策展望及相關觀察重點

由於受到 Daiwa 研討會中 William Dudley 所提出美國經濟及 Fed 貨幣展望觀點之啟發，作者於本節首先概述上年迄今美國通膨走勢及 Fed 升息循環，其次簡要說明美國通膨及勞動市場現況，最後則介紹近期美國 Fed 主席 Jerome Powell 提出，影響未來美國升息路徑之重要觀察指標—Supercore Inflation(即不含住宅之核心服務指數變動率)。

一、2022 年前 11 月 Fed 為抑制高通膨現象而大幅升息，隨後因美國通膨出現趨緩跡象，Fed 亦放緩升息步調

- (一) 上年因美國經濟重啟後需求大幅增加，加以上年 2 月俄烏戰爭爆發，導致全球供應鏈瓶頸惡化，推升原油及大宗商品價格，進一步使美國 PCE 通膨上揚(最高曾於 2022 年 7 月創下 7.0%)，使得 Fed 於上年 3 月啟動升息循環，且截至上年 11 月 Fed 共升息 6 次，累積升息 15 碼(3.75 個百分點)。
- (二) 自上年 11 月後，美國 PCE 通膨出現趨緩跡象(2022 年 12 月降至 5.0%)，使 Fed 放緩升息步調，在上年 12 月及本年 2 月分別升息 2 碼及 1 碼。由上年 3 月迄今 Fed 共升息 8 次，累積升息 18 碼(4.5 個百分點)。

圖 11 2022 年迄今美國資金利率目標區間上下限及 PCE 物價指數年增率



資料來源：Bloomberg

(三) 委員會普遍認為，Fed 將再升息幾次(a couple of more rate hikes)，俾使聯邦資金利率能達到適當的緊縮水準(appropriately restrictive)。

二、美國勞動市場及通膨現況

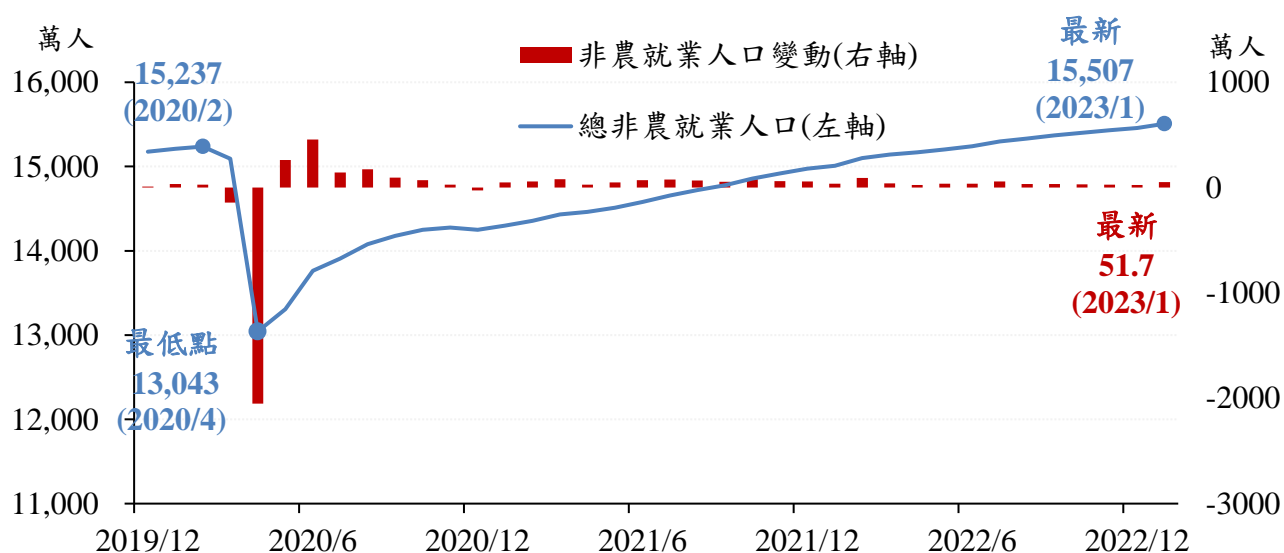
(一) 美國勞動市場現況

1. 非農總就業人數(根據機構調查)已逾 COVID-19 疫情爆發前水準

(1) 本年 1 月美國非農總就業人口上升至 15,507 萬人，已逾疫情前 2020 年 2 月最高點 15,237 萬人，顯示當前勞動市場已接近充分就業狀態(圖 12)。

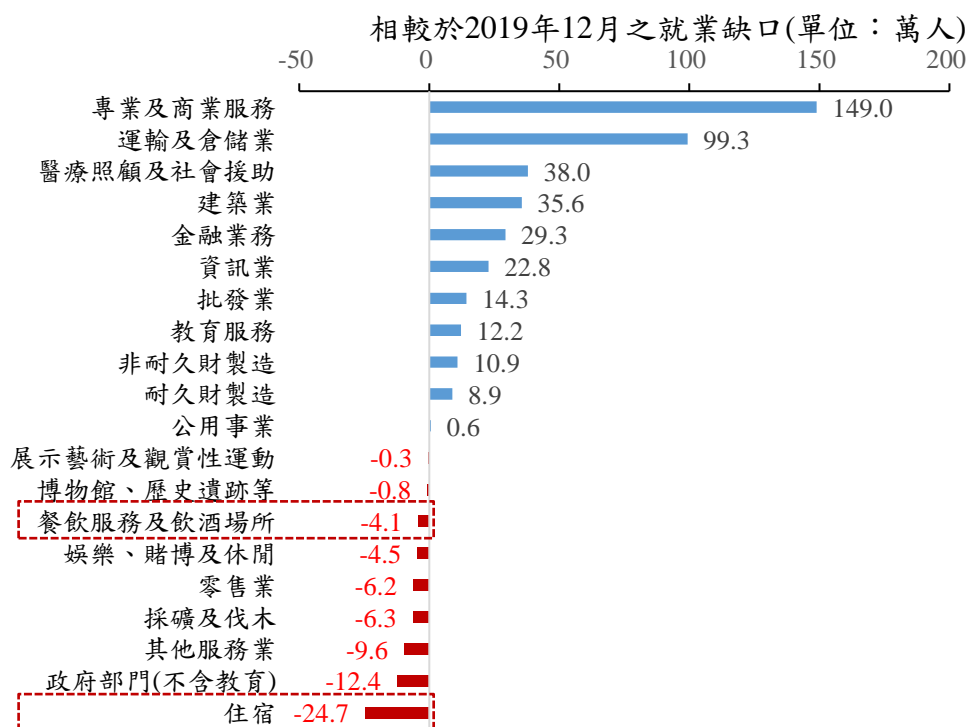
(2) 依產業別：與 2019 年 12 月相比，高接觸服務業如住宿及餐飲服務等產業就業缺口分別為 24.7 萬人及 4.1 萬人，合計約 28.8 萬人(次頁圖 13)。

圖 12 美國非農業就業人口變動



資料來源：Bloomberg

圖 13 依產業別之非農業就業缺口



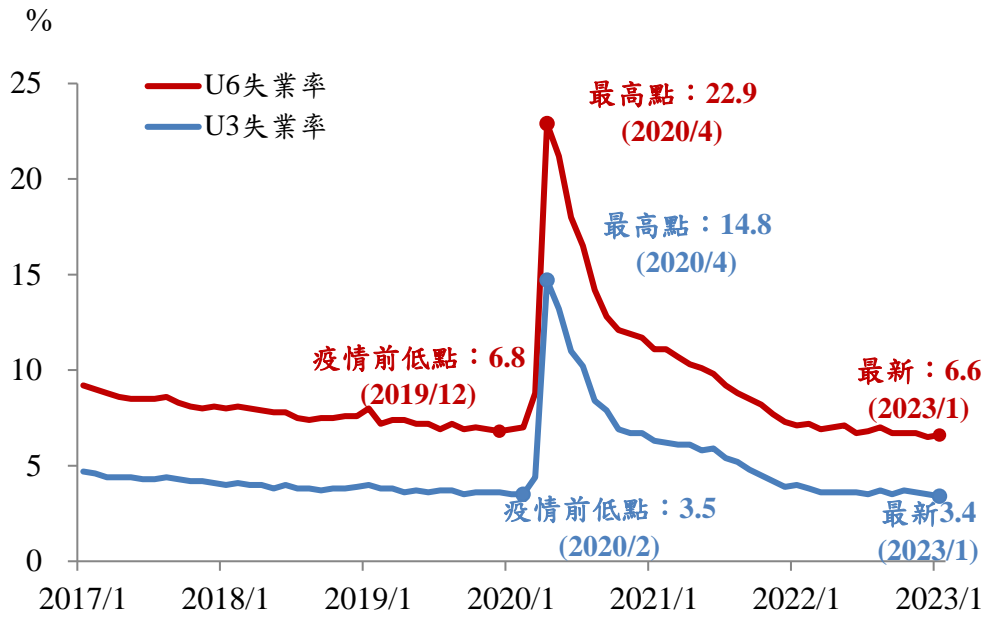
資料來源：Bloomberg

2. U3 及 U6 失業率³²(根據家計部門調查，次頁圖 14)：接近歷史低點

- (1) 本年 1 月美國 U3 失業率為 3.4%，較上年 12 月失業率(3.5%)及市場預期(3.6%)低；U6 失業率由上年 12 月的 6.5%上升 0.1 個百分點至 6.6%。
- (2) 美國 U3 及 U6 失業率自 COVID-19 疫情爆發後迄今多呈下降，目前 U3 失業率低於疫情前水準(2020 年 2 月之 3.5%)，而 U6 失業率則接近 1994 年有紀錄以來低點。

³² U3 失業率係指失業人口除以勞動力。U6 失業率=(失業+被迫兼職+MarginallyAttached)/((勞動力+MarginallyAttached))，其中 Marginally Attached 係指 4 週前至 12 個月前之間曾求職者。

圖 14 美國 U3 及 U6 失業率走勢

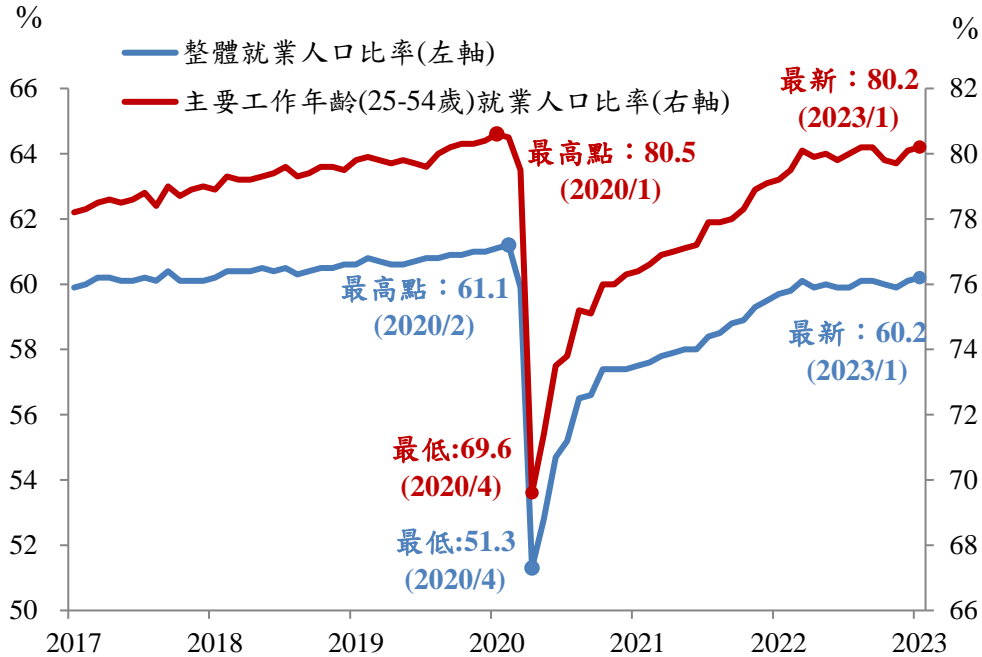


資料來源：Bloomberg

3. 就業人口比

- (1) 本年 1 月整體就業人口比率由上年 12 月之 60.1% 上升 0.1 個百分點至 60.2%³³；主要工作年齡(prime-age)(25 歲至 54 歲)就業人口比率由上年 12 月之 80.1% 上升 0.1 個百分點至 80.2%(圖 15)。

圖 15 美國整體就業人口比率



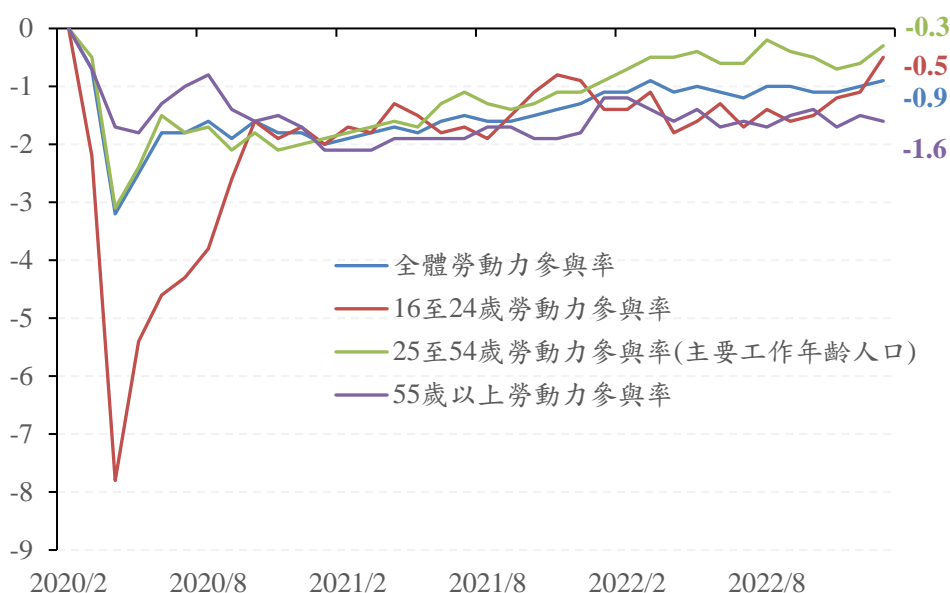
資料來源：Bloomberg

³³ 該數據於疫情爆發後多呈持續回升，惟尚未回升到疫情前水準。

4. 勞動力參與率略微上升，其中主要工作年齡人口勞動力參與率接近疫情前水準

- (1) 本年 1 月全體勞動力參與率由上年 12 月 62.3% 上升 0.1 個百分點至 62.4%；主要工作年齡人口勞動力參與率由上年 12 月之 82.4% 上升 0.3 個百分點至 82.7%。
- (2) 前述數據於疫情爆發後多呈持續回升，其中主要工作年齡人口勞動力參與率僅較 2020 年 2 月低 0.3 個百分點，惟 55 歲以上及 16 歲至 24 歲勞動力參與率仍分別較 2020 年 2 月低 1.6 個及 0.5 個百分點(圖 16)。

圖 16 美國不同年齡群組之勞動力參與率與 2020 年 2 月差異

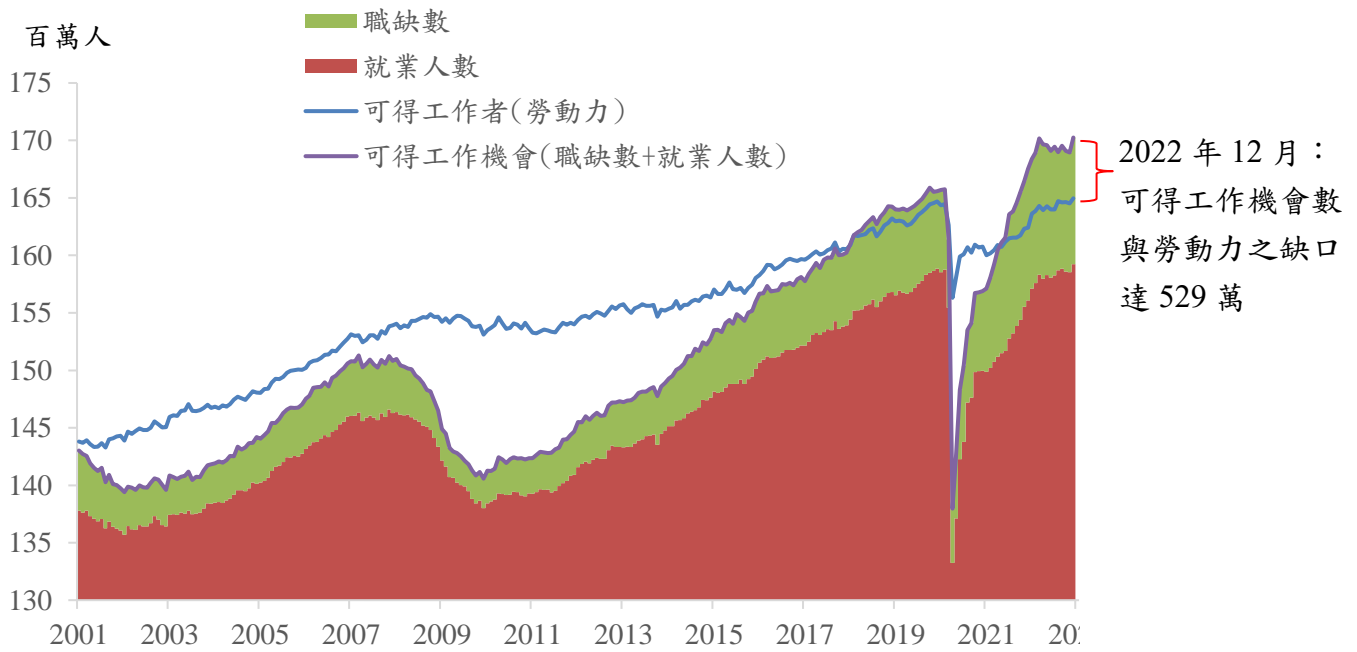


資料來源：Bloomberg

5. 當前美國勞動市場可得之工作機會數遠逾勞動供給(次頁圖 17)

- (1) 截至上年 12 月美國可得之工作機會數為 170.256 百萬人(=職缺數 11.012 百萬人+就業數 159.24 百萬人)。同月美國勞動力供給為 164.966 百萬人(=失業數 5.722 百萬人+就業數 159.244 百萬人)。該月職缺對失業比為 1.9 倍，接近歷史高點。
- (2) 美國勞動力缺口高達 5.29 百萬人(=170.256 百萬人-164.966 百萬人)。

圖 17 美國勞動市場之工作機會數仍大於勞動供給

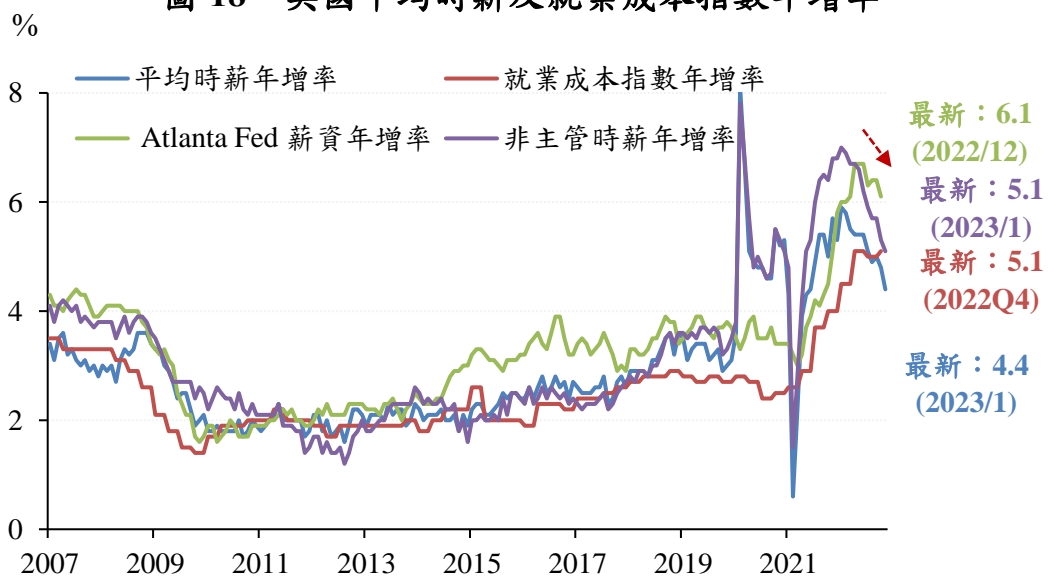


資料來源：Bloomberg

6. 薪資成長率

- (1) 本年1月整體平均時薪月增率與年增率分別為0.3%與4.4%；本年1月非主管時薪月增率及年增率分別為0.2%及5.1%；
- (2) 上年12月Atlanta Fed薪資年增率為6.1%，本年第四季就業成本指數(ECI)年增率為5.1%，長期趨勢均呈現上揚(圖18)，惟似有放緩跡象。

圖 18 美國平均時薪及就業成本指數年增率

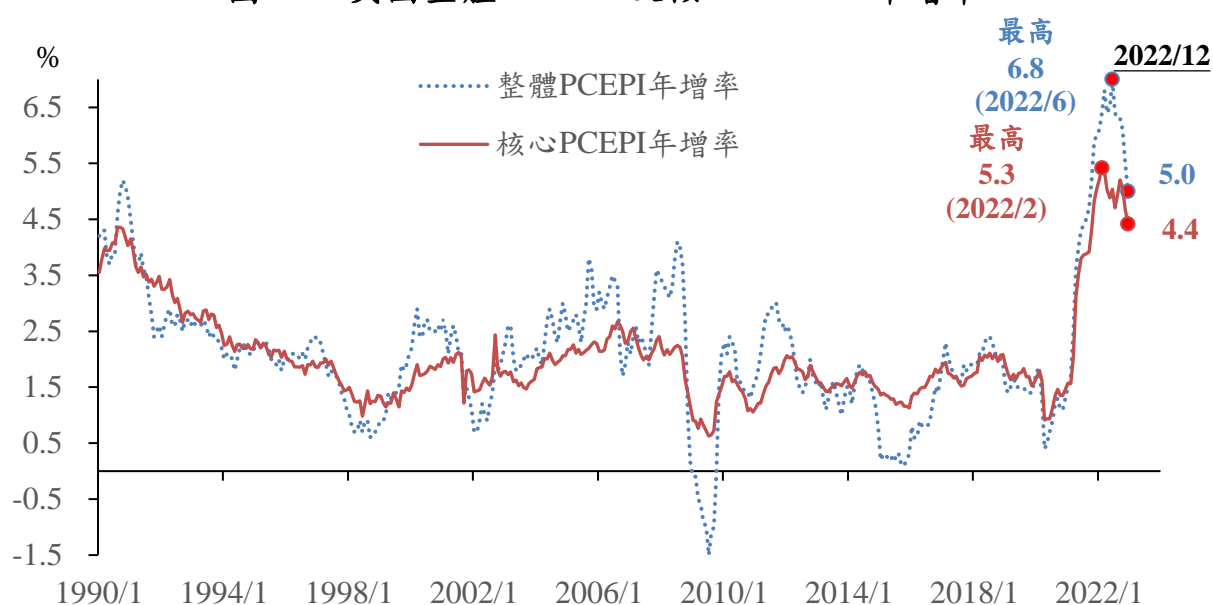


資料來源：Bloomberg

(二) 美國通膨現況

1. 上年 12 月美國整體個人消費支出物價指數(PCEPI)年增率由 11 月 5.5%下降 0.5 個百分點至 5.0%(圖 19)，低於市場預期(5.5%)。
2. 上年 12 月核心 PCEPI 年增率則由上年 11 月 4.7%下降 0.3 個百分點至 4.4%(圖 19)，亦與市場預期(4.4%)相符。

圖 19 美國整體 PCEPI 及核心 PCEPI 年增率



資料來源：BEA、Bloomberg

3. 上年 12 月整體 PCEPI 主要項目中，以年增率而言，食物及運輸服務價格年增率仍維持兩位數；汽車及二手車年增率明顯放緩(其中二手車年增率轉為-8.8%)；房租及醫療保健服務年增率仍高。整體 PCE 通膨維持在高檔；核心 PCE 通膨亦維持高檔水準，惟整體 PCE 及核心 PCE 通膨均較上年 11 月略微下降(次頁表 5)。
 - (1) 能源、汽車及運輸項目(紅色虛框)合計貢獻整體 PCEPI 成長率達 0.7 個百分點；食物、房租及醫療保健服務價格(藍色虛框)則貢獻 2.5 個百分點(次頁表 5)。
 - (2) 汽車、房租、醫療保健服務及運輸服務價格貢獻核心 PCE 成長

率 2.0 個百分點(表 5)。

表 5 2022 年 12 月美國整體 PCEPI 主要項目年增率及貢獻

單位：%；百分點

主要項目	權重*	當月年增率	前一月年增率	當月貢獻度
PCEPI 所有項目	100.00	5.0	5.5	
食物	7.84	11.2	11.2	0.9
能源	3.93	6.9	13.7	0.3
核心 PCEPI (所有項目扣除能源 及食物)	88.23	4.4	4.7	3.9
服飾及鞋類	2.98	3.0	3.6	0.1
新車	2.27	6.0	7.2	0.1
二手車及卡車	1.56	-8.8	-3.2	-0.1
醫藥產品	3.76	8.1	8.2	0.3
房租	15.08	7.7	7.3	1.2
醫療保健服務	16.20	2.4	2.6	0.4
交通運輸	2.75	13.2	12.0	0.4

* 依照 2021 年各主要項目支出占所有個人消費支出所推算之權重；另部分項目貢獻加總可能因尾差或四捨五入而有出現誤差；食物包括食物及飲料。

資料來源：BEA、Bloomberg

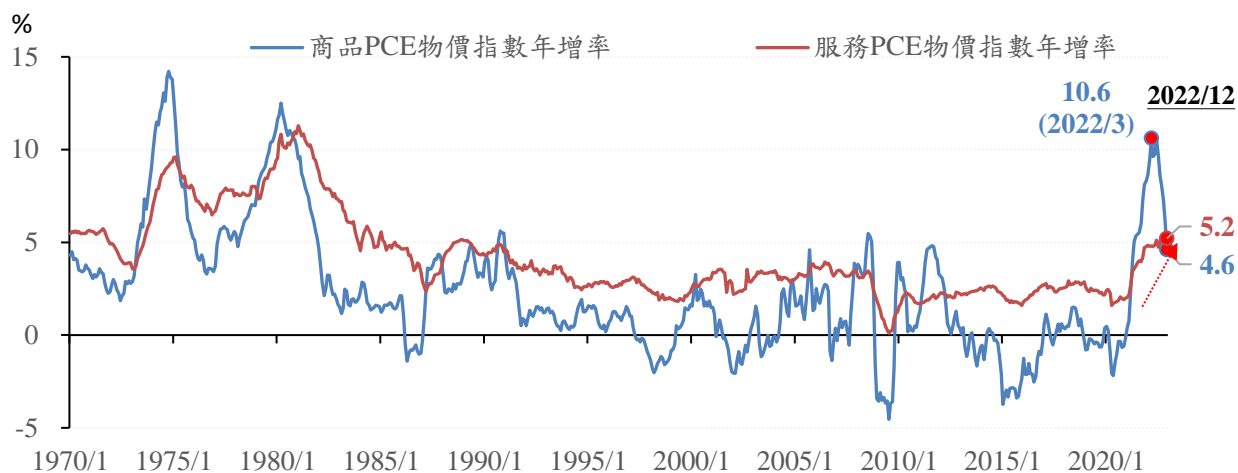
4. 美國整體商品通膨及服務通膨均呈下降，惟兩者仍處於相對高檔

(1) 上年 12 月整體商品物價指數年增率由上年 11 月 6.1 %下降 1.5 個百分點至 4.6%，創下 2021 年 5 月以來新低；整體服務物價指數年增率則持平於上年 11 月 5.2%；兩者仍處於相對較高水準(次頁圖 20 及第 34 頁表 6)。

— 整體商品(權重 34.8%)：貢獻上年 12 月整體 PCE 通膨 1.6 個百分點(貢獻之占比約 32%)；

- **整體服務(權重 65.2%)**：貢獻上年 12 月整體 PCE 通膨 **3.4 百分點**(貢獻之占比約 **68%**)。

圖 20 美國整體商品及整體服務物價指數年增率

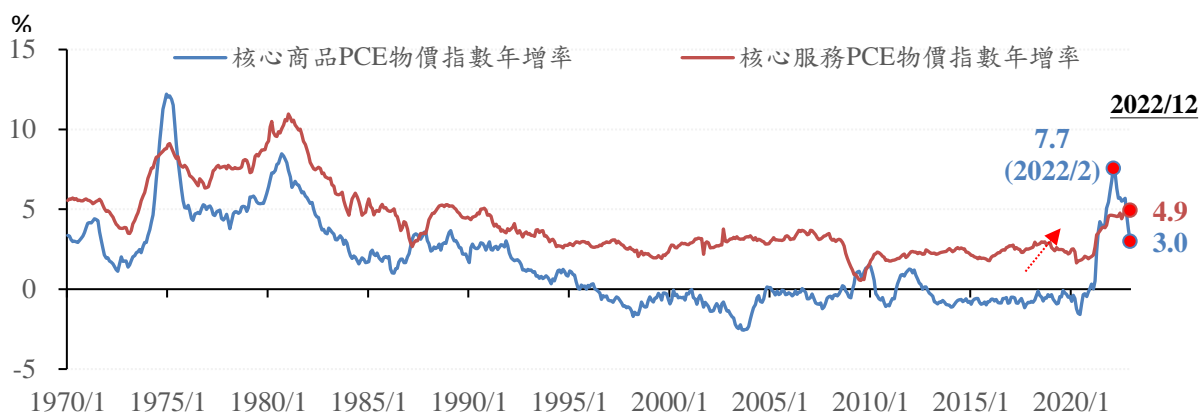


資料來源：BEA、Bloomberg

- (2) 上年 12 月**核心商品物價指數年增率**由上年 11 月 3.8%**下降 0.8 個百分點至 3.0%**，**創 2021 年 5 月以來新低**；上年 12 月**核心服務物價指數年增率**則由上年 11 月 5.0%**下降 0.1 個百分點至 4.9%**(圖 21 及次頁表 6)。

- **核心商品(權重 24.67%)**：貢獻上年 12 月核心 PCE 通膨 **0.7 個百分點**(貢獻之占比約 **19%**)；
- **核心服務(權重 63.56%)**：貢獻上年 12 月核心 PCE 通膨 **3.1 個百分點**(貢獻之占比約 **81%**)。

圖 21 美國核心商品及核心服務物價指數年增率



資料來源：BEA、Bloomberg

5. 2022 年 1~12 月美國整體 PCE 通膨及核心 PCE 通膨分別為 6.2% 及 5.0%，其中能源、汽車及運輸服務價格平均年增率均為兩位數；另食物價格(平均年增率亦為兩位數)、房租及醫療保健服務亦有相當程度貢獻，使 PCE 通膨維持在高檔；核心 PCE 通膨亦呈現高檔整理。

- (1) 能源、汽車及運輸服務價格(紅色虛框)合計貢獻整體 PCE 通膨達 1.7 個百分點；食物、房租及醫療保健服務價格(藍色虛框)則貢獻 2.1 個百分點，合計貢獻 3.8 個百分點(表 6)。
- (2) 汽車、房租、醫療保健服務及運輸服務貢獻核心 PCE 通膨 2.0 個百分點(表 6)。

表 6 2022 年 1~12 月美國整體 PCEPI 主要項目年增率及貢獻

單位：%；百分點

主要項目	權重*	1~12 月年增率	1~11 月年增率	1~12 月貢獻度
PCEPI 所有項目	100.00	6.2	6.3	
食物	7.84	10.4	10.4	0.8
能源	3.93	26.5	28.3	1.0
核心 PCEPI (所有項目扣除能源及食物)	88.23	5.0	5.0	4.4
服飾及鞋類	2.98	5.2	5.4	0.2
新車	2.27	10.3	10.7	0.2
二手車及卡車	1.56	14.6	16.7	0.2
醫藥產品	3.76	7.6	7.5	0.3
房租	15.08	5.8	5.6	0.9
醫療保健服務	16.20	2.3	2.3	0.4
交通運輸	2.75	11.8	11.7	0.3

* 依照 2021 年各主要項目支出占有個人消費支出所推算之權重；另部分項目貢獻加總可能因尾差或四捨五入而有出現誤差；食物包括食物及飲料。

資料來源：BEA、Bloomberg

6. 2022 年全年美國整體 PCE 通膨及核心 PCE 通膨分別為 6.2%及 5.0%(表 7)

(1) 整體商品(權重 34.8%)貢獻上年整體 PCE 通膨 3.0 個百分點(貢獻之占比約 48%)；整體服務(權重 65.2%)貢獻上年整體 PCE 通膨 3.3 百分點(貢獻之占比約 52%)。

(2) 核心商品(權重 24.67%)貢獻上年核心 PCE 通膨 1.4 個百分點(貢獻之比約 31%)；核心服務(權重 63.56%)貢獻上年核心 PCE 通膨 3.0 個百分點(貢獻之占比約 69%)。

表 7 2022 年 1~12 月美國整體 PCEPI 主要項目年增率及貢獻
(依照商品及服務類別區分)

單位：%；百分點

主要項目	權重*	全年平均年增率	1~11 月平均年增率	全年平均貢獻度
PCEPI 所有項目	100.00	6.2	6.3	
商品	34.80	8.6	8.9	3.0
服務	65.20	5.0	5.0	3.3
核心 PCEPI (所有項目扣除能源及食物)	88.23	5.0	5.0	4.4
核心商品	24.67	5.6	5.9	1.4
核心服務	63.56	4.7	4.7	3.0

* 依照 2021 年各主要項目支出占所有個人消費支出所推算之權重；另部分項目貢獻加總可能因尾差或四捨五入而有出現誤差；食物包括食物及飲料。

資料來源：BEA、Bloomberg

三、觀察 Fed 貨幣政策之重要觀察指標—**Supercore Inflation**(即不含住宅之核心服務指數變動率)

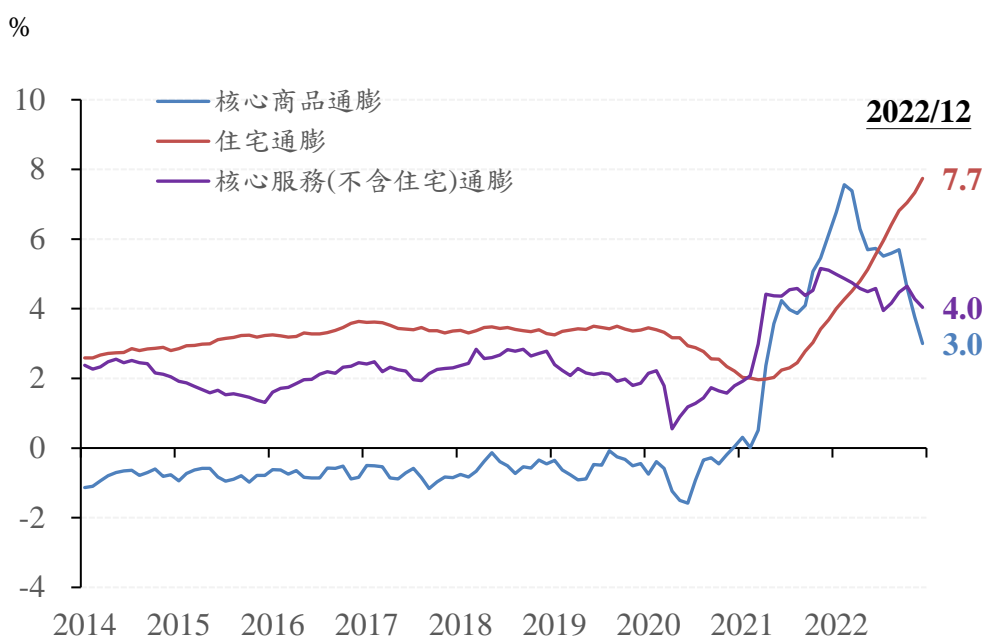
(一) 背景介紹

1. Fed 主席 Jerome Powell 於上年 11 月 30 日以「通膨與勞動市場」為題發表演說³⁴，當時曾提及儘管過去 1 年來 Fed 緊縮貨幣政策且美國經濟趨緩，惟尚未看到美國通膨明顯趨緩。渠並提出觀察美國通膨是否趨緩時，可將核心 PCE 通膨拆解為三部分：**核心商品通膨(core goods inflation)**、**住宅相關通膨(housing services inflation)**，以及**不含住宅之核心服務通膨部分(inflation in core services other than housing)**。當時核心商品通膨於 2022 年自高點下降，住宅通膨則快速上揚，至於**不含住宅之核心服務通膨部分則尚未出現明顯趨勢**。
2. 另 Fed 主席 Powell 於本年 2 月 1 日會後記者會指出³⁵，當前美國商品通膨正處於放緩(disinflation)初步階段，主要反映供應鏈瓶頸紓緩及商品消費減少；另一方面，服務通膨雖未明顯放緩，惟若市場新租金合約價格持續下跌，房租通膨終將趨緩；不含住宅之核心服務通膨(業界稱其「**Supercore Inflation**」)則因美國勞動市場仍強勁而居高不下(次頁圖 22)。
3. Powell 指出，在基礎情境下，本年美國經濟將增速放緩，美國勞動市場緊俏狀況將略微改善；美國通膨將持續放緩，惟下降速度不會太快，故預期本年將不會降息。

³⁴ Powell, Jerome(2022),“Inflation and the Labor Market,” *Remarks by Chair Board of Governors of the Federal Reserve System at the Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy Brookings Institution*, Nov. 30.

³⁵ FOMC(2023),“Transcript of Chair Powell’s Press Conference,” *Chair Powell’s Press Conference*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Feb. 1

圖 22 美國核心 PCE 通膨之三大組成成分：核心商品通膨、住宅通膨及不含住宅之核心服務通膨



資料來源：Bureau of Labor Statistics, Bloomberg；作者自行計算

(二) 不含住宅之核心服務通膨(Supercore Inflation)

1. 如表 8 所示，PCE 整體支出項目中，商品及服務類別分別占整體項目之 34.8%及 65.2%。

表 8 美國 CPI 及 PCE 權重比較(以 2021 年為例)

美國 CPI 及 PCE 權重比較				
占整體指數權重(%) (1)		占整體指數權重(%) (2)		兩者權重差異 (3)=(1)-(2)
CPI所有項目	100.0	PCE所有項目	100.0	-
商品	39.1	商品	34.8	4.3
服務	60.9	服務	65.2	-4.3
CPI所有項目	100.0	PCE所有項目	100.0	-
食物	13.9	食物	7.8	6.1
能源	7.1	能源	3.9	3.2
核心CPI	79.0	核心PCE	88.2	-9.2
核心商品	20.6	核心商品	24.7	-4.1
核心服務	58.4	核心服務	63.6	-5.2
核心服務(不含住宅)	25.8	核心服務(不含住宅)	48.3	-22.5
住宅	32.6	住宅	15.2	17.3

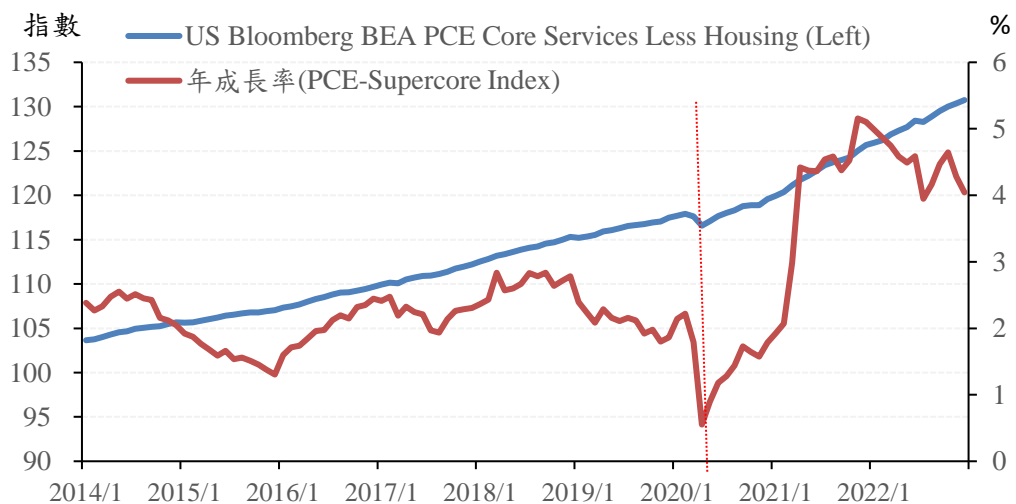
資料來源：Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis；作者自行計算

2. 另 PCE 整體支出項目若扣除食品(占整體 PCE 權重為 7.8%)及能源(占整體 PCE 權重為 3.9%)，即可得到核心 PCE 項目(占整體 PCE 權重為 88.2%=100%-7.8%-3.9%)。
- (1) 前述核心 PCE 項目又可拆解為核心商品(占整體 PCE 指數之 24.7%)及核心服務(占整體 PCE 指數之 63.6%)。
- (2) 若進一步將核心服務拆解為住宅項目(占整體 PCE 指數之 15.2%)及**不含住宅之核心服務**(占整體 PCE 指數之 48.3%)，則可知**不含住宅之核心服務約占整體 PCE 之一半，或核心 PCE 項目之 54.8%**。

3. 不含住宅之核心服務價格指數(supercore Index)之變動

- (1) 美國經濟分析局(BEA)編製**不含住宅之核心服務價格指數係以 2012 年為基期(=100)**。
- (2) 如圖 23 所示，該指數自 2014 年多呈上揚走勢，僅在 2020 年 COVID-19 疫情爆發後一度下降，之後反彈。此外，2014 年至 2019 年該指數之成長斜率較平緩，2020 年迄今其成長斜率較為陡峭。

圖 23 美國不含住宅之核心服務價格指數及其年成長率*

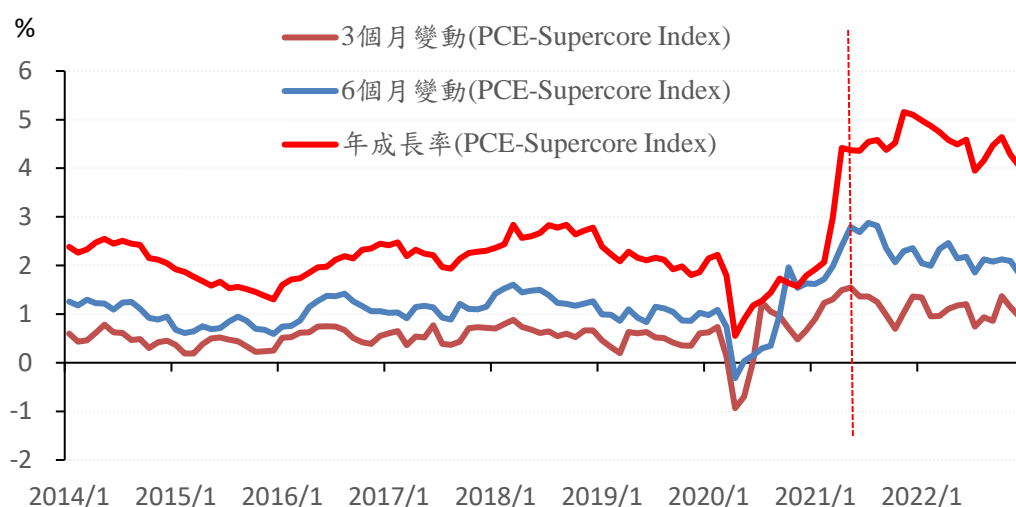


*指數以 2012 年為基期(=100)

資料來源：Bloomberg

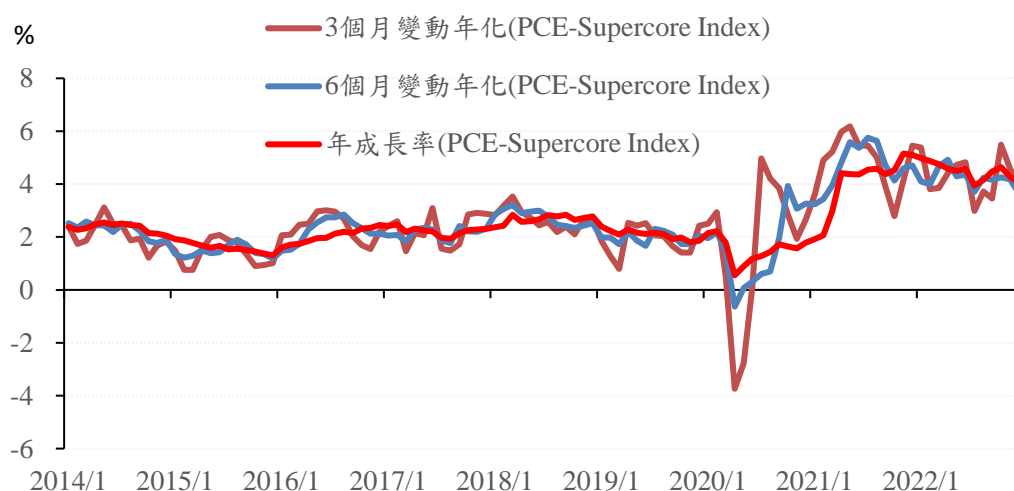
- (3) 就年成長率而言，不含住宅之核心服務價格指數曾於 2021 年 12 月來到高點 5.1%，目前水準則下降至 4.0%附近。
- (4) 就 3 個月及 6 個月變動率而言，不含住宅之核心服務價格指數自 2021 年下半年開始其成長率出現盤整(圖 24)。若觀察其 3 個月、6 個月年化成長率，目前皆在 4%附近(圖 25)。

圖 24 美國不含住宅之核心服務價格指數 3 個月、6 個月成長率及其年成長率



資料來源：Bloomberg

圖 25 美國不含住宅之核心服務價格 3 個月、6 個月年化成長率及其年成長率*



*3 個月變動年化係指當月數值與 3 個月前數值相比再年化；6 個月變動年化係指當月數值與 6 個月前數值相比再年化。

資料來源：Bloomberg

陸、心得與建議

本次參加「Daiwa Capital Markets Conference 2022」，除了有助了解全球經濟及主要央行貨幣政策之最新發展，並聽取大和證券資深 JGB 策略分析師小野木啟子(Keiko Onogi)，就「Enduring Dove and JGBs」議題進行簡報及問答，亦有助進一步了解日本經濟現況及日本央行貨幣政策立場。

此外，不論是 BoJ 前副總裁中曾宏(Hiroshi Nakaso)就「全球經濟及貨幣政策正處於轉捩點」進行簡報，以及由大和證券首席經濟學家 Michael Moran 領銜與大和證券研究主管暨首席策略師 Chris Scicluna 等就「美歐日通膨及貨幣政策展望」進行會談，以及 New York Fed 前總裁 William Dudley 就「美國經濟與貨幣政策」發表 Keynote 演說，均使與會人員獲益良多，故建議可多鼓勵本行同仁參與該國際研討會。謹將參加本次心得說明如下：

一、 本次研討會內容部分

(一) 全球經濟：當前全球經濟面臨高通膨及主要央行加速緊縮貨幣政策之嚴峻挑戰，尤其本次高通膨背後約有一半來自供給面因素，加以俄烏戰爭導致供給面面臨更多不確定因素。此外，前述主要央行加速緊縮貨幣政策，將使 **2023 年全球及主要經濟體的經濟成長率明顯放緩**³⁶。

(二) 日本經濟及貨幣政策方面：

1. 儘管 2022 年日本受到日圓大幅貶值引發輸入性通膨影響，日本通膨亦出現上揚，惟 Daiwa Securities 預期日本 Core-CPI 通膨約在 2022 年 10 月達到高峰 3.5%至 4.0%，之後開始下降，預計 2023

³⁶例如 S&P Global Market Intelligence (2022/10/18)預期全球、美國、歐元區與英國，本年經濟成長率將分別為 2.8%、1.7%、3.1%與 4.2%，明年則均轉為衰退，分別降至 1.4%、-0.5%、-0.6%與-0.7%。

年 6 月回落至 1.5% 左右。此呼應了日前 BoJ 總裁黑田東彥認為，當供給面因素推升通膨的力道逐漸消退後，日本將回到通膨趨緩 (disinflation) 的看法。此外，上(1)月 27 日日本首相岸田文雄(Fumio Kishida)更指出³⁷，鑑於日本國內需求帶動之通膨仍然微弱，未來日本仍不排除再度陷入通縮之可能性，由此可見，日本對於通膨上揚的現象仍不敢太過樂觀。

2. 另一方面，Daiwa Securities 預期 BoJ 在 2023 年 4 月前仍將實施寬鬆貨幣政策，至於 BoJ 下任總裁人選，可以留意立場相對較鷹派之現任 BoJ 副總裁兩宮正加，以及立場相對較溫和之 BoJ 前副總裁中曾宏與現任亞銀(ADB)總裁淺川雅嗣。

(三) 美國經濟及貨幣政策

1. New York Fed 前總裁 William Dudley 提及，儘管美國商品通膨呈現下降，惟美國服務通膨(含住宅通膨)及薪資成長率仍多呈上揚，故未來觀察美國通膨走勢，須密切關注前述服務通膨相關指標。
2. 另觀察 Fed 升息路徑重點已從終端利率的水準高低，轉為一旦 Fed 抵達該終端利率(約在 5.0~5.5% 區間)，將維持多久一段期間。
3. 過去美國公債殖利率相對較高，因此當 10 年期美國公債殖利率低於 2 年期美國公債殖利率或 3 個月期國庫券利率時，其預警訊號的強度較佳。另外，由於 2008 年全球金融危機後，Fed 實施大規模 QE，致整體殖利率曲線被壓低(主要透過壓低期間溢酬)，較容易出現長天期殖利率低於短天期殖利率之情形，亦即殖利率曲線倒掛(預警訊號)的強度與過去殖利率相對較高時期相比，似乎恐已打了折扣。

³⁷ Komiya, Kantaro(2023), "Japan PM Says Can't Rule out Return of Deflation Despite Price Spike," Reuters, Jan. 27.

(四) 其他

1. 香港金融大學首席金融教授陳志武演說提及：中國大陸在習近平打破集團領導，並刻意避免出現繼任人選，以鞏固其政治勢力範圍。
2. 中國大陸對內將由原先追求繁榮(強調達成經濟成長目標)，轉為追求穩定，爰預期未來北京當局將不再強調達成經濟成長目標。另一方面，具體政策觀察點可留意大陸當局何時放寬「防疫清零政策」(Zero-Covid Policy)及如何因應國內房地產問題³⁸。
3. 至於中國大陸對外部分，美中之間爭端將不易趨緩，甚可能演變為新(科技)冷戰，亦值得後續密切觀察。

二、有關日本經濟部分

(一) 1990 年代日本資產泡沫前後情勢及日本央行因應對策

1. 1985 年 9 月廣場協議導致日圓大幅升值，資金流入日本，BoJ 為協助出口產業及舒緩出口廠商經營壓力，遂採行極度寬鬆貨幣政策，間接導致銀行放款浮濫，房地產、股票價格狂飆。
2. 惟之後 BoJ 鑑於日本股市及房地產價格飆漲，以及日本景氣有過熱之虞，轉而於 1989 年 5 月至 1990 年 8 月期間，調高政策利率至 6%，導致資產價格開始崩跌，銀行不良債權隨之遽升，進一步使得金融中介功能嚴重受損。
3. 另一方面，家計部門及廠商受前述因素影響開始進行去槓桿化，使日本消費及投資動能不足，日本陷入「資產負債表型衰退」，而民間需求不足衍生出「通貨緊縮惡性循環」。

³⁸中國於 2022 年 11 月 12 日公布「二十條」進一步優化防控工作措施，2022 年 12 月 7 日再公布「新十條」新冠防疫措施，不再強調「動態清零」嚴格防疫目標，顯示中國防疫措施將轉向與 COVID-19 病毒共存。

4. 為因應日本資產泡沫後之困境，BoJ 持續降息至零利率並採行「量化寬鬆政策」及進場干預匯市，提供市場充裕的流動性；日本政府則推出財政激勵方案，以及存款全額保障、金融機構再資本化等措施，試圖重建銀行中介功能。
5. 2004 年及 2005 年在前述政策支持下，加以國際經濟情勢好轉，日本經濟亦呈好轉，並暫時擺脫通貨緊縮的威脅。由於日本經濟正式步入正軌，BoJ 在 2006 年 3 月 9 日宣告結束「量化寬鬆政策」，2006 年 7 月 14 日再結束長達 5 年的「零利率政策」。

(二) 有關日本央行(BoJ)宣布調整殖利率曲線控制後之可能影響

1. 主要投資銀行多認為，隨日本通膨逐漸升溫(按 2022 年 12 月日本不含生鮮食品及能源之核心通膨率為 4.0%，創 41 年新高)，BoJ 最終將被迫啟動貨幣政策正常化，且將難以維持其殖利率曲線控制政策。
2. 鑑於 BoJ 於 2022 年 12 月 20 日宣布調整殖利率曲線控制後，市場對 BoJ 未來加速貨幣政策正常化之預期升溫，致 2023 年 2 月 5 日日圓對美元大幅升值至 132.66 日圓兌換 1 美元(宣布前為 137 日圓兌換 1 美元)。
3. 倘若市場持續預期本年 BoJ 即將跟進主要央行貨幣政策正常化³⁹，原先放空日圓並投資較高利率貨幣之利差交易將面臨被迫平倉之壓力，日圓恐再度走升；另資金亦可能因市場參與者預期日圓升值而流入日本。
4. 未來 BoJ 貨幣政策正常化之可能時程：外界普遍預期 BoJ 總裁黑田東彥將於 2023 年 4 月任期屆滿卸任，而 BoJ 新任總裁就任後

³⁹ 根據市場隔夜利率交換(Overnight Index Swap, OIS)利率交換定價反推(截至 2023 年 2 月 6 日價格)，市場預期 2023 年底 BoJ 可能會調高政策利率約 20 個基點。

將逐步調整 COVID-19 紓困措施、前瞻指引、殖利率曲線控制及負利率政策等政策工具。

- (1)就進一步調整殖利率曲線控制方面：可能採行逐步擴大 10 年期日本公債殖利率之波動區間，或將目標公債殖利率由 10 年期逐步縮短(例如將目標殖利率改為 7 年期或 5 年期)，以達到讓殖利率曲線控制逐步退場(phase out)之目的。
- (2)就退出負利率政策方面：應為 BoJ 貨幣正常化之最後步驟，意即 BoJ 將先調整殖利率曲線控制，才會考慮廢除負利率政策，因此未來 BoJ 是否再度擴大殖利率曲線控制之波動區間為關鍵指標，宜密切留意。

三、美國 Fed 貨幣政策展望及相關觀察重點

上年 3 月 Fed 為抑制高通膨而啟動升息循環，截至本年 2 月 6 日 Fed 累計升息 8 次(合計升息 18 碼或 4.5 個百分點)。值得注意的是，2022 年 11 月中旬後，隨著美國通膨出現趨緩跡象，Fed 亦放緩升息步調⁴⁰。

由於 Fed 法定目標包含「充分就業」及「物價穩定」，為研判 Fed 貨幣政策未來展望，可從美國勞動市場及通膨走勢切入，且可發現下列現象：

(一) 當前美國勞動市場仍十分緊俏，薪資成長率仍高於 Fed 目標區間

- 1.本年 1 月美國非農總就業人數上升至 15,507 萬人，已逾 COVID-19 疫情爆發前水準，顯示勞動市場已接近充分就業。
- 2.本年 1 月美國可得工作機會數大於勞動供給約 529 萬，且該月職缺對失業比為 1.9 倍，接近歷史高點。本年 1 月美國 U3 及 U6 失業率分別為 3.4%及 6.6%，分別創下或接近歷史低點。

⁴⁰ 由上年 11 月的升息 3 碼，放緩至上年 12 月升息 2 碼及本年 2 月升息 1 碼。

3. 本年 1 月整體平均時薪年增率及非主管時薪年增率分別為 4.4% 及 5.1%；上年 12 月 Atlanta Fed 薪資指數年增率為 6.1%，本年第四季就業成本指數(ECI)年增率為 5.1%。
4. 近期 Fed 主席 Powell 指出，當前美國薪資成長率**高出達成通膨目標 2%之相對應薪資成長率約 1.5 至 2.0 個百分點(隱含理想平均薪資成長率約介於 3.0%至 3.5%)**⁴¹。

(二) 美國整體商品通膨及服務通膨均呈下降，惟兩者仍處於相對高檔

1. 上年 12 月美國整體個人消費支出物價指數(PCEPI)及核心 PCEPI 年增率分別為 5.0%及 4.4%。
2. 上年 12 月整體商品物價指數年增率為 4.6%，創下 2021 年 5 月以來新低；整體服務物價指數年增率則持平於 5.2%；兩者仍處於相對較高水準。
3. 上年 12 月核心商品物價指數年增率降至 3.0%，創 2021 年 5 月以來新低；上年 12 月核心服務物價指數年增率則下降 0.1 個百分點至 4.9%。

(三) 美國通膨展望：宜密切觀察不含住宅之核心服務通膨(supercore inflation)之走勢

1. Fed 主席 Powell 提出觀察美國通膨是否趨緩時，可將核心 PCE 通膨拆解為三部分：**核心商品通膨(core goods inflation)**、**住宅相關通膨(housing services inflation)**，以及**不含住宅之核心服務通膨部分(inflation in core services other than housing)**，渠等並於本年 2 月 1 日會後記者會指出：

⁴¹ Timiraos, Nick (2022), "Fed to Weigh Higher Interest Rates Next Year While Slowing Rises This Month," *The Wall Street Journal*, Dec. 5 ; Timiraos, Nick (2022), "Jobs Report Keeps Federal Reserve on Track for 0.5-Point Rate Rise," *The Wall Street Journal*, Dec. 3.

- (1) 當前美國(核心)商品通膨正處於放緩(disinflation)初步階段，主要反映供應鏈瓶頸紓緩及商品消費減少；
 - (2) 服務通膨雖未明顯放緩，惟若市場新租金合約價格持續下跌，房租通膨終將趨緩；
 - (3) 不含住宅之核心服務通膨(業界稱其「Supercore Inflation」)則因美國勞動市場仍強勁而居高不下。
2. 不含住宅之核心服務價格指數年成長率曾於 2021 年 12 月來到高點 5.1%，目前水準則下降至 4.0% 附近。就不含住宅之核心服務價格指數之 3 個月及 6 個月變動而言，自 2021 年下半年開始出現盤整。若觀察不含住宅之核心服務價格指數之 3 個月、6 個月年化成長率，目前皆在 4% 附近。

(四) Fed 未來升息展望：以經濟數據為導向(data dependent)

1. 上年 12 月 FOMC 經濟估測(Summary of Economic Projections, SEP)之目標聯邦利率區間點陣圖(dot plot)顯示，Fed 於 2023 年可能升息 3 碼，屆時聯邦資金利率目標區間將升至 5.0~至 5.25% 後暫緩升息，直到 2024 年才會降息，其中 2024 年及 2025 年各降息 4 碼。
2. 承前所述，在美國勞動市場仍緊俏之下，美國通膨雖放緩，惟下降速度不會太快(按本年底核心 PCE 通膨率可能在 3%)，故預期本年上半年 Fed 可能升息 3 碼，屆時聯邦資金利率目標區間將升至 5.0~至 5.25% 後暫緩升息，本年 Fed 應不會降息⁴²。
3. 未來 Fed 實際決策仍將勞動市場及通膨走勢而定，尤其**宜密切觀察不含住宅之核心服務通膨走勢**。

⁴² 由於 2023 年 2 月 3 日公布之 1 月美國非農就業報告遠優於市場預期，致市場大幅上修美國聯邦資金利率之未來路徑。截至本(2)月 6 日聯邦資金利率期貨價格反推，市場預期本年 Fed 可能升息 3 碼(屆時聯邦資金利率目標區間將升至 5.0~至 5.25%)，惟本年下半年可能降息 1 碼。

參考文獻

一、英文部分

Adachi, Masamichi and Go Kurihara (2022), “BoJ Surprised by Widening the 10yr Yield Band from +/-25bp to +/-50bp,” *Japan Economic Perspectives*, UBS Research, Dec. 20.

Ahya, Chetan, Derrick Kam, Qiusha Peng, Jonathan Cheung, Robin Xing, Zhipeng Cai, Helen Lai, Richard Xu and Chiyao Huang (2022), “Going for Growth,” *Asia Pacific Insight*, Morgan Stanley, Dec. 13.

Airfinity (2022), “China Risks Between 1.3 And 2.1 Million Deaths If It Ends Its Zero-COVID Strategy,” *COVID strategy*, Airfinity, Nov. 28.

Baba, Naohiko, Tomohiro Ota and Yuriko Tanaka (2022), “Surprises by Widening 10-Year JGB Band,” *Goldman Sachs BOJ MPM*, Dec.20.

FOMC(2023),“Transcript of Chair Powell’s Press Conference, ” *Chair Powell’s Press Conference*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Feb.1

Fujikawa, Megumi (2022), “Japan Inflation Hits Four-Decade High, Pressuring Central Bank in 2023,”*The Wall Steet Journal*, Dec.23.

Giannoni, Marc, Jonathan Millar, Colin Johanson and Jonathan Hill(2023), “Weak Year-End Trajectory of PCE Will Be a Q1 Headwind,” *Barclays US Economic Research*, Jan. 27.

Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Joseph Briggs, Ronnie Walker, Tim Krupa and Manuel Abecasis (2023), “USA: Personal Spending and Core PCE Inflation in Line With Expectations; Launching Q1 GDP Tracking at +0.3%,” *Goldman Sachs Economics Research*, Jan. 27.

Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Joseph Briggs, Ronnie Walker, Tim Krupa and Manuel Abecasis (2023), “USA: FOMC Downshifts to a 25bp Hike at February Meeting; Keeps Reference to

‘Ongoing’ Rate Hikes,” *Goldman Sachs Economics Research*, Feb. 1.

Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Joseph Briggs, Ronnie Walker, Tim Krupa, Manuel Abecasis and Devesh Kodnani (2022), “ Monetary Policy Affects Growth with a Short Lag,” *Goldman Sachs US Economics Analyst*, Dec. 18.

Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Joseph Briggs, Ronnie Walker, Tim Krupa and Manuel Abecasis (2022), “ 10 Questions for 2023,” *Goldman Sachs US Economics Analyst*, Dec. 26.

IMF (2009), “How Japan Recovered from Its Banking Crisis: Possible Lessons for Today,” *Asia and Pacific Regional Economic Outlook*, Oct..

Komiya, Kantaro(2023), “Japan PM Says Can't Rule out Return of Deflation Despite Price Spike,” *Reuters*, Jan. 27.

Koo, Richard C. (2001), “The Japanese Economy in Balance Sheet Recession,” *Business Economics*, Apr., pp.15-23

Koo, Richard C. (2006), “Japan Is Back,” Nomura Research Institute, Jul.

Koo, Richard C. (2008), “The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan’s Great Recession,” John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.

Luzzetti, Matthew, Peter Hooper, Brett Ryan, Justin Weidner, Amy Yang and Colin Johanson (2023), “‘A Couple’ Steps Forward, No Steps Back,” *Deutsche Bank Fed Notes*, Feb.2.

Nohara, Yoshiaki and Erica Yokoyama(2022), “BOJ’s Kuroda Emphasizes December Policy Tweaks Are Not Exit,” *Bloomberg News*, Dec.26.

Pingle, Jonathan, Samuel D. Coffin, Duda Freire and Pablo Villanueva (2023), “FOMC: More to Do, but Data Dependent,” *UBS US Economic Perspectives*, Feb. 1.

Powell, Jerome(2022),“Inflation and the Labor Market, ” *Remarks by Chair Board of Governors of the Federal Reserve System at the Hutchins Center*

on Fiscal and Monetary Policy Brookings Institution, Nov. 30.

Shan, Hui, Andrew Tilton, Yuting Yang, Maggie Wei, Lisheng Wang and Xinquan Chen (2022b), “The Timing, Path, and Impact of China Reopening”, *Goldman Sachs Research*, Sept. 18.

Shapiro, Adam Hale (2022), “How Much Do Supply and Demand Drive Inflation,” *FRBSF Economic Letter*, Jun. 21.

Shapiro, Adam Hale (2022), “Decomposing Supply and Demand Driven Inflation,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2022-18*.

Shan, Hui, Goohoon Kwon, Irene Choi, Maggie Wei, Lisheng Wang, Xinquan Chen, Yuting Yang and Andrew Tilton (2022), “The Impact of China’s Reopening on Other Regional Economies”, *Goldman Sachs Research*, Dec. 11.

Silver, Daniel (2023), “US: Real Consumption Declines in December (and November),” *JP Morgan North America Economic Research*, Jan. 27.

Timiraos, Nick (2022), “Fed to Weigh Higher Interest Rates Next Year While Slowing Rises This Month,” *The Wall Street Journal*, Dec. 5.

Timiraos, Nick (2022), “Jobs Report Keeps Federal Reserve on Track for 0.5-Point Rate Rise,” *The Wall Street Journal*, Dec. 3.

Wilson, Dominic and Vickie Chang (2023), “Global Markets Comment: China’s Reopening Still Not Fully Priced”, *Goldman Sachs Research*, Jan. 6

Whitton, Brian and Dion Rabouin(2023), "What Is Supercore Inflation?" *The Wall Street Journal*, Jan. 31

Zentner, Ellen, Julian M Richers, Sarah A Wolfe and Lenoy Dujon (2023), “February FOMC: Quick Reaction,” *Morgan Stanley US Economic Research*, Feb. 1.

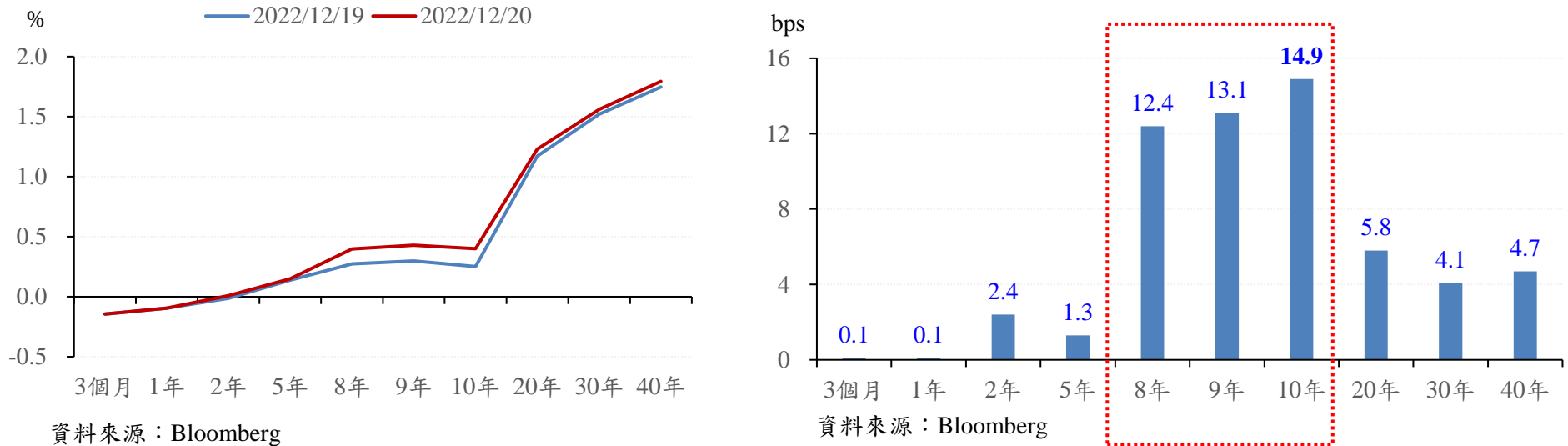
Yamaguchi, Takeshi (2022), “Surprise Tweak to YCC: Quick Comment,” *Morgan Stanley Research*, Dec.20.

Zentner, Ellen, Julian M Richers, Sarah A Wolfe and Lenoy Dujon (2023),
“Personal Income & Spending,” *Morgan Stanley Research*, Jan. 27.

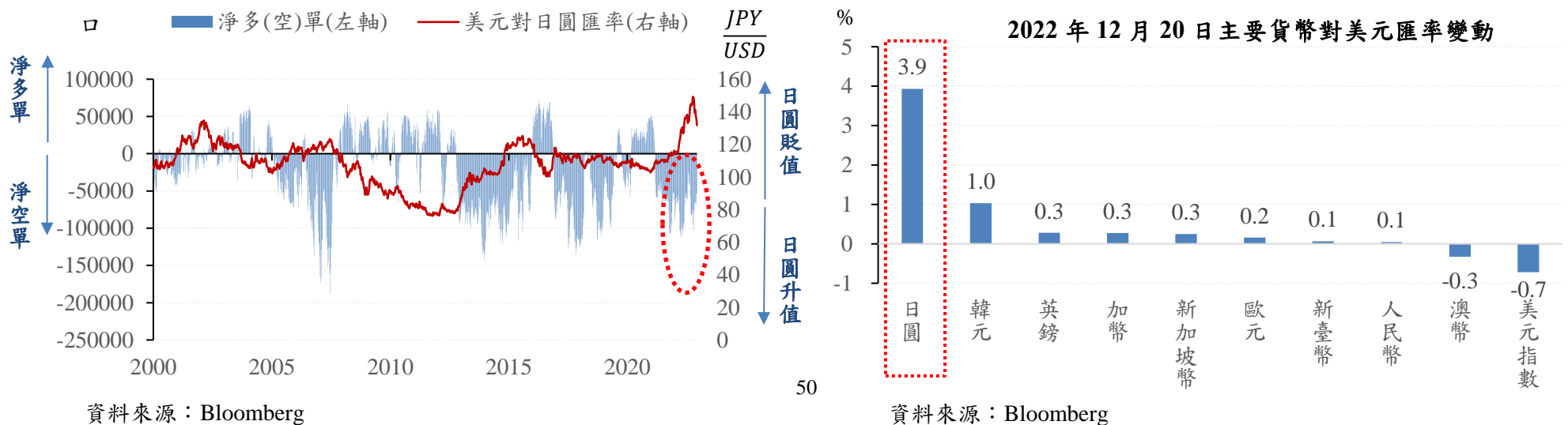
二、中文部分

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」，中央銀行季刊第三十二卷第二期，6月。

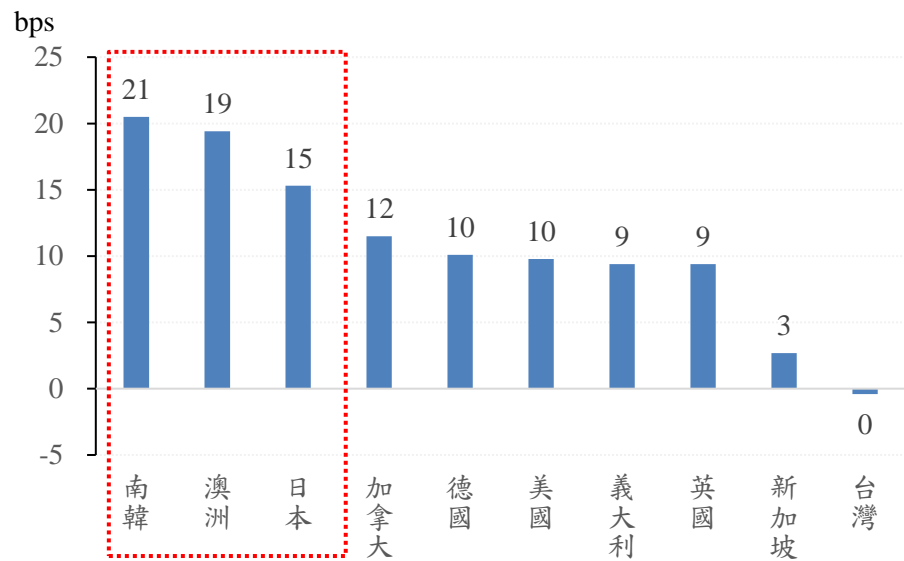
附圖 1 本次 BoJ 擴大日本 10 年期公債殖利率波動範圍後，當日(2022 年 12 月 20 日)日本各天期公債殖利率上揚



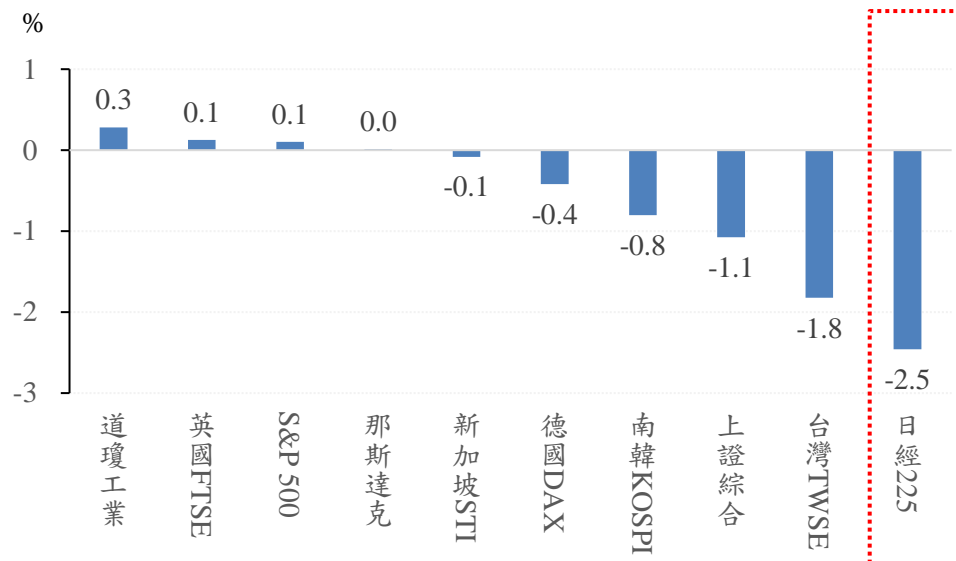
附圖 2 本次擴大日本 10 年期公債殖利率波動範圍後，當日日圓對美元大幅升值；日圓淨空單明顯減少



附圖 3 本次 BoJ 擴大日本 10 年期公債殖利率波動範圍後，當日主要經濟體公債殖利率多呈上揚，股市則多呈下跌



資料來源：Bloomberg



資料來源：Bloomberg