

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「Nomura 40<sup>th</sup> Central Bankers Seminar」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，京都

出國期間：113年3月24日至3月28日

報告日期：113年6月

## 目錄

壹、前言 .....	1
貳、研討會內容重點摘要 .....	2
參、BOJ QQE 相關補充說明及近期 BOJ 貨幣正常化之後續發展 .....	20
肆、美國 FED 貨幣政策展望及相關觀察重點 .....	33
伍、心得與建議 .....	50
參考文獻 .....	57

## 圖次

編號	名稱	頁碼
圖 1	Lewis-Mertens-Stock 週經濟指標	03
圖 2	美國貝弗里奇曲線(截至 2024 年 1 月)	03
圖 3	美國整體 PCEPI 及核心 PCEPI 年增率(截至 2024 年 2 月)	04
圖 4	美國貨幣基數、貨幣供給 M2 及銀行放款與租賃	08
圖 5	歐元區貨幣基數、貨幣供給 M3 及對歐元區居民之信用	09
圖 6	英國貨幣基數、貨幣供給 M4 及銀行放款	09
圖 7	日本貨幣基數、貨幣供給 M2 及銀行放款	10
圖 8	日本 1990 年代泡沫規模對 GDP 比率遠逾 1930 年代美國大蕭條	11
圖 9	日本企業耗費 20 餘年修補其資產負債表	11
圖 10	過去數十年日本陷入通縮困境，薪資成長亦呈停滯	12
圖 11	1990 年迄今 BoJ 採行非傳統貨幣政策，以振興經濟	13
圖 12	2000 迄今日本通膨走勢(截至 2024 年 2 月)	15
圖 13	日本通縮轉為薪資與物價新均衡示意圖	15
圖 14	日本企業獲利增加	16
圖 15	日本勞動市場緊俏	16
圖 16	1980 迄今日本春鬥薪資協商	16
圖 17	日本短期政策利率調整	17
圖 18	長期利率及 JGB 資產購買調整	17
圖 19	BoJ 對 2023 至 2025 財政年度通膨之預估	19
圖 20	量化寬鬆傳遞機制	21
圖 21	日本產出缺口	21
圖 22	2000 年起迄今日本通膨走勢	22
圖 23	近年來日本春鬥調薪幅度呈現上揚	23
圖 24	日本企業當季獲利對銷售比率及日圓 NEER	23
圖 25	日本汽車在美銷量市占率對韓國汽車在美銷量市占率倍數及日圓對韓元匯率	24
圖 26	日本實質進出口額及日圓 REER	24
圖 27	日本出進口彈性估計值	24
圖 28	2000 年迄今日本出口價量、總額及日圓 REER 變動情形	25
圖 29	全球需求變動對日本實質出口之影響	26
圖 30	日圓 REER 變動對日本實質出口之影響	27
圖 31	供給面變動對日本實質出口之影響	27
圖 32	影響日本實質出口之主要變數個別貢獻度	27
圖 33	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	33

圖 34	2024 年 3 月至 2024 年 6 月 SEP 之政策利率預測值變化	34
圖 35	美國總非農就業人口、月變動其及 3 個月移動平均	35
圖 36	美國依產業別之非農業就業缺口	36
圖 37	美國 U3 及 U6 失業率走勢	37
圖 38	美國貝弗里奇曲線	38
圖 39	美國整體就業人口比率	38
圖 40	美國不同年齡群組之勞動力參與率與 2020 年 2 月差異	39
圖 41	美國平均時薪及就業成本指數年增率	40
圖 42	美國整體 PCEPI 及核心 PCEPI 年增率	41
圖 43	2018 年迄今美國 PCEPI 3 個月及 6 個月變動年率	41
圖 44	美國整體商品及整體服務物價指數年增率	42
圖 45	美國核心商品及核心服務物價指數年增率	43
圖 46	美國核心商品、核心服務(不含住宅)物價指數年增率及住宅通膨	44
圖 47	2018 年迄今美國核心 PCE 通膨及其三大子項目貢獻度	45
圖 48	美國核心服務(不含住宅)通膨及主要項目貢獻度	46
圖 49	美國 cyclical 及 acyclical 類別物價指數年成長率	47
圖 50	美國 cyclical 類別及 acyclical 類別物價指數對核心 PCE 通膨之貢獻度	48
圖 51	美國 cyclical 類別及 acyclical 類別物價指數月增年化成長率	49
圖 52	美國 cyclical 類別及 acyclical 類別物價指數對核心 PCE 通膨(月增年化)之貢獻度	49
圖 53	2021 年迄今美國製造業指數	51
圖 54	2021 年迄今美國非製造業指數	51
圖 55	2000 年迄今美國 10 年期公債殖利率及經濟衰退期間	53

## 表次

編號	名稱	頁碼
表 1	主要經濟體民間部門財務盈餘或財務赤字對該經濟體 GDP 之比率	06
表 2	近兩年日本春鬥薪資協商	16
表 3	2024 年 3 月 10 日 BoJ 資產組成其相關購買計畫	30
表 4	BoJ 資產面主要項目(截至 2024/6/20)	32

## 壹、前言

本次「Nomura 40th Central Bankers Seminar」於本(2024)年3月25日至3月27日假日本京都舉行，係野村證券(Nomura Securities)於COVID-19疫情爆發後第二度舉行。本次研討會主題分為二大部分，第一部分主題為全球及美國經濟金融情勢，其中先由 St. Louis Fed **前總裁 James Bullard** 就「美國經濟及貨幣政策」發表 Keynote 演說。其次，由野村研究機構首席經濟學家 **Richard Koo** 就「先進經濟體面臨貨幣正常化挑戰且中國大陸面臨『日本化』挑戰」進行簡報。此外，由 **OECD 首席經濟學家** Claire Lombardelli 領銜與德國央行金融市場局長 Karsten Stroborn，以及大和證券分析師等就全球經濟、通膨及貨幣政策展望、歐元區經濟面臨之挑戰與機會，以及2024年美國政治概況及重要地緣政治趨勢等議題等進行簡報或會談。

第二部分則以日本經濟及 BoJ 貨幣政策為主題，先由日本財務省理財局副局長 Takahiro **Tsuji** 就「日本經濟及債務管理政策」進行簡報，之後由 BoJ 貨幣事務局長 Kazuhiro **Masaki** 就「日本經濟及 BoJ 貨幣政策」進行簡報；之後研討會安排野村日本總體經濟專家，就本次日本經濟再度崛起之背後原因及未來觀察方向進行討論。最後，再由 **東京大學教授渡邊努(Tsutomu Watanabe)** 就「日本將回歸正常還是維持獨特之角色？」進行演說並作為總結。

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 BoJ QQE、日圓貶值對日本出口之影響探討及近期 BoJ 貨幣正常化之後續發展；第四部分為介紹美國 Fed 貨幣政策展望及相關觀察重點(例如 Fed 主席 Jerome Powell 提出之 Supercore inflation 指標<sup>1</sup>)；第五部分則為心得與建議。

---

<sup>1</sup> 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

謹彙總本次研討會對本行相關業務較有助益之部分如后。

### 一、美國經濟與貨幣政策展望(摘要 James Bullard 演說重點<sup>2</sup>)

#### (一) 美國經濟具有韌性且有機會達成軟著陸：

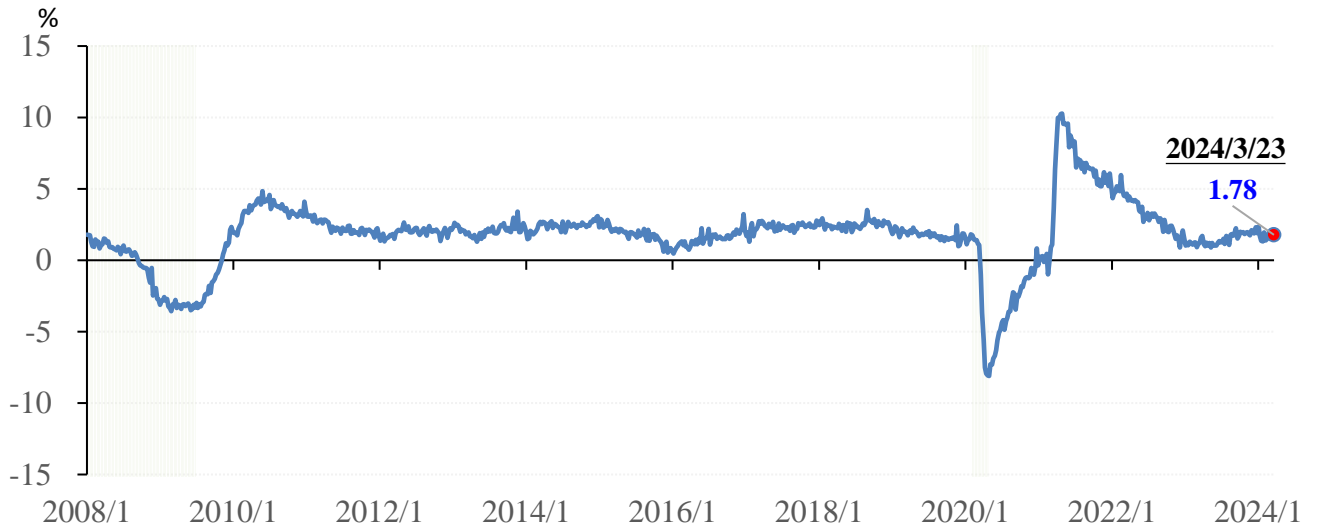
1. 2022 年至 2023 年 Fed 為抑制高通膨及避免通膨預期上揚而採行快速且大幅升息<sup>3</sup>，惟美國經濟受益於疫情期間美國政府推出**史上最大紓困政策**、家計部門因股票及房地產價格上揚之**正向財富效果**，以及**勞動市場緊俏**帶動薪資成長等因素支持，表現優於其他主要經濟體。
2. 目前高頻率經濟指標顯示，美國經濟具有韌性：James Bullard 指出，即使美國經濟於上年 3 月面臨矽谷銀行(SVB)倒閉等事件衝擊，惟上年第三季及第四季 GDP 年化季調成長率分別為 4.9%及 3.4%。此外，由 New York Fed 經濟學家 Daniel Lewis、Dallas Fed 經濟學家 Karel Mertens 以及哈佛大學教授 James Stock 共同編製之 **Lewis-Mertens-Stock 週經濟指標(WEI)**<sup>4</sup>顯示，**近期美國經濟成長動能似有再度加速跡象**，如本年第一季美國實質 GDP 成長率約 **1.8%**(次頁圖 1)，而本年 3 月 19 日 Atlanta Fed GDP Now 之預測值則為 **2.1%**，兩者均隱含美國經濟仍具有相當韌性。

<sup>2</sup> Bullard, James (2024), "Can the Fed Stick the Soft Landing?" *Keynote Speech*, Mar.25

<sup>3</sup> Fed 自 2022 年 3 月啟動升息循環迄今，共升息 5.25 個百分點，使聯邦資金利率目標區間由 0~0.25% 上升至 5.25 至 5.50%，其中上(2023)年 7 月 26 日為最後一次升息。

<sup>4</sup> 該項週指標由下列 10 項週指標所加權而成：(1)Redbook same-store sales；(2)Rasmussen Consumer Index；(3)首次申請失業救濟金人數；(4)持續申請失業救濟金人數；(5) adjusted income/employment tax withholdings (from Booth Financial Consulting)；(6)鐵路運輸量(from the Association of American Railroads)；(7) the American Staffing Association Staffing Index；(8)鋼鐵生產；(9)汽油、柴油及飛機燃油之躉售銷量，以及(10)每週全美用電量(研究方法詳見 Lewis, Mertens, and Stock (2020), "U.S. Economic Activity during the Early Weeks of the SARS-Cov-2 Outbreak," *NBER Working Paper 26954*, Apr.)

圖 1 Lewis-Mertens-Stock 週經濟指標

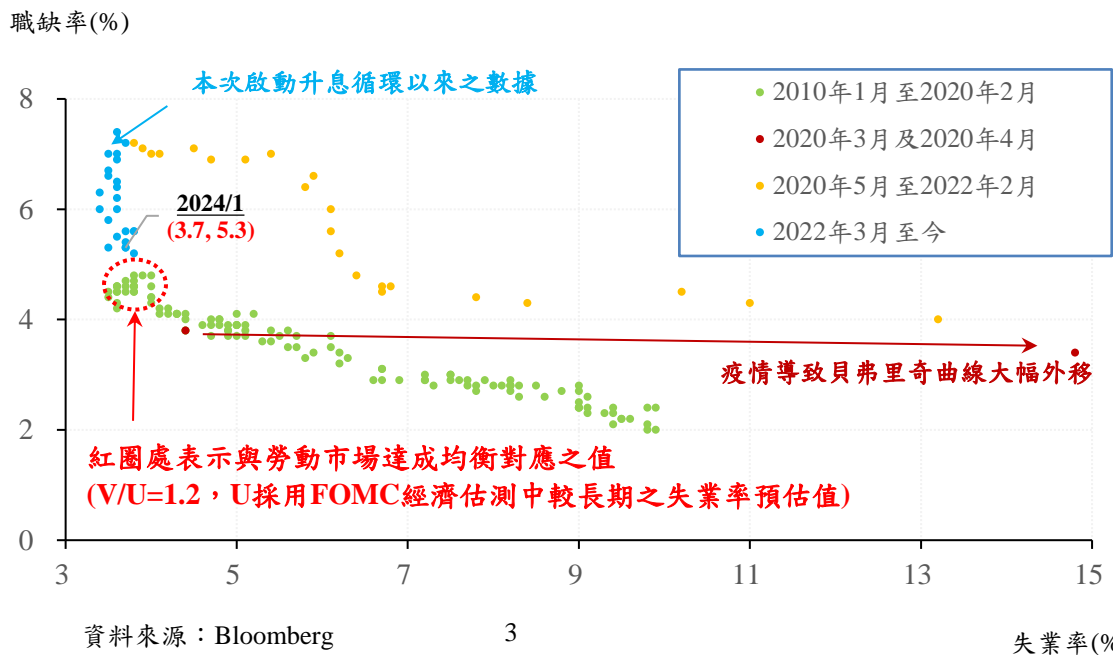


\*淺綠色區間係指 NBER 定義之經濟衰退期間

資料來源：Bloomberg

3. 美國勞動市場仍緊俏，惟已逐漸放緩：當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**，惟職缺數對失業率比已由 2020 年 3 月之歷史高點 2.1 下降至本年 1 月之 1.4 左右，已逐漸接近疫情前平均值之 **1.2**(圖 2)，且此過程**並未引發美國失業率大幅攀升**。

圖 2 美國貝弗里奇曲線(截至 2024 年 1 月)



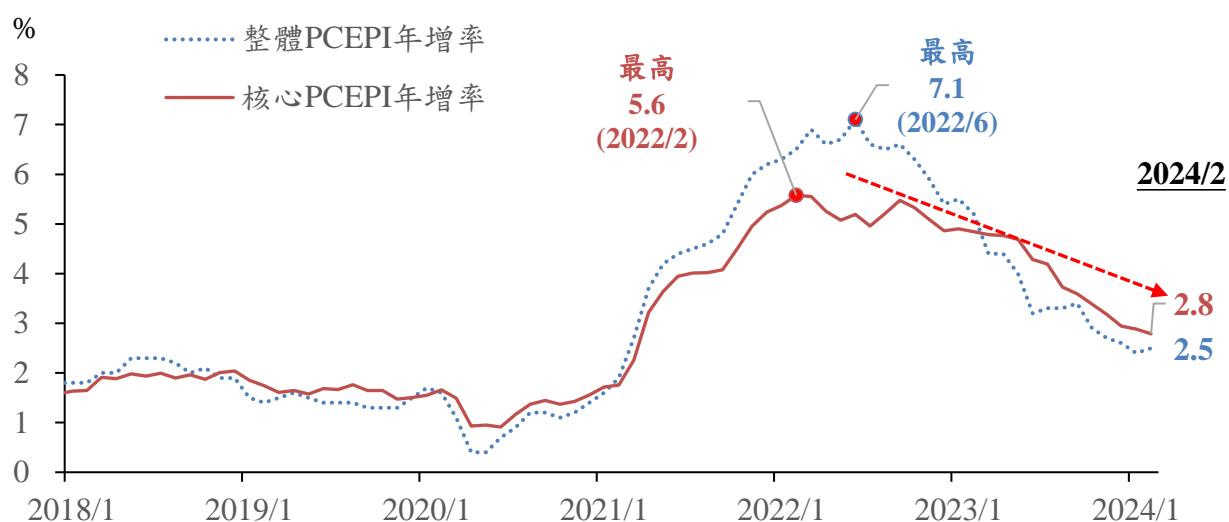
資料來源：Bloomberg

## (二) 美國通膨展望、Fed 未來降息路徑及 QT2.0 退場時點：

**James Bullard 預期美國通膨可能在本年第三季回落至政策目標；Fed 可能於本年 6 月啟動降息循環(按實際上 Fed 可能在本年下半年才會降息)**

1. **FOMC** 偏好之通膨衡量指標為核心 PCE 通膨率，該指標由疫情期間之高點(2022 年 2 月 5.6%)下降至本年 2 月之 2.8%，降幅約 280 個基點。James Bullard 指出，鑑於**當前美國通膨預期**(此處以 5 年期美國抗通膨債券(TIPS)之通膨損益兩平點為例<sup>5</sup>)**仍被良好錨定於 2.25~2.5%區間**，其預期本年第三季核心 PCE 通膨率或將回落至 2.0%附近(圖 3)。
2. **Fed** 政策利率方面，鑑於前述美國核心通膨率已明顯下降，通膨預期亦被良好錨定，加以近期 Fed 主席 Powell 接受 60 分鐘專訪指出，Fed 不會等核心通膨率下降至 2.0%時才會降息，因此 Fed 可能在本年 6 月開始啟動降息循環。

圖 3 美國整體 PCEPI 及核心 PCEPI 年增率(截至 2024 年 2 月)



資料來源：Bloomberg

<sup>5</sup> 若觀察 10 年期美國抗通膨債券之通膨損益兩平點，自上年 6 月迄今，其約在 2.1%至 2.5%之間移動，此亦顯示美國通膨預期仍被良好錨定。



3. FedQT2.0 退場時機：James Bullard 指出，本年 3 月 FOMC 會議尚未就調整縮表(QT2.0)作出決定。由於當前政策利率仍處於限制性水準，短期內 Fed 似乎不急於調整 QT2.0。惟 Fed 主席 Jerome Powell 於會後記者會指出，委員會普遍認為**不久後(fairly soon)放緩縮表速度是適當的**，且放緩縮表有助維持貨幣市場穩定，並使 Fed 能持續縮表至準備金餘額略高於其評估之充沛水準，長期目標係回到持有資產以美國公債為主。因此，**本年第二季 Fed 仍有可能宣布調整 QT2.0 退場計畫**(按本年 5 月 1 日 FOMC 宣布本年 6 月開始放緩縮表速度)<sup>6</sup>。

**(三) 對美國 10 年期公債殖利率之看法：James Bullard 認為，美國 10 年期公債殖利率似已出現區間移動(a shift in regime)，回到 2002 年至 2007 年區間，並擺脫 2010 年至 2019 年之較低水準**

1. **James Bullard** 指出，就歷史經驗觀察，10 年期美國公債殖利率在 2010 年至 2019 年處於非常低水準，此或與同期間美國通膨指標持續低於 2% 之政策目標有關。
2. 自 2021 年迄今，美國通膨率已持續高於政策目標 2%，前一次出現此現象可追溯至 2002 年至 2007 年期間。James Bullard 認為，當前 10 年期美國公債殖利率已開始在 2002 年至 2007 年交易區間，此與美國經濟可望達成「軟著陸」之情境一致。

**(四) 小結：**

Fed 自 2022 年 3 月啟動強力升息循環，有效錨定美國通膨預期，並協助美國通膨明顯下降，中期可望回到 2% 之政策目標。同期間美國經濟仍具有韌性，根據目前經濟指標顯示，美國實質經濟成長率將逐漸向潛

---

<sup>6</sup> 目前市場參與者多預期，Fed 可能會將每月美國公債到期縮表上限(本金不再投資上限)由原先的 600 億美元降至 300 億美元(按後來 Fed 宣布該上限降至每月 250 億美元)；另一方面，維持每月美國 Agency MBS 縮表上限(到期本金不再投資上限)300 億美元不變。

在成長率 1.8% 靠攏；同時通膨亦將回落至 2% 之政策目標<sup>7</sup>。此外，Fed 可望於本年中(最早為 6 月)啟動降息循環。另 COVID-19 爆發迄今，10 年期美國公債殖利率交易區間似已出現結構性移動，回到 2002 至 2007 年交易區間。

## 二、「先進經濟體面臨貨幣正常化挑戰且中國大陸面臨『日本化』挑戰」(摘要 Richard Koo 演說<sup>8</sup>)

(一) 2008 年全球金融危機爆發後迄今，全球主要經濟體多面臨資產負債表衰退(balance sheet recession)<sup>9</sup>之挑戰(表 1)，間接造成有效需求不足現象及通膨趨緩現象。以美國為例，自 2008 年 Q4 至 2021 年 Q4 該比率由 2.65% 上升 3.73 個百分點至 6.38%。

表 1 主要經濟體民間部門財務盈餘或財務赤字對該經濟體 GDP 之比率

經濟體/期間	單位：%	
	2003Q3 至 2008Q3	2008Q4 至 2021Q4
美國	2.65	6.38
英國	-0.09	2.66
日本*	7.42	8.24
歐元區	1.21	5.06
德國*	8.05	6.54
法國	2.83	3.80
義大利	1.66	4.69
西班牙	-7.93	7.80
加拿大*	0.00	-0.98
南韓	-1.80	3.66
		2022Q1 迄今**

\*日本及德國分別自 1990 年及 2000 年步入資產負債表衰退；加拿大則未面臨資產負債表衰退

\*\*除美國為截至 2023 年 Q4 外，其餘經濟體均為截至 2023 年 Q3；

資料來源：Koo, Richard C. (2024)

<sup>7</sup> James Bullard 稱此情境為「2+2 的經濟軟著陸」。

<sup>8</sup> Koo, Richard C. (2024), “Global Market at a Crossroad –U.S. Fighting Inflation & China Fighting Deflation,” *Nomura Research Institute*, Mar ; Koo, Richard C. (2022), “Pursued Economy: Understanding and Overcoming the Challenging New Realities for Advanced Economies,” *John Wiley*, Aug.

<sup>9</sup> 此處係指民間借款者(包含家計部門、企業及金融產業)不敢借款投資，而是優先償還原先借款，以改善其資產負債表品質。Richard Koo 採用該類借款者之財務赤字(financial deficit)或財務剩餘(financial surplus)對該國 GDP 比率，來衡量其借款行為。該比率越大，表示該類借款者越不敢借款投資，即資產負債表衰退情形越嚴重。

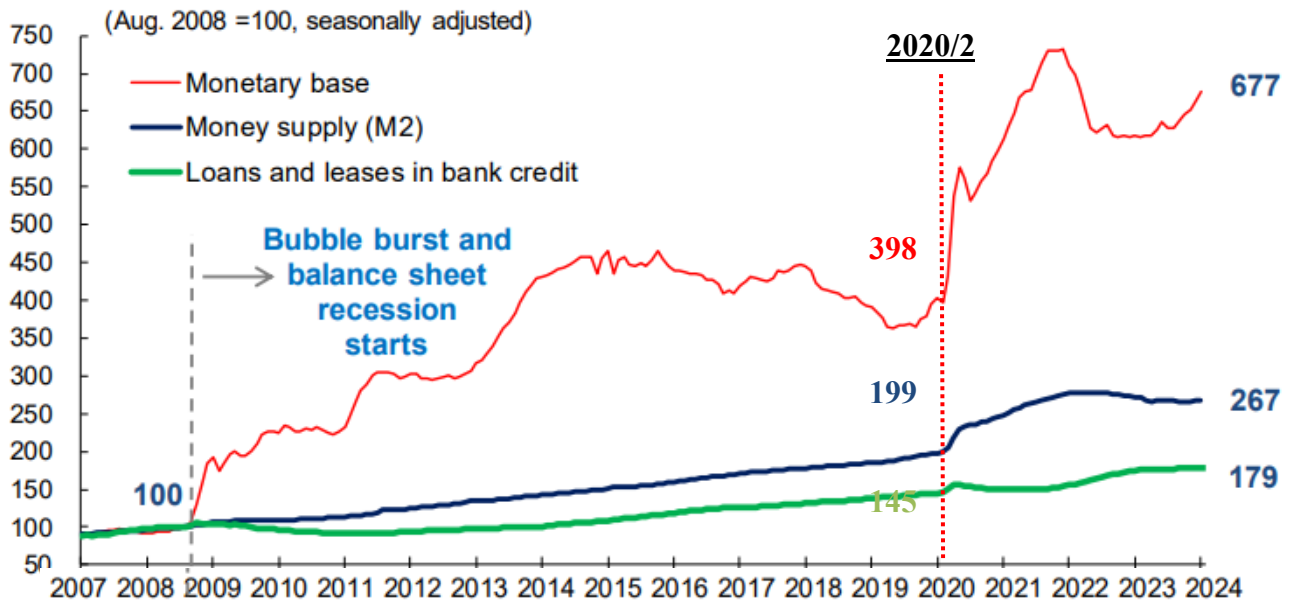
## (二) 主要央行執行 QE 政策之效力受到資產負債表衰退而打折扣

1. Richard Koo 以美國為例，自全球金融危機爆發(以 2008 年 8 月為基期 100)後，美國面臨資產泡沫及資產負債表衰退，儘管 Fed 執行 3 輪 QE(累計購買 **3.96 兆美元債券**)，其**貨幣基數**由 2008 年 8 月之 100 成長至 2020 年 2 月 COVID-19 爆發前之 398，其**成長率為 298%**( $= (398/100-1)*100%$ )；惟同期間**美國貨幣供給 M2 僅成長 99%**( $= (199/100-1)*100%$ )，**銀行信用更僅成長 45%**( $= (145/100-1)*100%$ )<sup>10</sup>(次頁圖 4)。
2. COVID-19 疫情爆發後，Fed 實施規模更大之 pandemic QE，使其**貨幣基數**由 398 進一步攀升至 677，期間成長率為 **70%**( $= (677/398-1)*100%$ )；同期間**貨幣供給 M2 僅成長 34%**( $= (267/199-1)*100%$ )，**銀行信用則僅成長 23.4%**( $= (179/145-1)*100%$ )。
3. 觀察 2008 年 8 月迄今(最新值為 2024 年 2 月底)，Fed **貨幣基數**由 100 成長至 677，其**成長率為 577%**( $= (677/100-1)*100%$ )；同期間**美國貨幣供給 M2 僅成長 167%**( $= (267/100-1)*100%$ )，**銀行信用則僅成長 79%**( $= (179/100-1)*100%$ )，隱含 QE 政策受到資產負債表衰退而打折扣。

---

<sup>10</sup> 銀行信用在 11.5 年期間之平均年成長率僅為 3.4%。

圖 4 美國貨幣基數、貨幣供給 M2 及銀行放款與租賃



4. 歐元區及英國亦面臨類似困境(以 2008 年 8 月為基期)：

- (1) 歐元區(次頁圖 5)：全球金融危機爆發迄今，歐元區**貨幣基數**由 100 成長至 579，**成長率為 479%**( $=\frac{579}{100}-1$ )\*100%)；惟同期間**貨幣供給 M3 僅成長 76%**( $=\frac{176}{100}-1$ )\*100%)，**銀行信用則僅成長 20%**( $=\frac{120}{100}-1$ )\*100%)。
- (2) 英國(次頁圖 6)：全球金融危機爆發迄今，**英國貨幣基數**由 100 成長至 1127，其**成長率為 1027%**( $=\frac{1127}{100}-1$ )\*100%)；惟同期間**貨幣供給 M4 僅成長 84%**( $=\frac{184}{100}-1$ )\*100%)，**銀行信用則僅成長 6%**( $=\frac{106}{100}-1$ )\*100%)。

圖 5 歐元區貨幣基數、貨幣供給 M3 及對歐元區居民之信用

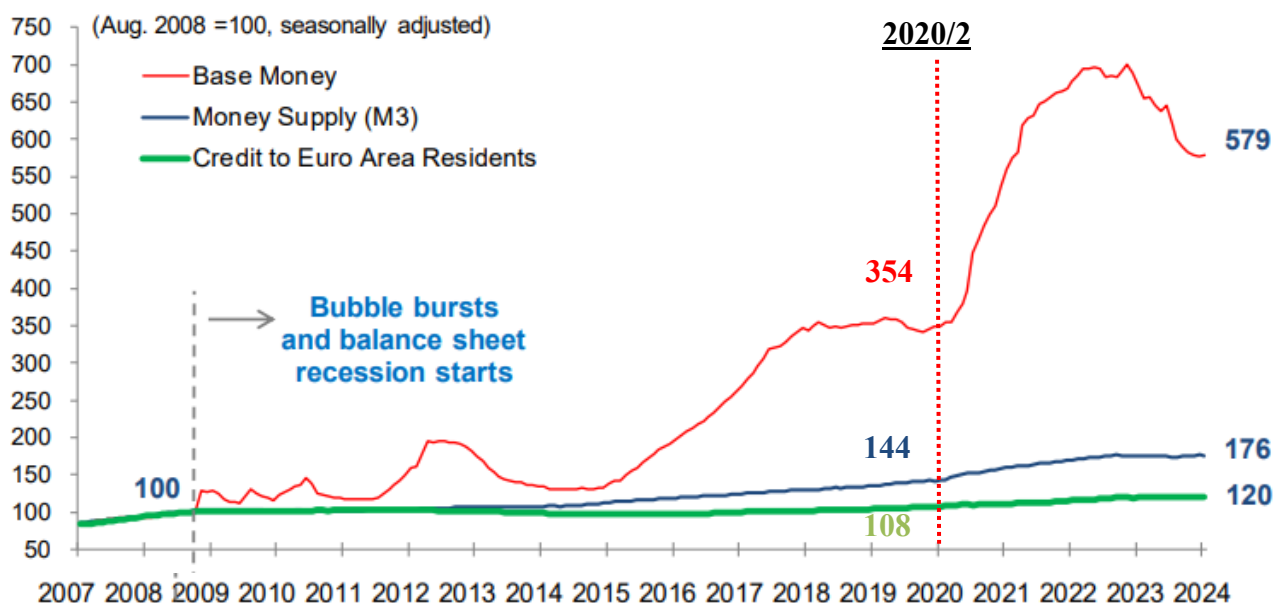
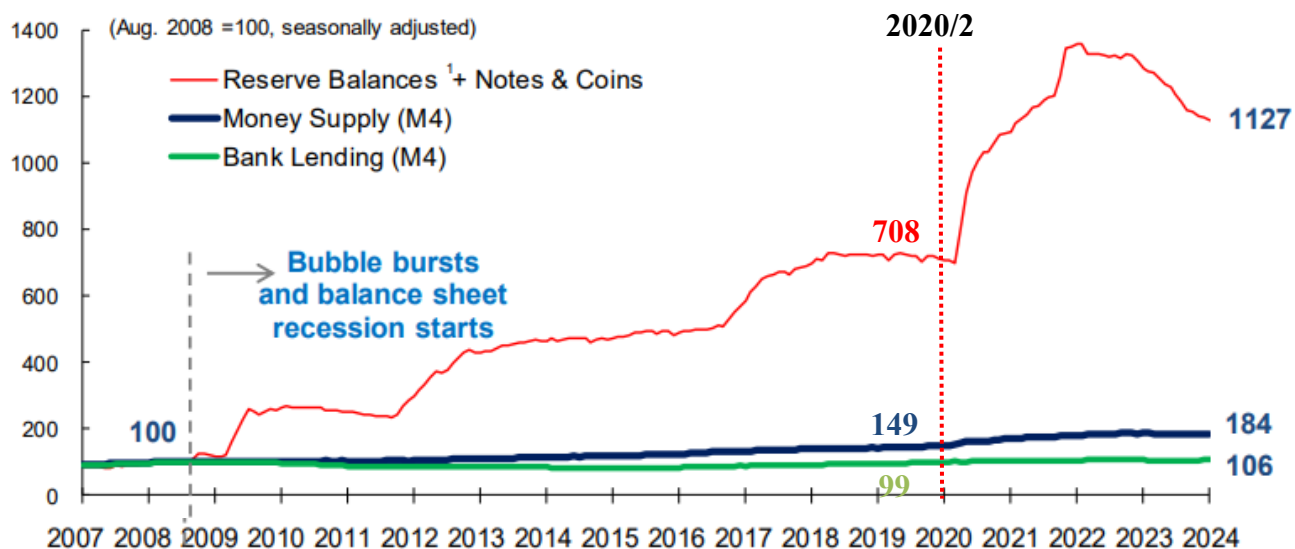


圖 6 英國貨幣基數、貨幣供給 M4 及銀行放款



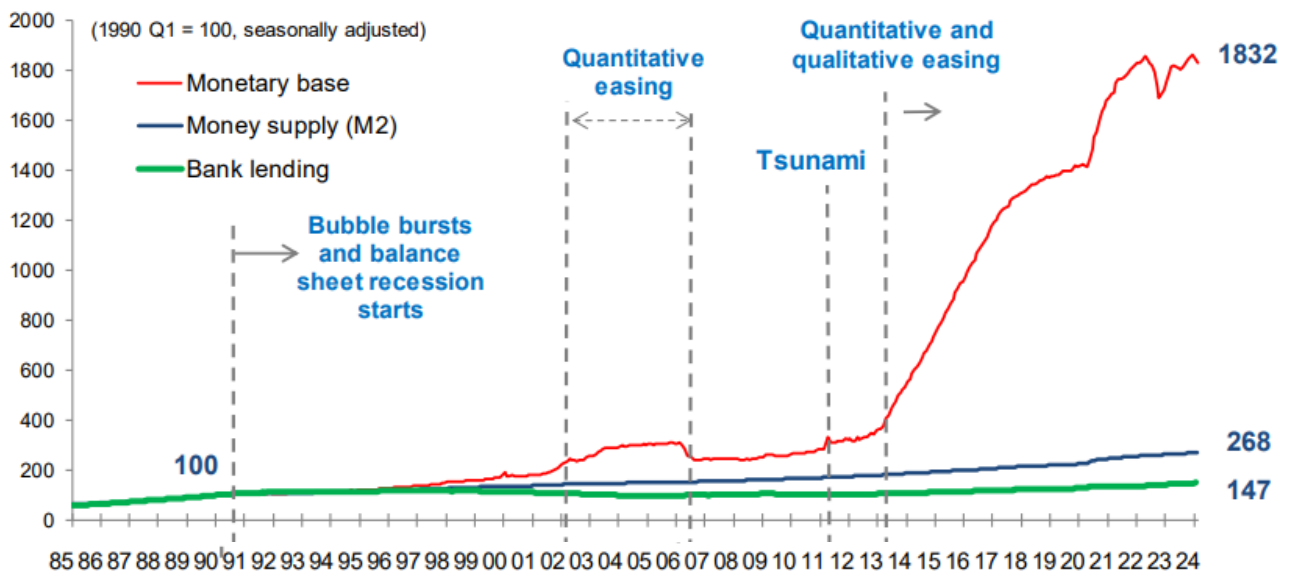
## 5. 日本 BoJ 執行量化寬鬆政策亦受到資產負債表衰退之影響

- (1) Richard Koo 指出，1990 年日本資產泡沫爆發迄今，日本陷入資產負債表衰退長達 30 年，此期間儘管 BoJ 曾於 2002 至 2006 年

實施 QE 政策，之後復於 2013 年至 2024 年 3 月實施 QQE 政策 (包含 2016 年 9 月實施殖利率曲線控制)。

- (2) 觀察 1990 迄今，BoJ 貨幣基數、貨幣供給 M2 及銀行放款變動，如以 1990 年第一季為基期(=100)，其**貨幣基數**由 100 成長至 1832，**成長率為 1732%**( $= (1832/100 - 1) * 100\%$ )；惟同期間日本**貨幣供給 M2 僅成長 168%**( $= (268/100 - 1) * 100\%$ )，**銀行信用則僅成長 47%**( $= (147/100 - 1) * 100\%$ )(圖 7)。
- (3) Richard Koo 指出，前述現象凸顯，當借款者著重在修補其資產負債表而沒有意願借款或進行投資，即使 BoJ 大舉擴張其資產負債表來進行寬鬆政策，前述**BoJ 量化寬鬆政策以刺激放款成長等成效，受到資產負債表衰退而大打折扣**。

圖 7 日本貨幣基數、貨幣供給 M2 及銀行放款

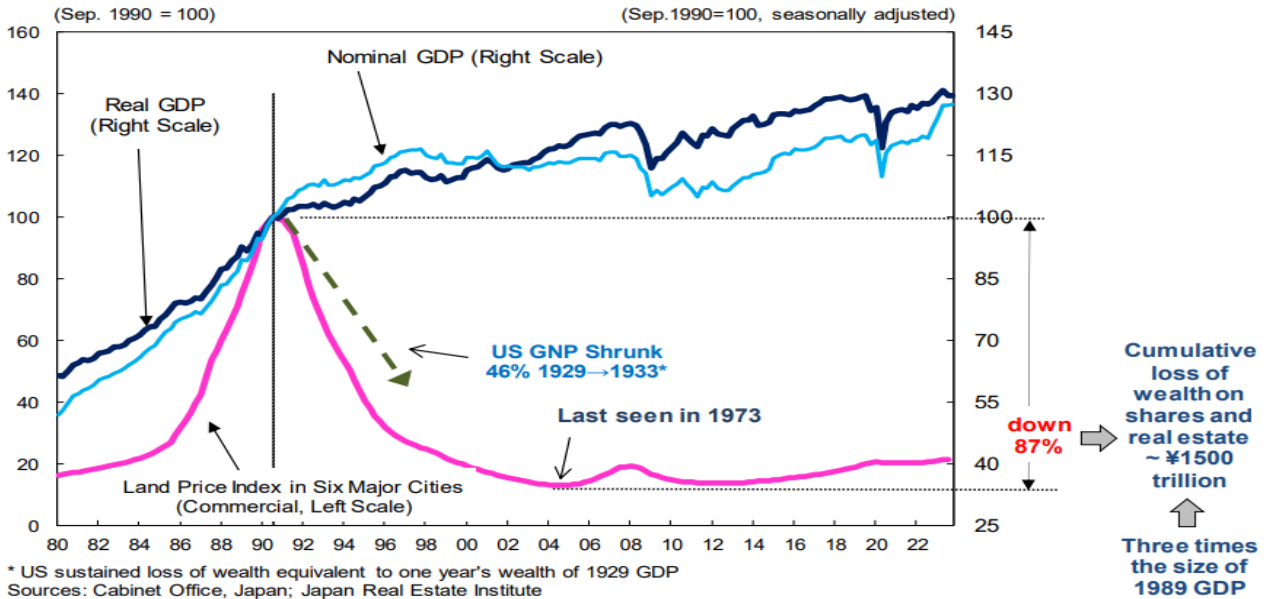


- (三) 日本泡沫及其後續：由於 1990 年代日本資產泡沫引發之損失對 GDP 之比率達 300%，遠逾 1930 年代美國大蕭條損失對 GDP



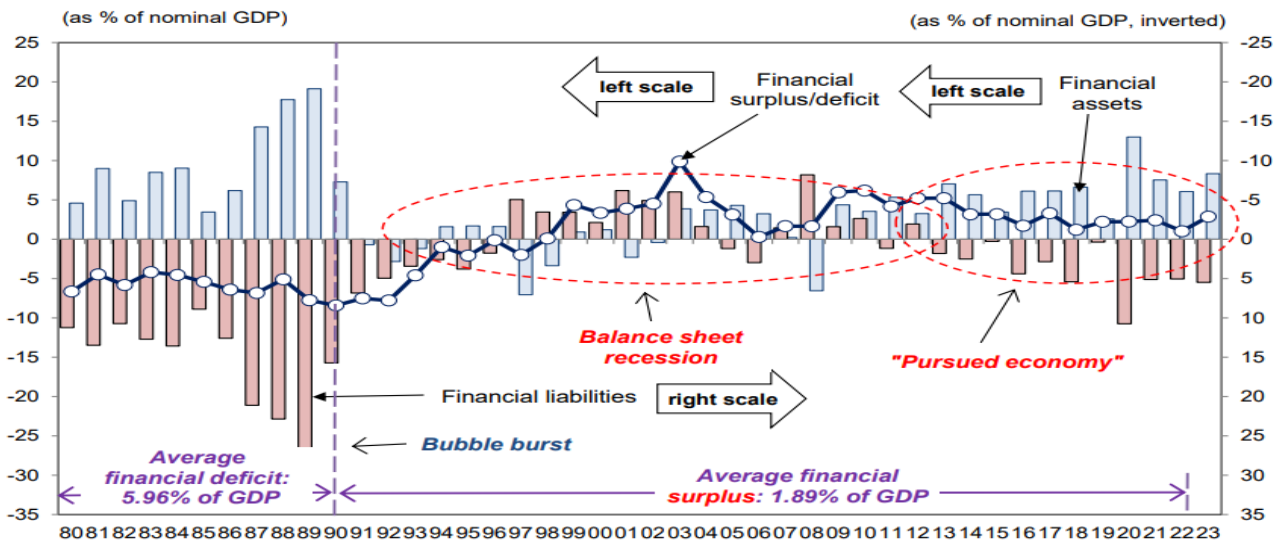
之 100%<sup>11</sup>(圖 8)，後續日本民間部門耗費 20 多年以致力修補其資產負債表，例如 1980 年至 1989 年民間借款者之財務赤字對 GDP 比平均值約 5.96%，1990 至 2022 年其財務盈餘對 GDP 比平均值約 1.89%(圖 9)。

圖 8 日本 1990 年代泡沫規模對 GDP 比率遠逾 1930 年代美國大蕭條



資料來源：Koo, Richard C. (2024)

圖 9 日本企業耗費 20 餘年修補其資產負債表



資料來源：Koo, Richard C. (2024)

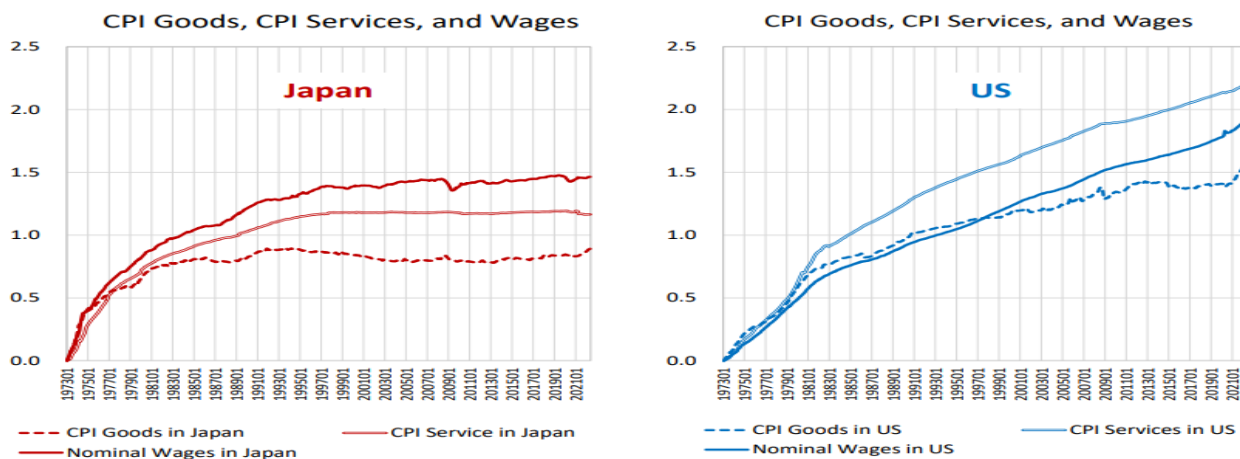
<sup>11</sup> 日本由 1990 年至 2004 年主要城市不動產價格曾重挫 87%，其泡沫引發累計損失約 1,500 兆日圓；美國 1929 年至 1933 年因大蕭條使其 GNP 減少 46%。

(四) 中國大陸面臨嚴峻挑戰：Richard Koo 指出，2016 年迄今民間部門已減少借款及投資，加以近年來大陸當局緊縮不動產、金融業、IT 業以及教育業之相關法規規範，其未來不確定性亦提高。此外，當前中國大陸亦深陷資產負債表衰退困境，主要反映該國面臨：(1) 中等所得陷阱(middle income trap)；(2) 人口老化與減少；(3) 與西方國家地緣政治緊張，不利國內投資與出口表現；(4) 營建地產業占 GDP 比遠逾美日經濟體<sup>12</sup>，爰修補其資產負債表恐需一段長期間，中國大陸面臨之挑戰因而可能更甚 1990 年代之日本。

### 三、日本經濟及貨幣政策展望(摘要 BoJ 貨幣事務局局長 Kazuhiro Masaki 及東京大學教授渡邊努(Tsutomu Watanabe)演說內容<sup>13</sup>)

(一) 1990 年日本資產出現泡沫，曾導致 1990 年至 2022 年日本深陷通縮情境，薪資成長亦呈停滯。觀察圖 10 左，自 1990 年以來，日本商品 CPI 通膨率介於 0.5% 至 1.0%，服務 CPI 通膨率則介於 1.0% 至 1.5%；同期間名目薪資成長率則介於 1.25% 至 1.5%。此有別於美國商品、服務 CPI 通膨率及名目薪資成長率呈現上揚趨勢(圖 10 右)。

圖 10 過去數十年日本陷入通縮困境，薪資成長亦呈停滯



資料來源：Watanabe, Tsutomu (2024)

<sup>12</sup> 2021 年中國營建產業對 GDP 之占比約 25.8%，遠高於 1990 年日本之 20.2%(按 2021 年降至 12.1%)及 2008 年美國之 10%(2021 年降至 8.2%)。

<sup>13</sup> Masaki, Kazuhiro(2024), "Japan's Economy and Monetary Policy," *Presentation Material*, Monetary Affairs Department, Bank of Japan; Watanabe, Tsutomu (2024), "Will Japan Return to Normal or Remain an Outlier?" *Presentation Material*, University of Tokyo & Nowcast Inc

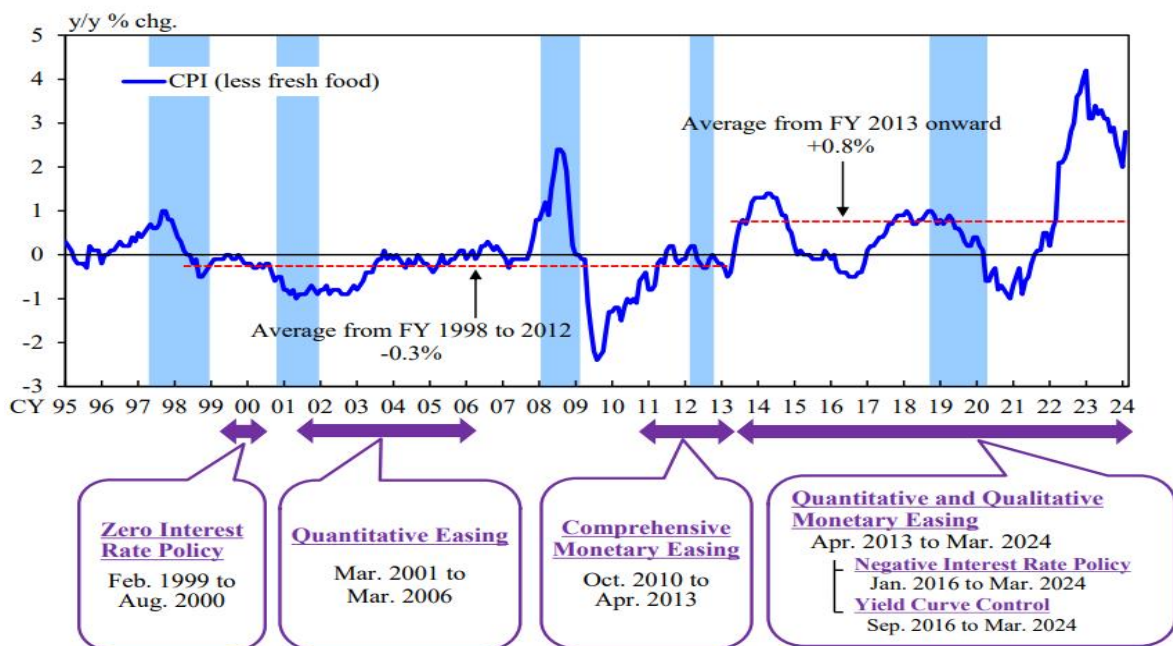


## (二) 過去 30 年 BoJ 寬鬆政策之回顧

BoJ 為協助日本擺脫通縮泥淖，於 1990 年底晚期陸續實施非傳統貨幣政策，對此 BoJ 貨幣事務局長 Kazuhiro Masaki 指出，藉由回顧過去 30 年 BoJ 非傳統寬鬆政策(圖 11)，有助了解本次 BoJ 調整貨幣政策之背景。

1. 1999 年 2 月至 2000 年 8 月：實施零利率政策。
2. 2001 年 6 月至 2006 年 3 月：實施 QE，惟此時以購買國庫券為主。
3. 2010 年 10 月至 2013 年 4 月：實施全面性貨幣寬鬆。
4. 2013 年 4 月至 2024 年 3 月：實施 QQE 貨幣寬鬆，並搭配負利率政策(2016 年 1 月至 2024 年 3 月)及殖利率曲線控制(2016 年 9 月至 2024 年 3 月)。
5. 值得注意的是，BoJ 通膨指標—核心 CPI 通膨(整體通膨扣除生鮮食品)由財政年度 1998 年至 2012 年平均值之 **-0.3%**，上揚至 2013 年迄今平均值之 **0.8%**，此隱含 BoJ 貨幣政策對推升通膨仍有貢獻。

圖 11 1990 年迄今 BoJ 採行非傳統貨幣政策，以振興經濟



資料來源：Masaki, Kazuhiro (2024)

### (三) 近年來日本物價及薪資走勢

1. Kazuhiro Masaki 指出，近年來兩大因素推升日本通膨(圖 12)，第一項為**進口成本上揚轉嫁(pass-through)至消費者物價**；另一項則是**薪資與物價逐漸形成良性循環**。其中前述第一項將隨著時間遞減，而第二項則是 BoJ 能否持續達成通膨目標 2%之關鍵因素。
2. 渡邊努(Tsutomu Watanabe)教授表示，近年來改變日本物價走勢，主要受到**民眾改變通膨預期**(請參考次頁圖 13)及**勞動市場缺工**(請參考次頁圖 14)影響，**增加民眾要求薪資漲幅之議價能力**。
  - (1) 2022 年春季以來日本薪資及物價走勢出現轉捩點：1)**消費者通膨預期上揚**，部分反映後疫情期間歐美通膨快速上揚，帶動進口物價上揚；2)**消費者對物價上揚的忍受度提高**<sup>14</sup>；3)廠商**更能將成本上揚部分傳嫁給消費者(cost pass through)**；4)**勞工要求較高之加薪幅度**。
  - (2) 如次頁圖 13 左邊所示，在通縮時期，廠商維持售價不變，消費者只要生活水準未受影響亦不會強烈主張大幅調薪。至於目前日本即將**過度至通膨及薪資之良相循環**，廠商可以調高售價，並提升薪資(次頁圖 12 右邊)，勞工則會**參酌勞動生產力及物價要求調高薪資**。

---

<sup>14</sup> 過去當日本廠商調高價格時，日本消費者將**立即轉移至其他廠商消費**，因為消費者強烈認為其他廠商將維持售價不變。惟現在當廠商調高售價時，日本消費者不再轉移至其他廠商消費。

圖 12 2000 迄今日本通膨走勢(截至 2024 年 2 月)

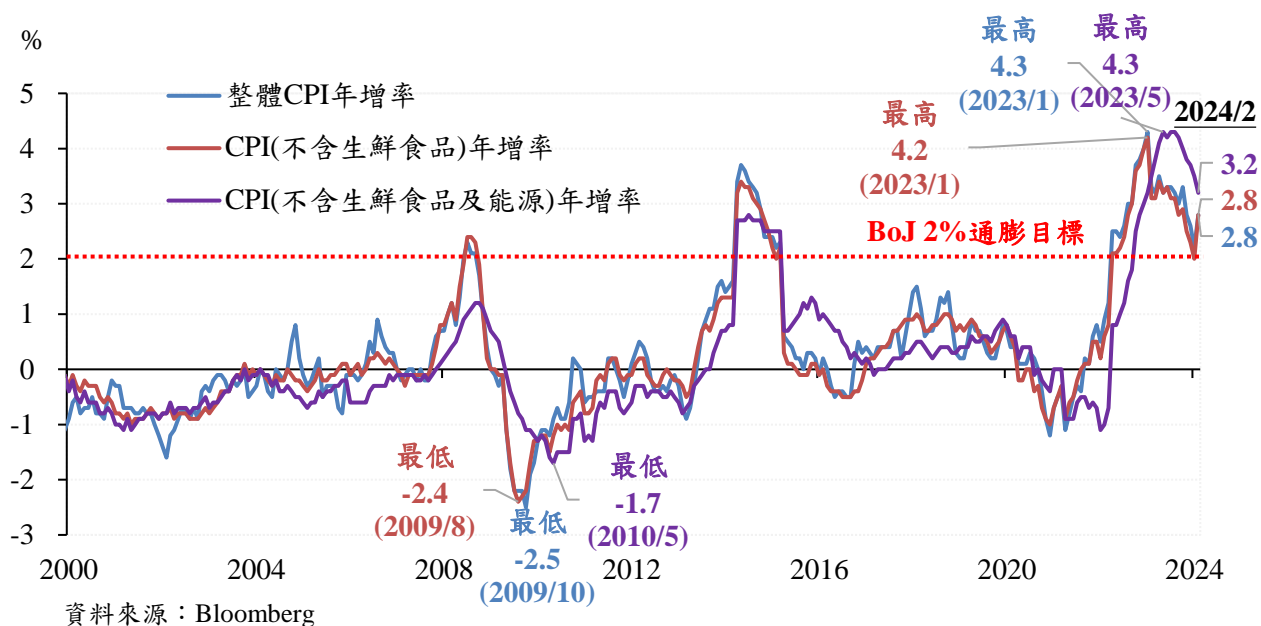
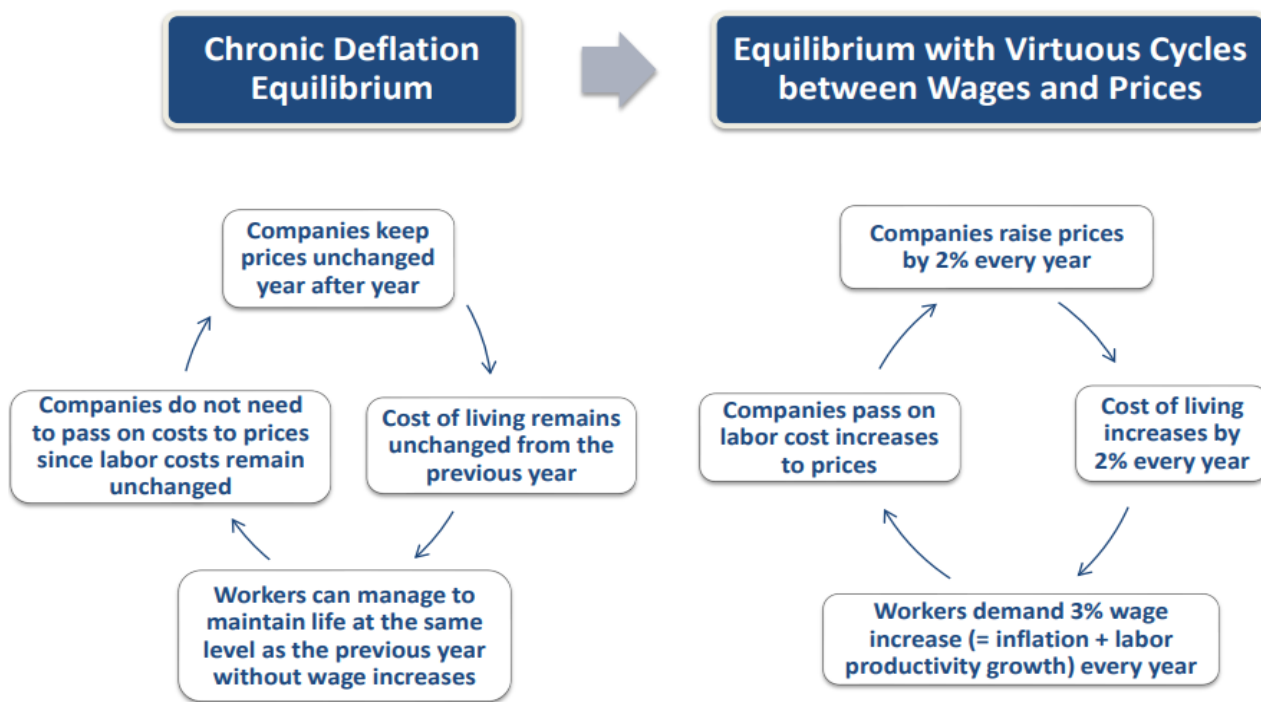


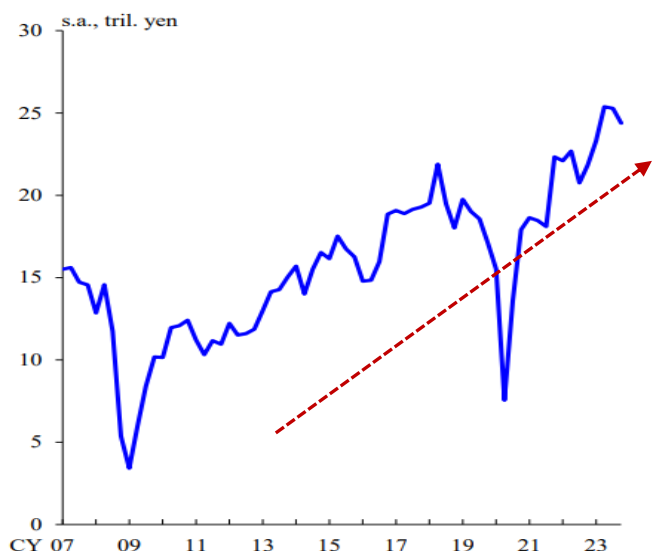
圖 13 日本通縮轉為薪資與物價新均衡示意圖



資料來源：Watanabe, Tsutomu (2024)

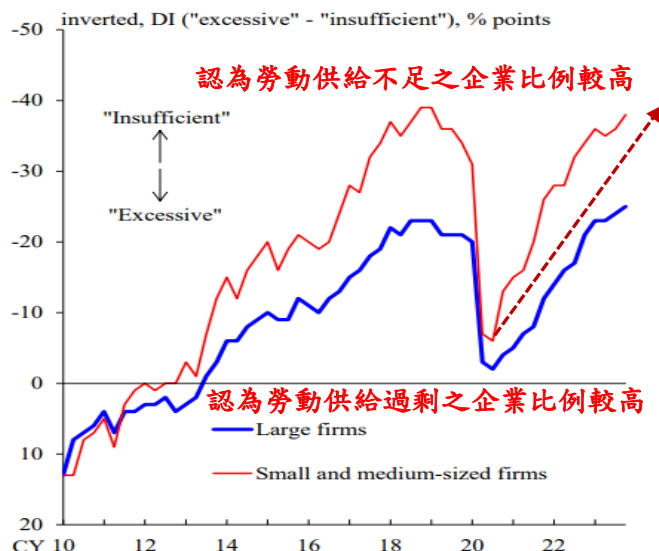
(3) 另自 2013 年 BoJ 實施 QQE 以來，日本廠商獲利呈上揚趨勢(圖 14)，加以日本勞動市場缺工(圖 15)，均有利勞工薪資協商之議價能力。

圖 14 日本企業獲利增加



資料來源：Masaki, Kazuhiro (2024)

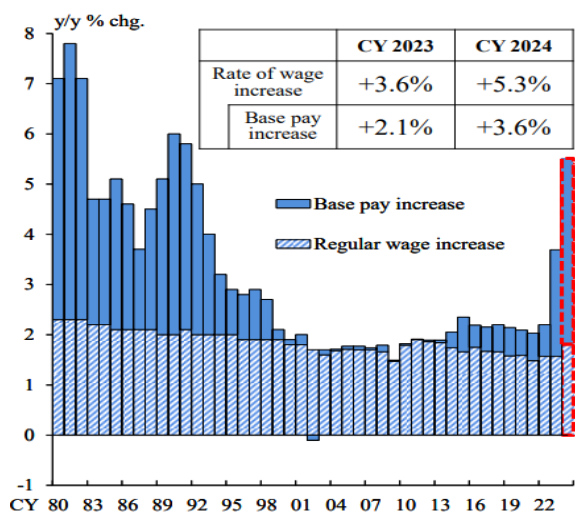
圖 15 日本勞動市場緊俏



\*該指數調查日本企業對於當前就業情況之看法，分為勞動供給過剩、充分就業、亦或勞動供給不足。其編製方式為「認為勞動供給過剩之企業百分比」扣除「認為勞動供給不足之企業百分比」  
資料來源：Masaki, Kazuhiro (2024)

3. 本年春鬥(Shunto)平均調薪幅度為 **5.3%**(其中底薪調幅為 3.6%)，創下 1991 年以來最高幅度(圖 16 及表 2)，亦高於上年之 3.6%(其中底薪調幅為 2.1%)。

圖 16 1980 迄今日本春鬥薪資協商  
*Developments over Time*



資料來源：Masaki, Kazuhiro (2024)

表 2 近兩年日本春鬥薪資協商  
*Wage Increase Rates by Type of Employment and Firm Size*

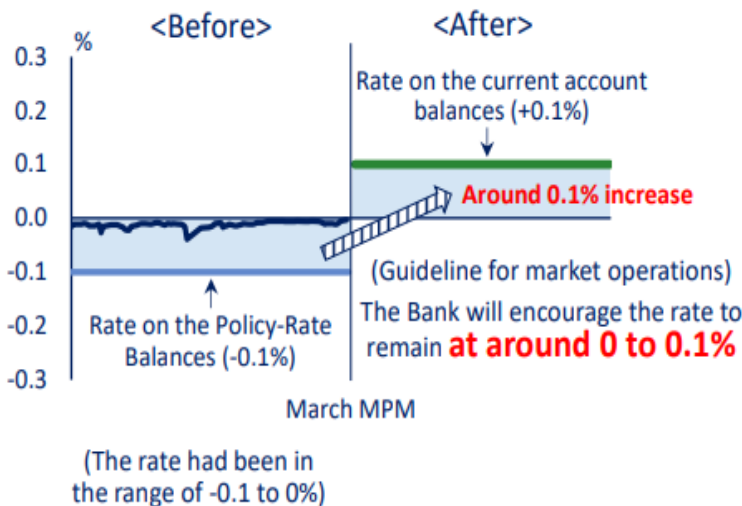
	total wage increase	
	CY 2023	CY 2024
Regular employees	3.6%	5.3%
1,000 or more	3.7%	5.3%
300 to 999	3.4%	5.3%
100 to 299	3.3%	4.6%
99 or less	2.9%	4.1%
Part-time employees	5.0%	6.5%

資料來源：Masaki, Kazuhiro (2024)

#### (四) 本年 3 月 BoJ 貨幣政策變革之考量與重點

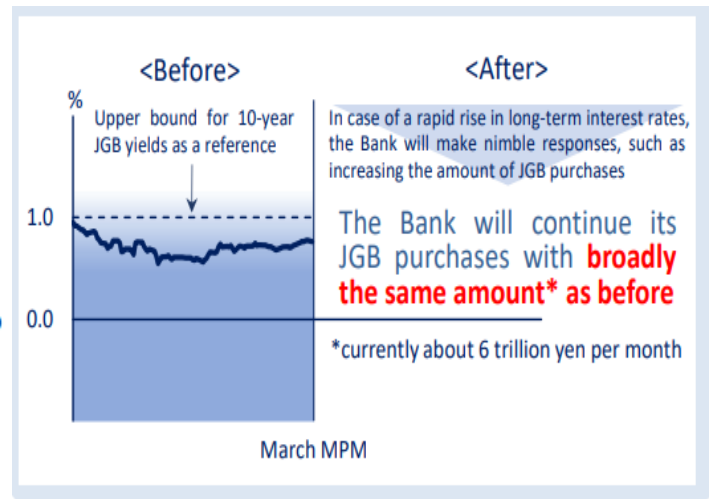
1. Kazuhiro Masaki 指出，**本次春鬥薪資調幅創下 33 年新高**，且優於市場預期，係 BoJ 最後拍板調整貨幣政策之關鍵因素。
2. 該次 BoJ 貨幣政策調整可分為三部分
  - (1) **廢除負利率政策(NIRP)並引導短期利率(無擔保隔夜拆款利率)**維持在 **0~0.1%** 水準(圖 17)，並以該利率作為最主要貨幣政策工具。
  - (2) **取消殖利率曲線控制(YCC)**：廢止日本 10 年期公債殖利率之 1% 參考上限，正式結束 2016 年 9 月開始實施之 YCC 操作(圖 18)。
  - (3) BoJ 將持續購買日本公債(JGB)，**購買步調與過去大致相當**(按每月購買 JGB 毛額(gross purchase)**6 兆日圓**；惟自本年 3 月 21 日起停止購買指數型證券投資信託基金(ETF)及不動產投資信託(J-REIT)等風險性資產<sup>15</sup>。
  - (4) 根據目前日本經濟及通膨前景，BoJ 認為**金融情勢可望持續寬鬆**。

圖 17 日本短期政策利率調整



資料來源：Masaki, Kazuhiro (2024)

圖 18 長期利率及 JGB 資產購買調整



資料來源：Masaki, Kazuhiro (2024)

<sup>15</sup> BoJ 亦將逐漸減少商業本票(CP)及公司債購買毛額，並將於未來一年內停止購買商業本票及公司債。



## (五) Kazuhiro Masaki 強調該次政策會議後 BoJ 之基調與未來展望

1. 本次貨幣政策調整，並非升息循環之起點：未來將透過影響短期利率(無擔保隔夜拆款利率)水準作為主要貨幣政策工具，與 1990 年代 BoJ 之貨幣政策操作架構類似。
2. 該行 JGB 部位已直接進入到期本金再投資階段：有關 **QE 退場三部曲**為縮減購債(QE taper)、到期本金再投資(full reinvestment)及**量化緊縮(QT)**；由於目前 BoJ 雖維持每月購買 JGB 毛額之 6 兆日圓，惟鑑於目前該行持有債券部位每月到期亦約 6 兆日圓，本次貨幣政策會議後，**JGB 之每月淨購買量為 0**，意即 BoJ 之 QE 退場已直接進入第二階段(到期本金再投資)，隱含該行持有 JGB 將大致不變。未來該行將更有餘裕，視經濟情勢來決定進入**量化緊縮(停止部分到期本金之再投資)**之時機。
3. 根據目前日本經濟及通膨前景，BoJ 認為**可望持續寬鬆金融情勢，俾達成 2%之通膨目標**；未來 BoJ 將依據經濟情勢調整貨幣政策。
4. 日本經濟、物價與薪資成長展望：
  - (1) 經濟溫和成長，負產出缺口亦將縮小：預估 2023 年、2024 年及 2025 年財政年度實質 GDP 成長率分別為 **1.8%、1.2%及 1.0%**。
  - (2) 通膨溫和成長：預估 2023 年、2024 年及 2025 年財政年度日本 Core-CPI 通膨<sup>16</sup>分別為 **2.8%、2.4%及 1.8%**。至於 2023 年、2024 年及 2025 年財政年度日本 Core-core CPI 通膨<sup>17</sup>分別為 3.8%、1.9%及 1.9%(次頁圖 19)。
  - (3) 自 2013 年實施 QQE 迄今日本菲利浦曲線<sup>18</sup>斜率(橫軸為產出缺口，縱軸為核心 CPI 通膨率)變陡峭，擺脫通縮時期斜率較為平

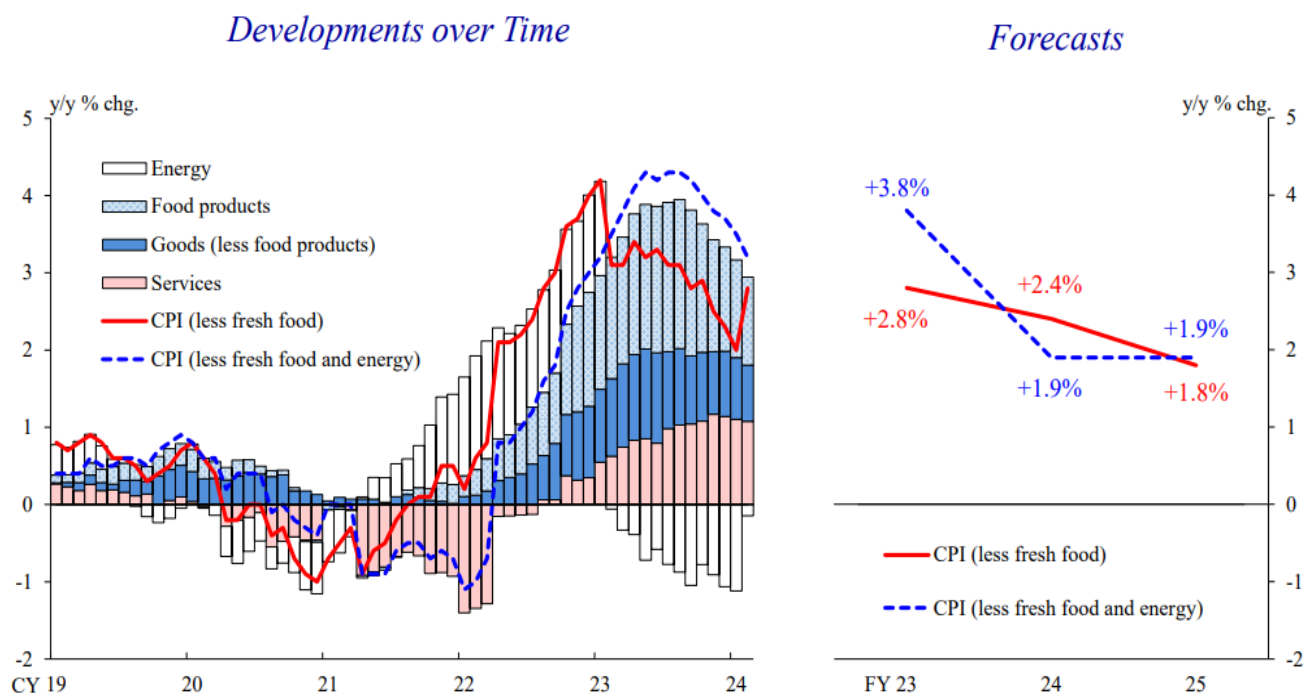
<sup>16</sup> 此處係指整體 CPI 項目扣除生鮮食品後之物價變動程度。

<sup>17</sup> 此處係指整體 CPI 項目扣除生鮮食品及能源後之物價變動程度。

<sup>18</sup> 該曲線迴歸式為：通膨=通膨預期+ $\alpha$ \*產出缺口+ $\epsilon$ (供給因素等)。

坦之現象，未來應有機會維持較陡峭之斜率。薪資亦可望維持正成長。

圖 19 BoJ 對 2023 至 2025 財政年度通膨之預估



資料來源：Masaki, Kazuhiro (2024)

## 參、BoJ QQE 相關補充說明及近期 BoJ 貨幣正常化之後續發展<sup>19</sup>

2000 年以來，日本經濟面臨資產泡沫後所引發之國內需求萎縮及少子化、高齡化等內部結構性問題，使其長期陷入低利率、低通膨、低成長之經濟困境<sup>20</sup>。為因應民間部門資產負債表衰退及通縮問題，在 2012 年底日本前首相安倍晉三推出「安倍三箭」，除擴大財政支出及成長策略(經濟結構改革)等兩箭外，亦包含透過寬鬆貨幣政策來改善日本經濟展望的關鍵一箭，市場一般認為前述寬鬆政策反映日本央行(BoJ) 希望藉由日圓貶值，來提振日本經濟及擺脫通縮之困境。

本節謹扼要介紹 BoJ QQE 之理論背景、QQE 政策執行所受到的內部與外部限制，以及近年來日本經濟面臨失落三十年以來最佳機遇，並營造 BoJ 於本年啟動貨幣政策正常化之有利環境，及本年 3 月 BoJ 貨幣正常化之概述，最後為 BoJ 未來貨幣政策仍面臨巨大挑戰。

### 一、QQE 之理論背景

(一) 實施 QQE 之目的：BoJ 前總裁黑田東彥指出<sup>21</sup>，實施 QQE 理由在於**扭轉長期以來民眾根深蒂固的通貨緊縮心態(deflation mindset)**，並營造企業與家計部門對於未來**物價將穩定上揚的預期心理**。

(二) 理論基礎及傳遞效果：

1. 提高通膨預期：央行應將注意力轉向影響經濟活動的實質利率——名目利率減去通膨預期所得到的利率水準。**倘若央行能提高通膨預期，實質利率就會下降**，刺激企業和家庭的投資與消費活動。因此，提高通膨預期不僅是 QQE 之目標，亦為**實現 QQE 傳導機制**、

<sup>19</sup> 參考中央銀行(2024)，「日本經濟金融之現況、問題與挑戰：日本央行啟動貨幣政策正常化」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 21 日。

<sup>20</sup> BoJ 自 1998 年 2 月採用零利率底限(Zero lower bound)政策。日本實質 GDP 成長率平均值由 1980 年至 1999 年之 3.0%，放緩至 2000 年至 2020 年之 0.6%。2021 至 2023 年日本實質 GDP 成長率平均值約 1.9%。

<sup>21</sup> Kuroda, Haruhiko(2015), “Quantitative and Qualitative Monetary Easing: Theory and Practice,” *Speech at the Foreign Correspondents' Club of Japan, Bank of Japan, Mar.20* ; Kuroda, Haruhiko(2019), “Overcoming Deflation: Japan's Experience and Challenges Ahead,” *Speech at the 2019 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, Bank of Japan, Jul.22*



克服通縮之關鍵。

- 當企業固定投資、私人消費和家計部門投資增加，將可縮小負產出缺口，改善經濟體系中間置產能，進而對營造物價形成上行壓力。一旦人們真正感受到通膨，就會增強他們對央行承諾的信心，進而帶動通膨預期進一步上升，並強化上述過程，**形成良性循環**。
- QQE 傳遞機制：

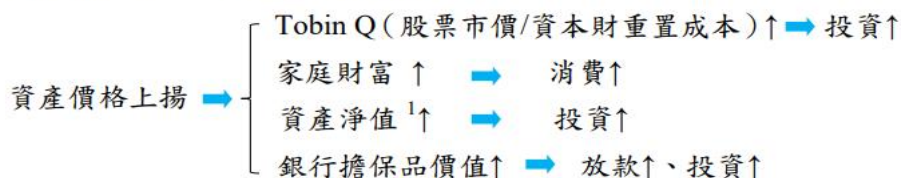
圖 20 量化寬鬆傳遞機制

- 大幅改變市場對通膨的預期心理：

$$\text{實質利率} = \text{名目利率} - \text{預期通膨率}$$

↓ (接近 0) ↑

- 支撐資產價格：透過資產價格上漲，經濟將可受到提振



- 降低長期利率，促進民間投資。

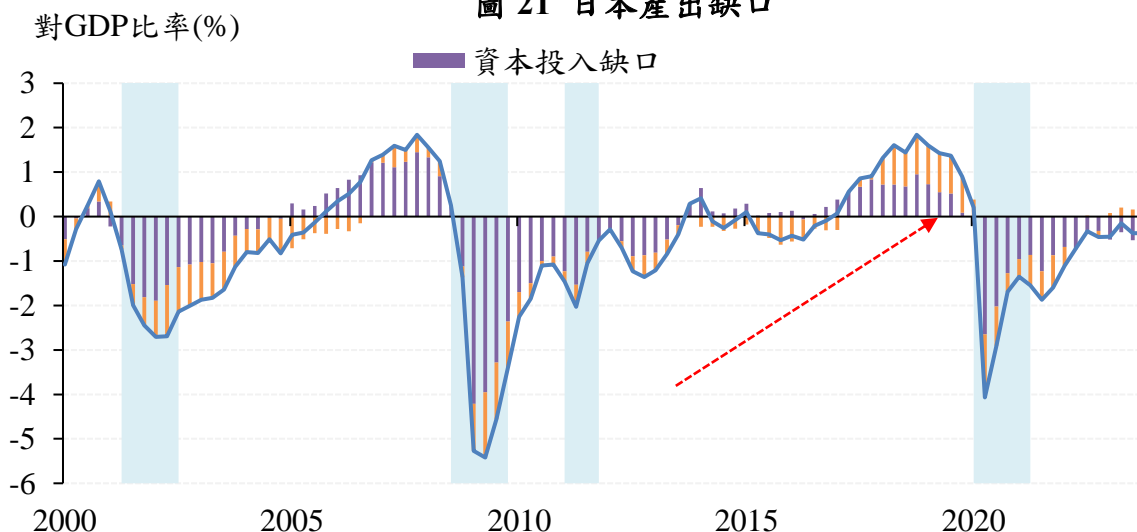
- 匯價貶值，提振出口。

資料來源：中央銀行(2013)，「量化寬鬆貨幣政策」，央行報告，12月26日

## 二、實施 QQE 後日本經濟情勢

- 負產出缺口縮小：QQE 實施後，曾協助日本負產出缺口(約當 GDP 之 -1.5%)縮小，並於 2018 年轉為正產出缺口(約當 GDP 之 2%)。

圖 21 日本產出缺口



\*藍色陰影面積分別為 2001 年下半年網路泡沫、2008 年底全球金融危機、2011 年 3 月日本 311 大地震及 2020 年中 Covid19 疫情爆發期間。 21

資料來源: Bloomberg

## (二) 通膨上揚，企業加薪幅度提高：

1. 日本通膨曾於2012年至2015年轉為正值(圖22)。BoJ<sup>22</sup>職員 Hiroki Yamamoto 實證顯示，BoJ 在2000年代初期及全球金融危機後採行之非傳統貨幣政策約使日本CPI通膨率增加0.3個百分點，而自從BoJ採行QQE以來，日本CPI通膨率額外增加0.7個百分點。
2. BoJ前總裁黑田東彥亦指出<sup>23</sup>，在2013年至2015年期間，日本股市明顯上漲，企業獲利亦改善，薪資調幅亦有改善(次頁圖23)。如觀察2008年至2013年日本春闘調薪幅度平均值為1.73%，上升至2014至2019年之2.07%。

圖 22 2000年起迄今日本通膨走勢



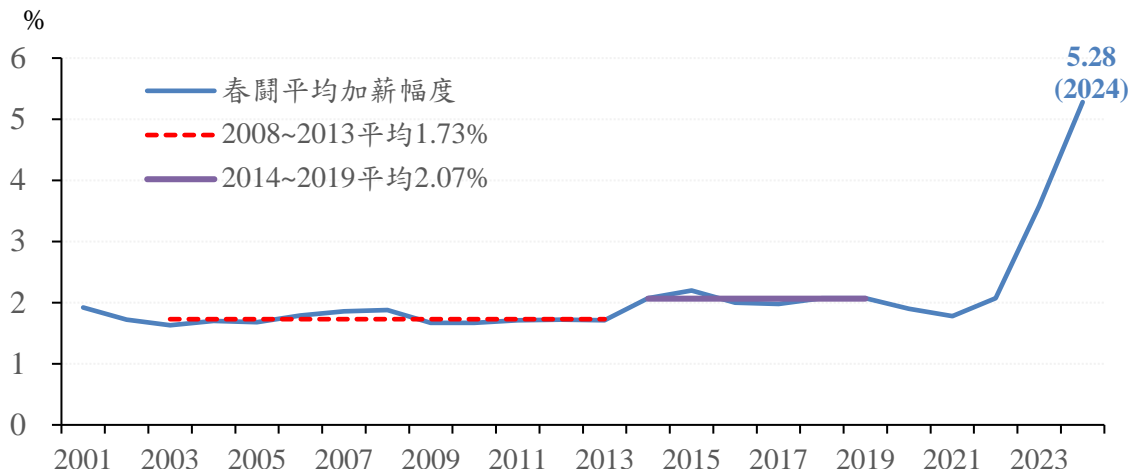
註：2014年日本消費稅由5%調高至8%；2019年10月由8%調高至10%

資料來源：Bloomberg

<sup>22</sup> Noboru, OGINO(2024), “2023 Shunto: Highest Wage Hike in 30 Years, Yet Its Sustainability a Challenge,” *Japan Labor Issues*, Winter 2024 ; Press, Jiji(2024), “Japan Firms Offer to Raise Pay at Fastest Pace in 33 Years,” *Nippon News*, Mar.15

<sup>23</sup> Kuroda, Haruhiko(2015), “Haruhiko Kuroda: Two Years under QQE,” *Speech to Yomiuri International Economic Society*, Bank of Japan, May 15.

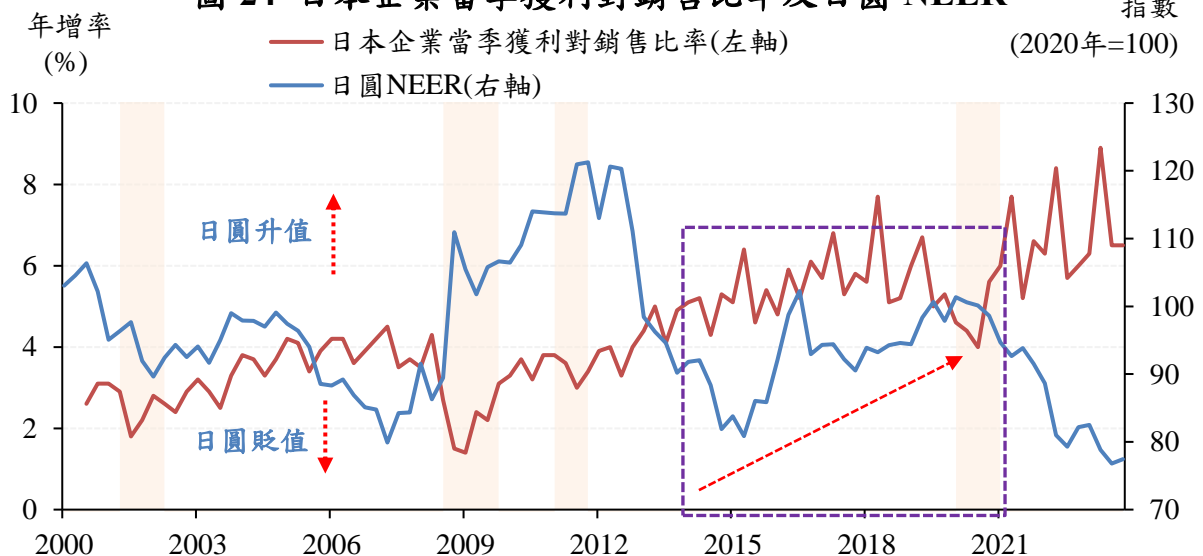
圖 23 近年來日本春闘調薪幅度呈現上揚



資料來源：JTUC-Rengo

3. 2013 年 BoJ 實施 QQE 後，使日圓升值獲得修正，日本企業獲利改善(圖 24)。如以汽車業為例，2008 年至 2012 年全球金融危機、歐債危機爆發，日圓因具有資金安全停泊港(safe haven)特性而大幅升值(按日圓 NEER 及 REER 分別升值 31.73%及 12.57%)，尤其同期間韓元大幅貶值，致日圓對韓元升值 47.33%，日本汽車在美銷量對南韓汽車在美銷量倍數由 5 倍大幅下降至 1.5 倍(次頁圖 25)。2013 年 BoJ 實施 QQE 後，由於日圓貶值，日本汽車在美國銷售量對南韓汽車在美國銷售量倍數呈現止跌回升，在 2013 年至 2019 年期間其平均值約 2.6 倍。

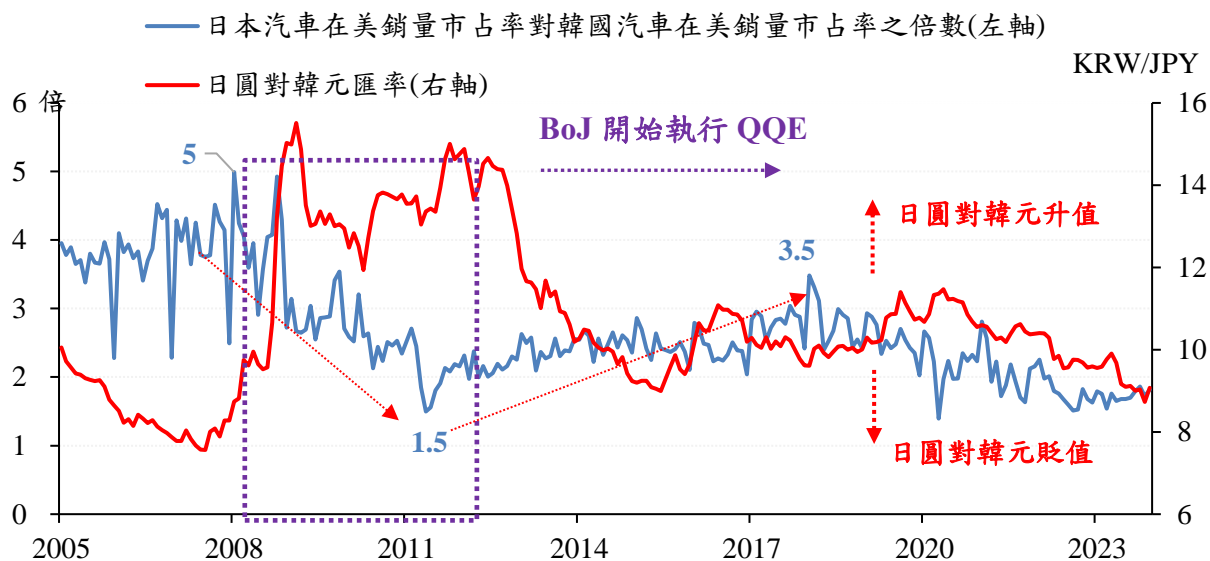
圖 24 日本企業當季獲利對銷售比率及日圓 NEER



\*\*綠色陰影面積分別為 2001 年下半年網路泡沫、2008 年底全球金融危機、2011 年 3 月日本 311 大地震及 2020 年中 Covid19 疫情爆發期間。

資料來源：Bloomberg。

圖 25 日本汽車在美銷量市占率對韓國汽車在美銷量市占率倍數及日圓對韓元匯率

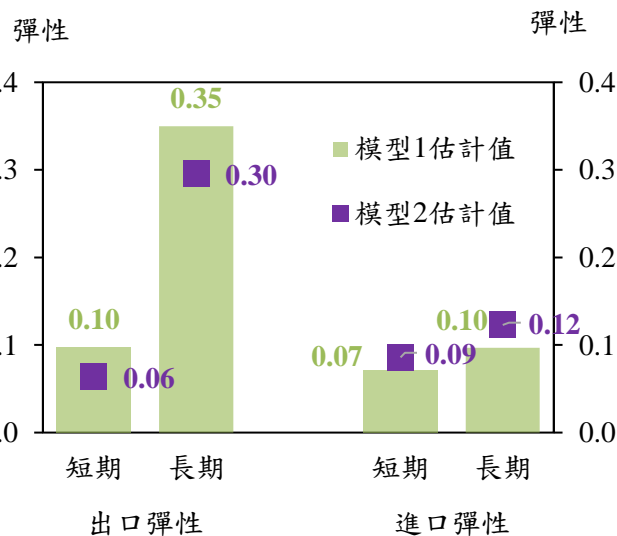
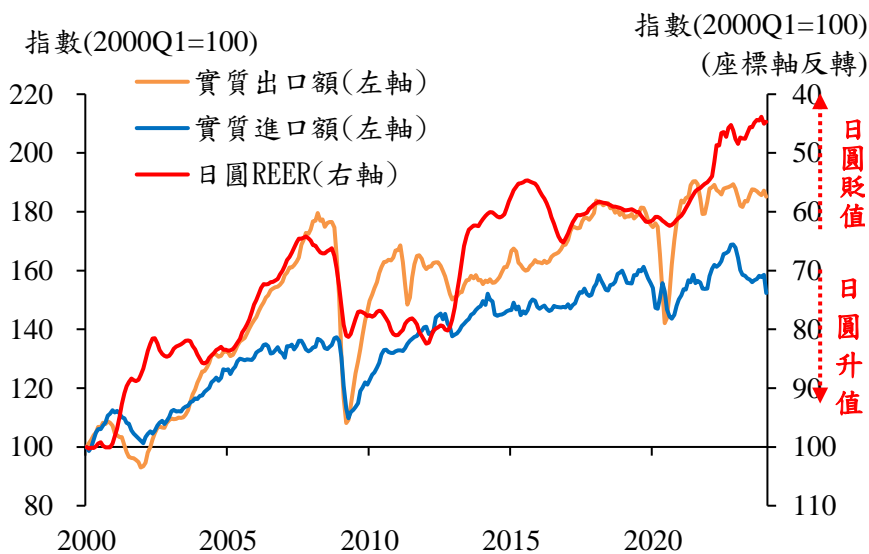


\*日本汽車在美銷量市占率係以 Toyota 及 Nissan 在美銷量市占率合計為代表；韓國汽車在美銷量市占率係以 Kia 及 Hyundai 在美銷量市占率合計為代表；日圓對韓元匯率採月平均匯率  
資料來源：Bloomberg、Goodcarbadcar

4. 高盛實證結果顯示<sup>24</sup>，**出口彈性明顯高於進口彈性，隱含日圓貶值**的確能促進日本實質出口成長(圖 26、圖 27)，惟**時間上可能具有落後性**(次頁圖 28 及圖 29)。

圖 26 日本實質出進口額及日圓 REER

圖 27 日本出進口彈性估計值



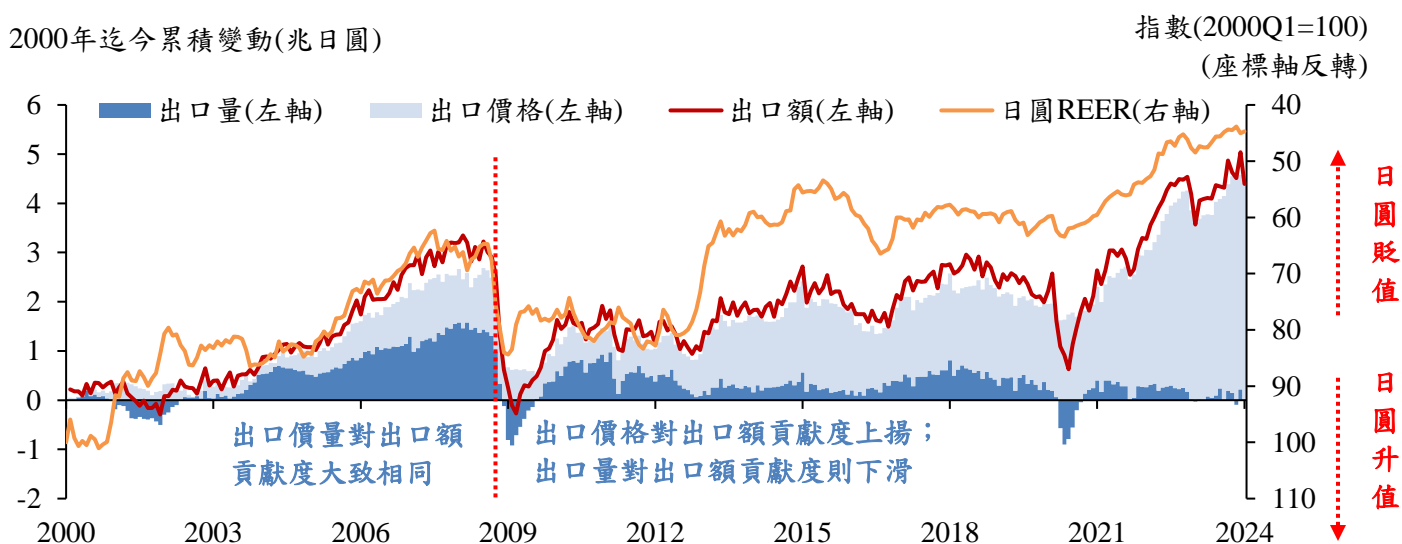
資料來源：Goldman Sachs

\*進出口彈性估計值採 2000 至 2021 年平均  
資料來源：Goldman Sachs

<sup>24</sup> Baba, Naohiko et al.(2022), "Yen Depreciation and Trade: Back Basics," *Goldman Sachs Japan Economics Analyst*, Jun.10

- (1) 高盛進一步分析，自 2000 年迄今日圓貶值期間，日本出口商受益於價格因子部分(即附加價值提高)，大於出口量因子，此隱含日本出口商在過去 20 多年來強化產品品牌定價能力，亦即當日圓貶值時，仍維持以外國貨幣計價(如美元)之價格，且提高以日圓計價之產品出口價格來增加盈餘。
- (2) 例如，在 2008 年以前，出口價格及出口量對出口額貢獻度大致相同；惟自 2012 年以後，出口價格對出口額貢獻度上揚；出口量對出口額貢獻度則下滑(圖 28)。

圖 28 2000 年迄今日本出口價量、總額及日圓 REER 變動情形



資料來源：Goldman Sachs

5. 高盛亦指出<sup>25</sup>，倘若進一步探討日圓貶值對日本實質出口之影響，其預估日本實質出口受**全球需求**(此處以 OECD 全球領先指標為代表)、**日圓實質有效匯率**及**供應鏈運作順暢情形**(此處以 PMI 供應商運輸時間指數為代表)三項因子所影響：

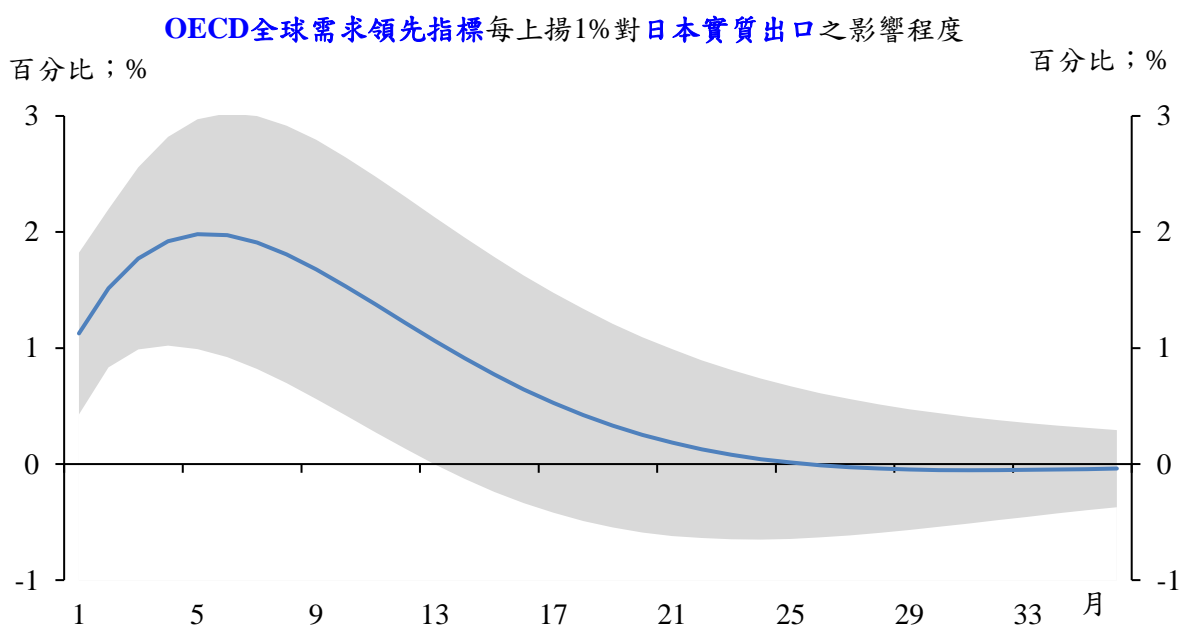
- (1) 當全球需求改善時，將會立即且明顯地提高日本實質出口，且

<sup>25</sup> 同註腳 24。

在全球需求改善後未來 6 個月達到高峰(圖 29)。

- (2) 當日圓實質匯率貶值時，6 個月後會提高日本實質出口，且之後年內維持高峰(次頁圖 30)。
- (3) 供應鏈運作出現不順暢，或是出現供應鏈瓶頸時，將立即對日本實質出口產生負面衝擊，惟該衝擊在 3 個月後可能消退(次頁圖 31)。
- (4) 若進一步看前述三項因子對日本實質出口之解釋能力，若以未來 1 年來觀察(1 year forward horizon)，全球需求可解釋日本實質出口變動之 **40%**，日圓匯率變動可解釋日本實質出口變動之 **5%**；**供應鏈運作順暢情形則可解釋**日本實質出口變動之 **7%**(次頁圖 32)。
- (5) 若以未來 2 年來觀察(2 year forward horizon)，全球需求可解釋日本實質出口變動之 **38%**，日圓匯率變動可解釋日本實質出口變動之 **11%**；**供應鏈運作順暢情形則可解釋**日本實質出口變動之 **7%**。

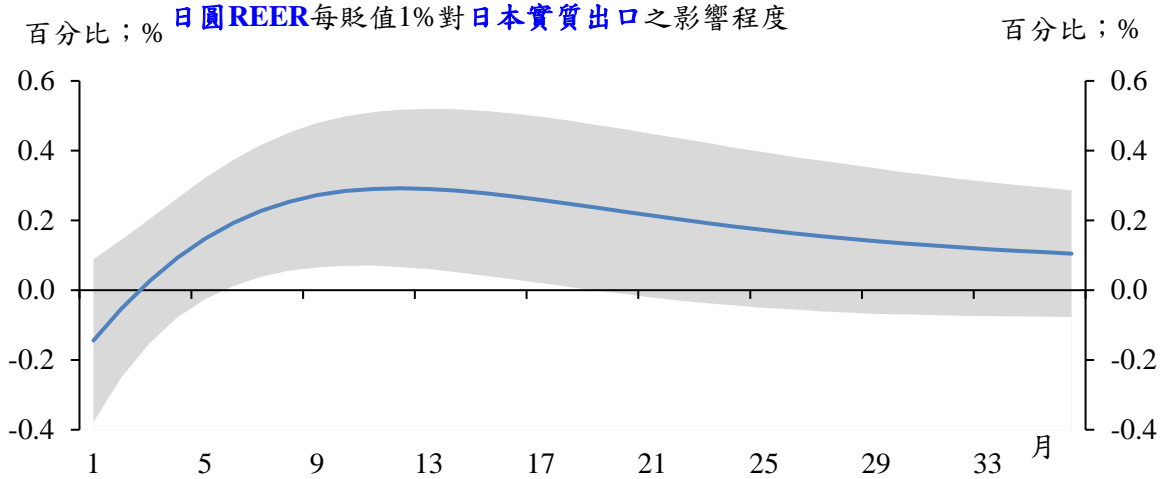
圖 29 全球需求變動對日本實質出口之影響



\*灰色陰影處係指 95%信賴區間

資料來源：Goldman Sachs

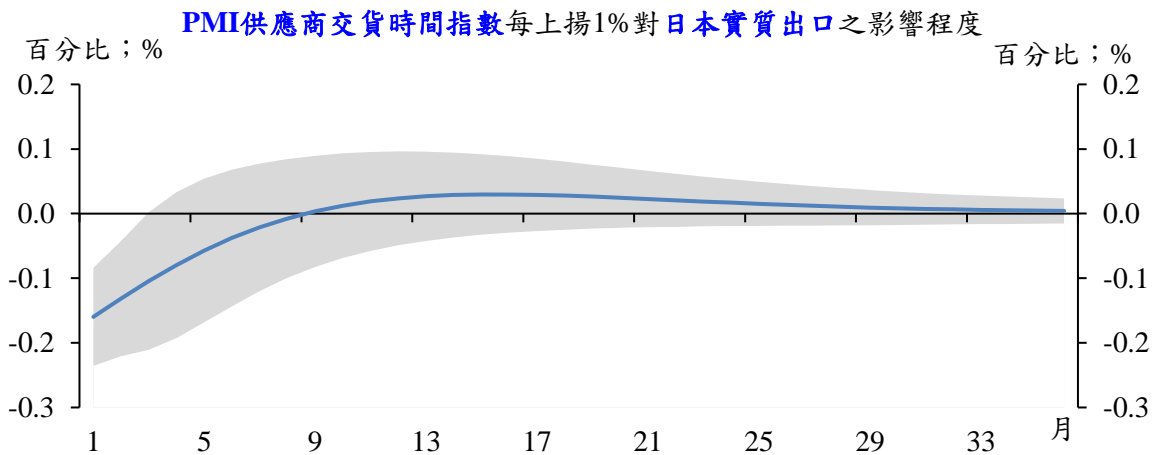
**圖 30 日圓 REER 變動對日本實質出口之影響**



\*灰色陰影處係指 95%信賴區間

資料來源：Goldman Sachs

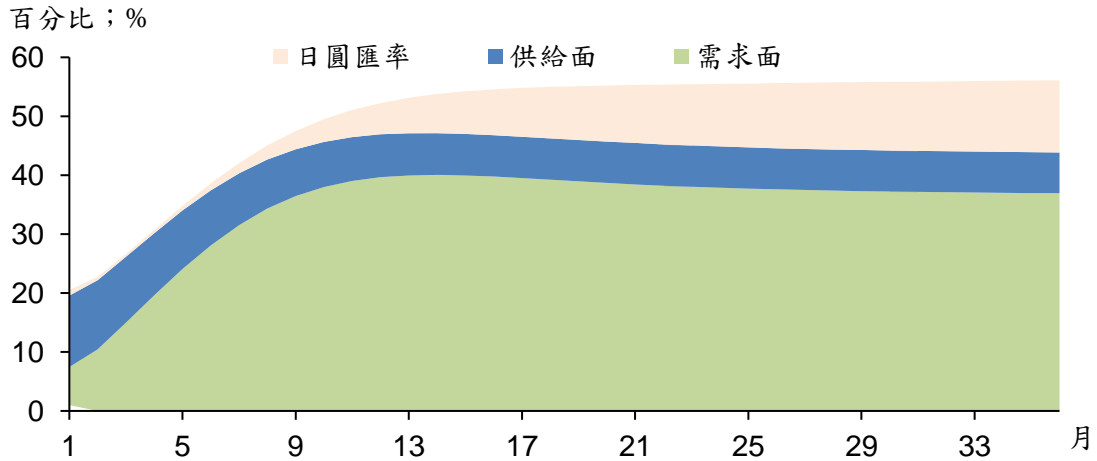
**圖 31 供給面變動對日本實質出口之影響**



\*灰色陰影處係指 95%信賴區間

資料來源：Goldman Sachs

**圖 32 影響日本實質出口之主要變數個別貢獻度**



\*此處日圓匯率以日圓 REER 衡量；供給面以 PMI 供應商交貨時間指數衡量；需求面以 OECD 全球需求領先指標衡量；

資料來源：Goldman Sachs



### 三、QQE 政策執行所受到的內部與外部限制

日本為全球第四大經濟體，日本央行 QQE 政策的執行，除受制於國內經濟結構性因素的影響，事實上，也會同時受到全球金融市場與政治經濟局勢的衝擊，而形成 QQE 政策執行時的外部干擾因素與限制。前述內外限制疊加的結果，也形塑了日本通膨難以大幅上揚的原因。

#### (一) 國內結構性因素之限制

1. **通膨預期的滯後效應比預期更強**：儘管量化寬鬆政策消除了通貨緊縮將持續下去的極度悲觀情緒，但是長期低成長和低通膨的經歷已深入人心，導致**價格不易上漲的觀念根深蒂固**。
2. **過去經歷的通縮和最近的科技創新抑制了單位勞動力成本**。此外，由於在通縮與經濟低迷時期經歷了嚴峻的就業形勢，勞資雙方可能更加重視長期就業的穩定性，而非工資的成長。
3. **其他因素**：全球化的進展，以及企業可能會因為擔心失去客戶，而對提高價格持謹慎態度，間接影響了單位勞動成本的成長。

#### (二) 國際金融市場與全球政經局勢所形成之外部限制

1. **全球原物料價格攀升之負面衝擊**：2013 年實施量化寬鬆政策後，通膨預期開始緩步回升，惟**2014 年原油價格大幅下跌所形成的負面價格衝擊，影響了日本通膨預期重新錨定的過程**。
2. **日圓匯價深受國際事件影響**：雖然日本央行希冀藉由 QQE 政策，扭轉日圓自 2008 年全球金融危機與 2010 年歐債危機以來的強勢升值趨勢；惟**日圓扮演國際主要儲備與避險貨幣的角色，使得日圓深受國際事件的影響**。例如，2016 年英國脫歐事件所造成的全球金融市場動盪，導致日圓對美元自 2015 年底的 120.22 價位，大幅升值至 2016 年 8 月的 99.89 價位。



3. 外部競爭加劇不利日本出口<sup>26</sup>：中國於 2001 年底加入 WTO，且南韓於 2007 年與美國簽訂自由貿易協定，亞洲國家漸加深與日本間之競爭，對日本廠商出口份額與市場產生負面影響。2016 年中國大陸經濟轉型，紅色供應鏈崛起，加以 2018 年美中貿易衝突增溫的地緣政治事件影響，亦使得全球經濟面臨逆風，而同期間日圓卻持續走強，不利日本出口表現，使 QQE 效果逐漸鈍化。
4. 美國量化寬鬆貨幣政策，影響美日利差，致日圓對美元升值：2020 年受到 COVID-19 疫情影響，美國實施 pandemic QE，利差因素疊加匯市風險趨避的結果，致日圓在該年 2 月大幅升值近 9%。

#### 四、近年來日本經濟面臨失落三十年以來最佳機遇，並營造 BoJ 於本年啟動貨幣政策正常化之有利環境

- (一) 後疫情時代全球需求回溫有利日本出口。
- (二) 全球供應鏈移轉亦有利日本：2018 年美中貿易衝突升溫、加以近年來中國大陸勞動成本大幅上揚，以及中國大陸在 COVID-19 疫情期間執行「淨零政策」，導致近年來外國廠商(包含日本廠商)自中國大陸撤出」。此外，台積電赴日本熊本設晶圓廠，亦帶動當地半導體業投資。
- (三) 日圓對主要貨幣貶值：前述 BoJ 採行寬鬆貨幣政策，而 Fed 則進行貨幣政策正常化且於 2022 年 3 月啟動升息循環，致日圓對美元貶值，有利日本出口及經濟表現。
- (四) 春闘勞工平均薪資漲幅不錯<sup>27</sup>：2023 年及 2024 年分別為 3.58% 及 5.28%，其 3 個月移動平均分別為 3.64% 及 2.58%，有利推升通膨

<sup>26</sup> 高盛研究指出，日本出口受到全球外部需求、日圓匯率走勢及供應鏈三大因素影響，分別可解釋日本出口變動之 38%、11% 及 7%(參見 Baba, Naohiko, Yuriko Tanaka and Tomohiro Ota(2022), "Yen Depreciation and Trade: Back to the Basics," *Goldman Sachs Japan Economics Analyst*, Jun. 10)

<sup>27</sup> Noboru, OGINO(2024), "2023 Shunto: Highest Wage Hike in 30 Years, Yet Its Sustainability a Challenge," *Japan Labor Issues*, Winter 2024 ; Press, Jiji(2024), "Japan Firms Offer to Raise Pay at Fastest Pace in 33 Years," *Nippon News*, Mar.15

預期，帶動通膨上揚。

(五) Fed 政策利率水準目前處於相對高檔，且未來 Fed 如緩慢退出限制性水準，在 BoJ 結束負利率政策時，或可避免日圓大幅升值及其可能帶來之影響。

## 五、 本年以來 BoJ 貨幣正常化之進展

### (一) 2024 年 3 月 BoJ 會議及記者會重點

由於日本薪資與物價同步上漲之良性循環逐漸形成，可望在未來持續且穩定地實現 2% 通膨目標，該次會議決議如下，根據當前日本經濟及通膨前景，BoJ 預期金融情勢可望持續寬鬆：

1. **廢除負利率政策 (NIRP)**：並將隔夜無擔保拆款利率 (uncollateralized overnight call rate) 作為最主要貨幣政策工具，維持該利率水準設定在 0~0.1%。
2. **取消殖利率曲線控制 (YCC)**：廢止 10 年期日本公債 (JGB) 殖利率之參考上限 (1%)，惟未來購買 JGB 與過去步調 (每月 6 兆日圓) 相當，並於 JGB 快速上升時增加購買規模。
3. **調整非 JGB 之購買方案**：自 2024 年 3 月 21 日停止購買 ETF (目前持有占比約 43%) 及不動產投資信託 (J-REIT)；並將於未來 1 年內停止購買商業本票 (CP) 及公司債 (CB)。

表 3 2024 年 3 月 10 日 BoJ 資產組成其相關購買計畫

	兆日圓	占總資產 比重 (%)	調整前 購買方案	調整後 購買方案
政府債券*	599.6	79.0	6兆日圓/月 (YCC)	6兆日圓/月
ETF	37.2	4.9	12兆日圓/年	2024/3/21停止購買
JREIT	0.7	0.1	1,800億日圓/年	
公司債	6.1	0.8	2兆日圓部位	慢慢減少購買金額， 1年後停止購買
商業本票	2.5	0.3	3兆日圓部位	
貸款	101.1	13.3	-	-
其他資產	12.0	1.6	-	-
日本央行總資產	759.1	100		

\*BoJ 目前持有所有流通在外 JGB 之 53.9%；<sup>30</sup>

資料來源:BoJ、MoF

## (二) 2024 年 6 月 BoJ 貨幣政策會議及記者會重點

1. 維持隔夜無擔保拆款利率水準設定在 0~0.1%；
2. 開始啟動縮表：BoJ 決議開始縮減每月購買 JGB 之金額(原先每月買進 6 兆日圓，每月 JGB 到期本金約 6 兆日圓)，使該行資產負債表規模開始縮減。預計在本年 7 月公布較詳細之相關計畫。

## 六、日本央行未來貨幣政策仍面臨巨大挑戰

- (一) 由於近年來日本通縮問題逐漸改善，加以通膨預期亦被良好錨定，近期 BOJ 研判日本通膨或有機會維持在 2% 之上，其中關鍵因素在於薪資能否持續成長。
- (二) 儘管 BoJ 在短期內可能調整其極度寬鬆之貨幣政策立場，惟其貨幣政策正常化—減少 QQE 購債金額、升息、取消殖利率曲線控制 (YCC) 以及縮減 BoJ 資產負債表規模等，將面臨複雜且艱鉅之挑戰，例如，如何向外界溝通縮減購債，並避免重蹈 Fed 於 2013 年因縮減購債而引發之恐慌(taper tantrum)，即為棘手的議題。
- (三) 此外，BoJ 持有資產種類繁多且部位龐大，如日本公債、日本公司債、ETF、REIT 等(次頁表 4 及次頁附錄)，而該行累計購買量前兩大資產為日本公債及 ETF，BoJ 持有部位占其總流通在外比率分別為 53.9% 及 43%，亦將增添該行未來縮減資產負債表規模之難度。

表 4 BoJ 資產面主要項目(截至 2024/6/20)

	兆日圓	占總資產比重
政府債券*	587.28	78.0
商業本票	2.19	0.3
公司債	5.80	0.8
信託投資 ETF	37.19	4.9
信託投資 REIT	0.66	0.1
貸款	106.96	14.2
其他資產	12.44	1.7
日本央行總資產	752.51	100.0

\*政府債券包含日本政府公債(JGB)及國庫券(T-Bills)。

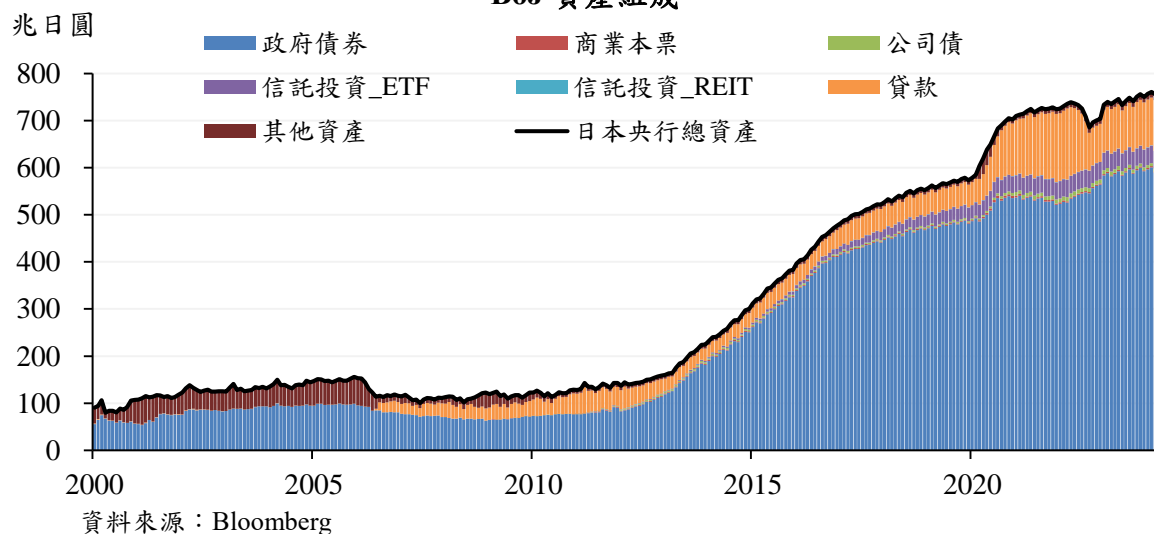
\*\*為截至 2023 年 9 月資料, BoJ 持有市場流通 JGB 占比。

\*\*\*為截至 2024 年 2 月資料, BoJ 持有市場流通 ETF 占比, 並折成美元計算。2022 年 12 月該占比為 63%, 儘管近年 BoJ 持有以日圓計價之 ETF 規模大致相同, 惟鑑於日圓對美元匯率由 2022 年 12 月之 131.12 貶值至 2024 年 6 月之 159.60, 加以日本整體 ETF 規模持續擴大, 導致 BoJ 持有市場流通 ETF 占比(折為美元)大幅下降。

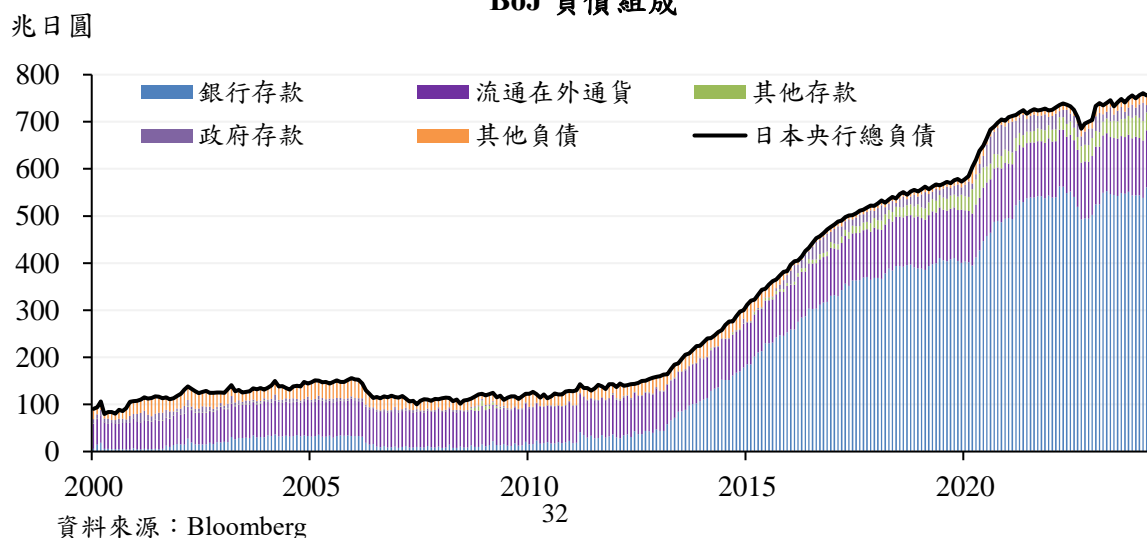
資料來源:BoJ、MoF、ETFGI

### 附錄：BoJ 資產及負債組成項目

#### BoJ 資產組成



#### BoJ 負債組成



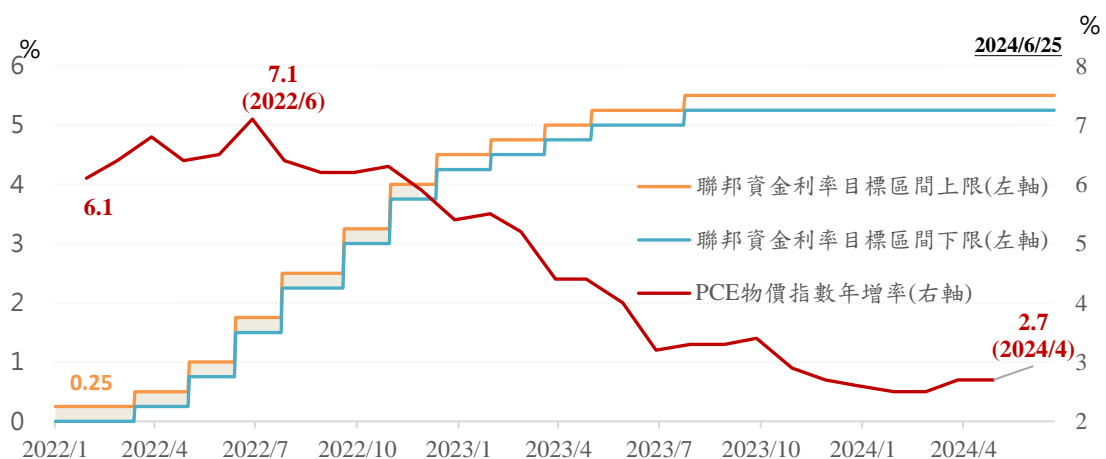
## 肆、美國 Fed 貨幣政策展望及相關觀察重點

由於受到 Nomura 研討會中 James Bullard 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 2022 年迄今美國通膨及聯邦資金利率走勢，其次簡要說明 FOMC 經濟估測之點陣圖。之後則介紹近期美國通膨、勞動市場現況，包含美國 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)、失業率及職缺率等。

### 一、2022 年迄今 Fed 聯邦資金利率走勢

- (一) 2022 年 3 月起 Fed 為抑制高通膨現象而大幅升息，因美國通膨出現趨緩跡象，上年 7 月 Fed 升息至 5.25~5.5%即保持按兵不動，截至本年 6 月 25 日 Fed 累計升息 21 碼(5.25 個百分點)(圖 33)。
- (二) 上年下半年美國 PCE 通膨出現趨緩跡象，惟本年第一季 PCE 通膨具有僵固性，致本年以來 FOMC 立場轉變為在更確信通膨穩定邁向 2%水準前，委員會不認為適宜降低聯邦資金利率目標區間。

圖 33 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

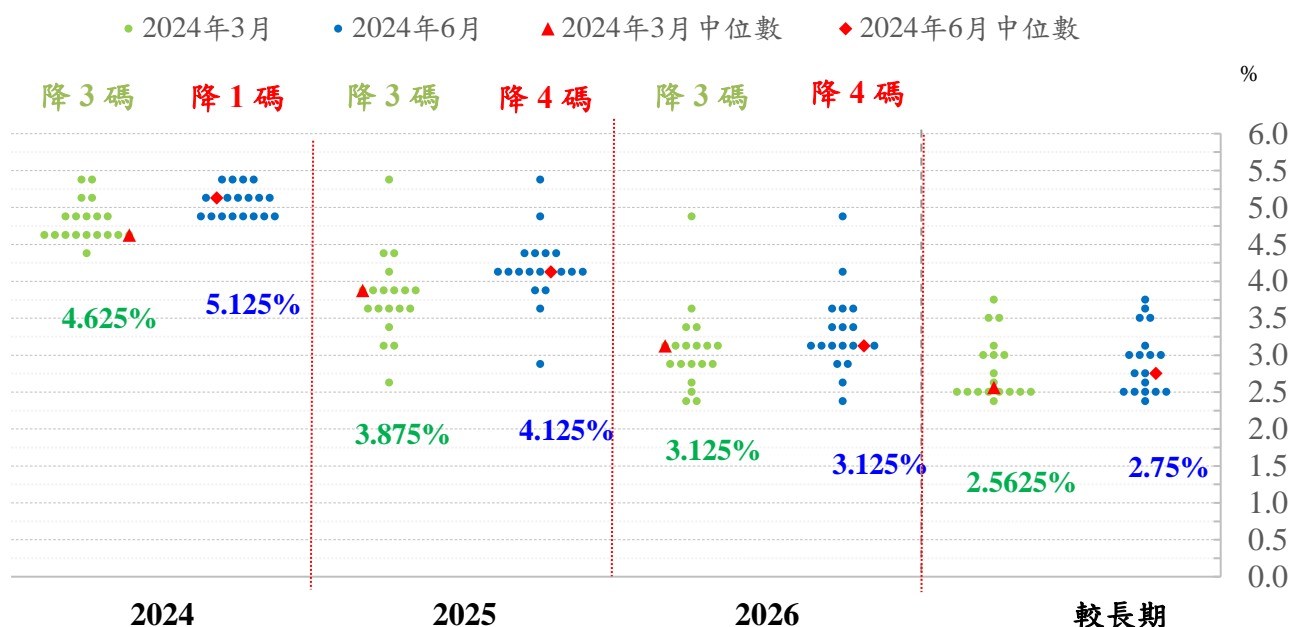
- (三) 本年 6 月 Fed 主席 Jerome Powell 指出，目前通膨回落至政策目標路徑雖取得部分進展，仍處於較高水準；勞動市場相對緊俏，惟供

需更趨於平衡。此外，本次經濟估測(SEP<sup>28</sup>)主要改變在於上修核心 PCE 通膨預估值，如本年核心 PCE 通膨中位數上修至 2.8%(原 2.6%)，主要反映近期美國非農新增就業強勁成長，平均時薪成長率高於可持續之水準，以及房租通膨下降可能需要更多時間。

(四) Powell 亦指出，當前政策具限制性且政策立場適當；鑑於通膨趨緩進展停滯，若經濟如預期發展，點陣圖(已考量較預期疲弱的 2024 年 5 月 CPI 通膨數據)顯示，本年底前可能降息 1 碼，惟倘若勞動市場明顯轉弱或通膨下滑較預期更快，Fed 將提前降息。

(五) 點陣圖顯示(圖 34)，2024 年降息幅度由 3 碼改為降息 1 碼至 5.125%(5.0~5.25%區間；19 位中有 8 位降息 2 碼，7 位降息 1 碼，4 位支持按兵不動；2025 年則將再降息 4 碼至 4.125%(5.0~5.25%區間；原估降息 3 碼至 3.875%)；2026 年則再降息 4 碼至 3.125%(3.00~3.25%區間；原估降息 3 碼至 3.125%)；較長期利率水準(名目中性利率)由 2.6%(2.56%)上修至 2.8%(2.75%)。

圖 34 2024 年 3 月至 2024 年 6 月 SEP 之政策利率預測值變化



資料來源：Federal Reserve

<sup>28</sup> 英文全名為 Summary of Economic Projections。



## 二、美國勞動市場及通膨現況

### (一) 美國勞動市場現況

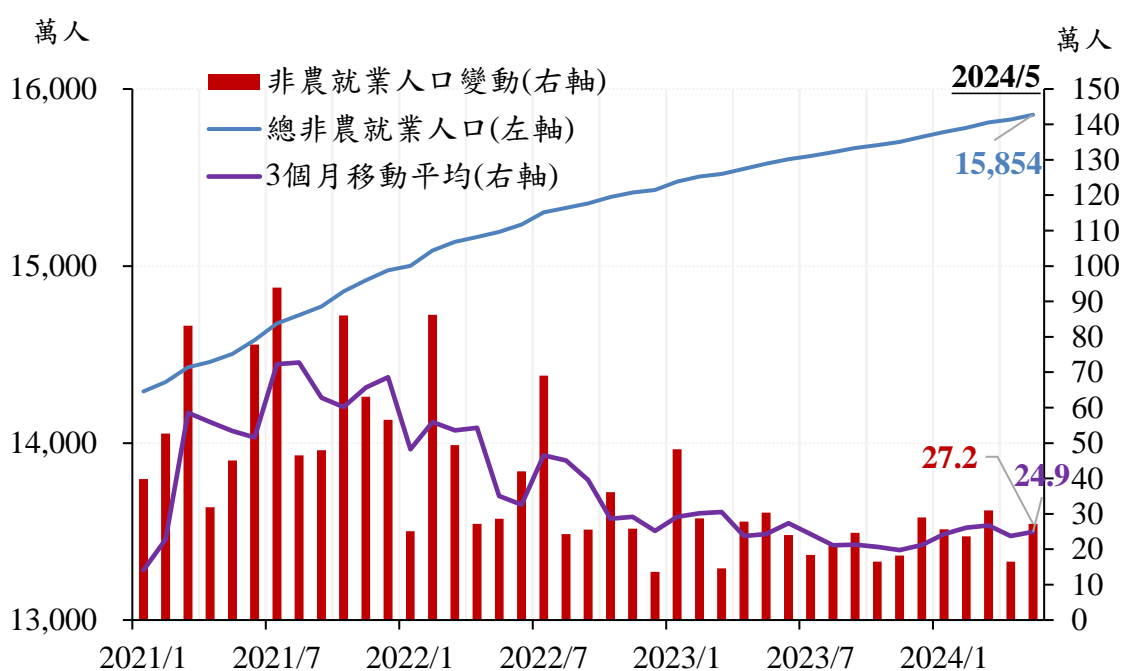
#### 1. 非農總就業人數(根據機構調查)已逾 COVID-19 疫情爆發前水準

(1) 美國本年 5 月非農就業人數增加 27.2 萬人，遠逾市場預期之增加 18.0 萬人及本年 4 月之 16.5 萬人(原 17.5 萬人)。本年 3 月非農就業人數由增加 31.5 萬人下修 5 千人至增加 31 萬人，本年 4 月非農就業人數由增加 17.5 萬人下修 1 萬至增加 16.5 萬人，合計下修 1.5 萬人。過去 3 個月及 12 個月非農就業人數平均分別為增加 24.9 萬及增加 23.0 萬人。

(2) 本年 5 月非農總就業人口上升至 15,854 萬人，已逾疫情前 2020 年 2 月最高點 15,231 萬人，顯示當前勞動市場已接近充分就業狀態(圖 35)。

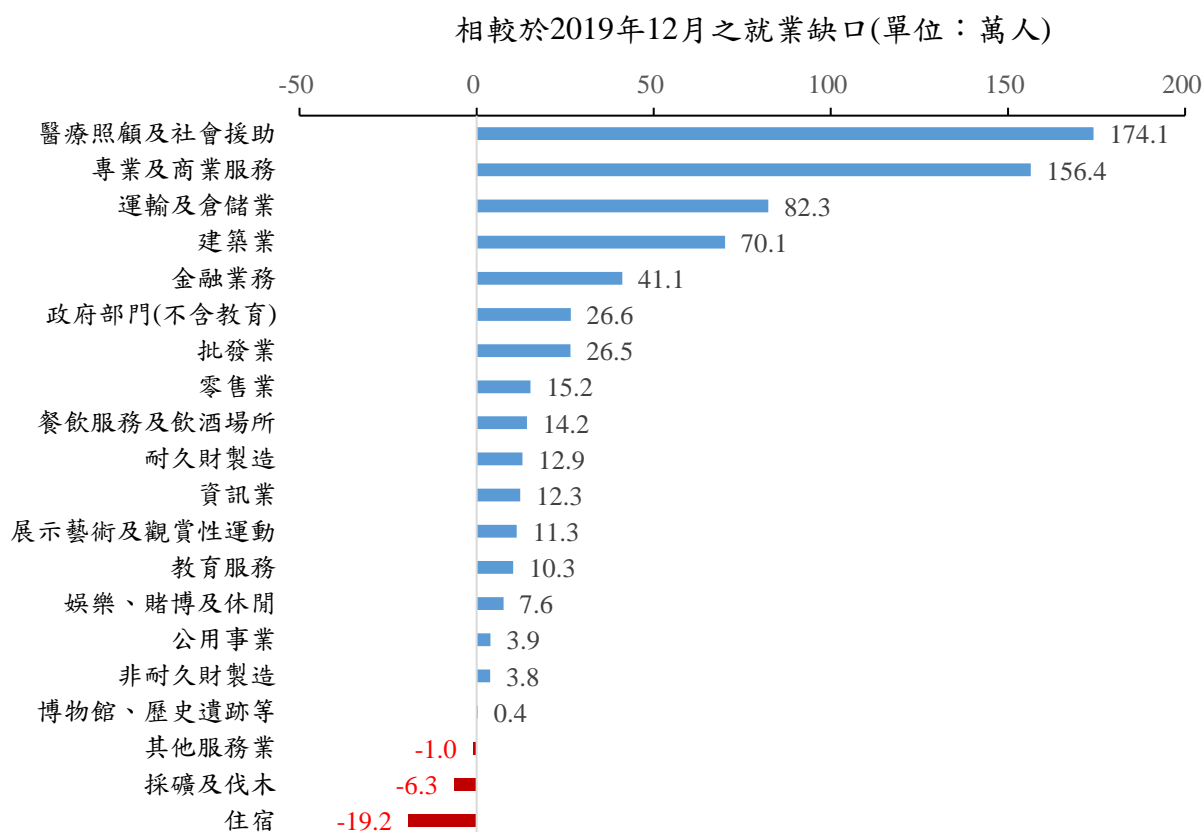
(3) 依產業別：與 2019 年 12 月相比，高接觸服務業如住宿業就業缺口為 19.2 萬人(次頁圖 36)。

圖 35 美國總非農就業人口、月變動其及 3 個月移動平均



資料來源：Bloomberg

圖 36 美國依產業別之非農業就業缺口



資料來源：Bloomberg

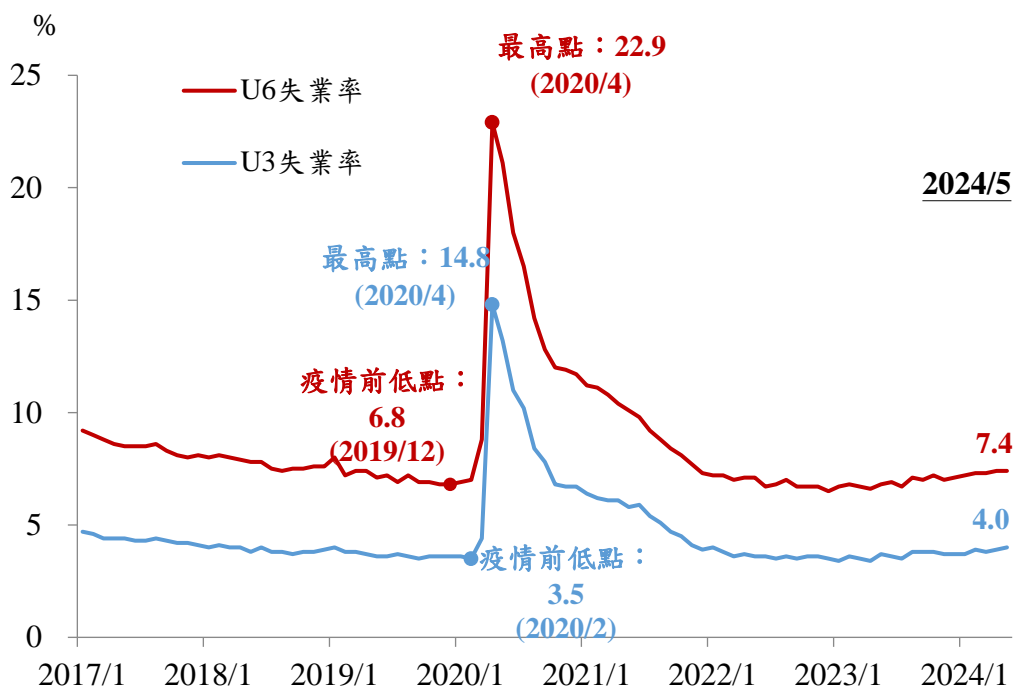
## 2. U3 及 U6 失業率<sup>29</sup>(根據家計部門調查，次頁圖 37)：已自低點上揚

- (1) 本年 5 月失業率由 4 月 3.9%(小數點後兩位實際值為 3.86%)增加 0.1 個百分點至 4.0%(小數點後兩位實際值為 3.96%)，主要反映勞動力人數減少 25 萬人、失業人數增加 15.7 萬人，就業人數減少 40.8 萬人；U6 失業率則持平於本年 4 月之 7.4%。
- (2) 值得注意的是，本年 5 月美國 U3 失業率較上年 4 月失業率(3.4%)上揚 0.6 個百分點；U6 失業率則由 2022 年 12 月的 6.5%上升 0.9 個百分點。兩者均顯示，美國勞動市場已趨緩。

<sup>29</sup> 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+Marginally Attached)/((勞動力+Marginally Attached))，其中 Marginally Attached 係指 4 週前至 12 個月前之間曾求職者。



圖 37 美國 U3 及 U6 失業率走勢



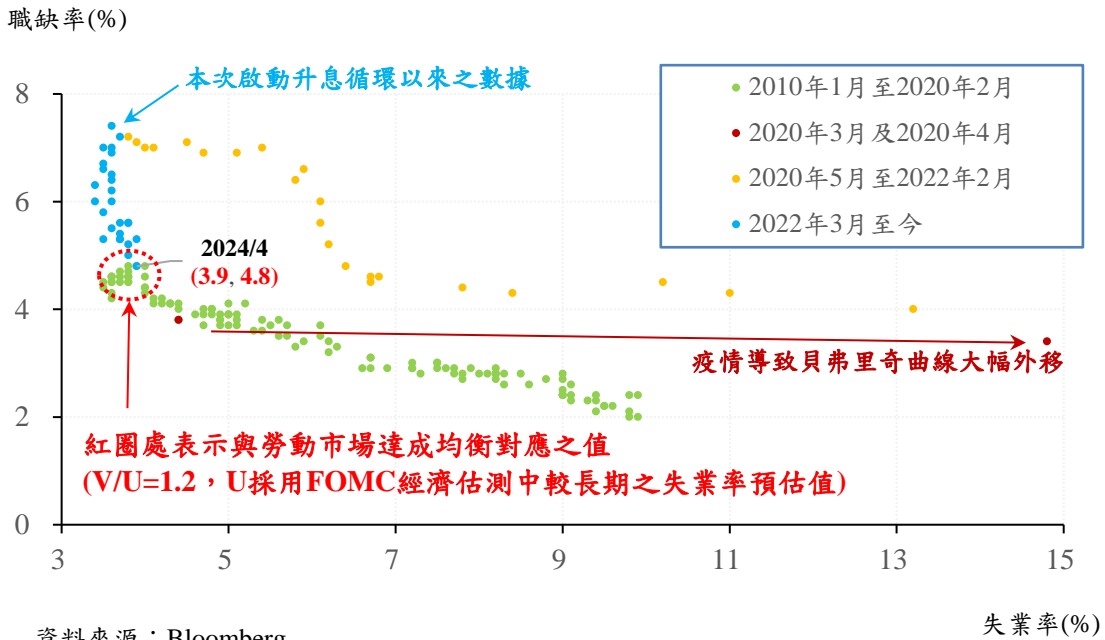
資料來源: Bloomberg

### 3. 職缺率及職缺對失業比(次頁圖 38)：

- (1) 本年 4 月美國職缺率下降至 4.8%，較 2022 年 3 月 7.4% 下降 2.6 個百分點，且已接近 2019 年底之 4.5%。此外，職缺對失業比疫情期間高點 2 倍，降至 1.2 倍，並已接近 2019 年平均之 1.2 倍。
- (2) Fed 理事 Christopher Waller 指出<sup>30</sup>，根據其預估情境後 COVID-19 時期隨著職缺率由 7.5% 下降 3 個百分點至 4.5%，失業率將由 3.7% 增加 0.5 個百分點至 4.2%。惟歷史經驗顯示，當美國職缺率低於 4.5% 後，前述未來職缺率下滑將伴隨著失業率明顯上揚。鑑於最新職缺數已低於 5.0%，未來美國失業率可能因職缺率下降而上揚至 4.0~4.5% 區間。

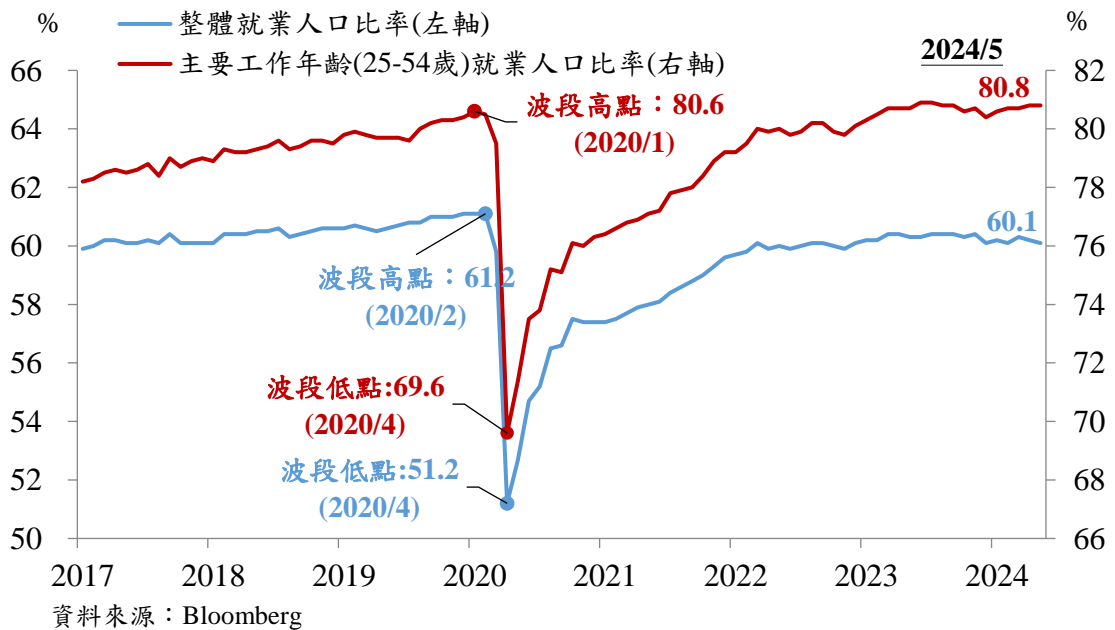
<sup>30</sup> Waller, Christopher(2024), "Almost as Good as It Gets...But Will It Last?" Speech at The Brookings Institution, Board of Governors of the Federal Reserve System, Jan. 16

圖 38 美國貝弗里奇曲線



4. 就業人口比(圖 39)：本年 5 月整體就業人口比率持平於上年 12 月之 60.1%<sup>31</sup>；主要工作年齡(prime-age)(25 歲至 54 歲)就業人口比率則由上年 12 月之 80.4%上升 0.4 個百分點至 80.8%。

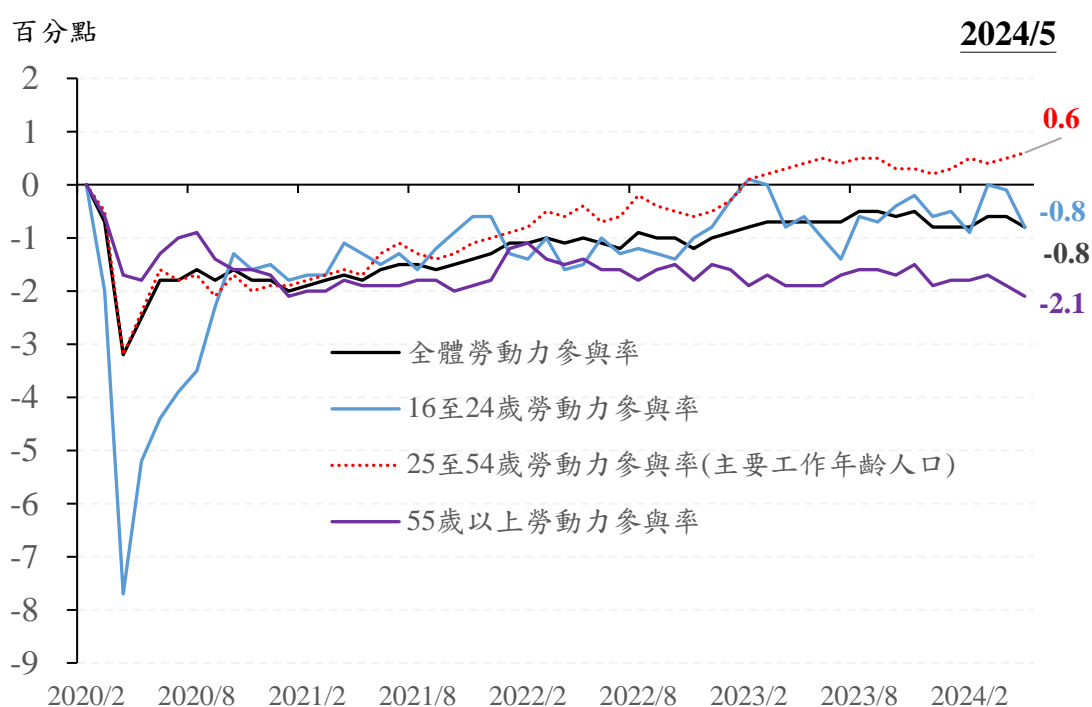
圖 39 美國整體就業人口比率



<sup>31</sup> 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。

5. 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：本年 5 月勞動力參與率由本年 4 月的 62.7% 下降 0.2 個百分點至 62.5%，主要工作年齡人口勞動力參與率由本年 4 月 83.5% 上揚 0.1 個百分點至 83.6%，且較 2020 年 2 月高 0.6 個百分點；惟 16-24 歲及 55 歲以上群組之勞動力參與率仍分別較 2020 年 2 月低 0.8 個百分點及 2.1 個百分點(圖 40)。

圖 40 美國不同年齡群組之勞動力參與率與 2020 年 2 月差異

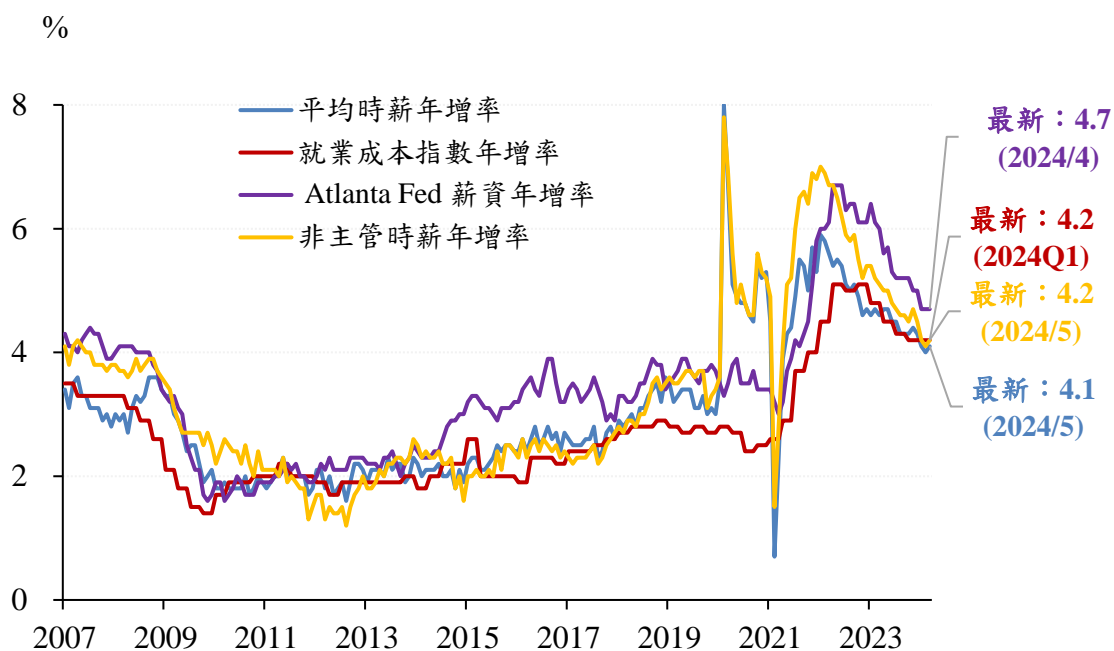


資料來源：Bloomberg

## 6. 薪資成長率(次頁圖 41)

- (1) 本年 5 月平均時薪月增率與年增率分別為 0.4% 與 4.1%，皆高於市場預期；本年 4 月平均時薪月增率與年增率分別為 0.2% (原 0.2%) 與 4.0% (原 3.9%)。
- (2) 本年 4 月 Atlanta Fed 薪資年增率為 4.7%，本年第 1 季就業成本指數 (ECI) 年增率為 4.2%，前述指標短期成長動能似出現放緩；

圖 41 美國平均時薪及就業成本指數年增率

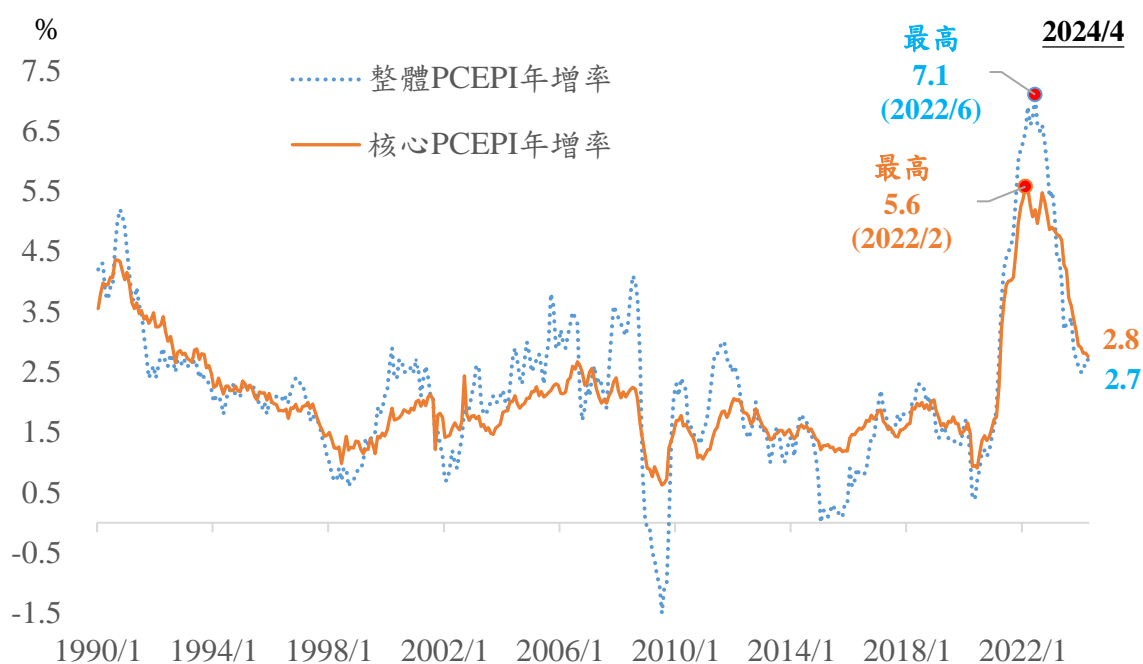


資料來源：Bloomberg

## (二) 美國通膨現況

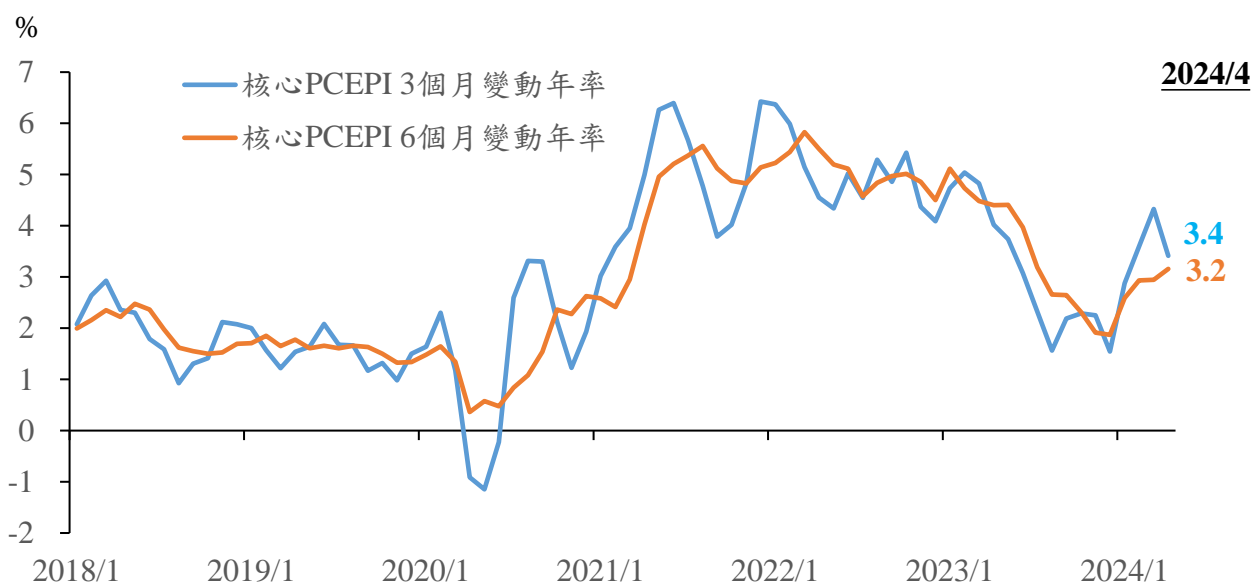
1. 本年 4 月美國整體個人消費支出物價指數(PCEPI)及核心 PCEPI 分別為 123.1 及 121.9，其中月增率分別為 0.3%(小數點後三位為 0.257%)及 0.2%(小數點後三位為 0.249%)，均符合市場預期。
2. 本年 4 月整體 PCEPI 年增率持平於本年 3 月之 2.7%(小數點後兩位為 2.65%)(次頁圖 42 藍色虛線)，符合市場預期。
3. 本年 4 月核心 PCEPI 年增率持平於本年 3 月之 2.8%(小數點後兩位為 2.75%)(次頁圖 42 橘色線)，亦符合市場預期，創下 2021 年 3 月以來新低。
4. 本年 4 月核心 PCEPI 3 個月變動年率由本年 3 月 4.3%下降 0.9 個百分點至 3.4%(前 2 個月分別為 3.6%及 4.3%，次頁圖 43 藍色線)；核心 PCEPI 6 個月變動年率則由本年 3 月 2.9%上揚 0.3 個百分點至 3.2% (前 2 個月均為 2.9%，次頁圖 43 橘色線)，宜密切關注其後續發展。

圖 42 美國整體 PCEPI 及核心 PCEPI 年增率



資料來源：BEA、Bloomberg

圖 43 2018 年迄今美國 PCEPI 3 個月及 6 個月變動年率



資料來源：BEA、Bloomberg；作者自行計算

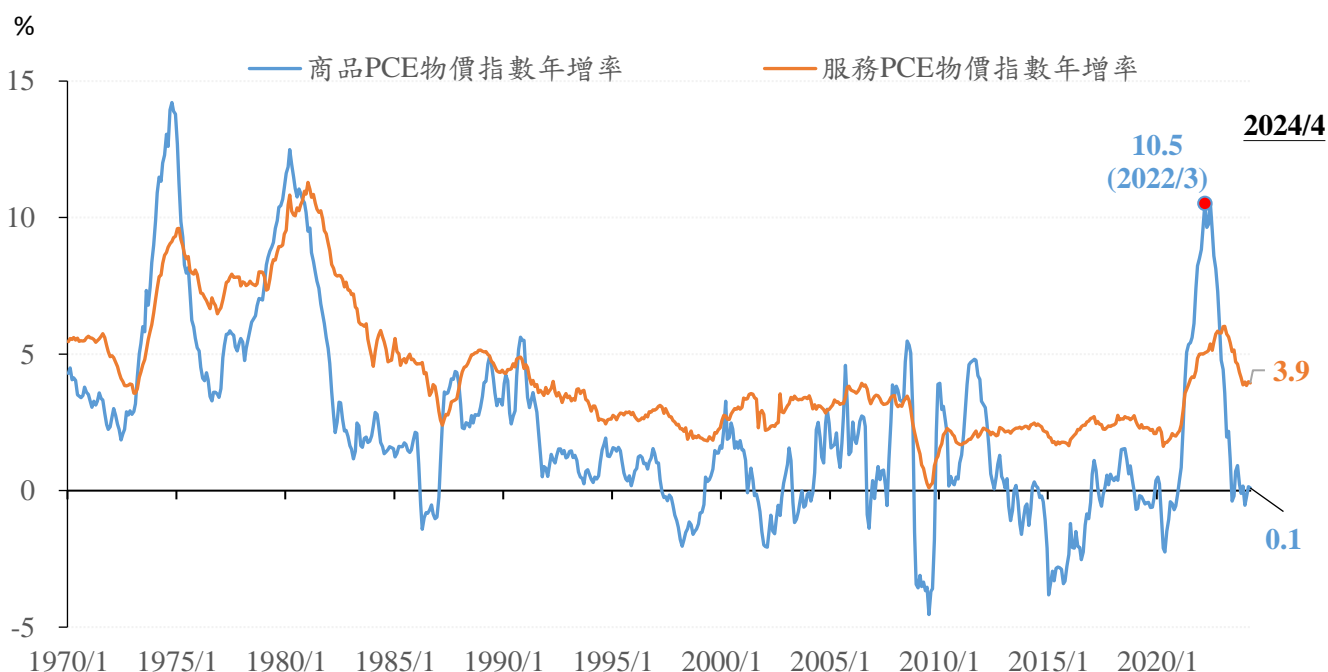
5. 美國整體商品通膨持平；整體服務通膨下滑，惟服務通膨仍處於相對高位

(1) 本年 4 月整體商品物價指數年增率持平於本年 3 月之 0.1%；整體服務物價指數年增率則由本年 3 月 4.0%下降 0.1 個百分點至 3.9%(圖 44)。

— 整體商品(權重 33.36%)：貢獻本年 4 月整體 PCE 通膨 **0.03 個百分點**(貢獻之占比約 **1%**)。

— 整體服務(權重 66.64%)：貢獻本年 4 月整體 PCE 通膨 **2.63 個百分點**(貢獻之占比約 **99%**)。

圖 44 美國整體商品及整體服務物價指數年增率



資料來源：BEA、Bloomberg

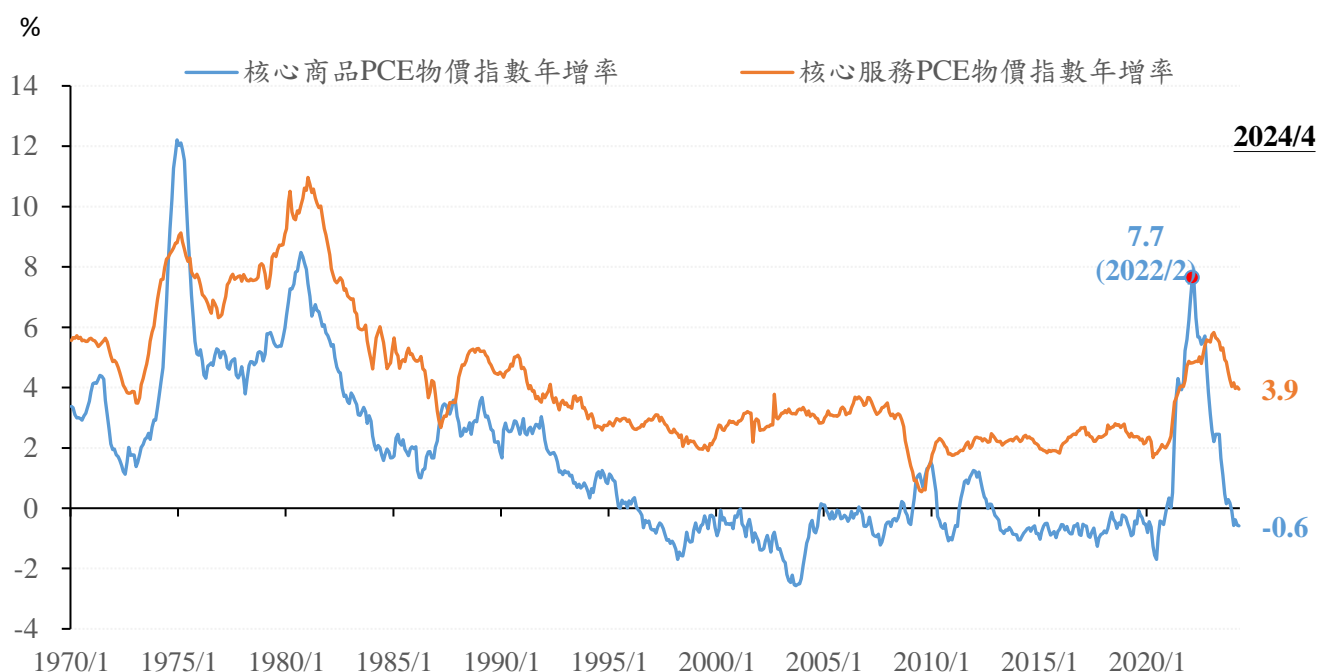
(2) 本年 4 月核心商品物價指數年增率持平於本年 3 月之-0.6%；核心服務物價指數年增率則由本年 3 月之 4.0%下降 0.1 個百分點至 3.9% (次頁圖 45)

— 核心商品(權重 23.06%)：貢獻本年 4 月核心 PCE 通膨**-0.13 個百分點**(貢獻之占比約**-5%**)。

— 核心服務(權重 64.98%)：貢獻本年 4 月核心 PCE 通膨 **2.56 個百分點**(貢獻之占比約 **105%**)。



圖 45 美國核心商品及核心服務物價指數年增率



資料來源：BEA、Bloomberg

### 三、美國 PCEPI 通膨之進一步分析

#### (一) 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)

1. Fed 主席 Jerome Powell 於 2022 年 11 月 30 日以「通膨與勞動市場」為題發表演說<sup>32</sup>，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)(即 supercore inflation)**。

2. Fed 主席觀察核心 PCE 通膨率中三項指標之最新發展(次頁圖 46)

(1) **核心商品通膨**：本年 4 月持平於本年 3 月之**-0.6%**，且自 2022 年

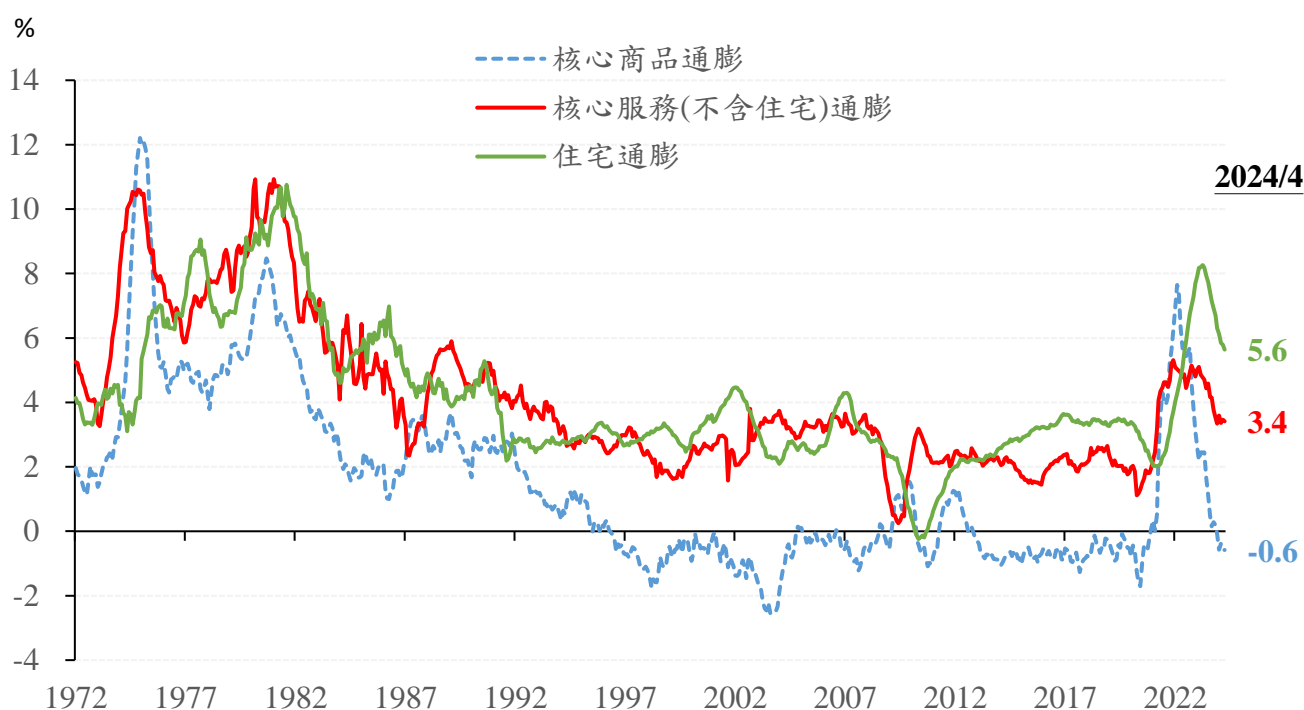
<sup>32</sup> Powell, Jerome(2022),“Inflation and the Labor Market,” *Remarks by Chair Board of Governors of the Federal Reserve System at the Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy Brookings Institution*, Nov. 30.

12 月高點 7.7%大幅下降。

(2) 住宅通膨：由本年 3 月 5.8%下降 0.2 個百分點至本年 4 月 5.6%，創下 2022 年 7 月以來低點，且由 2023 年 4 月 8.3%大幅下降。

(3) 核心服務(不含房租)通膨(按 supercore inflation)：由 2022 年 5 月高點 5.5%下降，本年 3 月 3.5%下降 0.1 個百分點至本年 4 月之 3.4%；近期該通膨雖連續 7 個月跌破 4%，惟仍遠逾 2015 年至 2019 年平均值之 2.0%。

圖 46 美國核心商品、核心服務(不含住宅)物價指數年增率及住宅通膨



資料來源：BEA、Bloomberg

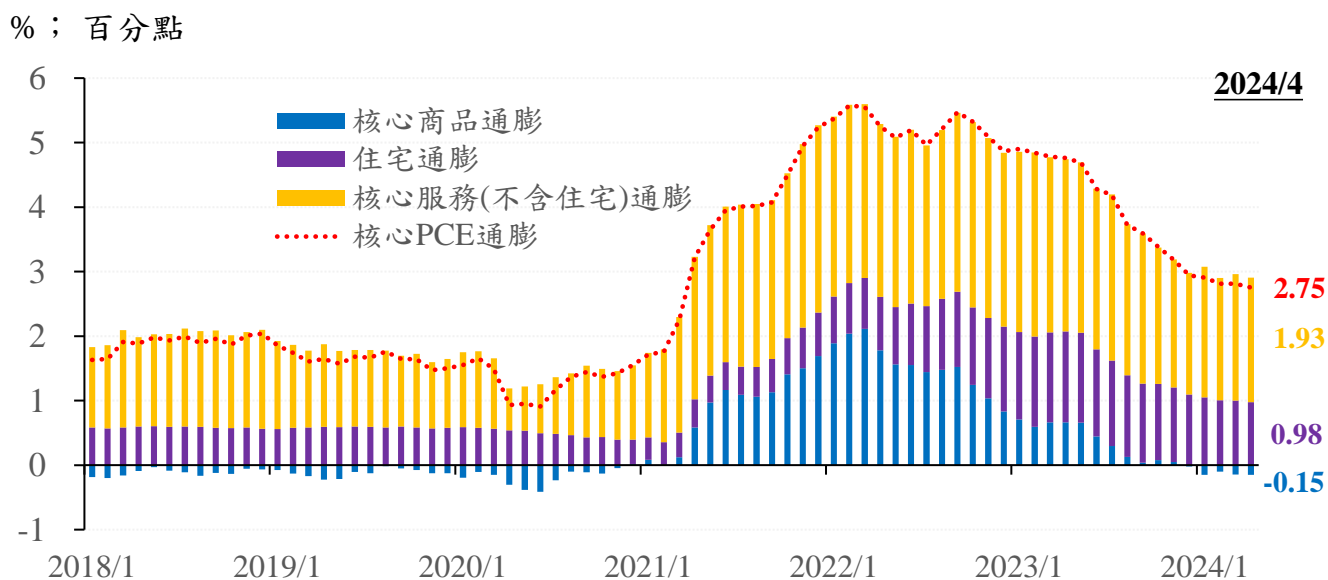
3. Fed 主席觀察核心 PCE 通膨率中三項指標對核心 PCE 通膨之貢獻度  
(次頁圖 47)

(1) 核心商品通膨：2022 年 3 月曾貢獻核心 PCE 通膨 2.1 個百分點 (占比約 38%)，之後隨核心商品通膨下降，致其對核心 PCE 通膨貢獻度逐漸遞減。本年 4 月則貢獻核心 PCE 通膨-0.15 個百

分點(占比約-5%)。

- (2) **住宅通膨**：本年 4 月貢獻核心 PCE 通膨 0.98 個百分點(占比約 36%)，較本年 3 月貢獻下降 0.02 個百分點，創下 2022 年 7 月以來低點。
- (3) **核心服務(不含住宅)通膨(按 supercore inflation)**：本年 4 月貢獻核心 PCE 通膨 1.93 個百分點(占比約 69%)，較本年 3 月貢獻下降 0.03 個百分點，惟略高於 2018 年迄今平均值之 1.84 個百分點。

圖 47 2018 年迄今美國核心 PCE 通膨及其三大子項目貢獻度



資料來源：BEA，Bloomberg；作者自行計算

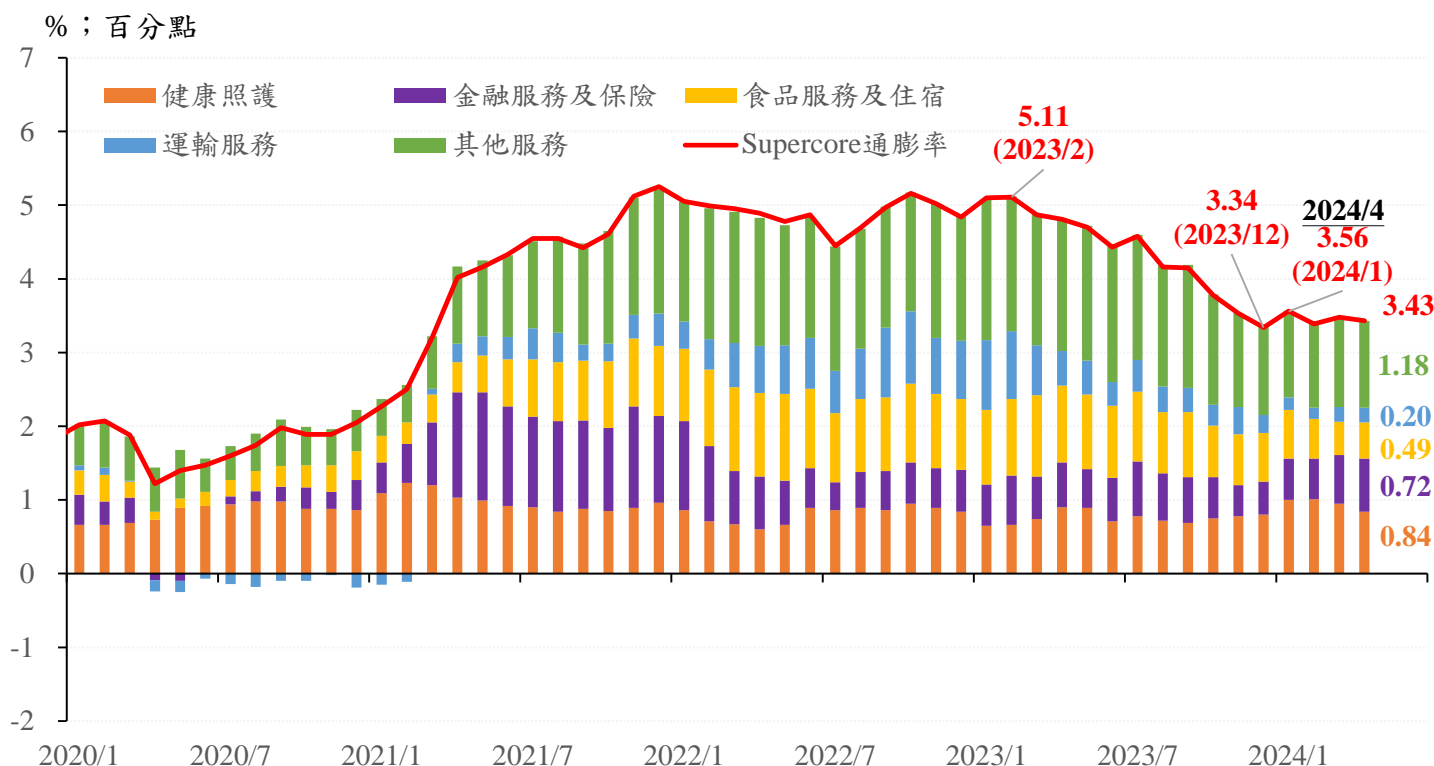
#### 4. **supercore inflation 拆解**<sup>33</sup>(次頁圖 48)：

- (1) 上年 2 月以來 supercore 通膨自高點 5.11% 逐步回落至上年 12 月之 3.34%；本年第一季曾上揚至 3.56%；而本年 4 月由本年 3 月 3.48% 下降 0.05 個百分點至 3.43%。

<sup>33</sup> Abdelrahman, Hamza, and Adam H. Shapiro, and Aren S. Yalcin. 2024. "What's Driving Inflation? Our New Data Page Gives a Detailed Look." *SF Fed Blog*, Mar. 7

(2) 其中**本年4月**貢獻度以**健康照護**與**金融服務及保險**為大宗，分別貢獻**0.84 個百分點**(占比約**24%**)及**0.72 個百分點**(占比約**21%**)，合計貢獻**1.56 個百分點**(占比約**45%**)

圖 48 美國核心服務(不含住宅)通膨及主要項目貢獻度



資料來源：San Francisco Fed

(二) San Francisco Fed 將核心 PCEPI 通膨拆解為對整體經濟情勢較敏感類別及對特定產業因素較敏感之非經濟循環類別<sup>34</sup>

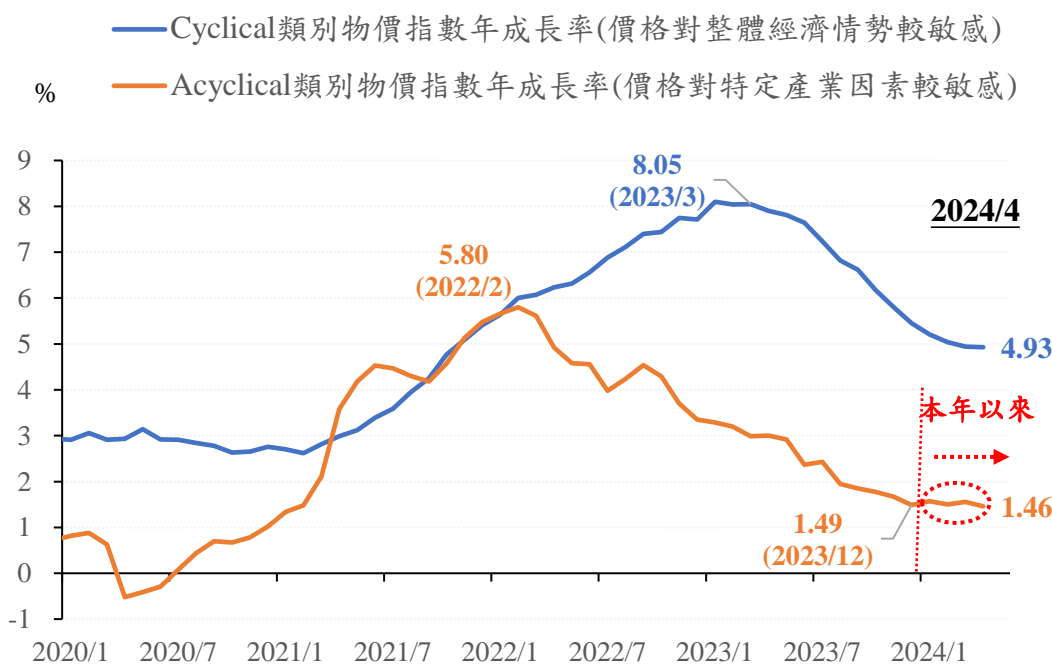
1. Mahedy, Tim, and Adam Shapiro (2017)指出，美國 PCEPI 通膨可拆解為價格對整體經濟情勢較敏感之經濟循環(cyclical)類別及價格

<sup>34</sup>Mahedy, Tim, and Adam Shapiro (2017), "What's Down with Inflation?" *FRBSF Economic Letter* 2017-35, (Nov. 27); Clemens, Jeff, Josh Gottlieb, and Adam Shapiro (2014), "How Much Do Medicare Cuts Reduce Inflation?" *FRBSF Economic Letter* 2014-28, Sep. 22; Clemens, Jeff, Josh Gottlieb and Adam Shapiro (2016), "Medicare Payment Cuts Continue to Restrain Inflation," *FRBSF Economic Letter* 2016-15, May 9; Shapiro, Adam Hale (2022), "A Simple Framework to Monitor Inflation," *FRB San Francisco Working Paper* 2020-29, Jun.1

對特定產業因素較敏感之非經濟循環(acyclical)類別之貢獻度，由 PCEPI 年成長率角度觀察：本年第一季核心 PCEPI 通膨回升，主要反映對特定產業因素較敏感之非經濟循環類別通膨上揚之貢獻，惟本年 4 月非經濟循環類別通膨似有所趨緩

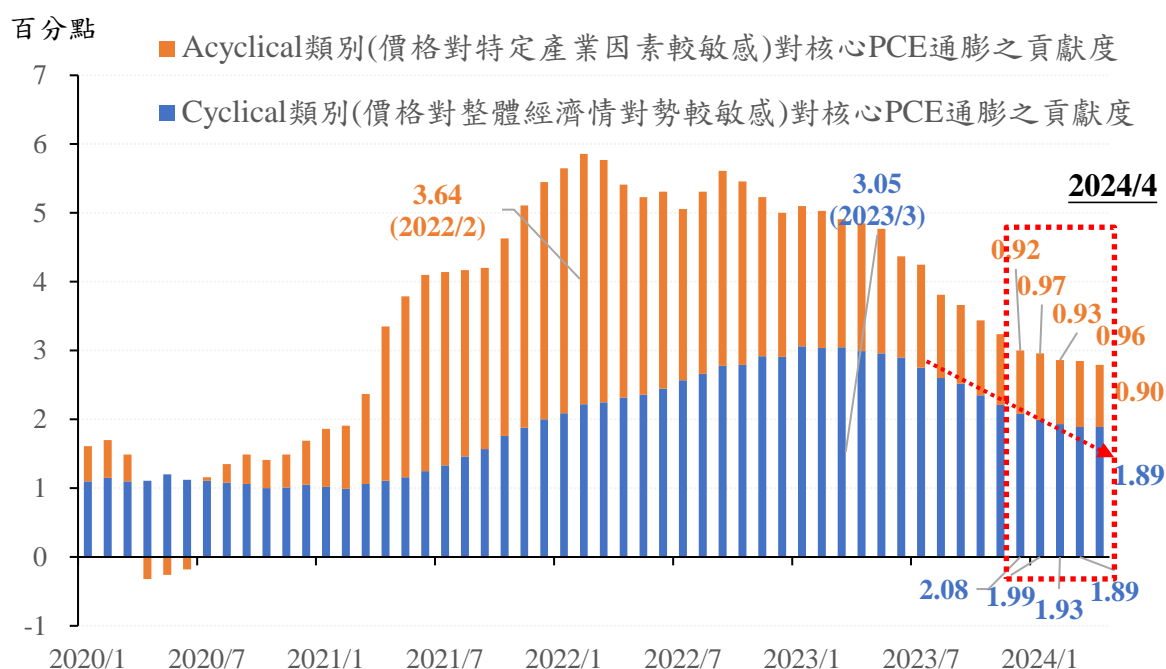
- (1) cyclical 類別(圖 49 藍色線及次頁圖 50 藍色長條)：自上年 3 月高點 8.05% 逐步回落，本年 4 月由本年 3 月 4.94% 下降 0.01 個百分點至 4.93%，同月貢獻核心 PCE 通膨 1.89 個百分點(占比約 68%)，與本年 3 月之貢獻度相同。
- (2) acyclical 類別(圖 49 橘色線及次頁圖 50 橘色長條)：自 2022 年 2 月高點 5.80% 回落至上年 12 月之 1.49%，本年 4 月由本年 3 月 1.56% 下降 0.10 個百分點至 1.46%，同月貢獻核心 PCE 通膨 0.90 個百分點(占比約 32%)，較本年 3 月貢獻度下降 0.06 個百分點。

**圖 49 美國 cyclical 及 acyclical 類別物價指數年成長率**



資料來源：San Francisco Fed

圖 50 美國 cyclical 類別及 acyclical 類別物價指數對核心 PCE 通膨之貢獻度



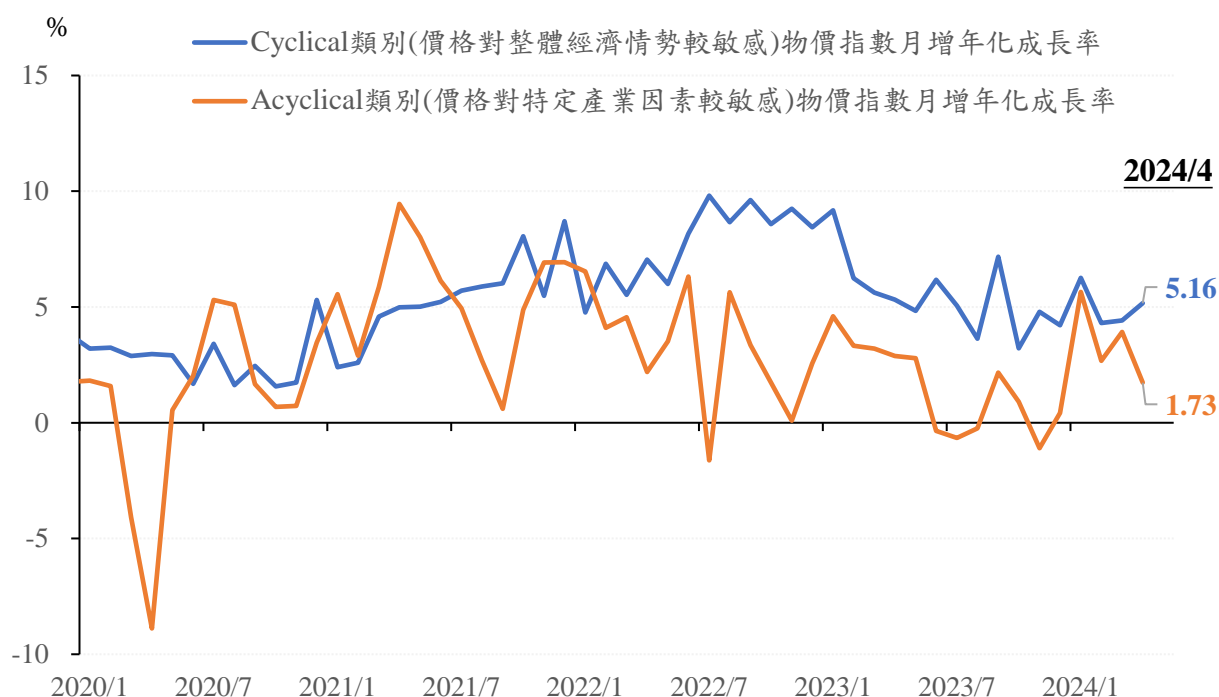
資料來源：San Francisco Fed

2. 倘若由 PCEPI 月增年化成長率角度觀察，本年第一季核心 PCEPI 通膨上揚主要來自價格對特定產業因素較敏感之 acyclical 類別之貢獻；惟本年 4 月 acyclical 類別通膨似有所放緩

- (1) cyclical 類別(次頁圖 51 藍色線及次頁圖 52 藍色長條)：本年 4 月月增年化成長率由本年 3 月 4.42% 上揚 0.74 個百分點至 5.16%，本年 4 月貢獻核心 PCE 通膨 1.95 個百分點(占比約 65%)，較本年 3 月貢獻度上揚 0.28 個百分點。
- (2) acyclical 類別(次頁圖 51 橘色線及次頁圖 52 橘色長條)：本年 4 月月增年化成長率由本年 3 月 3.92% 下降 2.19 個百分點至 1.73%，本年 4 月貢獻核心 PCE 通膨 1.05 個百分點(占比約 35%)，較本年 3 月貢獻度下降 1.33 個百分點。

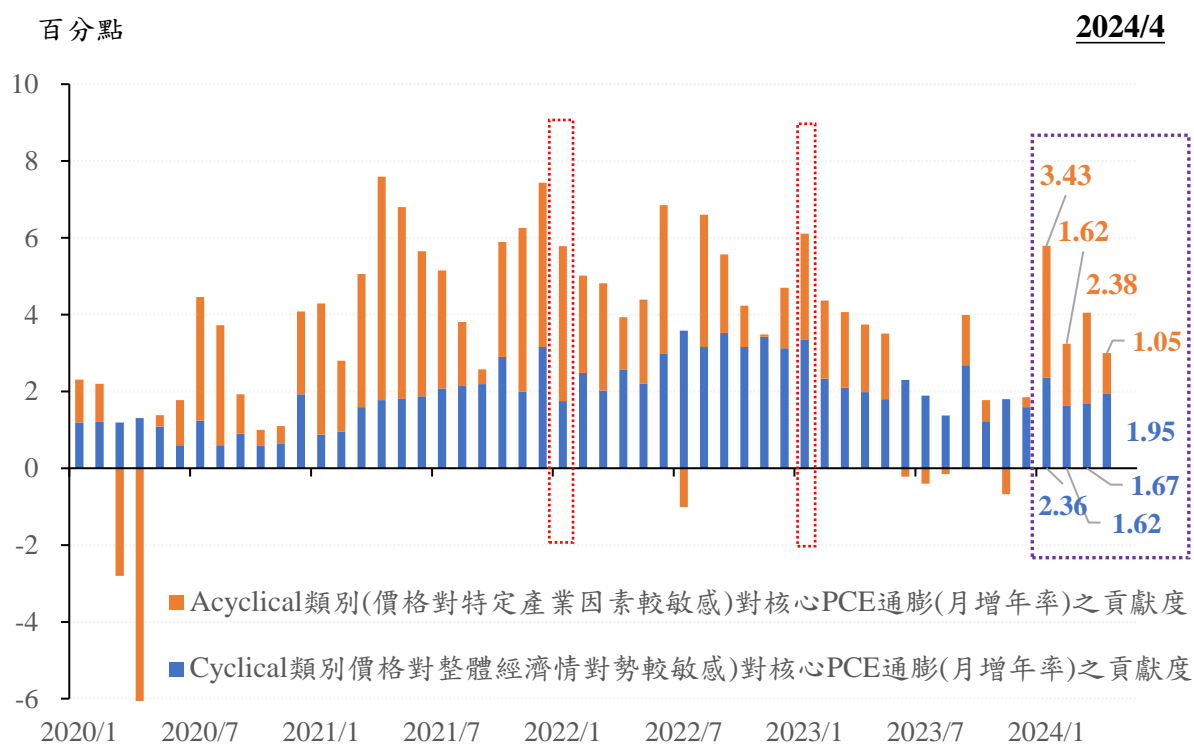


圖 51 美國 cyclical 類別及 acyclical 類別物價指數月增年化成長率



資料來源：San Francisco Fed

圖 52 美國 cyclical 類別及 acyclical 類別物價指數對核心 PCE 通膨(月增年化)之貢獻度



資料來源：San Francisco Fed

## 伍、心得與建議

本次參加「Nomura 40<sup>th</sup> Central Bankers Seminar」，除了有助了解美國經濟最新發展，亦有助進一步了解 Fed 貨幣政策展望。此外，BoJ 官員剖析日本經濟及回顧過去 30 年 BoJ 寬鬆政策，有助於與會人員更能了解 BoJ 之貨幣政策立場及背後思維。

至於野村研究機構首席經濟學家 Richard Koo 從資產負債衰退著手，探討主要經濟體面臨之問題，亦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、美國經濟及貨幣政策

#### (一) 美國經濟具有韌性，惟已逐漸趨緩；10 年期美國公債殖利率似已回到 2008 年全球金融危機前水準

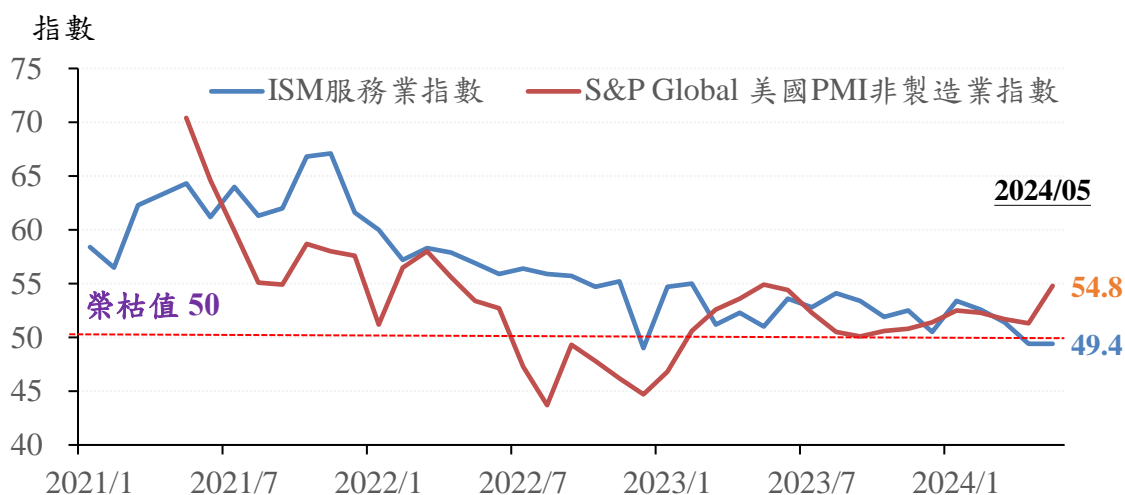
1. 誠如 St. Louis Fed 前總裁 James Bullard 所提及，Fed 自 2022 年 3 月啟動強力升息循環，有效錨定美國通膨預期，有助中期核心 PCE 通膨回到 2% 之政策目標。
2. 目前高頻率經濟指標顯示，美國經濟具有韌性，未來經濟成長率有機會逐漸向潛在成長率靠攏，前述因素有利 Fed 達成經濟軟著陸，Fed 可望於本年啟動降息循環。
3. ISM 製造業及非製造業指數亦出現放緩跡象，如本年 5 月 **美國 ISM 製造業及非製造業均跌破榮枯值 50**(次頁圖 53 及圖 54)；歷史上，當 ISM 非製造業指數持續低於 50 時，事後多證明美國經濟動能明顯放緩，宜密切關注其後續發展。

圖 53 2021 年迄今美國製造業指數



資料來源：Bloomberg

圖 54 2021 年迄今美國非製造業指數



資料來源：Bloomberg

(二) 美國勞動市場亦出現趨緩跡象；其中州失業率顯示，美國有 25 州失業率自近 1 年低點上揚逾 0.5 個百分點

1. 在勞動市場方面，本年 4 月職缺數對失業率比已下降至約 1.2，回到疫情前 2019 年全年平均值 1.2。
2. 失業率方面，本年 5 月失業率上揚已回升至 4.0%，較上年初之

**3.4%，上揚 0.6 個百分點**；另州資料顯示，截至本年 4 月美國 50 州中有約半數州失業率之 3 個月移動平均值較其 1 年內低點上升 0.5 個百分點(即觸及業界常用之 **Sahm Rule**)。

3. 在職缺率及失業率關係方面，誠如準確預測後 COVID-19 疫情時期美國失業率走勢之 Fed 理事 Christopher Waller 指出，歷史經驗顯示，當美國職缺率低於 4.5% 後，前述未來職缺率下滑將伴隨著失業率明顯上揚。鑑於最新職缺數已低於 5.0%，未來美國失業率可能因職缺率下降而上揚至 4.0~4.5% 區間。

### (三) 美國通膨雖具僵固性，惟可望逐漸朝政策目標 2% 靠攏<sup>35</sup>

1. 本年第一季核心 PCEPI 通膨回升，主要反映對特定產業因素較敏感之非經濟循環類別通膨上揚之貢獻，惟本年 4 月非經濟循環類別通膨似有所趨緩。
2. 倘若商品通膨未明顯回升，一般多預期美國核心服務(不含住宅)通膨將隨美國勞動市場及薪資成長趨緩而逐步下降，惟根據 Fed 與會成員預估，美國 PCE 通膨可能到 2026 年才能回到政策目標 2%。

(四) 另 COVID-19 爆發迄今，10 年期美國公債殖利率交易區間似已出現結構性移動，並**回到 2002 至 2007 年交易區間**(次頁圖 55 紅色圈圈)。

(五) **Fed 未來降息展望：以經濟數據為導向(data dependent)**，惟倘若美國核心 PCE 通膨下降速度較預期更快，或勞動市場意外轉弱，Fed 仍可能會提前降息；惟本波降息循環結束後，聯邦資金利率或將高於疫情前水準

1. 本年 6 月 FOMC 經濟估測點圖顯示，與會成員預計本年 Fed 可能

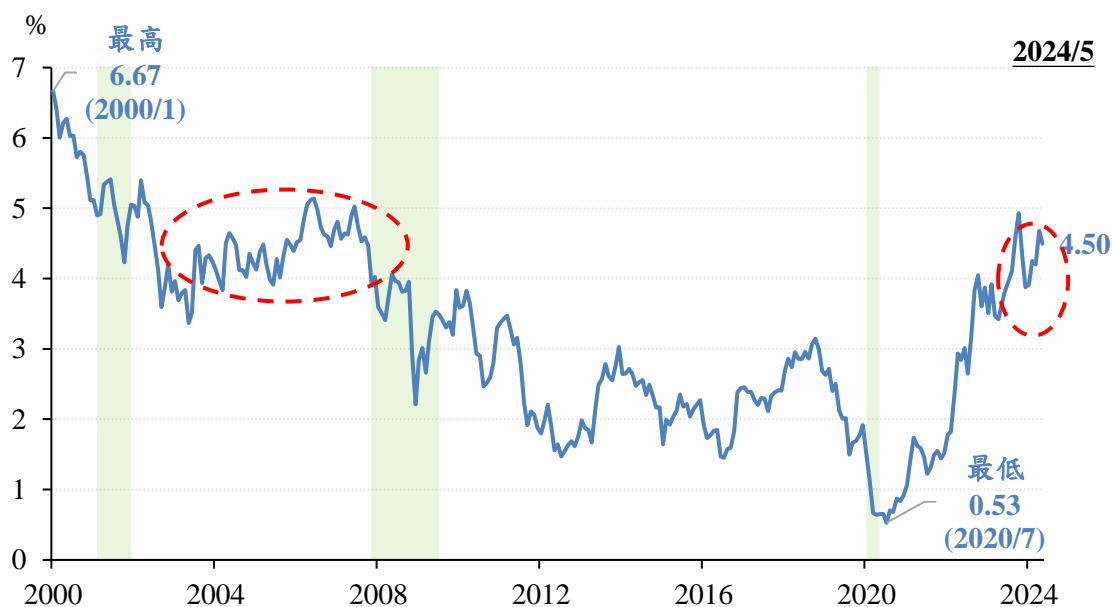
---

<sup>35</sup> FOMC(2024), “Chair Powell’s Press Conference,” *Transcript of Chair Powell’s Press Conference Jun. 12*

降息 1 碼，對此 Fed 主席 Jerome Powell 指出，未來 Fed 實際決策仍將勞動市場及通膨走勢而定，倘若美國核心 PCE 通膨下降速度較預期更快，或勞動市場意外轉弱(如失業率明顯上揚)，則 Fed 可能會提前降息。

2. 根據本年 6 月 FOMC 經濟估測點圖，2024 年至 2026 年 Fed 預計降息 9 碼(2.25 個百分點)，預計 2026 年底聯邦資金利率將降至 3~3.25%，將高於 2018 年底之 2.25~2.5% 水準。

圖 55 2000 年迄今美國 10 年期公債殖利率及經濟衰退期間



\*綠色陰影係 NBER 定義之美國經濟衰退期間

資料來源：Bloomberg

#### (六) Fed 貨幣政策面臨之主要挑戰<sup>36</sup>

1. 疫情後美國經濟是否已經出現結構性改變，使緊縮性政策利率水準面臨不確定性。
2. 決策及政策溝通過度強調 data dependent，市場預期易受經濟數據

<sup>36</sup> 參見中央銀行(2024)，「當前主要央行貨幣政策分歧之分析」，央行理監事會後記者會參考資料，6月13日

影響而大幅波動。

3. 本年美國總統大選結果影響未來經貿政策及移民政策走向，或使經濟前景及通膨走勢不確定性提高。

## 二、日本經濟及貨幣政策展望與未來之挑戰

### (一) 日本經濟展望

1. BoJ 貨幣事務局長 Kazuhiro Masaki 指出，近年來**進口成本上揚轉嫁(pass-through)至消費者物價**，以及**薪資與物價逐漸形成良性循環**係推升日本通膨之兩大因素。
2. 渡邊努(Tsutomu Watanabe)教授則表示，近年來改變日本物價走勢，主要受到**民眾改變通膨預期及勞動市場缺工影響**，增加民眾要求薪資漲幅之議價能力。

### (二) 日圓貶值與日本出口

1. 高盛實證結果顯示，日本出口彈性明顯高於進口彈性，隱含日圓貶值的確能促進日本實質出口成長，惟時間上可能具有落後性。此結論與 BoJ 報告一致<sup>37</sup>。
2. 另進一步看前述三項因子對日本實質出口之解釋能力，若以未來 2 年來觀察(2 year forward horizon)，全球需求可解釋日本實質出口變動之 38%，日圓匯率變動可解釋日本實質出口變動之 11%；供應鏈運作順暢情形則可解釋日本實質出口變動之 7%。

### (三) 日本貨幣政策展望及挑戰

1. BoJ 實施 QQE 後日本經濟情勢確有改善，如**負債出縮小、通膨上揚以及企業加薪幅度提高**，以及使**日圓升值趨勢反轉**，日本企

---

<sup>37</sup> Bank of Japan (2018), "The Impact of Exchange Rates on Real Exports," BOJ Outlook Report, Apr.



業獲利因而改善等初步成效。

2. 不過日本透過 QQE 政策來解決通縮問題之成效亦有其侷限，除受制於國內經濟長期結構性因素之改革常無法立竿見影外，如民眾預期價格不易上漲的觀念根深蒂固和科技創新抑制了單位勞動力成本，加以受到中國紅色供應鏈興起及亞洲鄰國崛起，外部競爭加劇等負面衝擊，以及 2020 年爆發 COVID-19 疫情拖累全球經濟陷入衰退，美國 Fed 實施 pandemic QE，日圓對美元升值，日本再度陷入通縮。
3. 有關 BoJ 貨幣政策立場方面，BoJ 官員強調，**本次貨幣政策調整，並非升息循環之起點**，而是透過影響短期利率(無擔保隔夜拆款利率)水準作為主要貨幣政策工具，類似 1990 年代 BoJ 之貨幣政策操作架構。
4. BoJ 貨幣政策之未來挑戰<sup>38</sup>
  - (1) BoJ 資產規模龐大且種類繁多，未來縮減其資產負債表，須避免造成金融市場大幅波動。例如眾所矚目之 JGB 購買計畫，由於本年 3 月 BoJ 已跳過第一階段縮減購債(QE taper)，直接進入第二階段到期本金再投資階段，隱含該行持有 JGB 將大致不變。本年 6 月 BoJ 更进一步宣布將停止部分到期本金之再投資，即進入量化緊縮(惟將於本年 7 月再敲定相關細節計畫)<sup>39</sup>；短期內，該行持有 JGB 部位之變化將成為市場關注之焦點，似可留意 BoJ 對外溝通之相關訊息。

---

<sup>38</sup> 同註腳 36，參見中央銀行(2024)，「當前主要央行貨幣政策分歧之分析」，央行理監事會後記者會參考資料，6月13日。

<sup>39</sup> Bank of Japan(2024)，"Statement on Monetary Policy," Jun.14

- (2) BoJ 貨幣政策正常化過程仍須面臨高齡化及日本政府財政惡化等中長期結構性問題。
- (3) 日本經濟能否持續達成通膨與薪資成長之良性循環：如 BoJ 會後聲明表示，根據目前日本經濟及通膨前景，BoJ 認為可望持續寬鬆金融情勢，俾達成 2% 之通膨目標；未來 BoJ 將依據經濟情勢調整貨幣政策。未來觀察重點在於日本能否維持薪資與物價之良性循環，以及日本通膨及通膨預期能否回到 2%。

### 三、先進經濟體及中國大陸面臨之挑戰

- (一) 2008 年全球金融危機爆發後迄今，全球主要經濟體多面臨資產負債表衰退之挑戰，間接造成有效需求不足現象及通膨趨緩現象。此外，同期間主要央行執行 QE 政策之效力受到資產負債表衰退(借款者透過借款進行投資)而受到侷限，如美、歐、英、日四大央行雖大舉實施量化寬鬆，惟該經濟體之銀行放緩成長仍疲弱。
- (二) Richard Koo 指出，當前中國大陸不僅陷入資產負債表衰退困境，加以面臨中等所得陷阱、人口老化與減少、與西方國家地緣政治緊張，不利國內投資與出口表現，以及營建地產業占 GDP 比遠逾美日經濟體，爰中國修補其資產負債表恐需一段長期間，隱含其面臨之挑戰可能更甚 1990 年代之日本。

## 參考文獻

### 一、英文部分

Abdelrahman, Hamza, and Adam H. Shapiro, and Aren S. Yalcin. 2024. “What’s Driving Inflation? Our New Data Page Gives a Detailed Look.” *SF Fed Blog*, Mar. 7

Baba, Naohiko *et al.* (2022), “Yen Depreciation and Trade: Back Basics,” Goldman Sachs Japan Economics Analyst, Jun.10

Bank of Japan (2024), “Statement on Monetary Policy,” Jun.14.

Bank of Japan (2018), “The Impact of Exchange Rates on Real Exports,” *BOJ Outlook Report*, Apr.

Bullard, James (2024), “Can the Fed Stick the Soft Landing?” *Keynote Speech*, Mar.25

Clemens, Jeff, Josh Gottlieb, and Adam Shapiro(2014), “How Much Do Medicare Cuts Reduce Inflation?” *FRBSF Economic Letter* 2014-28, Sep. 22

Clemens, Jeff, Josh Gottlieb and Adam Shapiro( 2016), “Medicare Payment Cuts Continue to Restrain Inflation,” *FRBSF Economic Letter* 2016-15 , May 9

FOMC (2024), “Chair Powell’s Press Conference,” *Transcript* of Chair Powell’s Press Conference Jun. 12

Fujioka, Toru and Sumio Ito(2024), “BOJ’ s Next Hike Likely in October at Earliest, Ex-Official Says,” *Bloomberg News*, Apr.1.

Kondo, Masaki and Masahiro Hidaka(2024), “BOJ’ s Stash of Bonds Is Set to Shrink for First Time Since 2008,” *Bloomberg News*, Apr.1

Koo, Richard C. (2024), “Global Market at a Crossroad –U.S. Fighting Inflation & China Fighting Deflation,” Nomura Research Institute, Mar

Koo, Richard C. (2022), “Pursued Economy: Understanding and

Overcoming the Challenging New Realities for Advanced Economies,” John Wiley, Aug.

Kuroda, Haruhiko (2015), “Haruhiko Kuroda: Two Years under QQE,” *Speech* to Yomiuri International Economic Society, Bank of Japan, May 15.

Kuroda, Haruhiko (2015), “Quantitative and Qualitative Monetary Easing: Theory and Practice,” *Speech* at the Foreign Correspondents' Club of Japan, Bank of Japan, Mar.20

Kuroda, Haruhiko (2019), “Overcoming Deflation: Japan's Experience and Challenges Ahead,” *Speech* at the 2019 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, Bank of Japan, Jul.22

Lewis, Mertens, and Stock (2020), “U.S. Economic Activity during the Early Weeks of the SARS-Cov-2 Outbreak,” *NBER Working Paper 26954*, Apr.

Masaki, Kazuhiro (2024), “Japan's Economy and Monetary Policy,” *Presentation Material*, Monetary Affairs Department, Bank of Japan

Mahedy, Tim, and Adam Shapiro (2017), “What’s Down with Inflation?” *FRBSF Economic Letter 2017-35*, Nov. 27

Noboru, OGINO (2024), “2023 Shunto: Highest Wage Hike in 30 Years, Yet Its Sustainability a Challenge,” *Japan Labor Issues*, Winter 2024

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.

Press, Jiji (2024), “Japan Firms Offer to Raise Pay at Fastest Pace in 33 Years,” *Nippon News*, Mar.15

Waller, Christopher (2024), “Almost as Good as It Gets...But Will It Last?” *Speech* at the Brookings Institution, Board of Governors of the Federal Reserve System, Jan. 16

Watanabe, Tsutomu (2024), “Will Japan Return to Normal or Remain an

Outlier?” Presentation Material, University of Tokyo & Nowcast Inc.

Shapiro, Adam Hale(2022) , “A Simple Framework to Monitor Inflation,”  
*FRB San Francisco Working Paper 2020-29*, Jun.1

Timiraos, Nick and Paul Kiernan (2024), “Fed Officials Saw Longer Wait  
for Rate Cuts After Inflation Setbacks,” *The Wall Street Journal*, May 23

Timiraos, Nick (2024), “Why the Recession Still Isn’t Here,” *The Wall Street  
Journal*, Jun.7

Timiraos, Nick (2024), “The Fed Gears Up to Show Its Hand: One Cut, Two  
or None at All,” *The Wall Street Journal*, Jun. 11

Timiraos, Nick and David Uberti (2024), “Fed Projects Just One Cut This  
Year Despite Mild Inflation Report,” *The Wall Street Journal*, Jun. 13

Timiraos, Nick (2024), “Stung by Past Mistakes, a Wary Fed Takes Its Time,”  
*The Wall Street Journal*, Jun. 13

## 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。

中央銀行(2024), 「日本經濟金融之現況、問題與挑戰：日本央行啟動  
貨幣政策正常化」, 央行理監事會後記者會參考資料, 3月21日。

中央銀行(2024), 「當前主要央行貨幣政策分歧之分析」, 央行理監事會  
後記者會參考資料, 6月13日。

中央銀行(2024), 「美國經濟數據、Fed 經濟估測及市場預期交互影響之  
探討」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6月13日。