

日本央行重回零利率政策之背景 及各界之看法

高 超 洋

日本央行於本（2010）年 10 月 5 日，在美國聯邦準備理事會（Fed）11 月召開貨幣政策會議之前推出新的寬鬆貨幣政策，意外調降政策利率目標至零，並宣示通貨緊縮結束

前將不會升息。日本央行同時計劃以 5 兆日圓（約 600 億美元）買入公債等資產。本文彙整日本央行重回零利率政策之背景及各界之看法供參。

一、日本央行重回零利率政策之背景

（一）全球經濟減速及日圓急速升值

日本景氣目前雖仍緩步復甦（圖 1），惟全球經濟減速，加以日圓急速升值嚴重打擊出口企業信心，近期復甦腳步已再度陷入停滯。例如，8 月份工業生產指數較上月下跌

0.3%，已連續三個月下跌；第 3 季日本央行短觀調查亦顯示，企業對未來 3 個月景氣由樂觀轉為悲觀，係 2008 年 12 月以來首見。日本央行認為若經濟成長率進一步下滑，日本經濟脫離通貨緊縮（圖 2）之時程勢必將大

圖 1 日本經濟成長率

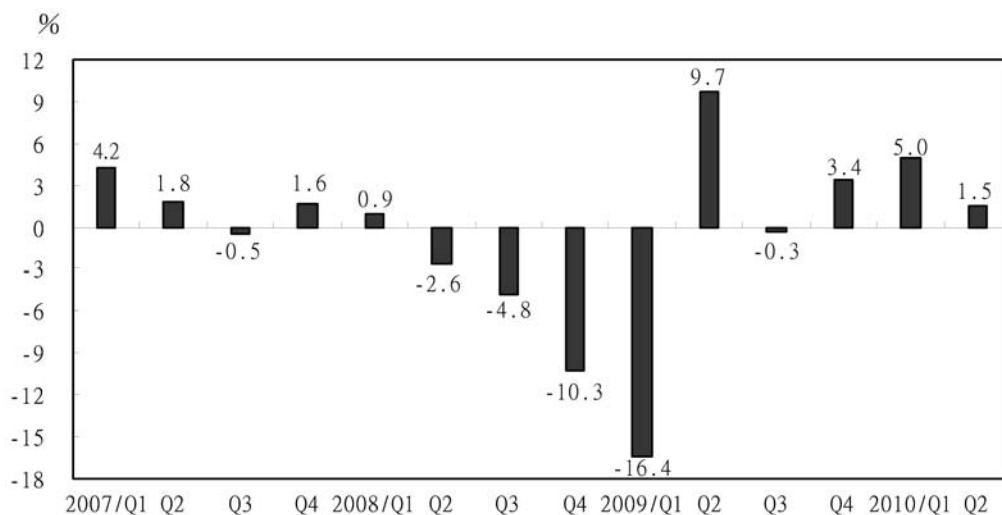


圖 2 日本核心 CPI 年增率走勢



資料來源：總務省

幅延後，影響所及經濟再度陷入衰退之風險大增。

(二) 預期 Fed 將進一步寬鬆貨幣政策

Fed 即將於本年 11 月 2 日及 3 日召開貨幣政策會議，為提振仍呈現疲弱的景氣（圖 3），進一步寬鬆貨幣之可能性增加。近日國

際金融市場已提前反映 Fed 可能二度實施量化寬鬆所帶來之影響，美國長天期公債利率走低，美元亦再度趨貶。

美國經濟復甦趨緩及歐洲主權債信危機的疑慮推升日圓避險需求，促使本年以來日圓對美元升值 12%，在 16 種主要貨幣中表現

圖 3 美國經濟成長率

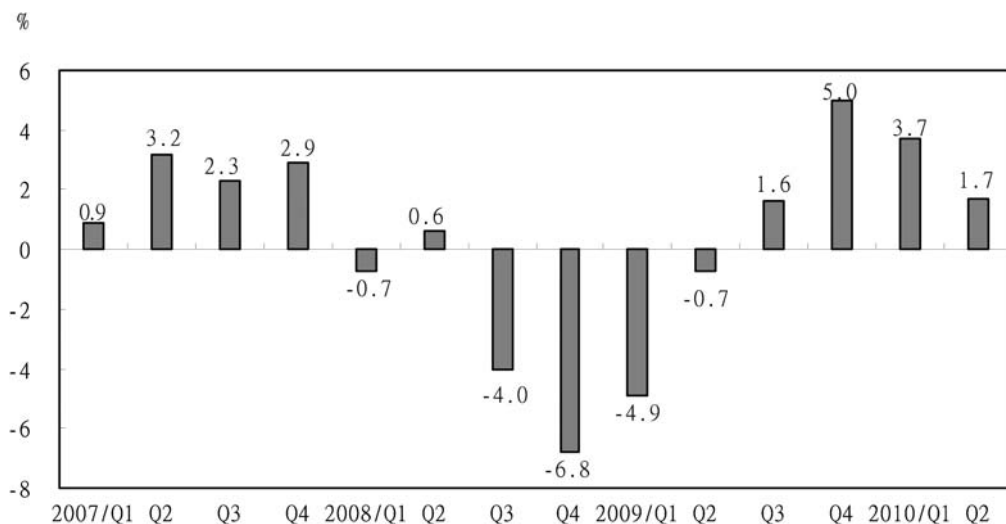


圖 4 美元對日圓匯率



最為強勢。9月15日更攀升至15年來最高的1美元兌82.88日圓（圖4），促使日本政府採取2004年以來首見的干預行動。日本財務省表示，於8月30日至9月28日期間，共拋售2.12兆日圓（約250億美元）干預匯

市，惟成效有限。為防範日圓再度急升，日本央行搶先於Fed召開貨幣政策會議前宣布重回零利率政策，係明確向市場傳達阻升日圓之決心。

二、日本央行本次政策之重點

（一）明確表達重回零利率政策

日本央行之前於本年8月30日召開之貨幣政策會議，已決議提高短期貨幣市場資金供給額度至30兆日圓。本次進一步調降政策利率（無擔保隔夜拆款利率），由現行之0.1%下調至0%~0.1%，係2006年7月以來歷經4年3個月再度重回零利率政策。

（二）宣示零利率政策將持續至通貨緊縮結束為止

日本央行宣示零利率政策將持續實施至中、長期物價恢復穩定（亦即核心CPI年增率穩定上升至1%以上）為止，惟前提條件是不會對金融市場產生其他風險問題。日本央行此舉之目的，係明確向金融機構及企業傳達零利率政策將持續較長一段期間，使其能順利進行貸放及投資，藉以強化寬鬆貨幣之效果。另外，亦有緩和來自國會持續向其施壓要求實施「通膨目標制」之意圖。

（三）藉由購入風險性資產促使長期利率及風險溢價下降

日本央行不僅重回零利率政策，而且是重回量化寬鬆政策。日本央行計劃於資產負債表內籌設一暫時性基金，總金額達 5 兆日圓（約 600 億美元），藉以購入風險性資產，促使長期利率及風險溢價進一步下降，主要內容包括：

（1）3.5 兆日圓用於購買日本長期公債及國庫券；

（2）1 兆日圓用於購買商業票據

（CP）、資產擔保商業票據（ABCP）及公司債；

（3）0.5 兆日圓用於購買指數股票型證券投資信託基金（ETFs）及不動產投資信託（REITs）。

（4）購買之長期公債及公司債到期期限為 1 至 2 年。

若加上本年 8 月 30 日宣布以固定利率 0.1% 供應資金 30 兆日圓，寬鬆貨幣操作之總規模將達 35 兆日圓。

三、各界之看法

（一）對刺激景氣效果有限

亞洲華爾街日報 10 月 6 日指出，日本央行此舉不會帶來實質性效果，僅令投資者感到意外，但這種心理效果將逐漸消退。

諾貝爾經濟學獎得主史蒂格利茲（Joseph Stiglitz）於 10 月 6 日接受紐約時報訪問時表示，日本央行調降政策利率顯然無濟於事，因為真正的問題在於全球市場需求不足；他認為目前日本經濟最需要的是財政刺激政策。

10 月 6 日之英國金融時報亦指出，本次日本央行推出之主要措施，對實質經濟之效果明顯受到限制。零利率政策較先前之政策利率目標僅下降 0.1 個百分點，對借貸成本影響非常有限。即使日本央行承諾維持零利率政策至通貨緊縮結束，市場也沒有太大驚

喜。因為，截至目前並未見到日本有任何機會脫離戰後最嚴重之經濟衰退。再者，僅 5 兆日圓規模之資產購入計畫，也無法達到促使長期利率及風險溢價下降之目標。

（二）對阻升日圓之效果不大

國際金融市場投資人普遍認為，此次舉措對日圓匯價暫時回軟或有助益。惟 Fed 如二度實施量化寬鬆政策，在美元走弱之長期趨勢下，日圓將再度回到趨升之軌道。10 月 12 日日圓已再度升至 1 美元兌 81.80 日圓之價位，日本財務大臣野田亦再度宣示將適時進場干預。

（三）日本政府應搭配推出財政政策才能擴大寬鬆貨幣之效果

10 月 6 日之日本經濟新聞則指出，僅依賴貨幣政策對景氣提升效果有限，此時日本

政府應儘速實施追加預算擴大支出，以及進行調降企業稅（目前為 40%）、放寬企業規制等結構性改革，並提前實施「新成長戰略」，藉以激勵企業之投資意願。如果下個月 Fed 進一步推出寬鬆性貨幣政策，可能將

導致日圓再度急升，因此日本央行應儘早規劃擴大 5 兆日圓之購入資產計畫。而且，必要時應將購入國外債券或再度干預匯市等措施納入政策考量。

四、日本政府再度推出財政政策防範景氣復甦中挫

日本政府已於本年 8 月 30 日推出規模 9,179 億日圓之振興經濟對策，惟為因應通貨緊縮及日圓大幅升值，菅內閣進一步於 10 月 8 日向國會提出規模 5.1 兆日圓之追加預算，實施「緊急綜合經濟對策」。

「緊急綜合經濟對策」之內容大致涵蓋：

- （1）增加雇用對策、人才培育（0.3 兆日圓）；
- （2）加速推動「新成長戰略」（0.4 兆

日圓）；

- （3）協助育兒、醫療、看護及社會福利（1.1 兆日圓）；
- （4）活化地方經濟、公共建設及中小企業對策（3.1 兆日圓）；
- （5）鬆綁企業法規及制度改革等項目。

日本政府預估實施「緊急綜合經濟對策」可提高實質經濟成長率 0.6 個百分點，並增加雇用 45 萬至 50 萬人。

五、結 論

為了防範景氣復甦中斷，並進一步促使經濟回到穩定的復甦軌道上，僅賴日本央行實施寬鬆性貨幣政策之效果恐將有限。此時，日本政府必須儘速搭配實施各項激勵政策，例如及早實施具有實效的追加預算，以及藉由調降企業稅、鬆綁企業法規等，促進國內投資。

過去，日本央行長期實施超低利率政

策，間接導致投資人借入低利率日圓，投資高利率外幣資產的逐利交易（carry trade）盛行。此次日本央行與日本政府應當記取教訓，研議適當的對策促使資金能留在國內有效運用，避免寬鬆的資金再度流入黃金等國際農工商品原料、或新興國家的貨幣，再次促使全球性的經濟泡沫擴大。