

量化寬鬆貨幣政策

中央銀行

102.12.26

目 錄

摘 要	I
一、傳統的寬鬆性貨幣政策	1
(一) 傳統的寬鬆性貨幣政策，係藉由調降短期利率來影響總需求	1
(二) 當利率降至零利率底限，傳統的寬鬆性貨幣政策行不通	1
二、非傳統性貨幣政策：量化寬鬆	2
(一) 何謂量化寬鬆？	2
(二) 量化寬鬆的傳遞機制	3
三、美、日量化寬鬆的實施情形	4
(一) 美國 QE 政策的實施概況	4
(二) 日本 QE 政策的實施概況	14
四、台灣早採「台版的量化寬鬆」，目前貨幣情勢有助台灣總體經濟	19
(一) 台灣與日本的情況迥異，台灣已提供適當的貨幣寬鬆	19
(二) 台灣無須仿日本作法的理由	19
(三) QE 要大國去做才會有效果	25
(四) 日圓貶值係修正過去高估現象；近期新台幣實質有效匯率指數仍低	27
(五) 台灣的貨幣政策備受國際三大信評公司肯定	30
五、量化寬鬆政策的省思	31
(一) 量化寬鬆政策成功避免大蕭條再現	31
(二) 全球金融危機仍帶來嚴重的經濟損失及其他成本	31
(三) 為避免再出現類似危機，美國須強化金融監理	33

摘 要

- **傳統的寬鬆性貨幣政策，係藉由調降短期利率來影響總需求**
 - 傳統上，先進國家的寬鬆性貨幣政策，係藉由調降**短期利率**（隔夜拆款利率），來促使**中長期利率**下跌，據以提高**民間支出**，達到**提振總需求**的目標。
 - 一旦短期利率已降至接近零的水準，由於名目利率不可能為負，因此已無法再調降。
- **當短期利率接近零，只能採行非傳統性貨幣政策（量化寬鬆）**
 - 如果短期利率無法再下降，在傳統的利率管道受阻的情況下，央行須尋求**非傳統性工具**。
 - 例如央行直接自民間大量購入中長期資產，並設定購買目標，來直接影響中長期利率（及實質利率），並藉由**通膨預期管道**、**財富管道**、**信用管道**與**匯率管道**等，來傳遞貨幣政策效果，進而提振經濟成長；這就是一般所稱的**量化寬鬆（QE）**政策。
 - 量化寬鬆政策的傳遞效果：
 - 大幅改變**市場對通膨的預期心理**，降低實質利率
 - 促使**資產價格上揚**，透過**財富管道**提振消費、投資
 - 降低**長期利率**，促進民間投資
 - **匯價**貶值，提振出口

■ 美、日量化寬鬆的實施情形

- 美國 QE 實施概況

- Fed 主席 **Bernanke** 早於 1999 年他當時身為美國 Princeton 大學教授時，即**建議日本央行 (BoJ)**，採行促使日圓貶值及購買公債，這兩項有如**從直升機灑錢**的政策；**2001 年 3 月**，**BoJ** 在政策利率已為零的情況下，**開始執行 QE**。
- **雷曼兄弟**公司於**2008 年 9 月 15 日**宣告**破產**，引發金融危機波及全球，美國金融體系受創嚴重，Bernanke 旋即採行當初開給日本的藥方，於同年 11 月推出 QE。
- Fed 已採行三輪 QE，目前 QE3 仍在實施中，惟本 (2013) 年 12 月 18 日已宣告縮減購債規模；Fed 採 QE 後，**Fed** 的**資產負債表規模**由 2008 年 9 月雷曼兄弟倒閉前的**9 千餘億美元**，**大幅擴增**至本年 12 月 18 日的**4.01 兆美元**。
- 美國 QE 的成效：美國長期利率下跌、美元貶值、帶動股價與房價上揚，提振美國經濟成長與就業。
- 美國 **QE** 引發的**負面影響**：肇致**美國財富分配不均**更加**惡化**；帶來美國新一輪的**股價、房價泡沫**；推升全球**大宗商品泡沫**；此外，美國 QE 的**外溢效應**(spillover effect)，亦導致**新興市場**面臨鉅額資本流入所造成的**匯價升值、資產泡沫、通膨壓力**。

- 日本 QE 實施概況

- **2000 年代初期採納 Bernanke 的提議，BoJ 開始執行 QE。**
- 日本經濟自 2005 年起復甦，CPI 年增率於 2006 年亦略有改善。但 BoJ 過早於 2006 年結束 QE，加上 2008 年全球金融危機爆發，致 2009 年起經濟再度陷入通縮。
- 全球金融危機後，2010 年 10 月 28 日起 BoJ 再次啟動 QE。
- **安倍晉三**就任日本首相後，本年 **BoJ 持續擴大 QE 規模**，主要內容如下：
 - **兩年內實現通膨目標**（CPI 年增率）**2%**
 - **貨幣基數餘額**：2014 年底達¥270 兆（**兩年 2 倍**）
 - **總資產餘額**：2014 年達¥290 兆（公債：¥190 兆；**兩年 2 倍**）
- BoJ 採大規模 QE，一般認為將促使日圓貶值；惟美國 QE 規模龐大，其外溢效應可能部分抵銷日本 QE 促使日圓貶值的效果。
- 日本 QE 的影響：日圓明顯走貶、帶動日股大幅走升，惟對提振經濟的成效尚待觀察。

- 台灣早採「台版的量化寬鬆」，目前貨幣情勢有助台灣總體經濟
 - 台灣貨幣情勢寬鬆，且曾在**全球金融危機期間**，**7 度調降重貼現率**，**累計降幅達 2.375%**，並維持銀行體系**超額準備**在**1,600 億**左右的偏高水準，堪稱「**台版的量化寬鬆**」；全球金融危機後，因情勢迅速回穩，央行彈性調整貨幣政策。
 - 近年來，央行在維持物價穩定的前提，且實際產出低於潛在產出（potential output）的情況下，已提供有助於台灣總體經濟發展的寬鬆貨幣情勢。
 - **台灣無須仿日本作法的理由**
 - 台灣未曾出現有如日本的通縮問題，且無信用緊縮問題，資金充裕。
 - 台灣的名目利率較日本為高，未如日本已降至接近零利率底限的困境；至於台灣的實質利率則與日本相當。
 - 台灣 M2 成長足以支應經濟活動所需，銀行體系準備部位亦普呈寬鬆。
 - 大國實施 QE 才有帶動本國貨幣貶值的效果，台灣經濟規模小且新台幣非國際貨幣，QE 難以顯著影響新台幣匯價。
 - 近期日圓貶值係修正過去因身為避險貨幣導致的匯價高估現象，以及反映日本商品貿易逆差擴大，**日圓實質有效匯率指數目前仍高於金融海嘯前之低點**；相較之下，新台幣實質有效匯率指數仍低於韓元與人民幣，出口價格仍具競爭力。

■ 量化寬鬆政策的省思

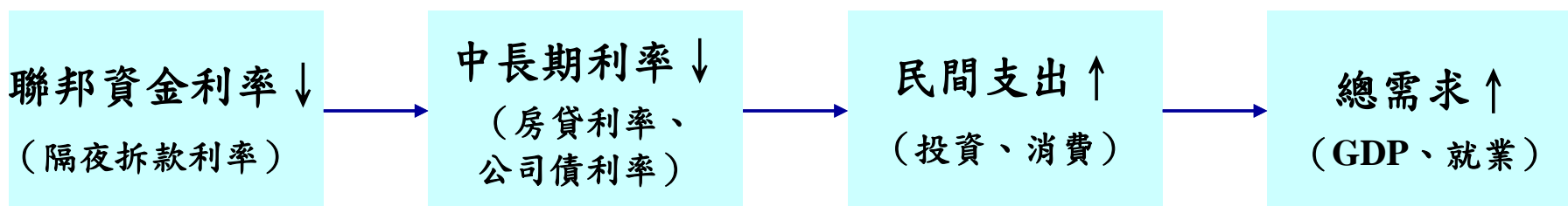
- 先進國家 QE 政策雖成功避免 1930 年代的大蕭條（Great Depression）再現；全球仍出現自 1930 年代以來最嚴重的大衰退（Great Recession）。
- 美國 QE 政策壓低美元匯價及美國中長期利率，使持有美國資產的其他國家蒙受嚴重財富損失。
- 全球金融危機帶來鉅額的經濟損失及其他成本，據估計，美國的損失約當年度 GDP 的 40%~90%，總金額約 6 兆~14 兆美元，其他國家合計損失約與美國相當；遑論還有龐大的社會財富損失、社會心理層面的創傷、大規模失業所引發的技能浪費，以及政府干預危機的成本。
- 為避免再出現類似危機，須強化金融監理。
 - 美國總統歐巴馬將金融危機的發生，歸因於監理不當、人性貪婪與產品複雜。
 - 為促進金融穩定，唯有加強金融監理。

一、傳統的寬鬆性貨幣政策

(一) 傳統的寬鬆性貨幣政策，係藉由調降短期利率來影響總需求

- 傳統上，先進國家的寬鬆性貨幣政策，係藉由調降**短期利率**（隔夜拆款利率），來促使**中長期利率**下跌，據以提高**民間支出**，達到**提振總需求**的目標（見圖1）。

圖1 傳統的寬鬆性貨幣政策：以美國為例



(二) 當利率降至零利率底限，傳統的寬鬆性貨幣政策行不通

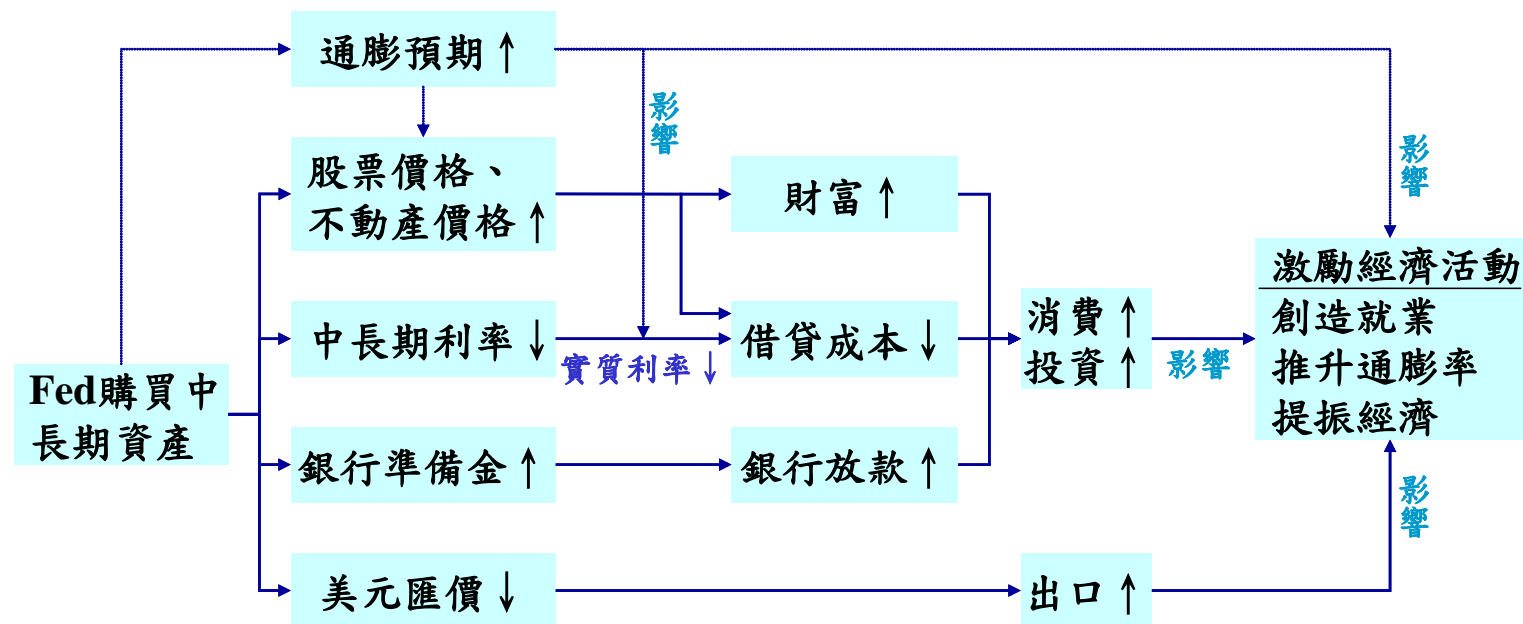
- 一旦短期利率已降至接近零的水準，亦即所謂的零利率底限（zero interest rate bound），由於名目利率不可能為負，因此已無法再調降。
- 如果短期利率無法再下降，就沒有辦法提振民間支出，經濟也就不見起色。處在這種場合，就是**流動性陷阱**（liquidity trap），**凱因斯**認為此時**傳統的寬鬆性貨幣政策無效**。

二、非傳統性貨幣政策：量化寬鬆

(一) 何謂量化寬鬆 (Quantitative Easing) ？

- 在傳統的利率管道受阻的情況下，央行須尋求**非傳統性工具** (unconventional tools) 。
- 例如直接自民間購入中長期資產，並設定購買目標，來直接影響中長期利率 (及實質利率)，並藉由**通膨預期管道**、**財富管道**、**信用管道**與**匯率管道**等，來傳遞貨幣政策效果 (見圖 2) 。

圖2 量化寬鬆政策的傳遞管道：以美國為例



(二) 量化寬鬆的傳遞機制 (transmission mechanism)

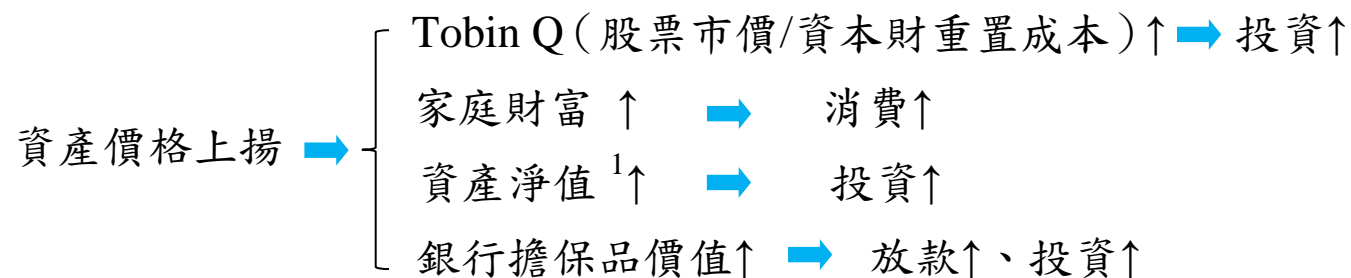
- 大規模資產購買計畫，就是一般所稱的量化寬鬆 (QE) 政策，其完整傳遞機制可繪如上頁圖 2，茲再簡單說明如下：

- 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。
- 相較於傳統的利率政策，Fed 主席 Bernanke 承認，Fed 對 QE 較不熟悉²；換言之，其效果大小、發揮效果所需的時間長短，均存在較大的不確定性。

¹ 資產價格上漲將使企業及銀行的資產價值上升，由於負債不變，其資產淨值將會上升，以使經濟避開企業及民間部門因資產淨值下降，被迫去財務槓桿化所帶來的資產負債表式衰退。

² Bernanke, Ben (2010), "What the Fed Did and Why: Supporting the Recovery and Sustaining Price Stability," *Washington Post*, Nov. 4.

三、美、日量化寬鬆的實施情形

(一) 美國 QE 政策的實施概況

- Fed 主席 **Bernanke** 早於 1999 年即 **建議日本央行** (BoJ)，採行促使日圓貶值及購買公債，這兩項有如 **從直升機灑錢** (dropping money from a helicopter) 的政策。
 - 1999 年當時身為美國 Princeton 大學教授的 Bernanke，建議走入通縮與經濟衰退困境的 BoJ，在匯市拋售日圓，採廉價日圓政策³。
 - **2001 年 3 月**，BoJ 在政策利率已為零，利率管道受阻的情況下，**開始執行 QE**，大量買進公債、商業票據及資產擔保債券，以提高民間資產流動性、促使日圓貶值。
- **雷曼兄弟** 公司於 **2008 年 9 月 15 日** 宣告 **破產**，引發金融危機波及全球，美國金融體系受創嚴重，Fed 主席 Bernanke 旋即採行當初開給日本的藥方，於同年 11 月推出 QE。
- QE 執行情形
 - 截至目前，美國已 **採行三輪 QE**，目前 **QE3 仍在實施中**；期間並曾採行旨在拉低長期利率的扭轉操作 (Operation Twist, OT) (見表 1)。
 - 採行 QE 之後，**Fed** 的 **資產負債表規模** 由 2008 年 9 月雷曼兄弟倒閉前的 **9 千餘億美元**，**大幅擴增** 至本 (2013) 年 12 月 18 日的 **4.01 兆美元** (見圖 3)。

³ Bernanke, Ben (1999), "Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?," Princeton University, Dec..

表 1 Fed 所採行的 QE1、QE2、QE3 及 OT

單位：美元

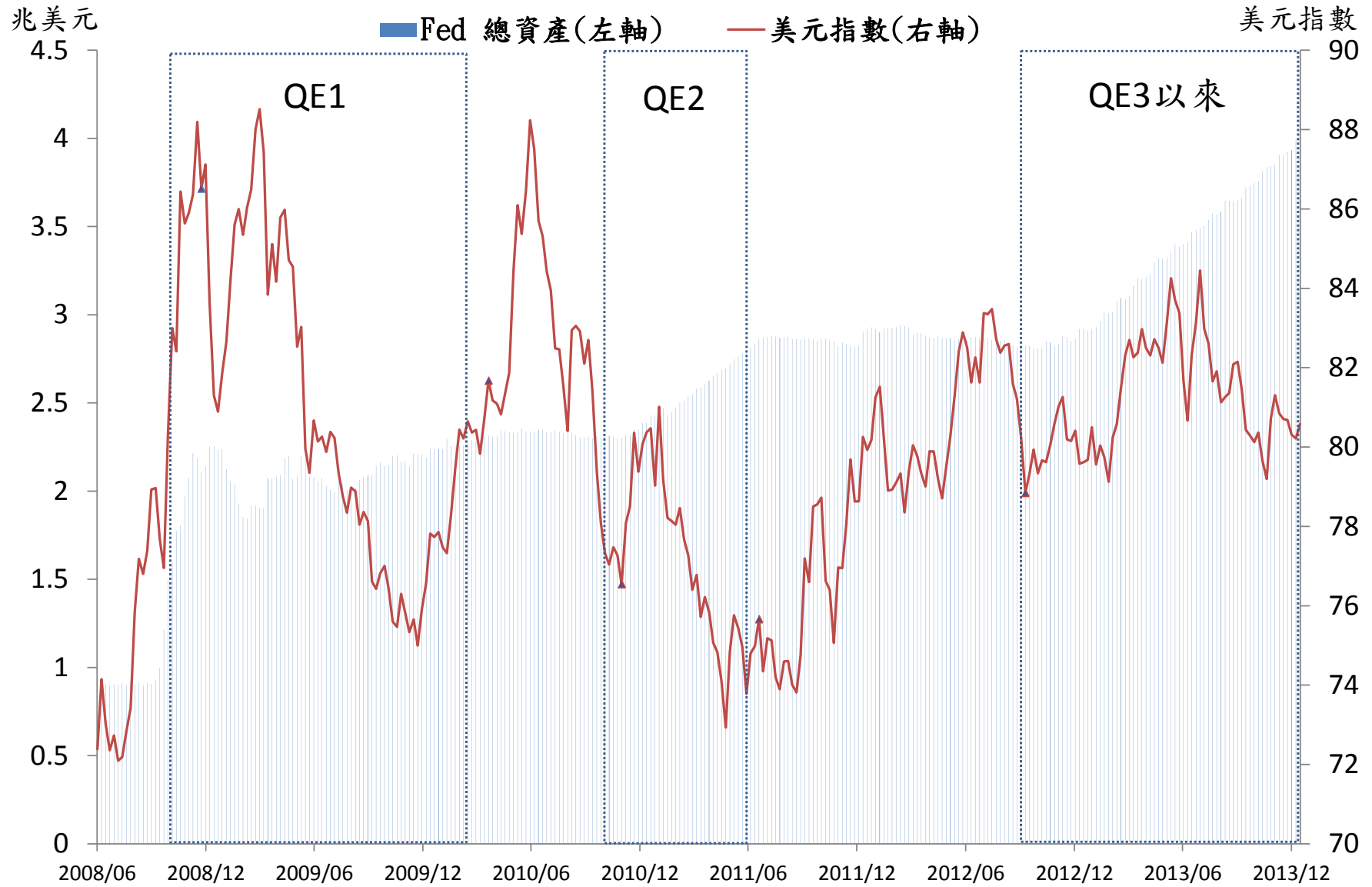
方 案		QE1	QE2	OT*	QE3**	QE3 延展**
實施期間		2008/11 宣布 2009/3 加碼 2010/3 結束	2010/11 宣布 2011/6 結束	2011/9 宣布 2012/6 再延長 2012/12 結束	2012/9 宣布 無預定結束日	2013/1 加碼 無預定結束日
購買有 價證券 種類及 規模	Agency Debt	2,000 億	—	—		
	Agency MBS	1.25 兆		—	每月 400 億	每月 400 億
	公債	3,000 億	6,000 億	賣短債、買長債 6,670 億		每月 450 億
釋出資金總規模		1.75 兆	6,000 億	0	執行期間每月 400 億	執行期間每月 850 億

資料來源：整理自聯準會公開訊息

* OT 係指 Fed 的扭轉操作，即 Fed 賣出短期公債（3 年期以內），同時買入相同金額的長期公債（6~30 年期），因此，並未淨釋出資金至金融市場。

** 9 月 13 日 FOMC 決議購買 Agency MBS 每月 400 億，屬無預定結束日期之無限期（open-ended），換言之，此將執行到就業市場明顯好轉為止。12 月 12 日 FOMC 決議於 2013 年 1 月起再增購公債每月 450 億。

圖 3 美元指數與 Fed 資產負債表規模



■ QE 實施成效

- 大多數經濟學家都肯定美國 QE 的成效，認為促使美國長期利率下跌、美元貶值、帶動股價與房價上揚，提振美國經濟成長與就業。
- Fed 主席 Bernanke 於 2012 年 8 月 31 日在 Jackson Hole 演說中指出，QE 等非傳統性貨幣政策，已為美國經濟帶來**正面效果**（見表 2）。

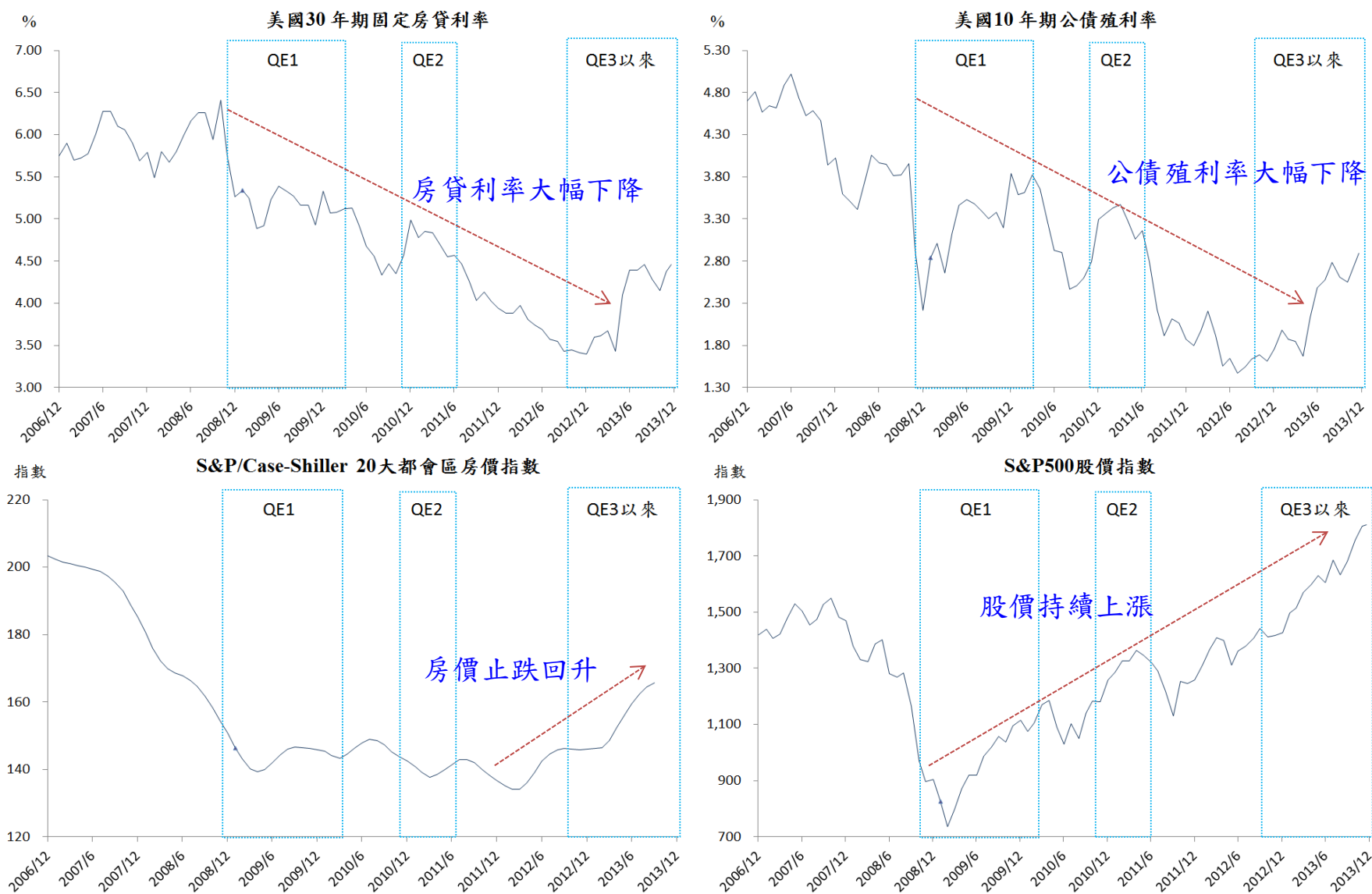
表 2 量化寬鬆政策之正面效果*

影響層面	Fed 估計效果
金融市場	<ul style="list-style-type: none"> - 促使美國 10 年期公債殖利率下跌（見圖 4） <ul style="list-style-type: none"> (1) QE1 效果:下跌 40 至 110 個基本點。 (2) QE2 效果:再下跌 15 至 45 個基本點。 - 公司債、房貸抵押證券及固定房貸利率下跌（見圖 4）。 - 股價、房價上漲（見圖 4） <ul style="list-style-type: none"> (1) 股價上漲。 (2) 房價明顯回升。
實體經濟	<ul style="list-style-type: none"> - 經濟總產出增加 3%。 - 私部門雇用人數增加超過 2 百萬。

資料來源：Bernanke (2012) Jackson Hole 演說

- Fed 因採 QE 大量購入美國中長期公債與 MBS，近 3 年來利息收入大增，2010 年、2011 年**盈餘繳庫**分別為 793 億美元及 754 億美元，**2012 年更創 889 億美元**史上新高。

圖 4 QE 對房貸利率、10 年期公債殖利率及房價與股價之影響



■ QE 引發的負面影響

– 論者指出，美國 QE 實施迄今，似已帶來美國新一輪的股價、房價泡沫。

- 以 S&P500 股價指數為例，目前正處於歷史高點，本益比有偏高現象。

R. Shiller 之 cyclically adjusted P/E Ratio (12 個月)*		
2013 年 11 月	歷史平均倍數 (1872 迄今)	差異
19.4 倍	15.4 倍	+26.0%

R. Shiller 之 cyclically adjusted P/E Ratio (10 年)*		
2013 年 11 月	歷史平均倍數 (1881 迄今)	差異
25.1 倍	16.5 倍	+52.1%

*盈餘分別以 12 個月及 10 年的移動平均來計算。(資料來源：R. Shiller 個人網頁 www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm)

- 美國房價自 2012 年上半年開始止跌回升，大都會區的房價多呈現大幅上漲，尤其西岸地區。

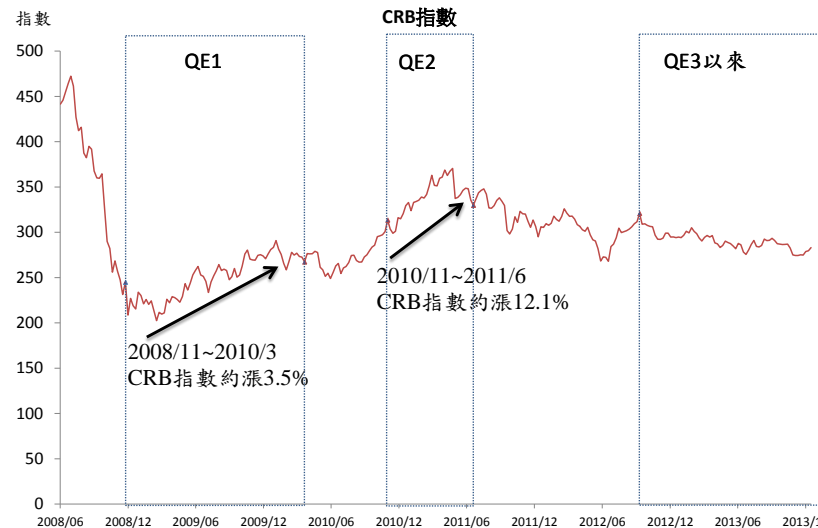
區域	20 大都會區	西岸		東岸		其他	
		舊金山	洛杉磯	華盛頓	紐約	亞特蘭大	西雅圖
漲幅	24%	44.3%	33.2%	16.5%	10.2%	36.9%	24.7%

資料來源：S&P/Case-Shiller home price index (非季調之住宅價格指數，2012 年年初低點自本年 9 月的期間變動率)

– 此外，美國 QE 的外溢效應 (spillover effect)，已導致新興市場因鉅額資本流入，造成彼等面臨匯價升值、資產泡沫及通膨壓力。

- QE 亦推升全球**大宗商品泡沫** (commodity bubble)，以 Reuters 編製的 CRB 指數 (包括 19 種商品) 為例，在 QE1 與 QE2 實施期間，分別上漲 3.5%、12.1% (見圖 5)，QE3 的影響則不明顯；不過，Bernanke 於本年 6 月 19 日指出⁴，QE 對大宗商品價格的影響雖不為零，但他不認為兩者間的相關性有如外界所說的那麼高。

圖 5 QE 對大宗商品價格之影響



- 亦有論者認為，美國 QE 完全失敗，並未帶動經濟復甦，唯一的效果是拉高資產價值，讓富者更富，**貧富差距擴大**。根據研究高資產富豪的新加坡智庫 Wealth-X 調查顯示⁵，本年單是美國前 10 大富豪的財產總值，即增加 1,018 億美元；以**巴菲特**為例，其**財產本年平均每天增加 3,700 萬美元**。

⁴ FRB (2013), "Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference," FRB: Press Release, June 19 .

⁵ Wealth-X(2013), "Revealed: Billionaires Who Made The Biggest Financial Gains in 2013," Wealth-X, Dec. 18 .

■ QE3 退場揭開序幕，縮減購債規模

- FOMC 在本年 12 月 18 日政策會議踏出 QE3 退場的第一步，隨後透過會後聲明與會後記者會，向市場釋出下列重要訊息：
- 雖然減少資產購買規模，但 Fed 資產負債表持續膨脹，貨幣政策仍寬鬆。
 - FOMC 宣布，自明（2014）年 1 月起將縮減資產購買規模，由目前每月 850 億美元減為 750 億美元，MBS 及公債各減 50 億美元。
 - FOMC 重申，Fed 資產負債表上到期的 MBS 及公債本金會再進行投資，用以購買新券。
 - FOMC 表示，在未來每次會議，將依據其對勞動市場與通膨的展望及資產購買計畫的成本效益調整購買速度。
 - Bernanke 在會後記者會上預期，QE3 將於明年底左右結束，較先前說法延後約半年。
 - 依上述情境，推估 Fed 資產負債表規模會從目前 4 兆美元擴大到明年底約 4.5 兆美元，再增加約 5,000 億美元。
- 雖然確認前瞻利率指引，實則延後升息時間點。
 - FOMC 確認前瞻利率指引，即只要失業率高於 6.5%、未來 1 至 2 年通膨預測值低於 2.5%、長期通膨預期平穩，政策利率將維持在目前 0%~0.25% 區間。

- FOMC 補充說明，依目前經濟情勢研判，即便未來失業率低於 6.5% 門檻，尤其是在**通膨預測值持續低於 2% 目標值的情況下**，政策利率維持在現階段低水準可能仍屬適當。
 - 在參與經濟預測的 17 位 FOMC 成員中，有 **12 位預期 Fed 升息時間點將落在 2015 年**。
- QE3 開始退場的聲明公布後，金融市場的反應

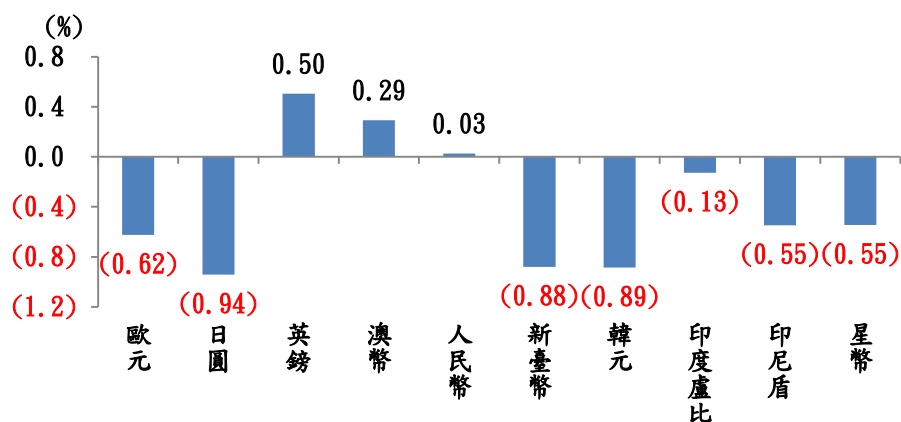
— 國際匯市：

美元兌全球貨幣大致呈現**升值**情形；歐元兌美元貶值 0.62%，日圓兌美元貶值 0.94%（見圖 6）。

— 國際股市：

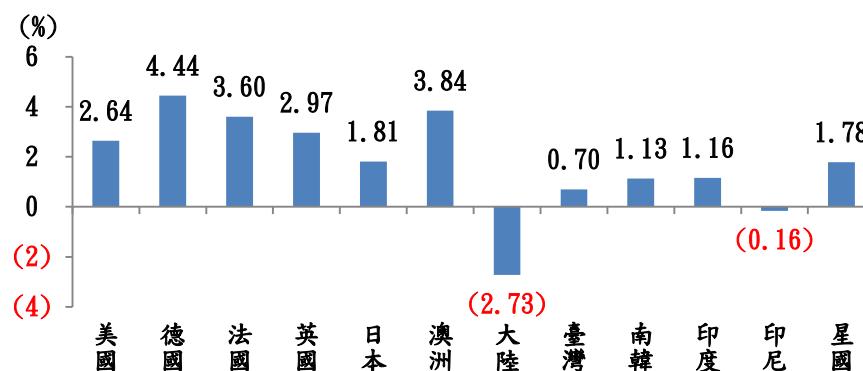
除中國大陸與印尼外，**主要國家股市皆上漲**，美國 S&P500 指數漲幅高達 2.64%（見圖 7）。

圖 6 國際匯市變動*



* 以台北時間 12/18、23 日下午 4 時價格計算各國匯率漲跌幅。
資料來源：中央銀行。

圖 7 國際股市變動+



+ 各國股市取該國代表性指數計算；美、德、法、英四國以 12/17、23 日當地收盤價計算股市漲跌幅，其餘則取 12/18、23 日價格。
資料來源：彭博。

— 國際債市：

主要國家公債殖利率皆攀升，指標美國 10 年期公債殖利率上揚 9.2 個基本點（見表 3）。

表 3 國際債市變動*

	12/17 收盤(%)	12/23 收盤(%)	公債殖利率漲跌幅(bp)
美國 2 年期公債	0.318	0.383	6.5
5 年期公債	1.495	1.696	20.2
10 年期公債	2.835	2.927	9.2
德國 10 年期公債	1.827	1.882	5.5
法國 10 年期公債	2.434	2.489	5.5
英國 10 年期公債	2.869	2.964	9.5
日本 10 年期公債	0.666	0.681	1.5
澳洲 10 年期公債	4.230	4.266	3.6

* 日本及澳洲是以 12/18、23 日當地收盤價計算殖利率漲跌幅。

資料來源：彭博。

(二) 日本 QE 政策的實施概況

■ 2000 年代初期採納 Bernanke 的提議，BoJ 開始執行 QE

- 在 Bernanke 建議 BoJ 採行促使日圓貶值及購買公債的政策後，2001 年 3 月，BoJ 在政策利率已為零，利率管道受阻的情況下，開始執行 QE。
 - BoJ 大量買進長期公債、商業票據及資產擔保債券，持續將金融機構的準備部位維持在偏高的水準。
 - 起初準備部位的目標為 5 兆日圓，經 8 度調高，最終提高至 30 兆~35 兆日圓。
- 隨國際經濟情勢好轉，日本經濟自 2005 年起復甦，CPI 年增率於 2006 年亦略有改善。惟在經濟尚未穩定復甦前，BoJ 過早於 2006 年結束 QE，加上 2008 年全球金融危機爆發，致 2009 年起經濟再度陷入通縮困境。

■ 全球金融危機後，2010 年 10 月 28 日起 BoJ 再次啟動 QE

- BoJ 於 2010 年 10 月 28 日~2012 年 12 月 20 日，9 次決議增加資產購買計畫 (Asset Purchase Program) 規模，預計本年底完成資產購買計畫後，總規模將達 101 兆日圓。
- 2012 年計 5 次宣布擴大資產購買規模，前 4 次日圓走勢並不明顯，惟第 5 次 (2012 年 12 月 20 日) 後，加上自民黨於 2012 年 12 月 16 日勝選的影響，日圓相對美元呈明顯貶值趨勢；2012 年全年日圓計貶值 10.4%。

■ 安倍晉三就任日本首相後，本年 BoJ 持續擴大 QE 規模

- 安倍晉三就任日本首相後，前 BoJ 總裁白川方明（Masaaki Shirakawa）於本年 1 月 22 日擴大 QE 力道，宣布進行「無限期資產購買操作」（open-ended asset purchasing method）。
 - 為達成 2% 之通膨目標，BoJ 於本年底完成原本之「資產購買計畫」至規模 101 兆日圓。
 - 自明年 1 月起將導入新的操作模式，無限期每月買入 13 兆日圓資產（包括 2 兆日圓長期公債、10 兆日圓國庫券，及 1 兆日圓之其他資產⁶）。
- 現任 BoJ 總裁黑田東彥（Haruhiko Kuroda）於本年 3 月 20 日上任後，進一步加強 QE 力道，4 月 4 日宣布採行「量質兼備寬鬆」（Quantitative and Qualitative Easing, QQE），亦即外界所稱的超大規模 QE，其重點如下（見表 4）：

表 4 QQE 的主要內容

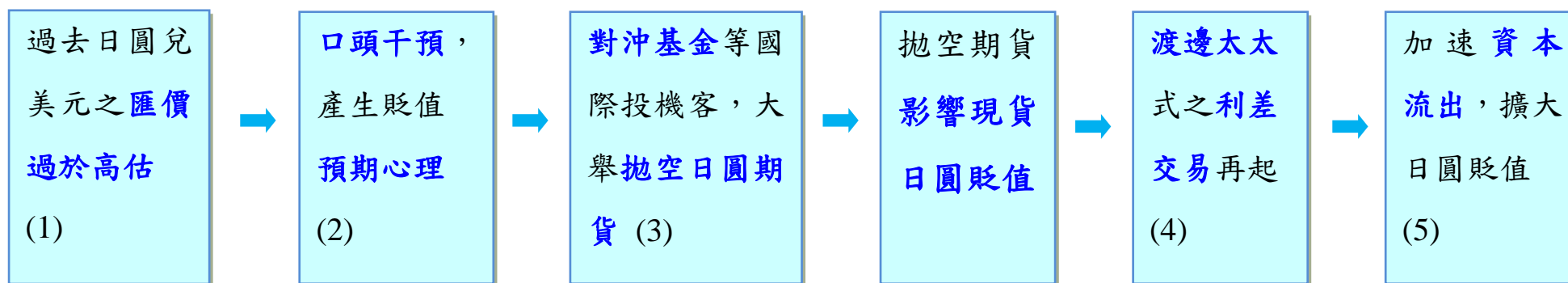
重點	貨幣政策內容
(1) 政策操作工具	■ 由貨幣基數（monetary base）取代隔夜拆款利率
(2) 通膨目標	■ 兩年內實現 通膨目標 （CPI 年增率） 2%
(3) 購買標的	■ 政府公債、指數型證券投資信託基金（ETFs）、日本不動產投資信託基金（J-REITs）
(4) 貨幣基數及資產餘額	■ 貨幣基數餘額（兩年 2 倍） ： 2012 年底¥138 兆；2014 年底達¥270 兆 ■ 總資產餘額（兩年 2 倍） ： 2012 年¥158 兆（公債:¥89 兆）；2014 年達¥290 兆（公債:¥190 兆;兩年 2 倍）
(5) 債券購買期限	■ 擴大到 40 年期政府公債，使平均期限延長至 7 年 ■ 促使長短期利率一致下降

⁶ 其他資產包括：商業本票（CP）、公司債、指數股票型證券投資信託基金（Exchange Traded Funds, ETFs）及不動產投資信託基金（Real Estate Investment Trusts, REITs）等。

■ 大規模 QE 對日本股匯市的影響

– BoJ 採大規模 QE，一般認為將促使日圓貶值（見圖 8）。

圖 8 日圓貶值的影響過程



(1)IMF 報告指出⁷，日本經濟走弱、貿易逆差擴大，日圓有走貶趨勢，而過去日圓也的確高估。

(2)濱田宏一（Koichi Hamada）認為，日圓匯價過於高估（1 美元兌 75 日圓），合理匯價應為 1 美元兌 95 至 100 日圓之間。

(3)據報載，某對沖基金（hedge fund）國際炒家自 2012 年 11 月放空日圓，透過槓桿操作，至本年 1 月獲利達 10 億美元⁸。

(4)渡邊太太（Mrs. Watanabe）式之利差交易（carry trade）：借入低利日圓資金用以購買高報酬國外資產。渡邊太太係指日本握有家庭經濟大權的菜籃族。

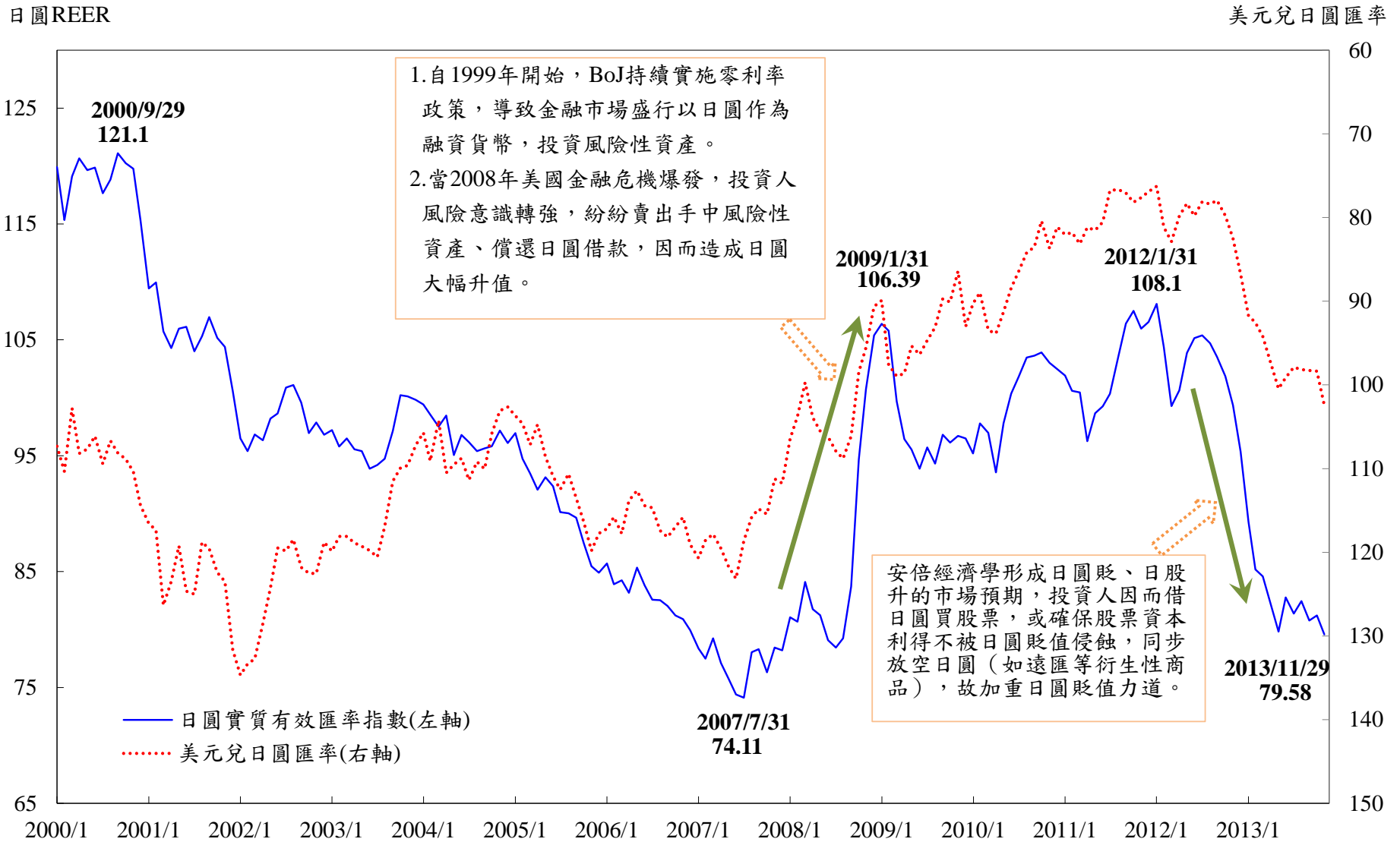
(5)美國 QE 可能部分抵銷日本大規模 QE 促使日圓貶值的效果。

⁷ IMF (2013), *Global Prospects and Policy Challenges- Meeting of G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, Feb. 15-16, Moscow.

⁸ Zuckerman, G. and J. Chung (2013), “U.S. Funds Score Big by Betting Against Yen,” *The Wall Street Journal*, Feb. 14.

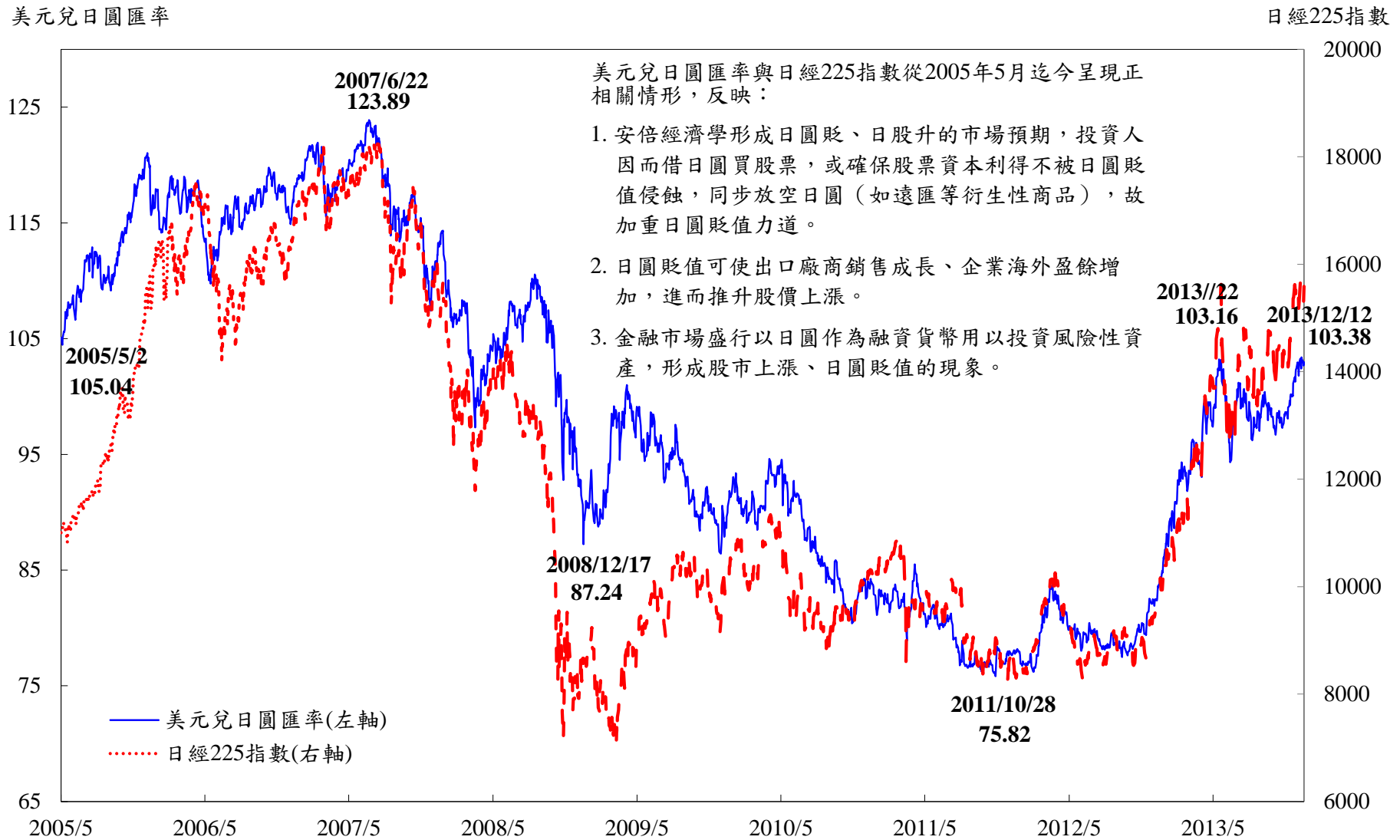
— 日圓確實明顯走貶（見圖 9）

圖 9 安倍經濟學擴大量化寬鬆力道，帶動日圓走貶



— 伴隨日圓走貶，日股大幅走升（見圖 10）

圖 10 日圓匯價與日經 225 指數相關性升高



四、台灣早採「台版的量化寬鬆」，目前貨幣情勢有助台灣總體經濟

(一) 台灣與日本的情況迥異，台灣已提供適當的貨幣寬鬆

- 近日若干論者主張，台灣宜仿日本採 QE。
- 其實，台灣與日本的情況迥異；一方面，台灣的名目利率並未如日本已降至接近零，且貨幣情勢寬鬆，足供經濟活動所需。
- 近年來，央行在維持物價穩定的前提，且實際產出低於潛在產出（potential output）的情況下，已提供有助於台灣總體經濟發展的寬鬆貨幣情勢。

(二) 台灣無須仿日本作法的理由

- 台灣未曾出現有如日本的通縮問題
 - 過去 20 年，日本經濟歷經失落 20 年，平均成長率僅 0.82%；且通縮近 15 年，CPI 年增率平均為-0.22%。
 - 台灣經濟穩定成長，物價平穩。過去 20 年經濟成長率平均維持於 4% 以上，過去 15 年 CPI 年增率則穩定於 1% 左右（見表 5）。

表 5 台灣與日本經濟成長與物價之比較

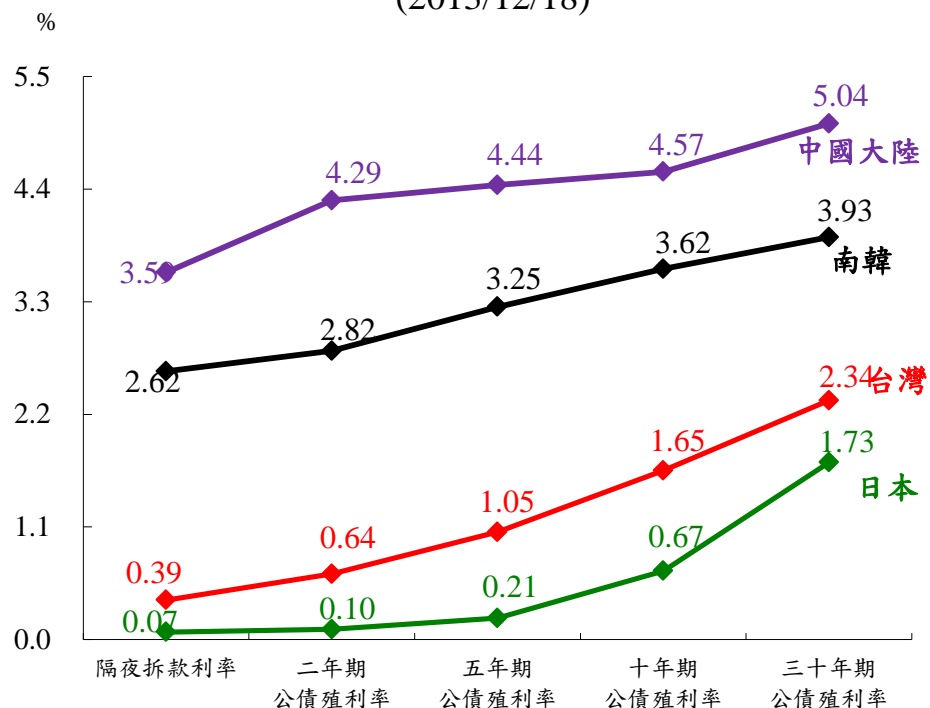
	經濟成長率 (%) (1992~2012 年)	CPI 年增率 (%) (1998~2012 年)
日本	0.82	-0.22
台灣	4.74	1.06

■ 台灣實質利率已低，且無信用緊縮（credit crunch）現象，資金充裕，有助企業籌資

- 台灣名目利率略高於日本（見圖 11），並未面臨有若日本陷入零利率底限的問題；實質利率則與日本相當，但仍低於南韓與中國大陸（見圖 12）。
- 台灣的銀行體系可貸資金充裕，有助民間籌資。

圖 11 台灣與日本名目利率之比較

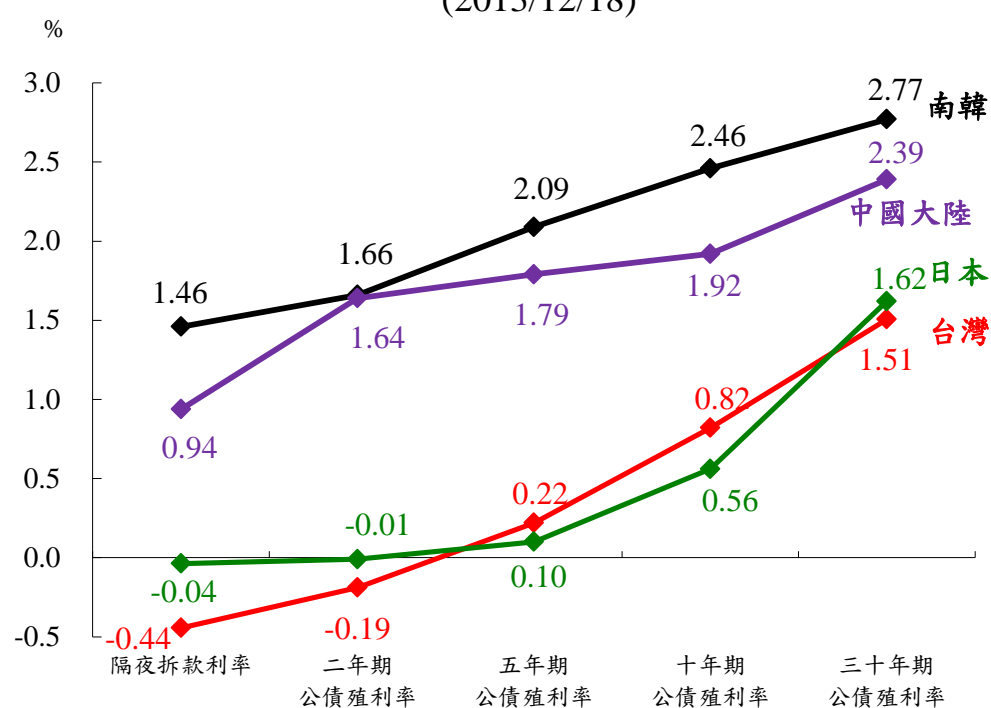
(2013/12/18)



資料來源: Bloomberg、台灣櫃買中心、台灣央行、南韓央行、日本央行。

圖 12 台灣與日本實質利率之比較

(2013/12/18)

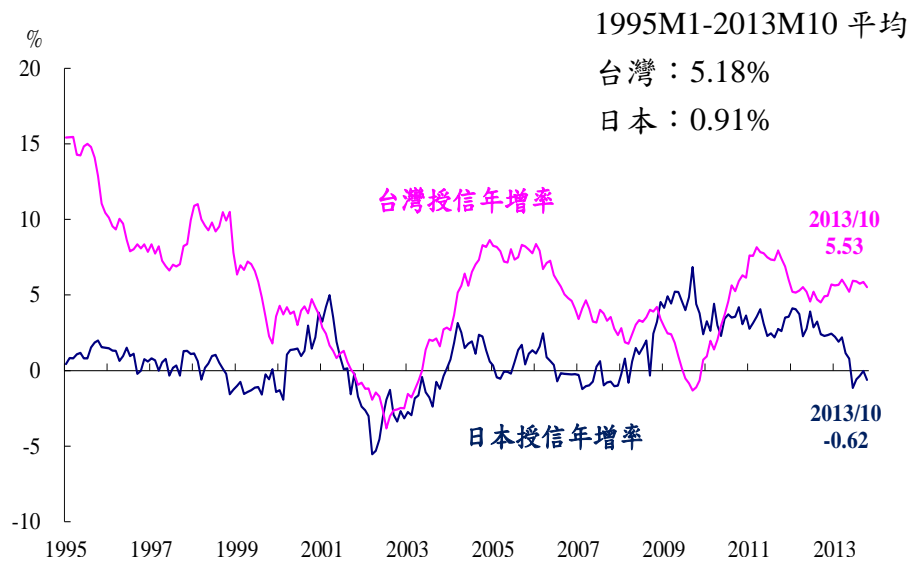


註：實質利率為名目利率扣減CPI年增率，台灣、南韓及中國大陸CPI年增率為2013年1至11月平均，日本為1至10月平均。

資料來源: Bloomberg、台灣櫃買中心、台灣央行、台灣主計總處、南韓央行、日本央行及日本總務省統計局。

- 由於資金充裕，台灣銀行業授信穩定成長，並無日本信用緊縮困境，1995 年以來台灣銀行業授信平均年增率 5.18%，日本則為 0.91%（見圖 13）。
- 其中，台灣對中小企業放款，2009 年以來平均年增率 8.27%，日本則為-1.47%（見圖 14）。

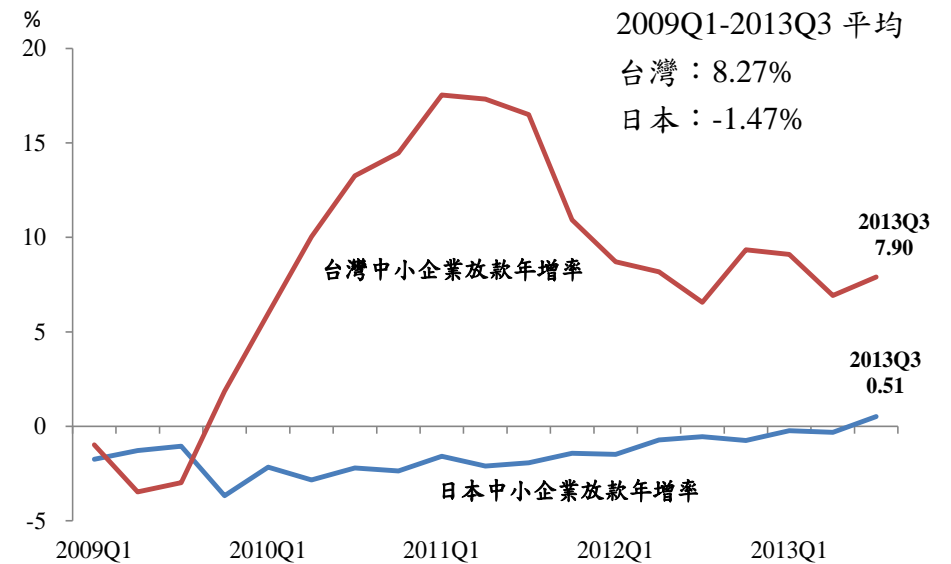
圖 13 台灣及日本銀行業授信年增率



註:2009 年全球金融危機期間，日本央行買入大量債券，拉高其授信年增率。

資料來源:台灣央行、日本央行。

圖 14 台灣及日本銀行業中小企業放款年增率



資料來源:台灣央行、日本央行。

■ 台灣 M2 成長足以支應經濟活動所需，銀行體系準備部位亦普呈寬鬆

- 央行根據經濟成長率和 CPI 年增率等訂定 M2 成長目標區；近年顯示 M2 年增率與 GDP 成長率+CPI 年增率相當（見表 6）。
- 近年來，除全球金融危機期間，央行刻意維持偏高的寬鬆貨幣情勢外；台灣 M2 之年增率每年均在成長目標區內（見圖 15），表示 M2 控制合宜，M2 資金足以支應經濟活動所需。

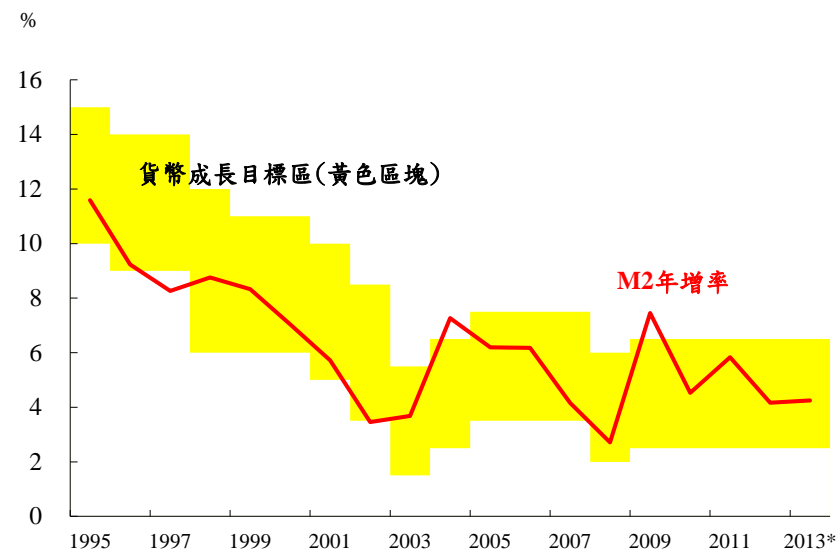
表 6 M2 年增率 ≈ 實質 GDP 成長率+ CPI 年增率

單位：%

年平均	GDP 成長率 (a)	CPI 年增率 (b)	GDP 成長率+CPI 年增率 =(a)+(b)	M2 年增率
1995-2012	4.31	1.31	5.62	6.37
2001-2012	3.75	1.07	4.81	5.11
2003-2012	4.13	1.30	5.43	5.22
2008-2012	3.07	1.39	4.46	4.94

資料來源：主計總處

圖 15 近年台灣 M2 年增率落在成長目標區



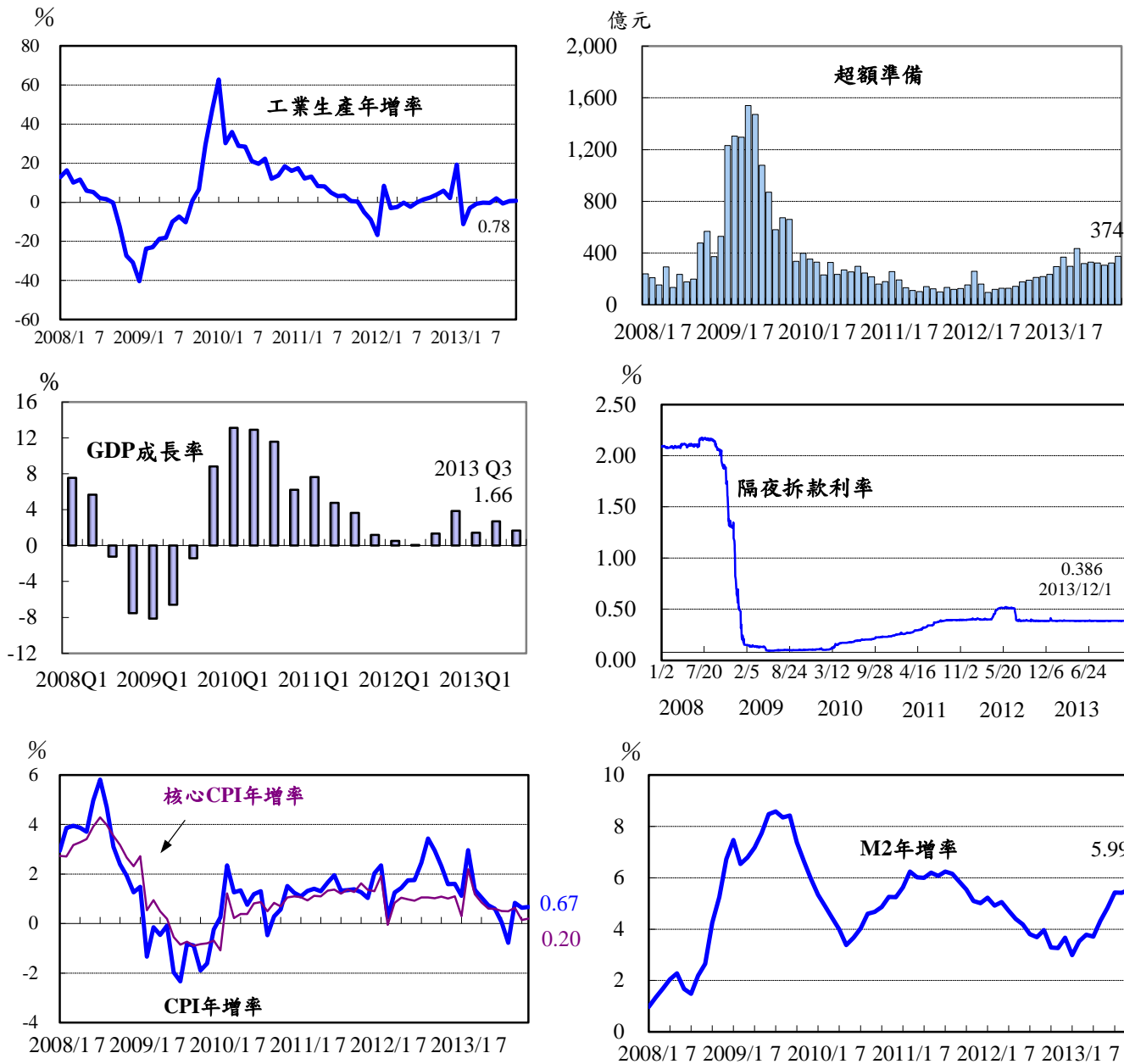
資料來源：中央銀行

*2013 年資料：M2 年增率採用 1 至 10 月的資料計算。

■ 央行因應景氣與物價變動，彈性調整貨幣政策

- 全球金融危機發生，各國經濟嚴重受創，台灣亦然。隨國內外需求快速下滑，2009 年間，台灣工業生產大幅下降，經濟低迷、物價下跌（見圖 16）。
- 為促進金融穩定並提振景氣，**央行於全球金融危機期間，7 度調降重貼現率**，由 2008 年 9 月 25 日之 3.625% 降至 2009 年 2 月 19 日之 1.25%，**累計降幅達 2.375%**；並採行堪稱「**台版的量化寬鬆**」，銀行**超額準備**最高曾接近 **1,600 億元**，金融業隔夜拆款利率隨之降至 0.10% 左右。
- 由於經濟衰退，央行亦刻意讓 M2 維持在較高水準；2009 年 M2 成長率為 7.45%，高於當年 6.5% 目標區上限。
- 隨全球金融危機趨緩，景氣復甦，央行彈性調整貨幣政策；銀行超額準備逐步回降至近期約 300 億元左右、金融業隔夜拆款利率則持穩於 0.38% 附近，至於 M2 成長率亦均維持於目標區內。

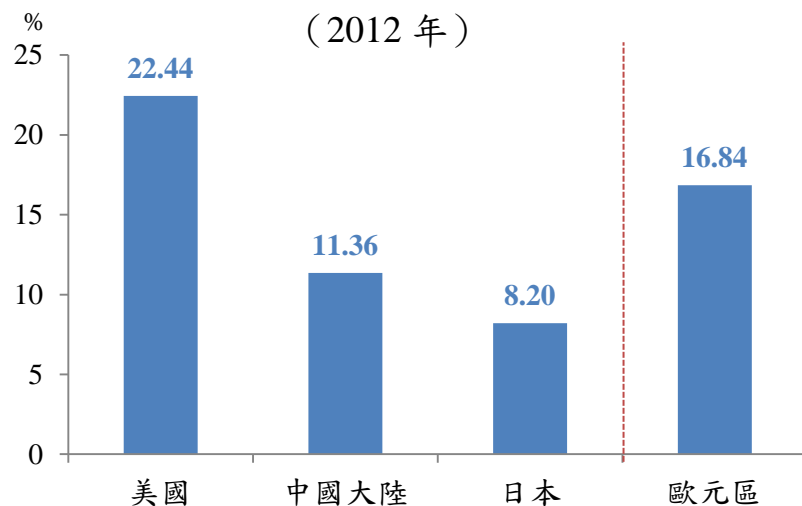
圖 16 央行因應景氣與物價變動，彈性調整貨幣政策（台版量化寬鬆）



(三) QE 要大國去做才會有效果

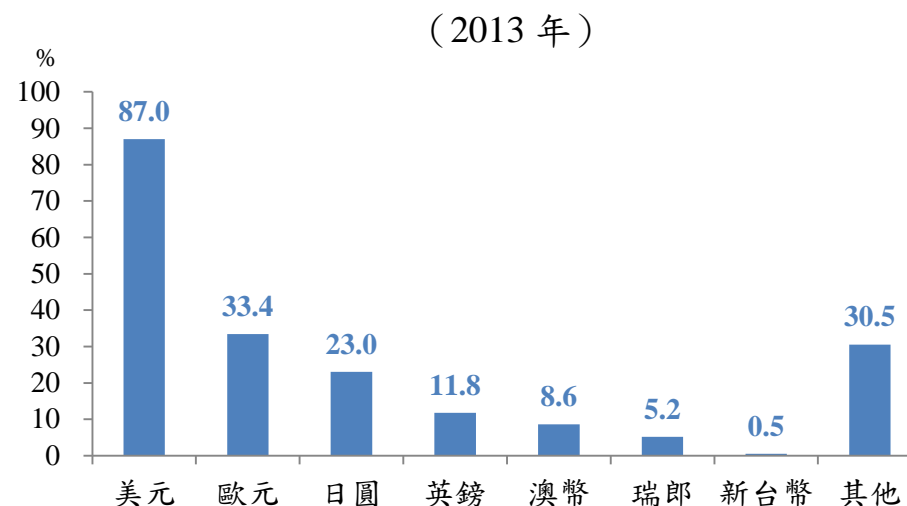
- 日本為全球第 3 大經濟體（見圖 17），台灣則僅為第 27 大，且日圓為國際交易的主要貨幣之一（見圖 18），日本採行大規模 QE 可帶動日圓貶值。台灣則不具備此等條件。
- 即使像日本採 QE，促使日圓貶值，也可能被美國 QE 的外溢效應，抵銷部分效果。
- Citi 新近的研究顯示⁹，美國的貨幣政策除影響自身的長期利率外，透過外溢效應會影響其他先進國家的長期利率；至於其他先進國家則無法影響美國。

圖 17 全球三大經濟體 GDP 占全球 GDP 比重



資料來源：Global Insight 2013/12/15

圖 18 全球外匯交易量幣別比重



註：本調查 3 年舉行 1 次；總計為 200%，係因每一種貨幣對應另一種貨幣，均會計算兩次所致。

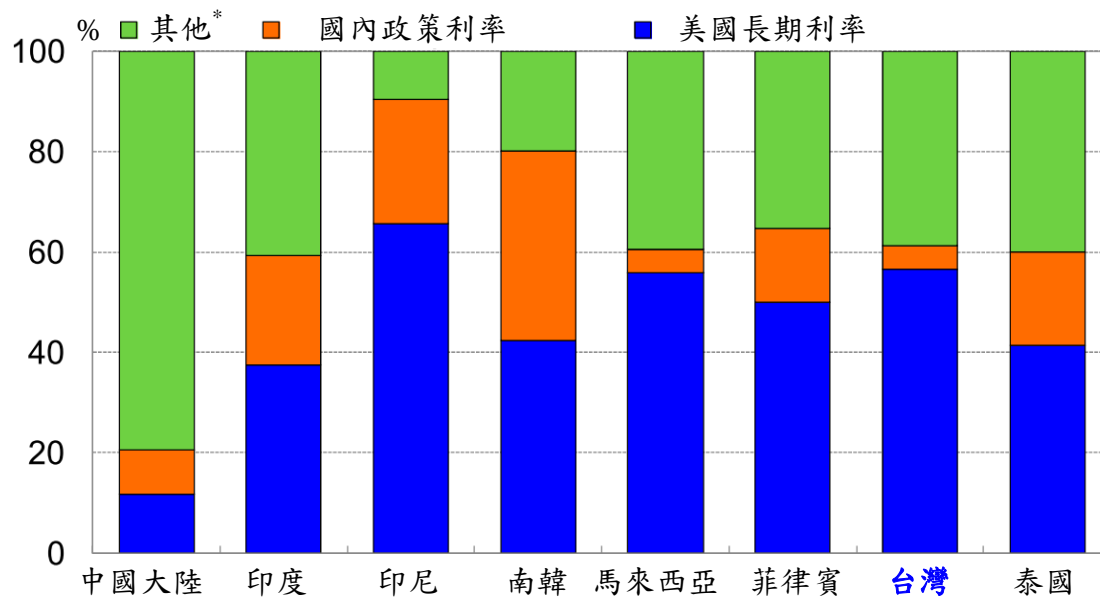
資料來源：BIS

⁹ Sheets, Nathan and Robert A Sockin (2013), "Why Are Long-term Rates So Correlated across Countries? – The Role of U.S. Monetary Policy," Citi Research, Perspectives, Sep. 5.

- 根據 IMF 的實證研究¹⁰，過去 10 年，亞洲新興國家長期公債殖利率的變動，大部分係由國際因素（亦即美國長期利率）解釋；以台灣為例，長期公債殖利率有接近 6 成左右係受美國長期利率的影響（見圖 19）。

圖 19 亞洲新興國家 10 年期公債殖利率的影響因素

2005~2010 年



* 包括通膨預期、匯率變化、全球風險趨避及 GDP 成長。

- 像台灣這樣的小漁船，即使用最大動力去開（同樣採取 QE），但對航空母艦（如美、日等大國）仍不會有影響。

¹⁰ Jain-Chandra, Sonali, and D. Filiz Unsal (2012), "The Effectiveness of Monetary Policy Transmission Under Capital Inflows: Evidence from Asia," *IMF Working Paper*, WP/12/265, Nov. 2.

(四) 日圓貶值係修正過去高估現象；近期新台幣實質有效匯率指數仍低

■ 日圓長期高估

- 近年因全球金融危機影響，歐美經濟疲弱，日圓成為投資者的避險天堂，促使日圓不斷升值（見圖 20）。
- 2012 年據 OECD 之估算，日圓高估 16%¹¹，IMF 認為高估 10%~15%¹²。

圖 20 美元兌日圓匯率



¹¹ Crane, Agnes (2013), "Japan Comes Dangerously Late to Currency War," *Reuters*, Jan. 7.

¹² IMF (2012), "Japan – 2012 Article IV Consultation," *IMF Country Report No.12/208*, Aug. 1.

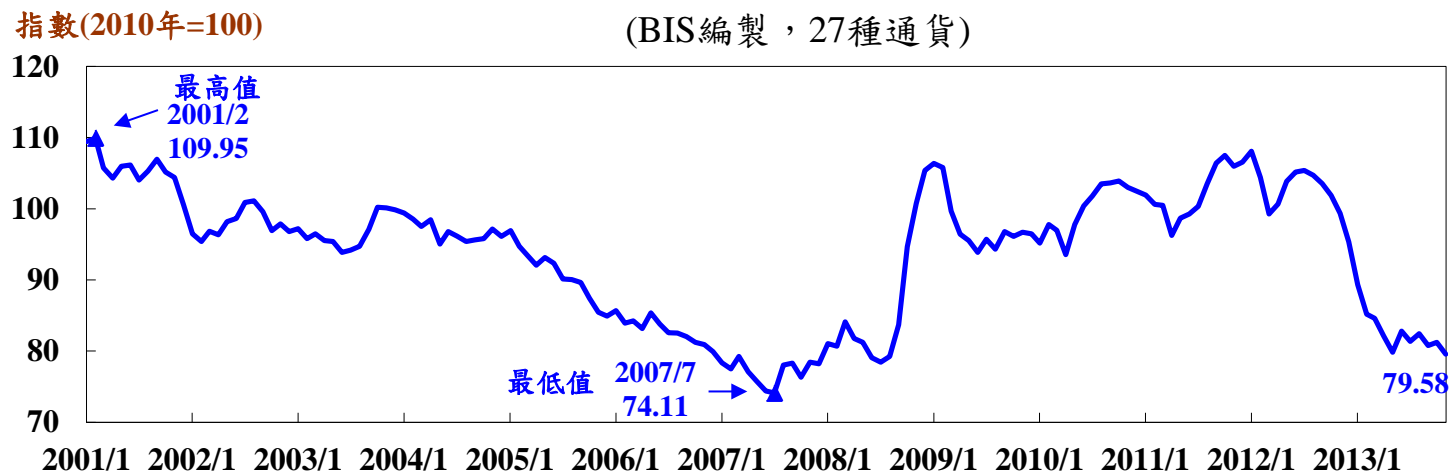
■ 近期日圓貶值之原因

- 安倍晉三當選自民黨總裁後，在**商品貿易逆差擴大**、**政府放話干預 (talk down)**¹³、**投機客順勢放空日圓**，以及**利差交易**等情況下，至本年 12 月 18 日，日圓對美元貶值達 24.56%¹⁴。
- 近期日股上漲並未造成日圓升值，主要係因外資在日本借入低利率資金，而**未自國外匯入資金**。

■ 日圓實質有效匯率指數目前仍高於金融海嘯前之低點（見圖 21）

- 日圓雖貶值，惟至本年 11 月之實質有效匯率指數（79.58），仍高於金融海嘯前之低點（2007 年 7 月為 74.11）。

圖21 日圓實質有效匯率指數月資料



¹³ G7 與 G20 對日圓貶值持容忍態度，惟盼日本口頭干預應有所節制（本年 2 月舉行之 G7 與 G20 高峰會及 4 月 G20 財長及央行總裁會議）。

¹⁴ 與 2012 年 9 月 26 日安倍晉三當選自民黨總裁時比較。

■ 近期新台幣實質有效匯率仍低於韓元和人民幣

- 不論是以 2000 年或 2010 年為基期，近期新台幣實質有效匯率指數皆低於韓元及人民幣（見圖 22、23），顯示台灣的出口價格仍具競爭力。

圖 22 新台幣、韓元與人民幣實質有效匯率指數

(BIS 編製，61 種通貨)

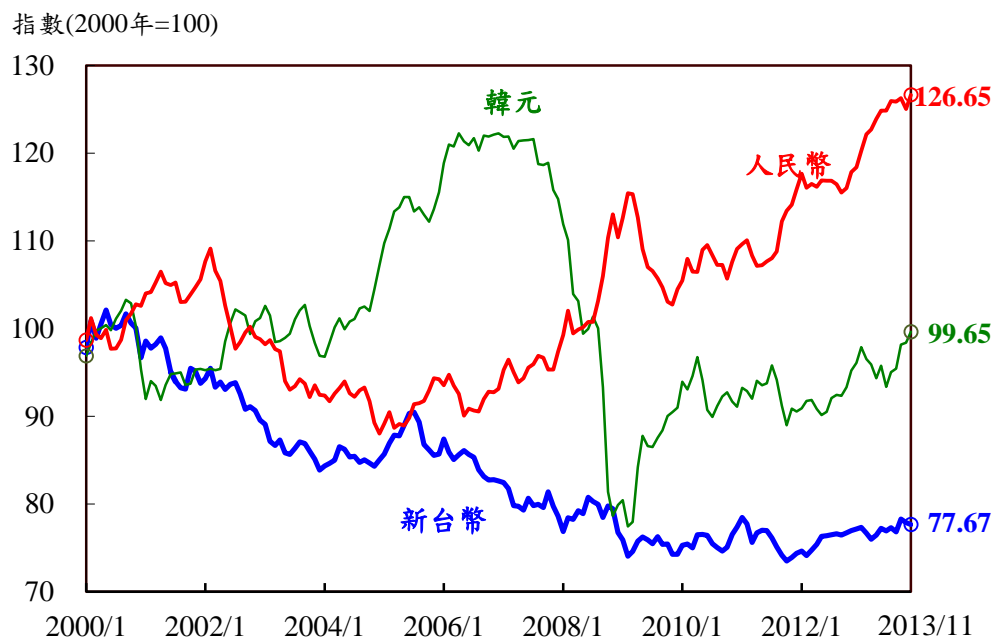
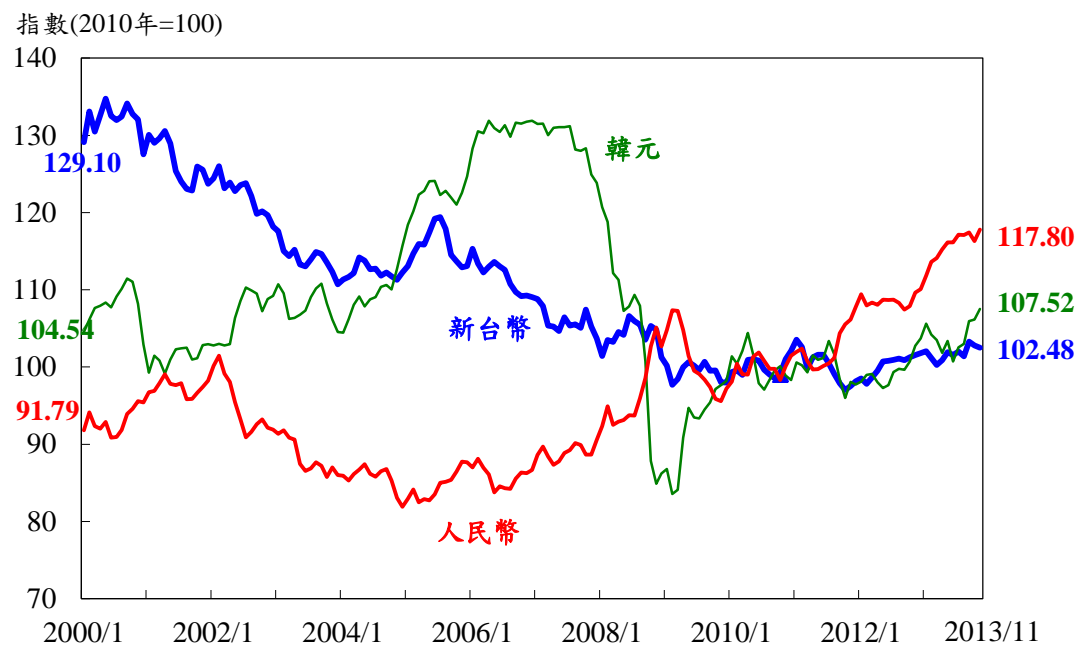


圖 23 新台幣、韓元與人民幣實質有效匯率指數

(BIS 編製，61 種通貨)



(五) 台灣的貨幣政策備受國際三大信評公司肯定

- Fitch (2013/7)：台灣對外資產部位強健，央行通膨控制得宜，表現優於大多數同級評等國家。
- S&P (2013/8)：金融體系流動性充裕，央行貨幣管理健全，使通膨率維持低且穩定。
- Moody's (2013/10)：有效的貨幣管理機制，補強經濟改革的動能。央行貨幣政策審慎，有效控制通膨，在確保物價穩定之表現優異。經常帳順差，流動性充裕，外匯存底豐厚，有助民眾對金融體系與新台幣幣值之信心。

五、量化寬鬆政策的省思

(一) 量化寬鬆政策成功避免大蕭條再現

- 美、日等先進國家在全球金融危機後，積極採行量化寬鬆政策，成功避免全球出現有如 1930 年代嚴重的大蕭條（Great Depression）。
- 即使如此，全球仍出現自 1930 年代以來最嚴重的大衰退（Great Recession）；迨至目前，許多國家的產出與就業情況，仍未回到全球金融危機前的水準。

(二) 全球金融危機仍帶來嚴重的經濟損失及其他成本

- Dallas Fed 於本年 7 月衡量美國本次金融危機所付出的經濟代價，以及美國金融危機外溢至全球所肇致的產出損失，其保守估計為¹⁵：
 - 美國：約為 2007 年 GDP 的 40%~90%¹⁶，總金額約 6 兆~14 兆美元，**平均每人損失約 5 萬~12 萬美元**。
 - 其他國家：合計損失很可能與美國本土的損失規模相當，甚至高於美國的損失。
 - 全球：根據 **IMF** 的估算，全球付出的代價約 **11.9 兆美元**¹⁷。

¹⁵ Atkinson, Tyler, David Luttrell and Harvey Rosenblum (2013), “How Bad Was It? The Costs and Consequences of the 2007-09 Financial Crisis,” *Dallas Fed: Staff Papers*, No. 20, July.

¹⁶ 總損失成本的涵蓋期間為 2008 年至假設產出完全恢復的 2023 年。

¹⁷ Conway, Edmund (2009), “IMF Puts Total Cost of Crisis at £7.1 Trillion,” *Telegraph*, Aug. 8.

- 除經濟產出損失外，本次金融危機還造成美國龐大的社會財富損失、國家社會心理層面的創傷、大規模失業所引發的技能浪費，以及政府因應危機的干預成本等。
 - 社會財富損失：家庭大幅下調對總財富的預期，此層面的危機損失約達 GDP 的 100%~190%；另美國財政部估計，危機讓**美國家庭財富損失 19.2 兆美元**¹⁸。
 - 精神層面損失：
 - 可量化者：美國財政部估計，本次危機共讓**美國流失 880 萬個工作機會**；失業的重擔，極可能使原先所估計之產出損失（為年度 GDP 的 40%~90%），存在明顯低估。
 - 無法量化者：缺乏就業前景與勞動市場復甦不理想，帶來心理層面的壓力；失業壓力導致失業者身體健康惡化的損失；長期失業導致勞工逐漸喪失熟悉的技能、更難以再回到職場。
 - 政府支持措施的成本：美國政府提供的直接援助及擴大公共安全網等激勵措施，約為 2007 年美國 GDP 的 82%；此部分未包括美國因應未來衰退及危機能力下降的龐大成本。
- 美國 QE 政策壓低美元匯價及美國中長期利率，致**握持美元資產的其他國家蒙受損失**
 - 美國持有的國外、依當地幣值計價的外幣資產，美元貶值後以美元計價會增加
 - 根據估計，2009 年底美國的**國外資產約 18.4 兆美元**，**國外負債則約為 21.1 兆美元**。
 - 由於美國的國外資產係以當地幣值計價，而國外負債則以美元計價，因此一旦美元**貶值 5%**，美國的淨獲利將達 **0.92 兆美元**；若**貶值 10%**，淨獲利更高達 **1.84 兆美元**。

¹⁸ US Department of the Treasury (2012), "The Financial Crisis Response in Charts," Apr. 13.

- 美國公債殖利率下降，美國政府籌資成本減少
 - 截至**本年 6 月**，市場流通且為大眾所持有的美國公債餘額為 **11.38 兆**美元；目前平均成本僅為 **1.992%**，遠低於雷曼兄弟倒閉前之 **3.902%**；美國財政部因此**每年**可減少 **2,174 億美元**的利息費用支出。
 - 以機構債（Agency Debt）而言，利率降低使美國債務人**每年減少約 1,751 億美元**利息支出。
- 國際間財富分配效果：外國官方為主要承擔者
 - 以外國人持有比重推估，其投資美國公債及機構債之收益每年各減少 **1,141 億**及 **243 億**美元。
 - 外國投資者所持有的美國公債及機構債，各有 **74.7%**及 **54.8%**係由外國官方機構所持有。因此，外國投資者所減少之收益，**主要係由外國官方所承擔**；推估各國官方對此兩項投資，每年約分別減少 **852 億**及 **133 億**美元。

（三）為避免再出現類似危機，美國須強化金融監理

- **美國誤信金融自由化的效益與金融監管不力，以致引發全球金融危機**
 - 2009～2010 年，在美國金融危機調查委員會（Financial Crisis Inquiry Commission）舉行的聽證會上，當年力主金融自由化、放寬管制的 Greenspan、Rubin、Summers，都直接或間接坦承當時誤信金融自由化的效益，金融監管確實力有未逮。

- 美國前總統柯林頓於 2010 年受訪時表示，他很後悔聽信 Rubin 與 Summers 的建議，而沒有對衍生性商品市場加以管制。
- 美國總統歐巴馬將危機的發生，歸因於**監理不當**、**人性貪婪**與**產品複雜**：“*Inadequate regulations, coupled with a vast culture of greed and an explosion of complicated financial instruments, induced excess risk taking and helped trigger the economic crisis.*”¹⁹。
- **為促進金融穩定，唯有加強金融監理。**

¹⁹ 引述自《華爾街日報》2009 年 6 月 18 日報導。