

日本央行之貨幣政策與穩定金融措施

蕭 翠 玲

一、日本近年之經濟走勢及日本央行之因應措施摘述

2008年9月15日雷曼事件所引爆之全球性金融危機，對已長期面對經濟走緩之日本央行（Bank of Japan，BOJ）造成更重大挑戰，對外出口銳減反映國外經濟走緩，加上國內需求弱化，金融條件維持緊俏並持續惡化達一段期間，尤其日本國內經濟活動面臨下滑風險。本文首先說明日本近3年來（2008年9月至2011年8月）之經濟成長走勢，再透過三個時期，分別探討日本央行如何採行不同之貨幣政策與穩定金融因應措施，繼而說明日本央行操作之影響及成效評估，最後闡述日本貨幣政策與穩定金融措施之政策啟

示。

（一）日本近年之經濟走勢

日本央行於2011年7月12日，公布其政策委員會多數成員之主要經濟預估值（見表1）。實質經濟成長率方面，2011會計年度係由4月時預估之0.6%，下修至0.4%；2012會計年度則與4月時預估之2.9%持平。企業商品價格指數，2011會計年度則由4月時預估之2.2%，上修至2.4%，2012會計年度則與4月時預估之0.6%持平。核心CPI方面，2011會計年度及2012會計年度均為0.7%，仍無法達到物價穩定成長之1%水準。

表1 日本經濟預估表（註1）

單位：%

	實質GDP	國內CGPI(註2)	CPI（扣除生鮮食物）
2009會計年度	-2.5	-5.3	-1.5
2010會計年度	+2.1	+0.7	-0.3
2011會計年度	+0.4	+2.4	+0.7
2012會計年度	+2.9	+0.6	+0.7

資料來源：日本央行於2011年7月12日發布之預估值，2009年數據係2010年1月26日發布之估計數。

（註1）相關數據係政策委員會成員（審議委員）預估區間值之中位數。

（註2）CGPI係指企業商品價格指數（Corporate Goods Price Index）。

表 2 日本企業景氣判斷指數之變動

		2010年3月	2010年6月	2010年9月	2010年12月	2011年3月	2011年6月
大型企業	製造業	-14	1	8	5	6	2
	非製造業	-14	-5	2	1	3	-1
中型企業	製造業	-19	-6	4	1	-4	-8
	非製造業	-21	-13	-8	-10	-6	-12
小型企業	製造業	-30	-18	-14	-12	-10	-16
	非製造業	-31	-26	-21	-22	-19	-27
全部企業		-24	-15	-10	-11	-9	-14

資料來源：依日本央行 2010 年 9 月及 2011 年 3 月短觀調查報告，所對 1 萬 1 千餘家企業之調查資料製表。

表 2 之短觀景氣調查數據顯示，日本企業景氣判斷指數近年來轉佳，惟因震災而回現悲觀氣氛。2010 年 12 月份全部企業景氣判斷指數-11，2011 年 3 月進步為-9，2011 年 6 月份全部企業景氣判斷指數預估卻轉成-14，市場認為日圓近半年來快速升值，衍生不利貿易出超之後續效應，加上震災成為最大之衝擊景氣因素；至於企業則因規模大小而對景氣走勢有不同認知，大型企業之調適能力較佳，其景氣判斷大致優於小型企業。

（二）日本央行之因應措施摘述

日本央行在金融危機以來，依據當時經濟金融情勢採行不同因應措施，主要包括：

1. 2008 年 9 月至 2009 年：因應全球金融危機，採行寬鬆貨幣政策並協助企業融資；
2. 2010 年：因應全球經濟不確定性風險增加，擴大寬鬆貨幣政策並支持強化經濟成長基礎；
3. 2011 年：因應震災危機與日圓升值壓力，協助災區金融業並提升寬鬆貨幣政策。

有關 BOJ 為因應各階段金融危機問題而採行之措施，請參見表 3。

表 3 BOJ 因應不同階段金融危機所採行之措施

期間	措施背景	維持寬鬆貨幣情勢	協助企業融資或確保金融市場穩定	支持強化經濟成長基礎或協助救災
2008 年 9 月雷曼事件之後	因應全球金融危機 1. 調降利率 2. 提供美元資金 3. 宣布協助企業融資	2008/10/31 調降無擔保隔夜拆款利率目標至約 0.3%；調降基本貸款利率至 0.5%。 2008/12/19 調降無擔保隔夜拆款目標利率至約 0.1%；調降基本貸款利率至 0.3%。	2008/9/18 提供美元融通操作 2008/10/31 補充性存款機制	

2009 年 上半年	落實協助企 業融資 增購日本公 債擴大資金 寬鬆情勢	2009/1/22 擴大每年買斷 日本公債額度至 16.8 兆 日圓 2009/3/18 擴大每年買斷 日本公債額度至 21.6 兆 日圓	2009/1/22 宣布得買 斷商業本票 2009/2/19 宣布得買 斷公司債 2009/3/4 重啓購買 股票計畫 2009/5/22 接受英美 公債作擔保品	
2009 年 下半年	進一步寬鬆 措施引發 BOJ 內部討論	2009/10/30 曾經啓動退 場機制 2009/12/1 改爲提高寬鬆 資金情勢(固定利率操作)	2009/12/19 借券	
2010 年 上半年	配合因應歐 元區主權債 務引發之危 機	2010/3/17 擴大固定利率 操作，鼓勵長期利率下滑	2010/3/24 參與「清 邁倡議多邊化」協議 2010/5/10 重建美元 流動性換匯機制	2010/6/15 提供資金 操作支持強化經濟 成長基礎
2010 年 下半年	全球經濟不 確定風險增 加，美國經濟 遲緩對日本 造成壓力	2010/8/30 擴大寬鬆資金 情勢(固定利率操作增加 6 個月期操作) 2010/10/5 廣泛寬鬆貨幣 政策之三項措施： 1.更改貨幣市場操作指導 準則：調降無擔保隔夜拆 款目標利率至約 0-0.1% 2.在中長期物價穩定前持 續採行實質零利率政策 3.建立資產購買計畫 2010/10/28 公布資產購 買計畫 2010/11/5 增購風險性資 產項目	2010/12/21 提供美 元操作	
2011 年 上半年	因應日本東 北震災及經 濟疲弱情勢	2011/3/14 進一步提升寬 鬆貨幣情勢，增加風險性 資產額度	2011/3/25 提供美元 操作	2011/4/28 提供資金 支援地震災區金融 機構 2011/6/14 擴大提供 資金操作支持強化 經濟成長基礎
2011 年 下半年	因應日圓升 值與全球經 濟不確定性	2011/8/4 進一步增加風 險性資產額度與固定利率 操作，提升寬鬆貨幣情 勢，因應日圓升值情勢。		

資料來源：作者整理

二、2008 年 9 月至 2009 年：

因應全球金融危機採行寬鬆貨幣政策並協助企業融資

日本央行爲因應這段期間經濟成長轉為負值，除調降政策利率至實質零利率外，擴大買斷公債額度，並透過承購商業本票與公司債等方式，協助企業取得融資，達成刺激

經濟與穩定金融之目標。

（一）調降政策利率

2008年9月15日雷曼事件後，日本央行三度調降其政策利率；2008年11月16日起，採行輔助性存款機制，開始對超額準備支付利息0.1%，藉以協助維持拆款市場之有效運作（見表4）。日本央行自2008年12月19日起，將無擔保隔夜拆款利率目標調降至0.1%，利率僅略高於0。

其後，日本央行於2010年10月5日，在日本財務省於2010年9月15日大動作進場干預日圓兌美元匯價不久後，宣布範圍廣泛之貨幣寬鬆政策，包括政策利率方面，BOJ鼓勵無擔保隔夜拆款利率維持在0至0.1%（原目標為0.1%），即採行實質零利率政策，但希望同時維持貨幣市場機制之運作。

（二）穩定金融市場措施

日本央行在嚴峻之經濟金融環境下，為

協助企業融資及確保金融市場之穩定，採行措施（見表5）；即透過對金融市場提供充足之流動性，藉以確保金融市場穩定之措施。相關作法包括擴大買斷標的、擴大附條件交易擔保品、擴大借券標的之範圍；提供更充足之操作額度；或對超額準備付息，透過充裕提供拆款市場資金，藉以維持利率之平穩；其中較重要者：

1.2008年9~10月引介及擴大美元融資操作。

2.擴大買斷日本公債（JGBs）操作額度：2008年12月由每年14.4兆日圓，擴大為16.8兆日圓；2009年3月再擴大為21.6兆日圓。

3.2008年10月及2009年2月，兩度擴大JGBs附買回操作。

4.2008年10月引介輔助性存款機制。

5.2009年1~5月數度擴大提供資金操作之合格擔保品範圍。

表4 日本央行重要政策率之調整

日期	無擔保隔夜拆款利率目標	基本貸款利率	輔助性存款機制~ 超額準備計息利率
2007/2/21	約0.5%	0.75%	—
2008/10/31	約0.3%	0.5%	0.1%
2008/12/19	約0.1%	0.3%	0.1%
2010/10/5	約0-0.1%	0.3%	0.1%

資料來源：日本央行

表 5 日本央行穩定金融措施表

措施	公布及修正日期
1. 擴展借券機制	2008/10/14；2009/2/19
2. 引介及擴展提供美元操作	2008/9/18；2008/9/29；2008/10/14
3. 附條件交易擴大購入 JGBs	2008/10/14
4. 引介補充性存款機制	2008/10/31
5. 增加買斷 JGBs	2008/12/19（每年 16.8 兆日圓） 2009/3/18（每年 21.6 兆日圓）
6. 擴大買斷 JGBs 種類範圍	2008/12/19；2009/1/22
7. 引介依類別及剩餘到期日分類買斷 JGBs	2008/12/19；2009/1/22
8. 將日本發展銀行內商業本票附條件交易之交易對手	2008/12/19
9. 接納不動產投資公司所發行債券作合格擔保品	2009/1/22
10. 將政府擔保無實體商業本票充當合格擔保品	2009/2/19
11. 擴大合格擔保品範圍，包括對公共部門之實質貸款	2009/4/7
12. 美國、英國、德國及法國政府債券納為合格擔保品	2009/5/22
13. 曆年底提供充足資金	2008/10/14
14. 會計年底提供充足資金	逐年提供

資料來源：日本央行

（三）買斷日本公債操作

日本央行為延長操作期間，促使資金供給更為平順，於 2009 年 1 月 22 日擴大買斷日本公債範圍，藉以提供長期資金。

1. 買進金額：每年 16.8 兆日圓，每月約 1.4 兆日圓。

2. 公債種類：2-30 年期公債、浮動利率公債、通膨指標公債。

3. 買入頻率及限額：每月 4 次，各類公

債限額如表 6。

4. 投標方式：複數價格標，實務上以賣斷利率扣除指標公債利率之差價利率投標。

5. 日本央行持有日本公債之準則：日本央行持有日本公債之餘額，不得超過通貨發行餘額。

6. 實施日期：2009 年 2 月 2 日生效，可增加購入 30 年期公債、浮動利率公債、通膨指標公債。

表 6 日本央行每年買入各期間別公債限額表

1 年期以內	1-10 年期	10-30 年期	浮動利率公債	通膨指標公債
5.52 兆日圓	9.6 兆日圓	0.9 兆日圓	0.6 兆日圓	0.18 兆日圓

(四) 協助企業融資

日本央行透過接受商業本票及公司債作為附條件交易擔保品，加上買斷商業本票及公司債等方式來協助企業融資，日本央行為實施協助企業融資時，能兼顧該行財務健全性，爰宣布買斷公司融資工具之原則【見附錄 1】；有關協助企業融資主要包括下列措

施，至於買斷商業本票與公司債之比較，請參表 7，並簡述如次：

1.2008 年 10 月擴大商業本票附條件操作之頻率及規模；

2.2008 年 12 月及 2009 年 2 月，引介及擴大特殊融資操作以協助企業融資；

3.2009 年 1 月首創從合格金融機構買斷

表 7 日本央行買斷商業本票與買斷公司債操作之比較

	買斷商業本票操作	買斷公司債操作
決定日期	2009/1/22	2009/2/19
實施期間	2009/1/30~2009/3/31 延至 2009/9/30/續延至 2009/12/31	2009/3/4~2009/9/30 續延至 2009/12/31
實施目的	藉著執行妥適貨幣市場操作，以確保金融市場穩定及協助公司融資。	透過貨幣市場操作，確保金融市場穩定及協助企業融資。
工具到期日	到期日在 3 個月內；日本央行承作投標日時已發行	進行操作日當月底剩餘到期日 1 年內
信評	信評等級 a-1 級以上，或由信評等級 a-1 級以上公司所保證	本身信評 A 級以上，或由信評 A 級以上公司所擔保發行
合格交易對手	原擔任提供整批擔保品承作提供資金操作之交易對手，包括銀行（不含過渡銀行）、證券金融公司及短資公司。	
標售方式	日本央行訂定最低投標利率，交易對手以加碼利率投標。 (1) 剩餘到期日 1 個月以內者，無擔保隔夜拆款目標利率+20bp。(2) 剩餘到期日 1 個月以上 3 個月以內者，無擔保隔夜拆款目標利率+30bp。買進利率係得標利率加最低投標利率。	日本央行訂定最低投標利率，交易對手以加碼利率投標 (1) 剩餘到期日 6 個月以內者，無擔保隔夜拆款目標利率+40bp。(2) 剩餘到期日 6 個月以上者，無擔保隔夜拆款目標利率+60bp。
買進限額	總餘額上限：3 兆日圓	總餘額上限：1 兆日圓
特別限額	買進單一發行公司限額：1,000 億日圓；且如日本央行買進單一公司商業本票超過特殊限額（2008/7~2008/12 該公司發行商業本票餘額之 25%），則將停止買進，直至比率合格為止。	買進單一發行公司限額：500 億日圓。且如日本央行買進單一公司債超過特殊限額（2008/7~2009/1 該公司發行公司債餘額之 25%），則將停止買進，直至比率合格為止。
實施時程細節	2009/1/30 起承作	首批 2009/3/4、2009/4/6、2009/5/11 各買入 1,500 億日圓

資料來源：日本央行

商業本票操作；

4.2009 年 2 月首創從合格金融機構買斷公司債操作；

5.2008 年 12 月擴大公司債券作為合格擔保品範圍。

2008 年 8 月時，日本企業 1 個月期商業本票發行利率為 0.7%，2008 年底飆升至 1.3%，經採上述措施，2009 年 1 月回復至 0.7% 以下；12 年期公司債利率亦自 2008 年 10 月之 1.9%，至 2009 年 1 月下降為 1.7%。綜上，日本央行係透過充分提供資金，並降低資金成本，藉以支撐金融機構放款業務，

以及活絡商業本票與公司債市場之交易。

（五）日本央行重啟購買股票計畫

國際金融風暴對金融中介及金融機構管理均產生重大衝擊，日本金融機構因持股造成重大已實現及未實現損失，已損及其放款能力及意願；日本央行重啟購買股票計畫，作為穩定金融體系措施，透過降低金融機構因持股產生之市場風險，藉以確保金融體系之穩定運作，而非在支撐股價。有關日本央行 2009 年 2 月 3 日重啟自金融機構購買股票措施，與該行 2002 年量化寬鬆期間購買股票狀況，經比較列如表 8。

表 8 日本央行購買股票方案之比較表

實施期間	2009 年 2 月購買股票計畫方案 2009 年 3 月~2010 年 4 月期間實施	2002 年 11 月~2004 年 9 月 實際購買股票狀況		
總金額 上限	1 兆日圓	3 兆日圓/實際買入 2 兆 180 億日圓		
合格股票	上市股票信評 BBB-級以上； 每年實際上市交易日達 200 日以上； 每年交易額達 200 億日圓以上。			
價格	市價	市價（加權平均價或市價較低者）		
合格銀行	銀行在日本央行開戶；銀行持股超過第一類資本之 50%；持股總額超過 5,000 億日圓；並且資本計提適用國際標準。	銀行持股超過第一類資本		
每家銀行限額	2,500 億日圓	第一類資本或 5,000 億日圓較低者		
每家公司限額	另訂定	投票權之 5%或下表金額較小者		
		交易量/ 億日圓	A 類 信評	BBB 類信 評
		≥2,000	1,000	500
		≥1,000	500	250
		≥500	250	125
		≥200	100	50
購後處理方式	2009 年 3 月底起新購股票；2012 年 4 月起出售持股，2017 年 9 月底前出清持股。	2007 年 10 月-2008 年 10 月曾處理部份持股；2017 年 9 月底前出清持股。		

資料來源：依據日本央行公告編製

（六）日本央行再度提升寬鬆貨幣情勢

日本央行於 2009 年 12 月 1 日召集特別貨幣政策會議，宣布再度提升寬鬆貨幣形勢，由於時機距離 2009 年 10 月 30 日宣布調整貨幣市場操作暫行措施（註 3）僅 1 個月，頗令市場意外。

1. 召集特別貨幣政策會議

日本央行於 2009 年 12 月 1 日援引日本央行法第 17 條，由政策委員會主席白川方明總裁召開原會議日程表未安排之特別委員會，藉以依據近期經濟與金融發展，討論貨幣控制事宜。會後聲明透過引介特別提供資金操作，激勵長期利率下滑，藉以進一步提升寬鬆貨幣形勢。

2. 政策委員會對當前經濟金融背景摘述

雖然日本之經濟轉佳，但尚無充足動能，足以支撐企業投資及私人消費之自行持續成長。經濟展望方面，2010 年財政年度期中（9 月）之前，經濟改善之步調維持溫和成長。物價方面，核心 CPI（扣除生鮮食品）之下滑年增率在年關之前變得緩和，惟物價下滑壓力仍然持續。金融相關方面，企業融資雖部分仍見嚴峻，惟已逐漸出現改善徵

兆。然而，因而，國際金融發展與外匯市場不穩定，可能對企業造成衝擊，繼而對經濟活動造成負面影響；日本央行因而密切注意相關進展。

3. 引介新的提供資金操作

日本央行打算透過金融面支撐經濟復甦，因而引介新的提供資金操作；透過擴散寬鬆貨幣之強力效果，並以極低利率提供充足較長期資金，鼓勵長期利率進一步下滑；因而政策委員會成員一致同意以下措施：

（1）貸款利率：固定利率（無擔保隔夜拆款目標利率：0.1%）；

（2）存續期間：3 個月；

（3）擔保品：適用日本央行提供資金操作之任何合格擔保品，如日本政府公債、公司債、商業本票、實質交易貸款等。

（4）貸款總量：約 10 兆日圓。

（5）日本央行鼓勵無擔保隔夜拆款利率目標仍維持於 0.1%。

配套措施：修正「以集合擔保品承作提供資金操作之主要條款與條件」法規，增列操作利率除複數利率競標外，亦得以無擔保隔夜拆款目標利率承作。

（註 3）2009 年 10 月 30 日措施：買斷商業本票及公司債兩項操作規劃於 2009 年 12 月 31 日屆期；特殊提供資金操作以協助企業融資規劃於 2010 年 3 月 31 日到期；2010 年 4 月之後，日本銀行主要將透過以範圍廣泛之集合擔保品承作融資操作，以提供充足流動性。擴大公司債與資產擔保商業本票作為合格擔保品範圍之措施，規劃持續至 2010 年底，因該項措施對協助企業融資扮演重要角色。

三、2010 年：因應全球經濟不確定風險增加擴大寬鬆貨幣政策 並支持強化經濟成長基礎

2010 年全球經濟原已脫離 2009 年之低檔情勢，市場一度充斥推動退場機制聲浪；惟 5 月爆發希臘債務危機，提升全球經濟不確定性風險，日本央行只好擴大寬鬆貨幣政策，並提出特別措施，支持強化經濟成長基礎。

（一）日本央行於 2010 年 3 月 17 日進一步 擴增寬鬆措施

日本央行於 2009 年 12 月 1 日新推出固定利率 0.1% 提供資金操作，該行於 2010 年 3 月 17 日進一步擴增前一措施，均藉以引導一年期以上較長期利率下跌。2010 年 8 月在美國經濟成長遲緩下，日本惟恐經濟出現下檔風險，進一步就固定利率提供資金操作提升額度，並增加 6 個月期貸款期別。

由於特別資金供給操作所提供流通在外的資金餘額，從 2010 年 4 月以後開始減少，日本央行藉擴大該措施，透過固定利率操作以大幅增加資金供給。有關固定利率資金供給操作，總貸款金額：將從原有的 10 兆日圓增加至 20 兆日圓；天期：維持 3 個月期；操作頻率：每週 2 次；每次操作的金額：約 8 千億日圓。

（二）兩位審議委員反對寬鬆措施之意見

2010 年 3 月 17 日會議之聲明稿指出，增量承作固定利率操作係為引導長期利率下

跌，惟政策委員會審議委員須田美矢子（Miyako Suda）女士及野田忠男（Tadao Noda）先生質疑，認為本項措施雖能擴增提供短期流動性，但仍有負面作用。

1. 須田委員：從長期觀點來看，擬議方案會損害日本央行與大眾之溝通，其理由如次：

（1）並無堅強理由顯示應提升寬鬆貨幣形勢，因近期經濟數據大致和日本央行經濟展望一致。

（2）儘管日本央行在執行貨幣政策時，注重利率水準；但此舉會給市場錯誤訊息，誤認為貨幣寬鬆程度，可由特定種類市場操作之資金量所衡量。

（3）讓市場更加誤認為，日本央行可以採行任何市場期待之政策措施。

2. 野田委員：儘管同意必要時，日本央行應儘快並果斷採行措施，但反對擬議措施，其理由如次：

（1）此刻提升寬鬆貨幣形勢，因為擬議措施與現有貨幣政策架構不一致，會使日本央行難以和市場維持良好溝通。野田委員表示此刻係指經濟活動轉強，物價發展趨勢大致與 2010 年 1 月時之評估水準一致，而且金融市場亦無特殊改變。

(2) 本項措施對於降低利率之成效有限，且缺乏政策宣示效果；反可能加深錯誤印象，認為貨幣政策深為媒體報導所影響；其副作用在於損及日本央行貨幣政策之可信度。

(三) 日本央行於 2010 年 3 月 24 日參與「清邁倡議多邊化」協議

為配合亞洲區域提高抵禦金融挑戰的能力，日本央行於 2010 年 3 月 24 日參與「清邁倡議多邊化」(Chiang Mai Initiative Multilateralization, CMIM) 協議，並做 4 點說明：

1. 東協 (ASEAN) 會員國(註 4)、中國、日本與韓國 (ASEAN+3) 財長及央行總裁，加上香港金融管理局 (HKMA) 共同宣布 CMIM 協議自 2010 年 3 月 24 日生效。

2. CMIM 總規模為 1,200 億美元，其核心目的在於：(1) 解決區域內國際收支和短期流動性困難；(2) 補充現有國際融資安排。它將透過換匯交易，對面臨國際收支和短期流動性困難的清邁倡議多邊化參與成員國提供資金支持。各參與成員有權根據協議規定的程序和條件，在其出資份額 (financial contribution) 與融資乘數 (purchasing multiplier) 相乘所得的額度內，用該國貨幣與美元實施互換。

3. CMIM 多邊貨幣化互換契約，係由 CMI 雙邊換匯架構發展而來，涵蓋 ASEAN+3

成員國，旨在通過單一協議下的共同決策機制，採取迅速、一致性行動，以進行貨幣互換交易。

4. 清邁倡議多邊化的成功啟動，以及籌建中的獨立區域經濟監督單位，展現成員國堅定承諾和共同努力，藉以進一步提高區域抵禦全球經濟下滑風險及挑戰的能力。

有關本案，日本和中國 (包括香港) 的出資份額最多，各為 384 億美元，各占總金額的 32%；南韓以 192 億美元位居第 3，占 16%。中、日、韓 3 個國的出資份額，已達總金額的 80%。在融資乘數上，越南、柬埔寨、緬甸、汶萊和寮國為最高，各為 5；其次為印尼、泰國、馬來西亞、新加坡、菲律賓和香港的 2.5；至於南韓是 1，中國及日本各為 0.5。

(四) 日本央行於 2010 年 5 月 10 日因應歐債危機增開貨幣政策會議

為配合國際主要央行拯救歐元區主權債務問題引發之金融危機，日本央行依據日本央行法第 17 條，臨時增開貨幣政策會議，並採行以下數項措施：

1. 貨幣市場操作準則：日本央行鼓勵無擔保隔夜拆款利率維持在 0.1% 左右。

2. 日本央行參與國際央行協調行動：為因應歐洲市場所發生美元短期融資緊俏現象，Fed、ECB、BoE、BoC、SNB 及 BOJ 等，同

(註 4) 東南亞國協 (東協) (Association of Southeast Asian Nations, ASEAN)，又稱東南亞合作組織 (東合)，是一個集合東南亞區域國家的國際組織；預訂 2015 年成立「東協共同體」。

時於 2010 年 5 月 10 日宣布重建暫時性美元流動性換匯機制，係考量維持銀行間融資市場穩定之重要性，藉以改善美元融資市場之流動性情勢，並避免蔓延至其他金融市場。

3.引介以集合擔保品承作提供美元操作：

(1) 交易對手：金融機構（不包括整理回收機構及過渡銀行）、金融工具公司、證券金融公司、短資公司。

(2) 貸款條件：電子貸款，逐筆審核，最長不超過 3 個月；個案金額、動用時點、均由日本央行依資金情勢逐案訂定。

(3) 貸款利率擇一方式計算並於到期時收取：

(a) 採複數利率標：底標利率不得低於 FRBNY 所設定，與貸款期限相對應之現行美元 OIS 市場利率。

(b) 利率直接由 FRBNY 所設定，係參酌貸款期限相對應之現行美元 OIS 市場利率。

(4) 擔保品：可使用現行集合式融資擔保品或合格外幣債券擔保品。貸款期間不超過 1 個月，擔保品價值至少為貸款之 1.13 倍；貸款期間超過 1 個月，擔保品價值至少為貸款之 1.25 倍。

(5) 承作期間：2010 年 3 月 17 日起，至 2011 年 1 月 31 日止；相關規定適用至貸款到期日為止。

4.BOJ 與 Fed 訂定美元與日圓換匯協定：

實務上，由 BOJ 與紐約地區之聯邦準備銀行（FRBNY）訂定契約：即期交易端，日本央行購入美元；遠期交易端，日本央行出售美元。承作日期至 2011 年 1 月 31 日為止，實際承作金額暫無限制。

（五）2010 年 6 月 5 日發布支持強化經濟成長基礎之提供資金措施

日本央行依據日本政府 2010 年 6 月所規劃發布之成長策略實施計畫，就信心面與實質面，有效配合提振日本景氣，爰發布「支持強化經濟成長基礎之提供資金措施」（Fund-Provisioning Measure to Support Strengthening the Foundations for Economic Growth）。希望藉以達成物價穩定，並對日本經濟健全發展有所助益。在確保貨幣市場平穩運作下，透過提供資金措施支援民營金融機構，藉以努力強化經濟成長基礎。

日本央行三度發布本項措施實施狀況：承作金額，合計達 1 兆 5,352 億日圓；承作機構分別為 47 家、106 家、122 家，合計 275 家。目前使用之三大類別分別為「環境與能源事業」6,719 億日圓（占 29.0%），「醫藥、照護、其他健康相關事業」3,004 億日圓（占 13.0%），「社會基礎架構之發展與提升」2,429 億日圓（占 10.5%）。

（六）日本央行於 2010 年 10 月 5 日採行廣泛貨幣寬鬆政策

日本央行於 2010 年 10 月 5 日在財務省 2010 年 9 月 15 日大動作進場干預日圓兌美元

匯價不久後，為因應經濟逆境，宣布範圍廣泛之貨幣寬鬆政策，包括三項措施：

1.更改貨幣市場操作指導準則

日本央行鼓勵無擔保隔夜拆款利率維持在 0 至 0.1%（原目標為 0.1%），即採行實質零利率政策。

2.在中長期物價穩定前持續採行零利率政策

日本央行將維持實質上之零利率，直至其認為物價穩定立即可見，且所有判斷均依據對中長期物價穩定之瞭解（即物價上漲率約在 1%）；該行在衡量風險因素時，未辨識

出任何風險，包括金融方面並未出現某一層面累積之不平衡現象。

3.建立資產購買計畫

日本央行建立暫時性資產購買計畫，以及對集合擔保品進行固定利率提供資金操作。日本央行鑒於短期利率下調空間有限，因而鼓勵長期利率及各種風險溢酬下調，以利進一步提升寬鬆貨幣情勢。

（七）資產購買計畫之內容

日本央行另於 2010 年 10 月 28 日及 2010 年 11 月 5 日持續公布購買資產相關操作細節：除以集合擔保品，承作固定利率（0.1%）

表 9 BOJ 購買相關資產之規定重點

	購買公債及國庫券	購買商業本票與公司債
購買資產	公債在投標日當天或之前發行，且剩餘到期日在 1-2 年者。國庫券在投標日當天或之前發行者。 （BOJ 稱，選擇 1-2 年，係因民間企業向銀行借貸，此種年期借款頗多。）	CP 信評：達 a-2 等級以上；ABCP 或不動產投資公司 CP 信評：達 a-1 等級以上。在投標日當天或之前發行者；且信用無虞者。 公司債信評：一般發行者達 BBB 等級以上；不動產投資公司發行者達 AA 等級以上。剩餘到期日在 1-2 年，在投標日當天或之前發行；且信用無虞者。
合格交易對手	使用 BOJ 總行 BOJ-NET，使用 JGB 登錄公債系統，且信用無虞之金融機構。	使用 BOJ 總行 BOJ-NET，且信用無虞之機構。
購買方法	使用複數利率標競標，利率需高於 0.1%。	使用複數利率標競標，利率需高於 0.1%。
其他	合格交易對手可參與公債及國庫券競標；惟公債及國庫券競標應分別辦理。	單一發行機構之 CP 及公司債購入餘額，分別不得超過 1 千億日圓。 如購入單一發行機構之 CP 或公司債餘額，超過該公司發行餘額之 25%，該機構將被排除在購入名單外。 合格交易對手可參與 CP 及公司債競標；惟 CP 及公司債競標應分別辦理。

資料來源：日本央行

操作，提供 30 兆日圓資金外，購買 5 兆日圓資產之額度。

1. 購買資產種類

(1) 購買資產種類：包括長期公債、國庫券、商業本票（CP）、資產基礎商業本票（ABCP）、公司債、交易所指數股票型基金（ETFs）、日本不動產投資信託基金（J-REITs）等。

(2) 提供資金操作：針對集合擔保品，進行固定利率（0.1%）提供資金操作。

購買相關資產之規定重點列如表 9。

2. 購買資產規模

(1) 整體規模合計約 35 兆日圓，其中購買資產額度：約 5 兆日圓；固定利率提供資金方式：約 30 兆日圓。

(2) 估計購買資產 1 年後達 5 兆日圓，其中公債計 1.5 兆日圓；國庫券計 2 兆日圓；商業本票計 0.5 兆日圓；公司債計 0.5 兆日圓；ETFs 計 0.45 兆日圓；J-REITs 則為 0.05 兆日圓。

(3) 相關要件：BOJ 考量購買資產之相關要件及條件，著眼於鼓勵長期利率及風險溢酬能夠下降。BOJ 計畫購買到期日僅剩 1~2 年之長期公債及公司債。

四、2011 年：因應震災危機與日圓升值壓力，協助災區金融業並提升寬鬆貨幣政策

日本於 2011 年 3 月 11 日發生東北大地震、海嘯，以及核電廠事故，讓日本經濟蒙受空前之衝擊；加上 2011 年美國經濟走緩與歐債危機，日圓成為國際避險貨幣，推升日圓匯價，日本央行爰進一步推出因應措施。

(一) 日本震災影響

依據日本央行資料：日本此次震災及海嘯受創最嚴重的 4 大地區，其 GDP 占日本整體 GDP 之 6.2%，其中茨城縣占 2.2%、宮城縣占 1.6%、福島縣占 1.5%、岩手縣占 0.9%。至於資本存量之損失約在 16~25 兆日

圓，相當於名目 GDP 之 3~5%，或資本總存量之 1.4~2.2%，金額高於關東大地震或阪神大地震；日本央行為因應該震災可能對金融市場與金融機構業務操作之不利影響，採行下列措施維護金融中介功能，確保資金能平穩交割，並透過貨幣市場操作提供資金。

日本在經濟發展遲緩約 20 年以來，復因日本東北大震災（註 5）再度重創經濟表現，日本內閣於 2011 年 4 月 22 日通過 4 兆日圓之重建預算【詳附錄 2】，日本國會並於 2011 年 5 月 2 日一致同意，期望對日本經濟有所

（註 5）日本 2011 年 3 月 11 日所發生東北太平洋震災、海嘯以及核電廠事故，依日本政府公布，截至 2011 年 4 月 22 日為止，計有 24,000 人失蹤或罹難，135,000 人仍住在 2,500 個臨時避難所，經濟損失達到 25 兆日圓。

提振。

(二) 2011 年 3 月 14 日進一步擴大資產購買

計畫

日本央行增加購買 5 兆日圓資產之額度分配如次：日本公債（JGBs）0.5 兆日圓；國庫券 1 兆日圓；商業本票 1.5 兆日圓；公司債 1.5 兆日圓；指數股票型基金（ETFs）0.45 兆日圓；日本不動產投資信託基金（J-REITs）0.05 兆日圓。因此，狹義資產購買計畫總額度增為 10 兆日圓，另加計以集合擔保品，承作固定利率（0.1%）之操作達 30 兆日圓，廣義資產購買計畫總計提供 40 兆日圓資金（註

6）。至於承作期限則由 2011 年底止，延長至 2012 年 6 月底止。

(三) 日本央行於 2011 年 4 月 28 日宣布資金操作以支援災區金融機構

日本央行原已執行固定利率提供資金操作，此次提供地震災區金融機構資金之操作相較原操作略有不同，茲列示如表 10：

至於災區提供資金操作所放寬擔保品類別及信評等級如次：

1. 銀行對災區機構之貸款與持有災區機構債券，均得成為日本央行操作之合格擔保品：

表 10 日本央行承作災區提供資金操作與廣泛操作之比較

	廣泛提供資金操作	對災區金融機構提供資金操作
1. 目的	有利於貨幣市場操作	協助地震災區金融機構
2. 操作地點	日本央行總行或分行	同左
3. 合格交易對手	日本央行選定之金融機構、證券金融公司及短資公司	金融機構或是金融合作事業之中央組織，該機構或其會員機構在災區有營業據點從事放款
4. 貸款形式	電子核貸方式	同左
5. 貸款期限	1 年內	同左
6. 貸款利率及付息方式	自 2009 年 12 月 1 日起，由競標貸款改為固定利率（0.1%）貸款；按日計息且到期付息	自 2011 年 4 月 28 日起，逕採固定利率（0.1%）貸款；按日計息且到期付息
7. 每筆貸款金額	依實際需求及擔保品價值作決定	同左
8. 貸款最大金額 ~總額 ~單筆	30 兆日圓（2010 年 8 月 30 日起） 8 千億日圓	1 兆日圓（2011 年 4 月 28 日起） 1 千 5 百億日圓
9. 申請貸款截止日	依剩餘額度而定	2011 年 10 月 31 日截止
10. 貸款撥付日	依據金融市場情勢決定撥付日	同左
11. 擔保品	貸款前取得合格擔保品清單所列擔保品	放寬擔保品類別及信評等級至 2012 年 10 月 31 日

資料來源：日本央行

（註 6）西村清彥（Kiyohiko G. Nishimura）副總裁於 2011 年 4 月 28 日貨幣政策會議，建議增加資產購買額度 5 兆日圓，合計 45 兆日圓，惟未獲其他委員表決同意。

(1) 在災區有營業處所企業之公司債、票券與契據抵押貸款 (loans on deeds)；該等企業須由金融機構認定為信譽良好之正常借款企業；惟如企業有外部信評，則得接受之評等即可由 A 級以上，放寬為 BBB 級以上。

(2) 災區市政府之契據抵押貸款；惟不包括對外公開發行市政債券者，亦不包括利率由競標產生之契據抵押貸款。

(3) 災區市政府所屬機構之契據抵押貸款，該等企業須由金融機構認定為信譽良好之正常借款企業。

2. 擔保品評價：

(1) 日本央行評定擔保品價值，應考量

相關機構之信譽及擔保品之市場性。

(2) 擔保品項目中以票券與契據抵押貸款為擔保品者，不得超過送呈日本央行擔保品總量之 50%。

(四) 對支持強化經濟成長基礎增加提供資金措施

儘管日本央行預估經濟將於 2011 年會計年度下半年逐漸回溫，但鑑於生產面表現不佳，為改善地震後日本經濟所面臨之不確定性，爰於 2011 年 6 月 14 日透過擴大「支持強化經濟成長基礎之提供資金措施」，提振金融機構亦助經濟之意願；其與一年前於 2010 年 6 月 15 日措施，比較如表 11。

表 11 支持強化經濟成長基礎之提供資金措施

	原有措施	擴大措施
宣布日期	2010 年 6 月 15 日	2011 年 6 月 14 日
目的	確保貨幣市場平穩運作下，本項提供資金措施，能支援民營金融機構，以努力強化經濟成長基礎。	為激勵災後生產，鼓勵金融機構投資或融通無傳統擔保品或保證權益類基金或貸款，藉以支持強化經濟成長基礎。
貸款支援對象	支持強化經濟成長基礎之 18 類計畫。	合格投資及貸款： (1) 權益類投資及貸款； (2) 無不動產擔保或保證之貸款，包括資產基礎貸款 (asset-based lending, ABL)。
合格交易對手	金融機構如為 BOJ 收受集合擔保品承作提供資金操作之交易對手，並有意願者，得成為本措施之交易對手。此等金融機構不包括整理回收機構、過渡銀行、金融工具公司、證券金融公司、短資公司及日本發展銀行。	
擔保品	應符合該行 2000 年 10 月 31 日所訂「合格擔保品準則」，以及 2009 年 5 月 22 日所訂「合格外國債券擔保品準則」。	
貸款形式	貸款以提供集合擔保品，並以電子方式進行作業。	
貸款總額	3 兆日圓	5,000 億日圓

單筆貸款 最高金額	對單一交易對手最高貸款金額，不得超過 1,500 億日圓。 對單一交易對手每一貸款每次付款，不得超過其每季執行細則計畫實際貸款或投資之金額。	對單一交易對手最高貸款金額，不得超過 500 億日圓。
單筆貸款 最低金額	1 千萬日圓	1 百萬日圓
每筆貸款 金額	每筆貸款原則上依交易對手之需求承貸，但不得超過貸款相關限額，亦不得超過尚未使用集合擔保品之價值。	
貸款期限 及 到期續作	每筆貸款期限原則為 1 年，並得到期續作 3 次（實際最長期限得為 4 年），新貸款按季支付款項。	每筆貸款期限原則為 2 年，得延期 1 次，最長到期期間為 4 年，不採按季支付款項。
貸款利率 及收取利 息	貸款利率：貸款動用時，日本央行之無擔保隔夜拆款目標利率。 收取利息：利息於到期日收取，按實際動用期間計息。	年息 0.1%
申貸貸款 截止日期	均為 2012 年 3 月 31 日	
貸款最後 付款日	均為 2012 年 6 月 30 日	

（五）2011 年 8 月 4 日擴大資產購買計畫與
三次擴大計畫背景

日本央行於 2011 年 8 月 4 日增加購買 5 兆日圓資產之額度，因此，狹義資產購買計畫總額度增為 15 兆日圓（見表 12），另加計

以集合擔保品，承作固定利率（0.1%）之操作達 35 兆日圓（見表 13），致廣義資產購買計畫總計提供 50 兆日圓資金（見表 13）。至於承作期限則由 2011 年底止，延長至 2012 年 6 月底止。

表 12 日本央行承作的資產購買計畫

單位：兆日圓

購買資產種類	2010/10/5 新增額度	2011/3/14 新增額度	2011/8/4 新增額度	總額度
日本公債	1.50	0.50	2.00	4.00
日本國庫券	2.00	1.00	1.50	4.50
商業本票	0.50	1.50	0.10	2.10
公司債	0.50	1.50	0.90	2.90
指數股票型基金	0.45	0.45	0.50	1.40
日本不動產投資信託基金	0.05	0.05	0.01	0.11
合計	5.00	5.00	5.00	15.00

自 2011 年 8 月 4 日起，日本央行資產購買計畫總額度達 15 兆日圓，該承作額度係分 3 次累積而成，其背景如次：

1. 2010 年 10 月 5 日：額度 5 兆日圓；當時日本央行基於下列判斷，決定要透過購買資產，進一步擴大寬鬆貨幣情勢：

(1) 該行追求實質零利率政策。

(2) 維持實質零利率政策，直到該行判斷物價穩定可見，而且以「對中長期物價穩定之瞭解」作為判斷之基礎。

(3) 考量短期利率調降空間有限，該行鼓勵調降長期利率與各項風險加碼，藉以提升貨幣寬鬆情勢。買入金融資產之特別措施，尤有助於調降風險加碼。

2. 2011 年 3 月 14 日：額度增為 10 兆日圓；在 3 月 11 日東北地震之資本存量損失約在 16~25 兆日圓，相當於名目 GDP 的 3~5% 之衝擊下，該行除盡力維持金融中介功能，

確保順暢之資金清算，並進行相關貨幣市場操作外，且增加 5 兆日圓之資產購買計畫，透過廣泛貨幣寬鬆措施，確保金融市場穩定，並協助強化經濟成長基礎。

3. 2011 年 8 月 4 日：額度再擴增為 15 兆日圓；儘管新興國家及商品出口國家對世界通膨造成壓力，但面臨美國財政精實政策、歐洲主權債務危機及日本震災之後續影響，加上匯市與股市波動對商業營運造成負面影響，為使經濟由地震重建邁入成長復甦，日本央行除干預匯市外，另二度擴大（合計三次）資產購買計畫，藉以確保金融市場穩定，並支援強化經濟成長基礎。

(六) 2011 年 8 月 4 日擴增承作固定利率操作與四次擴大計畫背景

自 2011 年 8 月 4 日起，日本央行承作固定利率（0.1%）之操作額度達 35 兆日圓（見表 13），其中 3 個月期額度維持 20 兆日圓，

表 13 日本央行承作的固定利率操作

1. 宣布日期	2009/12/1	2010/3/17	2010/8/30	2011/8/4
2. 貸款利率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
3. 總貸款金額	10 兆日圓	增為 20 兆日圓	增為 30 兆日圓	增為 35 兆日圓
(1) 3 個月期貸款				
總額度	10 兆日圓	增為 20 兆日圓	維持 20 兆日圓	維持 20 兆日圓
單次貸款操作額	8 千億日圓	8 千億日圓	8 千億日圓	8 千億日圓
操作頻率	每週 2 次	每週 2 次	每週 2 次	每週 2 次
(2) 6 個月期貸款				
總額度			10 兆日圓	增為 15 兆日圓
單次貸款操作額			8 千億日圓	8 千億日圓
操作頻率			每月 1-2 次	每月 1-2 次

資料來源：日本央行

單次貸款操作額 8 千億日圓，每週承作 2 次；6 個月期額度增為 15 兆日圓，單次貸款操作額 8 千億日圓，每月承作 1~2 次。

35 兆日圓之承作額度分 4 次累積而成，其背景如次：

1. 2009 年 12 月 1 日：額度 10 兆日圓；係以極低利率提供貨幣市場充足之長期資金，藉以促使長期利率進一步下降，進而支持經濟復甦。

2. 2010 年 3 月 17 日：額度增為 20 兆日圓；係因經濟復甦力道不若預期，中長期物價仍有下滑預期，為克服通縮與鼓勵長期利

率下滑，爰進一步維持極為寬鬆之金融環境。

3. 2010 年 8 月 30 日：額度增為 30 兆日圓；係因全球經濟不確定性風險增加，美國經濟成長遲緩對日本造成壓力，匯市與股市不穩定，為因應經濟成長出現下檔風險，採行有力寬鬆貨幣政策，確保金融市場穩定，才能支持強化經濟成長基礎。

4. 2011 年 8 月 4 日：額度再擴增為 35 兆日圓；同前段增加購買資產原因，爰三度擴大（合計四次）延長有力之寬鬆貨幣情勢，藉以確保金融市場穩定，並支援強化經濟成長基礎。

五、日本央行操作之影響及成效評估

雖然日本央行意圖透過寬鬆貨幣政策支撐經濟復甦，惟經檢視相關金融數據，更證實單憑貨幣政策不足以扭轉整體經濟情勢。

（一）央行資產負債表規模無法持續擴增

日本央行之資產規模方面，2011 年 7 月底為 134.5 兆日圓，雖較 2011 年 2 月底（東北震災之前）之規模 130.1 兆日圓增加 4.4 兆日圓，惟仍低於 2011 年 3 月底之 142.9 兆日圓；亦即儘管日本央行儘量提供資金，但需求面似仍限縮。2011 年 7 月底資產方面，以日本政府公債之 81.1 兆日圓居首，另該行採行強化貨幣寬鬆措施，提升固定利率承作擔保放款額度，惟放款需求未如預期，餘額反而減至 42.7 兆日圓；在負債方面，則以鈔券

發行額之 79.4 兆日圓居首；銀行活期性存款 28.0 兆日圓居次，包括銀行實際存款準備 23.0 兆日圓，以及其他金融機構之存款餘額 5 兆日圓（見表 14）。

（二）對日本金融市場之影響

本節說明 2009 年 1 月至 2011 年 5 月期間，日本長短期利率、存放款利率、日圓匯率及日本股市等，如何受日本央行政策及經濟金融環境之影響而有不同表現。

1. 金融市場長短期利率走勢

2009 年以來，日本隔夜拆款利率在 2009 年 1 月 15 日達到 0.133% 之相對高點，及至 2011 年 4 月 1 日達到 0.060% 之相對低點；期間自 2010 年 10 月 5 日之後，隔夜拆款利率

表 14 日本央行資產負債表

單位:10億日圓

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)=(4)-(2)		(6)	(7)	(8)	(9)	(10)=(9)-(7)
資產	2010年12月底	2011年2月底	2011年3月底	2011年7月底	2011年7月底 與2月底比較	負債	2010年12月底	2011年2月底	2011年3月底	2011年7月底	2011年7月底 與2月底比較
黃金	441	441	441	441	0	鈔券發行額	82,314	78,822	80,923	79,363	541
現金	342	381	396	403	22	活期性存款	22,651	18,486	40,756	27,983	9,497
付條件交易應收款	0	0	629	0	0	其他存款	15	26	34	19	-7
日本政府公債	76,738	76,885	77,299	81,070	4,185	政府存款	1,921	1,216	2,355	3,826	2,610
商業本票	99	160	275	1,580	1,420	附條件交易應付款	15,165	25,012	12,299	16,787	-8,225
公司債	102	205	203	798	593	其他項目	734	647	648	573	-74
股票及信託基金	1,521	1,593	1,708	1,842	249	提存準備	3,231	3,231	3,231	3,236	5
放款(不包括貸放存保公司)	43,657	44,682	56,136	42,700	-1,982	資本	0.1	0.1	0.1	0.1	0
外幣資產	5,250	5,182	5,235	5,050	-132	法定特別準備	2,678	2,678	2,678	2,686	8
存放代理機構	0	33	17	29	-4	負債及淨值	128,710	130,118	142,925	134,474	4,356
其他	559	555	585	561	6						
資產總額	128,710	130,118	142,925	134,474	4,356						

資料來源：日本央行

大致維持在日本央行貨幣政策操作目標（鼓勵無擔保隔夜拆款利率維持約在 0 至 0.1%）區間；日本央行在 2011 年 3 月 14 日宣布強化貨幣寬鬆措施後，隔拆利率明顯滑落，至 4 月以後，大致維持在 0.060~0.090% 區間水準。

2009 年以來，日本 10 年期公債利率，自 2009 年 6 月 11 日之 1.560% 高點，至 2010 年 10 月 6 日在經濟不振及股市下挫下，殖利率驟降至 0.841% 低點；其後利率隨股市反彈及物價上揚壓力升高，2011 年 2 月 16 日殖利率為 1.350%，至 2011 年 3 月 14 日因為日本央行宣布強化貨幣寬鬆措施後亦明顯下滑，惟隨著國際對日本債務餘額對 GDP 比率過高，以及日本央行持續穩定買入日本公債兩股力量較勁，4 月中旬以後雖然日圓匯率趨升，加

上 S&P 於 4 月 27 日調降日本主權債信評等展望，尚未嚴重打擊日本 10 年期公債價格，其殖利率維持在 1.10~1.20% 區間，低於本次震災前之水準（參圖 1）；惟 8 月之後，在國際股市回跌，公債避險買盤激增下，10 年期利率數度跌破 1%。

2. 存放款利率走勢

銀行存款方面，1 千萬日圓以下之 1 年期定期存款，其利率大致由 2008 年 10 月之 0.359%，至災前降至 0.035%，災後續下調至 0.033%；1 千萬日圓以上之 1 年期存款，其利率大致由災前之 0.046%，下調至災後之 0.045%。

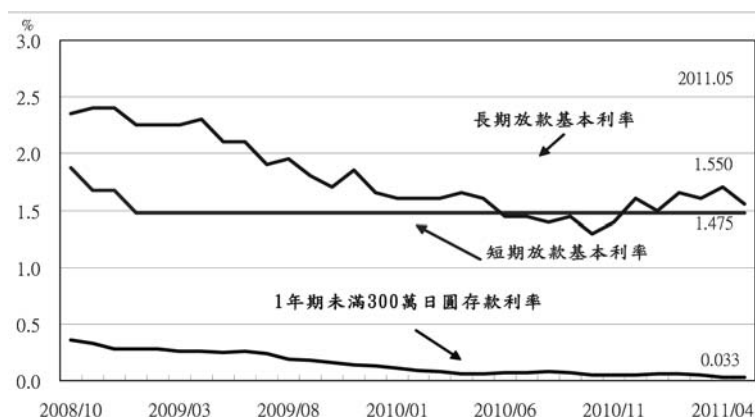
銀行短期基本貸款利率，持續維持在 2009 年以來之最高 1.925%，最低 1.475%，較常承作為 1.475% 之水準；至於長期基本貸

圖 1 日本隔夜拆款利率與 10 年期公債利率



數據來源：Reuters

圖 2 日本銀行業存放利率走勢



數據來源：日本央行

款利率，2008年10月為2.35%，2011年3月為1.60%，4月走揚至1.70%；惟5月已回降至1.55%（參圖2）。

日本央行於2010年3月17日起擴大固定利率操作，鼓勵長期利率下滑，並於2010年4月30日提供資金操作支持強化經濟成長基礎，導致2010年6~10月間，長期基本放

款利率甚至低於短期基本放款利率。

3.日圓匯率走勢

日圓匯率於2010年9月14日到達1美元兌83.03日圓之高價位，導致日本央行進場干預；2011年以來，美元因美國維持低利率與主權債務負擔沉重，在國際匯市大致呈現弱勢。而2011年3月間，日圓在震災後兌美

元匯率呈現劇烈漲勢。根據日本金融廳與日本央行的監理資訊，其因並非日本保險公司將海外資產換回日圓以賠償地震損失，而係國際資金大量湧入日本進行災後投機套利所致。

2011 年 3 月間日圓急遽升值，對十分仰賴出口產業的日本經濟傷害極大，日圓在 3 月 16 日觸及 1 美元兌 77.66 日圓之高價位，日本央行除大幅挹注市場流動性外，更緊急透過 G7 聯合干預日圓匯率。日圓在 4 月 6 日回貶至 1 美元兌 85.43 日圓，惟隨著美元持續對亞洲貨幣走軟，日圓復於 5 月 9 日回升至 1 美元兌 80.27 日圓價位（參圖 3）；惟在歐債危機驟升，日圓避險買盤激增下，日圓 8 月 19 日升值至 1 美元兌 76.52 日圓。

4. 日本股市動向

2009 年以來，日本股市日經指數(Nikkei 225 index) 高點係 2010 年 4 月 5 日之 11,339 點；至於 2011 年在 3 月震災之後，隨著災情

浮現，日經指數於 2011 年 3 月 15 日跌至 8,605 點，出現 2008 年底以來之新低價位。

在寬鬆貨幣政策措施與日圓回貶下，日經指數於 5 月 2 日重返萬點，5 月 31 日則收在 9,694 點（參圖 4）；惟在歐美經濟情勢不明，且日圓升值不利經濟發展下，儘管日本央行持續採行寬鬆貨幣政策措施，日經指數於 8 月 22 日跌至 8,628 點。

（三）日本央行措施之成效評估

1. 日本央行採行五類措施，包括：

（1）調降政策利率至趨近於零；

（2）短期利率雖已接近零，但可藉由擴增貨幣基數使之進一步接近於零；

（3）承諾未來仍將持續執行寬鬆性貨幣政策，促使經濟部門形成有利預期，發揮政策持續性效果；

（4）固定利率大量提供資金操作，引導長期利率隨之下跌；

（5）除購入短期性公債外，亦可購入其

圖 3 日圓與歐元兌美元匯率走勢



數據來源：Reuters

圖 4 日本日經指數與美國道瓊指數走勢



數據來源：Reuters

他資產，藉以影響該等資產之價格。

2.有效協助企業融資藉以穩定金融

2008年9月至2009年2月，接受商業本票及公司債作為附條件交易擔保品，加上買斷商業本票及公司債等方式來協助企業融資。金融危機高峰期，日本央行不但充分提供資金，並降低資金成本，藉以支撐金融機構放款業務，以及活絡商業本票與公司債市場之交易。日本央另行重啟購買股票計畫，作為穩定金融體系措施，透過降低金融機構因持股產生之市場風險，藉以確保金融體系之穩定運作。

3.經濟成長與物價穩定仍受限於外在經濟金融情勢

日本2011會計年度，經濟成長率下修至0.4%，而核心CPI為0.7%，尚無法達到物價穩定成長之1%水準。2011年4月27日國際信評機構S&P表示，通縮加上人口老化，日

本中期很難將每年GDP實質年增率提升至1%以上；S&P提出警告：如果後續發展驗證震災對日本財政之衝擊比預期嚴重，將繼續調降日本主權債信評等。2011年5月31日國際信評機構Moody's亦有類似要調降日本主權債信評之警語。

國際情勢方面，日本面對美國失業率維持9%高檔，歐元區面臨主權債務危機，中國大陸因應物價上揚與中小企業融資吃緊，全球經濟成長不確定性高；加上日本國內情勢方面，國內政府債務餘額超過GDP規模之200%，財政政策難以大幅施展，日圓匯價仍然偏高，雖然日本央行似已竭盡所能，維持寬鬆之貨幣情勢藉以穩定金融，惟貨幣政策要發揮效果仍需國內外經濟金融情勢之配合；未來國際需求、美元走勢、災後重建是否順遂，都是影響日本經濟展望之重要因素。

六、日本貨幣政策與穩定金融措施之政策啟示

日本央行在採行貨幣政策與穩定金融措施時，自行檢討施政相關考量，似可作為其他央行執行政策之啟示，包括：（一）中央銀行應扮演之角色；（二）因應危機政策之四大支柱；（三）危機預防之幾項議題。

（一）中央銀行應扮演之角色

1、提供整體系統性分析

為發展整體系統有關之分析性展望，應善用金融機構專業知識及央行官員與金融機構之建設性對話。央行對金融機構之個體監理，包括實地檢查或場外監控，均具價值。央行並自市場參與者蒐集有用資訊，以建構有效整體系統性分析之健全架構。

2、維持支付及清算系統順暢運作

白川總裁曾表示，為有效施行貨幣政策，維持金融體系之穩定，應有足以仰賴之有效健全支付及清算系統。系統運作順暢，使流動性得以平滑有效在各產品市場、各參與者、各時區及各地區間流動。提升流動性之措施：如換匯交易、外匯連續聯結清算系統（Continuous Linked Settlement），以及有效運用銀行資產作央行擔保品等措施。

3、中央銀行形成全球化網路

各國央行成為緊密結合全球網路系統之一環；個別中央銀行雖仍須扮演其傳統角

色，但不再僅是傳統定義之央行，而是成為全球銀行體系之一；因而央行合作極為重要，合作事項如資訊交換及協調央行相關業務事項。

4、中央銀行應由長期營運目標所導引

所有央行均有維持長期物價穩定之目標，實務上係關注物價之通膨水準；惟一般物價穩定下，亦可能產生信用泡沫。白川總裁引述 Milton Friedman 於 1968 年之言論（註 7），認為貨幣政策之角色有二：維持金融市場與金融體系之平滑運作，以及物價穩定。央行無需用兩套工具達成兩項目標，因為兩項目標互有關聯。但以中長期物價穩定為目標，卻仰賴各項短期指標達成決策，對央行形成挑戰。

（二）因應危機政策之四大支柱

金融危機以來，美國經濟危機與日本 90 年代經濟困境有類似性，但不同之處在於日本授信分配仰賴銀行，而美國依賴金融市場作金融中介。日本逾放集中在商業不動產貸款，而美國問題肇始於證券化市場；證券化商品雖較不動產貸款易有參考市價，但另有市場失去流動性，及商品配銷全球之問題。

決策者在協助金融去槓桿化之同時，並要預防經濟活動嚴重緊縮。因應危機政策之

（註 7）Milton Friedman（1968），“The Role of Monetary Policy,” Presidential Address to the American Economic Association.

四大支柱如次：

1、充足供應金融市場所需流動性

此乃金融穩定所不可或缺，不但提供當地國之流動性，並透過換匯，提供美元等主要貨幣之流動性。

2、支持信貸市場運作

信貸市場壓力嚴重時，央行直接支撐市場運作；如美國Fed直接買入一般商業本票、資產基礎商業本票，以及聯邦機構相關證券。日本銀行買入企業商業本票與公司債，即直接承擔私人債務之信用風險。並為協助銀行達成第二類資本標準，日本央行對適用國際資本標準之銀行，提供次順位貸款；美日兩國亦密切合作舒緩信貸市場緊張情勢。

3、總體經濟振興措施

經濟下挫與金融不穩定交錯出現，則須採行總體經濟政策以提升總體需求：如美日已降息至新低水準，在不危及長期財政健全下亦應採行財政政策。G20 曾要求主要國家在 2010 年採行財政振興政策達 5 兆美元。

4、挹注公共資本及去除資產負債表之不確定性

重建金融穩定需同時採行多項措施，如挹注資本、保證債務及分割與移除問題資產等。金融體系建構在貸款人和借款人之互信基礎上，基礎一但打破，重建金融體系之正常運作將頗為費時。問題核心之證券化資產，由於產品多層級，風險不易評估；其市場喪失流動性，評價更為不易，更加重挹注

資本額之估算難度。

(三) 危機預防之幾項議題

1、現有危機對執行貨幣政策形成挑戰

過去 20 年總體經濟之複雜性提高，惟社會對貨幣政策有長期依賴性看法如次：

(1) 物價持續穩定下，經濟成長潛能極大化；

(2) 央行貨幣政策主要在達成物價穩定；

(3) 總體經濟穩定措施之責任主要落在貨幣政策。

日本央行總裁白川方明認為：在考量金融體系之動態化及人類之不理行爲下，為達預防目的，除貨幣政策之外，應發展更廣泛之處理方法。

經濟失衡可能來自幾種管道：如日本 80 年代後期及美國 2000 年早期，均因預期長期低利率，運用高度財務槓桿導致經濟層面之過剩（泡沫）現象；流動性充裕，金融市場表現低波動率；金融機構低估潛在曝險，整體機構承擔過多風險，並促使資產價格上揚。在風險部位之價格逆轉下，容易發生損失；甚至損及市場之流動性。

2、中央銀行應採措施

決策者對總體經濟審慎發展應有敏銳之觀點，另應保持追蹤整體金融體系之風險分布，分析金融體系直接承擔風險或經由複雜的實體經濟承擔風險。總體審慎觀點對貨幣政策有所影響，惟白川總裁不認為央行只能

在危機發生後，扮演清除殘餘泡沫之角色。惟泡沫是否破滅不易確認，一但泡沫破滅又會損及央行寬鬆貨幣政策之效果，因而建議：

(1) 央行應防止泡沫及緩和泡沫之可能

結果：央行應保持警覺是否經濟中已潛伏供給過剩，經濟在不知不覺中產生失衡，決策者可以價格是否穩定做為警訊。金融失衡通常表現在授信快速膨脹、槓桿規模過大，以及資產價格高漲等。

(2) 觀察較長期指標：泡沫形成期間遠超過貨幣政策實施期間，因此不能只看消費者物價之短期變動：2000 年科技泡沫之後，出現通貨緊縮現象，全球因而採行寬鬆貨幣政策達一段期間；不幸地，這也是這一波全球信用泡沫之成因之一，並造成全球金融體系之混亂。

(3) 掌握經濟是否真正復甦，並適時退場：經濟情況需要時，央行應積極採行寬鬆貨幣政策，在嚴重經濟危機時，決策者不應把短暫反彈誤為真正之復甦。而且，央行應自積極寬鬆措施中，適時退場。

(4) 加強金融監理機能：僅是貨幣政策並不能防止泡沫形成與破滅之巡迴震盪：可在法規與監理相關範疇內加以探討。

綜上，日本央行在不同時期，針對當時經濟金融條件，竭盡所能推出不同貨幣政策與穩定金融措施；透過維持寬鬆貨幣情勢，擬藉以穩定金融並刺激景氣，惟貨幣政策要發揮效果仍需國內外經濟金融情勢之配合；未來國際需求、美元走勢，以及災後重建是否順遂，都是影響日本經濟展望之重要因素。

【附錄 1】日本央行建立買斷公司融資工具之原則

2009 年 1 月日本央行為實施協助企業融資，並兼顧該行財務健全性，爰宣布買斷公司融資工具之原則。

(一) 買斷公司融資工具之顯著特徵

1. 承擔較高信用風險：相較接受公司債作融通擔保品，央行買斷公司債承擔較高之信用風險。央行如有損失，會增加納稅人成本，也會使央行更加涉入個別企業之私經濟資源配置。

2. 可能影響央行財務健全性：較其他政策風險性高，如招致損失，影響央行財務健全性，則最終會損及對通貨及貨幣政策之信心。

3. 定位為例外措施：由於上述考量，央行買斷公司融資工具，僅能作為例外措施，因而其操作本身及操作方式均應予審查。

(二) 進行買斷操作之必要條件

1. 公司融資工具市場之運作功能顯著下

降：例如，利率陡升或市場交易量縮小，但非因公司個別條件，而導致公司融資條件緊縮。

2. 本項操作應充分考量下列各項因素，應視為例外性操作，係藉以改善央行政策任務之執行。

（三）買斷操作應予考量之因素

1. 妥適訂定操作計畫注重提升市場功能

央行為避免提升市場功能之買斷操作，造成個別公司任意配置資金，應採用妥適操作計畫，包括要件如次：

（1）交易對手：僅從央行操作交易對手之金融機構購入，而非直接從發行機構購入。

（2）購入方式：用競標方式購入。

2. 僅在必要期間以適當規模購入

（1）央行設定操作終止日期之條件，藉

以確認買斷操作僅在必要之期間進行。

（2）央行須以適當規模購入，藉以避免市場過度仰賴央行承購，導致市場功能進一步衰退。

（3）央行之資產購買計畫，於必要時能促進交易順利終止。即當市場回復功能時，市場將金融工具售予央行之誘因可自動縮小。

3. 確保央行之財務健全

（1）買斷操作相較其他貨幣政策措施，更容易承受較高風險，因而央行應妥適管理買斷操作之信用風險。應設定買入金融工具之信用程度、剩餘到期日、買進總限額、以及避免單一公司信用風險之集中度。

（2）央行處理交易過程中，應透過妥適處理損失及維持充足資本，以確保其財務健全性；同時，央行也應讓政府瞭解相關原則。

【附錄2】日本政府因應日本東北大震災之4兆日圓特別預算

（一）特別預算之項目組成

日本國會於2011年5月2日無異議通過高達4兆日圓（約合新台幣1.4兆元）的震災重建預算，超過1995年阪神大地震1.2兆日圓的重建總預算，其明細如附表1。特別預算前三大支出項目為：因應災難之公共工程1兆2,019億日圓、災難支出8,018億日圓、災難有關公共融資計畫6,407億日圓。

（二）日本政府特別預算與原有預算之關連

日本政府強調不再另外發行公債支應特別預算，而採撙節其他支出項目，係因日本政府近年財政預算屢見窘境之故。

1. 日本財政預算屢見窘境

日本政府自1970年代以來，每會計年度（註8）均出現財政赤字；1975會計年度除建設公債外，並開始發行特別赤字融資公債；

（註8）日本會計年度為當年4月1日至次年3月31日。

附表 1 日本震災特別預算

單位：10 億日圓;%

預算項目	說明	金額	比重
1. 災難救援	提供暫時住屋、撫恤金、災難協助貸款、災民緊急協助款	482.9	12.03
2. 處理災難廢棄物	處理海嘯垃圾及廢棄物	351.9	8.76
3. 因應災難之公共工程	災難復建公共工程及一般公共工程	1,201.9	29.93
4. 重建設備	重建學校、社福機構、農業畜牧設備、警政及消防設備、中小企業合作協會之共同設備	416.0	10.36
5. 災難有關公共融資計畫	各類貸款用以重建企業與穩定中小企業之管理、重建住屋、農漁牧設備	640.7	15.96
6. 地方稅務補助款	協助地方政府做必要之調度使用	120.0	2.99
7. 其他災難支出	支出之業務包括自衛、消防、警務、海防，協助因應健保支出，協助漁船與漁民保險，養魚及水產設備之復原	801.8	19.97
合計		4,015.3	100.0

資料來源：日本財務省

2003 會計年度特別赤字融資公債發行額，甚至開始超過建設公債之發行額。財政數據近年來有兩項負面突破，包括：2009 會計年度政府年度稅收低於當年度公債發行金額，2011 會計年度日本債務餘額對 GDP 比率首次突破 200%（參附表 2）。

2. 國際信評機構調降日本主權債信展望
2011 年 2 月 22 日國際信評機構 Moody's 擔憂日本財經政策不足以遏制龐大國家債務，將日本主權債信 Aa2 之評等展望由「穩定」下調至「負向」。2011 年 4 月 27 日國際信評機構 S&P 則認為日本震災對財政之衝擊

附表 2 日本財政預算

單位：兆日圓;%

	2008 會計年度	2009 會計年度	2010 會計年度	2011 會計年度
稅收	44.3	38.7	39.6	40.9
發行公債	33.2	52.0	44.3	44.3
支出預算	84.7	101.0	96.7	92.4
財政短缺	-7.2	-10.3	-12.8	-7.2
預算赤字對 GDP 比率(%)	-3.4	-8.3	-8.1	-7.3
債務餘額對 GDP 比率(%)	173.9	192.8	198.4	204.2

資料來源：日本財務省

比預期嚴重，將日本主權債信 AA-之評等展望由「穩定」下調至「負向」。(1) 為因應震災之重建，本次先將 2011 會計年度所需支出納入預算；

3. 2011 年震災特別預算之特點

(2) 為維護債券市場之信心，特別預算

在財政赤字屢見窘境及主權債信展望下之財務來源，係將原先預定之支出預算予以調至「負向」之背景下，日本政府本次強調削減或重新配置，而非另行發行債券籌資。震災預算有兩項特點：

參考資料

- ____ 高超洋(2010)，「日本央行重回零利率政策之背景及各界之看法」，中央銀行國際貨幣金融參考資料第 60 輯，111-115 頁，12 月。
- ____ 黃富樓(2010)，「後危機時代國際間主要金融改革」，中央銀行國際貨幣金融參考資料第 57 輯，123-130 頁，12 月。
- ____ 蕭翠玲(2009)，「國際因應次貸危機措施對國內改進流動性管理之借鏡」，中央銀行國際貨幣金融參考資料第 57 輯，46-94 頁，6 月。
- ____ 蕭翠玲、林曉伶(2009)「英國與歐元區之穩定金融措施」，中央銀行全球金融危機專輯，101-118 頁，12 月。
- ____ 蕭翠玲(2009)，「日本銀行近期操作之調整及政策考量」，國際貨幣金融資訊簡報第 160 期，中央銀行內部參考資料，未出版，2 月。
- ____ (2009)，「日本銀行操作與金融市場動向」，國際貨幣金融資訊簡報第 162 期，中央銀行內部參考資料，未出版，3 月。
- ____ (2009)，「主要國家因應金融危機之多項措施」，國際貨幣金融資訊簡報第 163 期，中央銀行內部參考資料，未出版，4 月。
- ____ (2009)，「經濟金融危機之教訓及預防~日本銀行觀點」，國際貨幣金融資訊簡報第 166 期，中央銀行內部參考資料，未出版，5 月。
- ____ (2009)，「日本銀行業流動性風險管理與資本品質議題」，國際貨幣金融資訊簡報第 175 期，中央銀行內部參考資料，未出版，9 月。
- ____ (2009)，「日本銀行因應金融危機並啟動退場機制」，國際貨幣金融資訊簡報第 179 期，中央銀行內部參考資料，未出版，11 月。
- ____ (2009)，「日本銀行再啟特別融資措施與相關考量」，國際貨幣金融資訊簡報第 181 期，中央銀行內部參考資料，未出版，12 月。
- ____ (2010)，「日本財政赤字、債券市場利率及市場改進措施」，國際貨幣金融資訊簡報第 187 期，中央銀行內部參考資料，未出版，3 月。
- ____ (2010)，「日本銀行策略性優先業務與相關政策議題」，國際貨幣金融資訊簡報第 189 期，中央銀行內部參考資料，未出版，4 月。
- ____ (2010)，「日本銀行對貨幣政策相關省思及近期重要措施」，國際貨幣金融資訊簡報第 192 期，中央銀行內部參考資料，未出版，5 月。
- ____ (2010)，「日本銀行新增提供流動性方式並修正審核流動性風險管理清單」，國際貨幣金融資訊簡報第 195 期，中央銀行內部參考資料，未出版，7 月。
- ____ (2010)，「日本銀行貨幣政策措施之前瞻與回顧以及日本銀行業因應政策措施」，國際貨幣金融資訊簡報第 202 期，中央銀行內部參考資料，未出版，10 月。

- _____ (2010), 「日本銀行貨幣政策實施與其面臨之挑戰」, 國際貨幣金融資訊簡報第 204 期, 中央銀行內部參考資料, 未出版, 11 月。
- _____ (2010), 「國際差異復甦步調與日本銀行貨幣政策」, 國際貨幣金融資訊簡報第 207 期, 中央銀行內部參考資料, 未出版, 12 月。
- _____ (2011), 「日本央行與日本政府因應震災措施相關事宜」, 國際貨幣金融資訊簡報第 216 期, 中央銀行內部參考資料, 未出版, 5 月。
- _____ (2011), 「日本央行因應經濟情勢進一步擴大寬鬆貨幣政策實施」, 國際貨幣金融資訊簡報第 223 期, 中央銀行內部參考資料, 未出版, 8 月。
- Bank of Japan (2009), "Statement on Monetary Policy" and related documents released on February 19.
- _____ (2009), "The Bank of Japan to Resume Stock Purchases Held by Financial Institutions" released on February 3.
- _____ (2009), "Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments (March 2009)" released on March 23.
- _____ (2009), "Financial System Report (March 2009)" released on March 17.
- _____ (2009), "The Current State of Japan's Financial System and Challenges," Financial System Report (September 2009), September 15.
- _____ (2009), "Enhancement of Easy Monetary Conditions (2009)," December 1.
- _____ (2009), "Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments November 2009," November 25.
- _____ (2010), "Joint Press Release Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM) Comes Into Effect," March 24.
- _____ (2010), "The Bank of Japan's Strategic Priorities for Fiscal 2010-2012," March 19.
- _____ (2010), "Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments May 2010," the Bank of Japan, May 25.
- _____ (2010), "Re-establishment of U.S. Dollar Funds-Supplying Operations," the Bank of Japan, May 10.
- _____ (2010), "Minutes of the Monetary Policy Meeting on April 6 and 7, 2010," May 10.
- _____ (2010), "Statement on Monetary Policy," April 30.
- _____ (2010), "Comprehensive Monetary Easing & Statement on Monetary Policy," October 5.
- _____ (2010), "Financial System Report (September 2010)," September 28.
- _____ (2010), "Statement on Monetary Policy (Purchase of ETFs and J-REITs)," November 5.
- _____ (2010), "Statement on Monetary Policy (Establishment of Assets Purchase Program)," October 28.
- _____ (2010), "Outlook for Economic Activity and Prices," 2010/ October /28.
- _____ (2011), "Statement on Monetary Policy," April 28.
- _____ (2011), "Statement on Monetary Policy (Enhancement of Monetary Easing)," March 14.
- _____ (2011), "Amendment to "Principal Terms and Conditions for the Asset Purchase Program"," March 14.
- _____ (2011), "Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments August 2011," Aug. 8.
- _____ (2011), "Statement on Monetary Policy (Enhancement of Monetary Easing)," Aug. 4.
- _____ (2011), "Amendment to "Principal Terms and Conditions for the Asset Purchase Program"," Aug. 4.
- _____ (2011), "Statement on Monetary Policy (New Line of Credit Established for the "Fund-Provisioning Measure to Support Strengthening the Foundations for Economic Growth"," June 14.
- _____ (2011), "Establishment of "Special Rules for Equity Investments and Asset-Based Lending to Enhance the Fund-Provisioning Measure to Support Strengthening the Foundations for Economic Growth"," June 14..
- IMF (2009), "Global Economic Policies and Prospects," Group of Twenty Meeting of the Ministers and Central Bank Governors, March 13-14.
- _____ (2009), "IMF Note on Global Economic Prospects and Principles for Policy Exit," November 6-7.
- Kamezaki, Hidetoshi (2010), "Recent Economic and Financial Developments in Japan," a Speech by Hidetoshi Kamezaki at a Meeting with Business Leaders in Kochi, May 12.

Ministry of Finance Japan (2011), "Outline of the Supplementary Budget for FY2011," April 22.

Nishimura, Kiyohiko G., (2009), "The Past Does Not Repeat Itself, But It Rhymes: Four Lessons Learned from the Financial Crises," May 8.

_____ (2009), "Unconventional Policies of Central Banks: Restoring Market Function and Confidence," at the Panel Session "Monetary policy boundaries: Alternative instruments and policy coordination" at the Money and Banking Conference sponsored by the Central Bank of Argentina on September 1.

_____ (2009), "Unconventional Policies against Fear of "Unknown Unknowns"," Deputy Governor of the Bank of Japan, at the Panel Session "The Repositioned Role of Central Banks in Today's Economic Environment" at the CME Group's Global Financial Leadership Conference, November 2.

_____ (2010), "The Importance of Developing Financial Safety Nets and the Role of Central Banks," October 27.

_____ (2011) "The Current State of Japan's Economy and Monetary Policy Stance," April 21.

Shirakawa, Masaaki (2009), "Preventing the Next Crisis: The Nexus between Financial Markets, Financial Institutions and Central Banks," Governor of the Bank of Japan, Speech at the London Stock Exchange, May 13.

_____ (2009), "Way Out of Economic and Financial Crisis: Lessons and Policy Actions," Governor of the Bank of Japan, Speech at Japan Society in New York, April 23.

_____ (2009), "Balance-Sheet Adjustments and the Global Economy," Speech at the Paris EUROPLACE Financial Forum in Tokyo, November 16.

_____ (2009), "Recent Economic and Financial Developments and the Conduct of Monetary Policy," Governor of the Bank of Japan, November 30.

_____ (2009), "Recent Economic and Financial Developments and the Conduct of Monetary Policy," Speech at the Kisaragi-kai Meeting in Tokyo, November 4.

_____ (2010), "Revisiting the Philosophy behind Central Bank Policy," Governor of the Bank of Japan at the Economic Club of New York, April 23.

_____ (2010), "Roles for a Central Bank -- Based on Japan's Experience of the Bubble, the Financial Crisis, and Deflation," at the 2010 Fall Meeting of the Japan Society of Monetary Economics, September 26.

_____ (2010), "Uniqueness or Similarity? -- Japan's Post-Bubble Experience in Monetary Policy Studies --," at Second IJCB Fall Conference hosted by the Institute for Monetary and Economic Studies September 12.

_____ (2010), "Economic Policy Challenges Lying Ahead -- Two Years after the Crisis," Speech at the 2010 Annual Meeting of the Institute of International Finance, October 10.

_____ (2010), "Japan's Economy and Monetary Policy," Speech at a Meeting with Business Leaders in Nagoya, November 29.

_____ (2010), "Advanced and Emerging Economies -- Two-speed Recovery --," Speech at the Bauhinia Distinguished Talk Hosted by Bauhinia Foundation Research Centre in Hong Kong SAR, November 23.

_____ (2011), "Great East Japan Earthquake: Resilience of Society and Determination to Rebuild," Speech at the Kisaragi-kai Meeting in Tokyo, April 14.

_____ (2011) "How to Address Tail Risks," Speech by Governor of the Bank of Japan, at Annual General Meeting of the Foreign Bankers' Association in the Netherlands, June 27.

Shiratsuka, Shigenori (2010), "Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japan's Experience of the Quantitative Easing Policy," October 27.

Yamaguchi, Hirohide (2010), "Challenges for Japan's Financial System after the Financial Crisis," Speech at the Symposium Co-Hosted by the University of Tokyo and the Development Bank of Japan, December 15.

(本文完稿於民國 100 年 8 月，作者蕭翠玲為中央銀行業務局襄理)