

日本央行量質兼備寬鬆貨幣政策之效果與限制 — 兼論中長期退場機制面臨之問題

高 超 洋

摘 要

為帶領日本經濟脫離近 20 年來之通縮困境，2013 年 4 月 4 日日本央行（BoJ）實施量質兼備寬鬆貨幣（Quantitative and Qualitative Easing, QQE）政策。本研究之目的，希冀藉由驗證 QQE 之可行性，以探究面對通縮風險之情況下，極度寬鬆的貨幣政策對總體經濟之效果與限制，以提供本行貨幣政策操作之參考。

一、BoJ 預設之 QQE 運作機制以提高預期通膨率為中心，惟欲掌握及控制預期通膨率均非易事，未來政策操作恐遭遇困難

QQE 被期待發揮 3 項效果，即（1）壓低長期利率；（2）影響銀行投資組合再平衡；（3）影響金融市場，以及企業、家計等各經濟部門通膨預期之變化。截至目前，QQE 壓低名目長期利率之效果，在 BoJ 強力執行公開市場操作，直接對金融市場發揮影響力之下，效果顯著。惟另外兩項效果，則需取決於銀行、企業及家計部門之判斷與行為。QQE 之寬鬆貨幣效果並未能有效傳遞，且利率持續下滑至負利率，反而衝擊原本脆

弱的消費者信心，拖累對物價之預期。

BoJ 預設之 QQE 運作機制係以提高預期通膨率為中心，惟依過去之經驗，BoJ 欲掌握及控制預期通膨率均非易事。因此，BoJ 不但過於樂觀，而且未來政策操作恐遭遇困難。

二、QQE 之效果及政策操作透明度愈加喪失，金融市場對 BoJ 之不信任感正日益高漲

QQE 實施至今已屆滿 3 年，2016 年 2 月核心 CPI 年增率仍降至 0.0%，距離 BoJ 強力宣示儘早於兩年內達成 2% 通膨目標看似愈離愈遠。2016 年 1 月 29 日 BoJ 進一步推出負利率政策，顯示 QQE 之效果及政策操作透明度愈加喪失，BoJ 原先所預設以預期通膨率為中心之 QQE 運作機制已遭遇瓶頸，金融市場對 BoJ 之不信任感正日益高漲。

三、影響日本物價上升之主要因素為日圓匯率貶值，惟 BoJ 欲藉由擴大貨幣基數對日圓匯率發揮影響力之可能性已降低

經由本文分析，QQE 實施初期影響日本

物價上升之主要因素為日圓匯率貶值。惟根據索羅斯曲線分析，BoJ 未來欲進一步藉由擴大貨幣基數對日圓匯率發揮影響力之可能性已降低，且欲經由利率管道來影響日圓匯率亦不容易。因為利率管道主要仍受美國貨幣政策因素之影響較大，BoJ 貨幣政策主動出擊之空間則已受限。

四、BoJ 需重新檢討QQE 之運作機制，建構帶領日本經濟脫離通縮之中長期策略

BoJ 在短期策略一短期內一舉提高民眾之通膨預期遭遇瓶頸之際，為維持貨幣政策

之可信度，必須強化與市場之對話機制，並重新檢討原先所預設QQE 之運作機制，儘速建構帶領日本經濟脫離通縮之中長期策略。例如，對達成2%通膨目標之期限採取更具彈性之做法，並在不損及 BoJ 財務健全性之前提下，積極擴大QQE 可能的操作工具選項。再者，若寬鬆貨幣政策之關鍵為實質利率，當國外利率逐漸回升之情況下，貨幣政策操作工具可考慮由貨幣基數回歸至利率。如此，以長期利率為貨幣政策之引導目標亦可加以考慮。

壹、前言

近年我國與日本同樣面對薪資成長停滯及高齡化社會導致民間需求不振之困境，加上國際油價大跌及全球性供給過剩，雖未若日本落入通縮惡性循環，惟物價成長持續疲弱亦恐不利總體經濟之穩健成長。為一舉扭轉日本社會近20年來持續瀰漫的通縮心理，2013年4月4日日本央行（BoJ）實施量質兼備寬鬆貨幣（Quantitative and Qualitative Easing, QQE）政策。本研究之目的，希冀藉由驗證QQE之可行性，探究面對通縮風險之情況下，極度寬鬆的貨幣政策對總體經濟之效果與限制，以提供本行貨幣政策操作之參考。

綜合而言，QQE 被期待發揮3項效果，即（1）壓低長期利率；（2）影響銀行投資組合再平衡（Portfolio Rebalancing）；（3）

影響金融市場，以及企業、家計等各經濟部門通膨預期之變化。截至目前，QQE 壓低名目長期利率之效果，在 BoJ 強力執行公開市場操作，直接對金融市場發揮影響力之下效果顯著。加上2016年1月29日，BoJ 推出負利率政策，進一步壓低10年期指標公債殖利率至-0.1%之低點。另外兩項效果，則需取決於銀行、企業及家計部門之判斷與行為。截至目前QQE之寬鬆貨幣效果並未能有效傳遞，且利率持續下滑，已衝擊原本已脆弱的消費者信心。

本研究擬藉由探討QQE 能否達成BoJ 所訂定2%通膨目標之短期課題，以及未來QQE 可能面對之各項風險及退場等中長期課題，以驗證QQE之可行性。本文共分五節，第壹節前言；第貳節分析BoJ 預設之QQE 運作機

制，並檢討截至目前所發揮之效果與限制；第參節探討 QQE 達成 2%通膨目標之可能性；第肆節擬展望 QQE 面對之中長期課題，

包括與財務省公債管理政策之協調，退場面對的風險與成本等；第伍節則是結論。

貳、QQE 預設運作機制之效果與限制

一、QQE 預設之運作機制

首先，對 BoJ 執行 QQE 之前，預設之運作機制說明如下（註 1）（圖 1）：

（1）藉由「明確宣示 2 年內核心（剔除生鮮食品）CPI 年增率上升至 2%之目標，且為穩定持續達到此一目標，必要時將強化 QQE 政策」，以一舉扭轉日本社會近 20 年來持續瀰漫的通縮心理，並提高民眾之預期通膨率。

（2）藉由大量買入長期公債，以壓低各天期殖利率曲線，給予名目利率向下之壓力。

（3）藉由名目利率下降與預期通膨率上升，以壓低實質利率。

（4）藉由實質利率下降之效果，刺激民間需求，促使景氣好轉，改善產出缺口。

（5）產出缺口改善，加上民眾之預期通膨率上升，將提高實際通膨率。

（6）實際通膨率上升，將再進一步提高民眾之預期通膨率。

（7）金融面之股價或日圓匯價等資產價格，將同時或提前反映上述經濟及物價之變動。

（8）投資人將增加投資風險性資產，即投資組合再平衡效果。結果，除對風險性資產價格有正面影響外，在金融面，亦可期待銀行放款增加。

須田美矢子（2015）則認為，預期通膨率受通膨目標及通膨實際值所影響，問題是何者之影響力較強，因此 BoJ 預先設定之運作機制以預期通膨率為中心，不但過於樂觀，而且未來政策操作將遭遇困難。依過去之經驗，BoJ 欲掌握及控制預期通膨率均非易事（註 2）。

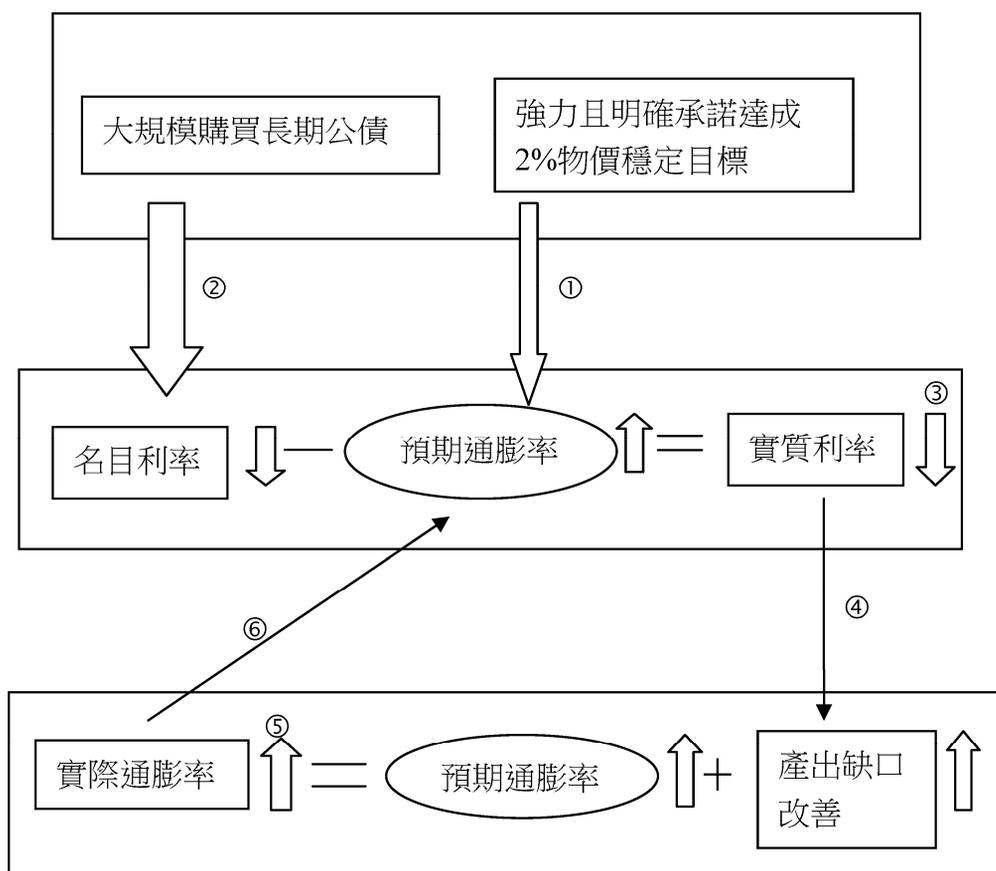
二、QQE 使用之政策工具

2012 年 12 月安倍晉三就任首相後主張大幅寬鬆貨幣，促使全球金融危機期間因成為避險天堂而過度高估之日圓貶值，前任 BoJ 總裁白川方明（Masaaki Shirakawa）亦於 2013 年 1 月擴大 QE 力道，執行「無限期資

（註 1）參考日本銀行企画局（2015）。BoJ 於過去曾經 3 度實施非傳統貨幣政策包括：（1）1999 年 2 月~2000 年 8 月之零利率政策（Zero Interest Policy）；（2）2001 年 3 月~2006 年 3 月之量化寬鬆（Quantitative Easing）貨幣政策，以及（3）2010 年 10 月~2013 年 3 月之廣泛的貨幣寬鬆（Comprehensive Monetary Easing）政策。

（註 2）須田美矢子為 BoJ 前任貨幣政策委員會委員，是日本著名的貨幣政策學者。

圖 1 BoJ 實施 QQE 預設之運作機制



資料來源：參考日本銀行企劃局（2015）

產購買操作」(Open-Ended Asset Purchasing Method)。「無限期資產購買操作」包括兩部分，即(1)為達成2%之通膨目標，BoJ於2013年底完成原本之「資產購買計畫」規模101兆日圓；(2)自2014年1月起導入新的操作模式，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(註3))。

2013年4月現任BoJ總裁黑田東彥(Haruhiko Kuroda)甫上任，一改過去白川總裁複雜難懂的操作模式，立即推出QQE(表1)。QQE寬鬆貨幣的規模遠超乎國內外金融市場原先所預期，且操作目標簡單明確，達到震撼市場的效果。

惟2014年4月安倍首相為重建嚴重惡化的財政問題(根據IMF統計2014年日本一般

(註3) 其他資產包括：商業本票(CP)、公司債、指數股票型基金(Exchange Traded Fund, ETF)及不動產投資信託基金(Real Estate Investment Trust, REIT)等。

表 1 2013 年 4 月 4 日 BoJ 實施 QQE 之主要內容

重 點	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 (核心 CPI 年增率) 2%
(3) 購買標的	■政府公債、指數股票型基金 (ETF)、日本不動產投資信託基金 (J-REIT)
(4) 貨幣基數及資產餘額	<p>■貨幣基數餘額 (兩年 2 倍): 2012 年底 138 兆日圓; 2014 年底達 270 兆日圓</p> <p>■總資產餘額 (兩年 2 倍): 2012 年底 158 兆日圓 (公債:89 兆日圓); 2014 年底達 290 兆日圓 (公債:190 兆日圓)</p>
(5) 債券購買期限	<p>■擴大至 40 年期政府公債, 使平均剩餘到期年限由當時之 3 年延長至 7 年</p> <p>■促使長短期殖利率一致下降</p>

* BoJ 對貨幣基數 (monetary base) 之定義為: 流通中之鈔券+流通中之硬幣+金融機構於 BoJ 之活期存款。

資料來源: BoJ

政府債務餘額相對 GDP 比率已高達 246.2%)，確保國際間對日本債信之信賴，防範日本公債價格崩跌造成長期利率急遽攀升之風險，不得不按照法律既定時程將消費稅率從 5%調高至 8% (註 4)。惟其影響超

乎安倍首相原先所預期，重蹈 1997 年橋本首相將消費稅率從 3%調高至 5%之覆轍，導致國內需求再度急速冷卻，加以國際油價格大跌，民眾通縮預期心理再度復燃。2014 年 10 月，在國內外金融市場無預警下，BoJ 擴大

(註 4) 2014 年 4 月安倍首相決定按既定時程將消費稅率從 5%調高至 8%之前，贊成派以 BoJ 黑田東彥總裁為首，反對派以號稱安倍首相國師的浜田宏一為首，兩派曾經發生激烈的論爭。另外，安倍首相之經濟顧問本田悅朗則主張每年分別調升 1%，以減輕增稅之衝擊，惟因增加企業作業程序與成本遭強烈反對而作罷。

QQE (表 2)，藉以強化寬鬆貨幣之力道，增率已降至零水準，推出強化 QQE 之補充措施 (表 2)，為未來第二度擴大 QQE 預作準備 (註 6)。惟 2015 年 12 月，BoJ 眼見核心 CPI 年

表 2 BoJ 擴大 QQE 之目標

目標/資產	2013.4.4 目標	2014.10.31 目標	2015.12.19 目標
貨幣基數	每年增加 60~70 兆日圓	每年增加 80 兆日圓	維持不變
長期公債	每年增購 50 兆日圓 (平均剩餘到期年限 由 3 年延長至 7 年)	每年增購 80 兆日圓 (平均剩餘到期年限 由 7 年延長至 7~10 年)	維持不變 (平均剩餘到期年限 由 7~10 年延長至 7~12 年)
ETF	每年增購 1 兆日圓	每年增購 3 兆日圓	每年增購 3.3 兆日圓*
J-REIT	每年增購 300 億日圓	每年增購 900 億日圓	維持不變
商業本票 (CP)	持有餘額 2.2 兆日圓	維持不變	維持不變
公司債	持有餘額 3.2 兆日圓	維持不變	維持不變

* BoJ 表示，將自 2016 年 4 月開始執行每年購買 3.3 兆日圓 ETF 之新措施，購買標的以積極進行設備及人力資源投資之企業所發行股票組成的 ETF 為主，以支援企業進行設備及人力資源投資。惟市場分析，BoJ 主要目的在於緩和 2002 年國內金融危機時期持有之銀行股票，預定於 2016 年 4 月起每年以 3,000 億規模賣回股市之不利影響，因此不具有寬鬆貨幣之效果。

資料來源：BoJ

(註 5) 根據會議記錄，貨幣政策委員有 5 位贊成，4 位持反對立場，反對擴大 QQE 的理由包括：(1) 導致市場功能下降；(2) 金融機構之收益及金融中介功能下降；(3) 公債市場之流動性下降；(4) 有被視為融通政府財政之風險；(5) 日圓貶值之不利影響；(6) 導致資產泡沫化之風險，以及 (7) 導致 QQE 退場更加困難等。

(註 6) BOJ 指出，QQE 之補充措施除了將長期公債平均存續期間延長，以及增購 ETF 之外，其他尚包括擴大銀行向日本央行融通時提供擔保品之範圍，包括外幣貸款債權及經由信託之金融機構住宅貸款債權，有助於銀行業賣出手中持有之公債，以及 J-REIT 收購標的規模的上限由發行總量 5% 上調至 10%，為將來擴大購買 J-REIT 預作準備等。

三、BoJ 之 QQE 與 Fed 之 QE 之主要差異

BoJ 之 QQE 與 Fed 之 QE 主要差異，在於 QE 大量購入美國中長期公債，機構房貸擔保證券（Agency MBS）及機構債（Agency MBS）（表 3），且長期利率尚有充裕的下降空間；QQE 則不僅注重「量」的增加—大量購入長期公債，因長期利率已無充裕的下降空間，亦強調「質」的改善。QQE 具體措施包括：（1）將公債平均剩餘到期年限設定

由 3.5 年延長兩倍至 7 年，促使長短期殖利率一致下降；（2）購買 ETF 及 J-REIT，著重於降低該市場之風險溢價（risk premium），有助於提振股票市場及不動產市場，以及（3）購買商業本票及公司債，直接對企業挹注資金等。

四、BoJ 推出負利率政策

BoJ 向來反對仿效歐洲央行之負利率政策，因為歐洲央行實施負利率政策之後，歐

表 3 Fed 實施 QE 之主要內容

單位：美元

方案	QE1	QE2	OT*	QE3 及加碼**
實施期間	2008/11 開始、 2009/3 加碼至 2010/3	2010/11 至 2011/6	2011/9 開始、 2012/6 加碼延長至 2012/12	2012/9 至 2014/10
購買債券種類	1. 機構債 （Agency Debt）、 2. 機構房貸擔保證券 （Agency MBS）、 3. 政府公債	政府公債	1. 賣出短期公債 2. 買入長期公債	1. Agency MBS、 2. 政府公債
釋出資金規模	1.75 兆	6,000 億	無	1.63 兆美元
總規模約 3.98 兆				

*扭轉操作（OT）係指 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 至 30 年期），藉此壓低長期利率，並維持 Fed 資產負債表規模不變，因此並未釋出資金至金融市場。

**2012 年 9 月 FOMC 決議每月購買 400 億 Agency MBS，直至就業市場明顯好轉。2012 年 12 月 FOMC 決議於扭轉操作到期後，每月增購 450 億政府公債。

資料來源：Fed

元區並沒有達成 BoJ 所重視之提高預期通膨率之效果，且其副作用不小。惟在國際油價持續大跌，以及以中國大陸經濟為首之新興經濟體成長放緩衝擊全球經濟，導致日本企業及家計部門通縮心理復燃之情況下，2016 年 1 月 29 日 BoJ 內部經過激烈爭論後（表 4），突然宣布實施負利率政策。BoJ 試圖藉由負利率政策進一步壓低長期公債殖利率，以激勵實質經濟。未來負利率政策是否導致金融機構惜售公債，使得 QQE 之資產購買更加困難，而降低 QQE 之預期效果，值得密切觀察。惟 BoJ 擬提高公債購買價格，以提升

金融機構出售債券之意願。

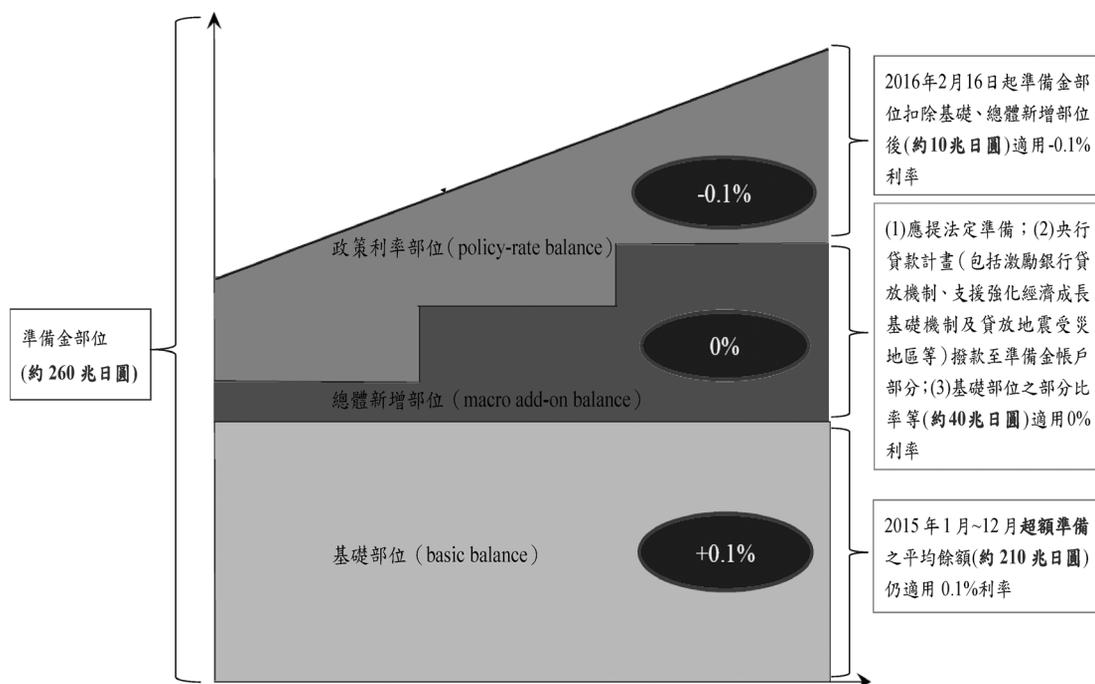
BoJ 自 2016 年 2 月 16 日起，對銀行新增之超額準備實施-0.1%之利率（亦即收取 0.1%之保管費）。BoJ 貨幣寬鬆政策增加為量化（quantity）、質化（quality）與利率三個面向，未來進一步寬鬆貨幣政策，預料將透過負利率再擴大。黑田東彥（2016）指出，為避免銀行業收益受到過大衝擊，進而影響金融機構中介功能，BoJ 仿效瑞士及丹麥之多層式負利率政策，採行三級制負利率政策，對 2015 年 1 月~12 月超額準備之平均餘額約 210 兆日圓仍適用 0.1%利率（圖 2）。

表 4 BoJ 內部對負利率政策看法出現嚴重分歧

贊成委員		反對委員		
姓名	目前職稱 (或過去擔任職務)	姓名	目前職稱 (或過去擔任職務)	主要理由
黑田東彥 (Haruhiko Kuroda)	日本央行總裁	白井さゆり (Sayuri Shirai)	慶應義塾大學總合政策 系教授	1. 2015年12月19日甫提出強化QQE措施，立即實施負利率政策，會使市場誤解BoJ資產（主要為長期公債）買入措施已達極限。 2. 使得QQE運作機制更加複雜，恐導致市場混亂。
岩田規久男 (Kikuo Iwata)	日本央行副總裁			
中曾宏 (Hiroshi Nakaso)	日本央行副總裁	石田浩二 (Koji Ishida)	三井住友財務及租賃公司社長	目前已達歷史低點的公債殖利率0.2%，進一步下降對實質經濟並無效果。
原田泰 (Yutaka Harada)	早稻田大學政治經濟學 術院教授	佐藤健裕 (Takehiro Sato)	Morgan Stanley MUFG證 券公司首席經濟學家兼 債券調查部長	每年增加貨幣基數80兆日圓之操作效果不明確，實施負利率之同時，應降低目標。
部野幸利 (Yukitoshi Funo)	豐田汽車公司顧問	木內登英 (Takahide Kiuchi)	野村證券公司金融經濟 研究所經濟調查部長兼 首席經濟學家	實施負利率將導致BoJ買入長期公債操作之穩定性降低，係緊急應變措施。

資料來源：BoJ

圖 2 BoJ 實施三級制之負利率政策
(2016 年 2 月底之準備金部位)



註：BoJ 對應提法定準備不支付利息，2008 年 12 月起對超額準備支付 0.1% 之利息。

資料來源：黑田東彥(2016)

五、QQE 實施至今之效果

以下，依據 BoJ 所預設 QQE 之運作機制 (1) ~ (8) 項步驟，詳細驗證 QQE 實施至今之效果。

(一) 預期通膨率一度快速上揚後趨緩

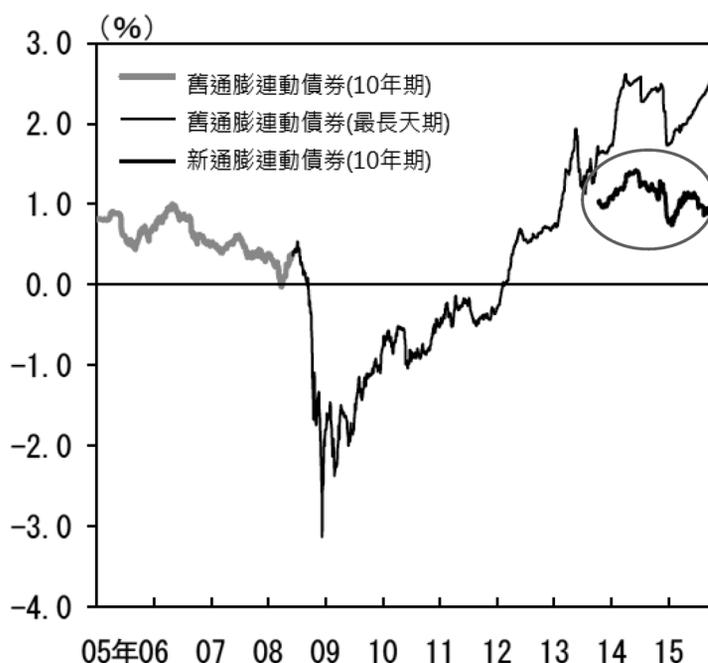
在 BoJ 強力宣示 2 年內核心 CPI 年增率上升至 2% 之目標，並積極藉由公開市場操

作，大量買入長期公債之下，初期的確成功帶動金融市場參與者之預期通膨率—通膨連動債券 (註 7) 之損益平衡通膨率 (break-even inflation, BEI) (註 8) 明顯上揚。之後，因國際油價大跌，加上國內經濟再度走緩，近期通膨連動債券之 BEI 已趨緩 (圖 3)。

(註 7) 通膨連動債券 (Inflation-Linked Bonds, ILB)，俗稱抗通膨債券，是指債券的還本付息金額是依物價上漲率來調整，有別於定額還本付息的傳統債券。此類債券通常半年付息一次，本金則根據物價上漲率同時調整，當通膨升溫時，本金相對增加。雖然票面利率固定，但因為本金隨通貨膨脹率調整，因此實際所獲得的利息也隨通膨率而變化，可以達到抵銷因通膨侵蝕投資收益的效果。

(註 8) 通膨連動債券之損益平衡通膨率 (BEI) = 固定付息公債殖利率 - 通膨連動債券殖利率。

圖 3 通膨連動債券之 BEI



註：2013 年 10 月以後發行之通膨連動債券稱為新通膨連動債券。最長天期之舊通膨連動債券，係指第 16 次發行之債券（2018 年 6 月到期）。
資料來源：BoJ

(二) 殖利率曲線降至史上低點

2013 年 5 月，BoJ 甫實施 QQE 不久，因大量買入公債，導致市場債券流動性降低，公債殖利率因而大幅波動，影響投資人之投資意願，長期利率一度急遽上揚（圖 4）。之後，BoJ 重新調整與市場之對話機制，並仔細掌握金融市場公債籌碼面之情況，將買入金額縮小且增加操作次數，成功壓低各天期殖利率曲線，2016 年 1 月 10 年期公債殖利率穩定降至史上低點之 0.2% 左右，如原先預設機制所預期，給予名目利率向下之壓力。

2016 年 2 月 16 日負利率實施後，10 年期公債殖利更降至負值。

(三) 實質利率維持於-0.5%左右

於 2016 年 1 月 BoJ 成功將 10 年期公債殖利率壓低至 0.2% 之低點，扣除通膨連動債券之 BEI 後所得出之實質利率，大致穩定維持於 -0.5% 左右（圖 5）。

(四) 股價及日圓匯價等金融資產價格反應最為明顯

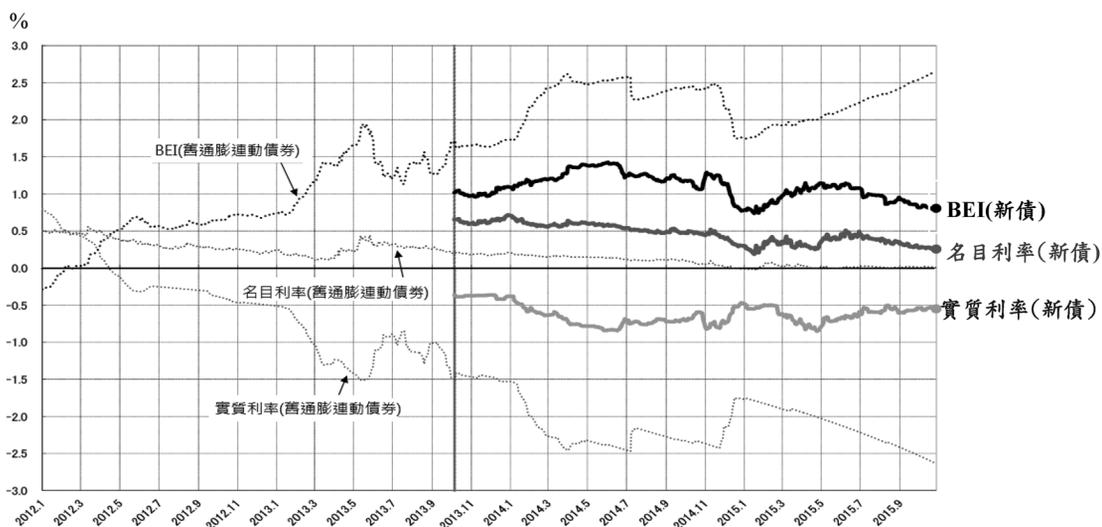
金融面之股價及日圓匯價等金融資產價格，受 QQE 直接影響最為明顯。尤其在日圓

圖 4 日本 10 年期公債殖利率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

圖 5 日本實質利率



註：新債係指 2013 年 10 月以後發行之通膨連動債券。

資料來源：財務省

呈貶值趨勢之情況下，外國投資人持有日本股票，為防範日圓貶值，會預先賣出一定比重的日圓部位進行避險。因避險需求而賣出日圓的交易，伴隨股價上揚股票價值增加將進一步擴增（註9）。結果，形成日圓貶值、股價上升（企業獲利上升亦會反映於股價上），日圓再貶值（伴隨股票價值增加，因避險需求而賣出日圓的交易亦增加）、股價再上升之良性循環，QQE實施至2016年2月18日，日經股價指數與日圓匯價之相關係數高達0.95（圖6）。

2016年1月29日BoJ宣布負利率政策，

當日雖一度達到BoJ所預期日圓匯率貶值、日經指數上漲，以及公債殖利率下降之效果。惟2月1日起，受中國大陸經濟放緩股匯市下挫、油價大跌、Fed可能延後升息，以及市場對負利率政策效果存疑等多重利空因素衝擊，日圓再度成為國際熱錢之避險天堂，日圓反轉急升、日經指數重挫。日股走勢跟隨日圓做反向變動，形成日圓升值、股價下跌、日圓再升值（伴隨股票價值減少，因避險需求而賣出日圓的交易亦減少）、股價再下跌之惡性循環，QQE壓低日圓匯價及拉抬股價之效果似已瀕臨極限。

圖6 日經225指數與日圓匯率



資料來源：Thomson Reuters Datastream

（註9）另外，近年外國投資人投資日本股票時，並未實際賣出美元買入日圓，而係於日本國內借入接近零利率之資金，購買日本股票。因此，與過去日股大漲，日圓升值之經驗不同，2013年1月~2015年7月日股大漲日圓卻呈現貶值。再者，「渡邊太太」之利差交易再度興起，2013年1月東京外匯市場賣日圓買美元現貨交易之成交量擴增至3,136億美元，為全球金融危機以來的高水準，亦助長日圓貶勢。

近年來日本股市每日交易金額外國投資人約占 76%，個人及法人僅分別占 15% 及 7%，因此股價大漲對日本民眾之財富效果有限。再者，日圓貶值雖促使大型出口企業獲利屢創新高（註 10），惟中小企業卻因進口物價上升，採購成本增加，經營陷入困境。日本民眾亦因企業僅微幅調高薪資，短期內日圓貶值反導致生活成本增加（註 11）。

六、QQE 實施至今之限制

（一）實質利率下降刺激民間需求有限

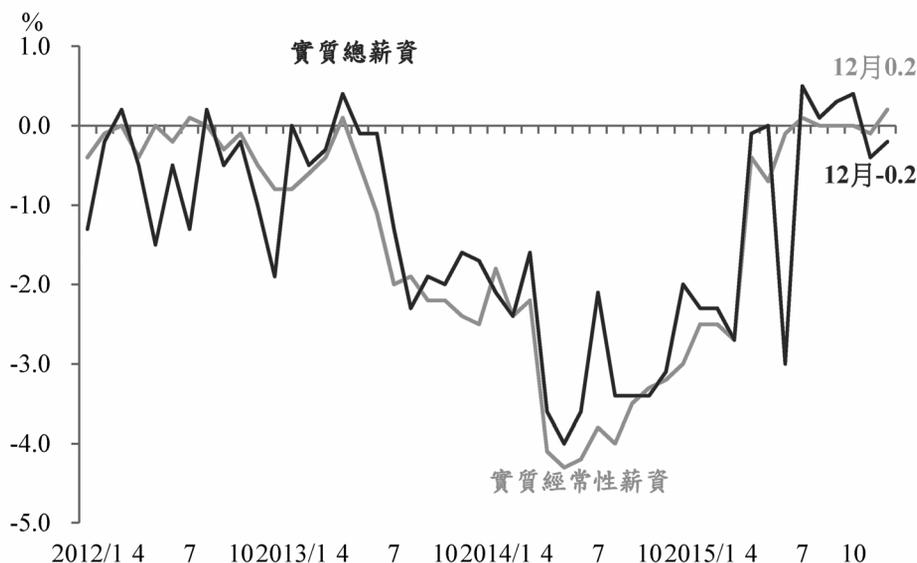
雖然如前文所述，實質利率大致按照 BoJ 預設之運作機制持續走低。惟外在環境因素

並非 BoJ 所能完全掌控，例如制度性因素，安倍首相調升消費稅率導致景氣急凍，日本工會與企業談判能力較弱不利勞工爭取調薪，導致實質薪資成長疲弱（圖 7）（註 12），缺乏帶動經濟良性循環之動能；亦或國際情勢使然，國際油價大跌、以中國大陸為首的新興經濟體經濟走緩等因素，致實質利率雖下降，刺激民間消費及企業設備投資之效果卻相當有限（圖 8）。

（二）民間需求不足難以帶動產出缺口持續改善

產出缺口改善之過程中，會促使生產及人力成本上升，將有助於推升物價。惟由於

圖 7 日本實質薪資指數年增率



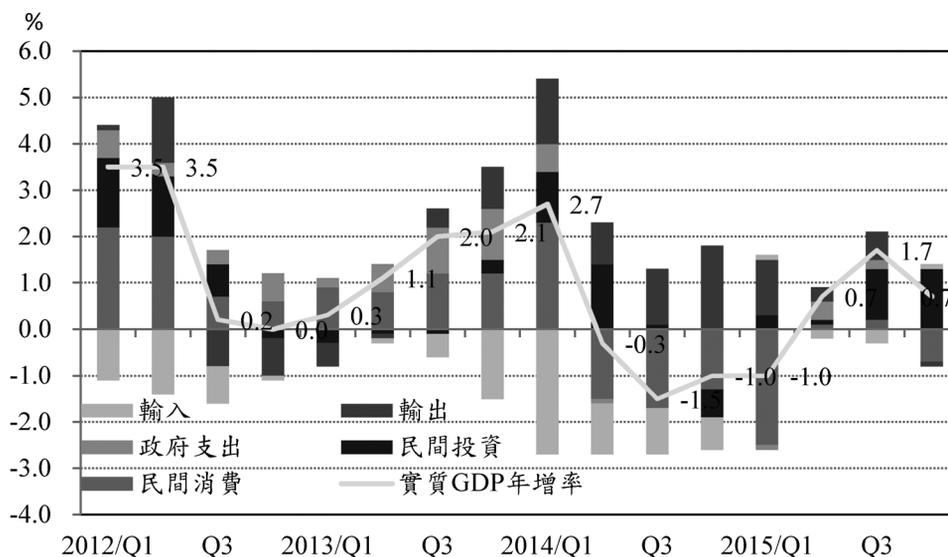
資料來源：總務省

（註 10）2014 年度於東京證交所上市第 1 部之大型企業淨利達 26 兆 5,000 億日圓，較上年成長 3.5%，創史上新高，主要獲利產業為汽車及電機等。

（註 11）參考飯島寬之（2015）。

（註 12）日本勞工於每年春天為改善工作條件而發動勞工運動，稱之為春鬥（shundo）。惟近年春鬥的成效明顯減弱，逐漸淪為形式，工會從春鬥中獲取工資調整的難度愈來愈高。因此，協商的項目也從工資擴散至訓練、工作分配、人力運用及安全衛生等事項，外界批評春鬥已流於一種形式或象徵性儀式。2015 年 9 月安倍首相提出之「新三箭」政策，已計劃立法，每年固定提高勞工最低薪資 3%，並由 2007 年之每小時 798 日圓提高至 1,000 日圓為目標。

圖 8 日本民間需求對實質 GDP 之貢獻



資料來源：日本內閣府

民間需求不足，即使安倍首相上台後推出「安倍經濟學」，促使產出缺口由2012年第4季之低點-2.4%反轉上揚，2014年第1季甚至由負轉正，惟之後已再度滑落（圖9）。

(三) 由供給面推動通膨率上升，不易提高民眾之預期通膨率

觀察 BoJ 公布之企業物價指數（Corporate Goods Price Index, CGPI），顯示實施QQE期間日圓匯率對物價之直接影響最明顯（圖10）。因此，若要預估 BoJ 能否達成2%通膨目標，分析未來日圓匯率走勢相當重要。根據Bloomberg調查，要達成2%之通膨目標，日圓恐需貶至1美元兌140日圓左右（註13）。因此，BoJ欲達成2%之通膨

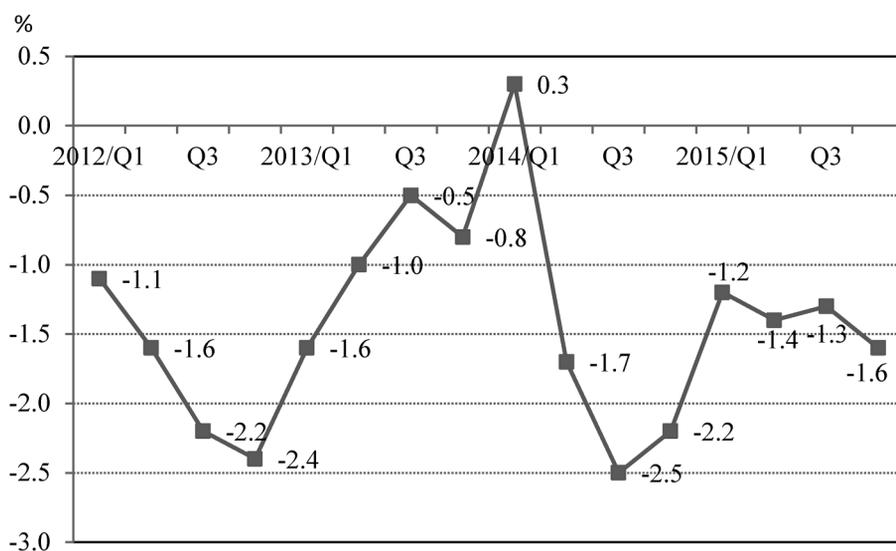
目標，再次擴大寬鬆貨幣引導日圓進一步貶值或為選項之一。

另外，根據須田美矢子（2015）之實證分析亦顯示，日本近年物價傳遞管道的主角並非 BoJ 所主張係經由實質利率下降之效果，真正的主角應為日圓貶值之效果。於 BoJ 實施QQE之前，安倍首相提出「安倍經濟學」（註14）已促使日圓大幅貶值，2013年核心CPI年增率上升應屬供給面所推動（圖11）。之後，國際油價大跌，對物價造成向下壓力，2016年2月核心CPI年增率則再接近零水準。至於實質經濟面，不僅受調高消費稅率之影響，日圓貶值亦使得交易條件惡化，導致與民眾生活息息相關之消費財價格

（註13）參考Bloomberg（2015），「140円の円安が必要、日銀2%物価目標の早期実現—調査」，3月11日。

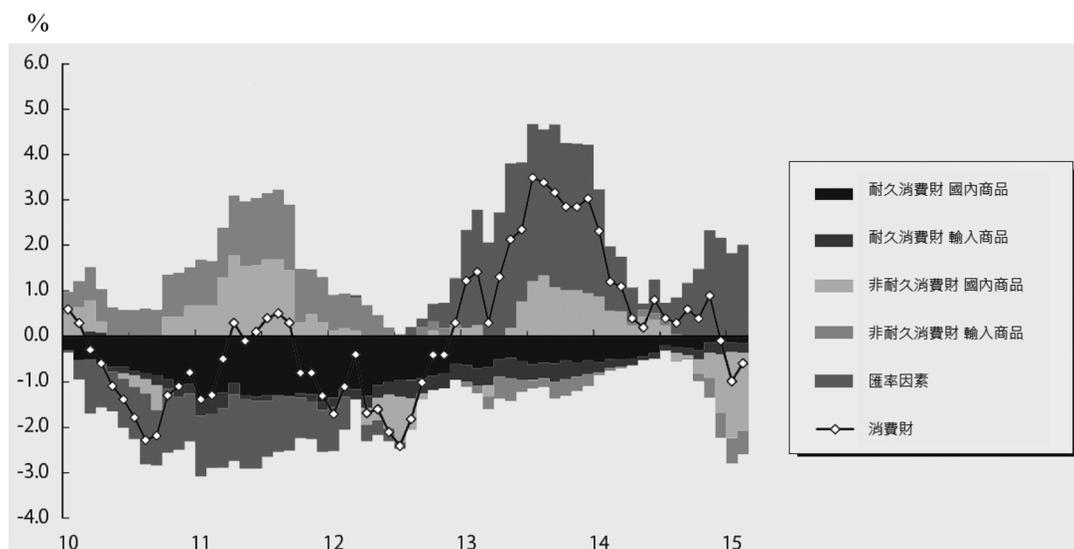
（註14）安倍首相提出之「安倍經濟學」包括大膽的貨幣政策、機動的財政政策及喚起民間投資的成長戰略等三大部分。

圖 9 日本之產出缺口



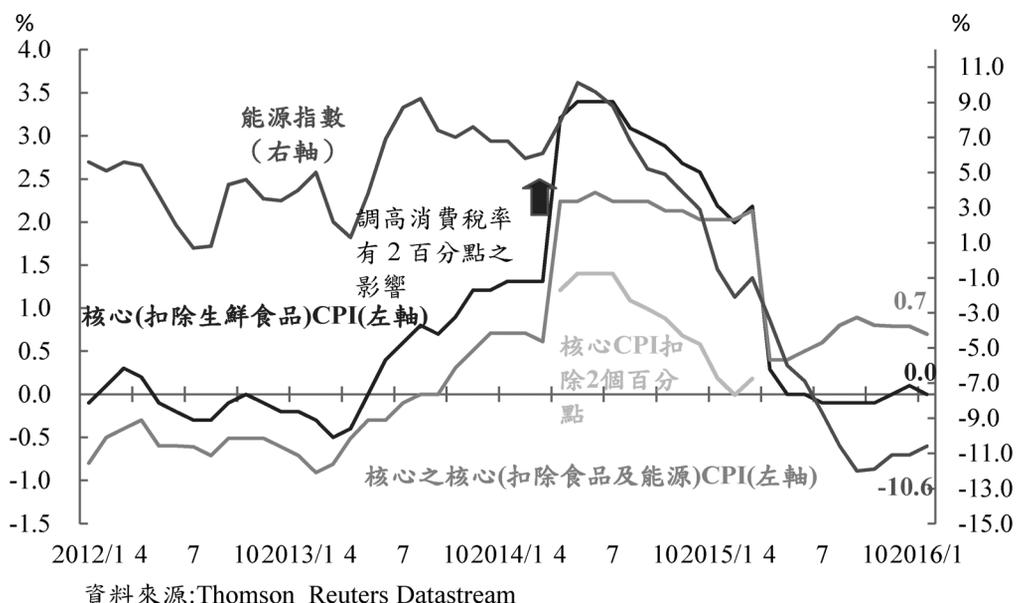
資料來源：日本內閣府

圖 10 影響 BoJ 企業物價指數（消費財）之因素



資料來源：轉引自久後翔太郎（2015）

圖 11 日本物價年增率



上揚，民間消費下滑。而且，日圓貶值並未如期發揮促進出口的效果，民間投資亦因實質利率以外之因素而缺乏動能（圖 8）。經由以上之分析可知，日本實質經濟面仍欠缺推升物價之動能。

(四) 銀行發揮投資組合再平衡的效果有限， M2 成長緩慢

BoJ 期待藉由大規模購買長期公債，藉以影響銀行投資組合再平衡，激勵銀行放款（註 15）。惟 QQE 實施至 2016 年 2 月底，貨幣基數由 134.7 兆日圓擴增 220.3 兆日圓至

355.0 兆日圓，增幅高達 163.5%，BoJ 資產負債表規模亦隨之擴大為 2.5 倍（表 5）（註 16）。惟如前文所述，企業投資心態依舊保守，加上存放利差僅 1% 左右，2016 年 2 月銀行放款餘額僅由 2013 年 3 月之 404.7 兆日圓增加 27.5 兆日圓至 432.2 兆日圓，年增率僅維持於 2.2% 左右。顯示 BoJ 釋出之大部分資金，仍以超額準備方式回流 BoJ，發揮投資組合再平衡的效果有限。影響所及，M2 年增率雖於 2013 年 11 月一度升至 4.4%，之後僅維持於 3.0% 左右（圖 12）。

（註 15）參考齋藤雅士、法眼吉彥（2014）及鈴木克洋（2014）。

（註 16）BoJ 於 2001 年 3 月~2006 年 3 月實施量化寬鬆貨幣政策，5 年之間資產負債表擴大為 1.3 倍；2010 年 10 月~2013 年 3 月實施廣泛的寬鬆貨幣政策，2 年 6 個月之間資產負債表亦擴大為 1.3 倍。

表 5 日本央行資產負債表(2013/3/31)

		兆日圓		
(相對 GDP31%)	公債	125.4	通貨淨額	76.6
	商業本票	1.2	活期存款	58.1
	公司債	2.9	其他	29.6
	股票	1.4		
	ETF	1.5		
	J-REIT	0.1		
	其他	31.8		
	合計	164.3	合計	164.3

貨幣基數 134.7 兆日圓

日本央行資產負債表(2016/2/29)

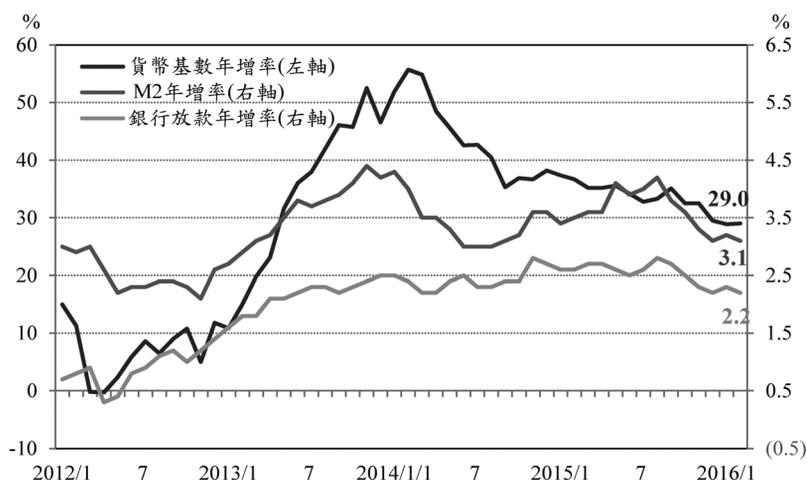
		兆日圓		
(增加 220.0 兆日圓)	公債	345.4	通貨淨額	96.0
	商業本票	2.4	活期存款	259.0
	公司債	3.2	其他	48.8
	股票	1.3		
	ETF	7.5		
	J-REIT	0.3		
	其他	43.7		
	合計	403.8	合計	403.8

貨幣基數 355.0 兆日圓
(增加 220.3 兆日圓)

(相對 GDP76%) (增加 239.5 兆日圓，2.5 倍)

資料來源：BoJ

圖 12 日本之貨幣基數、M2 及銀行放款年增率



資料來源：BoJ

參、QQE 短期面臨 2% 通膨目標修正之問題

一、無法於兩年內達成 2% 通膨目標之原因

如前文所述，2014 年下半年起，日本核心 CPI 年增率轉呈下滑趨勢（圖 11）。據此，日本央行於 2016 年 1 月公布之「經濟及物價之展望」報告，已將 2015 年度及 2016 年度核心 CPI 年增率預測值分別下修至 0.1% 及 0.8%，距離 BoJ 所強力宣示儘早於兩年內達成 2% 通膨目標看似愈離愈遠。

(一) QQE 與日圓匯率變動之關係

如圖 13 所示，日圓匯率於 2012 年 9 月 26 日安倍當選自民黨總裁，以及 2014 年 10 月 31 日 BoJ 擴大 QQE 等 2 個重要時點，均曾發生較大規模之貶值。惟 2016 年 1 月 29

日宣布負利率政策後，對日圓匯率則已幾乎無法發揮影響力。

以下擬探討未來 BoJ 若進一步擴大 QQE，能否再次成功誘導日圓匯率貶值，協助目前 BoJ 所設定於 2017 年度上半年（2017 年 4 月~2017 年 9 月）順利達成 2% 通膨目標。

1、未來 BoJ 進一步擴大貨幣基數對日圓匯率之影響力恐有限

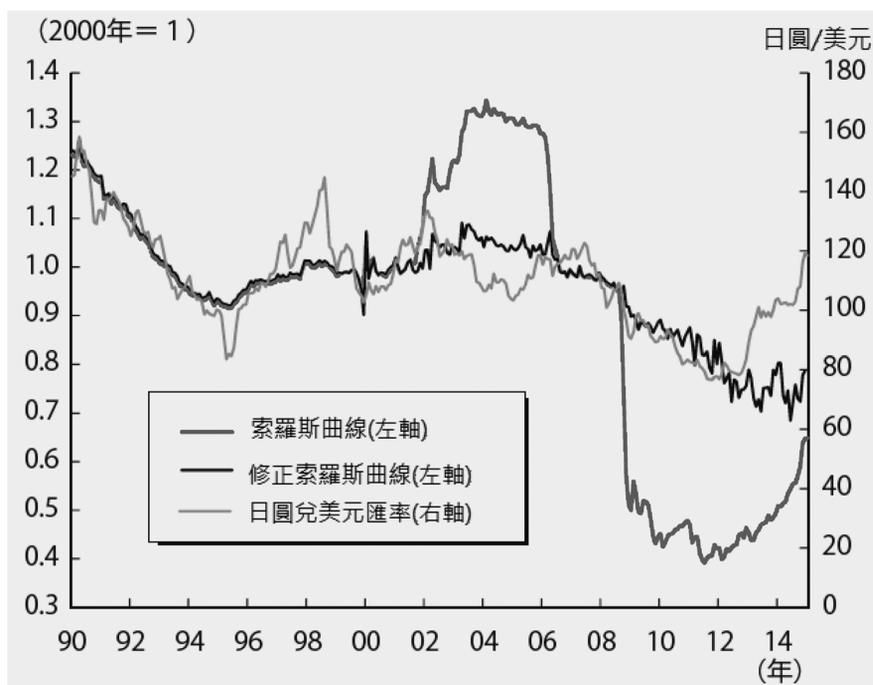
未來 QQE 可藉由何種管道來影響日圓匯率？近年國際金融市場在探討貨幣政策與匯率間之關係時，經常運用以日本與美國貨幣基數之比的索羅斯曲線（Soros Chart）來解釋。如圖 14 所顯示，1990 年代日本與美國貨

圖 13 日圓匯率走勢



資料來源：中央銀行

圖 14 索羅斯曲線與日圓匯率



資料來源：轉引自久後翔太郎（2015）

幣基數之比，與日圓對美元匯率呈緩步連動關係。惟 2001 年起，BoJ 實施量化寬鬆時期，或是 2008 年起 Fed 實施大規模資產購買計畫（Large Scale Asset Purchases, LSAP），大規模擴大資產負債表，日圓對美元匯率與索羅斯曲線之間的連動關係並不明顯。日圓對美元匯率與修正後之索羅斯曲線（剔除超額準備後之日本與美國貨幣基數之比），在大部分時間則呈現較明顯的連動關係。

據此推論，BoJ 雖可藉由 QQE 累積大量

超額準備於銀行在 BoJ 之活期存款帳戶，以擴大貨幣基數，惟由於索羅斯曲線與日圓對美元匯率之間的連動關係已不明顯。未來 BoJ 欲再度藉由擴大貨幣基數，對日圓匯率產生明顯的影響並不容易（註 17）。

再者，BoJ 每月購買公債金額約 8~12 兆日圓，與日本政府每月約 12 兆的公債發行量約略相當，已導致公債市場流動性乾涸（註 18）。2015 年 6 月底，BoJ 持有公債餘額已達 295 兆日圓，約占全體公債餘額 1,037 兆日

（註 17）參考久後翔太郎（2015）。

（註 18）根據財務省公布之「2015 年度公債管理政策概要」，2015 年度公債發行額約 152.6 兆日圓，平均每月約 12 兆日圓。由於民間金融機構有持有公債之實際需求，因此即使 BoJ 欲買入公債，金融機構賣出之意願亦不高。2001 年 3 月~2006 年 3 月量化寬鬆政策時期，BoJ 執行買入公債操作經常發生流標之情況。

圓之 28.5%；同期間金融機構持有公債餘額為 542 兆日圓，約占全體餘額之 52.2%（註 19）。未來，BoJ 欲任意追加公債購買額度，擴大 QQE 之空間實際上已經不大。根據 IMF 估算，即便 BoJ 不再購買更多長期公債，在大約 3 年以內長期公債也缺乏賣方（註 20）。

2、BoJ 亦不易透過利率管道來影響日圓匯率

2014 年下半年起，日圓對美元匯率呈加速貶值趨勢，與美、日利差擴大密切相關。美國 1 年期公債殖利率上升，主要受到美國景氣加溫，Fed 即將升息之預期影響；BoJ 於 2014 年 10 月擴大 QQE，導致公債供需進一步緊俏，1 年期公債殖利率已降至負值（圖 15）。未來，伴隨美、日利差擴大，雖有利於日圓維持弱勢（圖 16）。惟目前日本利率水準已達史上最低，未來 BoJ 欲進一步調降利率之空間已相當有限。

若根據利率管道來預測未來日圓匯率之走向，主要仍受美國貨幣政策因素之影響較大，而 BoJ 貨幣政策主動出擊之空間則已受限。考量 Fed 雖於 2015 年 12 月 16 日升息 1 碼，將聯邦基金利率目標區間由 0~0.25% 調

升為 0.25~0.5%，惟未來仍將相當審慎執行貨幣政策正常化，因此未來美、日利差急遽擴大之可能性不高。據此推論，未來即使日圓因 Fed 升息而有助於維持弱勢，惟 BoJ 欲藉由利率管道促使日圓再貶，以達成 2% 通膨目標，恐仍不易。

二、不依賴日圓貶值而達成 2% 通膨目標之方法

（一）關鍵在於企業之訂價行為

日本負的產出缺口於 2013 年初一度伴隨景氣好轉而逐漸縮小，惟因 2014 年 4 月調消費稅率由 5% 調高至 8% 而再度擴大（圖 9）。再者，安倍首相預定於 2017 年 4 月將再將消費稅率由 8% 調高至 10%。因此，產出缺口要由負轉正短期內尚難期待，頂多是在零水準附近徘徊。若根據菲力普曲線之假設，產出缺口為零水準之情況下，影響通膨率之主要因素為預期通膨率（註 21）。因此，預期通膨率能否順利提升，是 BoJ 能否達成 2% 通膨目標之關鍵因素（註 22）。

代表預期通膨率之指標種類不少，例如第二節介紹金融市場參與者之預期通膨率（通膨連動債券之 BEI）。本節將採實際執行訂價（pricing）行為之企業預期通膨率，

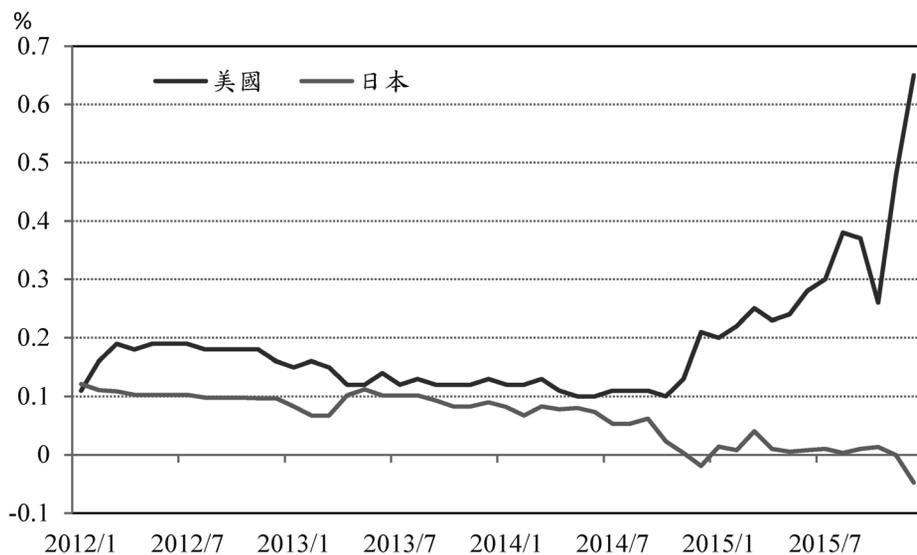
（註 19）金融機構包括：（1）中小企業金融機構 131 兆日圓（12.7%）；（2）保險公司 199 兆日圓（19.2%）；（3）國內銀行 110 兆日圓（10.6%）；（4）年金基金 35 兆日圓（3.3%），以及（5）其他金融機構 67 兆日圓（6.4%）等。

（註 20）參考 Arslanalp, Serkan and Dennis Botman（2015）。

（註 21）劉淑敏（2011）。

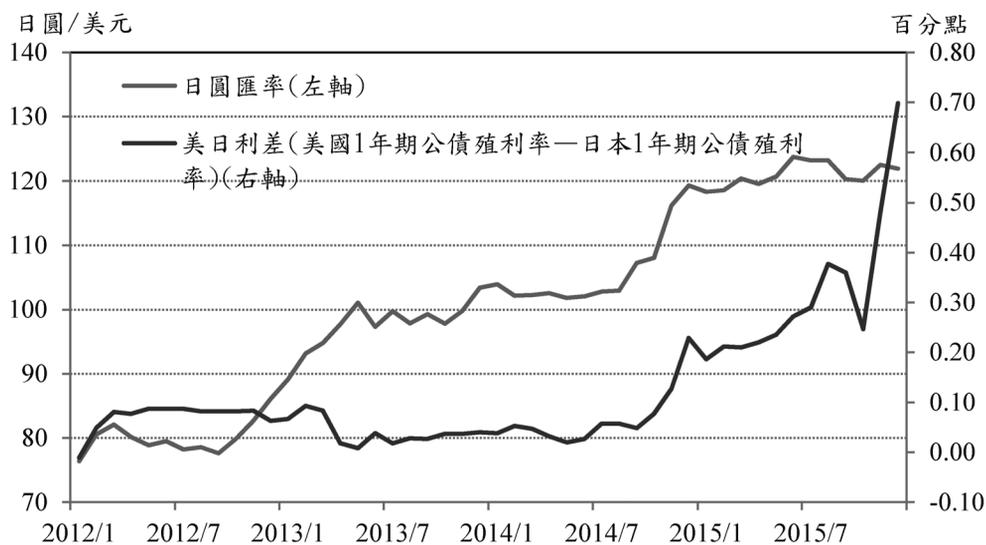
（註 22）參考 BoJ 於 2015 年 10 月 31 日公布之貨幣政策會議新聞稿。

圖 15 美、日 1 年期公債殖利率走勢



資料來源：Bloomberg

圖 16 美、日 1 年期公債殖利率利差與日圓匯率



資料來源：Bloomberg

來觀察未來物價之變化。

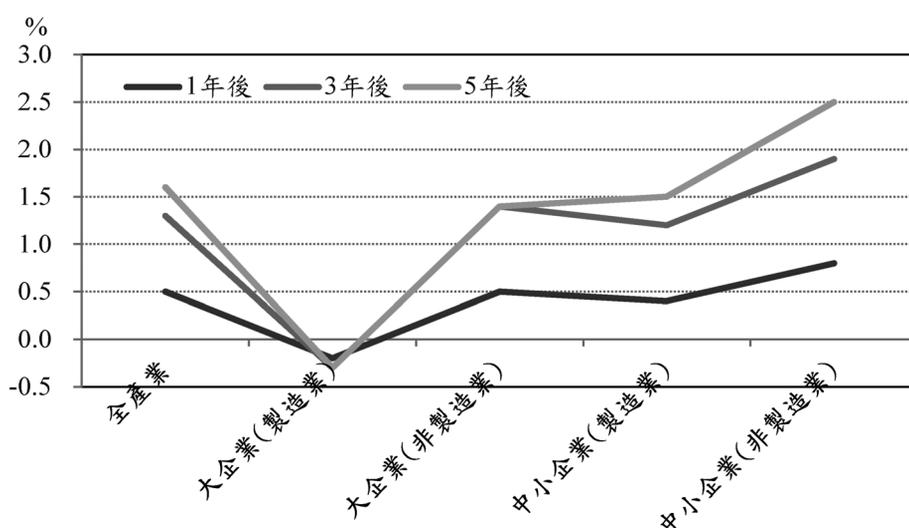
根據 BoJ「全國企業短期經濟觀測調查」報告，企業商品販售價格預期變化率

(outlook for output prices) 上升至 2% 之企業仍少。尤其是在訂價上處於優勢之大型製造業，商品販售價格預期變化率仍僅 0% 左右

(圖 17)。至於對一般物價預期變化率 (outlook for general prices) 之看法，全體企業亦仍保守，5 年內均未達到 2% (圖 18)。

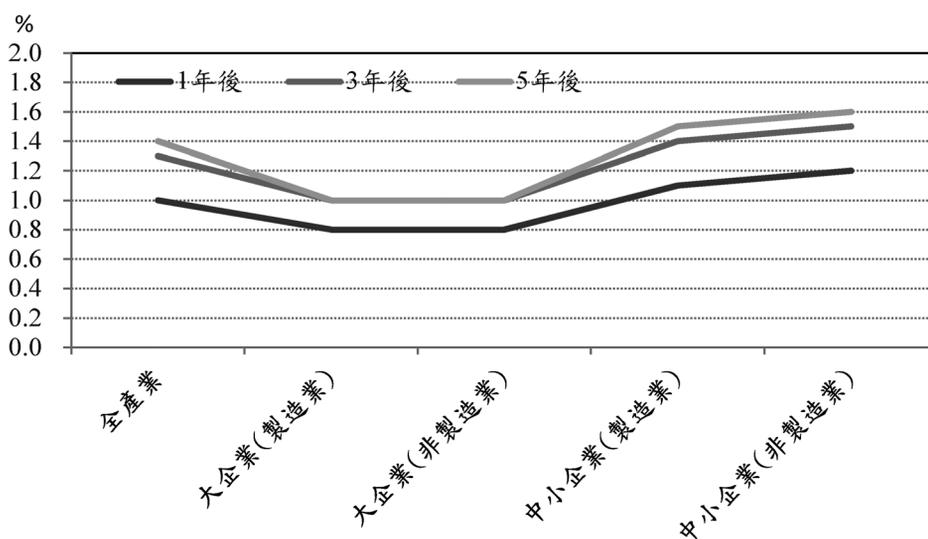
(二) 未來 BoJ 擴大 QQE 可能的操作工具選項
 金融市場預期未來 BoJ 擴大寬鬆貨幣政策之可能工具選項大致如下：

圖 17 2015 年第 4 季企業預期商品售價之變化率



資料來源：BoJ

圖 18 2015 年第 4 季企業預期 CPI 年增率



資料來源：BoJ

1、增購更長天期的公債

目前的購債速度是每年 80 兆日圓。增購公債最為簡便，惟缺點是日本公債籌碼日益枯竭。另一種作法是將購買公債之平均剩餘到期年限由目前之 7~12 年，延長至 9~12 年期，以進一步壓低長期利率。

2、增購商業本票（CP）及公司債

目前 BoJ 的目標是每年分別購買 2.2 兆日圓及 3.2 兆日圓的商業本票及公司債。惟若增加購買金額，在選擇上將面臨公正性的問題。

3、增購 ETF 及 J-REIT

目前 1 年購買 ETF 目標為 3.3 兆日圓。野村證券預期可能會增加至 6 兆日圓，此可能帶動日本股市再創新高。增購 J-REIT 可帶動日本不動產業，惟購買標的可能降至 AA 級評等以下，增加信用風險。

4、購買地方政府債券

優點是能夠活化地方經濟，風險在於購買標的選擇會引起公正性爭議。

5、購買股票

在選股方面也有公正性爭議。金融市場專家建議可購買 JPX 日經指數 400 種成份股的股票，1 年約 10 兆日圓。

6、擴大負利率政策

BoJ 寬鬆政策由原先之量化、質化調控，再增加利率一項。未來進一步寬鬆貨幣政策，透過負利率再擴大，以刺激銀行放款，促進民間消費及企業投資。惟 BoJ 貨幣政策

委員 Shiraii（2015）指出（1）若將超額準備金的存款利率調降至 0% 或甚至負利率，BoJ 恐難以維持每年增購 80 兆日圓長期公債之目標。因維持 0.1% 之超額準備金存款利率，為吸引公債持有人將公債賣給 BoJ 之誘因；

（2）採取負利率恐因降低銀行體系的獲利率，而引起破壞金融機構中介功能的風險；

（3）更重要的是，歐洲央行實施負利率之後，歐元區並沒有達成 BoJ 所重視提高預期通膨率之效果。惟 2016 年 1 月 29 日 BoJ 內部經過激烈爭論後（表 4），仍宣布實施負利率政策。

7、提高通膨目標

可將目標拉高至 2% 以上，進一步引發通膨預期，並建立長期架構，例如至 2018 年時達到 3%。

8、設定長期公債殖利率目標

目前 10 年期公債殖利率為 -0.01%，可設定長期公債殖利率目標，進一步壓低長期利率。

（三）務實的做法是 BoJ 選擇更改現行於 2017 年度上半年達 2% 之通膨目標

如上所述，目前企業之訂價行為雖已呈現積極向上之趨勢，惟於期限內達成 2% 通膨目標仍然相當困難。因此，BoJ 被迫更改 QQE 政策目標可能性很高。

首先，能夠想到的選擇就是延長通膨目標達成之期限。訂定「延期○年」之具體時間表，或者以「中長期的」表現方式不具體

明示達成期限。日本經濟能從長期的通縮均衡脫離，係 BoJ 採取具體訂定「於兩年內儘早達成 2%通膨目標」之明確方式來達成。此一方式初期的確給予經濟體各部門強大壓力，一舉扭轉日本民眾近 20 年以來習以為常的通縮心理，應為必要之舉。惟目前在目標達成期限之不確定性日益升高之情況下，恐傷害金融市場對 BoJ 之信賴。而且，BoJ 已 3 度將達成期限延後，雖亦顯示達成目標之決心，惟其激勵民眾產生通膨預期的心理恐日益疲弱。再者，若 BoJ 為匆促達成 2%通膨目標，而於短期內連續大規模寬鬆貨幣，最終將導致實質經濟及金融市場陷入極度不穩定的風險。

綜上所述，QQE 運用明確訂定達成物價目標期限的方式之階段性任務似乎已告一段落。未來，BoJ 宜務實地選擇改變現行的方式。雖然，短期內會因金融市場認為 BoJ 達成通膨目標之決心發生動搖，而導致外匯市場及股票市場產生過度反應之慮，長期而言則對日本經濟有利。例如，BoJ 可考慮採用 2015 年 1 月起政府「每月經濟報告」中較具彈性之敘述方式「根據經濟及物價情勢，期待及早實現 2%物價穩定目標」等。從 BoJ 與日本政府政策協調之觀點，將通膨目標運用更具彈性的方式加以表達，或更換通膨目標似乎已勢在必行。

肆、QQE 中長期退場機制面臨之問題

一、BoJ 需與財務省之公債管理取得協調，避免降低政策效果

伴隨 QQE 之實施，BoJ 持有之長期公債之平均剩餘到期年限正快速延長。另一方面，財務省每年發行公債之償還期限亦呈現長期化之情況，平均償還期限於 1999 年度為 4 年 10 個月，至 2015 年度已延長至 9 年。一般情況下，政府債務增加，為降低利息負擔，防範未來利率上揚，經常於低利率期間發行較長天期的公債。惟根據藤川衛、岩田一政及左三川（笛田）郁子（2013）之實證研究，BoJ 實施 QQE 之主要目的係儘可能壓

低長期利率，惟伴隨財務省發行公債之償還期限長期化，將降低其壓低長期利率之效果。例如，2001 年起 BoJ 實施量化寬鬆政策，惟因公債之償還期限之長期化，長期殖利率因而被提高約 0.5~0.9 個百分點。因此，BoJ 為避免貨幣政策降低效果，BoJ 需事先與財務省之公債管理政策取得適當的協調。

二、長期利率遽升之風險是 QQE 退場首先面對之難題

如第 2 節所述，BoJ 之 QQE 之主要運作機制係透過大量買入長期公債，以達成 2%通膨目標。未來 BoJ 實施 QQE 退場之際，首先

必須考量的是時間溢價（time premium）的問題。目前時間溢價係依賴 BoJ 大量購入長期公債而被壓低。根據岩田一政（2013）之實證研究，時間溢價下滑，促使金融資產價格上揚，而非金融部門之投資行為則受預期利率（expected interest rate）之影響較大。QQE 退場時，金融市場要求適當的時間溢價之情況下，長期利率上揚似乎無法避免。需特別注意的是，適當的時間溢價被要求之過程中，金融市場經常發生群體行為，而導致時間溢價有急遽上揚之風險（註 23）。

第二，在公債被 BoJ 大量買入，導致市場流動性低落之情況下，對很小的衝擊，利率亦恐有過度反應的風險。例如，2013 年 5 月，BoJ 剛實施 QQE 不久，一度因大量買入公債，導致市場流動性降低，公債殖利率因而大幅波動，影響投資人之投資意願，最終導致長期利率急遽上揚（圖 4）。短期內即使利率突然上揚，金融市場在 BoJ 仍將持續大量買入長期公債之安全感下，利率可望維持平穩。惟未來 QQE 退場之過程中，金融市場之安全感一旦消失，恐發生恐慌性賣出之不利情況（註 24）。

第三，有關預期利率部分，QQE 退場過程之前瞻性指引（forward guidance）扮演著重要的角色。關於此，若目前以貨幣基數

為目標，引導未來利率恐發生困難。因此，QQE 開始退場之時點，BoJ 貨幣政策操作目標宜由貨幣基數更換為政策利率，並承諾不會長期間維持升息之態勢，此對抑制預期利率上升相當重要（註 25）。

三、QQE 退場升息過程除將造成巨額財務負擔外，恐引起政治紛爭

未來 QQE 退場升息過程中，將造成 BoJ 巨額的財務負擔。根據大和總研及日本經濟研究中心之試算，2022 年度起 BoJ 將因利息支出超過債息收入，而導致淨利息收入由正轉負，累積的損失金額恐高達 1.5~2.0 兆日圓（註 26）（圖 19）。利息損失不但造成 BoJ 盈餘繳庫減少，甚至需要仰賴政府編列預算填補虧損。此項財務成本將由 BoJ 或日本政府負擔，若未事先縝密規劃，屆時發生意見對立的情況，亦恐造成金融市場的混亂。

QQE 退場、升息過程，不但造成財務成本，亦不利景氣復甦，對日本政府而言係不利的選擇，因此不排除日本政府有抗拒 QQE 退場之可能性。惟若 BoJ 為配合日本政府而長期間維持寬鬆的金融環境，因而延遲因應資產價格持續上漲，日本經濟有再次發生資產泡沫化之風險。因此，BoJ 除了需密切與金融市場對話之外，如何與日本政府充分溝通，亦是 QQE 退場能否成功的要件之一。

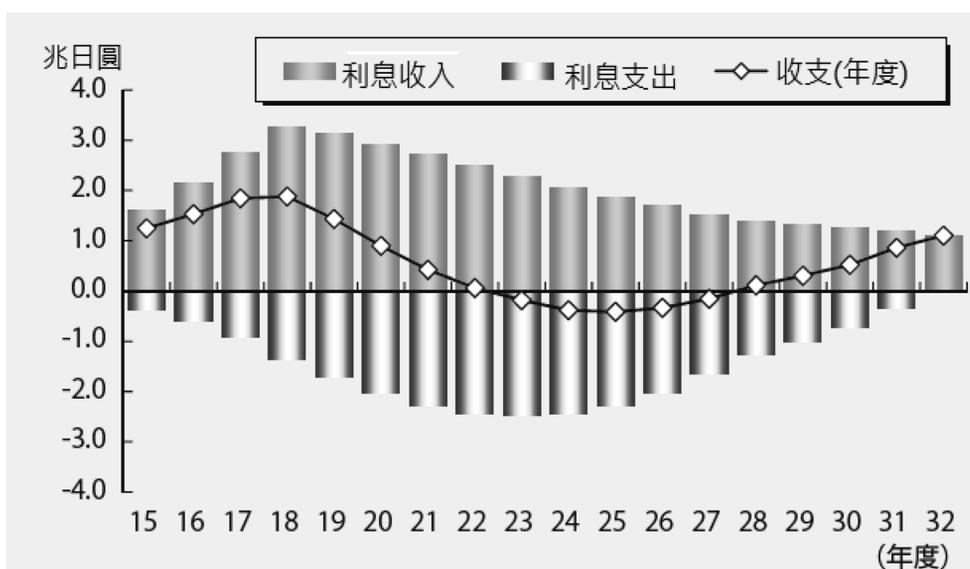
（註 23）參考久後翔太郎（2015）。

（註 24）參考久後翔太郎（2015）。

（註 25）參考久後翔太郎（2015）。

（註 26）參考久後翔太郎（2015）及岩田一政、左三川（笹田）郁子（2013）。

圖 19 BoJ 利息收支之試算



資料來源：轉引自久後翔太郎（2015）

綜上所述，未來 BoJ 實施 QQE 退場之初，恐立即面對各項風險，如何避免上述風

險發生，順利達成金融市場正常化之目標，係 BoJ 中長期的最重要課題。

伍、結論與啟示

BoJ 自 2013 年 4 月實施 QQE 至今已屆滿 3 年，惟 2016 年 2 月核心 CPI 年增率仍降至 0.0%，距離 BoJ 所強力宣示儘早於兩年內達成 2% 通膨目標看似愈離愈遠。BoJ 雖於 2016 年 1 月 29 進一步推出負利率政策，寬鬆貨幣政策由原先之量化、質化調控，再增加利率一項。惟市場卻認為 QQE 之效果及政策走向愈加喪失透明度，不但顯示 BoJ 原先所預設 QQE 之運作機制已遭遇瓶頸，負利率政策更可能使得 QQE 運作機制更加複雜，導致市場混亂。

近來 BoJ 之貨幣政策會議，雖一再主張剔除食物類及能源之 CPI 走勢尚未出現惡化之趨勢，2016 年 2 月之年增率仍達 0.8%，加上勞動市場改善（2016 年 1 月失業率降至 3.3%）可望能帶動薪資加速上揚，將有助於促進消費及投資成長，而推遲追加寬鬆貨幣。惟 BoJ 於 2016 年 1 月再度大幅調降 2016 年度之通膨預測值至 0.8%，並將達成 2% 通膨目標之預定時程再度延後至 2017 年 4 月~2017 年 9 月。若考慮近年油價大幅下滑，變更通膨預測值是符合現實的判斷。惟排除

油價之影響，亦未能展望何時能達到黑田總裁上任之初所宣示執行大膽的寬鬆貨幣（bold monetary easing）方針下，儘早於兩年內達成 2%通膨目標，金融市場對 BoJ 之不信任感正日益高漲。

當 QQE 政策之透明度逐漸降低之際，黑田總裁雖仍宣示不認為政策工具有其限制。惟 BoJ 每月購買公債量約為 8 兆~12 兆日圓，與日本政府每月約 12 兆的公債發行量約略相當，已導致公債市場流動性乾涸。未來，BoJ 欲任意追加公債購買額，擴大政策操作工具—貨幣基數目標之空間實際上已經不大。而且，未來若以中國大陸為首之新興經濟體經濟進一步走緩，導致全球經濟或金融市場環境再度惡化，在距離 2%通膨目標更加遙遠之情況下，不排除 BoJ 可能被迫需要再數度寬鬆貨幣之可能性。

因此，BoJ 在短期性策略—短期內一舉提高通膨預期已遭遇瓶頸之際，為維持貨幣政策之可信度（credibility），除必須深化與市場之對話機制之外，並需重新檢討原先所預設 QQE 之運作機制，儘速考量建構帶領日本經濟脫離通縮惡性循環之中長期策略。例如，對達成 2%通膨目標之期限採取更具彈性之做法，並在不損及 BoJ 財務健全性之前提下，積極擴大 QQE 可能的操作工具選項，除防範國際油價持續下跌，對已提高的預期通膨率造成不利影響之外，進一步將寬鬆貨幣效果擴及至中小企業及家計部門，以激勵民間需求；再者，若寬鬆貨幣政策之關鍵為實質利率，當國外利率逐漸回升之情況下，貨幣政策操作工具可考慮由貨幣基數回歸至利率。例如，以長期利率為貨幣政策之引導目標亦可加以考慮（註 27）。

參考文獻

- 劉淑敏 (2011)，「臺灣產出缺口與通貨膨脹關係之研究」，中央銀行季刊，第三十三卷第四期，12 月。
- Arslanalp, Serkan and Dennis Botman (2015), “Portfolio Rebalancing in Japan: Constraints and Implications for Quantitative Easing,” *IMF Working Paper* WP/15/186, August.
- Shirai, Sayuri (2015), “Unconventional Monetary Policies of the Bank of Japan and European Central Bank,” Remarks at the Panel Discussion “Monetary Policy and Central Banking: A Global Outlook” at the Bruegel Annual Meeting, September 8.
- 雨宮正佳 (2015)，「量的・質的金融緩和の成果と課題」，*証券レビュー*，第 55 卷第 10 号，9 月。
- 岩田一政、左三川（笹田）郁子 (2013)，「量的・質的金融緩和と政策の効果とリスク—2013 年度金融研究班報告総論—」，*金融研究レポート* 2013-1（概要），日本經濟研究センター，11 月 19 日。
- 岩田一政 (2013)，「アベノミクスとケインズの公開書簡」，日本經濟研究センター，10 月 29 日。
- 飯島寛之 (2015)，「量的・質的金融緩和」と中小企業」，*企業環境研究年報* No.19，2 月。
- 黒田東彦 (2016)，「「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」への疑問に答える」，読売國際經濟懇話会における講演，

（註 27）參考須田美矢子（2015）。

3月7日。

久後翔太郎(2015)、「量的・質的金融緩和の展望～効果、限界、リスクの検証～」, *大和総研調査季報*, 春季号 Vol. 18。

齋藤雅士、法眼吉彦、西口周作(2014)、「日本銀行の国債買入れに伴うポートフォリオ・リバランス：資金循環統計を用いた事実整理」, *日銀レビュー*, 日本銀行企画局, 6月。

齋藤雅士、法眼吉彦(2014)、「日本銀行の国債買入れに伴うポートフォリオ・リバランス：銀行貸出と証券投資フローのデータを用いた実証分析」, 日本銀行企画局, 6月。

鈴木克洋(2014)、「異次元緩和の効果と出口の課題 ～日銀のバランスシートを用いた整理～」, *経済のプリズム* No. 129, 9月。

須田美矢子(2015)、「量的・質的金融緩和の先行きと出口戦略について—量的緩和時代の経験を参考に—」, *資本市場月刊* No. 359, 7月。

日本銀行企画局(2015)、「量的・質的金融緩和」：2年間の効果の検証」, *日銀レビュー*, 5月。

藤川衛、岩田一政、左三川(笹田)郁子(2013)、「長めの国債発行が緩和効果弱めた可能性も」, *金融研究レポート* 2013-3(概要), 日本経済研究センター, 11月。

ラルス・E・O・スベンソン(2001)、「開放経済下における名目金利の非負制約：流動性の罫を脱出する確実な方法」, *IMES Discussion Paper Series* 2001-J-6, 日本銀行金融研究所, 1月。

(本文完成於105年4月, 作者為本行經研處研究員)