

# 日本的貨幣信用成長情形

高超陽

## 一、前言

日本自 1990 年代初期泡沫經濟崩潰後，資產（股票及房地產）價格大幅下跌、金融機構及企業部門資產負債表嚴重惡化，肇致經濟長期停滯。其間日本銀行（Bank of Japan；以下簡稱日銀）持續採行寬鬆性貨幣政策因應，迨入 1999 年 2 月復進一步實施金融史上首見的零利率政策；而上（2001）年 3 月更一反過去堅拒外界要求採行定量寬鬆之建議，改以「量」（金融機構在日銀的活期存款帳戶餘額）取代「價」（無擔保隔夜拆款利率）來充當貨幣政策操作目標，試圖擺脫貨幣政策在操作上所面對的流動性陷阱（liquidity trap）限制。

雖然近十年來日銀持續採行寬鬆性貨幣政策，惟 M2+CD（廣義貨幣總計數）年增率卻持續呈現低迷，僅勉強維持於 3.0% 左右，而 1992 年 9 月更一度創下進行本項統計以來首度的負成長。迨入本（2002）年，M2+CD 年增率大致維持於 3.5% 左右；反之，M1 年增率則反映出一般大眾因利率走低且擔心銀行倒閉，而對現金與活期性存款產生強烈偏好，4 月以後年增率持續大幅擴增至超過 30% 的水準。本文旨在剖析日本當前的貨幣信用成長情形，據以瞭解日銀定量寬鬆貨幣政策的成效。

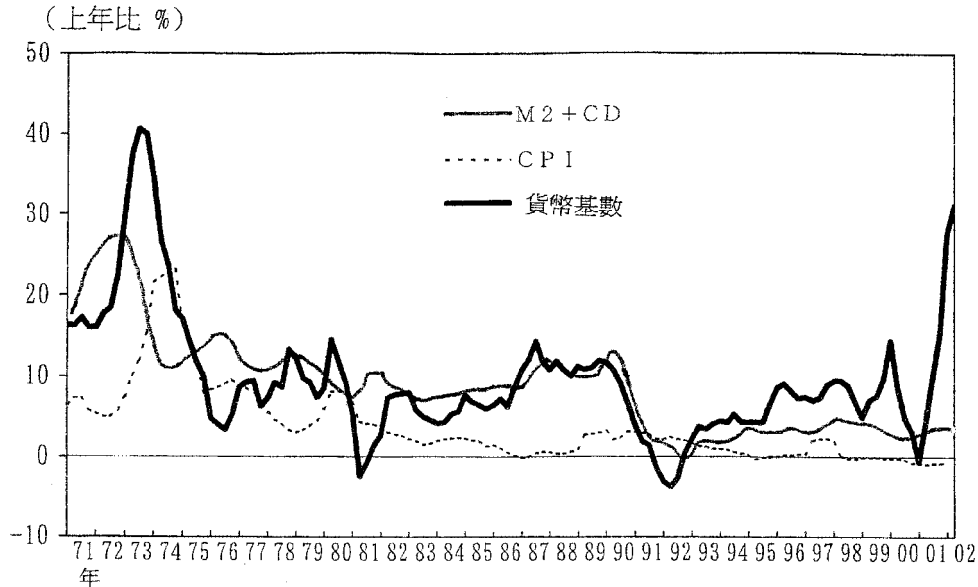
## 二、貨幣情勢分析

日銀自上年 3 月採行定量寬鬆政策，以金融機構在日銀的活期存款帳戶餘額為操作目標，初期目標餘額為 5 兆日圓（在此之前日銀活期存款帳戶餘額平均約為 4 兆日圓左右）。為達成此一目標，日銀擴增原先每月 4,000 億日圓之公債買斷操作規模，日銀聲稱此一政策將持續至核心 CPI（剔除生鮮食品）

年增率提升至 0% 以上。之後，伴隨景氣進一步惡化，股價持續探底，日銀再將金融機構在日銀的活期存款帳戶餘額目標持續擴大至 10~15 兆日圓，而公債買斷操作額度亦隨之擴增至每月 1 兆日圓規模。

日銀持續強化定量寬鬆政策，使得日本的貨幣基數年成長率曾於本年 4 月大幅成長

圖 1 日本貨幣基數、M2+CD 及 CPI 年增率之變化



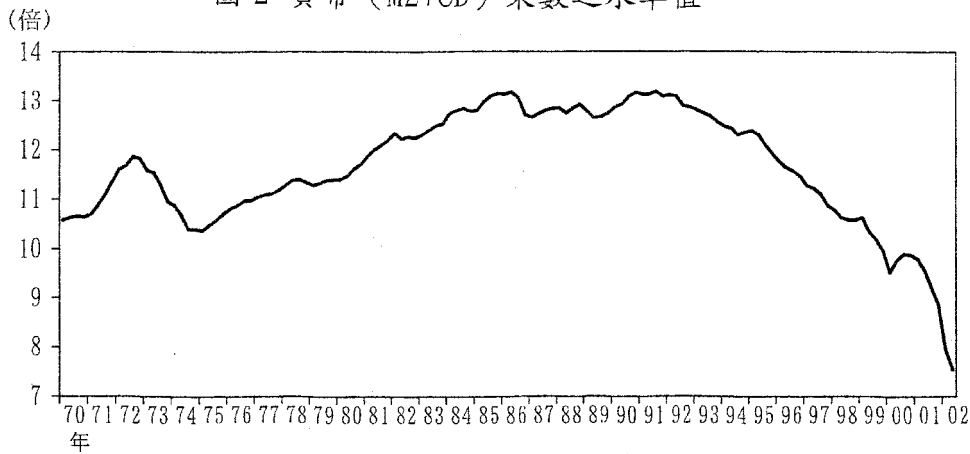
36.3%，成長幅度創 1974 年 1 月來之新高，近月來年增率亦均維持於 20%~30%之偏高水準（圖 1），其中除銀行超額準備大幅擴增外，日銀鈔券發行餘額亦明顯擴增，年增率維持於 10%~16%。

即使貨幣基數成長率大幅走高，但 M2+CD 年增率，本年初至 7 月間，僅略為走高於 3.3%~3.5%（圖 1），雖較上年之 2.2%~3.4% 略見改善，惟其改善主因係源自投資信託解約後之資金流入（註 1）。M1 年增率則持續大幅擴增至超過 30%的水準，其中通貨淨額年增率大致維持於 8.3%~13.3%之高水準；活期性存款年增率亦反映出一般大眾擔心銀行倒閉存款遭受凍結而將定期性存款持續移轉至活期性存款（註 2），由 1 月的 18.2%

逐月上揚至 6 月的 37.5%，7 月漲勢稍歇為 36.6%。

日本貨幣基數年增率大增而 M2+CD 年增率僅小幅擴增，反映出係被貨幣乘數的大幅下降所抵銷。觀之圖 2 我們可以發現，目前日本貨幣（M2+CD）乘數的水準值已由 1990 年代初期的 13 倍，大幅下跌至目前的 7~8 倍左右，其中最關鍵的因素即係通貨比率大幅上升與銀行授信的萎縮。日銀於近期發表之「如何理解最近貨幣基數的增加」乙文中（註 3），藉由分析通貨比率（反映社會大眾的資產選擇行為），以及準備金比率（反映銀行的資產選擇行為）之變動，來解釋日本貨幣乘數大幅下跌之原因。根據貨幣供給決定過程的等式，可以簡單導出下列的

圖 2 貨幣 (M2+CD) 乘數之水準值



關係式：

$$M = m \cdot B$$

$$m = (c+1) / (c+r)$$

式中

$M = C + D$  M 代表 M2+CD；C 代表通貨淨額；D 代表總存款。

$B = C + R$  B 代表貨幣基數；R 代表總準備金。

$c = C/D$  c 代表通貨比率（通貨淨額/總存款）。

$r = R/D$  r 代表準備金比率（總準備金/總存款）。

貨幣乘數 m 的組成份子中，通貨比率在 1980 年代尚呈緩步走低的趨勢，迨入 1990 年代轉呈攀升，且近年來上升速度進一步加快（圖 3）。究其原因，日銀指出，主要係存款利率持續走低，一般大眾乃捨銀行存款而就現金之結果。如進一步觀察通貨比率與定期存款利率的關係，可以發現，1980 年代中期以後這二者係呈現明顯的負相關。據此，日

銀認為日本的貨幣乘數大抵係被通貨比率之變動所主導，且與之呈負相關。由於通貨比率與利率亦呈負相關，因此日銀強調貨幣乘數與利率所呈現的正相關，特別在 1995 年日本的利率水準降至 0.5% 以後，貨幣乘數與定期存款利率間之關係，更由過去的陡峭轉趨水平（圖 4），這也意謂著貨幣乘數對定期存款利率之變動的敏感度明顯增強。

其次，當觀察貨幣乘數中的準備金比率，顯示在 1999 年之前，銀行的準備金比率幾與法定準備金比率相當，且該比率十分穩定，但之後則因日銀先後實施零利率政策、電腦千禧年對策及改採定量寬鬆政策，促使超額準備金比率大幅攀升，而呈現大幅波動（圖 5），也是造成近一年多以來貨幣乘數下降的主因。

日銀於結論中特別強調，在利率水準逐步逼近於零的金融環境下，通貨比率及準備金比率，雙雙呈現大幅波動，導致貨幣乘數益加不安定，而且難以預測。處於此一情況

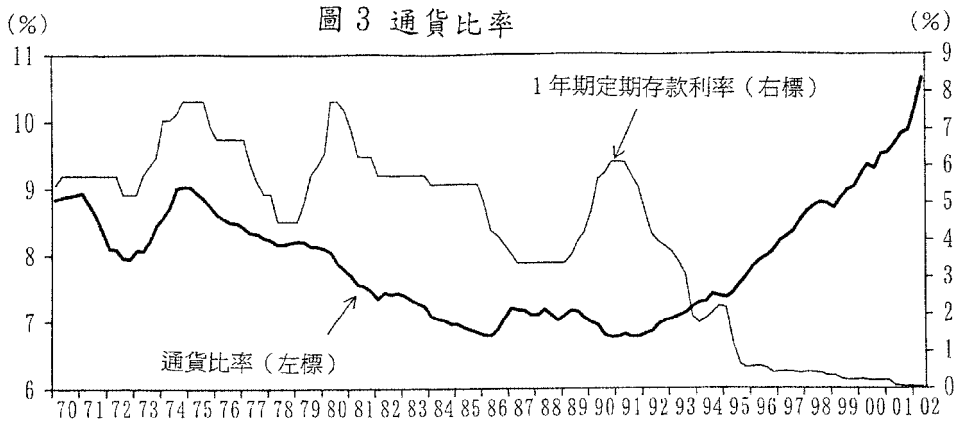
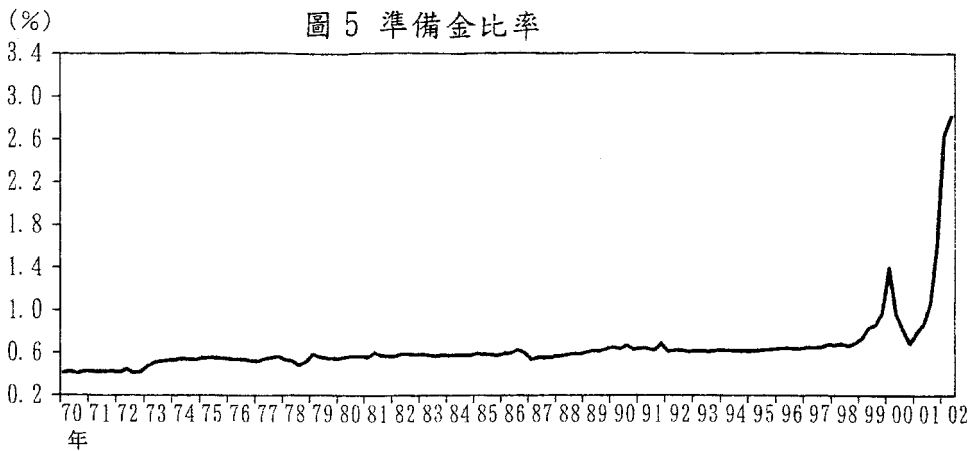
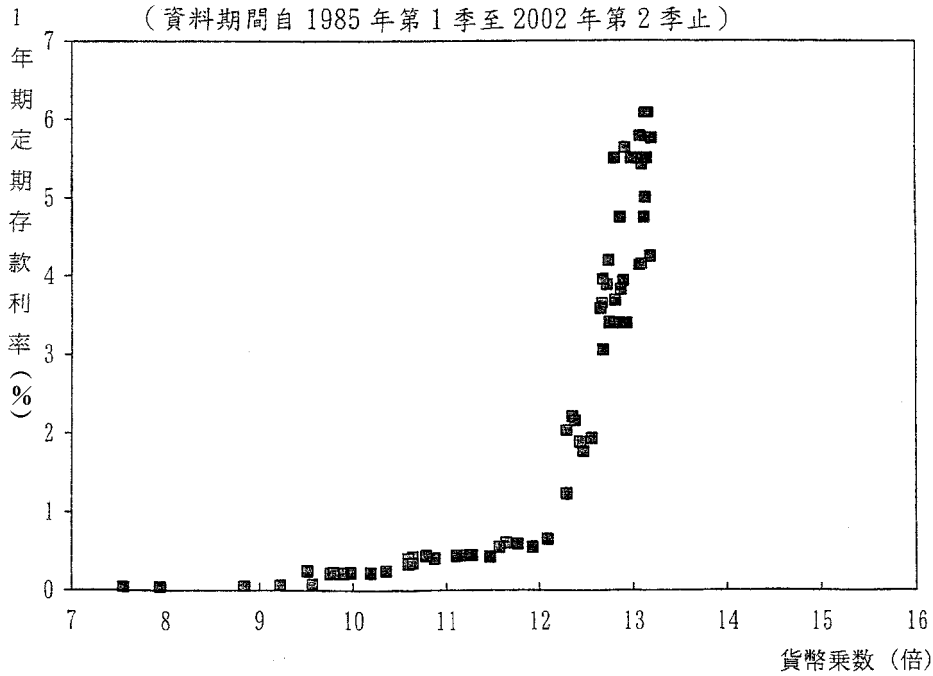


圖 4 貨幣乘數與存款利率之關係  
(資料期間自 1985 年第 1 季至 2002 年第 2 季止)



下，即使實施定量寬鬆政策，持續擴大金融機構在日銀的活期存款帳戶餘額目標，終將

被貨幣乘數的下跌所抵銷，導致 M2+CD 的走勢仍難擺脫疲態。

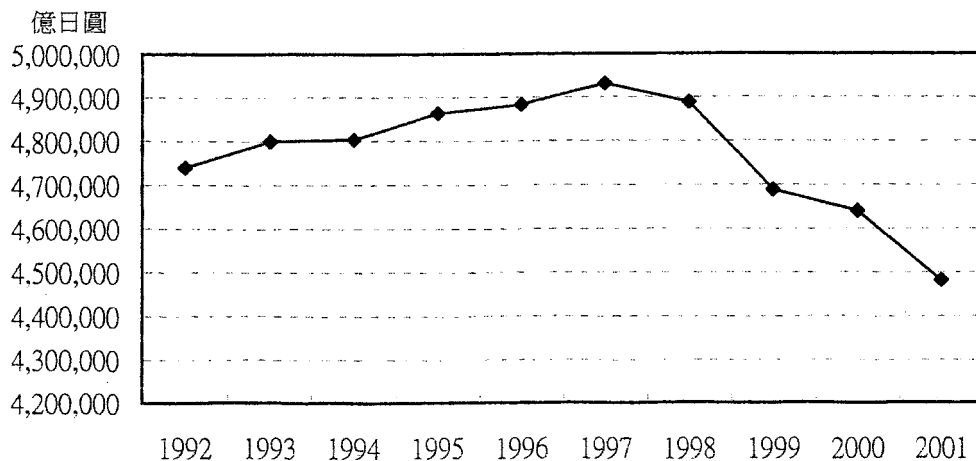
### 三、銀行信用成長情形

在民間企業持續緊縮資產與負債導致資金需求不振、銀行業壞帳持續增加，以及股市持續下挫導致銀行自有資本不足等因素之影響下，日本銀行業放款餘額自 1998 年起即持續滑落，銀行信用緊縮現象未見改善（圖 6）。

根據日銀公布之 2001 年國內銀行業放款餘額統計顯示，2001 年底放款餘額為 448 兆 2,233 億日圓，仍較上年減少約 4%，是自 1998 年以來連續第四年持續下滑。進一步以

業別觀之，以長期信用銀行減少 9%，減幅最大，其次依序為第二類地方銀行減少 7%、信託銀行減少 6%、都市銀行減少 4%、地方銀行減少 1%。近期日銀公布之「銀行業放款暨資金動向統計」亦顯示，本年 7 月份銀行放款餘額仍較上年同期減少 4.6%。至於放款對象方面，製造業中以纖維、石油及一般機械減幅最大；非製造業則依序以電力瓦斯、服務業、批發小賣業及建設、不動產業減幅最大。

圖 6 泡沫經濟崩潰後日本國內銀行業放款餘額之變化



### 四、結 論

如果金融中介機構無法增加放款，獨賴日銀釋出資金來營造寬鬆貨幣環境，且一般

大眾又偏愛現金及活期性存款，而不願握持流動性較低的資產或增加實質資產之購買，

則日銀希望藉由定量寬鬆貨幣政策來擺脫流動陷阱限制之意圖，恐仍將落於失敗。

IMF曾於1998年9月於其「全球經濟展望報告」，有關「日本經濟危機與因應對

策」的章節中，呼籲日銀應儘速解決困擾多時之金融中介機制不彰的結構問題，否則嚴重的流動性陷阱、通貨緊縮困境勢必限制了寬鬆性貨幣政策的效果。

## 附 註

- (註 1)日本投資信託協會公布之7月底全國投資信託淨資產餘額較6月底減少3.8%，係連續第九個月減少，達泡沫經濟崩潰以來之最低水準。主因為上年以來約占投資信託淨資產六成之貨幣市場基金（MMF）等公社債投信，因投資標的發行公司破產，紛紛跌破淨資產餘額，加以利率持續下滑，導致投資人爭相贖回；此外，股票型投信亦因股價持續低迷，肇致其淨資產餘額減少2.8%。
- (註 2)日本自1971年即實施存款保險制度，最初理賠額度為3百萬日圓，之後擴增至1千萬日圓；但迨至近年日本政府對問題金融機構之存款理賠均採全額賠付，並未真正落實定額賠付制度。1998年10月「金融再生法」通過後，日本政府已決定自2002年4月起分階段正式實施存款保險定額賠付，首先以定期性存款為對象；2003年4月起，將進一步擴及至活期性存款。
- (註 3)日本銀行企畫室（2002/8），“最近のマネタリーベースの増加をどう理解するか？” <http://www.boj.or.jp/down/siryo/data/ron0208b.pdf>, pp.20-24.

（本文完稿於91年9月，作者高起陽先生為本行經濟研究處國際經濟科副研究員。）