

# 近年來日本銀行貨幣政策的操作情形

高超陽 撰

## 摘要

日本自 1990 年代初泡沫經濟崩潰迄今，經濟長期停滯、資產（股票及房地產）價格大幅下跌、企業部門資產負債表嚴重惡化，以及伴隨鉅額不良債權問題而來的金融部門中介機能低落等盤根錯節的經濟、金融難題，日本銀行（Bank of Japan；以下簡稱日銀）遂持續採行寬鬆性貨幣政策因應。迨至 1995 年 9 月日銀已將重貼現率降至史上最低的 0.5%。其後，日銀貨幣政策操作不但面對利率極低及金融中介機能低落的雙重限制，而日益嚴重的通貨緊縮現象更進一步壓縮寬鬆性貨幣政策效果。鑑於此，日銀乃積極著手研究實施新的貨幣政策操作機制，並強化金融調節工具機能，例如 1999 年 2 月實施金融史上首見的零利率政策；1999 年 10 月公布「強化金融市場調節工具機能方針」；本（2001）年 2 月引進歐洲中央銀行（ECB）採行的倫巴德型式貸放機制，藉以穩定市場利率並強化寬鬆性效果；迨入 3 月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等。日銀試圖藉由新

的貨幣政策操作機制及強化金融調節工具機能，擺脫目前貨幣政策操作所面對的流動性陷阱（liquidity trap）困擾，進一步刺激即將步入長期衰退的日本經濟。

在流動性陷阱下，日銀如為維持其貨幣政策操作的效力，大致可循以下三種思考模式：（1）短期利率接近零，但尚未為零時，可藉由擴增基礎貨幣促使短期利率進一步趨近於零；（2）受限於已無進一步採行寬鬆性貨幣政策的空間，可運用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，發揮政策持續效果（policy duration effect）；（3）日銀除購入短期公債外，亦可購入其他資產，藉以影響該等資產的價格等。上述三種思考模式即反映在近年來日銀貨幣政策的實際操作上。

至於日銀強化金融調節工具機能的作法，旨在配合泡沫經濟崩潰後日銀貨幣政策操作環境的急遽變化，可歸因過去利率管制時代所規劃的金融調節方式已不符合需要，甚至阻礙貨幣政策的成效，因此亟須逐步進行改革。日銀進行的金融調節方式改革，除著眼於尊重市場機制的公開市場操作，藉由金

融調節工具及期間的多樣化，靈活使用利率傳導機制，以強化寬鬆性貨幣政策效果之外，亦希望經由強化金融調節作業的透明度，來進一步維持金融體系的安定。

近來日銀對泡沫經濟崩潰後貨幣政策操作的檢討，大致可歸納以下四點：（1）未能掌握資產負債表調整過程對實質經濟及金融面產生的巨大衝擊。日銀事後檢討，泡沫經濟崩潰後貨幣政策由緊縮轉向寬鬆的時點大致適當，但泡沫經濟崩潰初期調降利率的幅度，僅以一般性景氣循環為考量，對泡沫經濟崩潰後景氣衰退機制中資產負債表調整的巨大影響，未能充分預見與掌握，並採行防範性的貨幣寬鬆措施；（2）貨幣政策的效力

有其限度。正常情況下降息可以帶動投資、消費，因此有助於提振景氣的復甦，但如果面臨需求面嚴重不足，以及金融中介機能低落的情況，即使持續執行寬鬆性貨幣政策，且利率處於極低的水準甚或為零，亦無法發揮應有的效果；（3）加速經濟產業面及金融面的結構性改革以強化寬鬆性貨幣政策效果；（4）貨幣政策在因應通貨緊縮時較通貨膨脹更難。由於需求減少而引發的通貨緊縮現象，通常伴隨流動性陷阱發生，因此與通貨膨脹相較，貨幣政策的因應更為困難。穩定物價為中央銀行的首要目標，關於此，中央銀行除應防範通貨膨脹風險之外，對於通貨緊縮風險更應加以重視。

## 一、前言

日本自 1990 年代初泡沫經濟崩潰迄今，經濟長期停滯、資產（股票及房地產）價格大幅下跌、企業部門資產負債表嚴重惡化，以及伴隨鉅額不良債權問題而來的金融部門中介機能低落等盤根錯節的經濟、金融難題，日本銀行（Bank of Japan；以下簡稱日銀）遂持續採行寬鬆性貨幣政策因應。迨至 1995 年 9 月日銀已將重貼現率降至史上最低的 0.5%。其後，日銀貨幣政策操作不但面對利率極低及金融中介機能低落的雙重限制，而日益嚴重的通貨緊縮現象更進一步壓縮寬鬆性貨幣政策效果。鑑於此，日銀乃積極著手研究實施新的貨幣政策操作機制，並強化

金融調節工具機能，例如 1999 年 2 月實施金融史上首見的零利率政策；1999 年 10 月公布「強化金融市場調節工具機能方針」；本（2001）年 2 月引進歐洲中央銀行（ECB）採行的倫巴德型式貸放機制，藉以穩定市場利率並強化寬鬆性效果；迨入 3 月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）充當貨幣政策操作目標等。日銀試圖藉由新的貨幣政策操作機制及強化金融調節工具機能，擺脫目前貨幣政策操作所面對的流動性陷阱（liquidity trap）困擾，進一步刺激即將

步入長期衰退的日本經濟。

本文擬深入探討近年來日銀貨幣政策的操作情形。全文共分五節，除此前言外，第二節首先簡要回顧泡沫經濟崩潰後日銀貨幣政策操作環境所面臨之重大轉變；第二節說明近年來日銀貨幣政策操作面對之利率極低

及金融中介機能低落的雙重限制，以及在流動性陷阱下日銀如何維持其貨幣政策操作的效力；第四節則介紹日銀強化金融調節工具機能的發展；至於第五節則是日銀內部對近年來貨幣政策操作的檢討。

## 二、泡沫經濟崩潰後日銀貨幣政策操作環境面臨的重大轉變

泡沫經濟崩潰後日銀貨幣政策操作環境面臨以下四個重大的轉變：（1）在超低利率下，日銀貨幣政策操作空間被大幅削弱；（2）日銀貨幣政策目標中除追求一般性的物價穩定、經濟發展之外，促進金融體系穩定之目標的重要性亦日益升高；（3）日銀的利率政策中引導短期利率特別是隔夜拆款利率之重要性大幅提高；（4）為因應日益嚴重的通貨緊縮，強化貨幣政策操作之透明化成為重要課題。茲就這些議題分述如下。

### 1、在超低利率下，貨幣政策操作空間被大幅削弱

1990年8月日銀的重貼現率尚維持於6%之水準。之後，為刺激泡沫經濟崩潰後呈現長期低迷的日本經濟，日銀自1991年7月至1995年4月連續八次調降重貼現率據以引導利率走低；迨入1995年9月，日銀進一步將重貼現率降至史上最低的0.5%，此時貨幣市場及銀行業的利率亦漸趨於零（見圖1）。近來，日本經濟雖接連遭逢信用緊縮（credit crunch）、通貨緊縮（deflation），以及金融

體系不安等嚴重問題，但因重貼現率已趨近於零，寬鬆性貨幣政策操作空間受限，日銀正處於主要先進國家中央銀行所未曾遭遇過的困境。

### 2、促進金融體系穩定之政策目標日益重要

泡沫經濟崩潰後伴隨企業及個人信用惡化，金融機構的鉅額不良債權問題逐漸浮出檯面，再加上接二連三發生金融機構經營危機，原本穩定之金融體系已逐漸發生動搖。1994年東京協和與安全兩家信用合作社首先發生經營危機，緊接著1995年宇宙信用合作社、兵庫銀行、木津信用合作社等中小型金融機構亦發生經營危機，金融體系不安的情形逐漸升高。為支應發生經營危機金融機構所需之緊急流動性，日銀乃依據日本銀行法第二十五條之規定提供特別融通（註1）。同時，日銀亦配合降息，除冀望刺激低迷的景氣外，亦有意經由降息來提高金融機構之收益，促使金融機構加速處理不良債權以穩定金融體系。

### 3、隔夜拆款利率目標成為宣示貨幣政策 方向之主要管道

過去日銀宣示貨幣政策方向是以調整重貼現率來傳達。自 1995 年 3 月起日銀轉而採用調整隔夜拆款利率目標，同時公布「有關當前之金融調節方針」來宣示未來的政策方向。日銀將隔夜拆款利率目標視為重要政策方向之宣示，除因重貼現率調降空間已逐漸縮小之外，更重要的是著眼於確保貨幣政策操作之彈性運作，以及較諸以往更明確地向市場傳達其政策態度。

### 4、貨幣政策操作之透明化成為維持物價 穩定之重要課題

日本的消費者物價指數（CPI）及躉售物價指數（WPI）年增率自 1998 年起走勢大幅下挫（見圖 2），顯示日本的通貨緊縮現象已日益明顯（註 2）。迨入 2000 年，CPI 年增率已降至負 0.7%，已連續第二年呈現下跌；而 2000 年核心 CPI 年增率則降至負 0.4%，是進行本項統計以來的最低水準。至於 GDP 平減價格年增率，更已連續三年呈現負值。CPI 中的勞務價格年增率亦首度出現下跌 0.1% 的現象。一般而言，勞務價格中所占比重最高的人事費用相較於一般原物料商品價格，具有較強的抗跌特性。勞務價格年增率轉而呈現衰退，顯示長期以來各種商品價格破壞的結果已導致整體需求大幅減緩。迨至 2001 年 3 月日本政府於例行性經濟月報中，正式承認日本確已陷入通貨緊縮之中。

通貨緊縮引發經濟衰退的途徑大致可歸納為三：（1）名目工資具抗跌性。即使物價持續下跌而導致企業收入減少，名目工資仍不易向下調降。因此，企業將無法維持目前雇用之水準，而必須進行組織重整或抑制新的雇用以降低成本，最終就業所得將因而減少，民間消費亦隨之下降；（2）名目利率無法持續下降。無論如何執行寬鬆性貨幣政策，短期名目利率不能降至零以下。再者，在某一既定利率水準以下買入具風險性的長期債券投資人並不存在。因此，長期名目利率走低亦有極限。當長、短期名目利率不易下降，而物價又被預期下跌時，名目利率加上物價下跌率之實質利率不易下降至某一既定利率水準以下。因此，欲刺激投資相當困難。目前企業對經濟前景抱持悲觀，而長期實質利率又與樂觀的泡沫經濟時期水準相當時（註 3），很難期待企業將擴增新的設備投資；（3）物價下跌導致名目的企業收益及地租、房租等減少，接著地價、股價亦將隨之下跌。地價下跌導致以土地為擔保品之銀行貸款減少，企業只得縮減設備投資；股價下跌導致家計保有之資產價值減少，家計只得縮減消費以為因應。物價與資產價格持續下跌，將交互影響而擴大減幅。

面對日益嚴重的通貨緊縮現象，如何穩定物價已成為日銀迫切需要解決的難題。為明確宣示日銀解決通貨緊縮的決心，如何藉由強化貨幣政策操作的透明度，向市場明確

傳達日銀的政策態度乃日益重要。2000年10月日銀貨幣政策委員會正式決議定期於每年之4月及10月公布「經濟、物價之未來展望與風險評估報告」，以強化貨幣政策操作的透明度（註4）。評估報告分為三部份，第一部份為日銀對經濟、物價未來展望的看法；第二部份為風險評估，係針對影響未來展望的正、負面風險加以比較評估；第三部份則依下面兩種方式公布該委員會之審議委員對於未來物價上漲率及經濟成長率的預測值。第一種方式是公布大多數委員的預測值，係

將九名審議委員所提出的預測值中最大值及最小值加以剔除後公布其範圍；第二種方式是公布全體審議委員的預測值範圍。

至於在強化金融調節之透明度方面，日銀於1995年2月起著手公布公開市場操作的結果，例如投標、得標總金額的資訊；1998年6月起進一步公布平均得標利率、金額的資訊；1998年10月起公布每月準備金的累計部位狀況（超額準備等）；1999年4月起公布金融機構每日在日銀活期存款帳戶餘額。

### 三、近年日銀貨幣政策操作的困境與新策略（註5）

#### 1、利率極低與金融中介機能低落的雙重限制

1990年代初期日本經濟在歷經長達32個月的「平成景氣」之後，轉而步入泡沫經濟崩潰後的調整期。股票及房地產價格大幅下跌；企業過剩的機器設備及庫存的調整壓力，導致資產交易需求及企業機器設備投資需求大幅減少；貨幣總計數（M2+CD）年增率亦隨之急遽下滑，1992年9月M2+CD年增率更一度創下1968年進行本項統計以來首度的負成長。為刺激經濟景氣，日銀持續調降重貼現率，引導利率下降。在短期利率降至1.0%以下之後，日銀再度大幅調降利率的空間已不存在，日銀貨幣政策操作面臨利率極低的限制。再者，伴隨泡沫經濟崩潰而產生的龐大不良債權（註6），損及金融機構的

中介機能，日銀雖然持續採行寬鬆性貨幣政策，但對刺激實質經濟的效果不易顯現。

日銀貨幣政策操作受制於利率極低及金融中介機能低落的雙重限制，亦可經由基礎貨幣（base money）與名目國內生產毛額（GDP）的關係看出。以 $Hv=PY$ 的等式而言，藉由增加H（基礎貨幣），欲促使物價及名目GDP（PY）上升，取決於v（基礎貨幣的流通速度）能否維持穩定。但是，如圖3所示，1990年代中期以後v的水準持續滑落，1980年代該比率尚大致維持於13~11，但到了2000年已滑落至8~7的水準。因此，即使日銀持續擴增基礎貨幣，亦不易促使名目GDP增加。再者，本年5月以後金融機構對基礎貨幣的需求呈現飽和，日銀如欲進一步擴增基礎貨幣亦不容易。一般而言，擴增

基礎貨幣可促使利率下降，進一步刺激各經濟部門增加對財貨與勞務之需求。但在目前利率極低與金融中介機能低落的雙重限制下，此一機制顯然已無法順利運作。

## 2、流動性陷阱

關於流動性陷阱的概念至今仍相當分歧（註7），如將流動性陷阱簡單以「名目利率已達無法再繼續調降之狀態」來定義，則當前遭遇長期成長停滯且名目利率接近零的日本經濟正處於流動性陷阱。

在流動性陷阱下，日銀如為維持其貨幣政策操作的效力，植田（2001）指出大致可循以下三種思考模式出發：第一、短期利率接近零，但尚未為零時，可藉由擴增基礎貨幣促使短期利率進一步趨近於零；第二、當前已無進一步持執行寬鬆性貨幣政策的空間，可運用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，發揮政策持續效果（policy duration effect）；第三、中央銀行除購入短期公債外，亦可購入其他資產，藉以影響該等資產的價格等。日銀上述三種思考模式即反映在近年來日銀貨幣政策的實際操作上。

上述三種思考模式值得進一步探究。首先，關於持續供應基礎貨幣之想法。如持續供應基礎貨幣，短期利率有持續接近零的可能，但之後即處於流動性陷阱。換言之，大眾放棄持有短期金融資產而持有貨幣，係大眾抱持著即使喪失利息收入但相對擁有較高

流動性好處的認知。在處於均衡之下，增加持有貨幣的效益將等於持有成本（利息）。因此，在短期利率接近零時，保有基礎貨幣的好處幾乎是零。此時即使增加貨幣供給已無意義，因為超出目前水準的貨幣大眾已不需要。實際上，日銀在執行擴充資金供給的操作時，曾多次出現金融機構無參與意願致失敗的情形。再者，在短期公債利率接近零的情形下，基礎貨幣與短期公債幾乎成為完全替代品，兩者相互交換對經濟並不能產生任何影響。

第二、有關短期利率接近零之情形下持續供應基礎貨幣。日銀認為雖然目前擴增貨幣的寬鬆性效果不明顯，但藉由宣示未來將持續執行寬鬆性貨幣政策的承諾（commitment），據以引導未來短期利率的預期，結果經由預期短期利率的平均值所決定的長期利率亦將伴隨下降，之後進一步擴大影響至其他資產價格，發揮寬鬆性貨幣政策效果。

至於近來專家學者主張之「短期利率接近於零，基礎貨幣與短期公債幾乎成為完全替代品，中央銀行可考慮藉由購入與基礎貨幣替代性低的資產例如長期公債、外匯，或者公司債、股票及土地等，經由上述資產價格的變化可實現寬鬆性貨幣政策效果」，日銀認為，作此選擇之潛在成本相當不確定，況且藉由持續寬鬆政策即可促使長期公債殖利率下降，這與直接購入長期公債操作的效果十分接近。

### 3、貨幣政策操作的新策略

本年3月日銀對貨幣政策操作做出重大突破。本次日銀執行寬鬆貨幣的具體措施是，將貨幣政策的操作目標由無擔保隔夜拆款利率變更為金融機構在日銀的活期存款帳戶餘額，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）；為達成目標將增加長期公債的購入金額；此一政策將持續至核心CPI（剔除生鮮食品）的年增率提升至0%以上為止。日銀為何不以基礎貨幣為操作目標呢？日銀認為，基礎貨幣係由金融機構於日銀的活期存款與通貨所構成，其中約占9成的通貨發行量係由家計與企業的需求決定，日銀於短期內要加以控制是困難的。而金融機構於日銀的活期存款，透過日銀逐日的公開市場操作一定程度的控制是可能的。再者，以最近日銀鈔券的年增率6%為前提，如將金融機構於

日銀的活期存款擴增至5兆日圓左右，基礎貨幣年增率本年2月份時點約為3%，6個月以後預期將可提高至7%左右。

至於外界質疑本次寬鬆貨幣的新措施，是否意味日銀已採行通貨膨脹目標化政策（inflation targeting）？日銀表示，實施通貨膨脹目標化政策必須包括：（1）設定中長期的物價上漲率目標；（2）未來的物價上漲率如與所設定的物價上漲率發生乖離現象時，中央銀行必須調整貨幣政策方向。以目前日本的經濟狀況而言，以明確的數值來表示所期望的中長期物價上漲率尚屬困難，但通貨膨脹目標化政策仍是未來可持續檢討研究的課題（註8）。換言之，日銀寬鬆貨幣的新措施，僅是日銀為防止物價持續下跌及追求經濟成長，於核心CPI年增率由負轉正之前所實施的特殊政策，並非意指日銀係採行通貨膨脹目標化政策。

## 四、日銀強化金融調節工具機能的作法

為配合泡沫經濟崩潰後日銀貨幣政策操作環境的急遽變化，日銀將過去利率管制時代所規劃的金融調節方式逐步進行改革。日銀進行的金融調節方式改革，除著眼於藉由金融調節工具及期間的多樣化，靈活使用利率傳導機制，以強化寬鬆性貨幣政策效果之外，亦希望經由強化金融調節作業的透明度，來進一步維持金融體系的安定。

### 1、大幅降低日銀貸放之重要性

日銀改革金融調節方式的第一個步驟，是降低日銀過去倚賴最深的日銀貸放（BOJ lending policy）金融調節方式。過去日銀貸放是日銀最能發揮主導權的金融調節方式，因此日銀大多經由日銀貸放來提供市場資金，而市場亦根據日銀貸放的利率動向，藉以判斷未來日銀的貨幣政策方向（註9）。但是，被日銀刻意壓低的日銀貸放利率，事實上等於日銀對本國銀行的補貼（之後，外國銀行

亦可運用日銀貸放來籌措資金），加上日銀在貸放金額亦擁有絕對掌控權，因此長期以來為金融市場所詬病。鑑於此，日銀於 1995 年起逐步降低金融調節方式中日銀貸放的地位，並著手將金融調節轉以尊重市場機制的公開市場操作為主。

往後，日銀貸放將被定位於救援金融機構時進行日銀特別融通，或發生天災時緊急供應流動性的工具。

## 2、金融調節工具及期間的多樣化

### (1) 擴充競標方式操作之對象

1995 年起日銀將票據買入、賣出操作及 TB（短期公債）附買回操作等皆以競標方式進行，以靈活使用利率傳導機制。

### (2) 擴充當日清算操作之範圍

過去日銀當日清算的金融調節方式僅有日銀單方面指定利率之票據買入操作、日銀貸放（或回收），以及 FB（政府短期證券）賣出等。日銀貸放大幅減少以後，日銀積極建構新的當日清算方式。資金的供給操作方面，1995 年起日銀將 TB 操作採用當日清算方式；資金回收操作方面，則將票據賣出操作採用當日清算操作。

### (3) 恢復以 CD 為標的的附買回操作

1995 年 9 月日銀恢復自 1989 年 1 月以來未曾再實施的 CD 附買回操作。主要原因是，大和銀行鉅額損失事件引發國際間對日本金融體系不安的疑慮升高，日系銀行在國外市場籌資時被要求利率加碼（稱之為“Japan

Premium”）。此一現象，始於歐洲美元市場，再經由歐洲日圓市場波及至日本國內。受此影響，國內金融機構紛紛向日本本地市場籌資，而信用評等較低的銀行已出現流動性不足的現象，日銀乃恢復此一操作，以緩和市場資金不足的現象。

### (4) 恢復以 CP 為標的的附買回操作

歷經 4 年 8 個月之後，1995 年 11 月日銀再度恢復實施 CP 附買回操作，主要原因與恢復 CD 附買回操作相同。過去 CP 附買回操作係依日銀以低於隔夜拆款利率之指定利率來進行，且期間僅為一日。因此，操作利率間接影響隔夜拆款利率水準，是強力的政策信號。但此次日銀係以競標方式進行，期間亦長達 20 日，是因應年底資金需求的資金供給方式。

### (5) 擴充債券操作之籌碼

1995 年起日銀大幅擴充以債券為對象的操作，包括：TB 附買回操作、債券附買回操作，以及債券買斷操作。1995 年底 TB 附買回操作、債券附買回操作餘額分別較 1994 年同期大幅擴增 3 倍及 13 倍；而 1995 年下半年的債券買斷操作亦較上年同期增加約兩倍。

值得注意的是，債券買斷操作過去係日銀為因應經濟成長之需，供應市場長期性資金的金融調節方式。但 1995 年 7 月起日銀債券買斷操作的規模及操作頻率擴大，公債殖利率因而走低。雖然，日銀表示日銀利率操作對象僅止於短期利率的隔夜拆款利率，但



市場人士推測在經濟長期停滯下，日銀可能為支撐景氣而以擴充債券買斷操作方式促使長期利率走低。再者，日本政府持續推出緊急經濟對策擴大財政支出而大量發行公債，日銀為防範公債擴增而導致長期利率上升，可能藉由擴充債券買斷操作以維繫市場安定。另外，債券買斷操作可能是日銀再通膨政策之一項。再通膨政策係指，利用財政支出、干預外匯市場、特別融通及債券買斷操作來促使貨幣供給額增加，促使通貨膨脹率回到適當的水準。

### 3、強化金融市場調節工具機能

為進一步擴大寬鬆性貨幣政策效果，日銀於 1999 年 10 月公布「強化金融市場調節工具機能方針」，內容如下：

(1) 增加短期公債買斷操作：關於以 TB 及 FB 為對象之操作，除現行的附買回操

作之外，進一步擴增買斷操作。

(2) 擴大適用附買回操作的公債範圍：為加強以附買回操作方式供應市場資金，將二年期公債亦納入操作對象中。

(3) 靈活運用各種操作工具：除公債外，靈活運用以民間債務如商業票據及公司債等為對象的操作工具。

(4) 擴大參與操作的機構家數：將參與 CP 操作的輪流報價機構，擴大為每回均得參與報價。

### 4、彈性運用非沖銷式外匯干預政策

1999 年 12 月日銀總裁速水優於記者會中表示，先前日銀為阻止日圓升值而於匯市拋售日圓，但隨即從貨幣市場沖銷的政策（亦即沖銷式外匯干預政策）將會有所改變，未來干預匯市而拋售的日圓資金將彈性運用於供應市場而不加以沖銷。

## 五、日銀內部對貨幣政策操作的檢討

近期日銀內部對泡沫經濟崩潰後貨幣政策操作的檢討，大致可歸納如下：

### 1、未能掌握資產負債表調整過程對實質經濟及金融面產生的巨大衝擊

日銀以馬歇爾 K 值、泰勒法則（Taylor's rule）、公債與股票利差（十年期公債利率減股票收益率）及實質短期利率等四項基準，對泡沫經濟崩潰後實施寬鬆性貨幣政策的時機、速度及幅度進行實證分析（註 10）。結果顯示，貨幣數量的水準如與名目 GDP 相

較，並無明顯證據可以顯示有供應不足的情形；貨幣政策由緊縮轉向寬鬆的時機，如與景氣及物價指標同時相關的泰勒法則加以檢測，亦可說明日銀的政策反應相對快速；但以公債與股票利差及實質短期利率的水準來看，對泡沫經濟崩潰初期的衝擊，以及後來逐漸浮出檯面的資產負債表調整的影響，則顯示寬鬆貨幣的幅度不足。據此，日銀事後檢討，泡沫經濟崩潰後貨幣政策由緊縮轉向寬鬆的時點大致適當，但泡沫經濟崩潰初期

調降利率的幅度，僅以一般性景氣循環為考量，對泡沫經濟崩潰後景氣衰退機制中資產負債表調整的影響，未能充分預見與掌握並作防範性的貨幣寬鬆措施（註 11）。

## 2、貨幣政策的效力有其極限

根據圖 4（註 12），雖然 1995 年至 2000 年這五年間日本的基礎貨幣每年約擴增 7.9%，惟廣義貨幣總計數（M2+CD）每年僅增加 3.3%，民間銀行放款負成長 0.4%，名目 GDP 僅成長 0.6%，實質 GDP 僅成長 1.3%，核心 CPI 幾乎持平僅成長 0.1%。據此，日銀主張在正常情況下降息可以帶動投資、消費，因此有助於提振景氣的復甦，但如果面臨需求面嚴重不足，以及金融中介機能低落的情況，即使持續執行寬鬆性貨幣政策，且利率處於極低的水準甚或為零，亦無法發揮應有的效果（註 13）。

## 3、加速產業、金融業的結構改革以強化寬鬆性貨幣政策效果

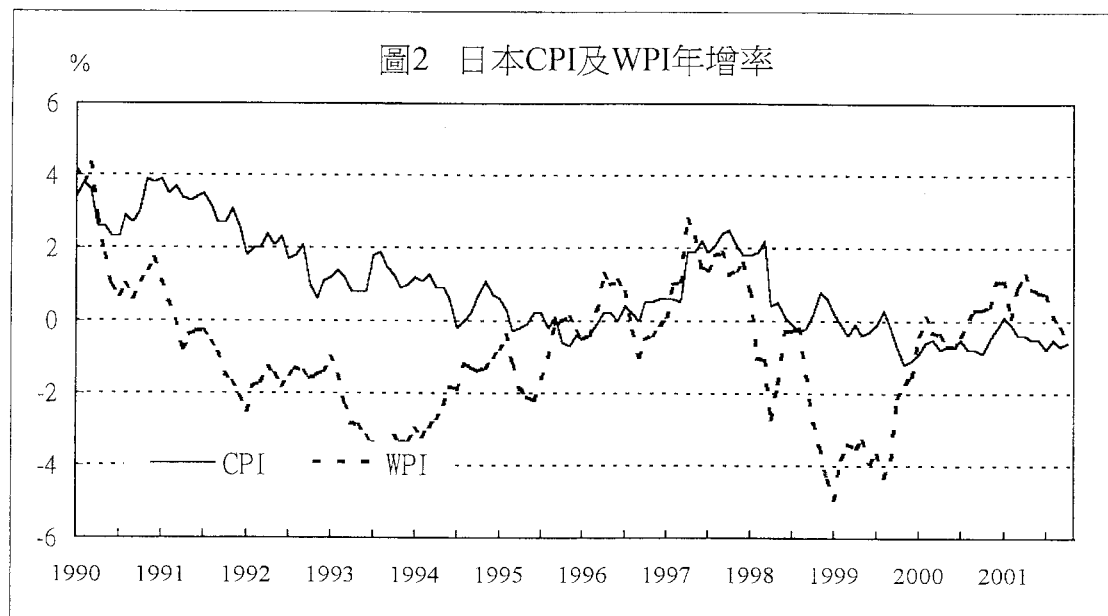
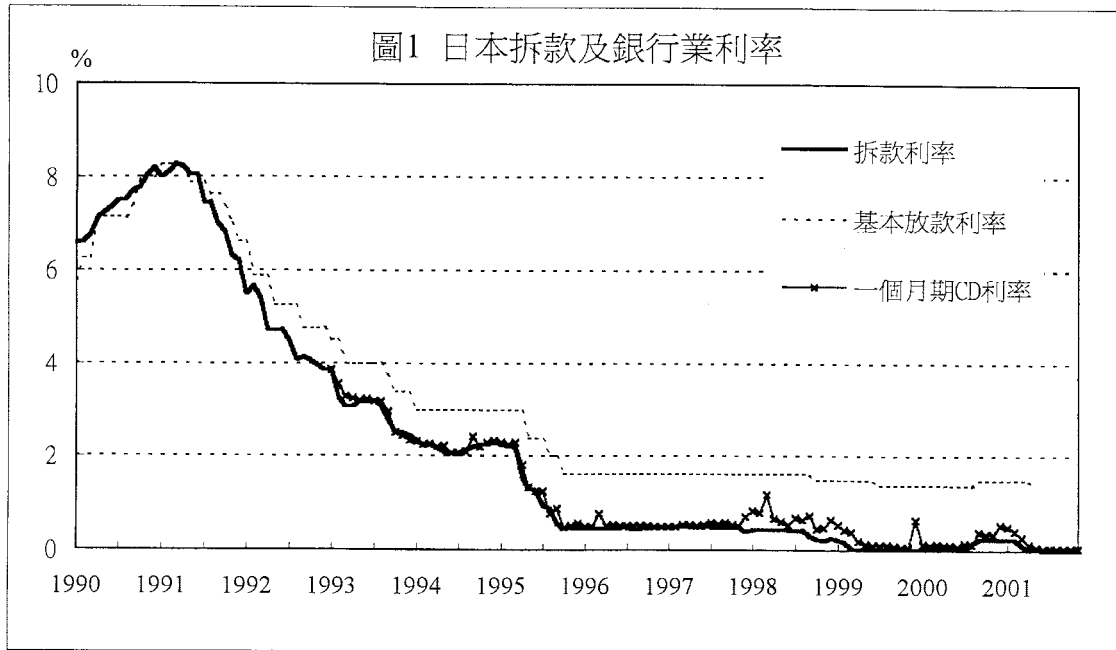
為充分發揮寬鬆性貨幣政策效果，日銀主張應徹底執行產業的結構改革（註 14）；並加速金融整合的腳步及處理金融機構龐大的壞帳問題，促使金融中介機能早日恢復。經由結構改革可將有限的資本及勞動力重新再配置於具成長性、效率性及獲利性的部門及企業，並藉由企業創新來創造新的資金需求，如此可進一步強化目前日銀寬鬆性貨幣政策效果。而結構改革成功的條件在於促使企業及家計部門對未來經濟產生有利的預

期，經由此一預期作用可促使經濟朝向良性循環。至於伴隨結構改革而來的企業淘汰、失業率攀升等副作用，日銀將以更具彈性的寬鬆性貨幣政策來加以支援。

但是，日銀亦警告，日銀持續採行寬鬆性貨幣政策與適時扮演最後貸款者的功能，雖然成功地避免全面性金融危機的發生，但同時產生企業與金融機構持續拖延進行全面性財務與組織重整，以及大眾對金融體系問題嚴重性認知不足的副作用，這將導致處理金融機構破產的相關法案，以及挹注公共資金協助解決不良債權問題的構想不易獲得大眾支持而被延遲。

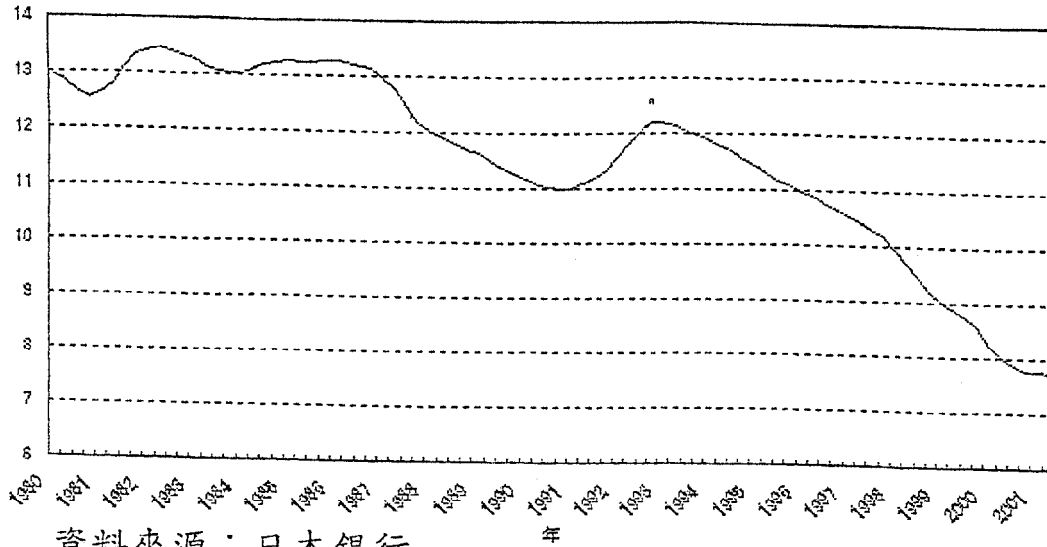
## 4、處理通貨緊縮較應付通貨膨脹更難

各國中央銀行以穩定物價為貨幣政策首要目標，除事前防範通貨膨脹風險之外，對於通貨緊縮風險亦應加以重視。由於起因於總合需求減少而引發的通貨緊縮現象，通常伴隨流動性陷阱發生，因此較之通貨膨脹更難因應。在名目利率不能為負的限制下，遭遇通貨緊縮衝擊時的因應對策大致有：（1）強化零利率政策的宣示效果；（2）匯率貶值；（3）擴大長期公債的買入操作；（4）導入通貨膨脹或物價水準目標化政策；（5）利用現金握持稅措施來實現負利率；（6）將上述因應措施加以搭配組合等。未來，日銀將加強研究上述措施的可行性、預期效果、潛在風險及副作用（註 15）。

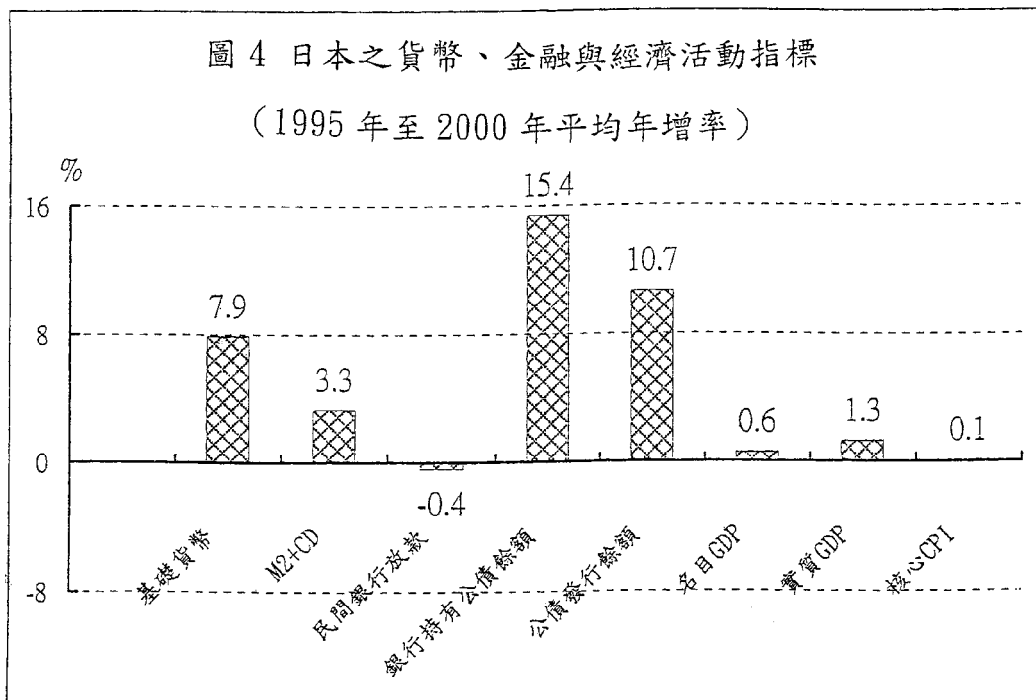


資料來源：Thomson Financial Datastream

圖 3 日本基礎貨幣流通速度的變動情形



資料來源：日本銀行



資料來源：日本銀行

## 附 註

- (註 1) 1998 年 4 月起實施之新「日本銀行法」為第三十八條。
- (註 2) 對物價持續下跌原因的解釋與評價，日銀與日本政府之間曾一度出現嚴重的分歧。日銀的觀點為，正如半導體、行動電話、筆記型電腦，以及衣服量販店等產業所代表的技術進步與流通系統革新，已促使生產力不斷提高，未來商品價格仍將持續下跌，而此種物價下跌方式應可視為一種良性的現象。日本政府的觀點則是，因生產力提高促使個別商品及勞務價格下跌的現象是存在的，但物價持續下跌主要是源自需求不足所致。物價下跌如與企業收益惡化、企業裁員、就業者薪資減少，以及消費萎縮等相互作用，目前日本經濟有陷入通貨緊縮惡性循環的風險。
- (註 3) 目前日本的長期名目放款利率大致維持於 2.4% 之水準，GDP 平減價格年增率則為負 1.8%，設若家計與企業預期物價將呈此一水準下跌時，長期實質利率將達 4.2%，與泡沫經濟時期長期實質利率 4% 之水準相當。參見岩田規九男 (2001/7/21)，「中央銀行之功能」，日本經濟新聞。
- (註 4) 參見藤原彌作 (2000)。
- (註 5) 本節主要取材並整理自植田和男 (2000)、植田和男 (2001)。植田和男現為日銀貨幣政策委員會審議委員及東京大學教授。
- (註 6) 日本銀行業自 1996 年 3 月起開始正式致力於處理不良債權，截至 2001 年 3 月共計處理了 71.8 兆日圓的不良債權。但由於景氣持續低迷，新增之不良債權不斷浮出檯面，不良債權餘額並沒有減少。截至 2000 年 3 月底，根據金融廳所公布銀行自行核算的問題債權餘額為 81 兆日圓，如依民主黨公布數字則不良債權餘額為 150 兆日圓左右，約占 GNP 的 30%。
- (註 7) 在早期凱因斯總體經濟理論中，流動性陷阱雖然是經常被提及之概念，但實際上是十分罕見的現象。凱因斯對流動性陷阱定義係指，長期利率持續下降至極低水準時，由於投資人恐懼利率反彈回升造成資本損失，而放棄投資長期債券轉而持有貨幣，致長期利率無法再下降。近來經濟學家主張，當中央銀行持續擴張基礎貨幣，卻無法影響經濟體系中重要的價格變數，或是緩和若干重大的流動性限制，進而擴張總合需求時，即處於流動性陷阱。
- (註 8) 參見藤原彌作 (2000)。
- (註 9) 1991 年之後日銀放棄運用「窗口指導」方式來進行金融調節。「窗口指導」方式係指對在日銀擁有活期存款帳戶之金融機構要求一定期間內之貸放增加額能控制於適當之範圍內。
- (註 10) 參見白塚重典、田口博雄、森成城 (2000)。
- (註 11) 有關對資產負債表調整機制認知不足，日銀提出三點：(1) 對資產萎縮而負債依舊殘留於資產負債表的嚴重性認知不足。這源自於日本社會「土地神話」之迷思，亦即縱使資產價格下跌但遲早將再度回升的思考模式；(2) 對負債的名目金額固定，但伴隨資產價值下跌，結果導致自有資本減少的情形，對總體經濟運作機制的影響認知不足；(3) 對資產負債表調整幅度將伴隨時間拉長而持續擴大的認知不足。參見白塚重典、田口博雄、森成城 (2000)。
- (註 12) 本年以來日銀對外說明貨幣政策效力之限度時經常利用此圖來加以說明。參見日銀網站 <http://www.boj.or.jp>。
- (註 13) Koo (2001) 則主張，日本工商企業與金融機構均正面臨資產負債表型衰退 (Balance Sheet Recession)，大多數企業為避免破產，以償還貸款改善其資產負債表為最優先考量，因此日銀持續採行寬鬆性貨幣政策，亦不能有效刺激企業部門增加設備投資。
- (註 14) 近年來日銀在定期的「當前金融調節方針」或是公開演講、研究論文中，不斷呼籲加速進行產業及金融業的結構改革。日銀所主張的結構改革，可參閱前田榮治、肥後雅博、西崎健司 (2001)。
- (註 15) 參見日銀金融研究所 (2000)。

## 參考文獻

- 小塩隆士、岸本達士 (1996)，「日銀ウオッチング金融政策の実戰的読み方」，日本經濟新聞社。
- 日本銀行金融研究所 (2000)，「新しい日本銀行その機能業務」，有斐閣。
- \_\_\_\_\_ (2000)，「第九回国際コンファランス「低インフレ下での金融政策の役割：デフレショックと政策対応」」，金融研究，第 19 卷，第 4 号。

- 白塚重典、田口博雄、森成城（2000），“日本におけるバブル崩壊後の調整に対する政策対応：中間報告”，日本銀行金融研究所。
- 前田榮治、肥後雅博、西崎健司（2001），“我が国の「経済構造調整」についての一考察”，日銀調査月報，2001年7月號。
- 速水優（1999），“最近の金融政策運営について”，日本銀行調査月報，7月號。
- 植田和男（2000），“ゼロ金利近傍における金融政策の波及メカニズム 1998年－2000年の日本の経験”，日本銀行調査月報，2000年11月號。
- \_\_\_\_\_（2001），“流動性の罠と金融政策”，日本銀行調査月報，2001年12月號。
- 藤原彌作（2000），“「物価の安定」について考える”，日本銀行調査月報，12月號。
- \_\_\_\_\_（2001），“日本経済の課題と金融政策”，日本銀行調査月報，8月號。
- Blanchard, Oliver Jean（2000），“Bubbles, Liquidity Traps,” in Japan's Financial Crisis and its Parallels to the US Experience, ed. by A. Posen and R. Mikitani, Institute for International Economics, Special Report 13, pp.185-193.、
- IMF（1998），“Japan's Economic Crisis and Policy Options,” World Economic Outlook。
- Koo, Richard C.（2001），“良い財政赤字悪い財政赤字”，PHP研究所。
- Krugman, Paul（1998），“Japan's Trap,” <http://www.mit.edu/Krugman>。
- \_\_\_\_\_（1998），“Further Notes on Japan's Liquidity Trap,” <http://www.mit.edu/Krugman>。
- Nakaso, Hiroshi（2001），“The Financial Crisis in Japan During the 1990s: How the Bank of Japan Responded and the Lessons Learnt,” *BIS Papers* No 6, pp.7-16.
- Taylor, John B.（2000），“Low Inflation, Deflation, and Policies for Future Price Stability,” *IMES Discussion Paper* No.2000-E-26.