

日本結束定量寬鬆貨幣政策 及其經濟金融展望

廖俊男

一、前言

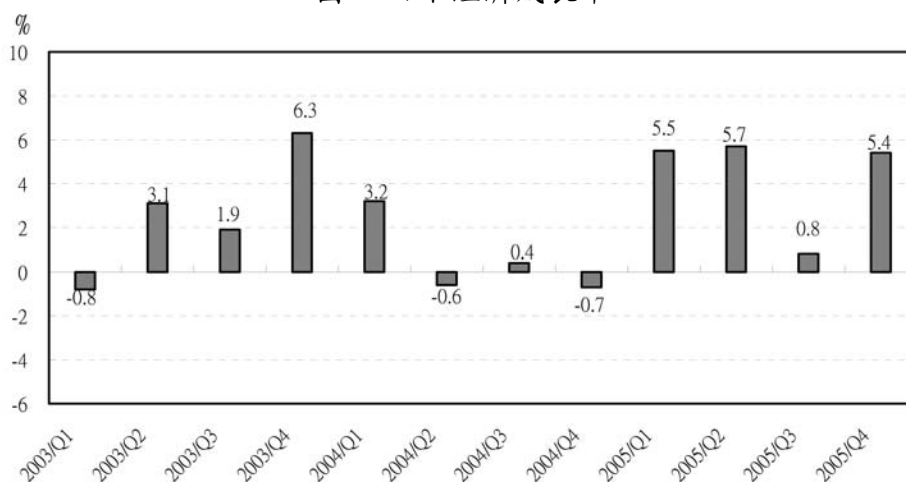
日本房地產泡沫於 1990 年破滅後，經濟萎靡不振，期間雖曾出現幾次短暫復甦跡象，終究無法持續。上（2005）年以來，隨著就業改善、企業獲利成長及國內需求轉強，經濟穩步復甦，多年來通貨緊縮的現象正逐步緩解。而日本央行亦對經濟復甦持樂觀看法，認為未來核心物價再轉為負成長的可能性不高，遂於本（2006）年 3 月 9 日宣布結束 2001 年 3 月以來實施之定量寬鬆貨幣政策。事實上，日本央行自 1999 年 2 月開始

實施零利率政策，至 2000 年 8 月曾以為該國經濟復甦已站穩腳步一度結束零利率政策而升息，惟當時受全球網路泡沫破滅衝擊，被迫於 2001 年 3 月轉而進一步實施刺激景氣的定量寬鬆貨幣政策。此次日本景氣能否真如日本央行預期持續復甦，或是僅為曇花一現，備受全球關注。本文擬從實質經濟、金融及其他層面來探討日本近年經濟金融情況及其未來展望。

二、實質 GDP 連續 4 季正成長，內需與外需之貢獻度接近均衡

上年第 4 季實質 GDP 較上季成長 1.3%，換算年率為成長 5.4%（圖 1），為連續第 4

圖 1 日本經濟成長率



季呈現正成長。上年全年實質 GDP 成長率為 2.7%，係 5 年來之最高。上年第 4 季景氣擴張的動能相當均衡，在實質 GDP 季增率 1.3% 之中，內需與外需之貢獻度分別為 0.7 與 0.6 個百分點。內需的成長動力主要為民間住宅投資及民間消費，分別成長 2.1%、0.9%，住宅投資強勢成長顯示投資有轉至房地產部門

跡象；民間企業設備投資亦成長 0.4%；公共投資則在上年第 2 季及第 3 季小幅成長後，第 4 季再轉為衰退。外需方面，輸出成長 3.5%，主要是對亞洲其他國家出口大幅成長；輸入則衰退 0.9%，為 2003 年第 3 季以來之首度衰退。

三、工業生產與機械訂單連續成長

上年第 4 季工業生產較前年同季成長 3.4%，主要係電子零組件、一般機械及運輸設備成長所致。上年全年工業生產則成長

1.3%（表 1）。本年 2 月工業生產較上年同期成長 3.9%，為連續 7 個月呈正成長，工業生產呈溫和擴增趨勢，顯示景氣復甦愈趨明

表 1 日本重要經濟指標

年月	經濟成長率 %	失業率 %	工業生產年增率 %	消費者物價指數 (2000=100)		企業物價指數 (2000=100)	出口年增率 %	進口年增率 %	貿易收支 (億日圓)
				總合年增率 %	剔除生鮮食品年增率 %	年增率 %			
2003	1.8	5.3	3.2	-0.3	-0.3	-0.8	4.7	5.1	101,863
2004	2.3	4.7	5.5	0.0	-0.1	1.3	12.1	10.9	119,533
2005	2.7	4.4	1.3	-0.3	-0.1	1.7	7.3	15.6	84,690
2005/2		4.6	1.0	-0.3	-0.4	1.3	1.7	11.6	10,841
3	5.5	4.5	1.3	-0.2	-0.3	1.4	6.1	7.9	11,106
4		4.4	0.3	0.0	-0.2	1.9	7.8	13.0	9,475
5		4.4	0.3	0.2	0.0	1.8	1.4	18.9	2,848
6	5.7	4.2	0.2	-0.5	-0.2	1.4	3.6	11.4	8,583
7		4.4	-2.3	-0.3	-0.2	1.5	4.3	11.9	8,620
8		4.3	1.5	-0.3	-0.1	1.7	9.1	21.5	1,026
9	0.8	4.3	1.2	-0.3	-0.1	1.7	8.8	17.6	9,486
10		4.5	3.0	-0.7	0.0	2.0	8.0	17.9	8,179
11		4.5	3.4	-0.8	0.1	1.9	14.7	16.7	5,944
12	5.4	4.4	3.7	-0.1	0.1	2.2	17.5	27.4	9,083
2006/1		4.5	2.2	0.5	0.5	2.6	13.5	27.0	-3,535
2		4.1	3.9	0.4	0.5	2.9	20.7	30.2	9,504

資料來源：內閣府及 Thomson Datastream。

顯。

作為設備投資領先指標的民間部門機械
訂單（扣除船舶、電力，並經季節調整）自

2004 年第 4 季開始已連續 5 季較其前 1 季成
長，預期本年第 1 季機械訂單仍將持續增加
1.3%，因此，設備投資可望持續成長。

四、銀行逾放持續下降、放款增加，就業與薪資情況改善

日本於 1990 年泡沫開始破滅後，企業相
繼出現財務問題，銀行因不願承認壞帳而繼
續提供資金以支撐虧空的企業，終於釀成龐
大的銀行壞帳問題。根據日本金融廳的資料
（每年 1 月及 7 月定期公布前 1 年 9 月及當
年 3 月銀行逾放金額），由於銀行積極打銷
壞帳，其逾期放款金額已由 2002 年 3 月底的
高峰 43.2 兆日圓，降至上年 9 月底的 15.9 兆
日圓，銀行逾放比率由 2002 年 3 月的 9.13%
大幅降至上年 9 月的 3.92%。另外，日本央
行所公布的銀行放款金額自 1998 年以來即呈
負成長，上年 10 月首度轉正，本年 2 月年成
長 1.1%，為連續 5 個月呈正成長。

由於景氣呈現復甦跡象，就業情況漸獲
改善。根據總務省之統計，2005 年平均失業
率為 4.4%，為 1998 年以來最低水準，本年 2
月經季節調整之失業率降至 4.1%，為 1998 年
5 月以來最低（表 1）。低失業率主要反映日
本人口急速老化，勞動力減少，加上近年經
濟成長，企業人力需求增加所致。根據「經
濟學人資訊中心」（Economist Intelligence
Unit, 以下簡稱 EIU）本年 3 月之分析，目前

「提供工作（job offers）相對申請工作（job
applicants）比率」已達 1.04，預估日本本年
全年平均失業率將可降至 4%。

由於日本企業具有「終身雇用」的傳
統，故全職工作就業情況可作為判斷日本經
濟是否穩健復甦的關鍵性指標。根據厚生省
的統計，全職工作就業率自 1998 年起呈負成
長，至 2005 年已轉為成長 0.5%，本年以來
持續上升，顯示企業財務較過去大幅改善，
已有能力招募全職員工。薪資方面，隨生產
力提高，薪資開始調升，2005 年全體產業平
均薪資已較 2004 年為高，成功扭轉自 1998
年以來的下滑趨勢，顯示企業獲利逐漸增
加，不僅創造更多就業機會，也為員工加
薪，進一步推升民間消費需求，帶動經濟穩
健復甦。根據媒體報導，日本大企業如豐田
汽車、松下電子及日立等最近均宣布 2006 會
計年度（2006 年 4 月 1 日至 2007 年 3 月 31
日）將調升員工薪資，為五年來首次，此項
加薪動作將強化民眾消費能力，協助日本經
濟進入全面復甦。

五、三大都會區商業地價首度上揚，通貨緊縮現象業已緩解

地產價格方面，根據本年3月國土交通省公布之2005年全國地價報告指出，日本全國平均地價雖仍下跌但跌幅已連續4年縮小，其中商業用及住宅用地價格跌幅均為2.7%，分別為1991年及1997年以來最小之跌幅。三大都會區（東京、大阪及名古屋）商業地價則出現15年來首度上揚，平均上漲1%；至於東京地區23個主要區域的商業和住宅地價則多呈持平或上漲，高級精華區段表現尤為搶眼，漲幅甚至超過兩成。整體而言，日本地產價格將逐漸扭轉1991年以來的下滑趨勢，有機會出現止跌回升，房地產市場也將由大都會區開始逐漸步入復甦。實際上，伴

隨著日本經濟上年擴張2.7%，大都市土地需求增加，不動產投資信託基金大增，已吸引不少法人投資者的興趣。

物價方面，受國際油價上漲影響，國內企業物價指數年增率自2004年3月以來持續呈現正數，本年2月達2.9%，為1990年3月以來之最大漲幅（表1）。上年全年CPI年增率為-0.3%，本年前2個月漲幅分別為0.5%及0.4%；另反映通縮情況的關鍵指標—剔除生鮮食品的核心CPI年增率在上年10月為0%，11月起轉為正數，至本年2月為0.5%，已連續4個月呈現正成長，顯示日本通貨緊縮現象業已緩和。

六、日本央行正式結束定量寬鬆貨幣政策，未來政策將逐步回歸常軌

一如外界預期，日本央行基於日本景氣可望持續復甦、核心CPI年增率持續為正數，因此於本年3月9日正式宣布結束定量寬鬆貨幣政策，將貨幣政策操作目標由金融體系提存央行的準備金活期帳戶餘額（註1）改為無擔保隔夜拆款利率。日本央行將透過短期貨幣市場操作，在未來幾個月逐步降低金融機構在央行的準備金活期帳戶餘額至與法定準備一致的水準，且將持續一段時日，將無擔保隔夜拆款利率維持近乎於零之水準，並將視經濟發展與物價情勢，逐步調整無擔

保隔夜拆款利率。

此外，自1990年代以來，日本已經歷長期低通膨環境，企業及家計部門均習慣以低通膨作為決策依據。因此日本貨幣政策考量此項因素，雖未明白宣示設定通膨目標，但認為0%~2%的消費者物價上漲率可代表中長期物價穩定目標。考量金融市場的短期利率或因預料寬鬆政策結束而有上漲之勢，為避免干擾市場，日本央行決定每月購買公債金額仍然維持在1.2兆日圓的水準。

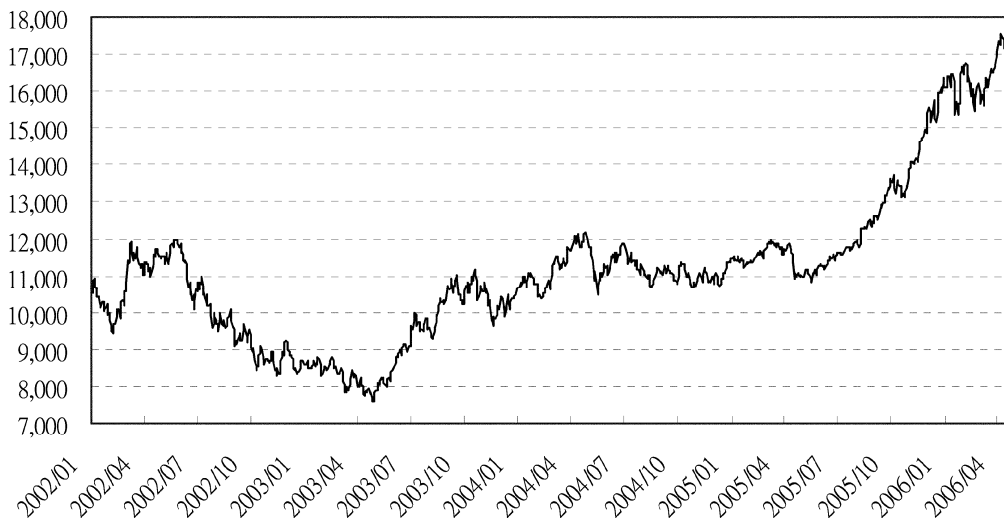
七、近期日股突破五年來新高後拉回整理

2005 年上半年日本股市表現起伏不大，約在 11,000 點與 12,000 點間來回震盪，但隨下半年景氣持續好轉，企業獲利增加，小泉政府全力推動政經改革，其間雖有國際油價高漲等利空因素，外資仍積極投資買入日股，也帶動投資人信心，去年底日經 225 股價指數攀高至 16,111 點，全年大漲 40.2%。

本年初，因日本爆發 Livedoor 假帳醜聞，日股一度回跌至 15,341 點，但隨後日本政府發表經濟樂觀展望，股市再度回升。近

期受美股漲勢帶動，加上外資持續看好日本股市前景，上市企業相繼提高獲利預估，日股出現一波攻勢凌厲的多頭走勢，由 3 月 8 日的 15,627 點開始起漲，4 月 7 日以 17,563 點作收，創 5 年多來新高，波段漲幅達 12.4%，惟近期受油價飆漲及日圓急升，出口股獲利蒙上陰影之影響，日經 225 股價指數漲多拉回，4 月 24 日收盤重挫 489 點，指數回至 16,914 點，創下本年 1 月 18 日 Livedoor 風暴以來單日最大跌幅（圖 2）。

圖 2 日本 N225 股價指數

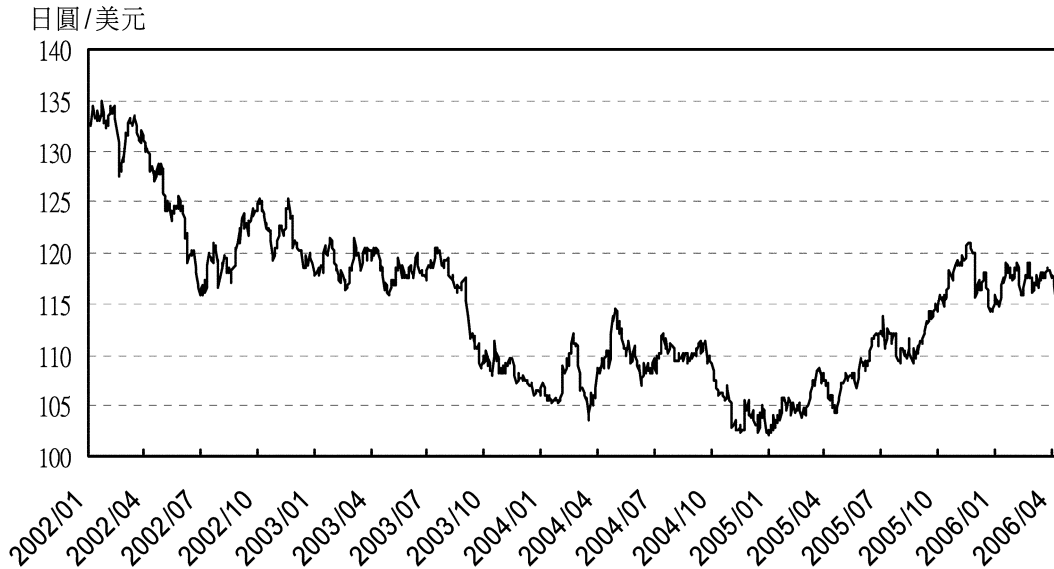


八、近期日圓對美元匯率已升破 1 美元兌 115 日圓價位

匯價方面，2002 年以來日圓對美元匯率大體呈現先升後貶的趨勢。2002 年初美元走弱，日圓對美元匯率自 2002 年 2 月 8 日最高

點的 134.83 逐步升值，至 2005 年 1 月 17 日升至 1 美元兌 102.05 日圓，創下 2000 年 1 月以來之最高價位，隨後因日本出超銳減，以

圖 3 美元對日圓匯率



及美國聯準會持續升息，美元逐漸走強，上年底日圓對美元匯價收盤為 1 美元兌 118.03 日圓，與前年底比較，日圓貶值約 15.2%。

本年 1 月初以來，日圓走勢震盪起伏。2 月底起，因市場預期日本央行可能提早結束定量寬鬆貨幣政策，日圓對美元轉呈升值趨勢。嗣後，隨日本貨幣政策走向趨向明朗，投資人意識到短期日本利率仍無法追趕歐美，加上美國再度升息，另日本央行總裁福

井俊彥強調現階段將續維持零利率政策，日圓再度走貶，回至 1 美元兌 118.6 日圓左右價位。近期受美國 FED 可能結束升息、各國央行可能調降外匯準備中美元資產的比重，以及七大工業國會議（G7）呼籲中國大陸應擴大匯率彈性，以解決全球貿易失衡問題等因素之影響，日圓對美元匯率再呈現升值態勢，4 月 24 日日圓兌美元匯率達 114.96，與上年底相較，升值 2.7%（圖 3）。

九、未來展望

由近期日本主要經濟指標呈現的數據來看，現階段日本經濟復甦的現象確實是不斷增強中。銀行逾放持續下降，放款亦轉為正成長，銀行體質趨向健全；日本企業財務大幅改善，獲利上升，員工薪資調高，開始雇

用全職員工，失業率持續降低；企業獲利增加，股價揚升，民間消費能力明顯提高，成為帶動當前日本景氣復甦的關鍵力量（以往多仰賴出口及公共支出增加）；隨景氣復甦現象往外擴散，日本房地產市場也跟著出現

回溫跡象，大都會區商業地價開始上漲，對銀行營運壓力具減輕作用；而隨著日本通貨緊縮陰霾逐漸煙消雲散，日本經濟復甦進入一個良性循環狀態，持續穩定復甦的機會很高。日本央行總裁福井俊彥亦表示，企業的投資與生產均極為穩固，此波景氣復甦已擴散至家計部門，民間消費也穩定成長，日本經濟對外來衝擊的因應能力，也在逐漸增強當中。

對於經濟復甦的看法，日本內閣府抱持審慎樂觀態度，根據其本年 1 月 20 日發表之經濟展望報告，日本經濟在內需持續成長帶動下將穩定復甦，預測 2006 會計年度之經濟成長率為 1.9%。隨著日本經濟持續復甦，IMF 已於本年 4 月將日本本年經濟成長率預測值上修至 2.8%。另外，EIU 對日本景氣復

甦亦持正面看法，本年 3 月將 2006 年經濟成長率預測值由原先之 1.9% 大幅調高為 2.6%。

不過，仍有一些負面因素可能影響日本經濟復甦的力道，值得加以關注，例如油價若持續上漲，將使得日本進口增加；美國景氣若走緩則可能影響日本出口；而小泉政府為防止財政赤字繼續惡化，正擬訂財政收支改革計畫，未來可能減少社會福利支出，同時提高消費稅率，此舉將影響未來民間消費能力。而小泉首相將於本年 9 月卸任，後繼人選能否持續改革的步伐，亦將是日本經濟復甦能否持續的觀察重點。另外，日本央行何時升息亦是全球矚目的焦點，而升息後極可能面對的是日圓對美元升值，此項因素可能影響日本外需成長，同時也會提高企業生產成本，進而打擊投資意願。

附 註

(註 1) 當時日本央行將金融體系準備金活期帳戶餘額目標區維持在 30-35 兆日圓，並允許當流動性需求降低時，暫時低於此目標區下限。

參考資料

1. 黃晶晶 (2005)，「日本經濟金融現況及展望」，中央銀行經濟研究處。
2. 日本央行、日本內閣府、日本國土交通省、日本厚生省、日本經濟產業省、日本財務省、日本金融廳、日本總務省統計局等官方網站。
3. 經濟學人資訊中心 (EIU) 網站 (www.eiu.com)。
4. LexisNexis 網站 (www.lexis.com)。

(本文完稿於民國 95 年 4 月，作者現為本行經濟研究處國際經濟科副科長)