



銀行公會

The Bankers Association of the Republic of China

會訊 第一三五期

中華民國 112 年 5 月

發行人 雷仲達
發行所 中華民國銀行公會
地址 104 台北市德惠街 9 號 3 樓
電話 (02)8596-2229
傳真 (02)8596-2230
創刊 中華民國 90 年 1 月
設計美編 文匯印刷資訊處理有限公司

台灣的利率政策與房價

陳旭昇*

國立台灣大學經濟學系

台灣的房價上漲：溫和健康還是值得關注？

根據圖 1 中 2000–2022 年的信義房價指數，

台灣自 2001 年以來房價不斷上漲，從 2001 年第 4 季（房價最低點）到 2022 年第 4 季的累積成長率已達 304.12%。房價持續上漲是一個應該關注的問題嗎？經濟學家最常見的答案就是：看情況（it

圖 1 信義房價指數



* 作者為國立台灣大學經濟學系教授，中央銀行理事。本文純屬個人意見，不代表中央銀行立場。



depends)。我們時常會聽到所謂的「房市健康論」，宣稱台灣房價雖然在上漲，但仍溫和、健康。房市是否為健康而穩健成長，判斷的方式當然不是憑個人感覺。文獻上有兩個常用的指標可以用來觀察房市是否健康。第一個指標是檢視房價上漲幅度是否已經超過經濟成長率。一般來說，隨著經濟成長，整體所得增加，房價也會隨之上漲，這是房價變動背後的基本面因素。然而，一旦房價上漲幅度超過經濟成長，這意味著從總體經濟的層面來看，經濟成長已經追不上房價增幅，這種偏離總經基本面的房價上漲似乎難以稱之為「穩健」。第二個指標則是「房價所得比」(price to income ratio)，定義為中位數住宅價格除以中位數家戶可支配所得，意味

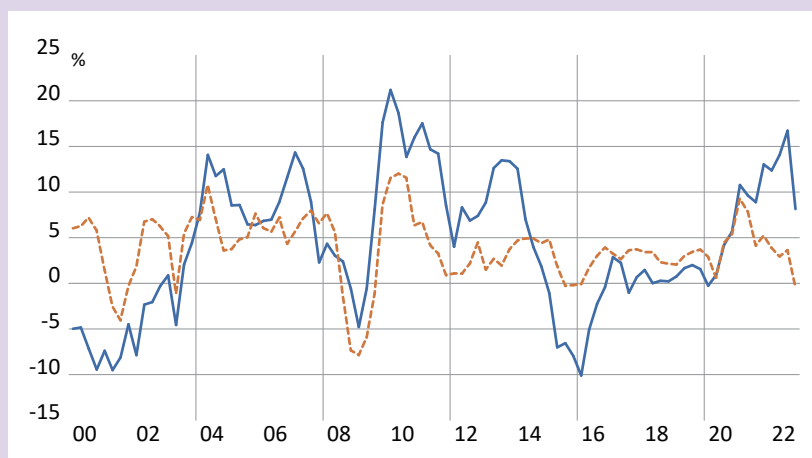
著一個具中位數家戶可支配所得的購屋者，在不吃不喝的前提下，需要花多少年的可支配所得，才能買到一戶中位數房價的住宅。房價所得比越高，代表民眾的房價負擔越重，因而有人稱之為「購屋痛苦指數」。如果房價上漲使得民眾的購屋痛苦指數節節升高，似乎也很難想像這樣的房價上漲可以稱之為「健康」。簡言之，隨著經濟成長與所得增加，房價的上漲到底是不是健康而穩健，端賴房價上漲的速度與經濟成長或者是所得成長的速度是否能夠趨於一致。

房價上漲與經濟成長

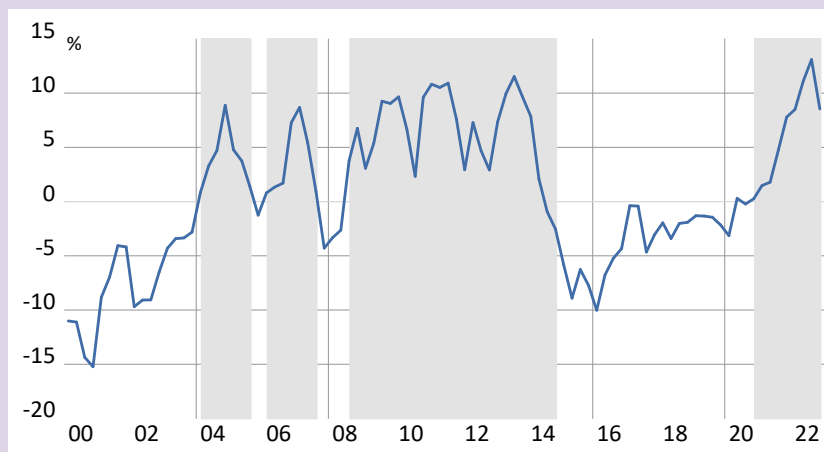
注意到由於經濟成長率為實質 GDP 的年增

圖2 台灣實質房價年增率與經濟成長率

(a) 實質房價年增率 (GRHP_TW) vs. 經濟成長率 (GROWTH)



(b) 實質房價年增率與經濟成長率之差



率，我們將房價先以消費者物價指數平減為實質房價後，再以實質房價年增率跟經濟成長率做比較。圖 2(a) 畫出經物價膨脹調整後的房價指數年增率（GRHP_TW）以及經濟成長率（GROWTH），而圖 2(b) 畫出兩者之差（實質房價年增率減去經濟成長率）。如果兩者之差大於零，代表實質房價年增率高於經濟成長率，我們將實質房價年增率高於經濟成長率的時期以陰影面積表示。

我們不難看出，在 2000–2003 年之間，台灣經濟成長率高過於房價年增率，這代表著房價雖然隨著時間上漲，但是上漲的速度低於所得成長的速度。然而，約略從 2004 年第 1 季開始，直到 2014 年第 2 季，房價年增率幾乎都高於經濟成長率，這意味著在這段期間，台灣經濟成長速度已經趕不上房價上漲。2014–2020 年房價漲勢雖有趨緩，然而，從 2020 年開始，我們似乎再度觀察到房價新一波的漲勢，房價的上漲率又開始高於經濟成長率。因此，如果這樣的態勢持續下去，房價上漲就是一個值得關注問題。

房價所得比

衡量房市是否健康上漲的另一個指標是房價所得比。隨著所得成長，我們期待房價所得比能夠維持在一個固定常數的附近上下波動，代表房價雖然上漲，但是民眾的所得大致上足以因應，房價與所得能有一致的成長率。圖 3 同時畫出台灣的房價以及房價所得比，其中房價所得比資料來自內政部不動產資訊平台，該平台僅提供 2002 年第 1 季之後的資料。隨著房價上漲，台灣的房價所得比在 2002：Q1–2013：Q3 亦不斷攀升。在 2013：Q3–2014：Q1 短暫下降，嗣後又是一路向上，直到 2017：Q2 開始下跌，但在 2019：Q3 後又反轉上升。根據最新資料，在 2022 年第 4 季房價所得比達到 9.61，也就是說，台灣民眾要不吃不喝儲蓄 9 年又 7 個月，才有能力購屋，而台北市 2022 年第 4 季的房價所得比更是高達 15.77。與世界上若干房價負擔較重的城市比較，香港為 18.8，澳洲雪梨為 13.3，加拿大溫哥華為 12.0¹，台北的房價負擔之重在國際間可謂不惶多讓。

圖3 台灣房價指數（HP_TW）與房價所得比（PIRATIO）



1 參見 Demographia International Housing Affordability, 2023 edition, the Urban Reform Institute and the Frontier Centre for Public Policy。



高房價與貨幣政策有關嗎？

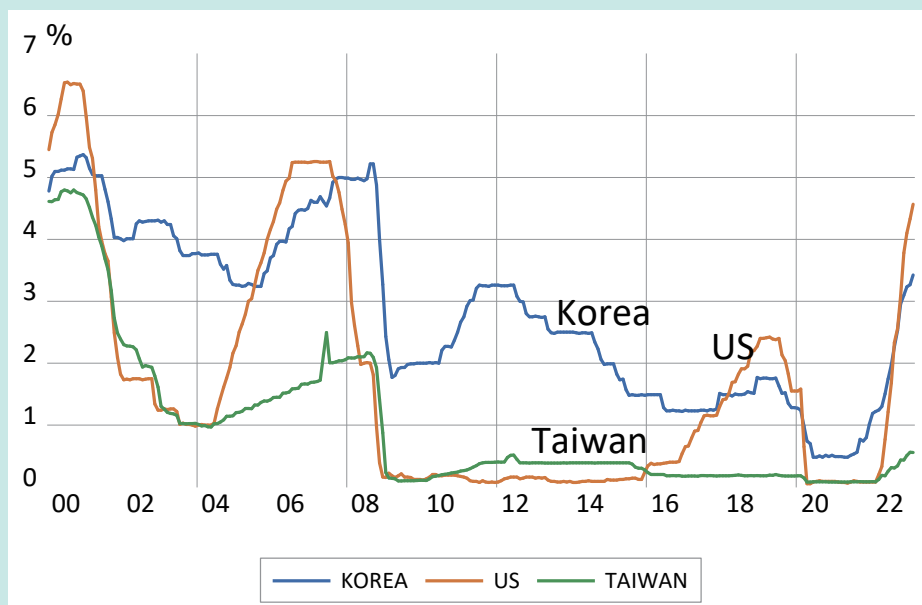
根據以上討論，台灣的高房價確實已成為無可忽視的問題。影響房價的因素很多，一般咸認，貨幣政策是造成房屋價格變動的重要因素。在經濟理論中，利率會透過各種不同的管道影響房價。其中包括：(1) 使用者成本管道（user cost channel）：當利率下跌造成使用者成本降低，進而使得房屋需求上升，最終導致房價上漲（參見 Himmelberg et al., 2005; Kuttner, 2013）；(2) 信用管道（credit channel）：由於多數人都必須貸款購屋，當利率下跌放寬家庭的借貸限制，進而增加房貸與房屋需求（參見 Agnello et al., 2018）；(3) 風險承擔管道（risk-taking channel）：低利率造成投資人的逐利行為（search-for-yield），亦即鼓勵投資人承擔更高風險，競相追逐高風險投資標的，包括房地產與房貸擔保證券等（參見 Gambacorta, 2009）；以及 (4) 預期管道（expectation channel）：擴張性貨幣政策提高房價上升預期，造成房市看好的樂觀心理，進而提高房屋需求（參見 Mishkin, 2007）。

美國 2008 年的次貸危機發生之後，文獻上開始爭論房地產市場泡沫是否為低利率政策所造成。

Bernanke（2010）檢視聯準會的貨幣政策與房價之關係，發現兩者之間的直接關聯性薄弱。他進一步提出「全球儲蓄過剩假說」（global savings glut hypothesis），強調來自新興市場國家的資本流入先進國家，可以同時解釋先進國家資產價格上漲與長期低利率並存的現象。相反的，也有若干文獻直指 2003–2005 年的長期低利率就是房地產市場泡沫與 2008 年次貸危機（以及之後的全球大衰退）的主因。舉例來說，Taylor（2015）對於美國 50 年來的貨幣政策做了一個仔細的回顧，發現 2003–2005 年的低利率政策造成投資人的逐利行為，嗣後導致房價泡沫與金融危機。

根據圖 4 中所呈現美國，南韓與台灣的隔夜拆款利率，我們不難看出，2008 年至 2016 年，由於全球性的經濟不景氣，美國與台灣都將利率降到了 0% 左右的水準。不過，在 2008 年以前，台灣的利率就已經比美國與南韓要來得低，此外，在 COVID-19 疫情開始盛行之前，台灣錯過了跟上美國 2 次升息循環的腳步（分別是 2004M06–2007M07，以及 2015M11–2019M07）。近二十年來，南韓的利率更是長期平均高過臺灣利率 2 個百分點以上。因此，我們進一步想問的是，台灣央行長期採行如此寬鬆

圖 4 短期利率



的貨幣政策在台灣高房價問題中所扮演的角色。

央行極力撇清貨幣政策與高房價的關係

台灣央行一直以來極力撇清貨幣政策與高房價的關係。舉例來說，根據 2012–2020《央行理監事會後記者會參考資料》中有關低利率與高房價之討論：

「近十年來全球利率走低，英美等部分國家房價飆漲，若干人士因而就將高房價歸咎於低利率。然而，IMF 的實證研究結果則顯示，近十年來低利率與房價暴漲，兩者之間並沒有必然的關連性；例如，澳洲、紐西蘭及英國的利率都比美國高，但房價漲幅卻是比美國大。」（2012.6.21）

或是

「利率會影響房地產持有成本，但低利率不必然造成房價上漲。據 IMF（2009）實證研究，日本利率低，房價下跌；紐西蘭、澳洲、英國等國利率高，房價仍大幅上漲，顯示低利率與房價並無必然的關連性。」（2014.6.26，2015.3.26）

亦或是

「其實影響房價的因素甚多，國際間諸多實證研究已顯示，低利率與高房價沒有必然的關連性，房價高漲多半與欠缺監管的金融創新及投機心態有關。」（2015.9.24）

直到 2019 年 6 月 20 日的《參考資料》才改口說：「影響房價因素包括住宅供需及相關制度，利率可能僅為影響因素之一」。然而仍然不忘宣稱：「國際經驗顯示，非利率因素是催生近年房市榮景主因」，以及「台灣房價上漲受資金流入影響，惟仍有地域性差異」²。在 2020 年 5 月的《中央銀金融穩定報告》中也有如下結論：

1. 影響房價因素包括住宅供需及相關制度，利率僅為其中一項。

2. 國際實證研究顯示，利率多非催生房市榮景主因（IMF, 2009）。

3. 臺灣房價上漲受國人資金匯回及國際投資之資金行情影響，惟仍有地域性差異。

最後，央行總裁楊金龍在 2022 年 1 月 15 日「新冠肺炎疫情與房市發展」研討會中的演講仍然宣稱：

「2020 年下半年來，國內房價高漲，主要係因全球流動性充沛，民間投資強勁，伴隨房價上漲預期心理，以及不當銷售手法、投機炒作，帶動購屋需求上升，導致房價上漲；加上地價與營建成本上揚，進一步推升房價走高。」

總而言之，央行持續引用過時的文獻（IMF, 2009）來佐證「低利率與房價並無必然的關連性」，並不斷試圖淡化寬鬆貨幣政策對於房價之影響。

最新研究發現低利率政策是台灣房價上漲的主因

事實上，在國際間近年來的學術研究中，透過世界各國的資料以及不同的實證模型與方法，已然證實了寬鬆貨幣政策會導致房價上漲³，然而，探討台灣利率政策與房價關聯性的研究並不多。在最新的研究中，Chen and Chen（2023）透過實證分析，探討台灣利率政策對於房價之影響。他們首先建構一個台灣房屋市場的結構式向量自我迴歸（structural vector autoregressive, SVAR）模型，模型中的內生變數包括短期利率，實質 GDP，實質房貸利率，房屋貸款佔 GDP 比率，營造成本，房市預期心理，以及實質房價。其中值得一提的是，對於房市預期心理的衡量，他們是以文字探勘（text-mining）的方式建構房市預期心理指數。

他們從新聞媒體內容建構了一個立基於財務字典的情緒指標。透過使用三個台灣主要的新聞媒體集團做為建構情緒指標的文本來源，分別是：自由

2 事實上，根據央行的委託研究，Ho and Yeh (2014) 發現，資金流入對於台灣房價的影響並不大。

3 參見 Chen and Chen (2023) 的文獻回顧。



時報、聯合報以及中國時報。用於建構情緒指標的文本是所有標題或內文包含了「房價」、「房市」、「房屋市場」或「住宅市場」的新聞。

他們採用 Soo (2018) 的做法，定義每一篇新聞的情緒分數如下：

$$v_i = \frac{pos_i - neg_i}{w_i}, \quad (1)$$

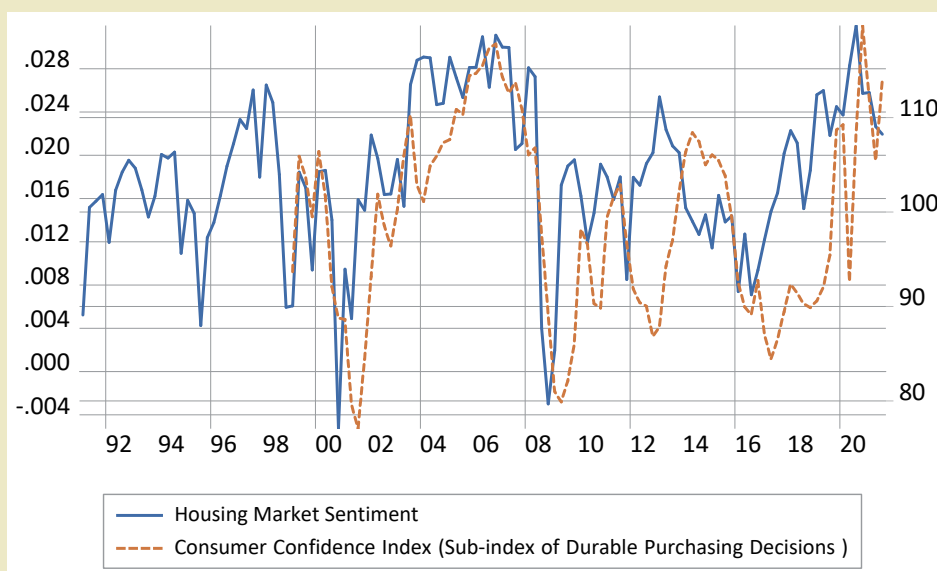
其中 pos_i 、 neg_i 以及 w_i 分別表示第 i 篇新聞中的正向詞彙個數、負向詞彙個數，以及總詞彙數。對第 t 期內所有新聞的情緒分數做平均後即可得到情緒指標 $sent_t$ 。為了辨識出正向詞彙及負向詞彙，他們使用正體中文世界中被廣泛使用的台灣大學資訊工程學系自然語言處理實驗室提供的情緒字典 (National Taiwan University Sentiment Dictionary, NTUSD)⁴。此情緒字典中包含 2,812 個正向詞彙以及 8,276 個負向詞彙。

首先透過中研院提供的中文分詞套件 (Chinese

Knowledge and Information Processing tagger, CKIP tagger) 將新聞文本中連續的詞彙及句子分切為個別詞彙，並據此使用情緒字典來計算一篇新聞的情緒分數⁵。接著，便可以計算情緒指標。

他們進一步比較國立中央大學台灣經濟發展研究中心建立的消費者信心指數 (Consumer Confidence Index, CCI) 與透過文字分析建構的情緒指標，做為情緒指標的外部檢驗 (external validation)。消費者信心指數是一個綜合多項調查消費者對於經濟整體狀況的期望與情緒的問卷調查結果。其調查內容包括六個子指標：未來半年國內物價水準、未來半年家庭經濟狀況、未來半年國內經濟景氣、未來半年國內就業機會、未來半年投資股票時機、未來半年購買耐久財貨時機。他們使用「請問您認為未來半年是不是購買『耐久性財貨』的好時機？」的子指標 (Sub-index of Durable Purchasing Decisions, subCCI，以下簡稱為消費者信心指數子指標) 做為房屋市場信心預期指標⁶，並針

圖5 房市情緒指標與消費者信心指數子指標



4 <http://nlg.csie.ntu.edu.tw>

5 CKIP tagger 是由中研院中文詞知識庫小組開發的套件，其官方網站為：<https://ckip.iis.sinica.edu.tw>

6 2020 年第 2 季起，消費者信心指數問卷調查新增了「請問您認為未來半年是不是購買『房地產』的好時機？」然而，因為此項子指標的樣本期間不夠長，因此我們只使用消費者對於購買耐久財時機的子指標。

對此子指標與他們所建構的房市情緒指標做出分析與比較。

圖 5 顯示了房市情緒指標與消費者信心指數子指標的時間序列。兩者的相關係數為 0.5411。此外，他們也透過 Granger causality test 來檢驗兩時間序列之間的關係。根據檢定結果，顯示了房市情緒指標 Granger-cause 消費者信心指數子指標；與此同時，消費者信心指數子指標並沒有 Granger-cause 房市情緒指標。檢定結果表示，藉由文字探勘建構的房市情緒指標可以預測基於問卷調查的消費者信心指數子指標未來的變動。這顯示了他們建構的房市情緒指標能有效地提供對於房市預期的即時資訊。

在建構台灣的房市情緒指標後，他們就將此指標納入實證模型，透過 1991 年到 2021 年的季資料估計 SVAR 模型，並進行衝擊反應分析。所謂的衝擊反應指的是，給定其他情況不變，實質房價在利率的衝擊下，隨著時間演進的動態變化。實證結果顯示，低利率政策衝擊確實導致房價顯著上漲，且其影響力具有相當的持續性。

此外，他們也進行所謂的變異數分解。變異數分解所提供的資訊是，平均而言，實質房價的變動，可被特定結構性衝擊（如利率政策衝擊）解釋的比例。變異數分解之結果發現，在短期（4 季之內）利率政策衝擊僅能解釋約 6.5% 的房價波動，然而，一但把預測區間拉長（40 季），利率政策衝擊可以解釋房價的波動約 47.18%。這代表利率政策在短期對房價波動的影響不大，但是一旦把時間拉長，利率政策在長期就會慢慢顯現出其影響力。

總而言之，整體證據顯示，台灣的低利率政策確實在房價長期持續上漲的過程中，扮演不可忽視的角色，而非央行所強調，低利率與高房價沒有必然的關連性。同時，也不該以「利率僅為可能影響之一」的說法，試圖淡化低利率政策對於高房價的影響。

參考文獻

Agnello, Luca, Vitor Castro, and Ricardo M. Sousa,

“Economic Activity, Credit Market Conditions, And The Housing Market,” *Macroeconomic Dynamics*, October 2018, 22 (7), 1769–1789.

Bernanke, Ben, “Monetary Policy and the Housing Bubble,” Keynote Speech, American Economic Association Annual Meeting January 2010.

Chen, Shiu-Sheng and Bo-Yie Chen, “Interest Rate Policy and House Prices: Evidence from Taiwan,” *Taiwan Economic Review*, forthcoming, 2023.

Gambacorta, Leonardo, “Monetary policy and the risk-taking channel,” *BIS Quarterly Review*, December 2009.

Himmelberg, Charles, Christopher Mayer, and Todd Sinai, “Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions,” *Journal of Economic Perspectives*, December 2005, 19 (4), 67–92.

Ho, Tai-Kuang and Kuo-Chun Yeh, “The impact of capital inflows on the asset prices: The case of Taiwan,” *Quarterly Journal of Central Bank of China (Taiwan)*, 2014, 36 (1), 3–40.

Kuttner, Kenneth N., “Low Interest Rates and Housing Bubbles: Still No Smoking Gun,” in “The Role of Central Banks in Financial Stability” 2013, pp. 159–185.

Mishkin, Frederic S., “Housing and the monetary transmission mechanism,” *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, 2007, pp. 359–413.

Soo, Cindy K, “Quantifying Sentiment with News Media across Local Housing Markets,” *The Review of Financial Studies*, 04 2018, 31 (10), 3689–3719.

Taylor, John, “A Monetary Policy for the Future,” Opening Remarks, IMF conference on “Rethinking Macro Policy III, Progress or Confusion?” April 2015.



捍衛負利率的獨行俠——淺談日本央行貨幣政策演進與展望

陳彥凱

華南銀行徵信產經研究部

壹、前言

2021 年以來，因應通膨壓力節節攀升，主要國家央行貨幣政策紛紛「急踩煞車」，陸續啟動升息循環，但在飽受通膨之苦的國家當中，日本央行（Bank of Japan, BoJ）顯得「特立獨行」，即便國內通膨明顯升溫，日本央行仍堅守貨幣寬鬆的立場不變¹，自 2022 年下半年歐洲央行、丹麥央行及瑞士央行相繼升息至 0% 以上之後，日本更成為全球唯一一個仍實施「負利率政策」的國家。本文將從日本近 25 年貨幣政策演進切入，探討日本央行實施貨幣寬鬆之背景，再將時間點拉回當前，剖析日本央行面臨的困境與兩難，最後提出展望。

貳、日本央行貨幣政策演進

日本央行於 1882 年成立，擁有超過 140 年的悠久歷史，但在 1998 年以前，日本央行一直隸屬於大藏省（財務省前身），直到 1990 年代日本泡沫經濟破滅後，日本政府才體認到央行與市場妥善溝通並維持獨立性的重要性；1998 年 4 月，《新日本銀行法》（New Bank of Japan Law）生效，日本央行除了正式脫離大藏省成為獨立機關外，並明定「確保金融體系秩序」與「追求物價穩定以支持經濟穩健發展」兩大貨幣政策目標²，從這個時期開始，我們所熟悉的日本央行雛形才逐漸形成。

日本經濟泡沫破滅後，始進入失落的十年（失われた 10 年）³，且長期處於通貨緊縮（deflationary，簡稱通縮）狀態，故 1998 年以後的日本央行貨幣政策立場大致維持寬鬆，並可分為四個主要時期，分

別為 1998～2000 年的「零利率政策時期」（ZIRP）、2001～2006 年的「零利率 & 量化寬鬆貨幣政策時期」（ZIRP+QEP）、2010～2013 年的「廣泛的寬鬆貨幣政策時期」（CE）以及 2013 年實施至今的「安倍經濟學時期」（Abenomics）（參見圖一）。

（一）1998～2000 年—零利率政策時期（ZIRP）

歷經 1991 年泡沫經濟破滅、1996 年日本國內銀行業危機、1997 年消費稅稅率提高以及亞洲金融風暴後，日本經濟難擺脫頹勢，日本央行遂持續降息因應，並順勢於 1999 年實施零利率政策（Zero Interest Rate Policy, ZIRP），冀以盡可能壓低政策利率來刺激景氣，直到通縮疑慮消退為止。

（二）2001～2006 年—零利率 & 量化寬鬆貨幣政策時期（ZIRP+QEP）

在零利率政策刺激下，2000 年日本經濟出現復甦，但觀察日本核心通膨率仍於 0% 以下徘徊，且接踵而來的網路科技泡沫（Dot-com bubble）使日本經濟表現急轉直下，除迫使日本央行於 2001 年重新導入零利率政策外，更史無前例地宣布啟動量化寬鬆貨幣政策（Quantitative Easing Policy, QEP），藉由購入長天期政府公債（JGB）等公開市場操作方式來提供充裕流動性，以維持短期利率為零，直到核心通膨率穩定轉為正數為止。

（三）2010～2013 年—廣泛的寬鬆貨幣政策時期（CE）

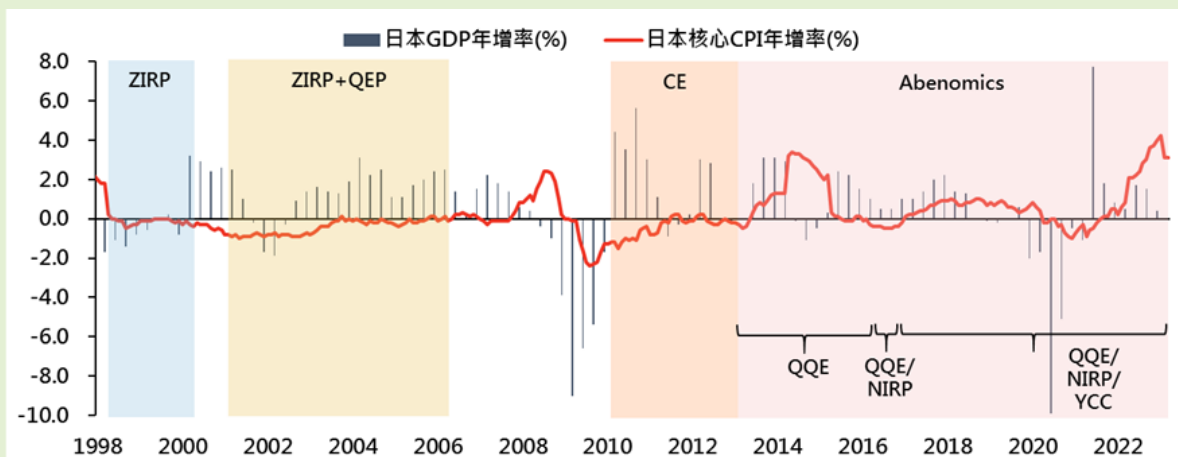
2006～2008 年間，日本經濟基本面好轉，日

1 全球主要國家央行當中，除爆發戰爭的俄羅斯與欠缺央行獨立性的土耳其以外，另有中國人民銀行反覆降準、降息，貨幣政策維持寬鬆，主因長期疫情清零封控及房地產危機導致內需乏力，加上官方實施強力價格管控，使中國大陸國內通膨率一直維持在人行設定的 3% 目標之下，即便是解封至今，2023 年 3 月 CPI 年增率仍僅有 0.7% 水準。

2 根據 1942 年頒布的舊日本銀行法，日本央行貨幣政策目標為「極大化日本經濟成長潛能」（maximize the potential growth of the economy），直到 1998 年新日本銀行法生效後，才首次將金融及通膨穩定的概念納入貨幣政策目標當中。

3 「失落的十年」係指日本 1990 年代泡沫經濟破滅導致經濟停滯的時期，但由於 2000 與 2010 年代日本經濟表現仍屬平穩，因此後續又稱「失落的二十年」與「失落的三十年」。

圖一 日本核心通膨率、經濟成長率及貨幣政策時期（1998年至今）



註：日本核心CPI年增率係指扣除「生鮮食品」之CPI年增率。
資料來源：IMF (2020)、日本內閣府、日本總務省；本文繪製。

本央行曾暫時退出QE並啟動升息，但隨後美國次貸危機激起全球金融海嘯，日本經濟陷入衰退，加上歐債危機拉高經濟前景之不確定性，日本央行除緊急降息外，續於2010年10月導入廣泛的寬鬆貨幣政策（Comprehensive Monetary Easing, CE），將資產購買計畫從原本的政府公債及國庫券，再增加商業本票（CP）、公司債、交易所指數股票型基金（ETF）及日本不動產投資信託基金（J-REITs）等風險性資產，鼓勵長期利率及各種風險溢酬下調，以加大貨幣寬鬆力道。

（四）2013年至今—安倍經濟學時期（Abenomics）

日本第96任首相安倍晉三於2012年12月上任後，為了挽救長期低迷的日本經濟，提出又名「三支箭」的一系列大規模經濟刺激措施，世稱「安倍經濟學」（Abenomics），其中又以貨幣政策內容最受矚目。2013年4月，甫上任的日本央行總裁黑田東彥（Kuroda Haruhiko）在他召開的第一次貨幣政

策會議中，立即宣布實施「量化質化寬鬆貨幣政策」（Quantitative and Qualitative Easing, QQE），將貨幣基數⁴取代隔拆利率成為新的政策操作目標，並進一步擴大資產購買規模，以期實現2%核心通膨率目標。

2016年1月，日本央行決定跟隨歐洲央行的腳步推出「負利率政策」（Negative Interest Rate Policy, NIRP），對銀行新增的超額準備金實施-0.1%的利率；同年9月，日本央行導入殖利率曲線控制（Yield Curve Control, YCC）操作，將短端利率（銀行超額準備金利率）定錨於-0.1%，長端利率（10年期日本公債殖利率）則控制在0%左右，同時達到強化貨幣寬鬆效果、解決殖利率曲線過度平坦化⁵兩大目的，並沿用至今，也就形成了我們熟悉的日本央行現行寬鬆貨幣政策框架（參見表一）。2023年4月，經濟學者植田和男成為第32任日本央行總裁，結束了長達十年—歷史上在任時間最久的黑田時代。

4 根據日本央行定義，貨幣基數（monetary base）係指流通中的鈔券+流通中的硬幣+金融機構於日本央行之活期存款。

5 負利率政策實施後，日本長天期公債殖利率大幅下跌，導致殖利率曲線過度平坦化（長短天期利差大幅縮窄），不利金融機構獲利表現。以20年/2年公債為例，在負利率政策實施前兩者利差為96bps，負利率政策實施後一度縮窄至僅33bps左右。



表一 日本央行現行寬鬆貨幣政策框架

貨幣政策目標	內 容	
通 膨 目 標	核心CPI年增率穩定維持2%水準	
利 率 目 標	基準利率	銀行超額準備金利率-0.1%
	殖利率曲線控制（YCC）	10年期公債殖利率於0%上下0.5個百分點
資產購買目標	政府公債（JGB）	每季設定購債規模，期限為1至25年，並按當前市場殖利率購入 以0.5%固定利率無限量購買10年期日本政府公債
	商業本票及公司債	計畫逐步恢復至疫情前水準，即買進上限為商業本票約2兆日圓、公司債約3兆日圓
	ETF及J-REITs	ETF每年買進上限約12兆日圓、J-REITs每年買進上限約1,800億日圓
前 瞻 指 引	將在未來1至1.5年對貨幣政策進行全面性審視	

註：係根據日本央行2023年4月28日貨幣政策會議決議結果。

資料來源：日本央行。

參、當前日本央行面臨的困境與兩難

2020 年全球新冠疫情爆發，各國央行紛紛實施大規模寬鬆貨幣政策因應，日本央行也採無限量購買政府公債、提高 CP、公司債、ETF 及 J-REITs 資產購買規模等方式，向市場挹注大量流動性。而當 2021 年全球通膨急遽惡化，迫使各國央行貨幣政策

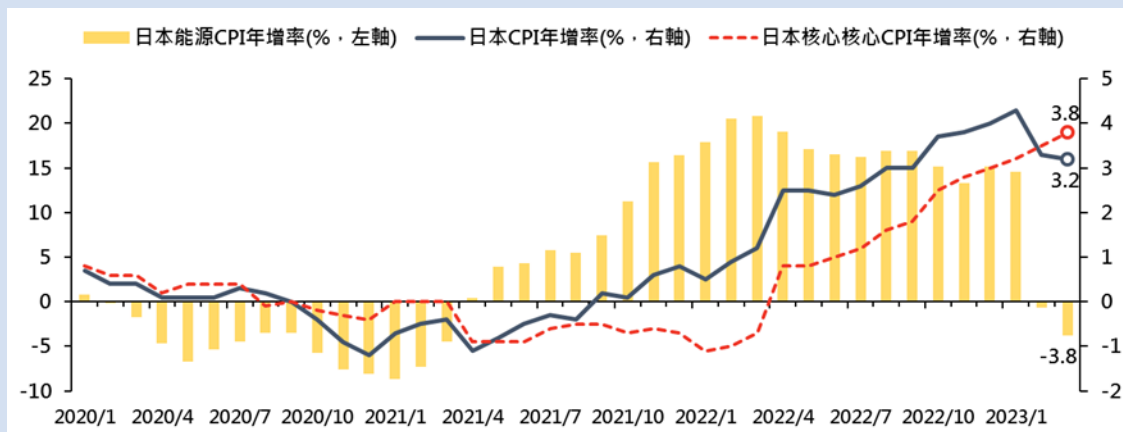
立場轉趨緊縮的同時，日本央行堅持的超寬鬆貨幣政策則顯得有些令人匪夷所思。

一、日本央行貨幣政策遇到了什麼問題？

(-)日本國內通膨升溫速度快且明顯蔓延

日本 2021 年 CPI 年增率還處於 -0.2% 通縮階段，但 2022 年即彈升至 2.5% 水準，2023 年 1 月更升至

圖二 日本CPI年增率與能源價格關聯性



註：核心核心（core core）CPI 係指扣除能源及生鮮食品之消費者物價指數。

資料來源：日本總務省；本文繪製。

4.3%，刷新近 41 年新高，主要是受到國際能源等大宗商品價格上漲之供給面因素所推升，而非需求過熱所致，日本央行依此認為沒有採行貨幣緊縮的必要性；隨著能源價格年增率由正轉負，2023 年 2 月 CPI 年增率即下降足足 1 個百分點至 3.3%，3 月續下滑至 3.2%。

然而，如果將能源及生鮮食品扣除—亦即核心核心（core core）CPI，其年增率則一路攀升，2023 年 3 月升至 3.8%，刷新 1982 年以來最大增幅（參見圖二），這說明了雖然短暫性供給面衝擊不宜貨幣緊縮，但如果供給面衝擊變成「持續性」影響，或是外溢至其他商品與服務，導致「普遍性」的整體商品與服務價格上漲，此時應該要採緊縮性貨幣政策因應才是正確的做法（中央銀行，2023），這也是日本央行作法受到部分學者抨擊的地方。

(二)貨幣堅持寬鬆導致日圓重貶

影響日圓匯率的原因很多，美日利差是其中一個重要因素（參見圖三），而美日利差的縮窄或擴大，則與兩國貨幣政策立場的差異性高度相關；2022 年 3 月，美國聯準會啟動近 40 年來最激進的升息循環，刺激美債殖利率大幅上漲，然同時日本央行堅持 YCC 政策，將日債殖利率壓低至接近 0% 的

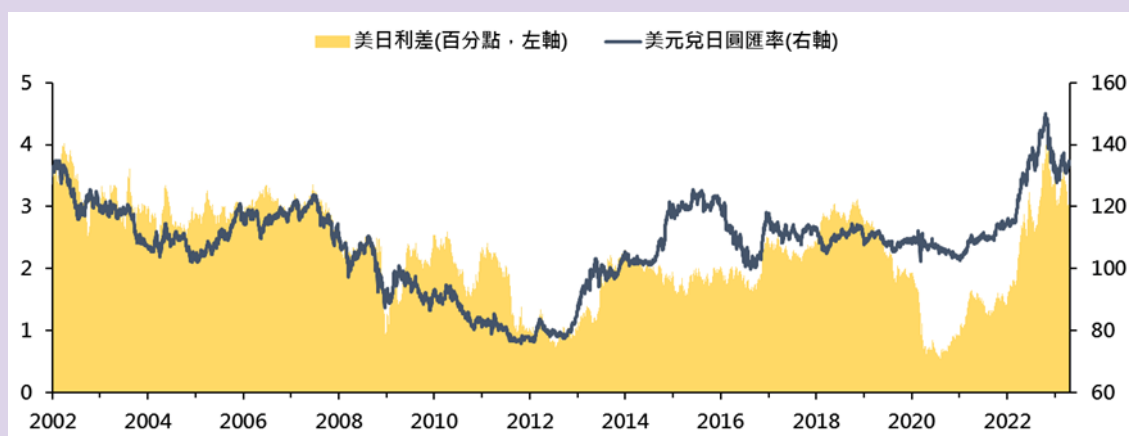
水準，導致美日利差急擴，使日圓大幅走貶，2022 年貶幅一度突破 30% 至 150 字頭，創 1990 年以來新低。日圓貶值雖然有利出口，但同時也造成原物料進口成本大漲、貿易逆差擴大，拖累經濟成長表現。

(三) YCC 政策嚴重扭曲日本公債市場

日本 YCC 政策購入政府公債分成「固定數量」與「固定價格」兩種模式，前者係指日本央行預先設定購債頻率及每次的購債金額，向市場提供穩定流動性，後者則係以 YCC 控制區間之上緣（目前為 0.5%）無限量購入 10 年期日本公債，展現壓低長端利率以捍衛 YCC 的決心。

然而，長期這樣運作下來，不僅日本央行資產負債表迅速膨脹，也嚴重扭曲日本公債市場，且這個情況自 2022 年起又更加惡化，主因通膨快速升溫使全球公債市場賣壓沉重，日本公債殖利率反覆觸及 YCC 區間上緣，即便日本央行加大購債力道，甚至於 2022 年 12 月宣布大幅放寬 YCC 區間，也僅僅是勉強將殖利率壓在區間上緣附近，距離原本設定的 0% 長端利率目標甚遠（參見圖四），不僅所費不貲且政策成效不彰，更反而產生日本公債市場流動性惡化⁶、公債殖利率曲線扭曲等副作用出現。

圖三 美日利差與日圓匯率走勢



註：美日利差係呈現兩國 10 年期公債殖利率之差距。
 資料來源：Bloomberg；本文繪製。

6 根據日本央行統計，截至 2022 年底，日本在外流通的公債金額總計達 1,198 兆日圓，日本央行持有額占整體比重升至 46.31%，如果扣除短期債券不算，比重則升至 52.2%，皆創歷史新高，導致日本公債市場流動性欠佳的問題繼續惡化。



圖四 日本YCC政策與10年期公債殖利率



註：日本央行引入 YCC 政策後共計調整三次，三次調整皆為擴大控制區間。

資料來源：Bloomberg；本文繪製。

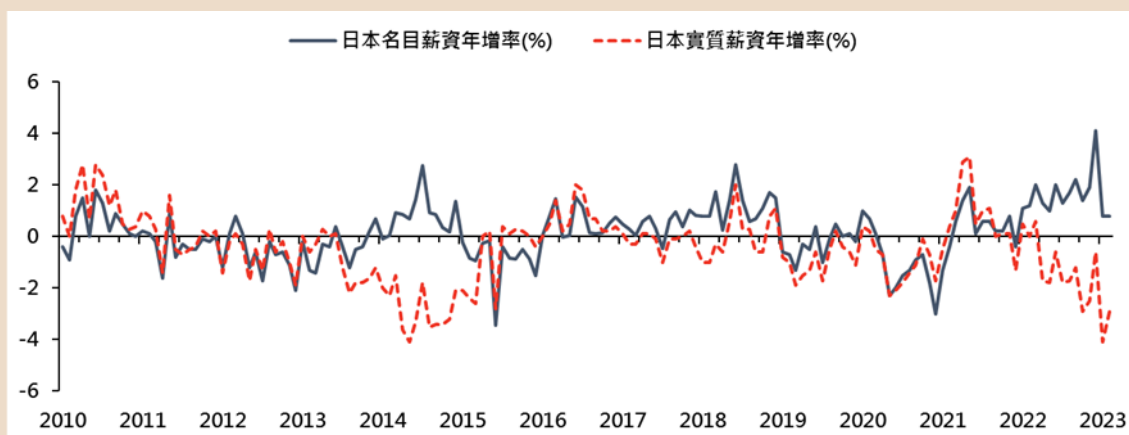
從前面分析可發現，日本央行堅守的現行寬鬆貨幣政策框架，不僅所費不貲且成效不彰，其產生的核心通膨壓力持續升高、日圓大幅貶值及公債市場嚴重扭曲等負面影響更不容小覷，那究竟為什麼日本央行不願意盡早做出改變呢？

二、日本央行為何持續採行寬鬆貨幣政策？

(一)日本實質薪資持續衰退的問題未解

不論是前任日本央行總裁黑田東彥還是繼任的植田和男都曾表示，在日本實現「薪資成長帶動通膨穩定於2%目標」前，貨幣政策應維持寬鬆，但觀察日本薪資成長幅度長期處於偏低水準，甚至反覆出現衰退現象（參見圖五）；截至2023年2月，日本實質薪資已連續11個月衰退，明顯不及日本央行理想情況。

圖五 日本名目與實質薪資年增率



資料來源：日本厚生勞動省；本文繪製。

(二) 日本疫後經濟復甦不如預期

受到能源價格上漲及日圓疲軟拖累，日本貿易逆差規模迅速擴大，外需降溫則掣肘製造業景氣，即便防疫措施鬆綁後內需消費持續復甦，但通膨侵蝕民眾收入，使整體復甦力道有限；2022 年日本經濟成長率僅 1.0%，主要國際機構紛紛下調日本 2023 年經濟展望，日本央行也在 2023 年 4 月 28 日的貨幣政策會議當中，將日本 2023 財年經濟成長率預測值由 1.7% 下修至 1.4%（參見圖六），顯示日本疫後經濟復甦確實不如預期，給予日本央行繼續採行貨幣寬鬆的理由。

(三) YCC 政策退場困難度甚高

還有一點原因—可能反而是更重要的原因，也就是殖利率曲線控制（YCC）政策退場的難度甚高，根據現任日本央行總裁植田和男的說法，YCC 政策「不適合微調」，不論是擴大控制區間還是改訂期限較短的公債（如 5 年或 7 年），恐怕只會產生更大規模、更頻繁的投機行為，同時他也強調 YCC 很難在調整前與市場先行溝通，因此，或許日本央行在抉擇的不是要怎麼調整 YCC，而是要在什麼時間

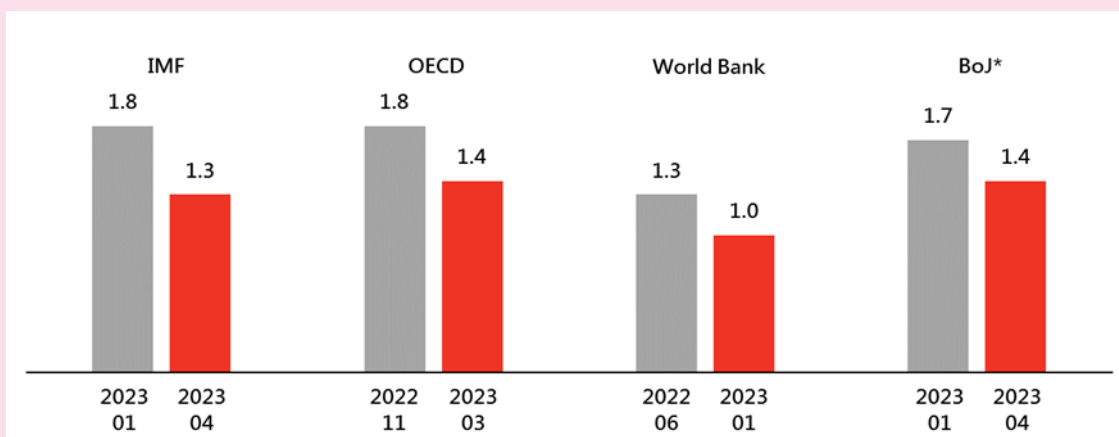
點讓 YCC 政策「直接退場」。然而，澳洲央行取得的教訓殷鑒不遠⁷，日本央行決策可能趨向謹慎，日本政府龐大的債務規模⁸，可能也是日本央行不能說出口的考量。我們認為日本央行應該會等到薪資持續成長、通膨定錨穩固及經濟成長平穩皆確認無虞後，後續才可能會有比較大的調整動作出現。

肆、展望

2023 年 4 月 28 日，日本央行總裁植田和男召開了他任內第一場貨幣政策會議，最終決議維持原定購債計畫不變，基準利率於 -0.1% 及 YCC 政策不變，10 年期公債殖利率仍定錨於 0%，並保留上下 0.5 個百分點的控制波動空間（可參見表一），貨幣政策維持寬鬆。然而，日本央行在貨幣政策前瞻指引上，除刪去與新冠疫情相關之論述外，亦將原先「將利率維持在目前或更低水準」之利率指引刪去，並表明將在未來 1 至 1.5 年對貨幣政策進行全面性審視（broad-perspective review），似乎也透露了一些對於未來政策調整的端倪。

考量 YCC 政策對經濟及金融體系之負面影

圖六 主要機構對2023年日本經濟成長率預測值



註：柱狀圖下方係機構公布預測時間，日本央行（BoJ）係 2023 財年之經濟成長率預測。
資料來源：各機構網站、日本央行；本文繪製。

7 澳洲央行（RBA）於 2020 年 3 月宣布實施殖利率曲線控制（YCC），以 3 年期澳洲公債殖利率作為目標。然而，2021 年通膨高漲導致全球債券遭到拋售，RBA 最終選擇屈服於市場壓力，於 2021 年 11 月突襲式宣布放棄 YCC，2022 年 5 月 RBA 啟動升息，也與原本前瞻指引暗示的「利率將在 2024 年以前保持在歷史低點」不符，造成市場無序並損及央行信譽。

8 根據 IMF 數據，2021 年日本政府債務占 GDP 比率高達 262.49%，在主要經濟體當中高居第一。



響，此舉難稱長久之計，且綠能轉型、地緣政治衝突、逆全球化等趨勢已然成形，全球短期內恐難再回到過去低通膨、低利率的環境，加上時至今日，日本陷入長期通縮的疑慮係已明顯消退，大大削弱了繼續實施超寬鬆貨幣政策的必要性。爰此，我們認為日本央行貨幣政策終究需要走向正常化（normalization），諸如負利率政策、YCC 等非常規操作已經不是「需不需要退場」的問題，而是思考應該在「什麼時候退場」的問題，日本政府或許也是體認到這點才決定跳脫傳統，提名不具央行或財務省背景的經濟學者植田和男肩負這個重責大任。

雖然目前日本央行在面對貨幣政策轉向的議題上仍抱持相對謹慎的態度，但我們認為快則 2023 年中、慢則 2024 年就有機會見到調整，尤其需慎防 YCC 政策突如其來的退場。但不論調整速度或方式為何，只要是往正常化的方向邁進，可能都意味著便宜日圓資金的時代即將告終，日圓資產的吸引力勢必提高，日圓匯率有望擺脫頹勢走升，全球金融市場將迎來新的格局。

參考文獻

1. Amamiya, M. (2017), "History and Theories of Yield Curve Control," *Keynote Speech at the Financial Markets Panel Conference to Commemorate the 40th Meeting*, Bank of Japan, Jan. 11.
2. Dywer, J. H. (2004), "Explaining Central Bank Reform in Japan," *Social Science Japan Journal*, 7(2), pp.245-262.
3. Gerdesmeier D., Mongelli, P. M. and Roffia, B. (2007), "The Eurosystem, the U.S. Federal Reserve, and the Bank of Japan: Similarities and Differences," *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(7), pp.1785-1819.
4. IMF (2023.01), *World Economic Outlook Update—Inflation Peaking amid Low Growth*.
5. IMF (2023.04), *World Economic Outlook—A Rocky Recovery*.
6. Westelius, N. (2020), "Twenty Years of Unconventional Monetary Policies: Lessons and Way Forward for the Bank of Japan," *IMF Working Paper*, No. 20/226.
7. 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～」，大和總研調查季報，2015 年春季 Vol.18。
8. 中央銀行（2023），「主要央行緊縮貨幣政策之外溢效應及本行貨幣政策之因應」，112 年 3 月 23 日央行理監事會後記者會參考資料。
9. 李榮謙、高超洋、黃麗倫、楊淑雯（2010），「日本失落十年的經驗與啟示」，中央銀行季刊，第三十二卷第二期，頁 47-64。
10. 林曉伶（2008），「日本貨幣政策操作方式與政策目標之達成」，中央銀行國際金融參考資料，第 56 輯，頁 99-139，12 月。
11. 高超洋（2016），「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」，中央銀行國際金融參考資料，第 69 輯，頁 69-96，12 月。

業務報導

- 一、台北市銀行公會第19屆第2次會員大會訂於112年5月19日下午假華南銀行國際會議中心舉辦，會員名冊業提報理監事聯席會議通過，函報主管機關備查，並已發送開會通知予主管機關、相關公會及會員代表。
- 二、為利會員銀行了解2021年ISDA利率衍生性商品定義、碳信用之法律影響及2022年ISDA碳信用額度交易定義，本會邀請ISDA法務專家進行分享，於112年5月5日假本會辦理「ISDA文件研習活動」，報名出

席人數達83人。

- 三、為增進會員機構對勞資爭議處理法之瞭解，本會與台北市銀行公會於112年4月19日合辦「2023 勞動法令研習 - 常見勞資爭議解析」，邀請有澤法律事務所黃馨慧執行律師，透過勞資爭議調解案例、勞動部函釋及法院判例，循序漸進、由淺入深逐一探討，分享勞資爭議調解實務經驗，並藉由此次研習會，提供同業間

交流管道，參訓人數共計 82 位。

四、為協助培育金融專業人才及達成政府金融政策，本會於金融研究訓練發展基金 110 年至 117 年預算項下，每年補助國立政治大學「國際金融學院」及國立中山大學「國際金融研究學院」各新臺幣 500 萬元整。為充分發揮國際金融研究學院的設置效益，有關產學合作人才培育部

分，兩所學院均同意比照合作企業提供受訓名額，給予本會會員銀行從業人員參與國際金融學院機會，歡迎會員銀行踴躍利用，鼓勵所屬員工參訓，共同培養下一個世代跨領域的國際金融人才，加速臺灣金融業與國際接軌。

預告活動訊息

一、本會規劃於本年6月起陸續舉辦各類金融人才培訓活動（活動詳細資訊另以正式函文通知），謹概述活動主題及預訂時間如下

- (一)國際化金融人才培育計畫（6/27-11/22，1班）。
- (二)銀行業核心人才國際課程：國際再生能源專案融資案例解析工作坊（7/10-7/11，1班）。
- (三)銀行業核心人才國際課程：永續金融商品規劃應用實務工作（7/18-8/9，1班）。
- (四)銀行業核心人才國際課程：貿易融資洗錢防制實務方法工作坊（7/24-7/27，1班）。
- (五)銀行業核心人才國際課程：利率反轉下金融機構資產負債管理新思維工作坊（7/25-7/28，1班）。
- (六)銀行業核心人才國內課程：財富管理人員進階培訓課程（7/4-9/19，4班）。
- (七)銀行業核心人才國內課程：金融商品長期投資及資產配置人員進階培訓課程（7/5-9/15，3班）。
- (八)銀行業核心人才國內課程：管理人員進階培訓課程（7/6-9/21，7班）。

二、為實施「巴塞爾資本協定三：危機後改革定案文件」相關規定，本會依據金融監督管理委員會來函指示規畫辦理「銀行自有資本與風險性資產之計算方法說明及表格」修正草案相關範圍之全體本國銀行試算及輔導工作，訂於 112 年 6 月 1 日上午及下午分別舉辦「實施 Basel III

改革定案文件所定『槓桿比率』試算說明會」及「實施 Basel III 改革定案文件所定『信用風險標準法』試算說明會」，業函邀會員銀行報名參加。

- 三、國際化金融人才培育計畫：本計畫 2023 年預訂於 6 月 27 日至 11 月 22 日辦理，以培育具國際觀、策略思考與跨文化團隊管理及溝通能力之「即戰力之海外分行負責人（行長）」為目標，研習主題依據海外分行行長所須具備之關鍵能力，架構 4 大培訓模組「市場趨勢分析」、「經營策略思考」、「跨文化領導溝通」及「海外業務整合管理」，並結合高階決策主管經驗分享、分組個案模擬演練、學習能力評估以及小組專題報告等多元化學習模式，協助建立國際視野、強化管理與創新實力，並掌握最新在地化的業務經營管理議題，進而提升市場即戰力。
- 四、金融高階主管儲訓計畫：本計畫 2023 年預訂於 6 月 27 日至 11 月 22 日辦理，以台灣金融業未來關鍵趨勢為根基，以探究金融經營變革與創新轉型為主軸，架構「領導」、「策略」及「科技」等三大模組研習課程、小組策略專題及海外參訪研習活動，以系統化培訓，透過高階經理人間共學交流、個案研討、實作演練與海外研習等多元研討活動，培育參訓人員具備領導力、策略力與科技力三項關鍵能力，協助學員建構「前瞻思維」、提升「決策視野」、強化「營



運整合」及實現「跳躍成長」之目的。

五、綠色金融領袖圓桌論壇：2023 年賡續於 6 月 21 日推出「ESGRF 綠色金融領袖圓桌論壇」，此

次活動旨在因應金管會「綠色金融行動方案 3.0」及推廣臺灣金融業淨零轉型標竿經驗，邀請「永續金融先行者聯盟」參與分享及交流。

法規專區

法規新訊

「銀行負責人應具備資格條件兼職限制及應遵行事項準則」部分條文，業經本會於中華民國 112 年 4 月 13 日以金管銀國字第 11201318981 號令修正發布。（詳見金管會網站 / 法規資訊 / 最新法令函釋）

函釋命令新訊

金融監督管理委員會 112 年 4 月 24 日金管銀法字第 1110149153 號函釋示，「銀行自有資本與風險性資產之計算方法說明及表格」規定，國內信用保證機構所保證額度之風險權數得比照我國中央政府債權風險權數次一等級為 20%。