

2022 年日本政府阻貶日圓干預效果之探討

經濟研究處

國際經濟科

高超洋、李旻楨

2022 年 11 月

目 錄

壹、前言	1
貳、2022 年日本財務省干預匯市阻貶日圓之背景	1
一、2022 年 3 月以來日圓急貶，惟至 9 月上旬財務省採觀望態度	1
二、宣示執行匯率查詢係口頭干預之最強訊號	2
三、BoJ 維持寬鬆貨幣，以及進口價格高漲，加速日圓走貶	5
參、史上最大規模阻貶日圓干預之效果與限制	6
一、史上最大規模的阻貶日圓干預效果短暫	6
二、若為阻貶日圓而大規模拋售美債，恐擴大美、日利差	8
三、美國容忍日本為阻貶日圓而進行外匯干預有其限度	10
肆、影響未來日圓走勢之主要因素	10
一、日圓止貶回升之主要關鍵仍在 Fed 放緩升息腳步	10
二、民眾增持海外資產買入美元，影響政府阻貶日圓之效果	11
三、國際旅客之日圓需求可緩解部分日圓貶值壓力	12
伍、結語	13
參考文獻	15

壹、前言

2022 年 10 月 31 日，日本財務省公布該年 9 月 29 日至 10 月 27 日執行匯率干預之金額為 6.3 兆日圓（約 428.6 億美元），刷新單月買進日圓、拋售美元的匯率干預史上最高紀錄。造成 2022 年日圓前所未有的貶值壓力之主要背景，仍歸因於美、日利差持續擴大，加上日本屢創新高的貿易逆差等結構性因素所致。因此，在結構性問題尚未出現緩和跡象之情況下，財務省執行匯率干預之效果能持續多久令各界懷疑。

況且，日本外匯準備之大部分係持有美國公債，未來若財務省為籌措美元資金而需要大規模拋售美國公債，恐導致美國公債價格進一步下跌、利率加速上揚，反而有促使美、日利差擴大之疑慮。

本報告共分五節，除本節為前言外；第二節首先概觀 2022 年財務省干預匯市阻貶日圓之背景；第三節探討史上最大規模阻貶日圓干預之效果與限制；第四節分析影響未來日圓走勢之主要因素；文末則總結本報告。

貳、2022 年日本財務省干預匯市阻貶日圓之背景

一、2022 年 3 月以來日圓急貶，惟至 9 月上旬財務省採觀望態度

俄烏衝突升高後，日圓匯率自 2022 年 3 月初之 1 美元兌 115 日圓，如自由落體般地快速貶值，不僅突破 125 日圓之「黑田防線」，4 月 28 日更貶破 130 日圓，不到兩個月貶幅高達 12%，且創 2002 年 5 月以來，約 20 年之最低水準；國際清算銀行（BIS）公布之實質有效匯率指數亦創下 1994 年以來新低。

日圓加速走貶大幅推升進口價格，增添物價揚升壓力，且壓縮企業獲利，不過截至 2022 年 9 月上旬日本政府仍未實際干預匯市阻貶日圓有以下兩大理由：

第一、日本之通膨率相較於其他主要國家仍然和緩。就 2022 年 7 月之消費者物價指數（CPI）年增率來看，相較美國達 8.5%，日本僅 2.6%。而且，過去 3 個月，推升日本通膨率之主因，高達 88% 來自於變動幅度大的食品及能源價格。因此，日本央行（BoJ）一直強烈主張相較於其他主要國家，日本通膨率揚升僅是暫時性現象的原因。

第二、日圓走貶對日本企業帶來之負面影響，會因出口所得或海外子公司獲利換算成日圓擴大而相抵銷。英國調查公司 Capital 於 2022 年 8 月曾指出，當前日圓走貶（當時約 132 日圓兌 1 美元）預估會對日本企業帶來約 1 兆日圓獲利，相當日本 GDP 總額之 0.2% 的正面效益。

二、宣示執行匯率查詢係口頭干預之最強訊號

（一）反覆口頭干預成效不彰

2022 年 9 月 13 日美國公布 8 月 CPI 年增率達 8.3%，仍高於預期，市場預期 Fed 將持續積極升息，影響所及，同年 9 月 14 日，日圓對美元匯價相較於前日大跌超過 2 日圓，逼近 1 美元兌 145 日圓之重要心理關卡（圖 1），創 24 年來新低紀錄。

圖 1 1980 年代以來日圓對美元之走勢



BoJ 隨即於同日實施匯率查詢，該舉措被認為是 BoJ 透過向主要市場參與者詢問匯率動向，為其干預外匯市場，阻貶日圓進行最後的準備工作。為阻止日圓快速貶值，財務大臣鈴木俊一與 BoJ 總裁黑田東彥反覆進行口頭干預，惟效果不彰。

（二）匯率查詢為執行阻貶日圓干預之最終準備工作

在 BoJ 開始進行匯率查詢之情況下，所釋出牽制日圓貶值之信號非常強烈，達到近年來未曾有過的程度（表 1）¹。BoJ 實施匯率查詢後日圓匯率一度由 144.3 日圓回升，惟至 143.5 日圓左右就未能持續反彈。花旗證券高島修認為，由於政府相關人員尚未使用過去干預匯率時使用的「採取果斷措施」此一表述，立即干預的可能性恐仍不高。

表 1 日本政府於不同階段對日圓進行口頭干預之習慣用語

向市場釋放的訊號 弱 ↑ ↓ 強	提高口頭干預的程度	對匯率不置評
		希望外匯行情走勢穩定
		不希望急劇波動
		如果需要會採取適當措施
		不排除任何手段，將採取必要措施
	準備	實施匯率查詢
	實施	買入或賣出日圓，進行外匯市場干預

資料來源：日本經濟新聞 (2022b)

1990 年代至近期，日本政府曾實施過 319 次賣出日圓買入美元之阻升日圓干預措施，惟買入日圓賣出美元之阻貶干預措施僅實施過 32 次，最後一次係於 1998 年 4~6 月共買入約 3 兆日圓（圖 2）。主因當時日本大型金融機構相繼破產，市場憂慮日本爆發金融危機而大規模拋售日圓。

¹ 日本經濟新聞 (2022b)。

1998 年 4 月日本政府干預匯市阻貶日圓初期，日圓匯率一度由 130 日圓被推回 127 日圓，惟效果並未持續多久，1998 年 8 月再貶回 147 日圓之水準。最終阻止日圓貶值係外部因素，即發生於 1998 年秋天美國對沖基金長期資本管理公司（Long-Term Capital Management, LTCM）的鉅額損失曝光，買入美元資金被迅速平倉，導致日圓反轉升值。

圖 2 日本政府干預匯市金額及日圓走勢



註：干預金額負值為買入日圓。

資料來源：Refinitiv Datastream、日本財務省

1995 年以後日本政府實施對美元匯率單獨干預之 36 次（相同月份的多次干預計算為 1 次）中，干預當月之匯率如願反轉之情況僅約 31%。2003 年~2004 年日圓強勢時，儘管日本政府進行史上最大規模的干預行動，賣出日圓高達 35 兆日圓，惟日圓並未停止升值。反觀過去 7 次日本與美國聯合干預，即有 3 次（43%）成功推動匯率行情反轉。因此，日本政府在缺少美國政府之合作下，欲藉由單獨干預阻貶日圓之效果恐非常有限²。

² 上野剛志 (2022a)。

三、BoJ 維持寬鬆貨幣，以及進口價格高漲，加速日圓走貶

（一）BoJ 堅持寬鬆貨幣政策

BoJ 於 2022 年 9 月 22 日貨幣政策會議表示，為推動經濟從 COVID-19 疫情中持續復甦，並促使企業加薪之良性循環，仍堅持大規模寬鬆貨幣政策，10 年期公債殖利率波動幅度上限亦維持於 0.25% 不變。總裁會後記者會進行中，日圓加速貶破 1 美元兌 145 日圓重要心理關卡，財務省斷然買入日圓阻貶（規模約 3 兆日圓，單日買入日圓金額創歷史新高），促使日圓自近 146 快速回升至 140 左右（圖 3）。

惟在美、日利差持續擴大，以及 2022 年 8 月貿易逆差再創同月史上新高等明確促使日圓貶值之因素環繞下，投機資金輕易扭轉日圓升勢，日圓迅速回貶至 142 附近。

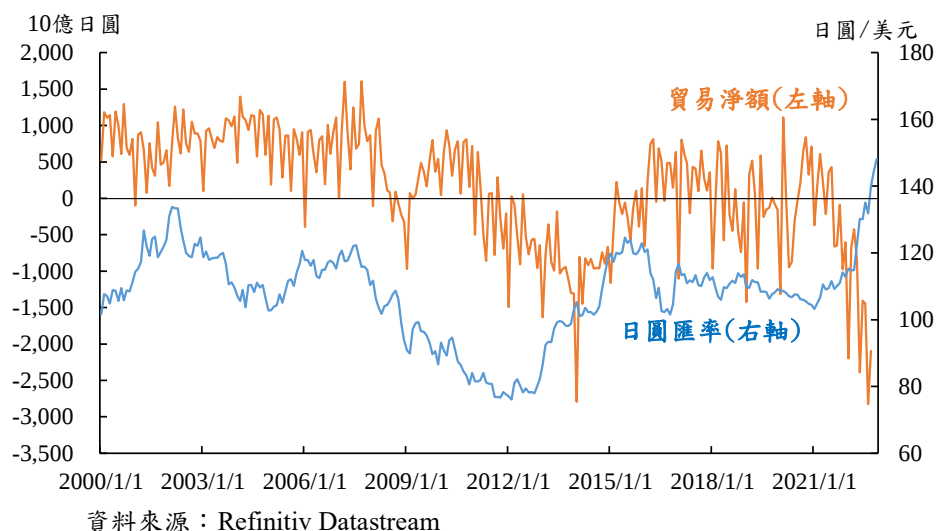


（二）進口價格攀升

國際大宗商品價格大漲，加上日圓加速貶值，2022年8月日本貿易逆差金額創同月新高紀錄，達2兆8,248億日圓（圖4），9月逆差亦達2兆943億，1~9月累計金額超過14兆日圓。由於日圓大幅貶值不斷推高進口價格，

促使進口企業需要加速拋售日圓買入美元，導致進一步拉低日圓匯率之惡性循環。

圖 4 2000 年以來日本貿易淨額與日圓匯率



瑞穗銀行首席經濟學家唐鎌大輔表示，日本1年內貿易逆差超過10兆日圓，只發生於2011年311大震災後之2013年及2014年兩次（圖4），當時日圓年貶幅度超過10%。因此，當貿易逆差擴大的年份，日圓不會走強，預估2022年內日圓有下探150之空間³。

參、史上最大規模阻貶日圓干預之效果與限制

一、史上最大規模的阻貶日圓干預效果短暫

日本於2022年9月22日重啟外匯干預，截至10月27日，財務省連續買入日圓干預之金額已達9.2兆日圓（約625.9億美元）（圖5及表2），遠超過1991年4月首度執行買入日圓干預至1998年6月之總金額

³ 日本經濟新聞 (2022a)。

約 4.9 兆日圓。而若從單月買入日圓金額的角度而言，2022 年 9 月 29 日至 10 月 27 日期間之買入額共計 6.3 兆日圓，亦刷新單月最高紀錄。

圖 5 財務省干預日圓後之日圓走勢



表 2 財務省執行買入日圓干預之紀錄

單位：日圓

1991年	5月	139億
	6月	424億
1992年	1月	63億
	2月	896億
	3月	387億
	4月	2,036億
	5月	1,673億
	6月	1,477億
	7月	478億
	8月	160億
1997年	12月	1兆591億
1998年	4月	2兆8,158億
	6月	2,312億
合計		4兆8,794億
2022年	8月30日~9月28日	2兆8,382億
	9月29日~10月27日	6兆3,499億
合計		9兆1,881億

資料來源：日本財務省

若根據 BoJ 之統計推算，可發現財務省於10月21日深夜在美國的紐約外匯市場出其不意的突擊性干預，規模恐為史上最大，達到5.5兆日圓，促使10月22日凌晨日圓對美元匯率一度升逾7日圓，達1美元兌144日圓；10月24日再度實施買入日圓干預，估計金額約6,900億~8,900億日圓，亦促使日圓一度升逾4日圓。

二、若為阻貶日圓而大規模拋售美債，恐擴大美、日利差

實際上，賣出美元/買入日圓之阻貶日圓干預之困難度，相較賣出日圓/買入美元之阻升日圓干預高出很多，主因為(1)可用於賣出美元的資金有限，外匯干預可能反而會引發更多的投機性買入美元/賣出日圓；(2)正處於高通膨的美國不太可能與日本聯合干預，亦不會輕易同意日本持續大規模單邊干預；(3) BoJ 大幅寬鬆貨幣政策與賣出美元/買入日圓干預缺乏政策的一致性⁴。

儘管本次日本單邊干預獲得美國之理解，惟上述(1)及(3)的問題依然存在。有關干預所需之美元資金，最初可能來自財務省之「外匯資金特別會計帳戶」(Foreign Exchange Fund Special Account)，該帳戶係財務省於國內發行短期債券所籌措的日圓資金。長期以來，為阻升日圓而買入美元，因此該帳戶累計了龐大的美元資產，其中外幣存款達11.5兆日圓(表3)。截至2022年10月27日，財務省賣出美元之買入日圓干預金額已累積至9.2兆日圓，若依此速度進行，外幣存款恐於短期內即會耗盡；另外幣有價證券117.9兆日圓，則大部分係持有美國公債⁵。

⁴ 木內登英 (2022)。

⁵ 市川雅浩 (2022)。

**表 3 財務省公布最新的「外匯資金特別會計帳戶」之資產運用情形
(2021 年 3 月底)**

單位：百萬日圓

項目	金額
日圓放款	148,325
外幣存款	11,531,807
活期存款	6,789,654
定期存款	4,742,152
外幣放款	4,327,484
黃金	721,249
外幣有價證券	117,876,210
特別提款權(SDR)證券	415,143
特別提款權(SDR)	2,172,453
合計	137,192,676

註：特別提款權(SDR)係指國際貨幣基金(IMF)分配之 SDR，以及與 IMF 之其他交易取得之 SDR；特別提款權(SDR)證券係指以 SDR 一籃子貨幣計價之債券。

資料來源：日本財務省

另外，若根據財務省公布之「外匯準備」(日本外匯準備大部分由財務省之「外匯資金特別會計帳戶」持有，小部分因交易需求由 BoJ 持有)狀況進行分析，2022 年 10 月底外匯準備餘額為 1.19 兆美元，較 8 月底約減少 975 億美元；以項目別來看，外幣有價證券餘額大幅減少 955 億美元(表 4)，係外匯準備下降之主因。外幣有價證券亦大部分係持有美國公債，因此 2022 年 9 月 22 日以來之賣出美元/買入日圓干預，財務省亦有可能開始賣出美國公債來籌措執行干預所需的美元資金。

表 4 2022 年 10 月日本之外匯準備

單位：百萬美元

項目	金額	相較8月之增減金額
1. 外幣	1,078,348	-94,543
(a)有價證券	941,331	-95,450
(b)存款	137,017	907
2. IMF準備部位	10,101	9
3. 特別提款權(SDR)	57,435	-978
4. 黃金	44,580	-2,091
5. 其他	4,104	99
合計	1,194,568	-97,504

資料來源：日本財務省

未來若財務省為籌措美元資金而需要大規模拋售美國公債，恐導致美國公債價格進一步下跌、利率加速上揚，反而有促使美、日利差擴大之疑慮⁶。

三、美國容忍日本為阻貶日圓而進行外匯干預有其限度

除上述外匯準備之限制外，美國容忍日本為阻貶日圓而進行外匯干預之態度亦有可能發生變化。截至目前，美國財政部對日本財務省買入日圓之干預行動所做出的回應為「我們理解這是為抑制近期日圓劇烈波動的行動」⁷。惟美國政府一向不認同人為操縱匯率，這一點從其定期公布「匯率操縱國名單」即可看出。符合「匯率操縱國」的三個條件之一為持續單邊外匯干預—若在過去 12 個月中有 8 個月以上發生外匯淨購買，且干預金額超過 GDP 之 2%。就日本而言，相當於約 11 兆日圓。

2022 年下半年，美國財政部長 Yellen 再度重申，匯率的決定權將交給市場⁸。況且，控制通膨是當前美國經濟最重要事項，強勢美元有利於壓低進口價格，惟日本政府買入日圓之干預意在阻貶日圓，間接抑制美元持續走強。因此，若日本政府持續大規模執行單邊買入日圓干預，不排除美國政府立場將轉趨強硬而表示反對之可能性。在此情況下，日本政府將難以持續大規模進行買入日圓干預。

肆、影響未來日圓走勢之主要因素

一、日圓止貶回升之主要關鍵仍在 Fed 放緩升息腳步

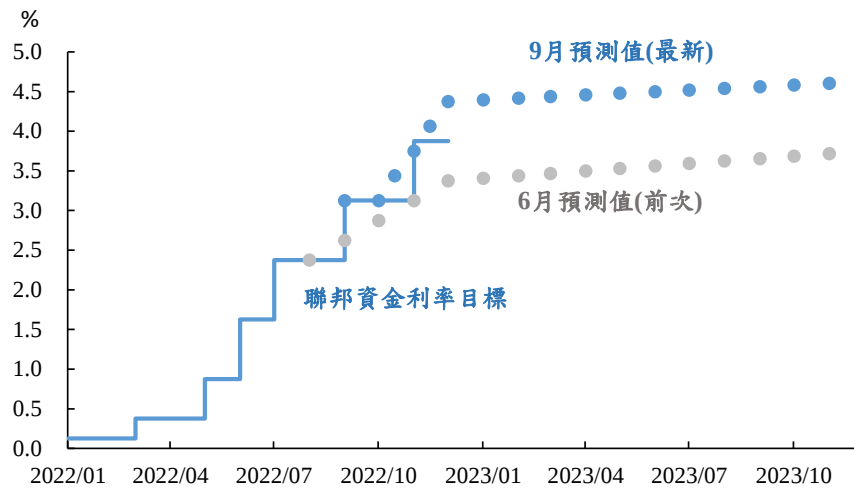
為控制通膨，Fed 於 2022 年 11 月 2 日仍決定大幅升息 0.75 個百分點，2022 年以來已 6 度升息，作為短期利率指標之聯邦資金利率目標升至 3.75~4.00%（圖 6）。

⁶ 上野剛志 (2022b)。

⁷ Shalal and Nomiyama (2022)。

⁸ Sasso (2022)。

圖 6 聯邦資金利率目標及其中間值預測之中位數



註：1. 聯邦資金利率為一區間，故以上限及下限之平均數表示。

2. 預測值為 Fed 官員對聯邦資金利率目標區間中間值之預測，並取其中位數。

資料來源：Refinitiv Datastream、Federal Reserve Board

根據 Fed 貨幣政策會議利率點陣圖之中間值，預計 2022 年 12 月將持續升息 0.5 個百分點，即年底上升至 4.4%；對 2023 年底之預測，則由 2022 年 6 月之 3.8% 大幅提高至 4.6%，將創 2007 年 10 月以來新高，預計 2024 年以後才有可能轉為降息。

二、民眾增持海外資產買入美元，影響政府阻貶日圓之效果

日本之貨幣防衛已進入新的局面，惟超低利率沒有改變之情況下，日本 20~49 歲的民眾對日圓及日本經濟抱有強烈的不信任感，導致個人資金持續流向海外資產，恐對阻貶日圓干預形成另一股逆風⁹。

近 20 年來，日本家庭之外幣資產金額持續增加，瑞穗銀行根據 BoJ 之資金流量統計估算，若將 2022 年 6 月底與 2002 年進行比較，家庭資產之對外證券投資由 9.4 兆日圓擴增至 22.3 兆日圓，國外投資信託亦由 5.7 兆日圓增加至 34.9 兆日圓；截至 2022 年 6 月底，日本家庭資產之現金存款接近 1,100 兆日圓，約占全體的一半以上。其中，僅 1 成轉向外幣資產，就會產生 100 兆日圓以上之買入美元、賣出日圓之外匯交易需

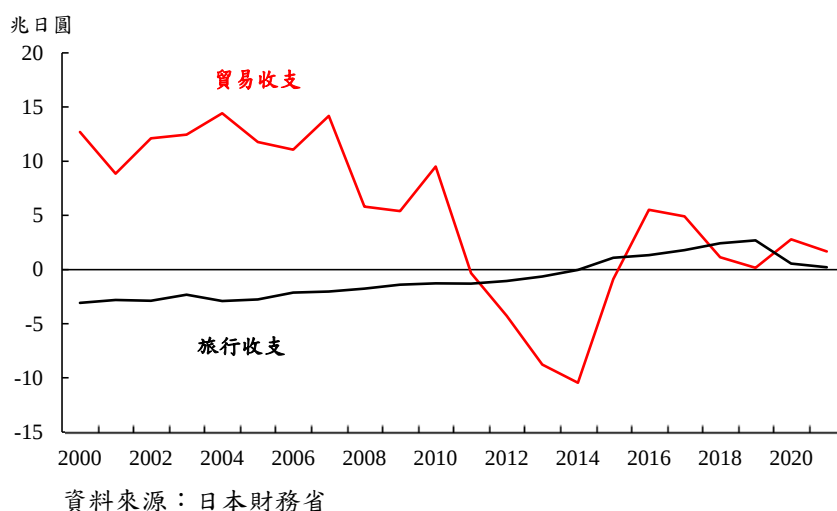
⁹ 武內浩二、上村未緒 (2022)。

求，規模與可用於外匯干預的資金即外匯準備相當。因此，若個人資產持續轉向外幣資產，將從根本上形成沉重的日圓賣壓¹⁰。

三、國際旅客之日圓需求可緩解部分日圓貶值壓力

COVID-19 大流行以前，國際旅客之購買日圓需求在緩解日本貿易逆差所造成之日圓貶值壓力曾發揮一定的作用，於 2018~2019 年頂峰時期，旅行收支順差每年超過 2.4 兆日圓（圖 7）。

圖 7 日本貿易及旅行收支



預期2022年10月中旬起，伴隨日本對 COVID-19國境解封，國際旅客可望大舉回流，再度帶動日圓需求。因此，在等待國際旅客逐步回流之前（圖8），日本政府能否巧妙掌握干預的時機與金額，藉以延緩日圓猛烈的跌勢，可能是拖延戰術成功之關鍵。

¹⁰ 日本經濟新聞 (2022c)。

圖 8 訪日旅客人次及其成長率



伍、結語

Fed 於 2022 年 11 月 2 日仍維持 0.75 個百分點之快速升息步伐，聯邦資金利率目標已升至 3.75~4.0%。惟 BoJ 黑田總裁於同年 10 月 28 日之貨幣政策會議記者會仍明確表示，不會馬上提高利率或退出寬鬆貨幣政策之立場。即便 11 月日本發布之 10 月 CPI 年增率達 3.7%，核心 CPI 年增率為 3.6%，達 40 年高點，黑田總裁仍重申維持寬鬆貨幣政策之重要性。因此，預計短期內美、日利差仍將持續擴大。

而根據日本經濟研究中心統計經濟學家預測之 ESP Forecast 調查結果顯示，2022 年度日本貿易逆差之預測平均值為 16.1 兆日圓，創歷史新高，2023 年亦將高達 12.8 兆日圓，因此，此項造成日圓貶值壓力之結構性因素，2023 年恐仍無法出現緩和的跡象。

日本政府為補助民眾因應物價高漲，以及加速推動數位化、減碳排等經濟結構改革，於 2022 年 10 月 28 日推出第 2 次追加預算案達 29.1 兆日圓，資金大部分仍藉由發行公債籌集。根據國際貨幣基金 (IMF) 統

計，2021 年日本政府債務餘額對 GDP 比率已高達 262.5%。若投資人對日本財政之信任發生動搖，亦可能會加劇拋售日圓之力道。

財務省已暫時在 1 美元兌 150 日圓對投機資金築起一道重要的心理防線，加上美國 10 月 CPI 年增率低於市場預期，Fed 數名官員表態支持放慢升息步伐，導致美元轉弱，日圓快速回升至 140 左右。惟在上述經濟結構的弱點未能改善之情況下，欲藉由買入日圓干預扭轉弱勢日圓的走勢恐僅是權宜之計。過去最長期間的買入日圓干預是 1992 年 1 月至 8 月的 8 個月期間，預計本次可能將超過 8 個月而陷入長期作戰。未來若日本外匯準備快速減少，或美國對日本單邊干預之態度轉趨強硬，阻貶日圓干預可能陷入功虧一簣的窘境。

参考文献

Shalal, Andrea and Chizu Nomiyama (2022), “U.S. Treasury Acknowledges Bank of Japan Forex Intervention,” *Reuters*, Sep.22.

Sasso, Michael (2022) “Yellen Says Dollar Strength ‘Logical Outcome’ of Policy Stances,” *Bloomberg*, Oct.12.

市川雅浩 (2022), 「為替介入に関する日銀の金融市場調節と財務省からのメッセージ」, 市川レポート, 三井住友 DS アセットマネジメント, 10 月 13 日。

上野剛志 (2022a), 「円買い為替介入の可能性を考える～過去の振り返りと今後のハードル」, *Weekly エコノミスト・レター*, ニッセイ基礎研究所, 4 月 6 日。

上野剛志 (2022b), 「24 年ぶりの円買い介入、その効果と限界をどう見るか?」, *Weekly エコノミスト・レター*, ニッセイ基礎研究所, 10 月 7 日。

木内登英 (2022), 「円安阻止の単独為替介入の効果は限定的」, *Global Economy & Policy Insight*, 野村総合研究所, 9 月 14 日。

武内浩二、上村未緒 (2022), 「円安急進で政府・日銀は動くのか?—為替介入の効果を高めるには日銀も同時に動くべき—」, *Mizuho RT EXPRESS*, みずほリサーチ&テクノロジーズ, 9 月 22 日。

日本経済新聞 (2022a), 「「円、150 円視野」「景気減速で円高も」 割れる専門家予想」, 9 月 7 日。

日本経済新聞 (2022b), 「止まらぬ円安、日銀のレートチェックって何?」, 9 月 16 日。

日本経済新聞 (2022c), 「億り人、1ドル=150円台も視野 現預金抑え
海外シフト」, 10月17日。