

日本央行執行非傳統貨幣政策 之檢討及退場面臨之挑戰

中央銀行

經研處

高超洋

摘要

日本於 1990 年代股票及不動產價格泡沫破滅後，企業及金融機構之風險承擔趨於保守，去槓桿化導致資本存量大幅下降快速壓低潛在經濟成長率；加上 1994 年邁入「高齡社會」勞動供給量明顯減少，且為因應壽命延長儲蓄需求增加導致消費與投資需求減少，對平衡儲蓄與投資之中性實質利率持續形成向下的壓力。當名目利率降至零，且缺乏有效的政府財政支出措施提振下，經濟因而陷入慢性需求不足之通縮狀態，進一步壓低實質利率變得相當困難。日本央行（BoJ）為突破困境，自 1999 年起嘗試執行非傳統貨幣政策因應。

上（2024）年底 BoJ 公布了 25 年來執行非傳統貨幣政策之總檢討報告「從多角度對貨幣政策之檢討」，深入檢視執行非傳統貨幣政策之效果與副作用，學術界及產業界亦根據學術理論與實務經驗，針對各項論點提出分析與評論，值得本行深入研究與借鏡。

（一）BoJ 為維持非傳統貨幣政策之效力，不斷調整操作方式

BoJ 為因應國內外經濟及金融情勢之變化，致力維持非傳統貨幣政策之效力，不斷調整操作方式，其政策考量之演進過程大致如下：

（1）擴增貨幣基數以達成量化寬鬆；（2）購買超長期公債、指數股票型基金（ETF）、不動產投資信託基金（REIT），以及公司債等風險性資產以達成質化寬鬆；（3）設定 2%通膨目標，並改進前瞻性指引，以藉此影響通膨預期，進一步壓低實質利率；（4）運用負利率政策，克服零利率之制約，以及（5）執行殖利率曲線控制（YCC），緩和伴隨長期利率過度下降而來之嚴重副作用等。

(二) BoJ 對執行非傳統貨幣政策各項工具之總檢討

	效果	副作用
1. 前瞻性指引	透過適時公布各種前瞻性指引，對抑制較長天期之利率發揮了預期之效果。	若 BoJ 提出市場參與者無法信服之「承諾」，可能會導致對 BoJ 未來違背「承諾」之疑慮，從而無法有效發揮效果。最終若 BoJ 未能履行「承諾」還可能對其信任產生不利影響。
2. 購買超長期公債及執行殖利率曲線控制	大規模購買長期公債及執行殖利率曲線控制，進一步壓低了名目利率，並發揮了推動經濟與物價上升之效果。	對公債市場功能，以及金融機構之中介功能之副作用，可能會隨著政策的持續時間而逐漸顯現。
3. 負利率政策	透過降低未來的預期利率，成功壓低整體殖利率曲線。	對金融機構之存放利差產生縮小的壓力，影響金融機構之收益；壓縮了保險與年金等金融商品設計的空間，不利家計部門之資產形成。
4. 特殊目的貸款便利措施	便利措施並非專門用於因應零利率制約及追求貨幣寬鬆之工具，惟仍發揮了重要作用。	便利措施之效果及副作用，需從 BoJ 實現物價穩定之使命，以及各項措施所預期之具體目標來進行評價較合適。
5. 購買風險性資產	透過購買 ETF 及公司債，降低股票市場之風險溢價及提供企業流動性，有助抑制市場劇烈波動，防範企業與家計部門信心惡化，對經濟與物價產生正面的作用。	購買 ETF 及公司債導致市場機制出現扭曲。而且，風險性資產價格波動的風險較大，對 BoJ 之財務健全性產生不利影響。

(三) 外界之主要批評

1. 削弱金融中介功能	當利率過低時，金融機構之資金運用收益與籌資成本間之差距縮小，反而會阻礙了金融中介功能之正常發揮。
2. 扭曲資源配置	購買風險性資產具有干預個體資源配置之特徵，被認為跨入了「準財政活動」之領域，即涉及類似於政府財政職能之操作，引發對 BoJ 之中央銀行角色界線之質疑。
3. 降低企業生產力	導致僵屍企業存續及無效率投資增加，不利產業之新陳代謝。
4. 造成財政紀律鬆弛	降低財政支出之機會成本，並削弱政府辨別真正有效財政政策之誘因。
5. 影響 BoJ 財務健全	購買風險性資產若發生損失，恐影響 BoJ 貨幣政策之正常運作。因此，BoJ 宜負起向大眾說明之責任，並請求政府共同承擔處理損失之風險。
6. 退場不易	BoJ 資產規模對 GDP 比率高達 129%，且資產種類繁多，在縮減資產負債表之過程中將面臨嚴峻的挑戰。

（四）BoJ 採行非傳統貨幣融政策帶來之啟示

BoJ 執行非傳統貨幣融政策在支撐經濟成長及物價發揮了一定程度的效果，惟相較於透過短期利率操作之傳統貨幣政策，其定量效果則存在很大的不確定性。而且，大規模擴大資產負債表之操作，包含了多項需要長期間才能正常化之措施。因此，在評估副作用時需從更長期的視野進行判斷，更加劇了政策執行之不確定性。據此，BoJ 於總檢討報告中再三強調，未來若需再度採用非傳統貨幣政策，需考量當時的經濟、物價及金融情勢，審慎權衡評估所帶來之效益與成本。根據本文之分析，提出三點對本行之啟示：（1）BoJ 實施非傳統貨幣政策提供了以貨幣政策因應「超高齡化社會」挑戰之重要經驗，惟亦突顯出貨幣政策之限制，以及對勞動市場、退休年金制度及公共財政等結構性改革之迫切性；（2）相較 BoJ 將 2%通膨目標定位為僅依靠貨幣政策達成之常規物價目標，導致貨幣政策過度僵化之嚴重副作用，具彈性的通膨目標更有利貨幣政策根據經濟及金融情勢之變化而靈活操作；（3）BoJ 執行非傳統貨幣政策致力建構長期的超低利率金融環境，導致僵屍企業及無效率投資之存續，不利產業之新陳代謝，反而造成整體經濟生產力下降之副作用。觀察日本總要素生產力（TFP）之走向，有伴隨 BoJ 強化貨幣寬鬆而下降之傾向。此外，購買 ETF、REIT 及公司債等風險性資產，則為直接干預資源分配之政策，從長遠來看亦不利產業之健全發展。

目 次

壹、前言	2
貳、日本央行執行非傳統貨幣政策之背景	2
一、泡沫經濟破滅及高齡化現象惡化，壓低中性實質利率水準	2
二、零利率制約下執行寬鬆貨幣政策之可能性	5
三、壓低風險性資產價格之風險溢價擴大寬鬆效果之可能性	7
參、非傳統貨幣政策之演進過程與政策考量	8
一、擴增貨幣基數達成量化寬鬆之政策考量	9
二、購買風險性資產達成質化寬鬆之政策考量	10
三、設定 2%通膨目標之政策考量	11
四、改進前瞻性指引影響通膨預期以壓低實質利率之政策考量	12
五、運用負利率政策克服零利率制約之政策考量	13
肆、非傳統貨幣政策之效果與副作用	14
一、BoJ 對非傳統貨幣政策之效果與副作用之總檢討	15
二、各界對非傳統貨幣政策之效果與副作用之分析與評價	20
三、各界對購買各項風險性資產之效果與副作用之分析與評價	23
伍、非傳統貨幣政策退場所面臨之嚴峻挑戰	36
一、BoJ 縮減資產負債表過程將面臨挑戰	36
二、對金融市場之衝擊	39
三、對政府財政之衝擊	40
陸、結語與啟示	42
一、結語	42
二、BoJ 採行非傳統貨幣融政策帶來之啟示	43

日本央行執行非傳統貨幣政策之檢討及退場面臨之挑戰

壹、前言

日本於 1990 年代股票及不動產價格泡沫破滅後，企業及金融機構之風險承擔趨於保守，去槓桿化導致資本存量大幅下降快速壓低潛在經濟成長率；加上 1994 年邁入「高齡社會」勞動供給量明顯減少，且為因應壽命延長儲蓄需求增加導致消費與投資需求減少，對平衡儲蓄與投資之中性實質利率持續形成向下的壓力。當名目利率降至零，且缺乏有效的政府財政支出措施提振下，經濟因而陷入慢性需求不足之通縮狀態，進一步壓低實質利率變得相當困難。日本央行（BoJ）為突破困境，自 1999 年起嘗試執行非傳統貨幣政策因應。

2024 年底 BoJ 公布了 25 年來執行非傳統貨幣政策之總結報告「從多角度對貨幣政策之檢討」（Review of Monetary Policy from a Broad Perspective），學術界及產業界根據學術理論與實務經驗，針對各項論點及副作用提出分析與評論。本研究擬藉由研究雙方之立論內容，歸納分析非傳統貨幣政策對總體經濟，以及金融市場與產業等各層面之影響，提供本行貨幣政策參考。本文共分陸節，除本節為前言外；第貳節介紹 BoJ 實施非傳統貨幣政策之背景；第參節探究非傳統貨幣政策之演進過程與 BoJ 之政策考量；第肆節分析伴隨執行非傳統貨幣政策而來之效果與副作用；第伍節說明 BoJ 執行非傳統貨幣政策退場將面臨嚴峻的挑戰；第陸節為結語與對我國之啟示。

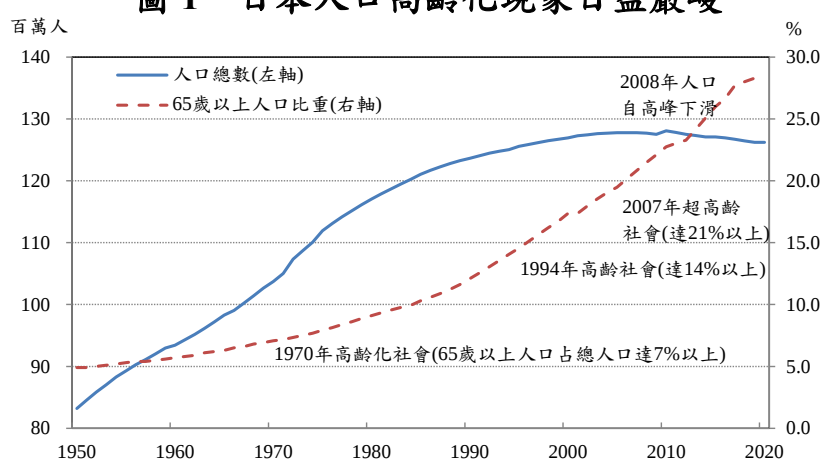
貳、日本央行執行非傳統貨幣政策之背景

一、泡沫經濟破滅及高齡化現象惡化，壓低中性實質利率水準

觀察 1990 年代初期日本泡沫經濟破滅後的最初 10 年，經濟主要係對泡沫之形成與破滅造成之巨大衝擊進行調整，該等調整為左右經

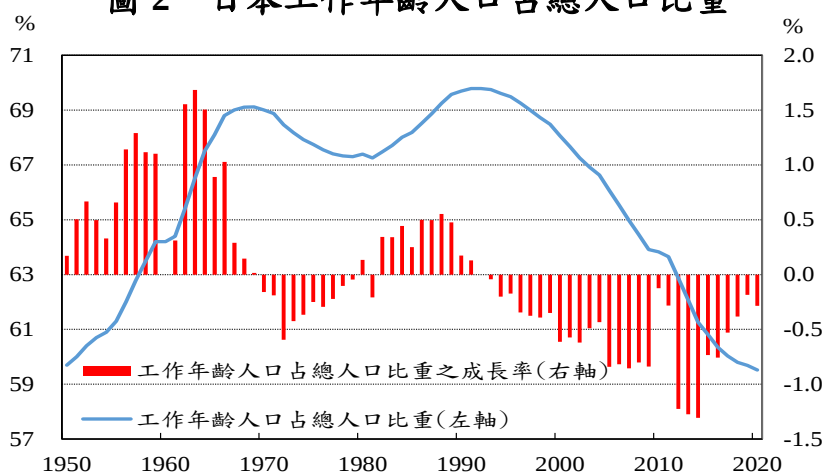
濟活動之主要因素。若泡沫經濟之後遺症僅是經濟變動之主要因素，只要靜待企業之過度僱用、過度機器設備投資，以及過度舉債等 3 個問題，伴隨時間之推移而被消化之後，經濟應可回到成長軌道。不巧的是，1994 年日本已邁入「高齡社會」（圖 1）¹，工作年齡人口相對總人口比率，亦幾乎於同一時間由高峰加速下滑（圖 2）²，將潛在經濟成長率持續壓制於 1% 以下之低水準波動（圖 3）。

圖 1 日本人口高齡化現象日益嚴峻



資料來源：日本總務省統計局

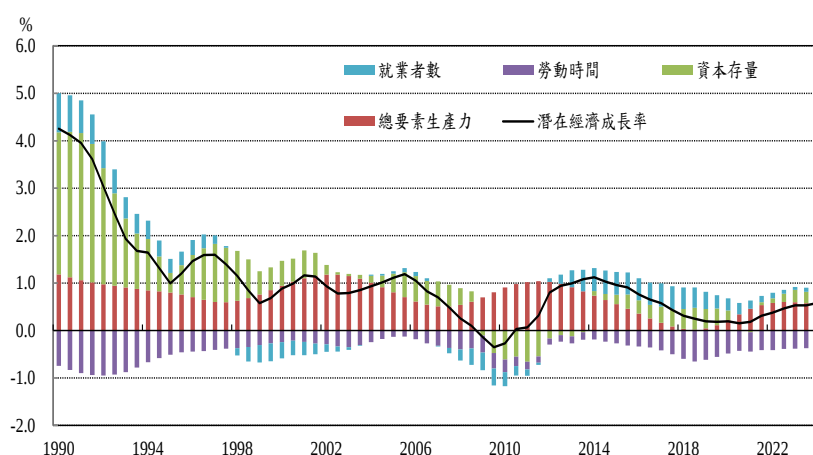
圖 2 日本工作年齡人口占總人口比重



資料來源：日本總務省統計局

- ¹ 內閣府於 2023 年公布「令和 4 年版高齡社會白書」，預測至 2025 年 75 歲以上的後期高齡者將達到 2,180 萬人，65 至 74 歲的前期高齡者人口將達到 1,497 萬人。約每三位國民中就有一位年滿 65 歲以上，約每五位國民中就有一位年滿 75 歲以上，日本之超高齡化現象將進一步惡化。
- ² 參考白川方明 (2018)。工作年齡人口減少速度剛開始時仍緩慢，之後逐漸加速，至 2012 年戰後第一波嬰兒潮「團塊世代」開始大量退休，每年約減少約 100 萬人。影響所及，工作年齡人口占總人口比重加速惡化。65 歲以上高齡者相對工作年齡人口之比率，1970 年代為 10.2%，推估至 2048 年將達 71.8%，如此快速進展的高齡化現象在世界經濟史上未見先例。

圖 3 日本之潛在經濟成長率與主要構成項目之貢獻度



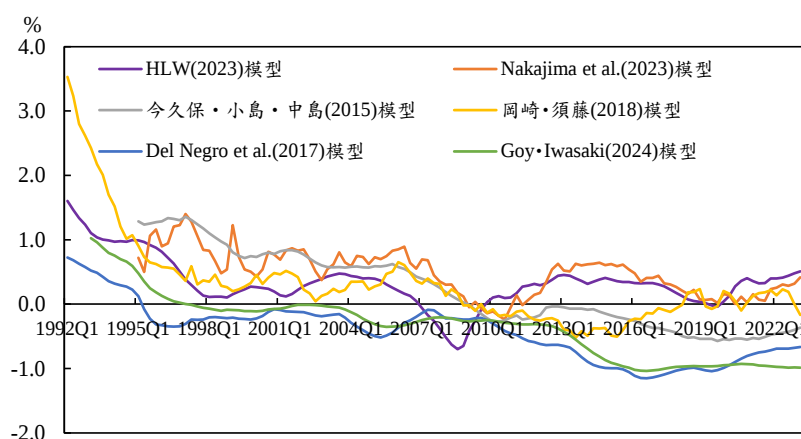
資料來源：BoJ

從經濟學文獻來看，中性實質利率水準係受到潛在經濟成長率之強烈影響。觀察日本 1990 年代起中性實質利率之發展（圖 4），可發現亦大致伴隨潛在經濟成長率下降而呈現持續下滑之趨勢。其主要原因有三：第一、1990 年代初泡沫經濟破滅後，企業及金融機構之風險承擔趨於保守，去槓桿化導致資本存量大幅下降快速壓低潛在經濟成長率（圖 3）；第二、1994 年以後，高齡化現象惡化及人口減少之結構下，潛在經濟成長率進一步受到勞動供給量限制³，且為因應壽命延長儲蓄需求增加導致消費與投資需求減少，對平衡儲蓄與投資之中性實質利率持續形成向下的壓力（圖 5）⁴；第三、全球化之發展，導致 2000 年代以後主要國家普遍存在中性實質利率水準下降，以及通膨率下降之趨勢。

³ 2013 年「安倍經濟學」實施激勵高齡者及女性於婚後再就業之相關政策之後，就業者數才由減少轉為增加，一度成為帶動潛在經濟成長率回升之主要力量。惟到了 2025 年，所有約 800 萬名的「團塊世代」（1947～1949 年出生）將全數進入後期高齡者（75 歲以上）的行列，屆時每五位國民中就有一位是後期高齡者，提高高齡者勞參率以緩和人手不足問題恐將達到極限。

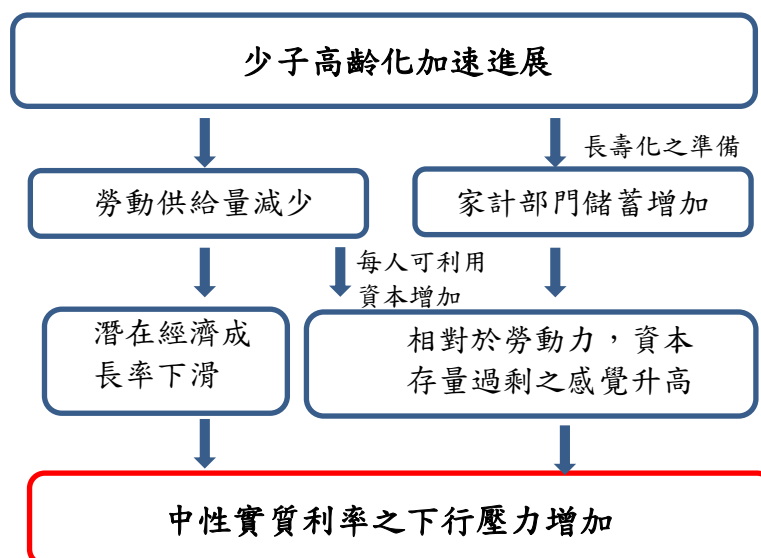
⁴ 參考日本銀行（2024）。BoJ 運用世代重複模型（overlapping generation model），比較自 1980 年以來，假設年輕人口成長率及各年齡層生存率固定情境下之中性實質利率與實際數據之間的差異。兩者之差距可理解為 1980 年以來少子化與長壽化所帶來之影響。根據分析結果，過去 40 年間少子高齡化壓低中性實質利率超過 1 個百分點以上；參考內田真一（2025），目前日本之中性實質利率水準約介於 -1%~0.5%，若加上 2% 之通膨目標，中性名目利率水準約介於 1%~2.5%。

圖 4 日本之中性實質利率水準



資料來源：日本銀行 (2024)

圖 5 日本人口動態與中性實質利率之關係



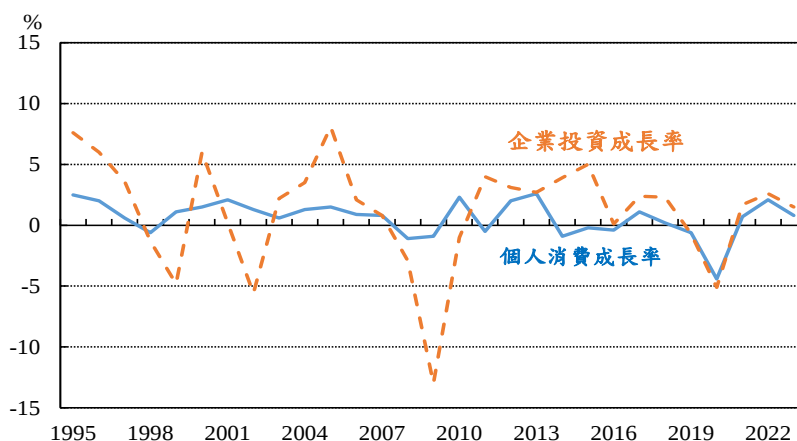
資料來源：日本銀行 (2024)

二、零利率制約下執行寬鬆貨幣政策之可能性

在高齡化現象加速惡化引發之低通膨，甚至通縮之情況下，為解決需求不足問題，透過持續寬鬆貨幣以降低實質利率，從而刺激民間消費及企業投資，被當時產官學界認為是一項可行的政策。惟當名目利率面臨零利率制約（zero lower bound；ZLB）之情況下，進一步壓

低實質利率變得相當困難，在缺乏有效的政府財政支出措施提振下，日本經濟因而陷入了慢性的國內需求不足之狀態（圖 6）。

圖 6 日本個人消費及企業投資成長率



資料來源：內閣府

在零利率制約之情況下，BoJ 率先主要央行實施非傳統貨幣政策。長期以來，歐美之文獻大多解釋為針對日本獨特的情況所採用之特殊政策。惟 2008 年爆發全球金融危機，主要國家在持續的零利率狀態下，加上關鍵金融市場功能失調，透過利率操作來執行貨幣政策亦面臨困難。據此，繼 BoJ 之後，主要央行亦開始嘗試被統稱為非傳統貨幣政策之新的操作工具⁵（表 1）。

表 1 傳統與非傳統貨幣政策之各項政策工具

傳統貨幣政策	名目短期利率操作（0%以上） 中央銀行之金融調節透過利率變化，經由：（1）影響企業部門之設備投資與家計部門之消費（利率管道）；（2）改變企業資產負債表之淨值，影響籌措外部資金之成本（資產負債表管道）；（3）促使匯率變動，影響出口與物價（匯率管道），以及（4）改變金融機構之風險偏好（風險承擔管道）等多種管道傳導政策效果。
	1.擴增貨幣基數（量化寬鬆） 中央銀行透過提供超額準備，可促進以下效果：（1）金融機構貸放增加（資產組合再平衡效果）；（2）促進金融系統穩定，以及（3）形成通膨預期等。
	2.購買長期公債 中央銀行透過影響特定期限長期公債之供需，來促使長期利率下降。

⁵ 參考 Viñals, Jose, Olivier Blanchard and Tamim Bayoumi (2013)。

非傳統貨幣政策	3.購買風險性資產（信用寬鬆） 中央銀行透過購買風險性資產，可促進以下效果：（1）減輕金融機構因持有風險性資產而承擔之風險；（2）支撐風險性資產價格，以及（3）降低風險性資產之風險溢價等。
	4.政策利率之前瞻性指引（時間軸政策） 中央銀行宣示未來將持續維持零利率，藉此影響市場對未來政策利率之預期，從而促使長期利率下降。
	5.購買資產之前瞻性指引 中央銀行透過將大規模購買資產與政策目標掛鉤，並且不設定實施期限，從而引導市場預期寬鬆的金融環境將持續，進一步促使長期利率下降。
	6.負利率政策 對金融機構於中央銀行之活期存款實施負利率，從而促進以下效果：（1）促使名目利率進一步下降，以及（2）促使金融機構將超額準備金轉移至投資風險性資產等。

資料來源：作者整理

至於傳統貨幣政策工具與非傳統貨幣政策工具之差異，主要在於其使用之情境、操作方式與影響管道，說明如表 2。

表 2 傳統與非傳統貨幣政策工具之差異

比較項目	傳統貨幣政策工具	非傳統貨幣政策工具
適用情境	經濟正常、利率高於零	經濟低迷、利率接近或低於零
操作方式	透過短期利率調控	操作資產負債表、引導預期、負利率等方式
重點影響之變數	短期利率、銀行放貸能力	長期利率、風險溢價、預期心理
對市場之影響管道	可預期性高	可預期性低、可能產生嚴重副作用

資料來源：作者整理

三、壓低風險性資產價格之風險溢價擴大寬鬆效果之可能性

由於金融市場存在因應期限與風險差異之各種名目利率，因此即使名目短期政策利率已下降至接近 0% 之情況下，許多名目利率依然維持在正值區間，透過壓低這些利率亦可獲得某種程度之寬鬆效果。一般來說，各種名目利率水準大致存在以下之關係。

長期利率=對應剩餘期間之未來短期利率預期值之平均值+期限溢價（term premium）

風險性資產之收益率=安全資產之收益率+風險溢價（risk premium）

如前文所述，債券市場所用之利率係以投入金額之收益率來表示；對於風險性資產之收益率，則根據資金需求者之信用度等因素加上風險之對價即風險溢價來表示。據此，在面臨零利率制約之情況下，中央銀行仍可透過大規模購買風險性資產，例如指數股票型基金（ETF）、不動產投資信託基金（REIT），以及公司債等民間債務支撐風險性資產價格，以降低風險溢價，減輕金融機構因持有風險性資產而承擔之風險。

參、非傳統貨幣政策之演進過程與政策考量

BoJ 為適應經濟及金融環境之變化，維持貨幣政策效力，不斷調整非傳統貨幣政策之操作方式，其演進過程彙整如表 3。

表 3 BoJ 非傳統貨幣政策之演進過程

期間	貨幣政策	操作目標	短期利率目標	影響長期利率走勢	影響風險溢價	負利率政策	影響通膨預期
1999/2~2000/8	零利率政策	無擔保隔夜拆款利率	儘可能壓低利率（實質為 0%）	政策時間軸效果（policy duration effect，後稱前瞻性指引）	—	—	—
2001/3~2006/3	量化寬鬆政策（QE）	BoJ 活期存款帳戶餘額	維持於 0% 左右	前瞻性指引	—	—	—
2010/10~2013/4	廣泛的貨幣寬鬆政策（Comprehensive Monetary Easing Policy）	無擔保隔夜拆款利率	0~0.1%（實質為 0%）	1. 購買公債 / 以固定利率供應長期資金 2. 前瞻性指引	購買風險資產	—	導入 2% 通膨目標（自 2013/1）
2013/4~	量質兼備貨幣寬鬆政策（Quantitative and Qualitative Easing, QQE）	貨幣基數	0% 左右 ↓ 負利率（2016/1~）	大規模購買公債	購買風險資產	金融機構新增超額準備適用 -0.1% 利率（2016/1~）	強力且明確承諾兩年內達成 2% 之通膨目標

期間	貨幣政策	操作目標	短期利率目標	影響長期利率走勢	影響風險溢價	負利率政策	影響通膨預期
2016/9~2024/3	殖利率曲線控制(Yield Curve Control, YCC)	長短期利率(短期政策利率、10年期公債殖利率)	負利率	殖利率曲線控制(操作目標：10年期公債殖利率)	購買風險資產	金融機構新增超額準備適用-0.1%利率	承諾儘早達成並穩定維持2%之通膨目標
2024/3~ 資料來源：BoJ	啟動貨幣政策正常化	無擔保隔夜拆款利率	0%~0.1%左右	殖利率曲線控制退場	購買風險資產退場	負利率政策退場	判斷薪資與物價之良性循環已強化，達成2%通膨目標已見跡象

一、擴增貨幣基數達成量化寬鬆之政策考量

當名目政策利率降至接近 0%時，即使進一步增加貨幣供給量，利率亦無法再下降，從而導致無法產生任何刺激經濟之效果，這種狀態被稱為「流動性陷阱」(liquidity trap)。惟即使處於此種狀態下，仍有觀點認為，藉由進一步增加貨幣供給量，以及透過 BoJ 之政策溝通影響民眾對未來的通膨預期，即可實現貨幣寬鬆效果，而量化寬鬆政策正是基於此一觀點所執行⁶。

BoJ 於 2001 年 3 月至 2006 年 3 月，設定了遠高於金融機構法定準備餘額之活期存款餘額目標，刻意製造貨幣基數超額供給之狀態，實施了量化寬鬆政策，惟該政策之效果並不顯著。BoJ 於 2013 年 4 月再導入量質兼備寬鬆 (Quantitative and Qualitative Easing, QQE) 貨幣政策時，貨幣基數之成長速度被設定為操作目標(兩年內成長兩倍)，

⁶ 參考松本朗 (2017)。曾建議 BoJ 採取非傳統貨幣政策之經濟學家之一是 Paul Krugman。他在 1998 年發表論文 “Japan’s Trap”指出，若市場認為中央銀行會採取負責任的行動，並在物價上升時收緊貨幣供給，通膨預期就不會出現。

並強調藉由承諾物價目標（兩年內實現核心 CPI 年增率 2%之通膨目標）來影響預期物價上漲率⁷。

二、購買風險性資產達成質化寬鬆之政策考量

長期以來 BoJ 主要以兩種操作為貨幣政策工具：（1）為因應經濟成長帶來之鈔券需求，實施長期操作—公債購買操作；（2）為因應日常資金之過剩或不足，實施短期操作—共通擔保資金供應操作。2010 年 BoJ 導入「廣泛的貨幣寬鬆政策」⁸，主要著眼於藉由購買不同性質的金融工具，以擴大影響經濟活動之層面。這項貨幣政策被稱為「廣泛的」原因在於，除了 2001 年 3 月至 2006 年 3 月期間實施之量化寬鬆之外，還導入了信用寬鬆（Credit Easing）的措施。信用寬鬆係指 BoJ 透過購買超長期公債、ETF 及 REIT 及公司債等風險性資產，促進利率下降，或資產價格上升之一種貨幣政策。此與量化寬鬆專注於擴大負債端之政策不同，信用寬鬆側重於擴大資產端之政策。

BoJ 於 2013 年啟動之 QQE 框架下，為達成貨幣基數之成長目標，加速且擴大規模購買超長期公債，以及 ETF、REIT 等風險性資產，並將延長所購買長期公債之平均剩餘期限亦列為政策方針之一。據此，期待對改善企業籌資環境帶來更積極的效果，以促進企業之設備投資行為。

⁷ 對於此種影響預期之方式，許多研究認為其存在固有的缺陷，即「時間不一致性問題」（time-inconsistency problem），因此對量化寬鬆之效果仍存在許多疑問，例如小林慶一郎（2024）。小林慶一郎指出，當中央銀行試圖脫離流動性陷阱後，藉由讓市場相信其會比通常應該採取的政策立場更為寬鬆，以此來影響預期。然而，當物價實際上升時，為防止過度通膨，採取緊縮政策通常才是最適當的操作。因此，中央銀行在這種情況下有違背承諾的誘因，市場可能因此失去信任導致政策無效，這種現象被稱為「時間不一致性問題」。

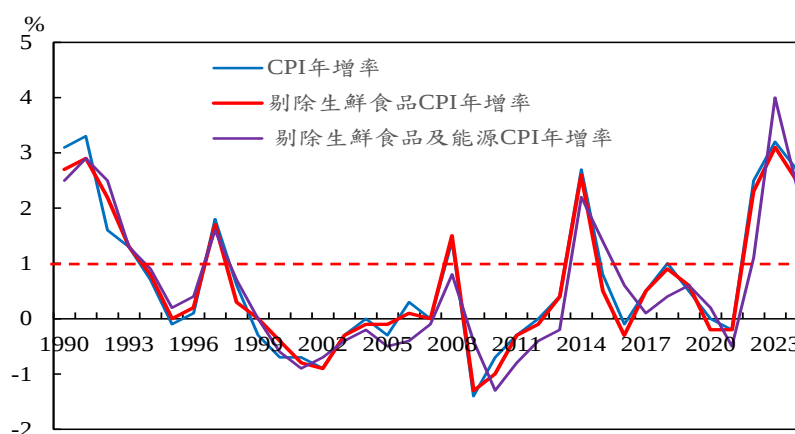
⁸ BoJ 於 2010 年 10 月之貨幣政策會議上，決定由三個核心支柱構成之貨幣寬鬆政策。其中之一係創設「資產購買等基金」，係為促進長期之市場利率下降，以及縮小各種風險溢價，透過購買公債（3.5 兆日圓）、商業本票（0.5 兆日圓）、公司債（0.5 兆日圓）、ETF（4,500 億日圓）及 REIT（500 億日圓）等多樣化的金融資產，作為臨時措施，在資產負債表上創設的一項基金。

三、設定 2%通膨目標之政策考量

BoJ 於 2013 年 1 月導入「物價穩定目標」(Price Stability Target)，即設定 2%通膨目標。BoJ 將通膨目標訂為核心(扣除生鮮食品)CPI 年增率 2%，主要係根據三項理由：(1) CPI 指數存在「高估偏誤」(upward bias)⁹；(2) 若通膨維持在約 2%，在經濟衰退時能確保有進一步降息之空間，以及(3) 各主要央行大致以 2%為通膨目標，若 BoJ 設定較低的目標，可能會導致市場高估實質利率而導致日圓升值等。

自 2013 年 BoJ 實施 QQE 之後，核心 CPI 年增率仍未能擺脫低迷之走勢，大抵仍低於 1%的水準，2016 年及 COVID-19 疫情期間甚至再度跌至負值(圖 7)¹⁰。直到 COVID-19 解封之後，在進口物價大幅上漲推升下，核心 CPI 年增率自 2022 年起才突破 2%的水準。

圖 7 日本之物價走勢



資料來源：總務省統計局

⁹ 消費者物價指數是將某一消費品籃子之價格變動指數化而得出，其中各品項的價格比例以基準時之支出金額(價格×數量)作為權重進行加權平均計算。當相對價格發生變化時，需求會發生轉移(數量變化)，惟由於權重固定於基準時，因此隨著時間距離基準時點越遠，指數與實際情況之偏離(高估)會越大。因此，有觀點認為，消費者物價指數處於略微高估之狀態才是真正的物價穩定。

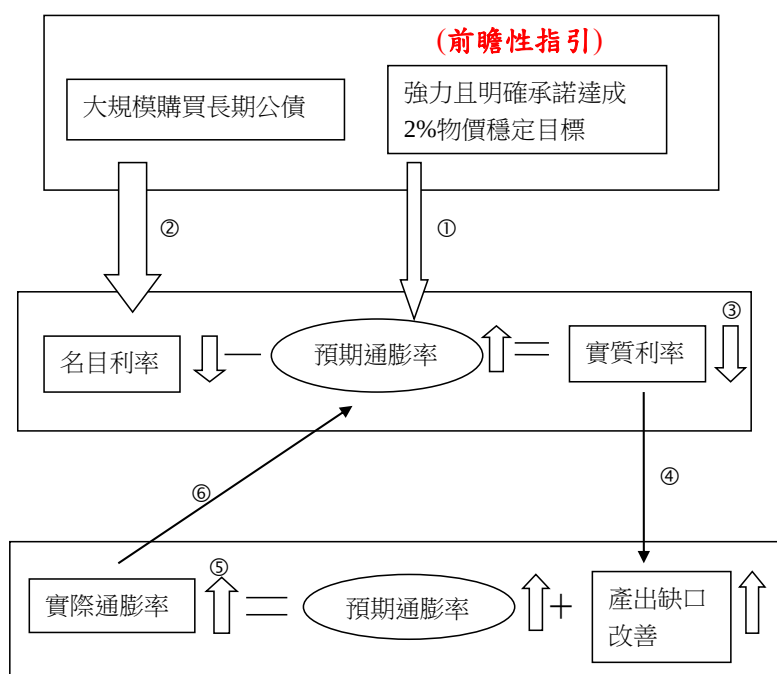
¹⁰ 有觀點認為，剔除生鮮食品與能源價格後之CPI年增率持續維持正成長之情況下，日本經濟實際已實現脫離通縮之目標；亦有觀點提出「高壓經濟」(high-pressure economy)之概念，即透過刻意製造經濟過熱狀態來實現強勁的成長。

四、改進前瞻性指引影響通膨預期以壓低實質利率之政策考量

當中央銀行發布有關未來政策資訊時，宣示內容會改變人們之預期，從而影響當前之政策效果，被稱為宣示效果（announcement effect）。伴隨貨幣政策運作之透明度提高，該效果被認為將會持續增強。特別在面臨零利率制約之情況下，如何藉由適當的前瞻性指引引導大眾之預期通膨率上升，進一步壓低實質利率以刺激經濟，被 BoJ 視為一個可行的選項（圖 8）。

在 QQE 框架之下，BoJ 曾經執行過三類前瞻性指引：（1）儘早於兩年內達成 2% 之通膨目標；（2）為實現並穩定持續 2% 之通膨目標，將持續寬鬆政策至需要之時點，以及（3）在核心 CPI 年增率穩定超過 2% 之前，將持續擴增貨幣基數之方針等。市場普遍認為，相較過去之訊息發布，BoJ 在 QQE 框架下之政策傳達更為清晰易懂¹¹。

圖 8 BoJ 實施 QQE 前所預設之運作機制



資料來源：日本銀行 (2024)

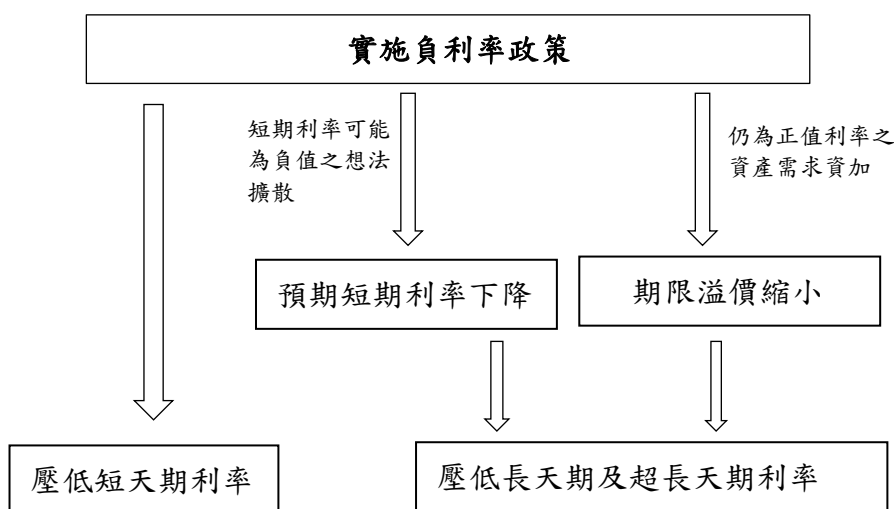
¹¹ 須田美矢子 (2015)則事先提出警示，BoJ 預先設定之 QQE 運作機制以預期通膨率為中心，不但過於樂觀，且依過去執行量化寬鬆之經驗，預期通膨率受通膨目標及通膨實際值所影響，問題是何者之影響力較強；BoJ 欲掌握及控制預期通膨率均非易事，未來政策操作勢必將遭遇困難。

五、運用負利率政策克服零利率制約之政策考量

為克服零利率制約，中央銀行將金融機構之活期存款利率設為負值亦是可行的策略。由於負利率政策之傳遞途徑主要仍係透過傳統的利率機制，因此政策效果亦相對容易預測（圖 9）。BoJ 自 2016 年 2 月起，對金融機構之活期存款導入三層結構，並對部分超額準備實施 -0.1% 之負利率政策。

負利率政策避免了 QQE 框架下公債購買數量之限制，從而提升了貨幣寬鬆之可持續性，惟與基於正值利率所制定之法律及會計制度則不易相容。而且，利率過低對經濟及金融穩定亦帶來許多負面的影響。例如，利差縮小壓縮金融機構獲利、促使長期利率過低扭曲債券市場、銀行貸放行為受限，以及保險與退休基金收益縮水等。

圖 9 BoJ 實施負利率政策前預設之運作機制

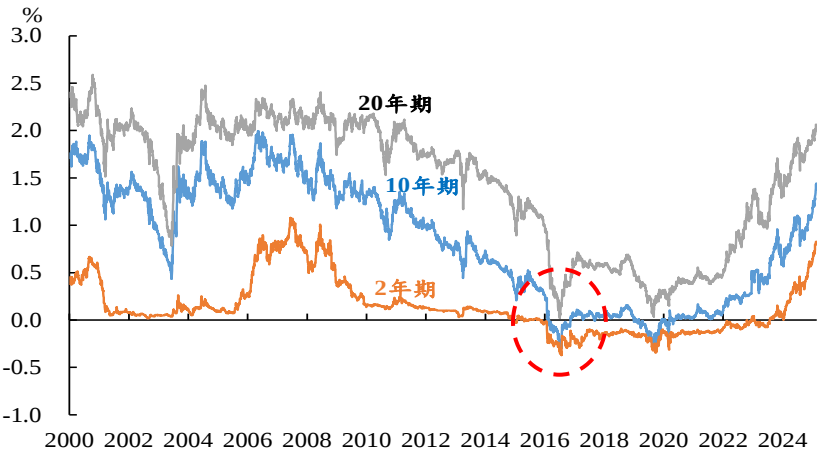


資料來源：日本銀行 (2024)

為因應實施 QQE 及負利率政策帶來之副作用，BoJ 於 2016 年 9 月再導入殖利率曲線控制 (YCC)，短期政策利率維持在 -0.1%，惟將 10 年期公債利率操作目標設定為約 0%，以防範伴隨長期利率下降至零以下所帶來之各項嚴重問題（圖 10 及表 4）。此外，BoJ 亦藉由執

行殖利率曲線控制，回歸以利率操作為主軸之政策，並試圖透過淡化貨幣基數之數量目標，建構一個較易實現之退場機制。

圖 10 日本 10 年期公債殖利率



資料來源：日本財務省

表 4 BoJ 過度壓低長期利率之嚴重副作用

1.導致債券市場之市場機能低落，嚴重影響企業發行公司債等籌資行為。
2.利差縮小導致金融機構之收益惡化。
3.對保險業及年金基金之長期資產運用產生嚴重影響。
4.引起外匯市場過度波動，造成日圓加速貶值。
5.無法藉由分析長期利率了解目前經濟及金融之實況。
6.發行公債成本降低，導致政府忽視財政紀律。
7.放款利率維持低檔，導致無效率且低收益之殭屍企業續存。

資料來源：作者整理

肆、非傳統貨幣政策之效果與副作用

中央銀行制訂貨幣政策之基本原則，係根據效果與副作用之比較權衡。惟對於非傳統貨幣政策而言，係一項極為困難的工作。因為與傳統貨幣政策不同，非傳統貨幣政策並未積累足夠長期的經驗與知識，效果與副作用都具有更高的不確定性。再者，非傳統貨幣政策操作，例如大規模擴大資產負債表，包含了一些需要長期間才能正常化

之措施，因此在評估副作用時需從更長期的視野進行判斷，進一步加劇了不確定性。

一、BoJ 對非傳統貨幣政策之效果與副作用之總檢討

2024 年底 BoJ 公布了 25 年來執行非傳統貨幣政策之總檢討報告「從多角度對貨幣政策之檢討」，於首章之「基本看法」即明確指出，從實施非傳統貨幣政策進行大規模貨幣寬鬆之經驗來看，非傳統貨幣政策工具之效果不僅存在不確定性，還伴隨著各自特有之副作用，以及需要注意之事項。未來若再度考慮採用非傳統貨幣政策時，必須將這些注意事項等納入考量，並於制度設計時儘可能抑制副作用，以發揮預期效果。

據此，可推知植田和男總裁領導之決策團隊認為，不應回到過去未經深入分析，便頻繁使用各種非傳統貨幣政策工具之作法。惟由於目前物價與薪資上漲主要仍受到進口物價上漲之影響，持續性未必穩固。若未來國外經濟環境發生劇烈變化，BoJ 可能再次面臨貨幣寬鬆之需求。由於名目短期利率之可下調幅度仍然相當有限，屆時可能不得不再次採用非傳統貨幣政策。因此，為因應未來可能再次需要實施非傳統貨幣政策之情況，有必要提前分析並規劃應採取哪些工具，以及如何操作才能在一定程度上實現預期效果，同時最大限度地抑制副作用，係本次總檢討之核心目標¹²。

（一）對大規模寬鬆貨幣政策效果之看法

BoJ 認為非傳統貨幣政策透過較低的實質利率、良好的金融資本市場環境，以及金融機構寬鬆的放款態度等政策效果，對支撐經濟及物價發揮一定的效果（表 5）。

¹² 參考木內登英 (2024)。

**表 5 BoJ 評估大規模寬鬆貨幣政策之效果
(2013 年 Q2~2023 年 Q2 期間年平均)**

	實質 GDP 總額	CPI 年增率 (剔除生鮮食品及能源)
總體模型 (Q-JEM)	增加 1.3%~1.8%	提高 0.5~0.7 百分點
時間序列模型 (FAVAR)	—	提高 0.6~1.1 百分點

註：Q-JEM 是一種準結構型模型，考慮了經濟理論，具有能夠識別傳導路徑並分析政策效果的特點；FAVAR (Factor-Augmented VAR) 模型除了具備傳統 VAR 模型的特點外，還具有能夠同時處理大量變數之優勢。

資料來源：日本銀行 (2024)

惟相較於透過短期利率操作之傳統貨幣政策，非傳統貨幣融政策之定量效果 (quantitative effect) 則具有很高的不確定性；若大規模且長期執行非傳統貨幣融政策工具，可能對金融市場功能及金融機構之收益產生嚴重副作用。因此，非傳統貨幣政策工具並無法成為以短期利率為操作標的之傳統貨幣政策工具之完全替代方案。未來若需採用非傳統貨幣政策，需考量當時的經濟、物價及金融情勢，審慎權衡評估所帶來之效益與成本¹³。

至於對經濟供給面（例如潛在經濟成長力）之影響，BoJ 認為正反兩面均有，例如在促進資本積累方面是正面的，惟低生產力企業無法汰換等因素，而導致資源配置扭曲則是負面的，因此無法得出明確的結論。

BoJ 之資產負債表亦伴隨執行非傳統貨幣政策而持續擴大，因此在緊縮階段可能對其財務健全性產生不利影響。若短暫出現虧損或資不抵債之情況，不致對貨幣政策之運作造成障礙。惟若財務風險受到

¹³ 參考日本銀行 (2024)。

金融市場過度關注，將導致貨幣政策操作發生不必要的混亂，並可能引起信任危機。因此，BoJ 致力確保財務健全性仍至關重要¹⁴。

（二）對 2%通膨目標之看法

BoJ 認為非傳統貨幣政策工具無法完全替代傳統貨幣政策工具，宜儘可能避免貨幣政策操作面臨零利率制約之情況。基於此一觀點，為了在經濟惡化時能夠降低實質利率，穩定實現小幅正向的物價上漲率至關重要。至於 CPI 指數存在高估偏誤之議題（BoJ 將適當的高估幅度訂為約 1%），仍被認為是中央銀行應以正向物價上漲率為目標之重要論據，且主要央行大致將通膨目標設定為 2%。BoJ 強調未來貨幣政策操作不僅需要考量當前的物價上漲率之現況，還需密切關注造成物價變動之各項因素，準確把握物價之基本走勢。

日本經濟在經歷長期且持續的低通膨，甚至通縮之環境下，不僅多數商品價格趨於穩定不變，經常性薪資亦停滯不前。這種情況導致資源配置扭曲，抑制企業積極進行投資之意願。基於上述考量，BoJ 認為實現伴隨薪資穩定上升與物價緩慢上升之正向循環，對於促進日本經濟持續穩健成長扮演了最關鍵的角色。

（三）對財政政策與貨幣政策關係之看法

財政政策與貨幣政策同為對總需求產生重大影響之總體經濟政策工具，其傳導路徑與效果相互依存。因此，在貨幣政策面臨名目利率下限限制之情況下，財政政策與貨幣政策之政策組合將具有更大的效果。

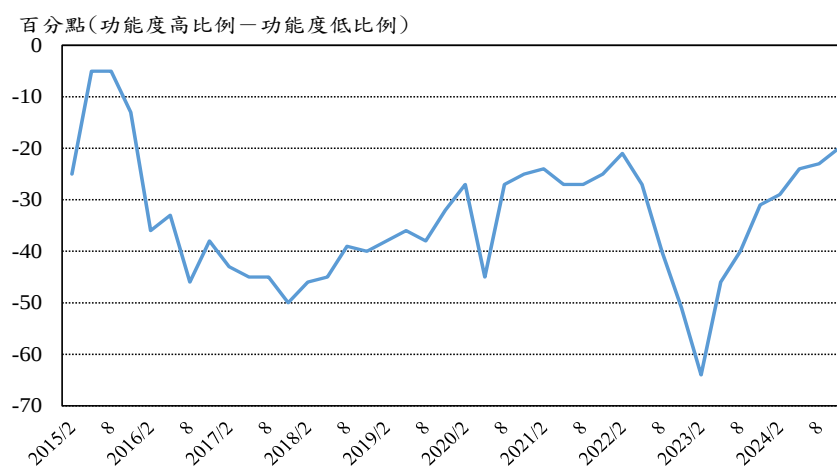
¹⁴ 參考日本銀行企画局 (2024)。BoJ 首次公開對未來利率上升對財務影響之試算，在最嚴峻之情境下，假設短期利率以每年 0.75 個百分點之速度上調至 2%，預計在 2027~2028 年度左右，可能出現最大規模達 2 兆日圓之最終虧損。BoJ 在公布試算之同時強調，即使一時出現虧損或債務高於資本之情況，亦不會對貨幣政策操作造成影響。

BoJ再三強調長期以來持續主張貨幣政策操作之目的係實現物價穩定，而非支援政府籌措財政資金之「財政融通」，明確劃清界限對於維護貨幣信任與實現物價穩定至關重要。惟在對非傳統貨幣政策之總檢討過程中，參與討論之專家學者多指出大規模貨幣寬鬆有導致日本政府財政紀律鬆弛之現象。

（四）對各項工具之效果與副作用之看法

BoJ認為非傳統貨幣政策在金融面之效果，一方面縮小貸放利率，另一方面透過降低信用風險等途徑，提高金融機構之自有資本比率，並經由景氣改善促進企業資金需求擴大。惟自2013年QQE政策啟動之後，透過購買政府新發行後不久的大部分公債，對公債市場之流動性產生巨大的影響，一度導致公債市場之市場機制嚴重失能¹⁵（圖11）。

圖 11 BoJ 之公債市場功能度判斷指數



註：1. 統計資料自2015年2月起公布。

2. 功能度判斷指數係從回答市場功能度「高」之比例減去回答「低」之比例算出。BoJ針對銀行與證券公司每三個月進行一次調查。

資料來源：BoJ

¹⁵ BoJ於2024年12日公布11月債券市場調查顯示，衡量債券市場交易頻率及流動性之功能度判斷指數(DI)為負20，較8月調查時之負23縮小。DI已連續7個季度改善，惟由於BoJ公債購買縮減之步伐仍緩慢，改善幅度仍有限。本次調查之期間為11月1日至8日，旨在加強BoJ與市場之對話。

至於購買 ETF 或 REIT 作為非傳統貨幣政策工具之案例，在主要央行中並不常見。儘管主要央行並未排除未來擴大資產購買範圍之可能性，惟強調需注意承擔之信用風險，以及可能出現對特定行業或企業之偏袒風險。同時，亦需對收益與成本進行詳細的比較與權衡。BoJ 強調，未來若考慮再度購買風險性資產，首先需確認是否處於必須對風險溢價進行干預之情況。若判斷為必要，則宜綜合考慮上述注意事項，設計適當的制度以實施相關措施。

BoJ 之總檢討報告中，對執行非傳統貨幣政策各項工具之效果與副作用之基本看法，彙整如表 6。

表 6 BoJ 對執行非傳統貨幣政策工具之效果與副作用之基本看法

	效果	副作用
1. 前瞻性指引	無論是在 2000 年代初期之量化寬鬆時期，還是 2013 年以後執行 QQE 之大規模寬鬆貨幣時期，在經濟與物價情勢達到與退場條件相符之前，對短期與中期利率之壓制效果均得到充分發揮。	1. 量化的指引可發揮更強之效果，惟若過度強化「承諾」，一旦未來出現實施時未預見之風險，考慮到貨幣政策效果傳導需要一定的時間，可能導致必要的政策調整出現延遲之情況。 2. 若 BoJ 提出市場參與者等經濟主體無法信服之「承諾」，可能會導致對 BoJ 未來違背「承諾」之疑慮，從而無法有效發揮抑制利率之效果。最終若 BoJ 未能履行「承諾」還可能對其信任產生不利影響。
2. 購買超長期公債及執行殖利率曲線控制	大規模購買超長期公債及執行殖利率曲線控制，降低了名目利率，並發揮了推動經濟與物價上升之效果。	1. 對公債市場功能，以及金融中介功能之不利影響，可能會隨著政策的持續時間而逐漸顯現。 2. 企業與家計部門之貸款期限，以及持有債券之存續期間均呈現長期化之趨勢，成為利率風險增加之原因。
3. 負利率政策	1. 透過降低未來的預期利率，壓低整體殖利率曲線。 2. 透過投資者追求更高收益之行為，進一步壓低長期與超長期的利率。結果	1. 對金融機構之存放利差產生了縮小的壓力，影響金融機構之收益。 2. 造成殖利率過度下降與平坦化，不僅影響銀行之金融中介功能，還可能透過

	可促使殖利率曲線顯著下移，透過實質利率下降，對經濟與物價產生了刺激效果。	壓縮保險與年金等金融商品設計之空間，不利家計部門之資產形成。民眾對保險與年金能否持續健全營運之憂慮，對經濟活動將產生負面的影響。
4.特殊目的之貸款便利措施	便利措施並非專門用於因應零利率制約及追求貨幣寬鬆之工具，惟仍發揮了重要作用。	便利措施之效果及副作用，需從 BoJ 實現物價穩定之使命，以及各項措施所預期之具體目標來進行評價較合適。
5.購買風險性資產	1.透過購買 ETF 降低股票市場之風險溢價，抑制市場劇烈波動，防範企業與家計部門信心惡化，對經濟與物價產生正面的作用。 2.購買 CP 及公司債等措施，特別是在金融危機後市場流動性與風險承擔能力顯著下降的階段，發揮了顯著效果，有助於恢復流動性，並降低風險溢價。企業籌資環境改善，以及投資人風險承擔能力提升，對實質經濟產生了正面的影響。	1.風險性資產價格波動風險較大，可能對 BoJ 之財務狀況產生影響。針對此，BoJ 採取了因應措施以確保財務穩健性，例如當市值總額低於帳面價值總額時，計提準備金等。 2. BoJ 購買 ETF，對某些股票之間接持有比率上升，導致不同股票間之價格出現扭曲。 3.從公司治理之角度，BoJ 持有 ETF，可能會削弱對企業經營之規範。

資料來源：日本銀行 (2024)

二、各界對非傳統貨幣政策之效果與副作用之分析與評價

日本經濟研究中心針對 BoJ 之總檢討報告「從多角度對貨幣政策之檢討」，對經濟學者進行了問卷調查，主要意見彙整如表 7¹⁶。

表 7 日本經濟研究中心彙整學術界對 BoJ 總檢討報告之意見

認同對經濟正面評價之理由	不認同對經濟正面評價之理由
1.將經濟從通縮狀態轉變為非通縮狀態。	1.政策之本來目的，由需求主導之物價上漲與景氣復甦並未能達成。
2.可能的嚴重副作用即使經過 10 年，至今仍未明顯發生。	2.引導通膨預期形成之目標並未能取得成功。
3.股市大幅下跌之情況已經得到修正。	3.疫情後之通貨膨脹主要是由日圓貶值，以及原材料價格高漲等供給面衝擊所引起，對經濟產生負面影響。
認同對生產力有正面影響之理由	不認同對生產力有正面影響之理由

¹⁶ 日本經濟研究センター (2025)。該調查於 2025 年 1 月 9 日至 14 日進行，對象為 47 名專業領域包括總體經濟學、社會保障，以及計量經濟學之經濟學者。

低利率政策透過降低企業投資與融資成本，有助提升生產力。	1.導致僵屍企業及非效率投資之存續，不利產業之新陳代謝。
	2.寬鬆貨幣之長期化導致利率持續下降，降低金融市場功能。
	3.若非在超低利率之金融環境下，企業無法獲利之投資將大幅增加。
認為造成財政紀律鬆弛之原因	不認為造成財政紀律鬆弛之原因
1.降低財政支出之機會成本，並削弱辨別真正有效政策之誘因。	1.財政紀律在執行大規模貨幣寬鬆之前就已開始鬆弛。
2.即使在經濟復甦之階段，政府債務餘額縮減之前景仍未明朗。	2.即使因利息支付費用下降而提高了財政空間，不能視為財政紀律鬆弛。
3.許多政治人物表示，發行公債並由 BoJ 購買就不會有問題。	3.維持財政紀律並非 BoJ 之責任。

資料來源：日本經濟研究センター (2025)

除上述意見之外，各界之評價多集中於非傳統貨幣政策是否影響金融中介功能、扭曲資源配置，以及若發生損失恐影響 BoJ 之正常運作等。

(一) 影響金融中介功能

寬鬆貨幣政策之主要傳導途徑，係透過降低實質利率激勵金融機構擴大信用創造。惟當利率過度下降時，金融機構之資金運用收益率與籌資成本間之差距縮小，資金利潤受到壓縮反而阻礙金融中介功能之發揮，此種觀點被稱為「逆轉利率理論」(reversal interest rate)¹⁷。

特別是在 2016 年初 BoJ 實施負利率政策之後，除短期利率之外，長期利率亦進入負值區間（圖 10），引起金融機構之強烈反彈。為防止長期利率過度下降，BoJ 於 2016 年導入 YCC 政策（表 2），被認為是因應此問題之一種新的架構。該政策旨在透過控制短期與長期利率來維持金融市場之穩定，同時確保寬鬆貨幣之效果得以延續。

(二) 扭曲資源配置

¹⁷ 參考黑田東彥(2017)。²⁰¹⁷年11月，時任 BoJ 總裁黑田東彥在演講中提到「逆轉利率理論」，引起廣泛關注。該理論指出，過度的利率下降可能會削弱金融機構之中介功能，導致貨幣寬鬆效果發生反轉。

長期以來，BoJ 致力於避免因操作工具或持有之資產，對相關資產市場之價格形成產生影響。惟在非傳統貨幣政策框架下進行之風險性資產購買，具有干預個體資源配置之特徵。此種做法被認為進一步跨入了「準財政活動」(quasi-fiscal activities)之領域，即涉及到類似於政府財政職能之操作，可能引發金融市場對中央銀行角色界線之質疑，並產生如何維持政策透明性與獨立性之爭議¹⁸。

(三) 若發生損失恐影響 BoJ 之正常運作

英格蘭銀行(BoE)之量化寬鬆計畫稱為「資產購買工具」(Asset Purchase Facility, APF)，主要用於購買私營企業持有之政府債券與數量有限之優質商業債券，其操作後若發生損失則完全由政府負擔¹⁹。BoJ 於 2010 年有別於公債購買操作之一般資金供給，而仿效 APF 導入類似準財政政策之「廣泛的貨幣寬鬆政策」，開始購買風險性資產(表 2)。惟若長期持續購買風險性資產而發生損失之情況下，恐影響 BoJ 貨幣政策之正常運作。因此，BoJ 宜負起向大眾說明之責任(accountability)，並事先請求政府共同承擔處理損失之風險。政府為防範金融市場對 BoJ 喪失信賴，則宜加強宣示與 BoJ 在財務上之合作關係，以確保貨幣政策之正常運作²⁰。

¹⁸ 準財政活動係指由中央銀行或其他公共機構執行具有財政影響，惟未直接反映在政府預算中之措施。這些措施通常以虧損或低於市場正常利潤率之方式進行，例如補貼貸款、外匯干預或購買特定資產(如政府債券)等。關鍵在於，準財政活動原則上可以由明確的財政措施取代，例如稅收、補貼或直接的政府支出。如此，這些措施將變得透明，並正式納入政府預算中。此舉可以改善財政透明度，並能更清楚地評估這些政策的整體經濟影響。惟政府與中央銀行可能選擇準財政措施，以更快速地實現政策目標，或者繞過預算程序中政治或程序性限制。

¹⁹ 當資金投入到經濟體系後，會增加人們對英國央行已購資產之需求，導致這些資產之價格上升、收益率下降。因此，出售債券之交易者會尋求將其所得收入投資到其他資產，以獲取最大回報，如此將產生貨幣乘數效應。

²⁰ 參考左三川、郁子、中野雅貴(2020)。

三、各界對購買各項風險性資產之效果與副作用之分析與評價

近年 BIS 警示未來的金融危機可能透過日益複雜的金融市場迅速傳染擴散，此時中央銀行將被要求成為「最後的市場造市商」（market maker of last resort），透過介入關鍵市場交易來防止金融市場功能失調。因此，中央銀行若僅依賴傳統貨幣政策之最終貸款者角色，恐已不足以防範危機擴散²¹。BoJ 在 QQE 框架下，除於金融危機之情況下，亦持續在非危機之狀態下大規模購買 ETF、REIT 及公司債等風險性資產，主要係著眼於降低風險溢價之效果，在全球央行則屬特例。

（一）購買超長期公債之效果與副作用

BoJ 在導入 QQE 之前，長期公債平均剩餘期限不到 3 年。執行 QQE 之後，購買長期公債之期別由 10 年期擴大至 20 年期、30 年期，甚至 40 年期，促使平均剩餘到期年限由 3 年延長至 7 年，2016 年之後更達到了 7~12 年左右。

1. 購買超長期公債之效果

（1）壓低長期利率

藉由購買超長期公債壓低長期利率，使借貸成本降低，有助於鼓勵企業投資與家庭支出，促進經濟成長。

（2）鞏固 YCC 政策

BoJ 在實施 YCC 時，會特別針對購買 10 年期公債設限，惟購買超長期債可進一步拉低整體利率曲線，使政策更具一致性。

²¹ 參考 BIS (2024)。BIS 認為，當發生大規模償付危機時，除中央銀行提供緊急流動性之外，仍需依賴政府政策之支持措施，因主權國家為金融體系之最終支持者。如全球金融危機及疫情危機期間，政府擴大擔保品範圍及其他措施之政策支持，對中央銀行延長融資期限並承擔信用風險至關重要，突顯中央銀行與政府部門密切合作之重要性，惟後續亦可能引發中央銀行與政府資產負債表相互關聯之敏感問題，使未來中央銀行朝貨幣政策正常化發展更為複雜。至於中央銀行藉由購買風險性資產之干預措施具有成本，主要係中央銀行直接或間接的增加資產負債表風險部位，以吸收民間部門無法或不願承擔的風險，而此類干預措施亦可能削弱市場紀律並助長不必要的冒險行為，產生道德投機行為（moral hazard）。

(3) 刺激投資與資產價格

當長期利率進一步走低時，投資人可能轉向股票、不動產或海外資產尋求更高報酬，推升資產價格，進而產生財富效果(wealth effect)。

(4) 降低政府償債成本

BoJ 持有大量超長期債券可穩定債券價格，協助政府維持低融資成本，對高負債之日本政府有利。

2. 購買超長期公債之副作用

(1) 公債市場功能受損

BoJ 長期成為主要買家，導致債市流動性下降、價格機能扭曲，投資人難以有效評估風險與價格。

(2) 金融機構壓力增加

長期利率過低壓縮銀行與保險公司之利差收益，特別是壽險公司與年金基金仰賴長期債券來對應長期負債。

(3) 政策退場之風險上升

BoJ 未來若需要升息或縮表，超長期債券價格容易發生劇烈波動，對市場與財政造成壓力，可能引發債券市場大幅震盪。

(4) BoJ 資產負債表風險上升

超長期債券持有部位在升息環境下價值下降，若 BoJ 需賣出這些資產，可能出現虧損。

(5) 削弱政府財政紀律

政府可能因 BoJ 支撐公債市場而減少財政改革動力，進一步積累債務，形成財政依賴貨幣政策之結構性風險。

(二) 購買 ETF 之效果與副作用

2008 年全球金融危機期間，Fed、ECB，以及 BoE 等歐美主要央行亦執行了購買民間風險性資產操作。歐美主要央行購買之風險性資產包括商業本票、公司債以及資產擔保證券（ABS）等，惟不包括如 ETF、REIT 等此類沒有到期日之資產。IMF 認為，中央銀行購買風險性資產之行動對恢復市場功能具有顯著的效果，惟操作之資產必須符合健全性、流動性及中立性等標準²²。BoJ 購買股票、ETF 等風險較高、難以靈活處置，且對民間資源分配干預程度較大的資產，被視為極其罕見之操作工具²³。

BoJ 購買 ETF 之背景，係日本經濟處於全球金融危機復甦途中，加上日圓大幅升值至史上高點 1 美元兌 85 美元導致股價跌破萬點大關，且持續徘徊於歷史低點。在面臨零利率制約之情況下，BoJ 試圖透過購買 ETF 降低股票之風險溢價，以支援企業資金籌措，並緩和通縮壓力（表 3）。惟 2013 年黑田東彥總裁實施 QQE 政策，購買 ETF 上限被大幅提高至每年 1 兆日圓，增幅超過 1 倍。之後，陸續提高，2020 年受 COVID-19 疫情影響購買上限擴大至每年 12 兆日圓（表 8）。

表 8 日本央行購買股票 ETF 之歷程

日期	購買內容
2002 年~2004 年	為穩定金融體系購買銀行持有之股票。
2007 年~2008 年	開始賣出自銀行購買之股票。
2009 年~2010 年	再度購買銀行持有之股票。
2010 年 12 月	實施「廣泛的貨幣寬鬆政策」，開始購買 ETF 每年 4,500 億日圓。
2013 年 4 年	實施 QQE，將購買 ETF 金額擴大至每年 1 兆日圓。
2014 年 10 年	擴大購買 ETF 金額至每年 3 兆日圓。

²² 參考 Viñals, Jose, Olivier Blanchard and Tamim Bayoumi (2013)。

²³ 參考白川方明 (2018)。中央銀行購買股票等資產之例子極為為少見，主要有以下幾個案例：（1）日本央行於 2000 年代前期，為避免金融機構處置其所持有股票對股市造成負面影響，從銀行等金融機構購買股票；（2）香港金融管理局在亞洲金融危機期間，為對抗投機客放空港元之行為，代理香港政府執行購買股票干預；（3）瑞士央行、南非央行等為外匯準備運用之多樣化而持有外國股票等。

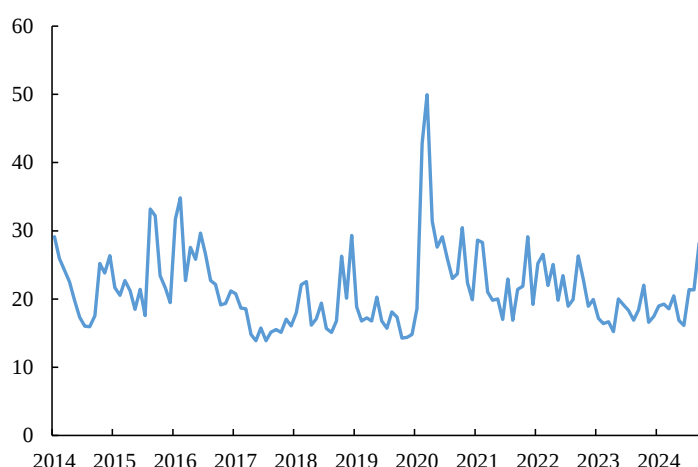
2015 年 12 月	擴大購買 ETF 金額至每年 3.3 兆日圓。
2016 年 4 月	開始處理過去自銀行購買之股票（預計每年賣出約 3,000 億日圓），預計 10 年內完成。
2016 年 7 月	強化寬鬆貨幣政策，擴大購買 ETF 金額至每年 6 兆日圓。
2020 年 3 月	因應 COVID-19，擴大購買 ETF 金額至每年上限 12 兆日圓。
2021 年 3 月	修正政策，購買 ETF 僅限於股市大幅下跌時期。
2024 年 3 月	決定終止購買 ETF。
2026 年 3 月	預定完成處理過去自銀行購買之股票。

資料來源：清水功哉 (2024)

1. 購買 ETF 之效果

BoJ 在 QQE 框架下，持續在非金融危機狀態下大規模購買 ETF，主要係著眼於降低風險溢價之效果。降低風險溢價之機制，大致可藉由提高資產價格，以及抑制價格波動來達成。多數研究認為，BoJ 購買 ETF 不足以對股價產生足夠的推升效應，因此提高資產價格之效果並不存在²⁴。惟在股價下跌時期，BoJ 購買 ETF 則發揮了抑制股價下跌之支撐效果²⁵。特別在股價大幅波動時期（圖 12），例如 2020 年 COVID-19 最嚴峻時期，BoJ 購買 ETF 之金額呈現大幅增加，超過 7 兆日圓（圖 13）。

圖 12 日經股價指數之波動度

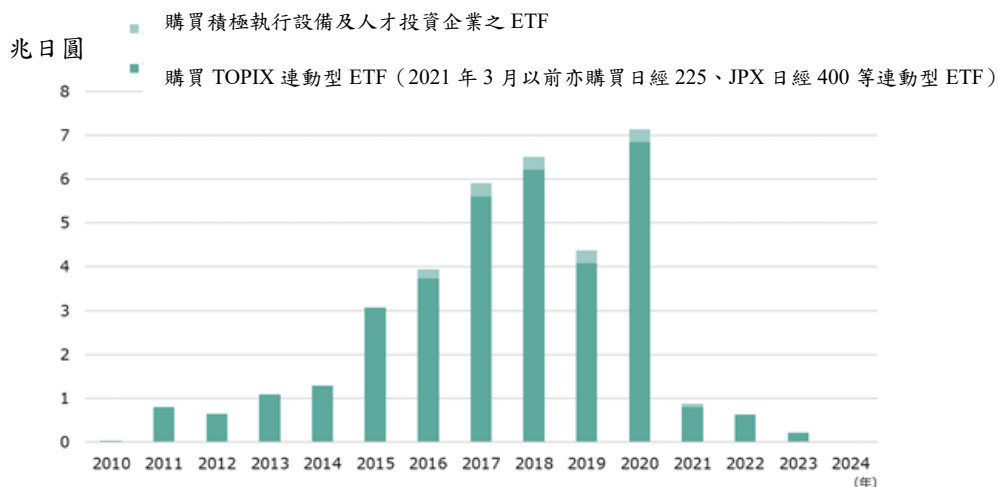


資料來源：日本經濟新聞資料庫

²⁴ 東京證券交易所每日之股票交易額接近 3 兆日圓，而 BoJ 每次操作之 ETF 購買額通常僅約 700 億日圓，多數研究指出這樣的規模不足以顯著推高股價。

²⁵ 參考小林毅 (2021)。

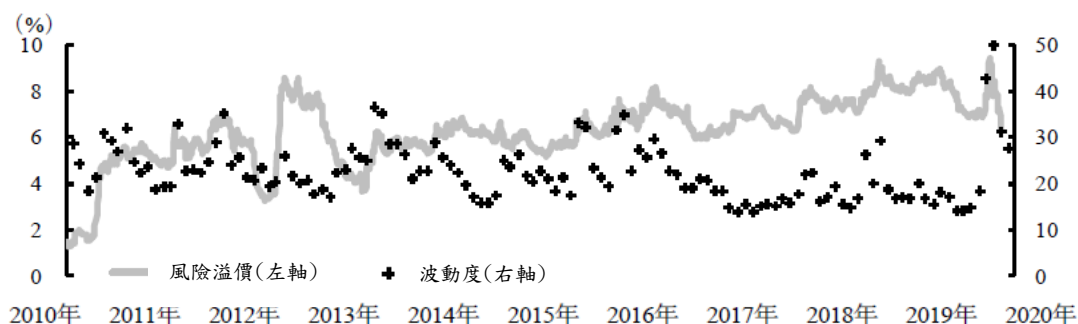
圖 13 BoJ 購買 ETF 金額之變化



資料來源：BoJ

衡量風險溢價之指標有多種可能性，BoJ 考量之風險溢價大致可從三個方面來說明：（1）股票收益率與公債收益率之比較；（2）股價淨值比（PBR）與本益比（PER），以及（3）資產價格之波動率等²⁶。若將股票收益率與公債收益率之差距定義為風險溢價，2012 年 12 月安倍內閣更迭前後之股市上漲中，風險溢價迅速縮小；惟自 2013 年 4 月實施 QQE 以來，風險溢價反而呈現擴大之趨勢，顯示購買 ETF 之效果並不明顯（圖 14）²⁷。

圖 14 風險溢價與日經股價指數波動度之變化



資料來源：轉引自大森健吾 (2020)

²⁶ 參考 BoJ 前副總裁兩宮正佳於國會之發言資料（第 198 回国会参議院財政金融委員会會議錄第 12 号 令和元年 5 月 30 日 pp.6~7）。

²⁷ 參考大森健吾 (2020)。風險溢價係根據日經平均股價計算出之股票收益率（即本益比（PER）之倒數），減去 10 年期公債殖利率來計算。

BoJ 以基於日經 225 期權價格推算出之股票風險溢價，以及個別股票之收益率利差作為衡量風險溢價之指標進行實證分析，結果顯示 BoJ 購買 ETF 壓低風險溢價之效果，在以下之情況較為顯著：（1）購買時的股價水準相對趨勢較低時；（2）股價水準相對趨勢較低之情況下，且股市波動性增加時；（3）購買前之股價跌幅越大時，以及（4）購買規模越大時²⁸。

2. 購買 ETF 之副作用

（1）對市場機制造成傷害

BoJ 購買與日經 225 指數或東證股價指數（TOPIX）等指數連動之 ETF，因指數構成之股票容易在不考慮企業業績之情況下吸引資金流入，可能削弱市場之價格發現功能。例如，市場參與者預期在價格下跌時 BoJ 會進行購買干預，這將導致市場難以出現下跌方向之買盤，從而可能削弱價格調整功能而阻礙市場正常運作。

股價指數之計算方式亦可能導致資源配置之扭曲。當 BoJ 大規模買入以日經 225 指數為標的 ETF 時，高股價的公司會被買得更多，造成這些股票的價格被「過度抬高」，出現「價格扭曲」現象。為降低此一副作用，2021 年 4 月起 BoJ 僅限於購買市值加權指數比重分配較平均之東證股價指數連動型 ETF（表 9）。由於 BoJ 短期內不會處置所持有之 ETF，特定股票變得難以在市場上流通，亦可能引發價格波動之極端化，進一步加劇市場失衡之風險。

²⁸ 參考安達孔、北村富行、平木一浩 (2021)。股權風險溢價 (ERP) 係指投資者作為承擔股價波動風險之對價，所要求之相對於無風險利率之預期超額收益率（即預期股價收益率減去無風險利率）。ERP 本身不可直接觀察，惟若能透過某種方法進行估算，則其估計值可作為風險溢價指標之一。收益率利差則被定義為股票收益率與無風險利率（長期公債利率）之間的差值，作為代表性的風險溢價指標之一，被廣泛運用。

表 9 日經 225 指數與東證股價指數之差異

指數	編製方式	權重依據	特性
日經 225 指數 (Nikkei 225)	價格加權 (Price-weighted)	股價高低決定比重	價格高的股票比重重大
東證股價指數 (TOPIX)	市值加權 (Market-cap weighted)	公司市值大小決定比重	大公司（市值大）比重重大

資料來源：作者整理

（2）影響企業治理之有效性

BoJ 係透過信託銀行持有 ETF，並未直接行使投資標的公司之股東議決權（圖 15）。從中長期來看，因 BoJ 並不是一個積極參與公司治理之股東，可能導致以下問題²⁹：

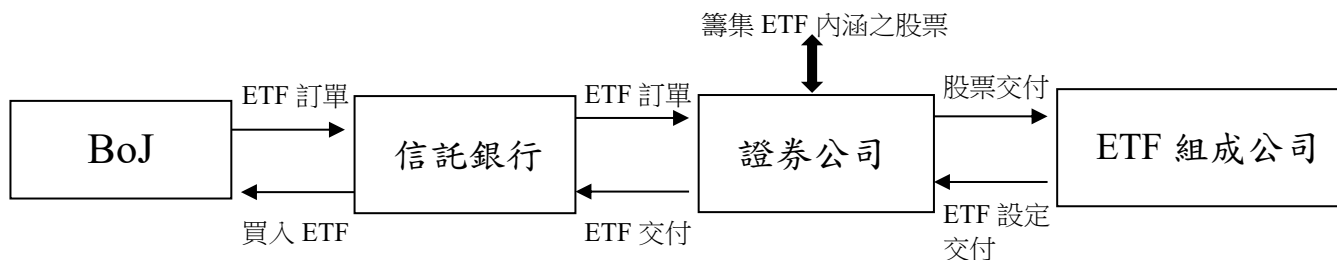
（a）股東監督弱化：大股東通常會對企業之決策施加影響，惟 BoJ 作為長期持股者，卻不參與具體的企業運營與決策，可能減弱對企業經營層之監督，降低公司治理之質量。

（b）企業績效與市場連動減弱：BoJ 購買 ETF 主要係基於市場指數，可能導致某些業績不佳之企業因被納入指數而持續獲得資金支持，進而降低企業改進經營之壓力，弱化了市場競爭機制。

（c）股東結構穩定化：BoJ 持續持有股票可能會使企業之股東結構穩定，減少股權變動之風險。惟可能導致公司治理之靈活性下降，無法快速適應市場變化。

²⁹ 參考日本銀行 (2024)。針對此一副作用，BoJ 表示持有之 ETF 中個別股票之股東擁有之表決權，已交由接受「受託責任原則」(stewardship code) 之投資信託受託公司適當行使。透過這種方式，與私人資金投資於投資信託等情況相似，BoJ 致力於維持對企業經營之規範。

圖 15 BoJ 持有之 ETF 係由信託銀行作為受託者進行管理



資料來源：作者整理

(3) 影響 BoJ 財務結構之健全性

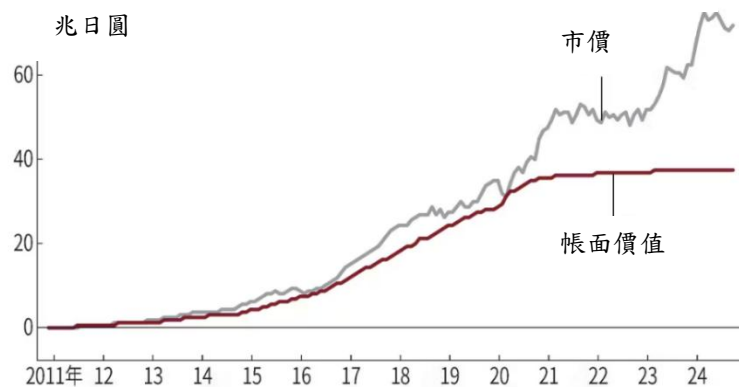
BoJ 持有 ETF 很容易因股票價格波動，對財務結構之健全性產生影響。例如，2020 年 2 月中旬日本股市暴跌時，BoJ 持有之 ETF 一度出現大規模未實現損失。BoJ 若發生損失，最終將透過國庫繳納金之減少由全民承擔；若損失規模過大，則導致 BoJ 陷入資不抵債之情況，可能使得適當的貨幣政策難以執行，對物價穩定造成不利影響³⁰。

2023 年下半年起，在 COVID-19 疫情緩和，以及政府推動公司治理改革與個人小額投資免稅制度（NISA）之影響下，日經股價指數不但突破 1989 年創下之高點 38,957 點，並站上 4 萬點之里程碑。影響所及，截至 2024 年 9 月底，BoJ 持有 ETF 帳面價值約 37 兆日圓，市值高達約 70 兆日圓（圖 16），約占東證主板市場總市值高達 7%。配息收入每年亦超過 1 兆日圓，近年幾乎與公債利息收入達到同一水準（圖 17）。因此，配息收入在一定程度緩解了 BoJ 伴隨升息而來之財務壓力。而且，若考慮到 BoJ 購買之公債存在約 13 兆 6,000 億日圓之史上最大未實現損失，財務報表中股票收益之存在就顯得格外重要³¹。

³⁰ 參考左三川郁子、中野雅貴 (2020)。

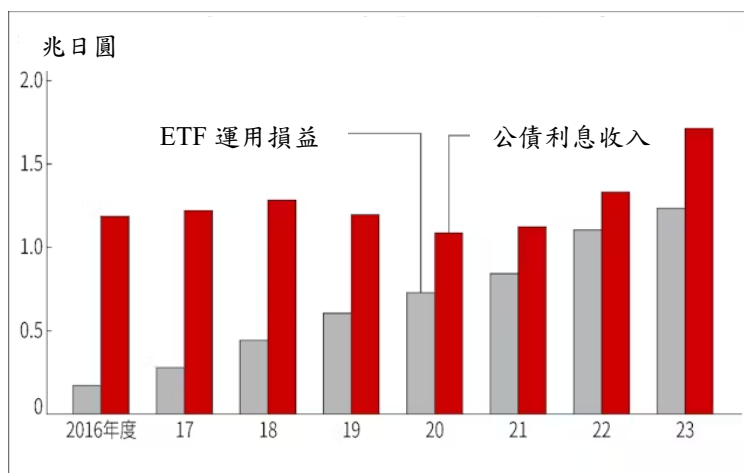
³¹ 參考清水功哉 (2024b)。

圖 16 BoJ 持有 ETF 之帳面價值與市值



資料來源：轉引自清水功哉 (2024)

圖 17 BoJ 持有 ETF 之運用損益與公債利息收入



資料來源：轉引自清水功哉 (2024)

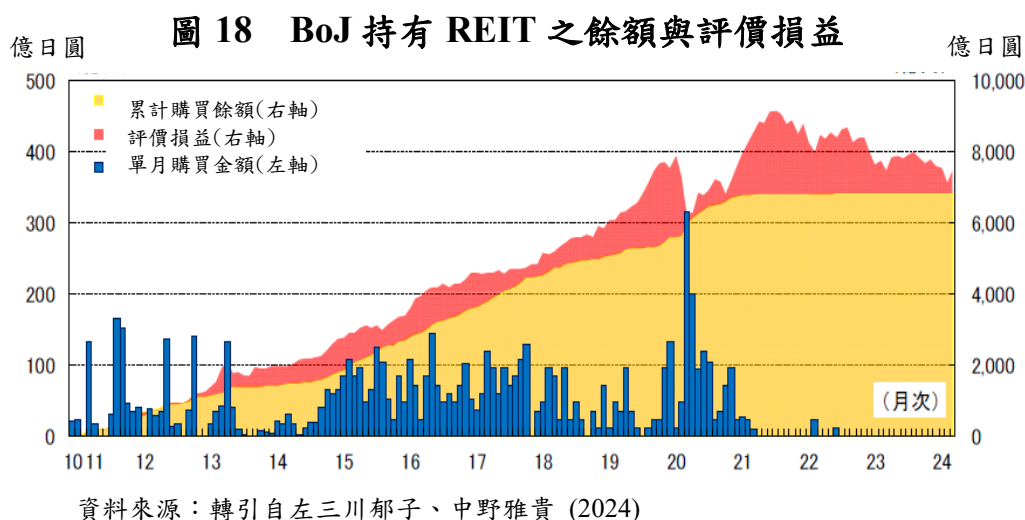
BoJ 藉由購買 ETF 之配息收益來支撐財務結構，在主要央行中係極為罕見之情況。目前，BoJ 持有 ETF 市值之最新市值統計尚未公布，惟伴隨日股大幅回跌至 36,000 點左右勢必受到很大的影響。未來 BoJ 要完全處分 ETF 需要相當長的時間，以目前持有餘額之市值為前提，若每年處分約 3,000 億日圓（表 8），將需超過 200 年；即使增加至每年 6,000 億日圓，仍需超過 100 年才能完成³²。

³² 參考清水功哉 (2024a)。

(三) 購買 REIT 之效果與副作用

1. 購買 REIT 之效果

BoJ 購買之風險性資產中，屬不動產業特定的資產類型 REIT（不動產投資信託）市場規模相對較小，且商品性質具有較強的個別性。因此，BoJ 制訂了包括信用評等、年度交易天數、年度交易金額等多項條件。例如，信用評等應高於 AA 等級以上，在金融商品交易所之成交天數須達到每年 200 天以上，且年度內之累計成交金額須達到 200 億日圓以上，以及對單一標的之持有量不得超過其已發行投資單位總數之 5%，藉以迴避介入對該投資信託之營運，且需按照各標的之市值比例進行購買等³³。BoJ 在 QQE 框架下，每年購買最高金額由 300 億日圓大幅擴大至 900 億日圓（圖 18），對單一標的之持有量不得超過其已發行投資單位總數之 5% 亦調高至 10%。



左三川郁子、久保田昌幸、阿部真子(2024a)之實證研究結果顯示，BoJ 購買 REIT 與風險溢價之間存在負相關³⁴，惟僅在大規模購買時風險溢價縮小效果較為明顯；對辦公室租金之影響，若每月購買額增

³³ 根據 BoJ 於 2010 年 11 月 5 日公布之「資產購買等基金營運之指數型上場投資信託受益權等購買基本要領」。

³⁴ REIT 之風險溢價係指 REIT 之平均分配金受益率減去 10 年公債殖利率。

加 100 億日圓，辦公室每坪租金同比上升 2.8%，特別是都市地區辦公室租金明顯上漲；就金融機構對不動產業之放款比率而言，每年購買額增加 100 億日圓，地區銀行對不動產業之放款比率上升 8.3 個百分點。據此推斷，BoJ 購買 REIT 對實質經濟產生一定程度的影響，惟其影響範圍似乎侷限於首都圈之市中心精華地區。

2. 購買 REIT 之副作用

REIT 涵蓋辦公室、物流設施及住宅等多種不動產，因此透過購買 REIT，BoJ 間接擁有大量不動產。根據不動產證券化協會統計，截至 2024 年 4 月底，按取得價格計算，REIT 所持有之不動產中，東京 23 區占比達 45.3%。據此推測，BoJ 間接持有之不動產可能高度集中於東京 23 區。儘管 BoJ 在購買 REIT 時，不僅考量市場規模與流動性，亦顧及個別性，可謂審慎推動。惟由於 REIT 所擁有之不動產集中於市中心，加上高評等之 REIT 更集中於市中心五區之高價物件。因此，BoJ 儘管是間接持有，惟實際上已擁有大量特定地區之不動產。

目前，不動產市場部分地區已出現估值偏高之情況，尤其是東京市中心商業地區，高額交易增加。若都市圈商業用不動產市場發生局部性衝擊，不僅在低利率環境下擴大不動產相關曝險（如貸款及有價證券投資等）之民間金融機構會受到影響，BoJ 之財務狀況亦可能受到波及。

（四）購買公司債之效果與副作用

1. 購買公司債之效果

BoJ 於 2024 年 3 月宣布結束大規模貨幣寬鬆政策，同時決定逐步減少購買公司債，並計劃於 1 年內停止。2010 年至 2024 年期間，BoJ 購買公司債總計達 23 兆日圓。BoJ 購買公司債操作承擔民間部門

個別企業之信用風險，導致有較高的可能性因損失而轉嫁予納稅人，同時對個別企業之資源分配干預亦大。據此，BoJ 特別注意避免以下之情形發生：（1）避免成為對個別企業之資金分配；（2）僅在必要期間內以適當規模執行，以及（3）確保財務健全性之前提下進行等。

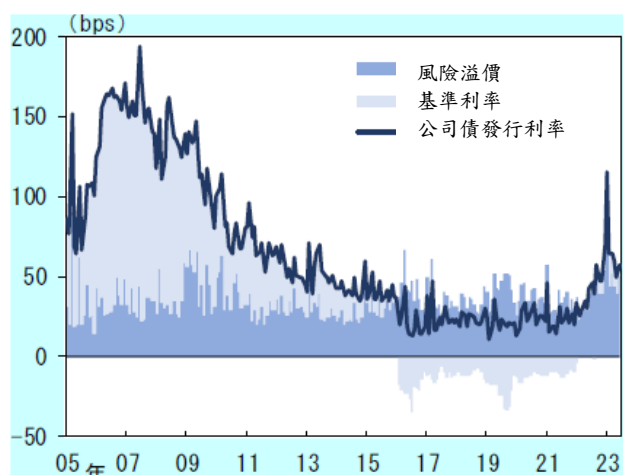
（一）促進風險溢價縮小之效果

BoJ 購買公司債操作透過減少市場上公司債之供給量，可以產生以下幾種效果：

（1）壓低替代性公司債殖利率之效果：減少市場上購買標的債券之供給量，進而壓低與這些公司債具有高替代性之其他公司債殖利率。

（2）提高投資人公司債投資與風險承擔之能力：透過改善市場流動性，增強投資者之投資能力與風險承受能力以縮小風險溢價，進而壓低整體公司債市場之利率水準（圖 19）。

圖 19 公司債發行利率之變化



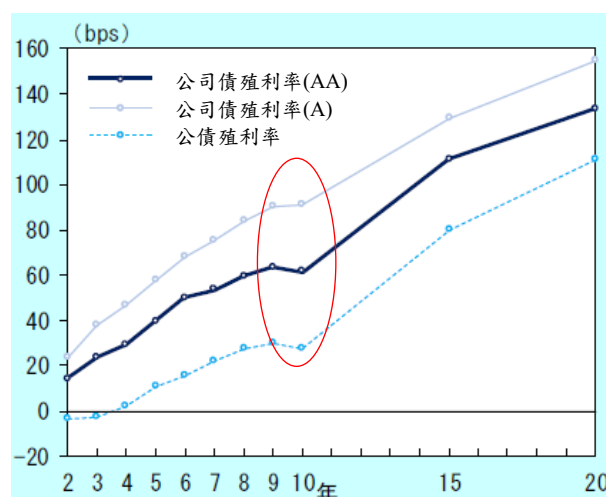
資料來源：轉引自落香織、長田充弘 (2023)

上述效果顯示，BoJ 購買公司債操作不僅直接影響購買標的的債券，亦透過間接渠道影響整體公司債市場之利率結構³⁵。惟 BoJ 之 YCC 框

³⁵ 參考落香織、長田充弘 (2023)。COVID-19 疫情爆發後，美國 Fed 與歐洲央行亦實施了類似的政策。美國 Fed 推出一級企業信貸融資工具 (PMCCF) 及二級企業信貸融資工具 (SMCCF) 購買投資等級公司債及債券 ETF；歐洲央行作為貨幣寬鬆措施的一部分，實施了「企業部門

架則對債券市場之健全發展造成不利影響，特別是 10 年期公債殖利率被刻 BoJ 意壓低（圖 20），造成其喪失作為公司債市場利率基準之功能。市場參與者指出，在此情況下，投資者與發行者之間難以就發行利率之觀點達成一致，進而導致發債環境一度惡化³⁶。

圖 20 公司債之期限別殖利率之變化



資料來源：轉引自落香織、長田充弘 (2023)

2. 購買公司債之副作用

BoJ 購買公司債操作之原型誕生於 2009 年，當時正值全球金融危機餘波之影響，企業正常的資金籌措與配置受阻。在 COVID-19 疫情導致金融市場功能失調之情況下，BoJ 再度大幅擴大公司債購買規模，以支持企業之資金籌措。惟部分投資人利用 BoJ 購買公司債操作，於購買新發行公司債之後迅速將其出售予 BoJ，從而在不承擔風險之情況下獲取價差收益；企業亦基於此種交易預期，在發行公司債時壓低發行利率，對個別企業之信用利差產生影響³⁷。左三川郁子、久保田昌幸、阿部真子(2024b)，針對 BoJ 對特定企業公司債之持有比

購債計劃（CSPP: Corporate Sector Purchase Program）」，以促進企業部門之融資環境。這些政策之實施對目標債券之交易利差有顯著的壓低效果，具有支持市場流動性與穩定之作用。

³⁶ 參考大橋俊安 (2024)。

³⁷ 參考日本經濟新聞 (2024)。

率，與該企業之財務數據結合進行實證分析，顯示 BoJ 購買公司債對促進該企業之設備投資並不如預期顯著。

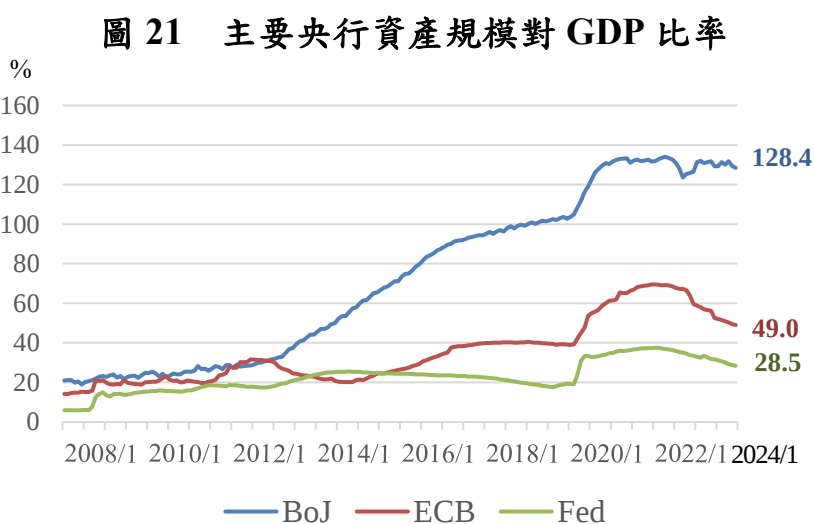
伍、非傳統貨幣政策退場所面臨之嚴峻挑戰

2024 年 3 月 19 日 BoJ 在判斷薪資與物價之良性循環已強化，達成 2%通膨目標已見跡象，除解除負利率政策外，亦廢除用來抑制長期利率（10 年債殖利率）揚升之 YCC 政策，且停止購買 ETF、REIT 等風險性資產；並將貨幣政策架構重回以引導市場無擔保隔夜拆款利率維持於政策利率區間 0%~0.1%左右，係 17 年來首次升息，跨出貨幣政策正常化之第一步。惟 BoJ 之資產規模龐大且種類繁多，在縮減資產負債表規模的過程中將面臨嚴峻挑戰。

一、BoJ 縮減資產負債表過程將面臨挑戰

（一）BoJ 資產規模對 GDP 比率高達 128.4%

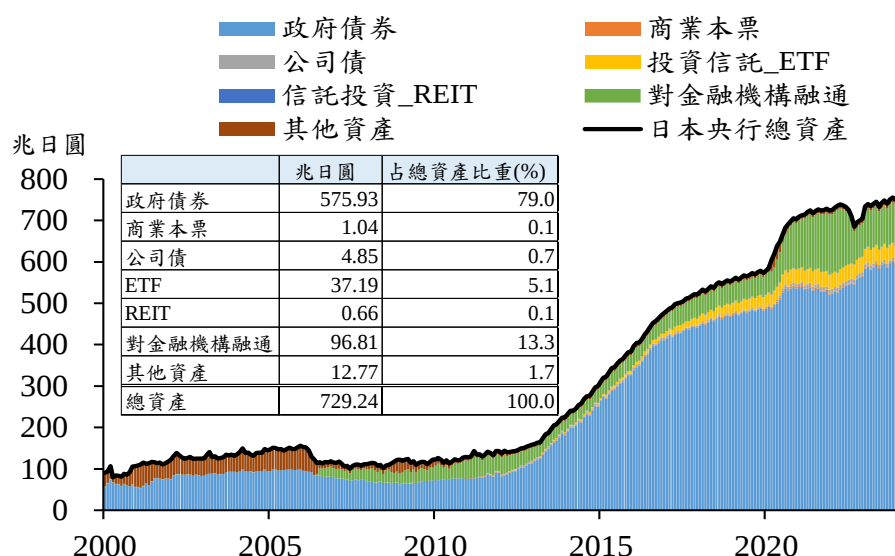
BoJ 資產規模對 GDP 比率高達 128.4%，遠高於 Fed 之 28.5%、ECB 之 49%（圖 21）；在如此龐大的資產規模下，如何有序推動非傳統貨幣政策順利退場，將是一大挑戰。



資料來源：Bloomberg

BoJ 持有資產種類繁多且部位龐大，如公債、ETF、公司債及 REIT 等（圖 22），累計購買量前兩大資產為公債及 ETF，持有部位占其總流通在外比率分別為 53.9%及 43.0%，將增添未來縮減資產負債表規模之難度。因此，建立一個透明且具公信力之機制，並強化與市場對話溝通，避免對債市及股市造成巨大衝擊相當重要。

圖 22 BoJ 之資產組成



註：1. 資料係根據 BoJ 公布之 2025 年 3 月底之「營業每旬報告」。

2. BoJ 持有之 ETF 包括東證股價指數（TOPIX）ETF 及日經平均股價（日經 225）ETF 等。

3. BoJ 持有之外幣資產（包括外幣存款及外國債券等）僅占全體資產之 1.3%，本圖將之納入其他資產。

資料來源：Bloomberg

（二）BoJ 對實施「公債購買減額計畫」仍相當審慎且保留很大彈性

BoJ 認為未來之長期利率原則上將由市場機制形成，因此 2024 年 8 月起實施之「公債購買減額計畫」，將以可預測性之方式循序漸進適當減少購買公債（圖 23），且於必要時於貨幣政策會議進行評估，確保有足夠靈活度以支持公債市場之穩定發展。預估 BoJ 持有之公債餘額將由 2024 年 7 月底之約 600 兆日圓，至 2026 年 3 月底約減少 7%~8% 至約 550 兆日圓（圖 24）。惟若長期利率出現急遽上升之情

況，BoJ 仍將機動增加公債購買額度，或實施指定利率之無限量購債操作、適用全體合格擔保品之資金供給操作，以迅速壓制長期利率。

圖 23 BoJ 擬訂至 2026 年 3 月底之公債減購計畫

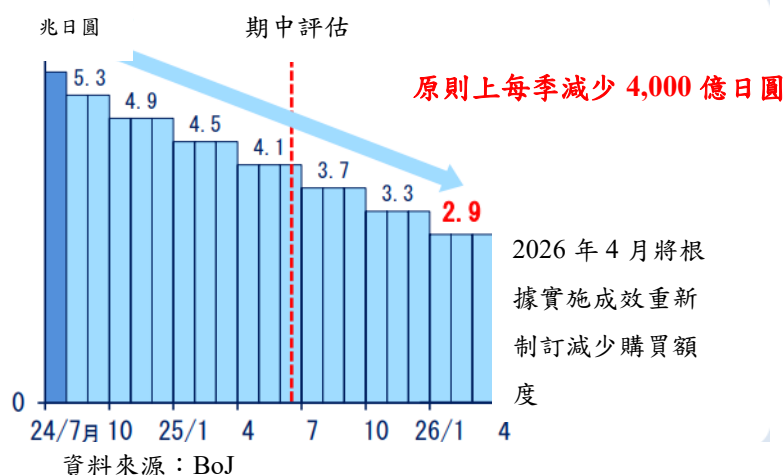
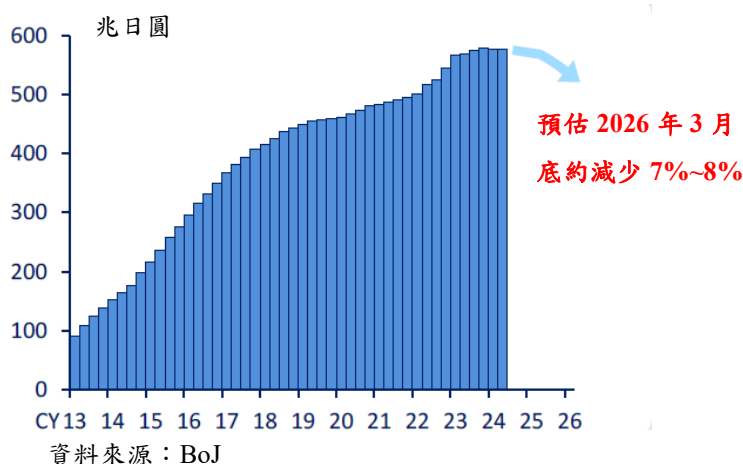


圖 24 BoJ 預估至 2026 年 3 月底之公債餘額



(三) BoJ 似宜事先建立一套機制，將高風險之資產從資產負債表中隔離出來

在現行日本央行法之規範下，BoJ 在財務大臣及金融廳長官之認可下購買風險性資產。惟當發生損失之情況下，BoJ 仍需自行負責處理。由於中央銀行之財務虧損處理問題，牽涉到與政府間有關鑄幣稅（seigniorage）分配的問題，以及貨幣政策與財政政策之協調，因此

與中央銀行之獨立性問題息息相關。因此，有必要事先建立一套機制，以防範 BoJ 在執行大規模貨幣寬鬆政策退場時可能產生之損失³⁸。若 BoJ 財務狀況惡化將無法執行適當的貨幣政策，恐導致國際金融市場喪失對日圓之信賴。據此，BoJ 似宜以某種形式將高風險全之資產從資產負債表中隔離出來，以確保 BoJ 能減低提高政策利率之阻力，順利執行貨幣政策正常化之過程³⁹。

二、對金融市場之衝擊

（一）長期利率上升衝擊地區性金融機構之穩健營運

當非傳統貨幣政策退場出時，長期利率上升將導致公債價格下跌，進而使公債持有人發生未實現損失。尤其是地區性金融機構缺乏有前景之投資標的，更加依賴持有長期公債而導致經營陷入困境。為避免衝擊金融體系穩定，BoJ 藉由適當的前瞻性指引提供關於退場時機之預期，並向金融市場傳遞明確的經濟與物價展望至關重要。惟 BoJ 與市場間之溝通，並未完全順暢。有觀點指出，BoJ 導入 YCC 之後，將操作目標由貨幣基數轉為利率，已可視為「隱形的量化緊縮」，惟 BoJ 當時並未明確提出相關的退場策略，一度引發市場參與者認知混亂，造成金融市場劇烈震盪。

（二）ETF 退場恐導致股市劇烈波動

截至 2024 年 9 月底，BoJ 持有 ETF 之總市值已達 70 兆日圓，超過年金管理運用獨立行政法人（GPIF），並間接成為日本股市之最大股東。BoJ 持有 ETF 與 REIT 等此類沒有到期日之資產，因無法依賴

³⁸ 參考中村文香 (2024)。

³⁹ 參考左三川郁子、中野雅貴 (2020)。例如，美國 Fed 透過短期資產擔保證券貸款機制 (Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)、初級市場公司融通機制 (Primary Market Corporate Credit Facility, PMCCF) 及次級市場公司債信貸融資 (Secondary Market Corporate Credit Facility, SMCCF) 等購買風險資產，財政部均事先分別出資 100 億美元。而且，若發生損失亦由財政部協助處理。據此，美國 Fed 在大規模寬鬆貨幣政策退場時，若發生虧損，將獲得政府財政之保障。

到期償還來自自然減少，因此必須在某個時點進行持有餘額之處理。為避免對市場造成巨大衝擊，可考慮利用企業買回庫藏股，或場外交易等方式來進行處理，惟 BoJ 持有餘額相當龐大恐非易事。目前 BoJ 聲稱尚未對 ETF 之退場機制進行細部規劃，惟配合貨幣政策轉向趨緊，ETF 退場之方式已受到各界矚目（表 10）。

表 10 BoJ 持有 ETF 之可能退場方式

1. 銷售給有意願的特定國民與機構投資人	參考香港於亞洲金融危機時期購買股票救市後出售之經驗，設立一個第三方機構，以中立的立場進行股票之管理與資訊公開。之後，將 ETF 以優惠價格出售給有意購買之國民與機構投資人，並鼓勵其長期持有。
2. 政府買回並用於社福財源	由政府買回 BoJ 持有之 ETF，並將其納入一個特別會計帳中進行管理，與一般會計帳分開。之後，將 ETF 分配之收益運用於支援育兒等社會福利財源。惟政府買回 ETF 於國會之提案曾面臨挑戰，主因為如何確保足夠的預算來進行大規模的買回行動。
3. 於市場出售	利用現在 ETF 擁有巨額未實現收益之情況下出售，收益則歸還國庫，進而返還國民。惟大量售出可能導致股價大跌，進而造成市場混亂的風險。

資料來源：作者整理自 NHK 報導

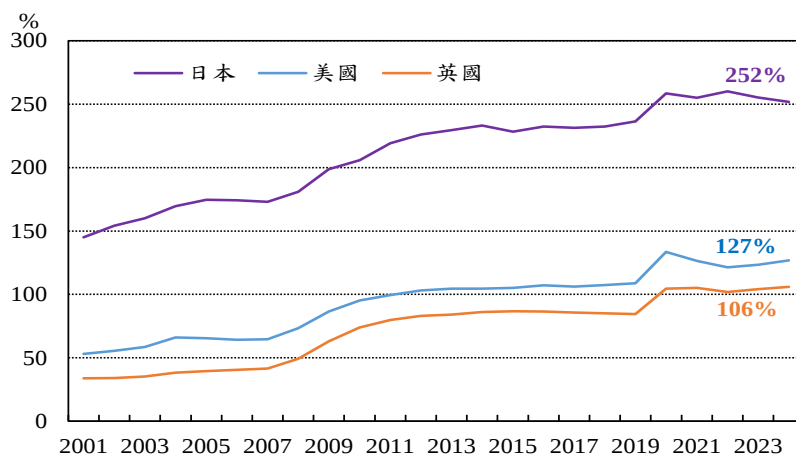
三、對政府財政之衝擊

各級政府債務餘額相對 GDP 比率為衡量財政健全度的指標之一。根據 IMF 資料，2024 年日本該比率已升至 252%（圖 25），遠高於美國之 127% 及英國之 106%。近 10 年來，日本各級政府債務餘額約增加 280 兆日圓，惟長期利率並未明顯上升，原因之一係 BoJ 透過增持公債進行吸收。東短研究社長加藤出認為，BoJ 之貨幣政策實際上已被政府納入作為填補債務缺口之工具⁴⁰。背負鉅額債務之日本財政面對利率上升顯得相當脆弱，根據日本財務省之估算，未來伴隨 BoJ

⁴⁰ 參考加藤出、徐奇淵 (2022)。

之大規模貨幣寬鬆政策退場，若利率上升 1 個百點，2025 年之本息償還負擔將較預期大幅增加約 3.7 兆日圓。

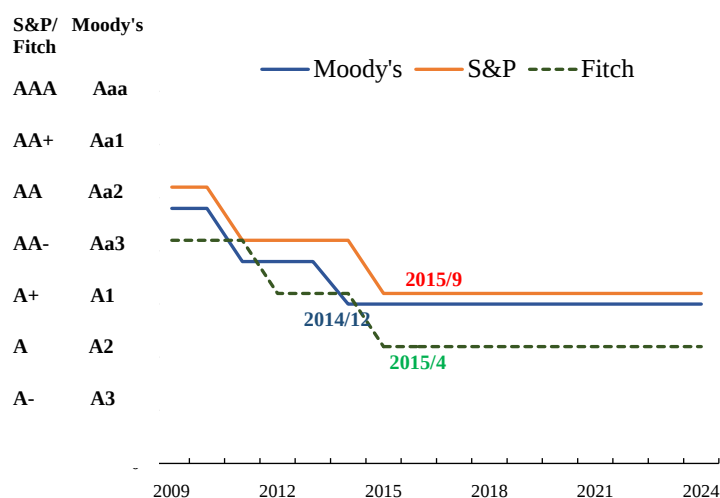
圖 25 日本各級政府債務餘額相對 GDP 比率



資料來源：IMF

未來伴隨 BoJ 貨幣政策之正常化過程，若長期利率急遽攀升，政府之利息負擔增加勢必導致財政狀況更加惡化，帶動長期利率進一步上升之惡性循環。若引發市場對債務可持續性之擔憂，屆時2015年以來維持不變之日本國家主權信用評等恐再度面臨被調降之危機（圖 26），金融機構及企業之海外籌資成本將大幅增加而不利經濟復甦。

圖 26 日本國家主權信用評等



資料來源：Bloomberg

陸、結語與啟示

一、結語

在高齡化現象加速進展及人口持續減少之經濟結構下，未來 BoJ 再次面對零利率制約困境之可能性仍相當高。因此，BoJ 對 25 年來執行非傳統貨幣政策遭遇之各項問題進行深入分析與評價具有很大意義。在總檢討報告中，非傳統貨幣政策被 BoJ 評價為在一定程度上推升了經濟與物價，對日本經濟脫離通縮狀態作出了貢獻。另一方面，對於副作用，則提及導致公債市場功能下降，以及對利率形成之不利影響等。於結論則明確指出，非傳統貨幣政策並不能完全替代以短期利率為操作目標之傳統貨幣政策工具。因此，未來如需採用非傳統貨幣政策，宜根據當時之經濟、物價及金融形勢，充分權衡效益與成本進行審慎決策。專家學者則質疑，BoJ 雖已提出比較衡量政策效果與副作用之重要性，惟對於在未來執行貨幣政策正常化過程中，將減少目前持有超過整體發行餘額五成之公債所需成本，或繼續持有已停止購買之 ETF 與 REIT 等風險性資產之成本，則尚未分析與檢討。

再者，在非傳統貨幣政策框架下，BoJ 大規模購買風險性資產，具有干預個體資源配置之特徵。此種做法被認為跨入了「準財政活動」之領域，即涉及到類似於政府財政職能之操作，可能引發金融市場對中央銀行角色界線之質疑，並產生如何維持政策透明性與獨立性之爭議。傳統貨幣政策的基本原則之一是建構財政政策與貨幣政策之間的「防火牆」，使其相互分離。未來若 BoJ 仍需執行非傳統貨幣政策，此一原則應如何適用與重新思考值得深思。

二、BoJ 採行非傳統貨幣融政策帶來之啟示

根據本研究分析 BoJ 執行非傳統貨幣政策之檢討及退場面臨之挑戰，擬提出以下三點啟示供參：

（一）BoJ 實施非傳統貨幣政策提供因應超高齡化社會挑戰之重要經驗，惟亦突顯出政策限制及加速經濟結構改革之迫切性

由 BoJ 執行非傳統貨幣政策因應高齡化現象惡化導致國內需求不足之經驗，再次印證了決定 10 年或 20 年之長期性成長軌道，並不是貨幣及物價等名目變數，而是生產力、創新及工作年齡人口等實質變數。不論傳統或非傳統貨幣政策，對於影響潛在成長軌道周邊之變動，可利用調整支出面達到調平（leveling）之效果，而無法對成長軌道本身造成影響。而且，非傳統貨幣政策並不能完全替代以短期利率為操作目標之傳統貨幣政策工具，並伴隨嚴重的副作用，以及不易退場之困境。

在肇因於高齡化現象加速惡化而來之經濟低成長長期持續之情況下，必須針對導致經濟低成長之實質面因素正面處理才能奏效。例如，對現有的勞動市場與退休年金制度、社會保障與醫療體系、產業結構，以及公共財政等進行全盤性檢討與改革。

（二）BoJ 將 2%通膨目標定位為僅依靠貨幣政策達成之常規物價目標，導致貨幣政策過度僵化之嚴重副作用，通膨目標宜具彈性

BoJ 於 2013 年 1 月導入 2%通膨目標，形式上是獨立判斷後制定，惟實際上是在當時安倍政府強烈壓力下被迫採納之政策。之後，安倍政府再透過與 BoJ 之聯合聲明，對 BoJ 實現該目標之行動進行引導與約束。BoJ 在決定導入 2%通膨目標曾特別強調，預期物價上升率受到經濟競爭力與成長力顯著之影響；若未來政府、企業等各方之

努力能夠有效推動競爭力與成長力進一步提升，BoJ 設定之通膨目標水準亦將隨之提高；若出現這種情況，BoJ 將儘可能早日實現 2%通膨目標⁴¹。換言之，2%之通膨目標相對日本經濟實力顯得相當高，惟若政府與企業之努力見效，在未來某個時點 2%通膨目標將變得合理。基於此一假設，BoJ 才決定導入 2%通膨目標，惟截至目前 2%之通膨目標所對應之經濟成長力提升並未實現。

黑田東彥總裁於 2013 年 4 月上任後，2%通膨目標被重新定位為僅依靠貨幣政策達成之常規物價目標。由於黑田東彥總裁對於難以實現之 2%通膨目標過於執著，導致貨幣政策陷入過度僵化的狀態，以致被迫持續大規模擴大非傳統貨幣政策⁴²。2022 年起非傳統貨幣政策之負面影響紛紛浮出檯面，例如債券市場功能低落，以及日圓大幅貶值等問題。2022 年以來日本之通膨率雖連續 3 年超過 2%，主要仍是來自原物料價格上漲，以及日圓大幅貶值推升進口商品價格大幅上升之成本推動型通膨，反而導致民間消費信心更加萎靡不振。

目前主要先進經濟體央行大抵以 2%通膨率為中期目標，且多具備一定程度之彈性。例如，Fed 是一段期間內平均 2%，ECB 是 2%之對稱區間，紐西蘭央行為 1%~3%並聚焦於 2%的中點等等。

（三）BoJ 長期大規模寬鬆貨幣政策反而導致企業生產力下降

日本經濟研究中心針對「長期大規模寬鬆貨幣對企業生產力之影響是否為正面」之提問，有超過半數受訪學者持否定態度。其中回答「完全不認為」之比例為 6%，回答「不認為」之比例為 45%，無法判斷之比例為 45%，回答「同意」僅 9%⁴³。

⁴¹ 參考白川方明 (2018)。

⁴² 參考木內登英 (2022)。

⁴³ 參考日本經濟研究センター (2025)。

一般認為，低利率透過降低企業投資成本，對提升生產力具有正面作用。惟持反對看法之學者則指出，BoJ 長期執行大規模寬鬆貨幣之超低利率政策，可能在一定程度上導致低生產力企業得以存續，進而降低整體經濟之生產力。例如，只有在實質利率為負之情況下才能獲利之投資活動增加；促使股票等資產價格上升之情況下，將導致無法於股市籌資之新創企業之籌資活動更加困難等。觀察日本之總要素生產力（TFP）之走向，有隨著 BoJ 強化貨幣寬鬆而下降之傾向。此外，購買 ETF、REIT 及公司債等風險性資產，則為直接干預資源分配之政策，從長遠來看將不利產業之健全發展。

参 考 文 献

BIS (2024), “Annual Economic Report,” June.

Krugman, Paul (1998), “JAPAN'S TRAP,” May.

Viñals, Jose, Olivier Blanchard and Tamim Bayoumi (2013),
“Unconventional Monetary Policies: Recent Experience and
Prospects,” International Monetary Fund, April 18.

内田真一 (2025), 「最近の金融経済情勢と金融政策運営—静岡県金融経済懇談会における挨拶—」, 日本銀行, 3月5日。

大森健吾 (2020), 「日本銀行によるリスク性資産の買入れ—効果・副作用・出口の議論—」, 調査と情報—ISSUE BRIEF— No. 1108, 国立国会図書館 調査及び立法考査局, 7月30日。

大橋俊安 (2024), 「社債市場から見た日銀植田総裁 1 年の評価」, 金融・証券市場・資金調達, 大和総研, 4月10日。

落香織、長田充弘 (2023), 「わが国における社債発行スプレッドの動向」, 日銀レビュー 2023-J-11, 日本銀行企画局, 9月。

加藤出、徐奇淵 (2022), 「日銀の政策運営と中国の経済対策」, NRI 野村総合研究所, 7月。

木内登英 (2022), 「日銀金融政策の展望③：政府日銀共同声明の改定・物価目標の見直しはあるか」, *Global Economy & Policy Insight*, NRI 野村総合研究所, 12月19日。

木内登英 (2024), 「日本銀行は追加利上げを来年1月に先送り：多角的レビューは非伝統的金融政策の効果と副作用の両論併記」, *Global Economy & Policy Insight*, NRI 野村総合研究所, 12月19日。

日。

黒田東彦 (2017), 「量的・質的金融緩和」と経済理論, スイス・チューリッヒ大学における講演の邦訳, 日本銀行, 11 月 13 日。

小林毅 (2021), 「日本銀行による ETF および J-REIT の買い入れが価格形成に及ぼす影響」, 信託研究奨励金論集第 42 号, 11 月。

小林慶一郎 (2024), 「日銀の非伝統的金融政策で期待は操作できたか」, 経済教室, 日本経済新聞, 2 月 14 日。

左三川郁子、中野雅貴 (2020), 「日銀のリスク性資産買い入れ、危機対策としての安定性を確保せよ~19 年度は保有 ETF に評価損が発生」, 日本経済研究センター, 4 月 2 日。

左三川郁子、中野雅貴 (2024a), 「日銀の J-REIT、間接所有する物件の 52%が東京 23 区に集中」, 金融政策ウォッチ, 日本経済研究センター, 5 月 17 日。

左三川郁子、久保田昌幸、阿部真子 (2024b), 「大規模金融緩和の効果検証「J-REIT 買い入れ」「社債と設備投資」「国債買い入れ余力」「日銀当座預金の最適水準」」, 金融研究, 日本経済研究センター, 11 月 5 日。

白川方明 (2018), 「中央銀行—セントラルバンカーの経験した 39 年—」, 東洋経済新報社。

清水功哉 (2024a), 「日銀の ETF 売却 2026 年 4 月に小規模開始が現実的か」, 金融 PLUS, 日本経済新聞, 11 月 24 日。

清水功哉 (2024b), 「株で稼ぐ日銀の異様さ 分配金 1 兆円超、売却益 2400 億円」, マネー底流潮流, 日本経済新聞, 12 月 4 日。

須田美矢子 (2015), 「量的・質的金融緩和の先行きと出口戦略につ

いて—量的緩和時代の経験を参考に—」, 資本市場月刊 No.359, 7 月。

中村文香 (2024), 「主要中央銀行のバランスシート政策から得られる日本銀行への示唆」, 大和総研, 7 月。

日本銀行 (2024), 「金融政策の多角的レビュー」, 12 月。

日本銀行企画局 (2024), 「日本銀行の財務と先行きの試算」, 日銀レビュー 2024-J-15, 12 月。

日本経済新聞 (2024), 「社債市場、日銀頼み「今は昔」」, *Up & Down*, 3 月 22 日。

日本経済研究センター (2025), 「異次元緩和、経済への評価は未だ定まらず—6 割超が財政規律を緩めたと回答—」, 日経エコノミクスパネル, 1 月 16 日。

松本朗 (2017), 「日本銀行の非伝統的金融政策の変遷と経済理論」, 『立命館経済学』 第 65 巻第 6 号, 立命館大学, 3 月。

安達孔、北村富行、平木一浩 (2021), 「日本銀行の ETF 買入れが株式市場のリスク・プレミアムに及ぼす影響」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.21-J-6, 日本銀行, 4 月。