

出國報告（出國類別：研習）

日本大和證券 2017 年研討會
(Daiwa Capital Markets Conference)

服務機關：臺銀人壽保險股份有限公司

姓名職稱：賴高級辦事員瀚仁、
張高級辦事員慕義

派赴國家：日本

出國期間：2017 年 11 月 8 日至 11 日

報告日期：2018 年 1 月 11 日

摘要：

日本大和證券自西元 2000 年以來，持續每年在東京舉辦 Daiwa Capital Markets Conference 研討會。2017 年 11 月 9 日及 10 日本屆研討會主題聚焦方向包括美國、日本及大陸經濟議題，會議中主要演講者包括：日本銀行理事兩宮正佳、財務省理財局審議官古谷雅彥、WisdomTree 執行長 Jesper Koll、大和證券金融市場調查部長大橋俊安、前美國聯準會理事 Daniel Tarullo、美國駐中國大使及前美國參議員 Max Baucus、慶應大學經濟系教授池尾和人及東短研究機構首席經濟學家加藤出等，藉此機會參與者可增進對國際經濟、金融資訊之瞭解，並有助於掌握投資環境現況。

為挽救各國疲弱之經濟，各國在過去 10 年間相繼推出量化寬鬆政策，時至今天，美國經濟表現良好，歐洲穩定復甦、日本雖不見明顯成效，但已有緩步提升。惟在後 QE 時期，各國已有明顯表態預計緊縮之情形，在此一情形下，各國資本流動狀況將更加明顯。如何在此一環境下，審慎評估未來之趨勢，即為本次研討會之主軸。

* WisdomTree 成立於 1985 年，為一財務系統數據公司，1991 年完成募集並在納斯達克上市。2006 年推出第一檔 ETF，目前為美國第五大 ETF 供應商，目前有 92 個不同的 ETF，橫跨各資產類別及世界各地之國家。

** Daniel Tarullo 擔任聯準會理事期間為 2009 年至 2017 年 4 月 5 日，其原任期可至 2022 年，但於 2017 年主動卸任。Tarullo 主要負責聯準會之金融法規，並推動 2010 年立法之「Dodd-Frank Act」，主要在於提高銀行業之資本準備並降低槓桿程度以解決美國金融體系大到不能倒之問題。惟美國總統川普於 2017 年 2 月簽署行政命令檢討此一法案，履行競選時鬆綁法規之承諾。

目次：

一、研討過程及相關主題：

(一) 日本經濟及其貨幣政策-----3

(二) 日本經濟及財政債務管理-----4

(三) 日本未來成長動能-----5

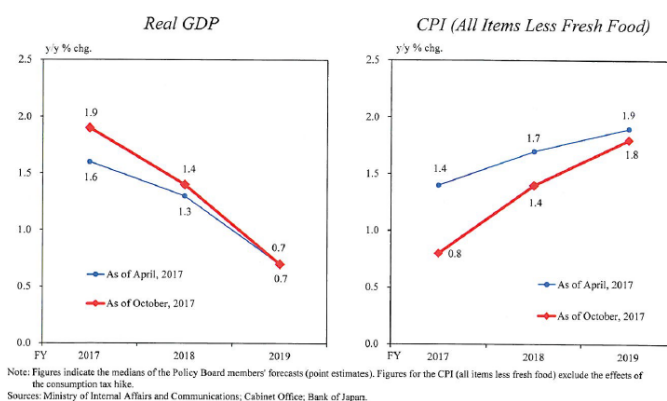
(四) 寬鬆貨幣政策及財政重建-----6

二、心得與建議-----8

研討主題：

一、日本經濟及其貨幣政策

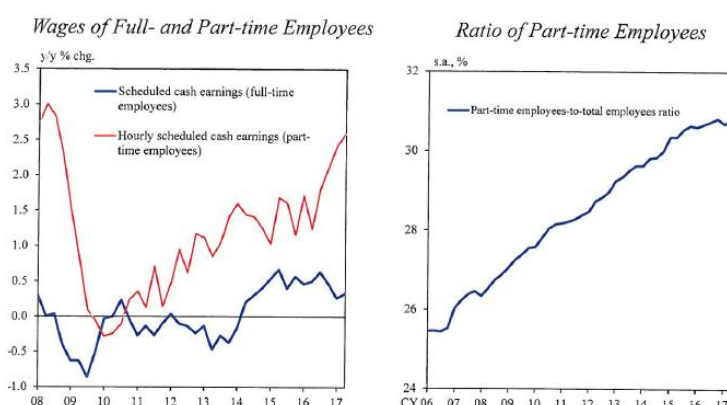
根據日本內閣府資料，日本第二季增長雖低於第一季，但仍保持增長趨勢，且自 2016 年第一季開始已是連 6 季正成長。另如將該 GDP 細分



可看出其民間住房與家庭消費均為負成長，其淨出口及企業投資為正成長。故其 GDP 持續增長之主要原因還是來自於出口外需，另亦可以看出其民眾控制消費之趨勢仍非常明顯。如以 CPI 來看，扣除食物之 CPI 在 2016 年中後即一路往上，扣除食物及能源之 CPI 則於 2017 年才開始往上。

另以勞動工資來看，兼職勞工之薪資成長率大幅超越全職勞工，其走勢亦有相反情形，另加上兼職勞工比率日漸增長，目前日本的勞動市場結構已逐漸轉變。以上述兩點合併分析，日本經濟已略見成效，加上川普當選後日幣大貶，理論上企業獲利應可增加，但可從圖看出，其全職勞工之薪資漲幅仍不算明顯，甚至 2016 年一度下滑。顯示企業及勞工信心仍顯不足，

起因可能為日本經濟低迷已久，企業不敢做加薪保證，員工亦寧可不加薪以換取工作穩定。如此現象持續下去，政府期待內需消費增加以



Notes: 1. For wages of full-time and part-time employees, Q1 = March-May, Q2 = June-August, Q3 = September-November, Q4 = December-February.
2. The figure for the ratio of part-time employees for 2017/Q3 is the July-August average.
Source: Ministry of Health, Labour and Welfare.

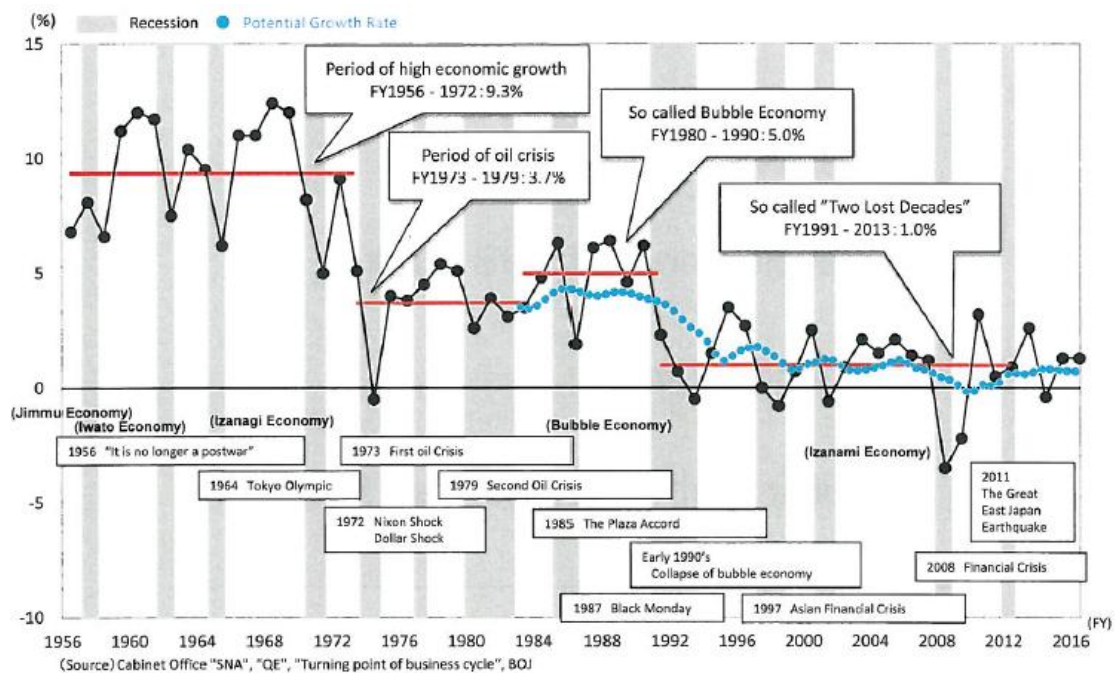
帶動 GDP 成長之政策可能落空。

其背後隱含之意義即為在安倍首相之經濟規劃下，日本現正面臨嚴重缺工問題，但也缺乏資本支出項目，故其薪資成長無法大幅增加。

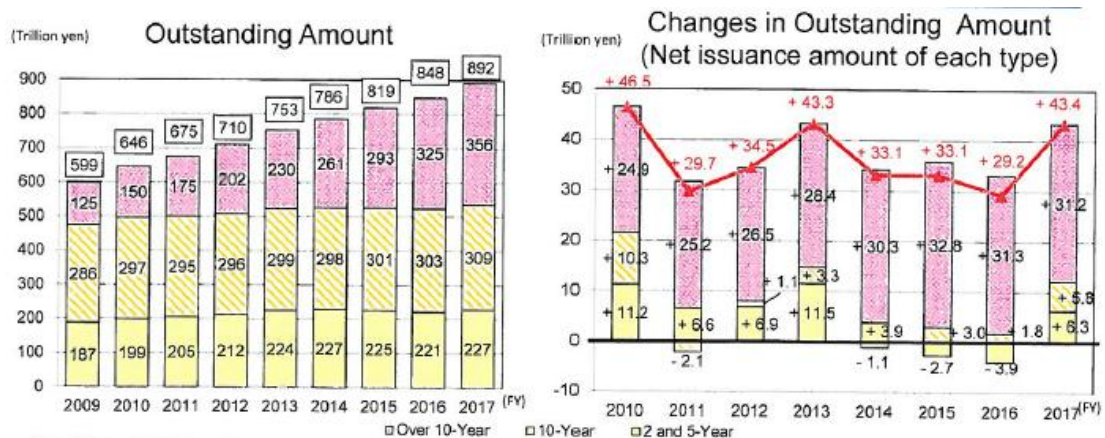
- * 日本會計年度為每年 4 月開始，各季別分別為：第一季-4~6 月、第二季 7~9 月、第三季 10~12 月、第四季 1~3 月。
- ** 如以 GDP 之組成來看，消費約占 6 成，投資 2 成，政府支出 2 成，進出口皆不到 2 成，顯示日本並非所謂之出口大國，其消費及內需才是影響 GDP 最大的因素。

二、日本經濟及財政債務管理

如將時間拉長來看，日本自 1950 年代起至今共經過 4 次經濟週期，第一個週期約 1956 年至 1972 年，該期間日本擁有相當高的經濟成長，其經濟成長率約為 9.3%，第二週期為 1973 年至 1979 年，受到石油危機之衝擊，經濟成長率下降至 3.7%，其後因泡沫經濟，第三週期之 1980 年至 1990 年，日本再度創下高成長，其經濟成長率約為 5.0%；最後一階段為 1991 年至 2017 年，此階段被稱為失落的二十年，此時的平均成長率只有 1.0%。另如以近 10 年來看，經過 2008 年之金融風暴後，日本經濟已逐步回升。



在 2008 年後各國為挽救國內經濟，紛紛提出 QE 政策，而日本更是早在 2001 年即推出 QE，此時更與零利率政策併行，目的在於將多餘資金推向市場。惟 QE 之後遺症及是不斷膨脹之債務問題。可以看出，日本之債務總額逐年上升，2017 年達到約 892 兆日元。如細分來看，增長最多的即為長期債務 (10 年以上)，顯見日本為維持目前之低率環境，不僅持續寬鬆且其多傾向於長期債務。同時在債券之需求面，長期債券之需求多為人身保險公司，短期債券之需求則為一般銀行，但值得考慮的是，此一趨勢是否能持續下去？因為在如此低率之環境下，其獲利之利差勢必受到擠壓，如此一來是否會再造成日本經濟之長期停滯。



三、日本未來成長動能

如以各項經濟數據來看，日本目前仍處在緩慢成長的階段，但其通膨無法有效拉升仍是一重大課題。在此一情形下，似乎找不到給予市場之強心針，故下列則是找出潛在日本之經濟立基點：

- (一) 雖其日本人口已有下降之趨勢，但其勞動參與率(正社員及派遣社員)已逐漸提高，其薪資成長率亦逐年上漲，其一般中產階級可支配所得增加，進一步帶動消費及投資。
- (二) 日本研發及創新動能仍在持續，同時以其工業、製藥、軟體等為先趨，且因 2020 年奧運即將到來，其基礎建設及相關軟硬體設施皆已逐漸投

資，可望以投資帶動消費，進一步達到通膨目標。

- * 以日本總務省勞動力調查之數字來看，日本前 500 大企業之正社員(正式員工)約占全體員工之 45%，其前項比率在全體企業來看則為 38%，此數字逐年增長，可看出日本勞工成為正社員日益困難。由於正社員與派遣社員最大之差異就在於企業給與之教育投資，故也顯示日本企業對於未來成長仍是保守看待。

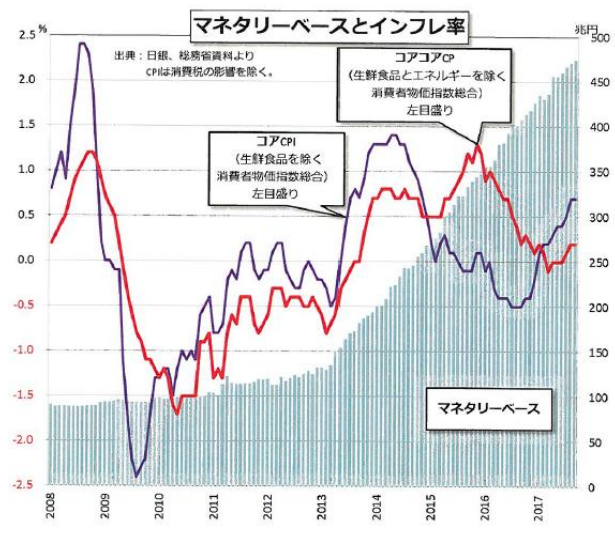
四、寬鬆貨幣政策及財政重建

(一) 日本銀行總裁黑田東彥自

2013 年就任後，配合安倍新政開始推行貨幣寬鬆政策(日本稱超金融緩和政策)，其政策不僅造成銀行貸款利率下降、股票上漲等一連串資產效果，房地產也逐漸回暖。

如以核心 CPI 來看，2013 年

至 2014 年確實有向上提升，如進一步穩定抬升，似乎可擺脫過去「失落 20 年」的陰霾。但 2015 年受到能源價格滑落影響，帶動 CPI 下滑，且如以扣除能源之 core CPI 來看仍是往下之趨勢。



- (二) 為求振興經濟及挽救疲弱的CPI,2016年9月日本銀行開始導入QQE(量化質化寬鬆政策)及 YCC(Yield Curve Control)政策，此政策主要有兩面向，第一為負利政策，將存款利率維持為-0.1%；另一方面，預計將繼續購買 10 年期公債，讓殖利率維持在 0%。此政策之意圖在於透過不同期限公債之購買操作，對市場中長期利率價格產生影響，打造日本銀行需要的殖利率曲線。在理想狀況下，低利會鼓勵企業及家庭進行借貸，進而促進投資及消費，達到刺激經濟，並進一步推升物價。

(三) 事實上，負利率政策並不是日本首創或獨有，目前實施負利率政策的還有歐洲央行、丹麥、瑞士及瑞典。如以政策施行後的期間(2016/11/7~2017/10/10)來看，其匯率貶值幅度均大於各國，符合政策目的。但負利率幾乎已經是日本銀行刺激經濟的最後手段，以目前來看，2017 年經濟成長率似乎有所提升，但隨著各國開始緊縮貨幣政策，其未來經濟成長可能再度走向過去緩慢成長的步調。

(四) 日本目前處於一個長期緩慢成長的環境，雖負利率政策意圖拉抬經濟，但企業依舊不買單，其並非沒有貸款需求，而是沒有合適投資標的，如僅就貨幣政策之力要改變整體經濟環境，似乎只能將時間拉長才能看出政策成效。

- * 安倍三箭(大膽的金融政策、機動的財政政策、提高民間投資策略)之其中一環即為提高勞動參與率，惟其勞參率受日本人口高齡化之影響，自 1997 年一路下滑，因其政策之鼓勵(婦女、高齡者再就業)，2012 年起才逐漸回溫。

心得與建議

一、持續關注全球貨幣政策：

以目前全球貨幣政策及財政政策來看，美國經濟成長相當明顯，故其開始緊縮其貨幣政策；歐洲則是步入穩步復甦之階段，預計於 2018 年停止 QE；日本則因為通膨始終無法有效拉抬，故仍持續擴張性政策。在此狀況下，短期全球資金仍屬充沛，但可以預料到資金將逐步縮緊，在各國不同之經濟體質及環境下如何因應資本移動衝擊，仍是後續觀察之指標。

二、日本經濟已有復甦，其相關政策將影響全球：

在安倍經濟後，日本經濟似有明顯復甦，但是否僅為曇花一現，則仍待後續觀察。日本將於 2020 年於東京舉辦奧運，短期內相關經濟數據仍可正面看待，長期仍視其人口結構、經濟政策判斷。

三、派員研習各國投資觀察重點，培養投資判斷邏輯：

本次研討會邀請各國專家學者探討世界各國之經濟現況及金融市場環境，鮮少討論之日本經濟亦在此次研討會有深入研究，透過來自全球各地機構投資人代表及基金經理人之討論，不僅可瞭解其對於同一事件所觀察之不同面向，更可以了解其投資判斷邏輯，以期能掌握全球資本之脈動。