

泡沫裡的奇蹟—美、日貨幣量化寬鬆政策比較

投稿類別：商業類

篇名：

泡沫裡的奇蹟—美、日貨幣量化寬鬆政策比較

作者：

林佩俞。曉明女中。三年甲班

江品慧。曉明女中。三年甲班

指導老師：

陳英偉老師

## 壹●前言

### 一、研究動機

美、日皆為世界前三大經濟體，面臨1999年日本泡沫經濟及2008年美國金融海嘯等經濟危機，美、日皆實施量化寬鬆政策來應對。而美元、日幣更是全球貿易的關鍵貨幣，掌握了各國外匯存底的優勢。

近年來，美、日貨幣寬鬆政策皆處於政策實施的最後階段，引起商界廣泛討論聲浪。因此，我們開始關注美、日商業專題報導，想深入了解美、日貨幣寬鬆政策的實施目的，以及其為世界金融體系帶來的影響。

### 二、研究目的

希望經由本研究了解美、日量化寬鬆政策的過程及影響，藉由比較兩者的過程更佳了解量化寬鬆政策，並從中得知世界金融體系的運作，讓課本上的經濟理論能在國家的使用政策中得到論證。此外，在了解國際情勢後，我們希望藉由國外的例子，分析台灣不適合實施量化寬鬆政策的原因。

### 三、研究方法

經由小組成員共同討論確認研究方向，廣泛參閱商業周刊、經濟學人等書籍，以及臺灣中央銀行論文資料等相關網路資源，加深背景知識，以利進行本研究。有鑑於近年美、日貨幣寬鬆政策實行引起商界廣泛討論聲浪，且兩國的貨幣寬鬆政策尚處於此項政策實施的最後階段，故佐以近期報章雜誌等媒體的專題報導補充文獻書籍的不足。小組成員進行討論，歸納整理相關文獻及報導資訊，提出研究心得，撰寫研究報告。

## 貳●正文

### 一、美國

#### (一) 歷史背景

##### 1、遠因

過去美國經濟能力好、國債投資風險極低，因此，出口導向的國家選擇用賺到的錢購買美國國債，所以這些錢從美國出去，又再回到美國，從 1973 年至 2010 年，雙方維持此平衡約 30 年。

但大陸崛起之後，由於大陸市場廣大，各國都想以出口為導向，而美國無法吸收所有的出口商品，中國正在加強內需，沒有人願意進口，於是全球的經濟便失衡了。美國在沒有國家願意升值、增加進口的情況下，實施量化寬鬆，強迫各國貨幣升值，使貨幣的流動率提高、物價上漲。

美元是全球貿易關鍵的儲備貨幣，全球各種主要商品幾乎都是以美元作為標準來定價。美國聯準會實施量化寬鬆政策後，在利率低的環境下，美元大幅貶值，導致資金流入商品市場，各國貨幣都升值，除了美國之外，皆面臨極大的升值壓力，引發世界性通膨危機。

## 2、近因

美國聯準會主席伯南克（Bernanke）在 1999 年時曾經對日本央行提出兩項如同從直升機灑錢（dropping money from a helicopter）的政策，促使日圓貶值及公債購買。

經過 2008 年的金融海嘯，美國聯邦銀行的利率已趨近於零，無法再以傳統的貨幣政策恢復經濟，因此，美國聯準會開始採取量化貨幣寬鬆政策，印鈔票買入長期債券，拉抬美國長期債券的價格並壓低利率，降低房貸的利率來改善美國房市景氣。

### （二）實施過程

雷曼兄弟公司在美國聯準會拒絕提供資金援助後，於 2008 年 9 月 15 日宣告破產，引爆世界金融危機，造成美國經濟嚴重受創，美國聯準會主席伯南克為了復甦經濟，立刻實施當初給予日本的建議，於 2008 年 11 月提出 QE1。

表一：美國聯準會所採行的 QE1、QE2、OT、QE3 及 QE4

方案	QE1	QE2	OT	QE3	QE4

泡沫裡的奇蹟—美、日貨幣量化寬鬆政策比較

實施期間		2008/11宣布 2009/3加碼 2010/3結束	2010/11宣布 2011/6結束	2011/9宣布 2012/6再延 長 2012/12結束	2012/9宣布 無預定結束 日（曾於 2013年12月 18日縮減規 模）	2013/1加碼 無預定結束 日
購買有 價證券 種類及 規模	Agency Debt	2000 億				
	Agency MBS	1.25 兆			每月 400 億	每月 400 億
	公債	3000 億	6000 億	賣短債、買 長債 6670 億		每月 450 億
釋出資金總規模		1.75 兆	6000 億 預計每月買 入 750 億	0	執行期間每 月 400 億	執行期間每 月 850 億
特色			投資規模較 QE1 小 類型僅限於 公債購買		美資產負債 表規模增加 至 4.01 兆美 元	有退場條件

（表一資料來源：中央銀行（2013）。量化寬鬆貨幣政策。2014 年 9 月 6 日，取自 <http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/41161474471.pdf>。）

OT 係指美國聯準會的扭轉操作，即美國聯準會把短期公債（3 年內到期）賣出，同時購買相同金額的長期公債（6~30 年到期），因此，並未真正釋出資金至金融市場，這樣的做法容易造成新興市場地區的資產價格泡沫化。

美國聯準會實施 QE 後，美國資產負債表規模從 2008 年 9 月雷曼兄弟倒閉前的 9000 億美元，增加至 2013 年 12 月 18 日的 4.01 兆美元，如圖 1。



圖一：2002—2014 美國資產負債表

（圖一資料來源：MoneyDJ 理財網。QE 退場。

2014 年 9 月 6 日，取自 <http://www.moneydj.com/Topics/2013review/>。）

QE4 和 QE3 一樣都沒有明確結束的時間，但卻設定了退場的條件，當美國的預期通膨率高於 2.5% 及失業率低於 6.5% 時，就會漸漸減小 QE 購債規模。美國聯準會又表示即使未來失業率低於 6.5%，在通貨膨脹預測率一直低於 2% 的情況下，維持政策利率低仍屬適當。

QE 退場：2014 年 1 月起開始縮減 QE 投資規模，每月購債規模減至 750 億美元，包含美國國債和 MBS 各 50 億美元；2 月時縮減至 650 億元，……6 月時繼續縮減購債規模至 350 億美元。預估在 10 月時 QE 會完全退場。

### （三）經濟影響

#### 1、正面影響

美國長期利率下跌、美元貶值，帶動股價與房價上揚，提振美國經濟成長與就業。如表二。

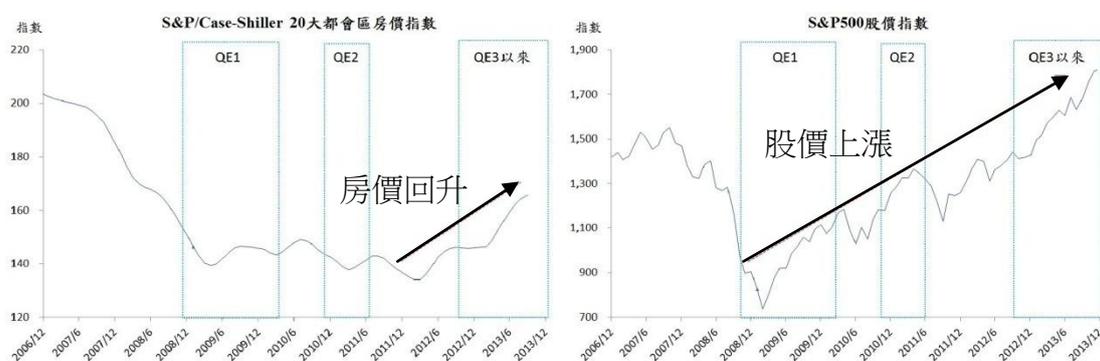
表二：量化寬鬆政策之正面效果

影響層面	美國聯準會估計效果
金融市場	1、促使美國10年期公債殖利率下跌。 (1) QE1效果：下跌40至110個基本點。 (2) QE2效果：再下跌15至45個基本點。 2、公司債、房貸抵押證券及固定房貸利率下跌。

	3、股價、房價上漲（見圖二）。
實體經濟	1、經濟總產出增加3%。 2、私部門雇用人數增加超過2百萬。

（表二資料來源：中央銀行（2013）。量化寬鬆貨幣政策。2014年9月6日，取自 <http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/41161474471.pdf>。）

美國聯準會因採 QE 大量購入美國中長期公債與不動產貸款抵押證券（MBS），近 3 年來利息收入增加，2010 年、2011 年繳國庫之盈餘分別為 793 億美元及 754 億美元，2012 年為 889 億美元，創史上新高。



圖二：QE對房價與股價之影響

（圖二資料來源：中央銀行（2013）。量化寬鬆貨幣政策。2014年9月6日，取自 <http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/41161474471.pdf>。）

## 2、負面影響

美國貧富不均更加惡化；產生美國的股價、房價泡沫的風險；導致全球主要商品泡沫；此外，美國 QE 造成的外溢效應（spillover effect），使新興市場面臨大量資本流入所造成的貨幣升值、資產泡沫及通膨壓力。例如：中國、我國、越南……等。

亦有人認為，美國QE是失敗的，並未帶動經濟景氣，唯一的影響是將資產價值提高，讓富者更富，貧富差距擴大。高資產富豪的新加坡智庫Wealth-X調查顯示：「本年單是美國前10大富豪的財產總值，即增加1,018億美元；以巴菲特為例，其財產本年平均每天增加3,700萬美元。」

(中央銀行，2013)

QE已經開始縮減規模，QE退場將帶來的衝擊，各國皆嚴陣以待，野村綜合研究所首席經濟學家辜朝明指出，「QE對全球經濟造成傷害，大過所帶來的效益，若QE退場不順，將導致長期利率快速攀高，讓市場面臨QE陷阱。」(辜朝明，2014)

## 二、日本

### (一) 歷史背景

1999年日本政府因預期利率將長期維持低檔，因此高度運用財務槓桿，低估了潛在風險，使得資產價格上揚，股市與房價在最高點崩盤形成泡沫，而全體金融機構承擔過多風險後，轉趨緊縮，造成市場流動性枯竭，最終導致金融危機。

### (二) 實施過程

2000年代初期採納美國聯準會主席伯南克的提議，日本銀行開始實施QE。因此，自2005年起日本經濟漸漸復甦，到2006年已略有改善。但2006年日本銀行過早結束QE，加上2008年的全球金融危機，以致於2009年起日本經濟再度面臨通縮問題。全球金融危機後，2010年10月28日起，日本銀行決定再次啟動QE。2012年12月26日，日本首相安倍晉三上任，為了擺脫日本通貨緊縮近15年的困境，重振日本失落20年的經濟，日本銀行持續擴大QE規模，提出安倍經濟學三箭計畫：

#### 1、第一支箭—擴大財政支出

- (1) 「提出20.2兆日圓之緊急經濟對策
- (2) 其中10.3日圓為政府擴大支出」(MoneyDJ理財網，2014)
- (3) 隱憂：日本公債高築早已居全球之冠，且日本政府無舉債上限規定，若再加上第一支箭，以債養債，恐怕影響日本長期經濟展望和財政的可持續性。

#### 2、第二支箭—寬鬆貨幣政策

- (1) 「2年內達成通膨目標2%
- (2) 貨幣基數增加2倍

- (3) **長期公債及總資產餘額增加 2 倍**」(MoneyDJ 理財網, 2014)
- (4) 大規模 QE 政策使日圓貶值, 降低實質利率以解決通縮, 刺激民間投資、消費。

### 3、第三支箭—成長策略(經濟結構改革)

- (1) **「振興產業計畫**
- (2) **產業結構活化及創新**
- (3) **促進貿易計畫**」(MoneyDJ 理財網, 2014)
- (4) 亮點: 放寬高度管制產業, 結合民間力量創造新商機; 加速推動跨太平洋夥伴協定 TPP、FTA 等自由貿易協定。
- (5) 尚未射出的反面聲浪: 涵蓋範圍太廣, 未聚焦, 應提出優先發展項目, 並全力落實; 迴避期待解決的結構性問題。

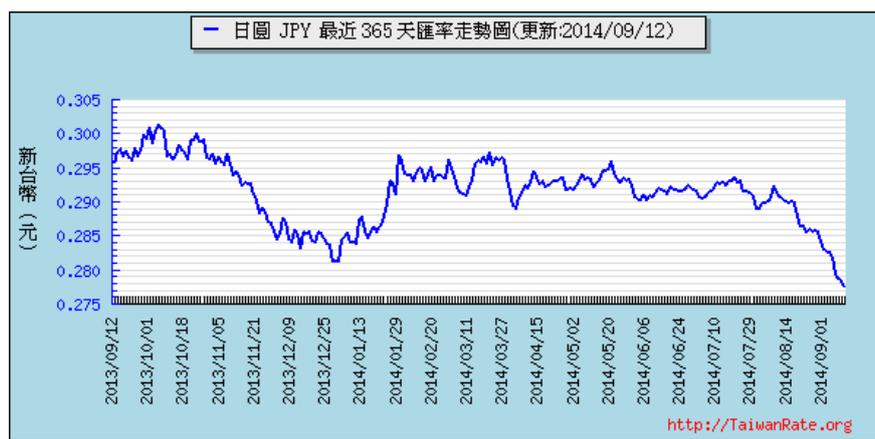
### (三) 經濟影響

1、正面影響: 安倍射出第一支箭時, 經濟成長率連續 3 季正成長。明顯提升日本去年前兩季經濟。

2、負面影響: 2013 年第 3 季, GDP 成長開始「正常化」而逐漸下降。造成日本金融市場動盪不安。

- (1) 102 年 4 月 4 日日本央行實施寬鬆貨幣政策後, 受通膨及股市上漲影響, 日本公債殖利率出現劇烈波動。
- (2) **「受公債殖利率飆升影響, 5 月 23 日日經股價指數收盤重挫, 創 2 年來單日最大跌幅, 之後持續呈現大幅震盪走勢。」**(黃佩珊, 2013)
- (3) 日圓長期高估, 安倍上台後日圓一度大貶, 近期明顯回升。

日圓明顯走貶、帶動日股大幅走升, 只是對於提振經濟的成效仍尚待觀察。依據 2014 年 8 月 14 日台視財經新聞報導指出, 許多分析師對安倍第三支箭看法分歧, 日本第 2 季利率雖然大幅萎縮 6.8%, 仍有不少投資人相當看好安倍的第三支箭發揮效力; 但同時也有分析師認為第三支箭的財政政策尚未完全提出, 政策發揮功效還需等待更多時間的考驗。



圖三：最近一年日幣對台幣趨勢圖（最近 1 年台幣升值 6.56%）

（圖三資料來源：TaiwanRate.org（2014）。銀行外匯交易.匯率比較.匯率查詢.匯率換算。2014 年 9 月 12 日，取自 [http://www.taiwanrate.org/exchange\\_rate.php?c=JPY](http://www.taiwanrate.org/exchange_rate.php?c=JPY)）

### 三、美國與日本量化寬鬆政策比較

表四：比較美、日量化寬鬆政策

	美國	日本
實施人	聯準會主席柏南克	首相安倍晉三
實施時間	2008 年 11 月	2012 年 11 月
歷史背景	2007 年二次房貸以及 2008 年雷曼兄弟公司倒 閉造成的金融海嘯	2008 全球金融危機
購買規模最大金額	1.75 兆美元	
投資項目	不動產貸款抵押證券 （MBS）、美國國債以及 公司機構證券。	
經濟影響（正面）	美國股價、房價上漲	日圓貶值、日股及經濟成 長率大幅走升
經濟影響（負面）	各國貨幣升值、全球通膨 壓力增加	公債殖利率飆升、日股大 幅震盪

退場條件	美國的預期通膨率高於 2.5%及失業率低於 6.5%	安倍第三支箭尚未施行
------	----------------------------	------------

(表格資料來源：研究者自行整理)

## 參●結論

經過這次研究，我們更深入了解 QE 的歷史背景和實施的過程。儘管不熟悉，但為了帶動經濟發展活絡，美國仍實施 QE，畢竟，經濟發展的好壞一直是政府矚目的焦點，更攸關人民的生計。在這個全球化、牽一髮而動全身的世代，一個國家內部實施的經濟政策所帶來的影響更是無遠弗屆。

美國歷次實施 QE 皆投資了相當大的金額，大部分是購買國債及證券，最主要的目的是恢復房產市場，但過快的動作導致房價上升快速，有泡沫化的風險。資金流入市場時，債券的價格被抬高，反之，當這些資金撤出時，必然會造成極大的壓力，這些壓力造成房地產抵押的價格大跌以及債券市場的大跌。美國 QE 政策已慢慢退場，但退場是否會造成另一波房價、股價泡沫，各國皆屏息以待。

日本經歷 2008 金融危機，經濟嚴重蕭條，直到 2012 年首相安倍晉三上任後實施安倍經濟學三箭，經濟成長率連三季正成長，才讓日本人民看見了一道曙光。然而在第二支箭後，經濟成長率趨緩，引起廣泛的質疑、討論聲浪。日圓今年仍繼續大幅貶值，金融專家部分看好日圓貶幅，預估最低可貶至 120，日圓貶值有利日本國內出口與外國投資，但安倍的第三支箭尚未射出，日本後續的經濟發展，各國正持續關注。

反觀我國，中央銀行總裁彭淮南近期又獲得 A 級總裁的殊榮，由此可看出國際對我國貨幣政策實施的肯定。做完此次小論文研究，我們小組成員深入分析比較我國為何沒有實施貨幣量化寬鬆政策—我國雖是全球第 27 大經濟實體，但並沒有像美日這兩大經濟實體，擁有那麼雄厚的經濟基礎，而且我國國債金額已達法律上所規定的赤字標準，所以不適合實施貨幣量化寬鬆政策。

美、日圓皆為國際通用貨幣，一旦貶值或升值，都會對國際金融界帶來深厚影響，可見政策實施的重要性。QE 也許促進經濟發展，也許讓景氣活絡，但其背後的風險仍無法預知，需要更長時間的觀察才能得知成果。

## 肆●引註資料

羅耀宗、李建興、周玉文（譯）（2011）。**金融斷層線：無形裂縫如何威脅全球經濟**。台北市：高寶。

王柏鴻（譯）（2003）。**新泡沫經濟：日本銀行的崩潰與曙光**。台北市：時報文化。

林添貴（譯）（2004）。**美國霸權泡沫化——重新思考美國的角色**。台北市：聯經。

許瑞宋（譯）（2009）。**總體經濟的聖杯：資產負債表率退啟示錄**。台北市：財信。

張博勛（2013）。QE—拯救不景氣中的一道曙光。台南二中：小論文。2014年9月13日，取自 <http://www.shs.edu.tw/works/essay/2013/03/2013033016545312.pdf>。

孫中英（2014）。辜朝明：美歐恐掉QE陷阱。聯合報，9月6日。2014年9月14日，取自 [http://money.udn.com/storypage.php?sub\\_id=5599&art\\_id=304084](http://money.udn.com/storypage.php?sub_id=5599&art_id=304084)。

MoneyDJ理財網（2014）。量化寬鬆（QE）。2014年8月16日，取自 <http://www.moneydj.com/kmdj/wiki/wikiViewer.aspx?keyid=630183bd-d8e1-43e8-9b1f-cc0724ac0e61>。

中央銀行（2013）。量化寬鬆貨幣政策。2014年9月6日，取自 <http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/41161474471.pdf>。

呂佩憶（2014）。安倍經濟學光環褪色 分析師對第三支箭看法分歧。鉅亨網。2014年8月14日，取自 <http://www.nownews.com/n/2014/08/14/1370725>。

高超洋（2014）。日本零利率及量化寬鬆政策與當前美國貨幣政策之比較。國際金融參考資料 第五十八輯。中央銀行全球資訊網。2014年9月10日，取自 <http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=35930&ctNode=350&mp=1>。

李榮謙、高超洋、蔡惠美（2013）。台灣經濟需要「安倍三箭」？。2013年9月10日，取自 <http://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/362717594171.pdf>。

黃佩珊（2013）。彭淮南：安倍三箭造成日本動盪不安 台灣沒必要效法。鉅亨網。2014年8月14日，取自 <http://news.cnyes.com/Content/20130627/KH8K1IK7CHMQE.shtml>。

MoneyDJ理財網（2014）。安倍三箭。2014年8月16日，取自 <http://www.moneydj.com/KMDJ/Wiki/WikiViewer.aspx?KeyID=e485cd4e-8786-449e-8c5c-2ca04a6650db>