

國債買入問題上的政府與日本銀行角力，日本銀行下一步將如何行動？

●「高市首相要求日本銀行買入國債」報導與6月會議紀要

筆者在7月8日的報告《10年期利率正在邁向3%以上，若升勢過度日本央行會增加購買國債嗎？》中曾指出：當市場對財政風險的擔憂強烈時，日本銀行若增加國債購買規模，反而可能弄巧成拙。也就是說，市場可能因此降低對日本銀行貨幣政策的信任，結果反而導致長期利率進一步上升。

事實上，6月底政府公布《骨太方針》（經濟財政運營與改革基本方針）草案後，市場對財政風險的擔憂加劇，日本10年期國債收益率升至30年來高位。筆者當時便預期，政府方面很可能會向日本銀行施壓，希望透過國債購買來抑制利率上升，因此撰寫了7月8日的報告。不過，政府與日本銀行之間的角力似乎早已展開。

8月5日日本時間上午7時32分，時事通信社報導「高市首相要求日本銀行行長增加國債購買，意在配合積極財政政策並抑制利率上升」。報導指出，在5月22日與植田和男行長的會談中，高市首相強調「希望理解內閣的施政方向，並執行適當的貨幣政策」，同時對日本銀行削減國債購買規模的做法要求「適當應對」。

而在同一天日本時間上午8時50分，日本銀行公布了6月貨幣政策會議（MPM）紀要。該會議曾決定停止進一步削減國債購買規模。紀要詳細說明：停止縮減購債是為了避免國債市場不穩定並對經濟造成負面影響，完全不是基於財政政策考量。

- 多位委員指出，隨著日本銀行持續推進縮減國債購買規模，國債市場的功能已穩步改善。與先前相比，透過進一步削減購債來改善市場功能的必要性正逐漸降低。
- 此外，多位委員認為，隨著日本銀行持有的國債減少，市場參與者持有的國債將相應增加。然而，考慮到銀行與個人等國內投資者要自然增加國債持有量仍需一定時間，因此若繼續按照過去相同速度縮減購債規模，可能對市場穩定帶來難以預見的影響。
- 有一位委員表示，即使停止縮減國債購買規模，只要所購買國債的平均剩餘年限等不變，日本銀行持有國債佔整體發行餘額的比率，最終仍會因國債到期償還而下降至相當低的水準。在此基礎上，許多委員指出，即使停止縮減購債，日本銀行的資產負債表仍將持續穩步縮小，有必要對外充分說明這一點。
- 數位委員表示，停止縮減國債購買規模的目的，是為了避免國債市場不穩定並對經濟造成負面影響，而非出於對財政政策的配合或考量，有必要清楚且充分地向外界說明這一點。

總結來說，日本銀行並非因配合政府擴張財政政策而決定暫停縮減購債。不過，8月5日時事通信社的報導確實讓部分市場人士認為，6月加息獲得高市政府支持，作為交換條件，日本銀行則暫停削減國債購買。

● 在財政風險高漲時要求日本銀行購債，可能適得其反

先不論時事通信社的報導是否完全屬實。假設日本銀行真的是因應首相希望壓低長期利率而暫停縮減國債購買規模，那麼正如筆者7月8日報告所言，結果可能適得其反。

所幸目前長期利率並未出現明顯上升，代表這種解讀大致仍停留在部分市場參與者之間。

目前日本銀行正推動政策正常化，希望讓債券市場重新恢復依靠市場力量形成利率的健康機制，因此持續縮減國債購買規模與國債持有餘額。若市場已經擔憂財政風險，而日本銀行此時又因政府要求停止縮表甚至重新增加購債，市場就可能懷疑日本銀行是否仍有能力維持物價穩定。

植田行長顯然深知這項風險。根據時事通信報導，植田當時表示「有必要考慮市場反應。」，並補充「如果發生特殊情況，將會採取應對措施。」所謂「市場反應」，指的是市場將此解讀為政府主導財政的風險。而所謂「若發生任何情況」，則是指利率急升至足以影響金融系統穩定的程度。

原因在於，日本銀行除了維護物價穩定之外，另一項重要使命是維持金融系統穩定。因此，即使應避免造成政府主導財政的印象，但若出現足以引發金融危機的利率急升，日本銀行仍有責任介入。日本銀行於2026年6月16日公布的《長期國債購買計畫》中也明確表示：當長期利率急劇上升時，將視需要靈活增加購債規模或實施固定利率購債操作等措施。

關鍵在於日本銀行是否出手購債的判斷基準並非利率高低，而是金融系統是否面臨風險。

2022年9月英國發生的「卓慧思衝擊(Truss Shock)」就是典型案例。當時英國政府推出缺乏財源支持的大規模減稅方案，引發長期利率暴漲。英格蘭銀行(BOE)因此宣布臨時無限制購入英國國債。但其真正原因並不是利率上升本身，而是利率暴漲已經導致部分退休基金陷入危機，金融體系穩定受到威脅。

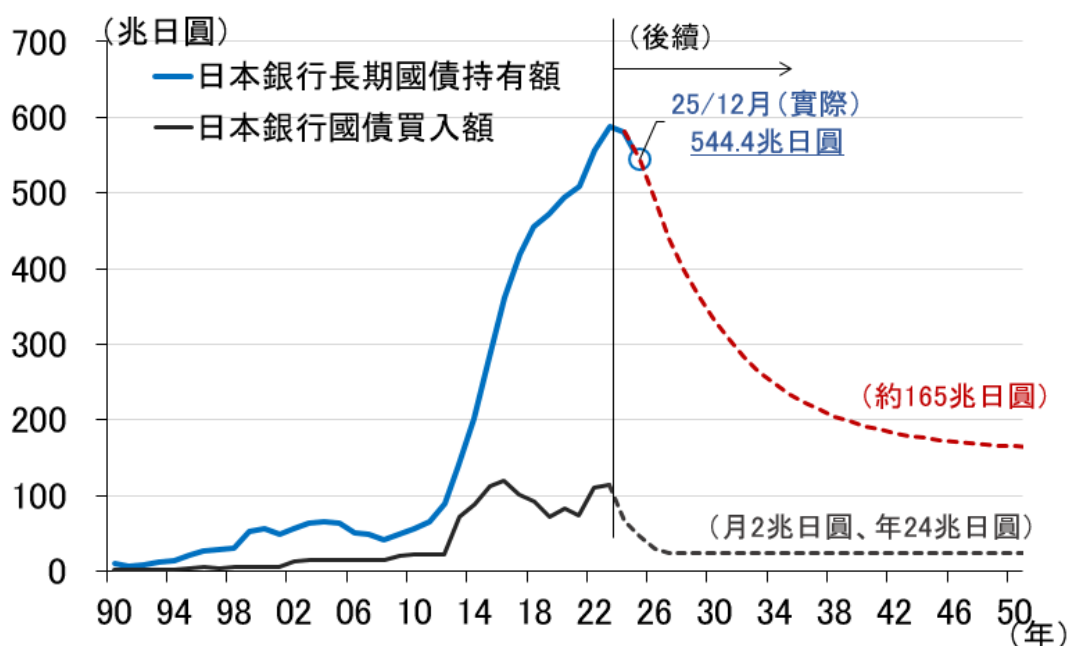
因此再次強調，若財政風險是造成利率上升的原因，要求日本銀行透過購債壓低利率反而可能產生反效果。在高通脹持續的情況下，日本銀行更應透過加息逐步調整貨幣寬鬆程度，以維持市場對貨幣政策的信任。至於抑制長期利率，真正重要的是政府必須展現維持財政紀律的決心。

● 若日本銀行持有國債持續縮減，長期利率可能面臨上升壓力

然而，問題並不僅止於此。

從6月會議紀要中的第二與第三項意見可看出，日本銀行也意識到另一個問題：即使每月仍購買2兆日圓國債，由於到期國債金額龐大，持有餘額仍將持續快速下降。其結果可能導致國債市場供需失衡以及長期利率波動加劇

筆者在6月3日報告中也曾估算，並指出每月2兆日圓是不會令長期利率變得不穩定的合理水平。



根據當時試算，若平均存續期間不變，日本銀行持續每月買入2兆日圓國債，到2050年日本銀行持有國債規模將由目前約518兆日圓降至160兆日圓水平。

而在政府債務持續超過1,100兆日圓且不斷增加的情況下，日本銀行持有量如此大幅下降，勢必對長期利率形成上升壓力。屆時不只是政府，甚至債券市場本身也可能對日本銀行產生壓力。

● 日本銀行關鍵的下一步是設定充足的準備金(Ample Reserves)

那麼，日本銀行該如何應對？是在長期利率出現不穩定時，暫時增加國債購買規模來應對，後續持續維持每月2兆日圓的國債購買額度；還是當長期利率出現不穩定跡象後，改為與到期償還額相同的規模進行國債買入，從而停止縮減國債持有餘額呢？

筆者在6月3日的報告中曾提出，日本銀行應先決定維持金融系統穩定所需的「充足準備金(Ample Reserves)」規模，再反推資產負債表上應持有多少國債。

而令人意外的是，8月5日公布的6月會議紀要顯示日本銀行內部似乎已開始進行類似討論。

- 有一位委員表示，關於資產負債表規模過大的問題，在國際上常被指出的問題包括：過度供應貨幣、持續購買國債導致與政府財政政策之間的界線變得模糊，以及中央銀行承擔過大的利率風險等。因此，從這些角度來看，持續穩步縮減資產負債表規模是十分重要的。
- 一位委員指出，由於金融監管強化以及數碼化發展等環境變化，金融體系所需的準備金規模，可能已較過去明顯增加。該委員表示，未來有必要根據當時的金融經濟情勢等因素，進一步探索適當的準備金存款規模應為多少。
- 另一位委員表示，隨著未來日本銀行的準備金水準逐步下降，在此過程中，將能夠更深入分析最適當的資產負債表規模，包括其對短期金融市場所帶來的影響。
- 經過上述討論後，部分委員認為，關於未來理想的資產負債表規模，以及資產與負債的適當結構，仍有必要根據今後日本銀行持有國債餘額的變化，以及經濟與金融環境的變動，花時間進行持續檢討與研究。

在海外主要央行的做法中，並不是先決定資產負債表資產端應持有多少國債，而是先根據貨幣政策所肩負的使命，確定負債端準備金(Reserves)的最適當規模，然後再決定資產端應持有何種資產以及持有多少資產。

所謂準備金的最佳水準，是指「既能夠將短期利率控制在政策目標水準，又能避免短期利率出現波動所需的最低充裕準備金規模。」在中央銀行體系中，這被稱為 ample reserves(充足準備金)。

換句話說，這是為了實現物價穩定這一使命，在確保短期利率能夠被有效引導至目標水準的同時，又足以避免金融系統出現不穩定所需的準備金數量。美聯儲(FRB)與英格蘭銀行(BOE)目前都是透過模型估算以及向銀行進行調查與訪談，來決定這個水準。筆者主張，日本銀行也應採取同樣的做法。

這種方式最大的優點在於，能夠將中央銀行資產負債表的規模與中央銀行法所賦予的使命直接連結起來，同時避免受到財政政策影響所形成的壓力，以及外界對其受到政府主導財政(Fiscal Dominance)的質疑。也就是說，中央銀行應持有多少國債，可以從財政政策需求以及對長期利率的考量中獨立出來進行決定。

在此基礎上回頭檢視上圖日本央行的會議紀要，可以發現第1項意見提到資產負債表規模過大的問題；第2項意見指出設定適當準備金規模的必要性；第3項與第4項意見則提到未來可能進一步研究相關框架。這些內容都被相當詳細地記錄下來，強烈暗示日本銀行下一步的重要政策方向，很可能就是建立「充足準備金(ample reserves)」框架。

此外，日本銀行於8月10日公布的《貨幣政策會議主要意見(2026年7月30日至31日會議)》中，也強烈暗示下一次加息時機較早。因此，正如筆者先前所判斷的那樣，日本銀行於9月17日至18日召開的下一次貨幣政策會議(MPM)上實施加息的可能性相當高。

而在此之後不久，筆者預計日本銀行還可能發布相關訊息，例如開始研究「充足準備金」制度的具體架構；對適用準備金制度的金融機構進行問卷調查，等等與準備金制度改革有關的安排。

免責聲明：

本報告的作用純粹為提供資訊。樂天證券香港有限公司(“樂天證券香港”)、樂天集團及其員工並不會對提供或轉發其他機構所提供之報告內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出與外匯有關合約的要約。樂天證券香港在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何損失(無論是直接或間接的損失)。在作出任何投資決策前，應完全了解其風險以及有關法律、賦稅及會計的特點及後果，並根據個人的情況決定投資是否切合個人的財政狀況及投資目標，以及能否承受有關風險，必要時應尋求適當的專業意見。本報告在未獲樂天證券香港許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。本報告中文文字內容由樂天證券香港翻譯，只供參考之用。

槓桿式外匯交易的虧損風險可能會十分重大。閣下所蒙受的虧損可能會超過閣下的初始保證金款額，因此未必適合閣下。槓桿可能會為閣下帶來負面影響。即使建立附帶條件的指令，例如「止損」或「限價」單，亦未必可以將虧損限於閣下原定的金額。市況可能會導致有關指令無法執行。閣下可能會在短時間內被要求存入額外保證金款額。如果閣下未能在指定時間內提供所需資金，閣下的持倉可能會被平倉。閣下將須為閣下賬戶內因此而產生的任何短欠數額負責。因此，閣下必須根據本身的財務狀況及投資目標，仔細考慮這種交易是否適合閣下。切勿將閣下無法承受損失的資金用於投機。倘若閣下決定買賣樂天證券香港所提供的產品，閣下必須先閱讀及明白樂天證券香港所提供的資料及披露。請於採取進一步行動前先閱讀及瞭解樂天證券香港網站上的「條款及條件」。