

近期日圓貶值之成因與影響分析

中央銀行

102.1.29

摘要

1. 全球金融危機後，日圓被投資者視為「避險天堂」，因而持續升值。
2. 2012年9月26日安倍晉三當選自民黨總裁後，即提出包括日圓貶值等多項經濟政策，在歐美經濟情勢漸趨穩定，以及日本商品貿易持續出現逆差之情況下，日圓快速貶值至本年1月28日之1美元兌90.7日圓，為兩年半以來新低。
3. 安倍首相之經濟政策主張包括20.2兆日圓的緊急經濟對策、導入新的量化寬鬆操作模式，以儘速達成2%之通膨目標，以及設立50至100兆日圓的外幣債券購買基金。
4. 日圓急貶致熱錢轉向，帶動亞洲貨幣升值壓力。為維持出口競爭力，各國恐採取穩定匯率措施。
5. 日圓貶值有助降低進口成本，且可縮減台灣對日本貿易逆差，有利台灣企業購買日本技術；惟日圓貶值恐影響日商來台投資意願，以及降低日客來台旅遊之購買力。

目 次

一、全球金融危機以來，日圓被投資者視為避險天堂，因而持續升值	1
二、安倍當選後日圓快速貶值.....	2
三、近期美日貨幣相繼貶值，帶動亞洲貨幣升值壓力	9
四、對台灣經濟金融之影響	11
五、針對日本寬鬆貨幣政策及日圓貶值，本行之因應措施	16
附件 1、日本政府擴大財政支出.....	17
附件 2、日本央行擴大寬鬆貨幣政策.....	19
附件 3、日圓貶值對亞洲鄰國出口之影響.....	21

一、全球金融危機以來，日圓被投資者視為避險天堂，因而持續升值

近年因全球金融危機及歐債危機影響，歐美經濟疲弱，日圓成為投資者的避險天堂，使日圓不斷升值。

全球金融危機以來美元兌日圓匯率走勢

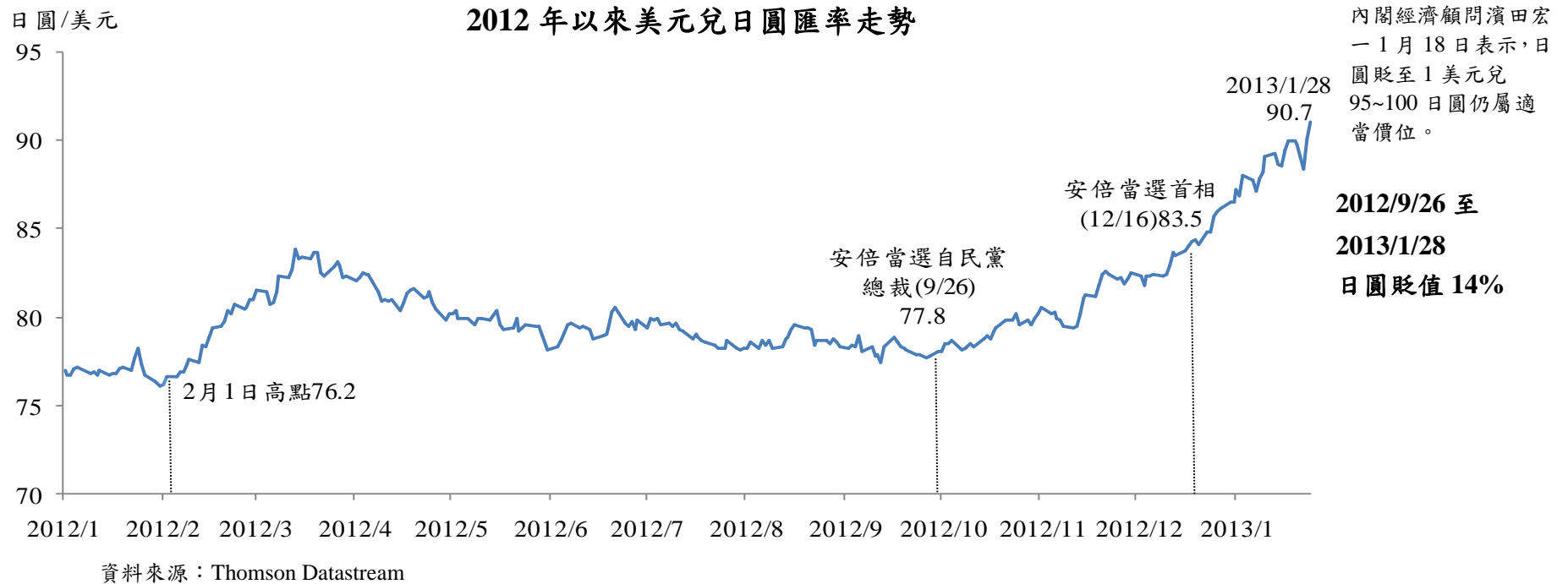


資料來源：Thomson Datastream

二、安倍當選後日圓快速貶值

(一) 自安倍當選自民黨總裁以來，提出日圓貶值、寬鬆的財政與貨幣政策等主張，市場稱之為安倍經濟學 (Abenomics)¹，在歐美經濟漸趨穩定，以及日本商品貿易持續逆差等情況下，促使日圓貶值。

(二) 本(2013)年1月安倍內閣上任後，日圓貶至1月28日之1美元兌90.7日圓，為兩年半以來新低。



¹ 日本朝日新聞2012年12月28日報導，安倍首相的3大主張包括「積極的財政政策」、「大膽的寬鬆貨幣政策」及「吸引企業投資之成長戰略」，為日本經濟復甦帶來新的希望，報章雜誌將之稱為安倍經濟學 (Abenomics)。安倍首相之經濟主張的幕後推手，係現任內閣經濟顧問濱田宏一 (Koichi Hamada)。

(三) 安倍的經濟政策主張促使日圓快速貶值

1. 日本 2012 年大選前安倍即強力提出日圓貶值、提高通膨目標等政策主張。

(1) 透過日圓貶值以及寬鬆的貨幣與財政政策，以**提振出口與國內需求**。

(2) 促使物價上升，以**刺激廠商生產意願**，儘快脫離長期的通貨緊縮困境。

2. 安倍的經濟政策內涵

(1) **擴大財政支出政策**：提出規模達 **20.2 兆日圓**(約 2,270 億美元) 的**緊急經濟對策**，其中的 10.3 兆日圓(約 1,150 億美元)為擴大政府支出。(詳附件 1)

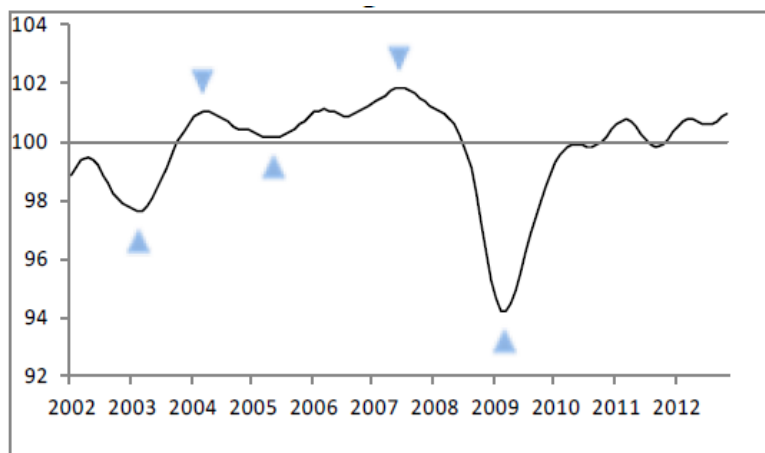
(2) **寬鬆貨幣政策**：**積極擴大量化寬鬆措施**，以儘速**達成 2%之通膨目標**。其後，日本央行乃計劃新的量化寬鬆操作模式，自 2014 年 1 月起將無限期每月買入 13 兆日圓(約 1,451 億美元)資產。(詳附件 2)

(3) **成立外幣債券購買基金**：推動財務省、日本央行與民間機構共同成立規模達 **50 至 100 兆日圓**(約 5,620 至 1.1 兆美元)的**外幣債券購買基金**，進一步釋出日圓。

(四) 歐美經濟漸趨穩定使日圓轉為貶值

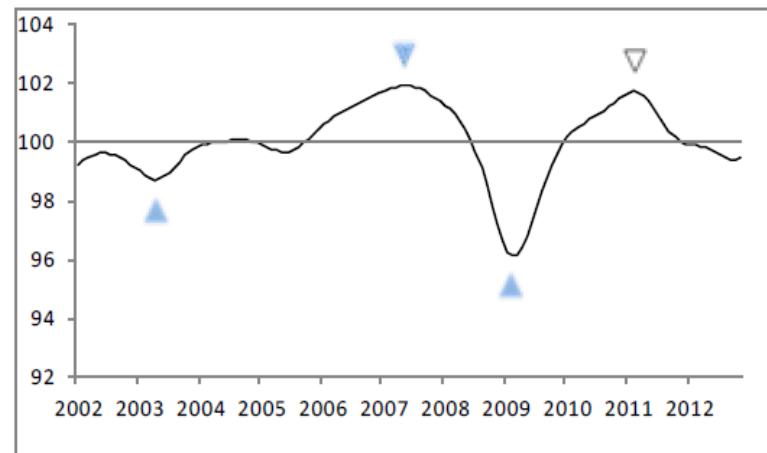
1. 美國經濟好轉：**多項重要經濟指標**(經濟成長率、房地產價格與失業率等)**出現好轉跡象**。
2. 歐洲經濟緩和：歐洲央行於 2012 年 8 月 2 日宣布直接貨幣交易措施後，**經濟金融情勢已較先前穩定**。
3. OECD 綜合領先指標亦顯示，美國經濟自 2012 年 9 月即出現回升徵兆；歐元區經濟未來幾個月將不致進一步減緩。(見下圖)
4. 由於歐、美經濟回穩，**金融市場出現回補先前歐元及美元投資部位**，導致日圓走勢反轉。

美國經濟穩健成長



9 月	100.7
10 月	100.8
11 月	101.0

歐元區經濟仍低於長期趨勢



9 月	99.4
10 月	99.4
11 月	99.5

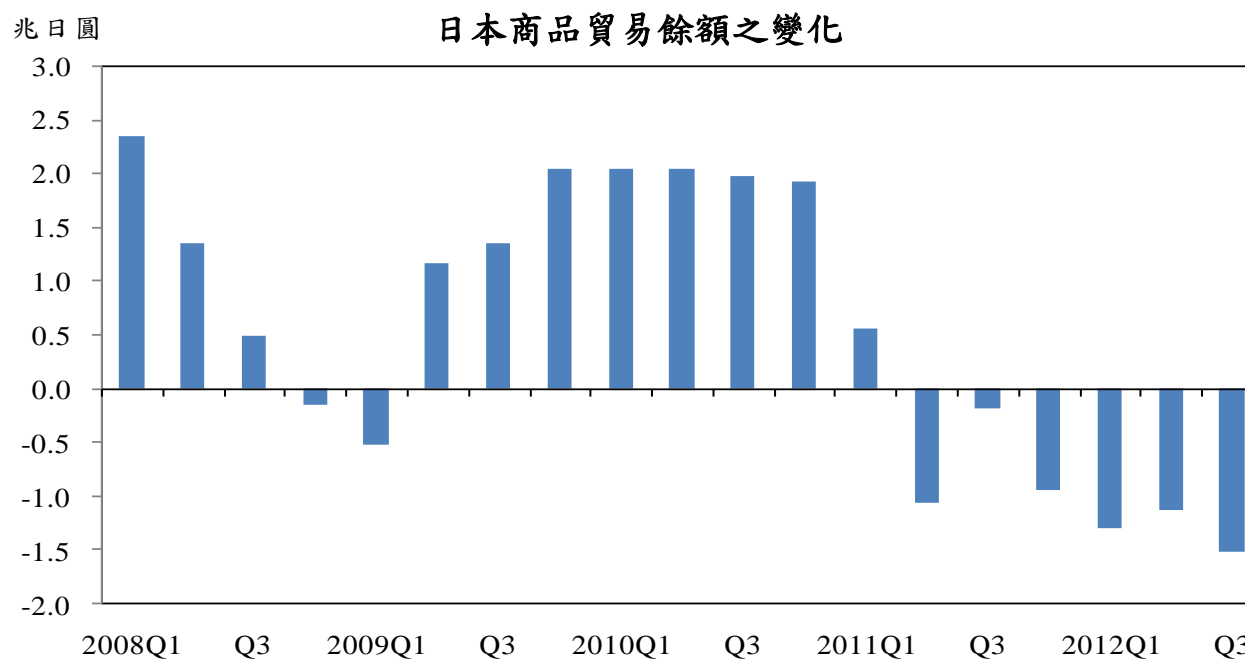
註：圖形為景氣綜合領先指標 (Composite Leading Indicators, CLIs)，100 的水平線代表經濟活動的長期趨勢。三角型代表 CLIs 的轉折點，轉折點通常領先經濟活動的實際轉折點約 6 個月。▲和▼代表已確認的 CLIs 轉折點，△和▽則代表可能在未來反轉的轉折點。

資料來源: OECD (2013), "Composite Leading Indicators Point to Stabilising Economic Growth in Most Major Economies," News Release, Jan. 14。

(五) 日本商品貿易逆差擴大促使日圓轉弱

2011年第2季起，**商品貿易連續6季出現逆差**，係1985年以來持續時間最長的一次²。

1. 短期因素：全球經濟減速、關閉核電廠大量進口能源。
2. 長期因素：企業生產據點外移、汽車與電機等主力產品競爭力下滑，以及降低核電需求等結構性改變。



資料來源：日本財務省「國際收支統計」

² 日本財務省最新公布之2012年商品通關統計，續呈6.9兆日圓入超，創历史新高。以地區別來看，對美國的貿易出超雖然擴大，惟對歐盟首次出現入超。對亞洲的貿易出超縮小，主因係對中國大陸之貿易入超創下史上最大，達3.5兆日圓，占整體貿易入超的一半以上。

(六) 日本央行持續擴大量化寬鬆提供日圓貶值之環境

1. 自 2010 年 10 月起，日本央行實施**資產買入計畫**，以充分供應市場流動性，累計總金額將達 **111 兆日圓**。
2. 安倍首相於 2012 年選前呼籲**無上限量化寬鬆**，並建議**提高通膨目標至 2%**，促使日本央行更積極擴大量化寬鬆政策。

日本央行歷次宣布擴增資產買入計畫之金額及日圓之走勢

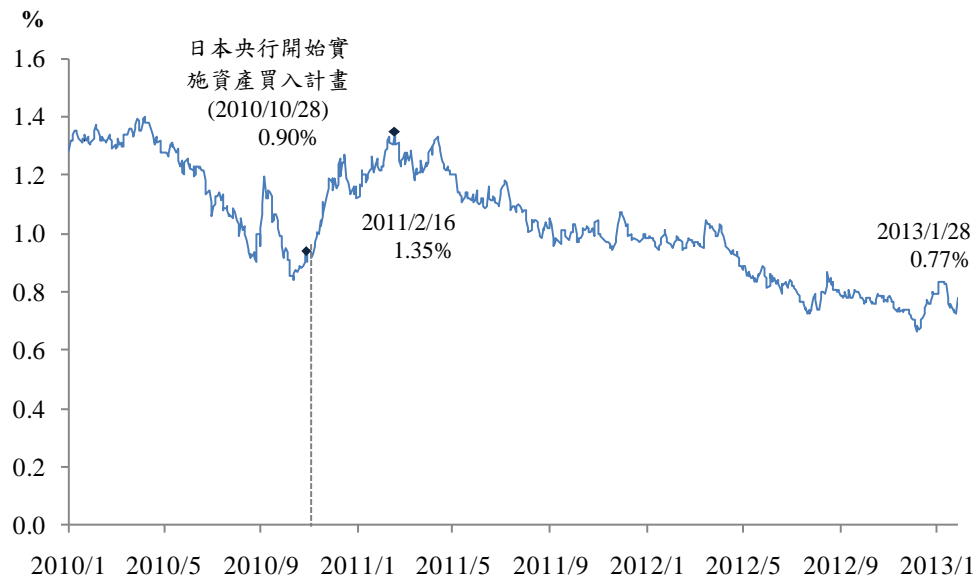


資料來源：日本央行

註：●代表日本央行宣布擴大量化寬鬆後日圓呈現明顯貶值；▲代表日本央行宣布擴大量化寬鬆後日圓貶值不明顯或呈現升值。

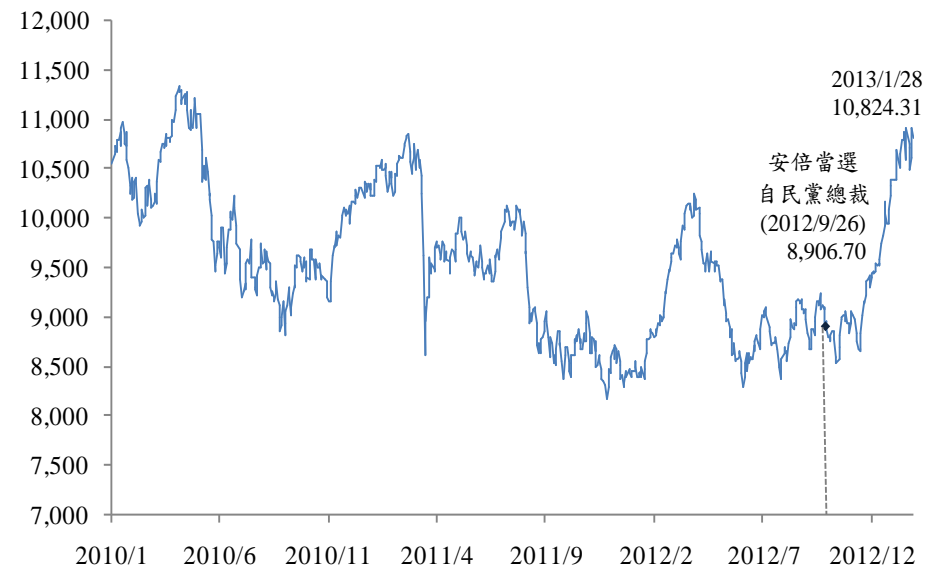
- 日本 **10 年期公債殖利率** 已自實施資產買入計畫前之 **0.90%** 左右，降至 2013 年 1 月 28 日之 **0.77%** 左右。
- 2012 年 9 月 26 日安倍當選自民黨總裁後，加上歐、美經濟情勢較為穩定，股市大幅反彈，截至目前約上漲 22%。

日本 10 年期公債殖利率走勢



資料來源：Thomson Datastream

日經股價指數走勢



資料來源：Thomson Datastream

(七) 日本央行公布新的寬鬆貨幣措施，惟市場初步反應不佳

1. 日本央行於本年 1 月 22 日公布新的寬鬆貨幣措施，自 2014 年 1 月起，將無限期每月買入 13 兆日圓資產，以儘速達成 2% 之通膨目標。
2. 惟市場普遍認為，2014 年資產買入計畫餘額由 2013 年底之 101 兆日圓僅增加 10 兆日圓，**實施規模較過去小**，**初步反應不佳**³。影響所及，1 月 22 日與 23 日日圓回升，股市回挫，惟隨後日圓趨貶。(見下表)

近日日圓及日股價位

日期	JPY/USD (日圓對美元升貶幅度)*	日經股價指數(漲跌幅)*
1 月 18 日	90.03	10,913.30
1 月 21 日	89.60 (升值 0.5%)	10,747.74 (下跌 1.5%)
1 月 22 日	89.09 (升值 0.6%)	10,709.93 (下跌 0.4%)
1 月 23 日	88.29 (升值 0.9%)	10,486.99 (下跌 2.1%)
1 月 24 日	89.27 (貶值 1.1%)	10,620.87 (上升 1.3%)
1 月 25 日	90.54 (貶值 1.4%)	10,926.65 (上升 2.9%)
1 月 28 日	90.70 (貶值 0.2%)	10,824.31 (下跌 0.9%)

註 1：*表示與前一營業日比較。

2：日本央行於 1 月 21 日及 22 日兩日召開貨幣政策會議，並於 22 日公布新的寬鬆貨幣政策。

資料來源：中央銀行、Thomson Datastream

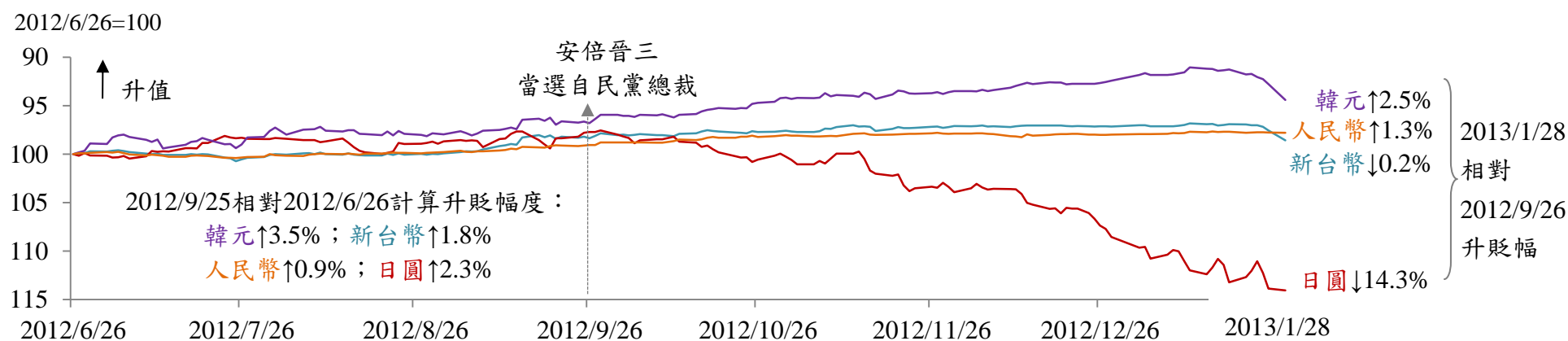
³ 參考 The Economist (2013), “Monetary Policy in Japan: Win Some, Lose Some”, *The Economist*, Jan. 26。

三、近期美日貨幣相繼貶值，帶動亞洲貨幣升值壓力

(一) 日圓急貶，致國際資金轉向

1. 近年亞洲新興經濟體之**經濟成長**較歐美佳，國際熱錢**流入亞洲**，加以日圓長期之避險角色，安倍上任前亞洲貨幣與日圓**均呈現升值趨勢**。
2. 安倍當選後，隨國際熱錢**轉向人民幣、韓元或新台幣**，大幅增加亞洲貨幣**升值壓力**。
3. 美國聖路易斯聯邦準備銀行總裁 Bullard 與德國央行總裁 Weidmann 均對各國恐爆發貨幣競貶表示擔憂⁴。
4. 南韓央行總裁金仲秀表示，如韓元因日圓貶值致波動性增加，將以平穩操作與總體審慎措施**積極回應**⁵。

安倍當選前後亞洲主要貨幣相對美元之升貶幅



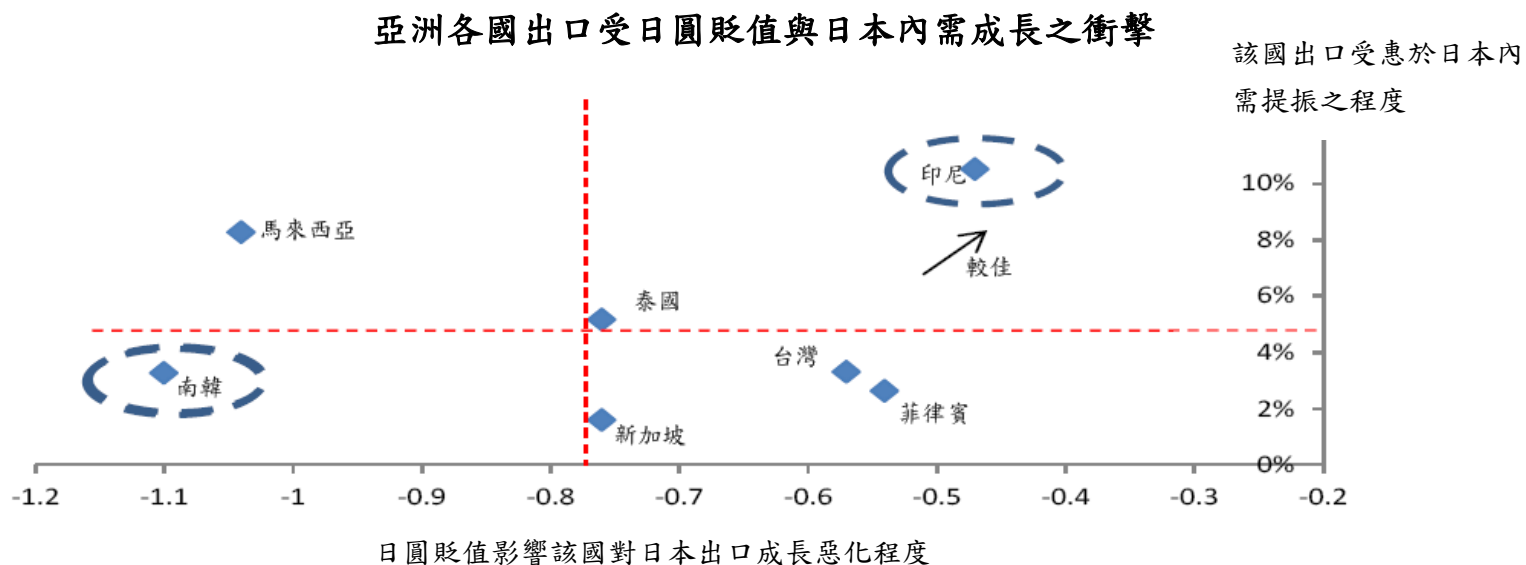
資料來源：中央銀行

⁴ 參考 2013 年 1 月 21 日 Financial Times 與 2013 年 1 月 24 日 The Wall Street Journal 報導。

⁵ 參考 2013 年 1 月 15 日朝鮮日報。

(二) 日圓持續貶值，恐影響以出口導向之亞洲新興經濟體

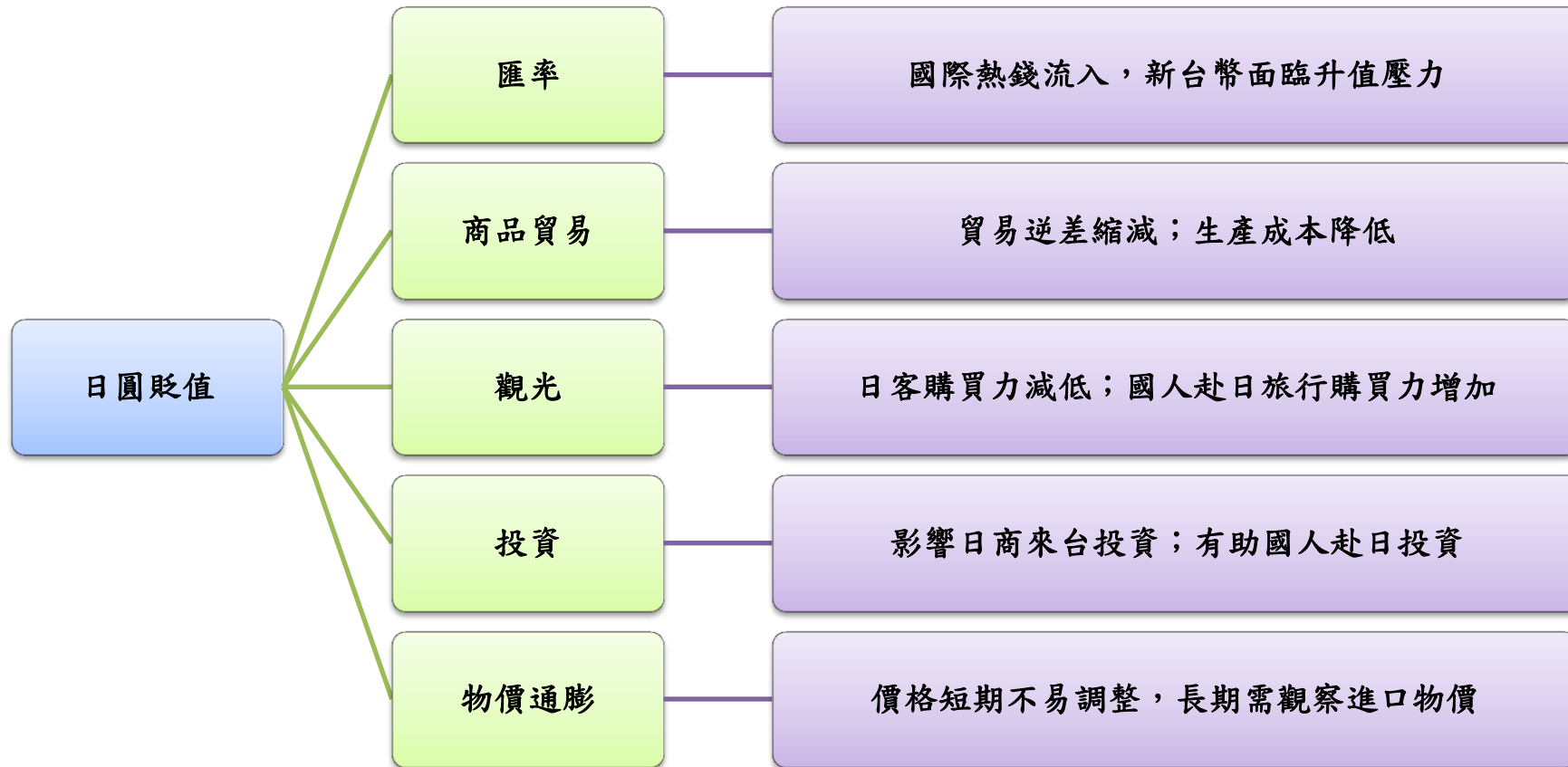
1. 南韓與東南亞國家以出口為經濟引擎，若其貨幣相對日圓升值，恐影響其出口競爭力與經濟成長動能。
2. 例如**南韓出口結構與日本相似**，尤其對造船、鋼鐵、汽車業等以及工程、營造業之海外標案方面，日圓相對韓元貶值，致使兩國競爭更加激烈，恐對南韓**產業造成負面影響**。(詳附件 3)
3. 日圓若持續貶值，有助日本出口成長，可望**間接**提振原物料、工業用油等**需求**，東南亞國家如**印尼、馬來西亞**對日本之出口將可受惠。(詳附件 3)
4. 惟**顧及出口競爭力**，日圓波動劇烈，恐促使各國採取**穩定外匯之措施**。



註：紅色虛線表示樣本平均值。

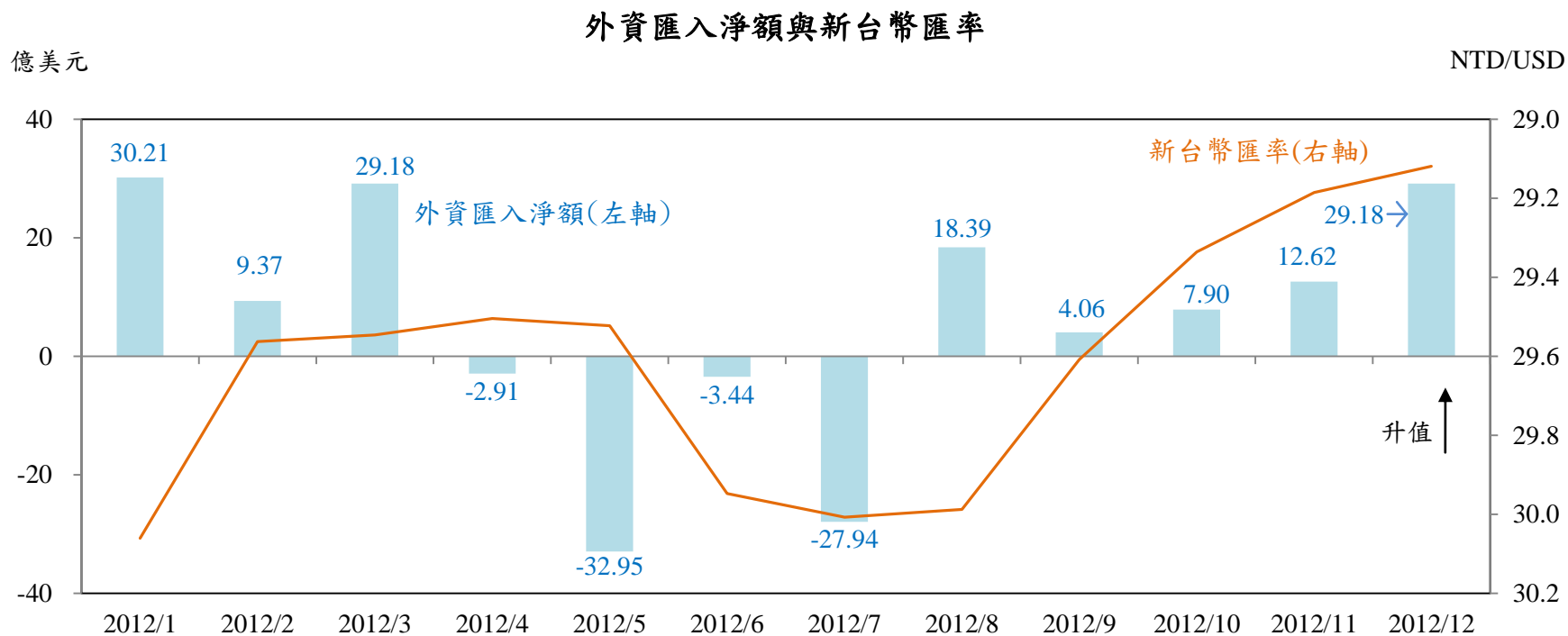
資料來源: Sathirathai, Santitarn (2013), "Japan's Reflation: Winners and Losers in Non-Japan Asia", *Economics Research*, Credit Suisse。

四、對台灣經濟金融之影響



(一) 國際熱錢流入，新台幣面臨升值壓力

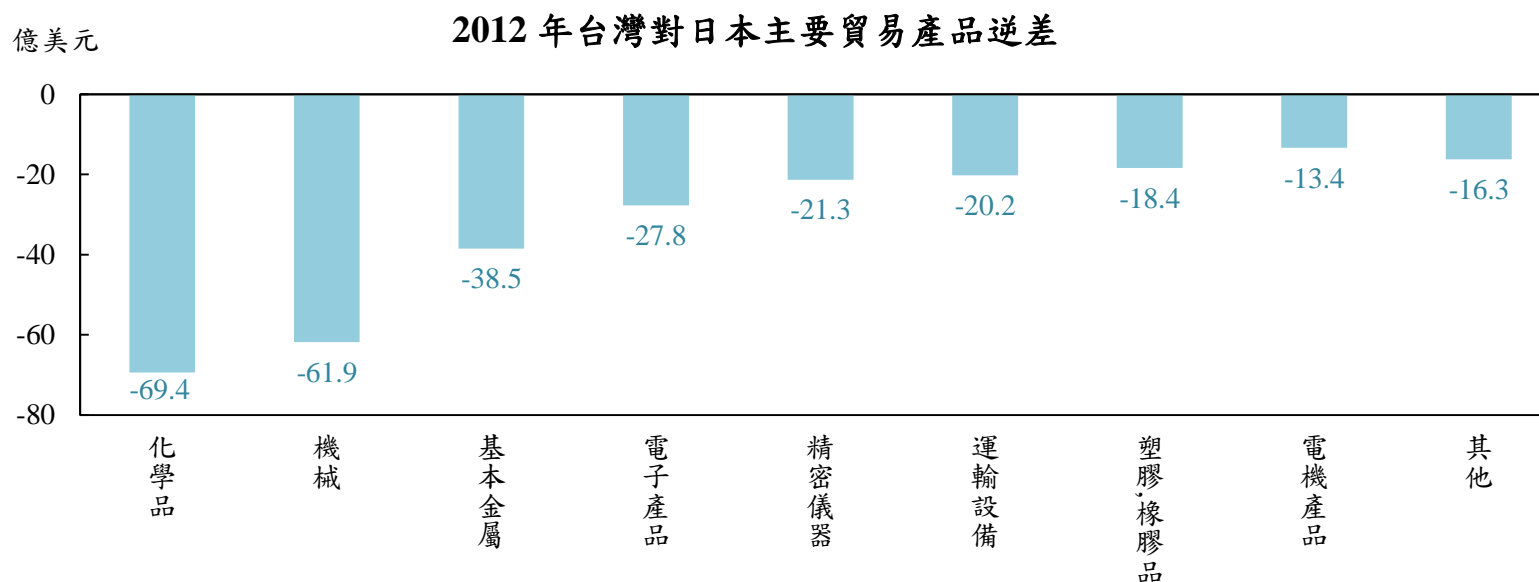
隨國際熱錢轉向亞洲，2012年第4季以來外資匯入金額持續增加，對新台幣造成升值壓力。



資料來源：中央銀行

(二) 日圓貶值有助縮減台灣對日本之貿易逆差

1. 日本為台灣之**最大進口國**，第4大出口國，台灣對日本貿易長期呈現鉅額**逆差**。
2. 2012年台灣自日本進口金額(約476億美元)遠大於對日本出口金額(約189億美元)，以日圓計價的進口比重又大於出口比重，因此，當日圓對美元貶值，短期內，換算為美元的進口減額大於出口減額，對日**貿易逆差可望縮減**。
3. 台灣對日本的貿易**逆差**以**化學品**及**機械**為最大，**受日圓貶值的效益將較大**。



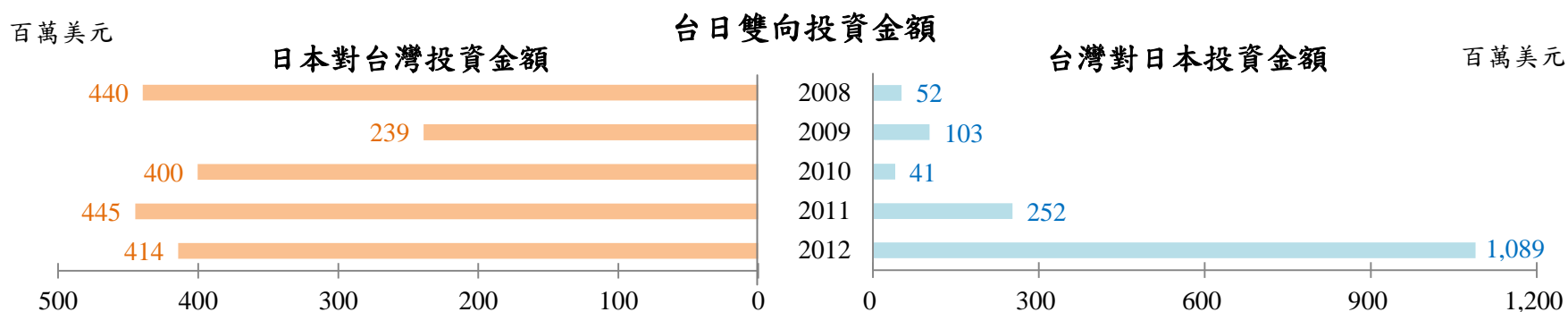
資料來源：台灣通關統計

(三) 日客來台購買力減低；國人赴日本旅行購買力增加

1. 日本旅客為台灣第 2 大客源，近兩年日客來台人次成長，且消費力強⁶。
2. 日圓貶值，恐減少日本旅客來台誘因與消費力；相對地，國人赴日旅行因購買力上升，人次可望增加。惟匯率變動僅為影響旅遊行為眾多因素之一。

(四) 日圓貶值恐衝擊日商來台投資意願，但有利於台灣企業購買日本技術

1. 日本企業為降低成本及分散風險積極對台投資，加以產業聚落考量及兩岸關係和緩，近年日本對台投資持穩。
2. 近期日圓相對新台幣貶值，恐增加日商來台投資成本，並衝擊其來台投資意願；惟企業長期投資主要著眼於未來投資收益，匯率升貶並非唯一參考指標。
3. 日圓貶值亦相對提升新台幣購買力，有利於台灣企業對日本直接投資或購買技術。



註：2012 年台灣對日本投資金額擴增，主因係某大型企業入股日本廠商所致。

資料來源：經濟部投審會

⁶ 根據觀光局 2011 年資料，日客在台平均每日消費 348 美元，高於來台觀光客平均值 258 美元。

(五) 自日本進口成本可望下降，惟對物價影響有限

1. 自日本進口需求大部分係出口引申性需求，短期內對國內物價影響有限

(1) 日圓貶值有助於降低進口成本，惟台灣自日本進口商品主要為出口引申性需求之關鍵零組件、資本設備等。因此，對國內物價直接影響或將有限。

(2) 商品價格調整具向下僵固性，短期內消費品伴隨日圓貶值降價幅度恐不大。惟若日圓持續貶值，廠商即可能面臨較大的降價壓力。

2. 國人赴日旅遊團費可望調降 1 成，約新台幣 3,000 元⁷。日系汽車將漲幅由原先之 3% 調降至 1% 至 1.5%，較老舊車款甚至不漲價；日系化妝品，則較不易調降價格⁸。

⁷ 中央社 2013 年 1 月 18 日報導。

⁸ 聯合報 2013 年 1 月 25 日報導。

五、針對日本寬鬆貨幣政策及日圓貶值，本行之因應措施

- (一) 新台幣匯率由**外匯市場供需決定**，惟若有不規則因素(如短期資金大量進出)及季節因素，導致**匯率過度波動**與**失序變動**(disorderly movements)，有危及經濟與金融穩定之虞時，央行將維持外匯市場秩序。
- (二) 近期日圓大幅貶值，國內進口商**新台幣進口成本下降**，本行呼籲進口商調降其進口商品售價，以嘉惠國內消費者。

附件 1、日本政府擴大財政支出

一、安倍內閣提出緊急經濟對策之主要內容

2013 年 1 月 11 日日本安倍內閣提出緊急經濟對策，規模達 20.2 兆日圓(約 2,270 億美元)，係 2009 年 4 月全球金融危機時推出 56.8 兆日圓「經濟危機對策」後，最大規模之財政刺激方案。

2013 年 1 月 11 日緊急經濟對策

單位：兆日圓

主要用途	金額
1、災後重建與防災	5.5
東北震災後加速復舊工作	1.7
防災及減少災害工作	3.8
2、支援產業成長創造財富	12.3
促進民間投資強化產業發展	3.2
支援中小企業及農林漁牧業發展對策	8.5
支援企業拓展國外市場	0.3
培育人才及雇用對策	0.3
3、安定民生與活化區域經濟	2.4
醫療保健、育兒支援及改善生活空間	0.9
強化農業及支援區域產業	1.2
協助地方政府財政及促進公共事業	0.3
合計	20.2

資料來源：內閣府(2013)，「日本經濟再生に向けた緊急經濟對策について」，1 月 11 日新聞稿。

二、緊急經濟對策之財源及預期之經濟效益

(一) 財源

單位：兆日圓

資金來源	金額
1、2011 年度預算賸餘	4.6
2、發行公債	5.2
3、財政投融资帳戶撥出資金	0.5
合計(1+2+3)	10.3
4、政府金融機構擴大融資等	9.9
緊急經濟對策總規模(1+2+3+4)	20.2

資料來源：內閣府(2013)，「日本經濟再生に向けた緊急經濟対策について」，1月11日新聞稿。

(二) 預期之經濟效益

1. 緊急經濟對策之**三大目的**：**災後重建與防災**、**支援產業成長**創造財富，以及**安定民生與活化區域經濟**。
2. 日本內閣府預期緊急經濟對策可提高**2013 年度及 2014 年度(2013 年 4 月至 2015 年 3 月)GDP 約 2 個百分點**，創造約**60 萬個工作機會**。

附件 2、日本央行擴大寬鬆貨幣政策

一、日本央行擴大量化寬鬆政策，並提高通膨目標至 2%

- (一) 日本政府與日本央行於 1 月 22 日發表共同聲明，將推動通膨目標制度，將現行之通膨目標，即消費者物價指數(CPI)年增率 1%，提高至 2%。惟未明訂達成之期限。
- (二) 為達成此一目標，日本央行將於 2014 年起**配合進行無限期之買入資產操作**。

二、寬鬆貨幣政策之主要內容

日本央行於 1 月 22 日公布「有關導入物價穩定目標及無限期資產買入計畫」新聞稿：

- (一) 將通膨目標由 1%提高至 2%

政府將於內閣府轄下之「經濟財政諮詢會議」，與日本央行總裁定期共同檢討實施之成效。

- (二) 進行無限期買入資產操作

1. 為達到 2%之通膨目標，現行之「資產買入計畫(Asset Purchase Program)」規模 101 兆日圓，於 2013 年底結束後，**2014 年 1 月起將導入新的操作模式，進行無限期買入資產操作(open-ended asset purchasing method)**。
2. 自 2014 年 1 月起，**日本央行將無限期每月買入 13 兆日圓資產**(包括長期公債 2 兆日圓、國庫券 10 兆日圓，及其他資產 1 兆日圓⁹)。

⁹ 其他資產包括：商業本票 (CP)、公司債、指數股票型證券投資信託基金 (ETFs) 及不動產投資信託基金 (REITs) 等。

3. 若依照新的操作方式，至 2014 年底，**資產買入計畫的餘額預計將由 2013 年底之 101 兆日圓增加 10 兆日圓至 111 兆日圓**(約為 GDP 之 22%)。

日本央行資產買入計畫之實施進度

單位：兆日圓

日期	餘額
2012 年底	65
2013 年底	101
2014 年底	111

資料來源：日本央行

三、下修 2012 年及上修 2013 年之經濟成長率預測值

- (一) 由於日本政府推動 20.2 兆日圓之緊急經濟對策，因此日本央行將 **2013 年度經濟成長率預測值上修 0.7 個百分點至 2.3%**。
- (二) 有鑑於全球經濟成長仍然疲弱，**2012 年度經濟成長率預測值**下修 0.5 個百分點至 **1.0%**。

附件 3、日圓貶值對亞洲鄰國出口之影響

一、日圓貶值對亞洲經濟體之影響不同

(一) 依 IMF 2011 年報告¹⁰，日圓貶值對亞洲各國出口之影響，取決於該國在日本商品供應鏈的相對位置。

1. 如日本為該國生產鏈的供應者，且為該國最終產品的消費者，則該國**受益日圓貶值效果**將最顯著。
2. 如**出口結構與日本相似**，且與日本**商品互相競爭**，則將成為**主要受害者**。

(二) 由於亞洲各國之生產成本仍大幅低於日本，且日本企業亦須分散生產地區，避免天然災害的衝擊，日圓貶值雖會放緩日商的對外直接投資，但影響有限。

(三) 國際投資銀行的主要觀點¹¹：

1. **南韓**景氣循環產業（**造船、鋼鐵、工程、營造業**）與**汽車業**（產業由日商主導）將**受到較大的負面衝擊**。
2. 科技產業或可因新技術與新產品的推出，**抵銷匯率波動對其盈餘的衝擊**。
3. 日圓貶值可提高日本出口競爭力，由於日本國內需求與出口呈高度相關性，**日圓貶值將間接提振國內需求**，配合近期日本所推出的**財政刺激方案**，因此，**出口最終商品**至日本的國家，如**印尼、馬來西亞**（出口燃油與潤滑油）與**泰國**等國，**將因此受惠**。

¹⁰ 參考 Bayoumi, Tamim (2011), “Changing Patterns of Global Trade”, *Strategy, Policy, and Review Department, IMF*, June 15。

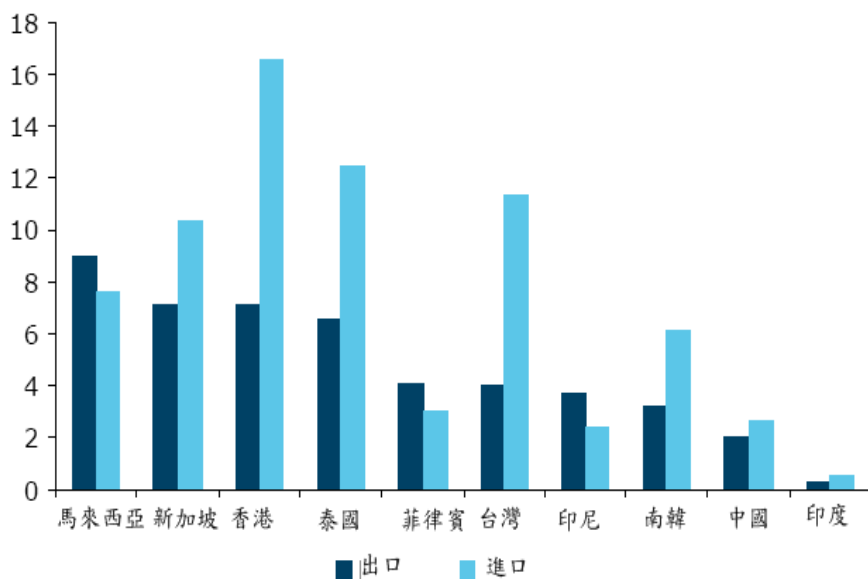
¹¹ 參考 Lee, Chang H. (2012), “A Road Map for Navigating Currency Concerns”, *Daiwa Capital Markets*, Dec. 19 與 Sathirathai, Santitarn (2013), “Japan's Reflation: Winners and Losers in Non-Japan Asia”, *Economics Research*, Credit Suisse。

二、亞洲各國與日本間之貿易結構

(一) 亞洲各國出口至日本與自日本進口占該國總出/進口的比重不同(圖 1)，各國受日圓變動的影響將不同。

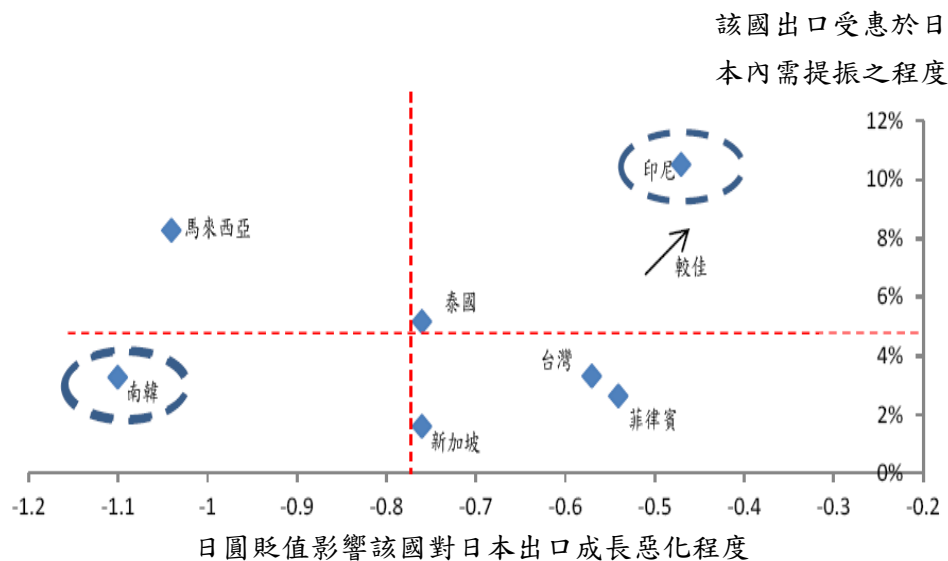
(二) 各國出口雖將因日圓貶值而受到**負面衝擊**，但亦可能因日本國內需求成長而得到**正面效益**；基於各國出口結構不同，各國受影響亦不相同。例如，**南韓處於較不利影響**，**印尼則處於相對較有利的影響** (圖 2)。

圖 1 亞洲各國與日本貿易所占之比重



資料來源: Victorino, Eugenia F. (2013), “ANZ Emerging Asia Weekly”, ANZ Research, Jan. 10。

圖 2 亞洲各國出口受日圓貶值與日本內需成長之衝擊



資料來源: Sathirathai, Santitarn (2013), “Japan's Reflation: Winners and Losers in Non-Japan Asia”, Economics Research, Credit Suisse。

三、南韓所受之不利影響相對較大¹²

- (一) 由各國與日本的出口結構中，依出口相似度指標與出口互補性指標來分析，可發現**南韓**因出口結構與日本相似度較高，可被視為**日本的競爭國**，而**東南亞各國**的出口結構則與日本呈**互補性相對較高**。
- (二) 金融危機以來，韓元的**實質有效匯率指數**較日圓為低，南韓廠商相對日本的出口競爭力與**韓元匯價低估**有關。近期日圓相對韓元貶值，兩國間出口競爭力**差距或將縮減**。

¹² 參考 Sathirathai, Santitarn (2013), “Japan's Reflation: Winners and Losers in Non-Japan Asia”, *Economics Research*, Credit Suisse。