

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

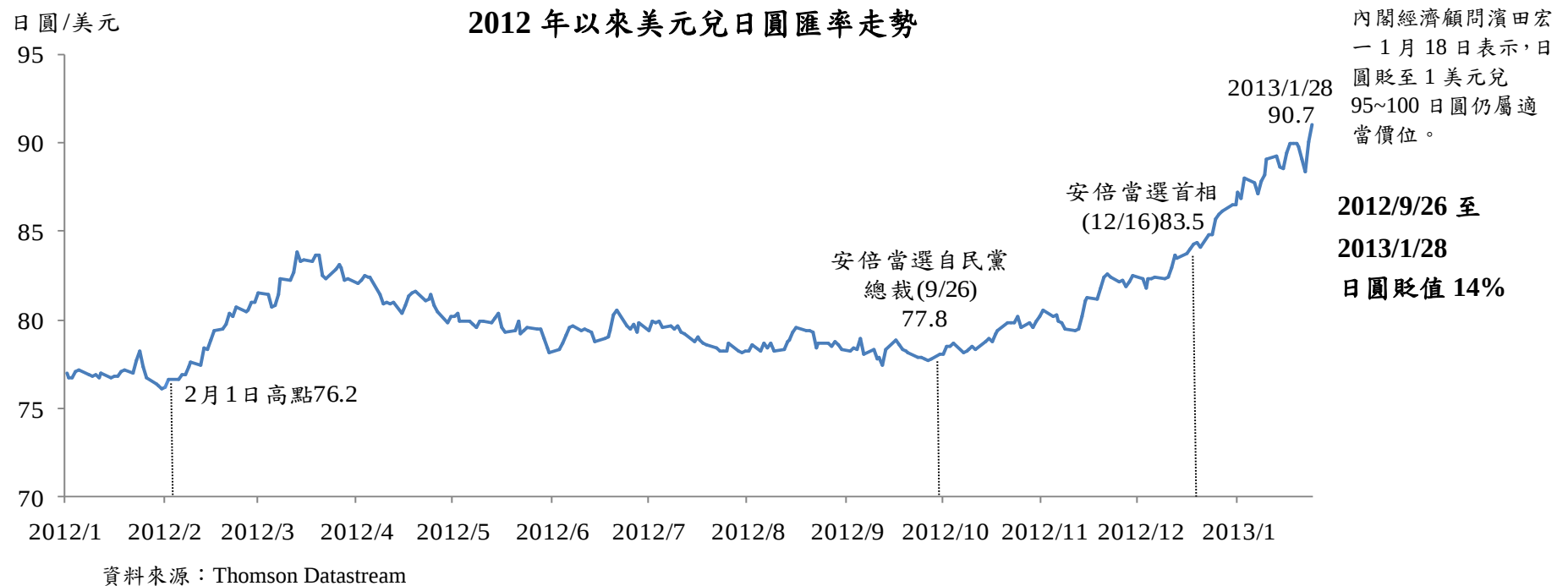


資料來源：Thomson Datastream

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)

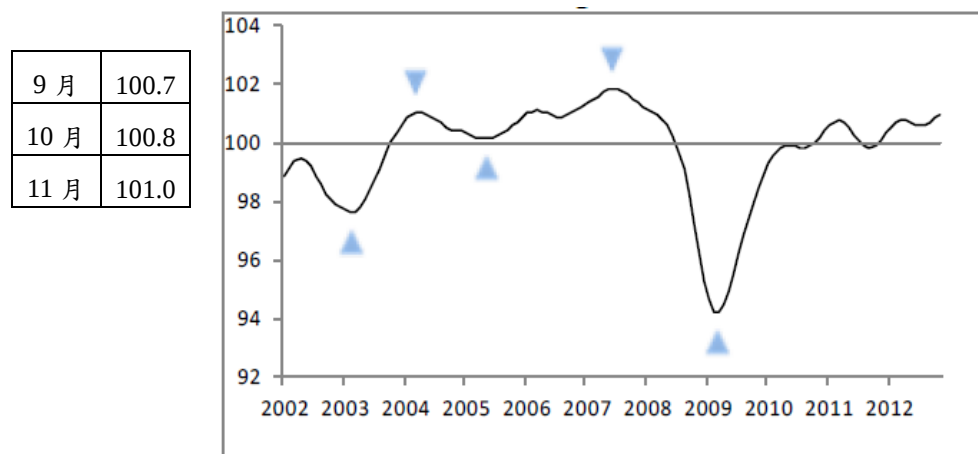
(2) 寬鬆貨幣政策：積極擴大量化寬鬆措施，以儘速達成 2%之通膨目標。其後，日本央行乃計劃新的量化寬鬆操作模式，自 2014 年 1 月起將無限期每月買入 13 兆日圓(約 1,451 億美元)資產。(詳附件 2)

(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。

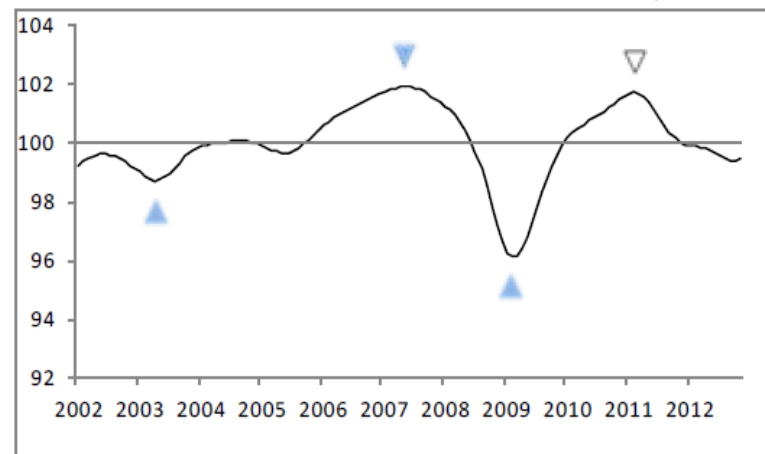
(四) 歐美經濟漸趨穩定使日圓轉為貶值

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 9 月 6 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



歐元區經濟仍低於長期趨勢



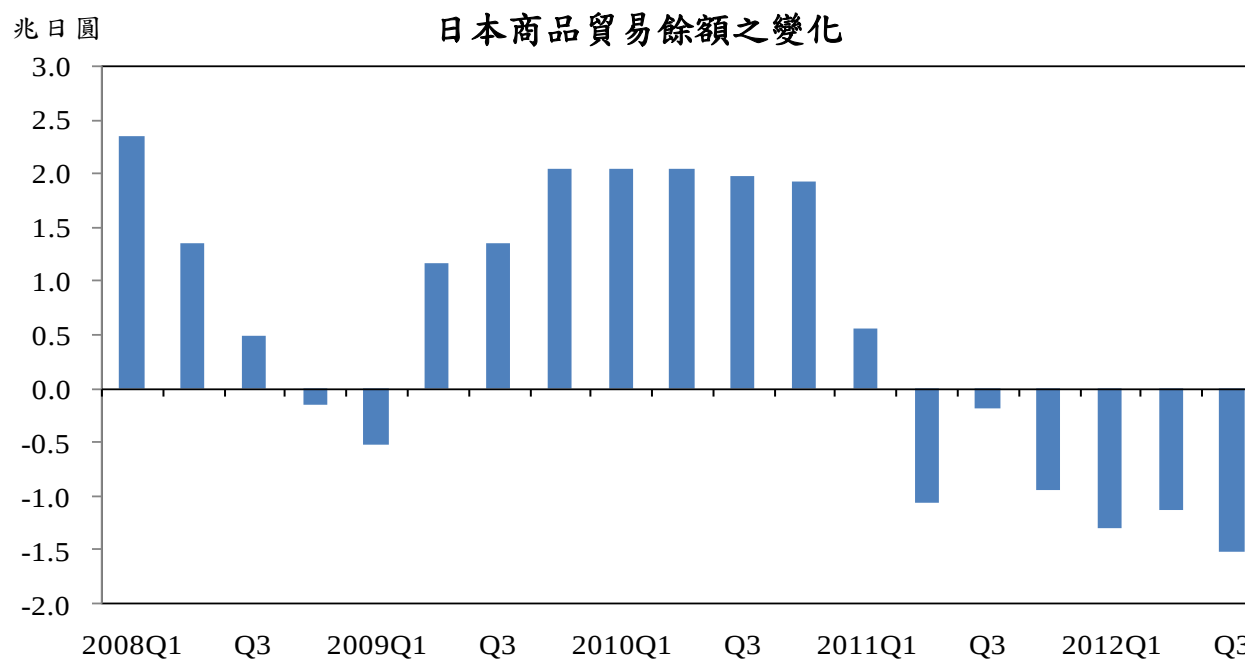
註：圖形為景氣綜合領先指標 (Composite Leading Indicators, CLIs)，100 的水平線代表經濟活動的長期趨勢。三角型代表 CLIs 的轉折點，轉折點通常領先經濟活動的實際轉折點約 6 個月。▲和▼代表已確認的 CLIs 轉折點，△和▽則代表可能在未來反轉的轉折點。

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。



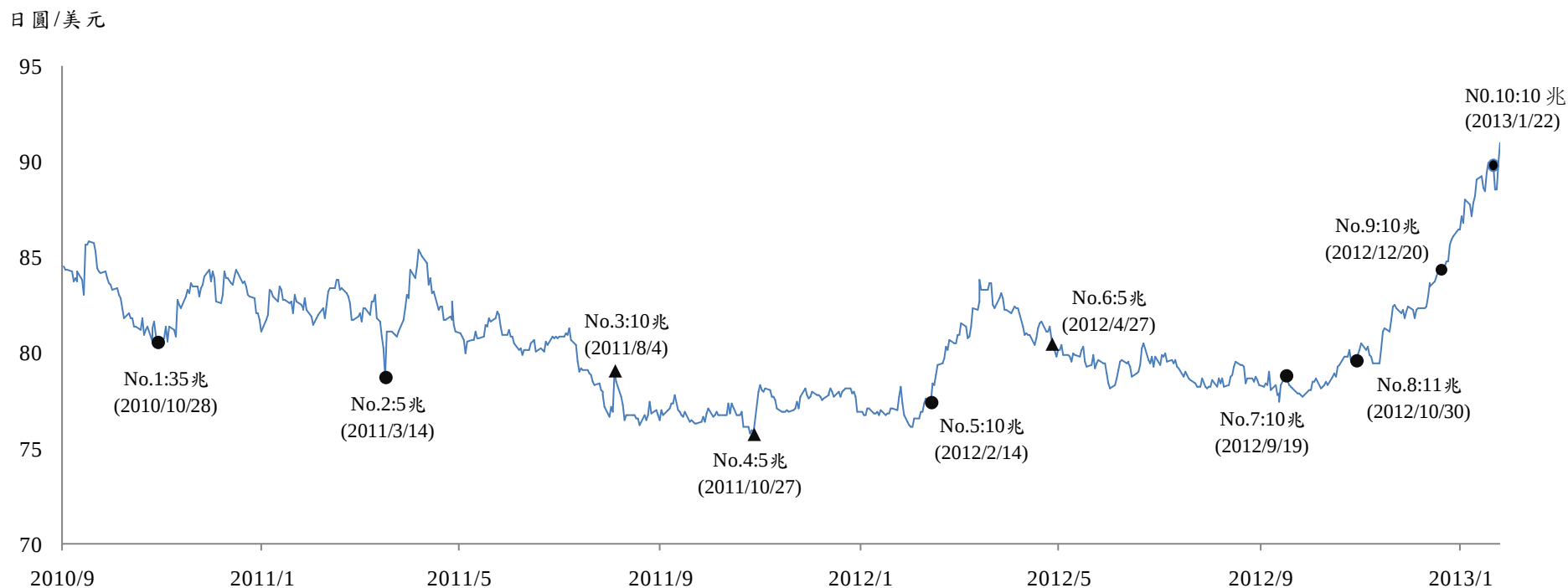
資料來源：日本財務省「國際收支統計」

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。

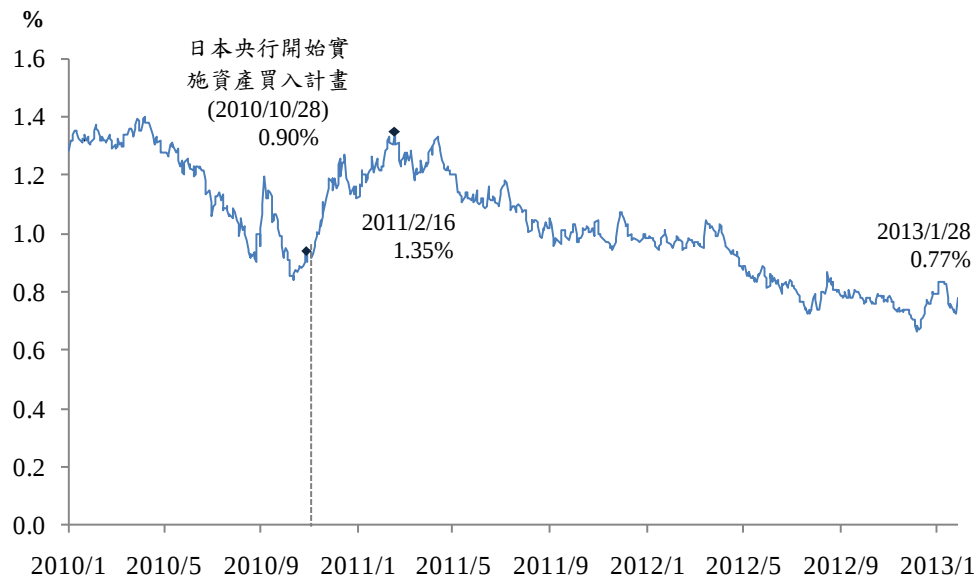
日本央行歷次宣布擴增資產買入計畫之金額及日圓之走勢



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。

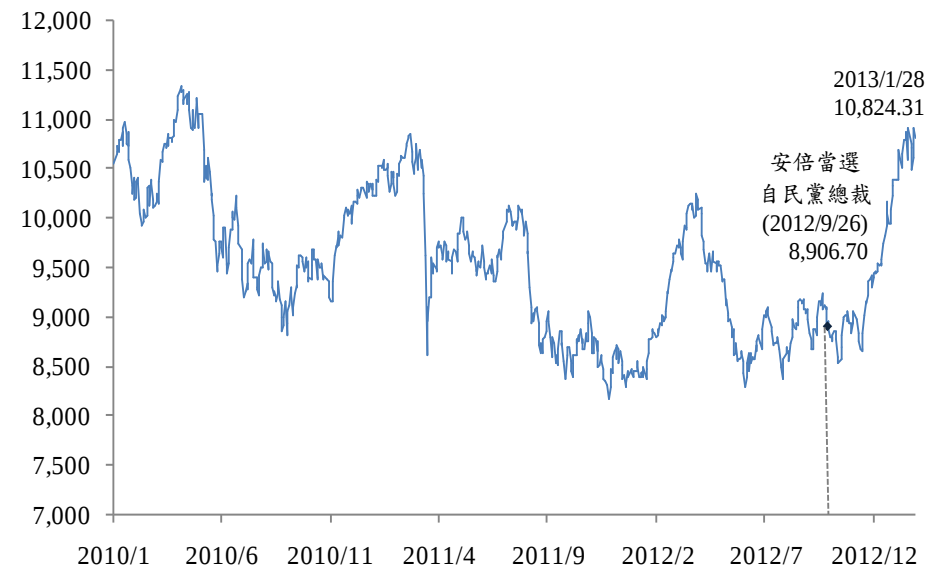
3. 日本 **10 年期公債殖利率** 已自實施資產買入計畫前之 **0.90%** 左右，降至 2013 年 1 月 28 日之 **0.77%** 左右。
4. 2012 年 9 月 26 日安倍當選自民黨總裁後，加上歐、美經濟情勢較為穩定，股市大幅反彈，截至目前約上漲 22%。

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

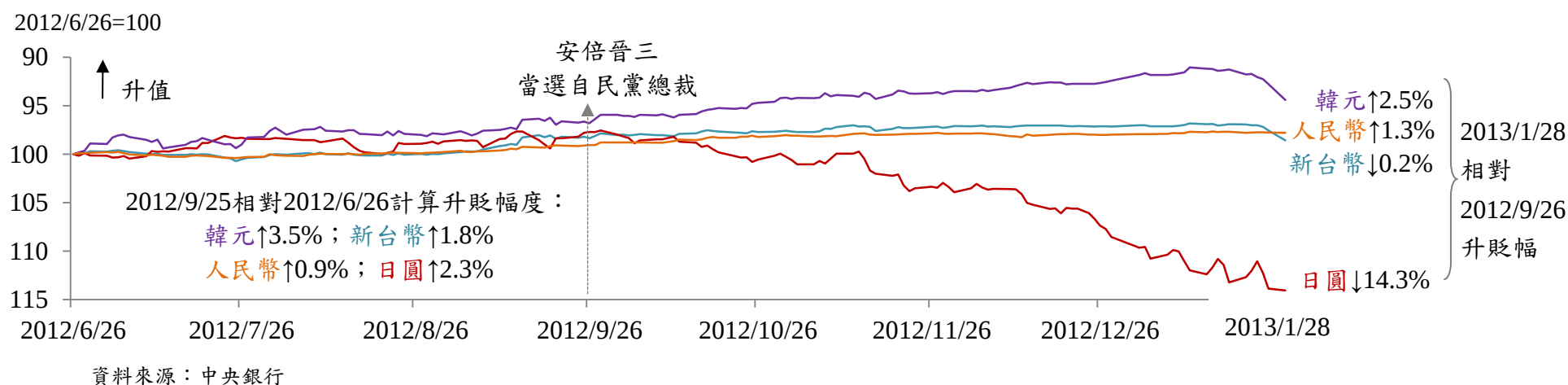
³ 參考 The Economist (2013), “Monetary Policy in Japan: Win Some, Lose Some”, *The Economist*, Jan. 26。

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



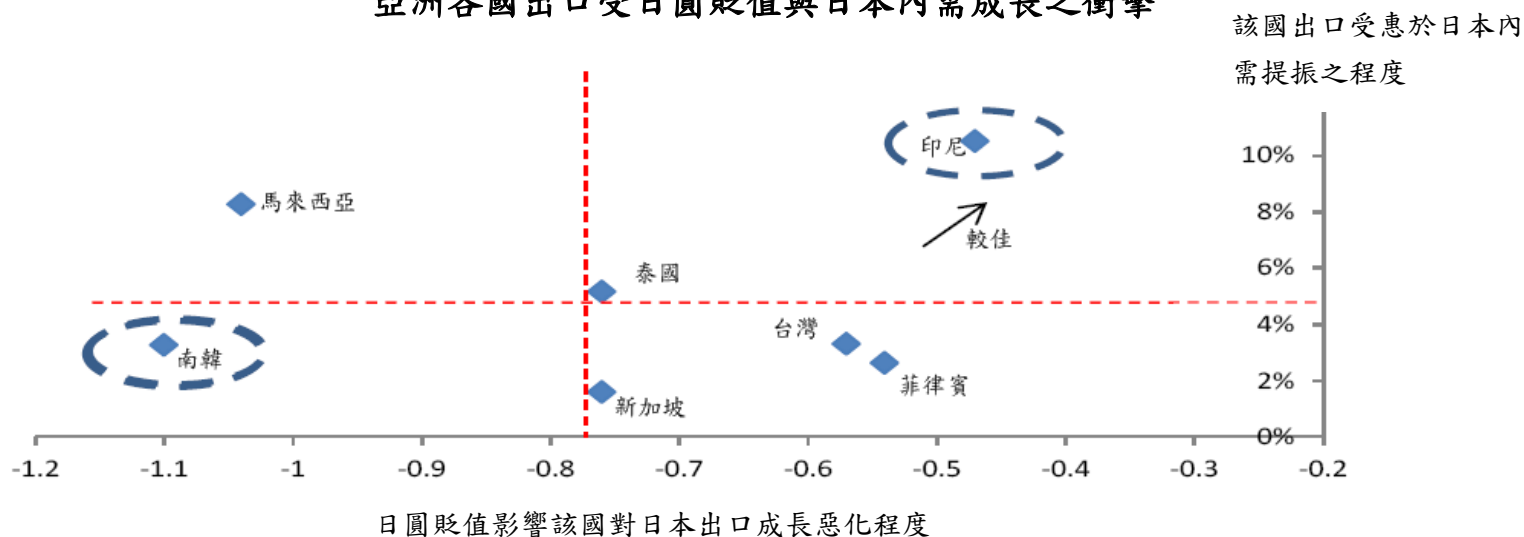
⁴ 參考 2013 年 1 月 21 日 Financial Times 與 2013 年 1 月 24 日 The Wall Street Journal 報導。

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**。

亞洲各國出口受日圓貶值與日本內需成長之衝擊



註：紅色虛線表示樣本平均值。

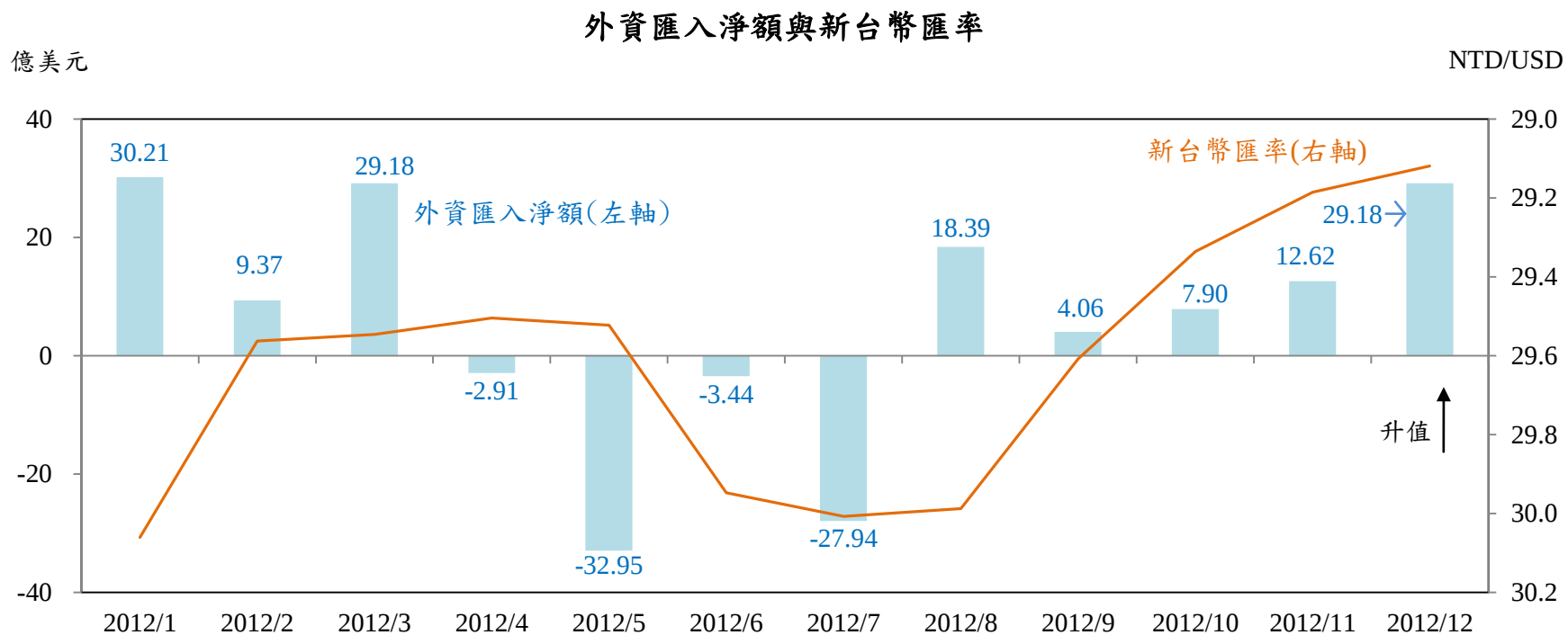
資料來源: Sathirathai, Santitarn (2013), "Japan's Reflation: Winners and Losers in Non-Japan Asia", *Economics Research*, Credit Suisse。

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

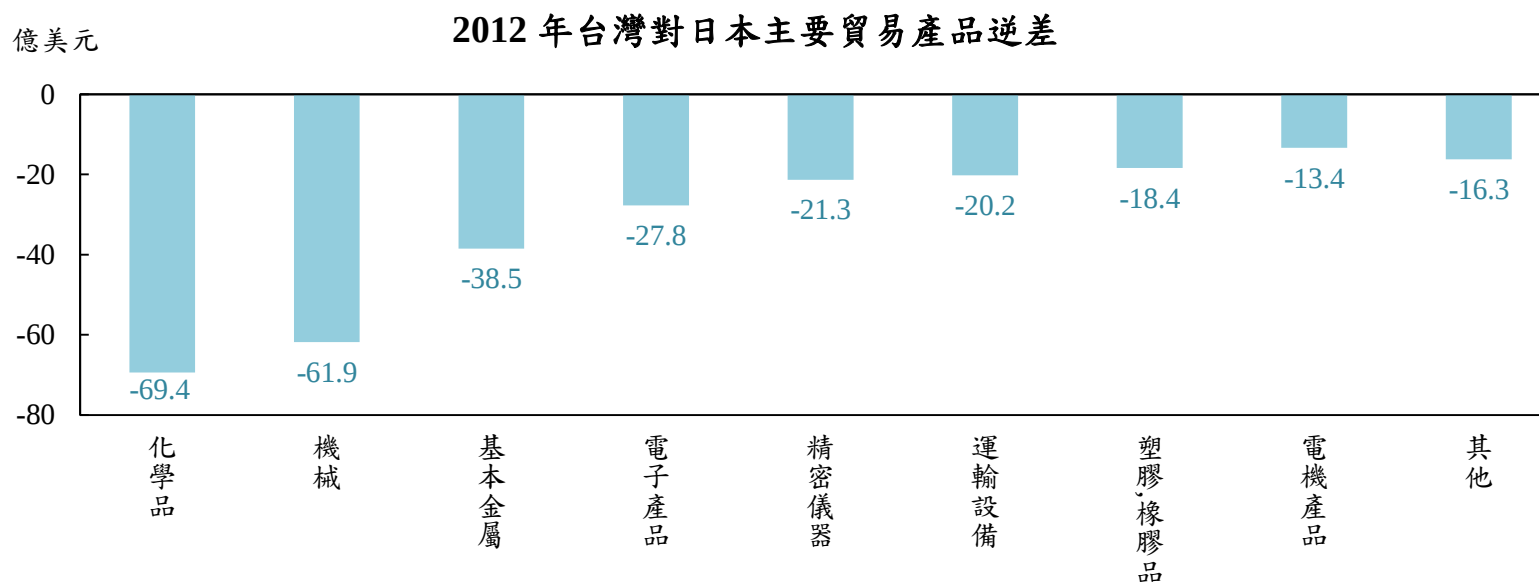
隨國際熱錢轉向亞洲，2012 年第 4 季以來外資匯入金額持續增加，對新台幣造成升值壓力。



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**。



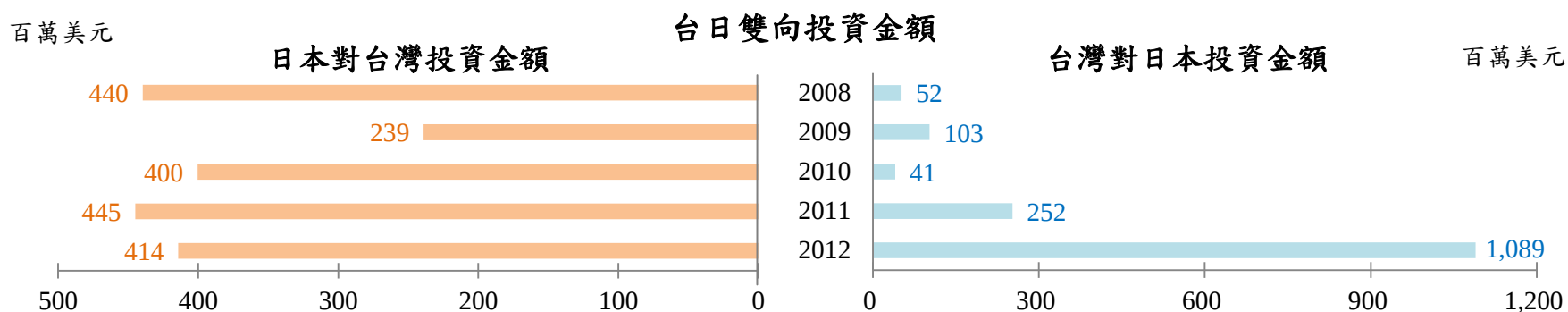
資料來源：台灣通關統計

(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対策について」，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。

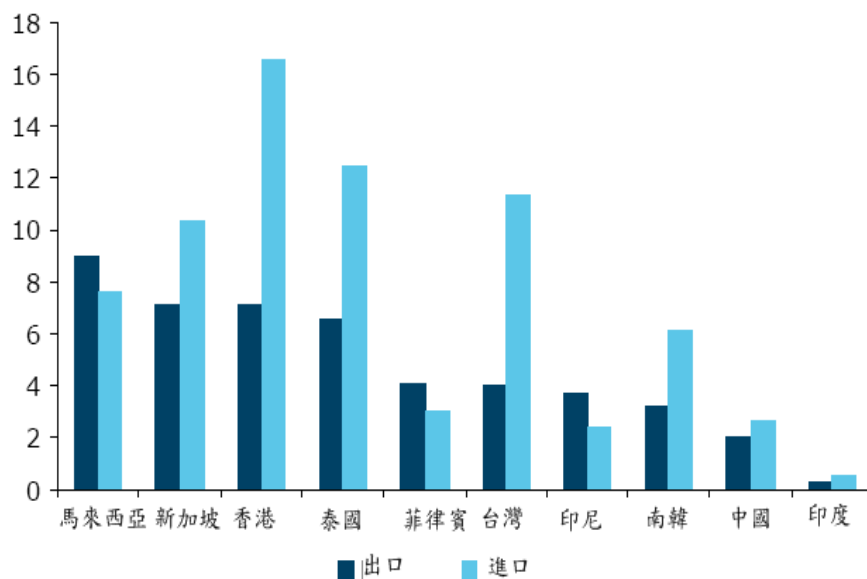
¹¹ 參考 Lee, Chang H. (2012), “A Road Map for Navigating Currency Concerns”, *Daiwa Capital Markets*, Dec. 19 與 Sathirathai, Santitarn (2013), “Japan's Reflation: Winners and Losers in Non-Japan Asia”, *Economics Research*, Credit Suisse。

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。

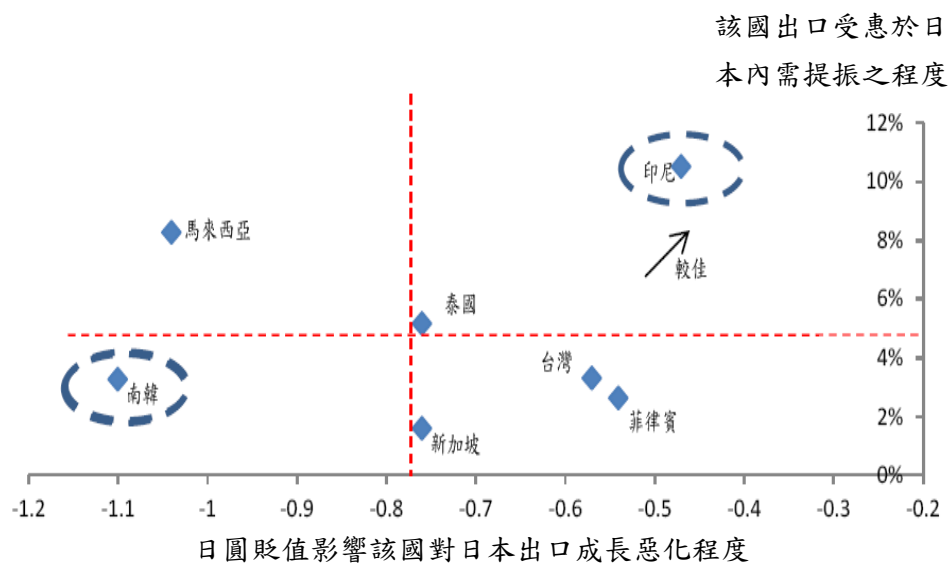
(二) 各國出口雖將因日圓貶值而受到**負面衝擊**，但亦可能因日本國內需求成長而得到**正面效益**；基於各國出口結構不同，各國受影響亦不相同。例如，**南韓處於較不利影響**，**印尼**則處於相對較**有利的影響** (圖 2)。

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



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。

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。