

台北，2016年11月8日

## 安倍經濟學”第一支箭”為何失效了？

自 2013 年初安倍經濟學實行以來，日本央行（BOJ）一直推行大膽的寬鬆貨幣政策，統稱為”安倍經濟學第一支箭”。這些措施包括在 2013 年 4 月祭出的”量化及質化寬鬆”（QQE）2016 年 1 月祭出的”QQE+負利率”以及在 2016 年 9 月最新宣布的”QQE+收益率曲線控制”。“然而當前，距離”第一支箭”射出已過了三年半，其成效尤其是對日本出口及日元匯率的影響卻日漸衰微。

### 為什麼在”第一支箭”初見成效之時的日元貶值未能提振日本的商品出口量？

日元貶值對出口的效果欠佳，原因仍在於全球經濟成長乏力此一外部因素導致包括日本出口在內的全球商品貿易活動疲軟。另一個更為結構性的原因是日本出口商的”依市定價”（即無論日元匯率如何，均保持出口價格維持在外幣與國內價格同等水平上的做法。如此一來，限制了對日本出口需求的刺激作用。

### 日元匯率波動之下，哪些行業受殃及程度最重？

由於這種”依市定價”的行為，日本製造商的營業利潤增長會隨著日元的波動趨勢而變化。日本央行大幅的寬鬆貨幣刺激措施應使日本眾多製造商倍感振奮。

另一個決定日元匯率變動對日本製造商獲利能力的重要因素可能是其出口中計價貨幣的份額。出口產品差異化程度較低的行業，其日元計價的佔比較小，因而對日元波動更為敏感。所以，當日元走強時，這些行業的參與者更易受到衝擊，而在日元走弱時則獲利能力提升。

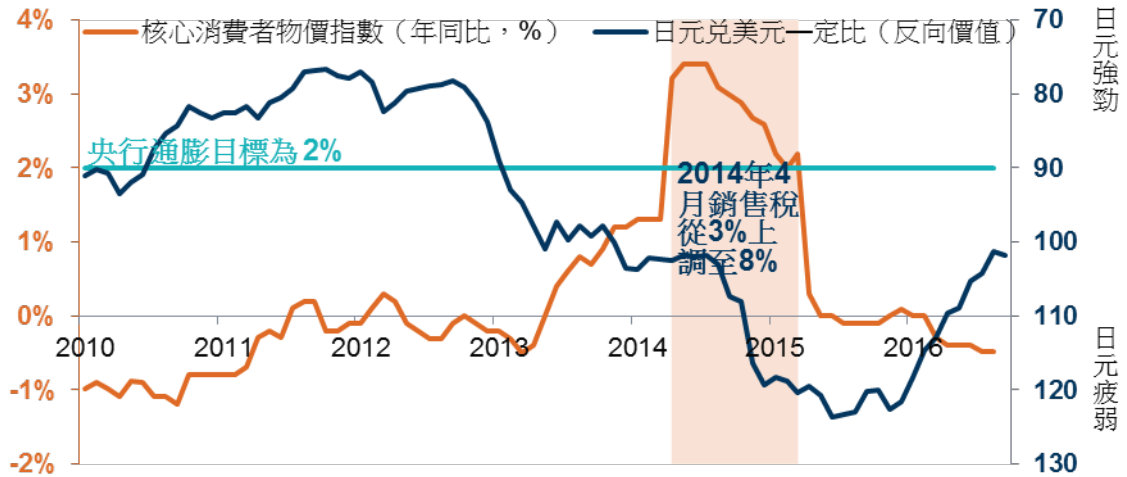
結合上述理論與實證分析可知，紡織業和化工行業在日元強勢時較為脆弱，而一般機械產業相對更為適應這種情況。

### 不斷增強的擴張性貨幣政策已成強弩之末，之後形勢會如何變化？

理論上，通過擴張性貨幣政策帶來的貨幣供給增長將導致貨幣貶值。然而，在 2016 年年市場變動不穩的大環境下，日元顯現出的”避風港”屬性使得其在日本加強擴張性貨幣政策力道的情况下，仍維持了一定匯率強勢。照此下去，進一步貨幣刺激的邊際效應將逐步遞減。

”最新數據顯示，日本可能再次陷入流動性陷阱。更值得警惕的是，通縮風險仍無減弱的徵兆。由於貨幣及財政政策的轉圜空間已十分有限，日本政府亟須大膽放寬管制，推進結構性改革，以刺激生產力和工資增長。否則，日本就無法擺脫當前的低增長和通縮態勢。”科法斯亞太地區經濟師黃詠詩 (Jackit Wong) 認為。

日元兌美元，核心消費者物價指數（年同比，%）對央行通脹目標



來源：CEIC、日本央行、科法斯集團（最近更新：2016年10月3日）

### 媒體聯絡：

如需進一步詢問，請聯絡：駱貞臻 – 電話：+886 2 2579 1169 – [kirsten.lo@coface.com](mailto:kirsten.lo@coface.com)

### 科法斯集團簡介

科法斯集團在全球信用保險市場具領導地位，為各國企業提供國內及出口貿易信用風險保障服務，減低企業壞帳風險。集團全球員工人數達 4,500 名，2015 年全球總營收為 14.90 億歐元。集團在 100 個國家設有直營或非直營機構，為遍佈 200 多個國家超過 40,000 家企業提供信用保險服務。科法斯集團擁有 660 名貿易信用額度評核及信用分析人員，憑藉對當地客戶及買家的認識及集團對全球企業付款狀況的專業知識，每季為 160 個國家的貿易風險作出評估。

科法斯集團代表法國政府管理出口公共擔保服務。

[www.coface.com](http://www.coface.com)

科法斯集團在巴黎證券交易所A股掛牌交易  
ISIN代碼：FR0010667147 / 股票代碼：COFA

**COFA**  
**LISTED**  
EURONEXT