

中国，2016年11月8日

## 安倍经济学“第一支箭”为何失效了？

自2013年初安倍经济学实行以来，日本央行（BOJ）一直推行大胆的宽松货币政策，统称为“安倍经济学第一支箭”。这些措施包括在2013年4月出台的“量化及质化宽松”（QQE），2016年1月祭出的“QQE+负利率”，以及在2016年9月最新宣布的“QQE+收益率曲线控制”。然而当前，距离“第一支箭”射出已过了三年半，其成效尤其是对日本出口及日元汇率的影响却日渐衰微。

### 为什么在“第一支箭”初见成效之时的日元贬值未能提振日本的商品出口量？

日元贬值对出口的效果欠佳，原因仍在于全球经济增长乏力这一外部因素导致包括日本出口在内的全球商品贸易活动疲软。另一个更为结构性的原因是日本出口商的“依市定价”，即无论日元汇率如何，日本出口商均将出口价格维持在外币与国内价格同等水平上的做法。如此一来，限制了日元汇率对日本出口需求的刺激作用。

### 日元汇率波动之下，哪些行业受殃及程度最重？

由于这种“依市定价”的行为，日本制造商的营业利润增长会随着日元的波动趋势而变化。日本央行大幅的宽松货币刺激措施应使日本众多制造商倍感振奋。

另一个决定日元汇率变动对日本制造商盈利能力的重要因素可能是其出口中计价货币的份额。出口产品差异化程度较低的行业，其日元计价的占比较小，因而对日元波动更为敏感。所以，当日元走强时，这些行业更易受到冲击，而在日元走弱时则盈利能力提升。

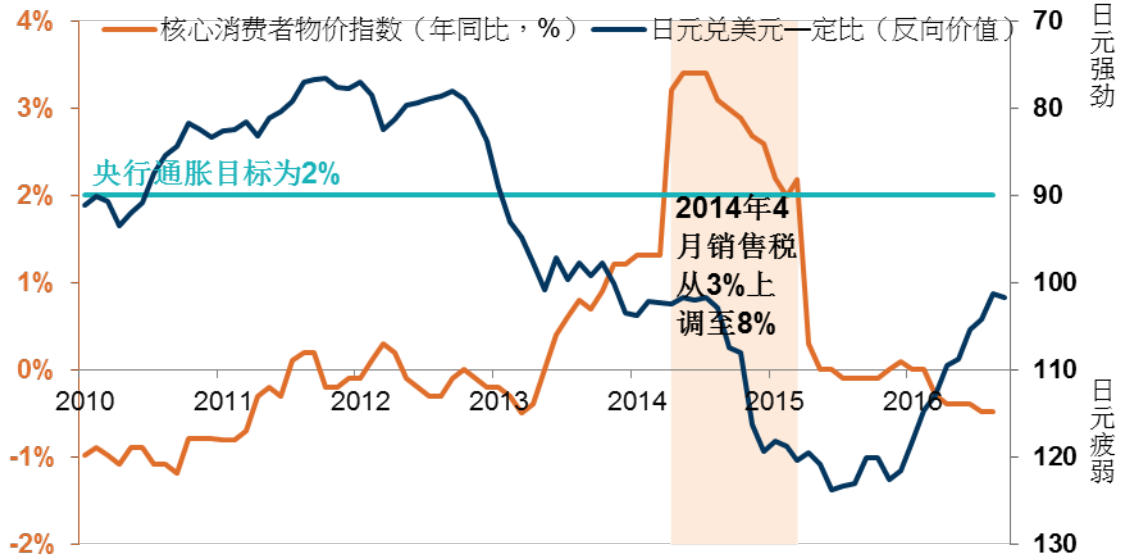
结合上述理论与实证分析可知，纺织业和化工行业在日元强势时较为脆弱，而通用机械相对更为适应这种情况。

### 不断增强的扩张性货币政策已成强弩之末。之后形势会如何变化？

理论上，通过扩张性货币政策带来的货币供给增长将导致货币贬值。然而，在2016年市场变动不居的大环境下，日元显现出的“避风港”属性使得其在日本加强扩张性货币政策力度的情况下，仍维持了一定汇率强势。照此下去，进一步货币刺激的边际效应将逐步递减。

“最新数据显示，日本可能再次陷入流动性陷阱。更值得警惕的是，通缩风险仍无减弱的征兆。由于货币及财政政策的转圜空间已十分有限，日本政府亟须大胆放宽管制，推进结构性改革，以刺激生产力和工资增长。否则，日本就无法摆脱当前的低增长和通缩态势。”科法斯亚太区经济学家黄咏诗认为。

日元兑美元，核心消费者物价指数（年同比，%）对央行通胀目标



来源: CEIC, BOJ, Coface (最近更新: 2016年10月3日)

## 媒体联络:

如需进一步垂询, 请联络: 孙凌艳 - 电话: +86 21 6171 8100 [shanghai@coface.com](mailto:shanghai@coface.com)

## 科法斯集团简介

科法斯集团在全球信用保险市场具领导地位, 为各国企业提供国内及出口贸易信用风险保障服务, 减低企业坏账风险。集团全球员工人数达 4,500 名, 2015 年全球总营收为 14.90 亿欧元。集团在 100 个国家设有直营或非直营机构, 为遍布 200 多个国家超过 40,000 家企业提供信用保险服务。科法斯集团拥有 660 名贸易信用额度评核及信用分析人员, 凭借对当地客户及买家的认识及集团对全球企业付款状况的专业知识, 每季为 160 个国家的贸易风险作出评估。

科法斯集团代表法国政府管理出口公共担保服务。

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

科法斯集团在巴黎证券交易所 A 股挂牌交易  
ISIN 代码: FR0010667147 / 股票代码: COFA

**COFA**  
LISTED  
EURONEXT