

日本跟進歐美推QE 貨幣戰再起

# 日圓持續貶值 各國嚴陣以待

繼美國與歐盟競相印鈔票救經濟之後，經濟已經失落20年的日本，再也顧不得貨幣寬鬆政策所帶來的種種後遺症，也開始實施印鈔救市的貨幣政策。未來，日圓如果持續貶值，韓圓也可能跟進，由於台灣與韓國在許多產業上互有競爭，屆時恐對台灣出口帶來衝擊，台商必須謹慎因應。

◎撰文／游子瑩 圖片提供／達志影像

在國際新聞向來偏少的台灣媒體中，日本新任首相安倍晉三無疑是近一個多月以來，能見度最高的新聞人物，原因就在於他讓全球嚴陣以待的「安倍經濟學」（Abenomics）。而在安倍經濟學的三大主軸中，又以強勢主導日圓貶值一招，讓各國央行「挫咧等」。

## 日圓長期過度高估 衝擊日本出口競爭力

在日本眾議院大選期間，日圓兌美元匯率就呼應安倍晉三所倡議的貶值訴求，暢行無阻地一路貶至80。而在安倍晉三以首相身份正式發表無限期量化貨幣寬鬆政策（QE）後，日圓兌美元更直接貶破90大關。若從安倍當選自民黨總裁到寬鬆政策公布來計算，日圓兌美元的匯價在4個月內已貶值19.25%，速度之快、幅度之大，媲美雲霄飛車。而在安倍的首席經濟顧問、耶魯大學經濟

系教授濱田宏一直接挑明「日圓兌美元應貶至100」後，日圓續貶的態勢更確立。

分析安倍主導日圓走貶的原因，會發現有其「不得不為的苦衷」。首先，日圓在2008年金融風暴後，呈現過度升值的情況。2008年8月初，日圓兌美元還處於110.53水準。一個月後，次貸危機爆發，日圓兌美元便快速升值，到2008年年底已升至89.46。之後，隨著美國大推QE救市、歐債問題導致歐洲亦推出QE止血，讓日圓成為國際熱錢的最佳避風港。於是，在2011年日本國民生產總額（GDP）出現負成長時，日圓兌美元卻在10月底升至75.32，貫破1995年兌美元79.75的歷史高點。這種國內經濟低迷，但本國貨幣卻在眾人青睞下仍舊持續升值的反經濟學理論怪象，舉世間只有日本獨有。

高盛投資銀行等國際調研單位皆認為，若由日本經濟基本

面來看，日圓兌美元被高估的程度，已經來到20年來最嚴重的情況，高估幅度達30%，這使日本產業如電子業及汽車業，皆遭受嚴重打擊。中華經濟研究院日本中心主任蘇顯揚表示，大型企業在日圓不斷升值下出走海外，固然有利於降低成本及符合全球化的經濟環境運作，但卻使中小企業靠大企業層層轉包的「金字塔」產業結構，發生崩解的現象，致使中小企業面臨經營困境，更導致國內經濟的惡化。

根據日本帝國資料庫的調查，2008年以來，日本中小企業破產倒閉的主因，便是因為日圓大幅升值造成的訂單流失、匯損及購買高風險外匯衍生性商品的鉅額損失，由此可見日圓過度升值，對日本經濟影響有多大。再加上日本自1960年後，長期維持貿易順差的情況，竟在2011年第2季出現大翻轉，商品貿易連續6季出現逆差，使日本在2012年



在日本新上任首相安倍晉三強勢主導日圓貶值之下，日圓兌美元短短4個月內貶值19.25%，速度之快、幅度之大，讓各國央行無不繃緊神經，嚴陣以待。

產生高達6.93兆日圓的貿易逆差（佔GDP的1.3%），這些都是安倍推動日圓走貶的近因。

至於讓安倍揚言不惜修法削弱央行獨立性，以換取對寬鬆貨幣政策配合的遠因，則與日本常年陷於通貨緊縮有關。日本的通貨緊縮等問題，常被廣義形容為「失落的20年」。保德信投信指出，日本的通貨緊縮及經濟成長停滯情形，會延續這麼久，一方面是日本擁有1億3千多萬人口，經濟體夠大，可以自給自足；另一方面是日本保守的特質，讓他們沒有在1997年以來，全球經濟產生巨大變遷時，做出改變，導致成長性比其他國家低。如今，安倍把2%通膨率定為印鈔救市的策略目標，就是要透過製造通膨提高國內的流動性，促進經濟成

長，期待能「走出失落」。

## 各國怕激化貨幣大戰 齊聲抗議日圓貶值

面對國際間以鄰為壑的批判，安倍政府一而再、再而三解釋，「沒有發動貨幣戰爭的意圖」，讓日圓走貶只是在修正過去幾年過度高估的走勢、相關政策只是要振興日本經濟，解決通縮問題。但是安倍的解釋沒幾人聽得進去，畢竟，日圓走貶將使日本企業的出口競爭力提升，使生產同類產品的他國企業面對龐大壓力，這也是德國之所以對日圓走貶大為跳腳的真正原因。試想，日圓兌美元去年9月底至今貶值近2成，等於是日本汽車售價相對打了8折，若日圓再貶下去，將深刻影響德國汽車業者，美國大

型車廠亦然。

保德信投信表示，日本產品品質優良，在國際市場上原來的競爭力，日圓貶值後，日本產品更有「殺傷力」。現已採用日本產品者，會因為日圓貶值帶來的成本降低而擴增消費；過去因為價格偏高而無力採用者，則因有能力採購而選擇日本產品，兩股新舊力道的拉動，可望為日本企業創造出亮麗的營收與獲利。

面對擁有品質競爭力的日本產品，未來將夾帶日圓貶值潮，在國際市場上展開橫掃千軍之勢，與日本出口重點產品有高度雷同或近似產業的國家，極可能會緊盯著日圓走勢，讓本國貨幣跟著走貶，以維持自家產業的出口競爭力。但是由於台灣與日本



在日圓長期被高估，致使日本企業出口競爭力下降，嚴重衝擊日本經濟發展。

在出口產業項上的互補情況多，競爭情形少，所以日圓走貶對台灣及台灣企業雖然也有不小的影響，但衝擊相對南韓來得小。

大抵上，包括豐田在內的3大汽車業者、SONY等知名品牌家電業者，以及塑化、化工及鋼鐵等原物料出口業者，都將因為日圓貶值大大受惠。若依日本企業財報分析，日圓兌美元每續貶一日圓，豐田淨利會大增350億日圓，日產淨利則提高200億日圓。

## 台商想賺匯差 需視經營模式而定

對台灣企業而言，自行車、汽車、工具機等向日本採購關鍵零組件的台廠，如裕隆汽車，或是面板、IC載板等向日本採購原料的台商，以及進口日本商品的業者，都可望因為日圓走貶而坐收生產成本下降的利多；相對

的，過去靠價格優勢搶市的廠商，例如被動元件、太陽能、PCB軟板、航空與觀光業，以及一般出口商品到日本的業者，則會由於日圓走貶，導致價格優勢降低或消失，失去市場或獲利減少的問題。

另外，大型企業與中小企業經營規模及方式各異，所能享有的日圓走貶效益也大不相同。誠鈺會計師事務所會計師羅澤鈺表示，從財務面來看，像是面板等大型企業，若在日圓貶值幅度大的期間大量進貨，進貨成本較便宜，帳上的存貨成本也可攤抵，對經營績效自然有利；若是有到期應付貨款，以現行日圓結匯，亦可產生財務上的匯兌收益。

桂盟國際發言人暨財務部經理陳泳仁指出，單純就桂盟與日本貿易夥伴往來的密切程度而言，日圓貶值似乎必然有利，但

是，日圓走貶只是近期的事，由於過去大多數時間，日圓都是相對強勢的貨幣，所以桂盟在長期經營考量下，一直採取「在地生產」和「當地貨幣計價」模式，因此，這次日本貨幣貶值，對桂盟並沒有如外界想像般帶來龐大利多。而生產日系調味產品的穀盛公司總經理許嘉生則表示，在高品質堅持下，該公司部分產品原料長期都由日本進口，日圓匯率波動時，成本多少也會跟著動，但因為採取日圓計價，且日本進口原料占產品總原料的比重不高，因此日圓匯價對整體成本的影響就小。

## 韓圓後續走勢 對台商影響勝日圓

相較於對台幣匯率因應日圓走貶的緊張程度，台灣與台灣企業更在意南韓是否會推出因應日圓走貶的貨幣政策。原因有二：一是台灣出口產業與南韓在國際市場打的是肉搏戰，例如電子業的廝殺相當激烈，倘若韓圓跟著日圓走貶，台灣產品的出口競爭力就會被弱化；二是南韓有操縱韓圓大幅貶值的「前科在案」，讓台灣吃過大虧。

保德信投信認為，從事後諸葛的觀點分析，當年南韓為因應金融史上首度出現的次貸風暴，在「不知問題有多大，不知會衰退多久」的情況下，於2009年第



韓圓如跟著日圓貶值，韓廠出口競爭力將提升，屆時台灣與韓國重疊競爭的產業，將受衝擊。

## 近期日圓兌美元走勢節節攀升



資料來源：Google Finance 整理製圖：游子瑩

1季，操縱韓圓大幅貶值，讓南韓產品得以因為價格優勢快速售出，盡快換得現金回流的策略，另外，南韓趁亂世搶市占率的攻勢，讓三星、現代、LG等大財閥快速坐大，並擁有現今品牌企業的國際地位，而台灣和南韓在國際電子產業競爭中，也因而出現「韓上、台下」的黃金交叉，這也正是台灣面板產業被打到幾無招架之力的關鍵原因。

不過韓圓貶值也造成南韓嚴重的貧富差距，因此，甫於2月上任的南韓總統朴槿惠，在競選期間承諾會解決因為2009年貨幣貶值而加速惡化的貧富不均問題，這似乎意味著未來南韓不會利用貶值去補貼大財閥，但是在出口占GDP比重仍高，南韓前幾大財閥產值貢獻極大的情勢下，南韓將如何出招對抗弱勢日圓，是否會重演2009年劇碼，仍是台灣及

國際市場關注的焦點。保德信投信認為，由於三星、現代等韓企已開始走品牌之路，格局和當年大不相同，所以南韓沒必要再重演重貶韓圓的情節，這點可從歐債問題發生後，南韓沒有讓韓圓大幅貶值，得以印證。

## 過度貶值影響內需 韓圓應走緩貶路線

市場關於日圓兌美元走勢預測，隨著日圓續貶戲碼愈演愈烈，各種關於「三字頭」出現時點的分析，陸續出籠。倘若日圓兌美元續貶至100，對韓企的獲利與營收的衝擊更大，韓圓還是會不動如山、不會出手相挺嗎？國際投資市場多半認為日圓兌美元貶破90後，即使再貶，速度和幅度也不會像過去幾個月這麼快。

保德信投信表示，因為貨幣貶值也有彈性，不會有人一直

買單。況且，貶到一定程度、危及企業生存命脈後，很多國家會受不了，屆時就會群起攻之，演變為削價競爭，這不是日本樂見的情況。而且，日圓貶值也會導致進口成本增加、人民痛苦，日本內需市場也不見得撐得住。因此，安倍政府將會讓日圓走向緩貶趨勢，以「邊做邊調，代替一次到位」，也就是觀察前一波貶值的效應是否浮現、出口及內需結構是否跟進調整、人民對政策是買單或抗拒等，再來評估下一步怎麼走。

總的來看，市場普遍判斷，日本2012年會計年度將在3月底結束，在結束前，日本企業勢必將海外營收匯回日本，推動日圓再走貶，利於企業帳上表現。因此，會計年度結束前後，亦為新一波日圓匯價及這場貨幣大戰的重要觀察點。■