

# 目 錄

	頁次
壹、前言	2
貳、日本經濟發展趨勢	3
參、日本央行擴大 QQE(「量質兼備貨幣寬鬆政策」)	10
肆、日本政府退休投資基金(GPIF)改革	13
伍、安倍經濟學的成效評估與延後調高消費稅	17
陸、安倍經濟學之未來展望與挑戰	27
柒、結論與建議	37
捌、參考文獻	38

## 壹、前言

職  
奉 派於本(2014)年 9 月 2 日~9 月 9 日參加 Mizuho Bank 舉辦之「2014 年 Mizuho 投資研討會」，會中由日本經濟財政大臣甘利明就「安倍經濟學的現狀與未來展望」發表演說。另邀請日本央行(Bank of Japan,以下簡稱 BoJ)、日本財務省、日本金融廳(Financial Service Agency)官員以及國內外專家學者，介紹日本經濟及物價現況與展望、2014 年日本經濟與債務管理、日本財政狀況及消費稅、安倍經濟學與公司監理改革、政府退休投資基金(Government Pension Investment Fund，以下簡稱 GPIF)，並提供美國、歐洲、日本及中國總經與匯市最新展望。

自 2012 年 12 月 26 日安倍晉三就任日本第 96 任首相以來，渠提出安倍三箭—積極的貨幣寬鬆政策、彈性的財政政策及成長(改革)政策—力求將日本經濟從通縮的泥淖中解救出來，而市場習慣稱安倍三箭為安倍經濟學(Abenomics)。

截至本(2014)年底，安倍經濟學將執行屆滿 2 年，期間最大特點為「日股漲、日圓貶」，惟在日本實質 GDP 連續 2 季出現負成長，加以日本物價成長動能似有減弱的背景下，安倍被迫宣布延後調高消費稅(8%至 10%)至 2017 年 4 月 1 日，並於本年 12 月 14 日提前改選眾院，不過日本債信隨後被 Moody's 降等(Aa3 至 A1)，故市場無不熱烈討論安倍經濟學是否能解決日本面臨的經濟困局，而本篇報告著重在「安倍經濟學的現狀與未來展望」方面討論。

本篇報告架構如下：第一部分為日本經濟發展趨勢、包含日本最新實質 GDP 之分析、日本物價之發展趨勢，以及日本勞動市場的近況。第二部分說明 BoJ 擴大 QQE(量質兼備貨幣寬鬆政策)，進一步闡述該政策對金融市場的影響。第三部分為日本政府退休投資基金(GPIF)改革最新進度及影響。第四部分為安倍經濟學的成效評估，包含對日本經濟的影響、安倍晉三延後調高消費稅與提前國會改選的最新發展，第五部分為安倍經濟學的未來展望與挑戰，以及「日圓進一步貶值是否有利日本經濟」的專題討論，第六部分為結論與建議。

## 貳、日本經濟發展趨勢

### 一、日本經濟成長令人失望

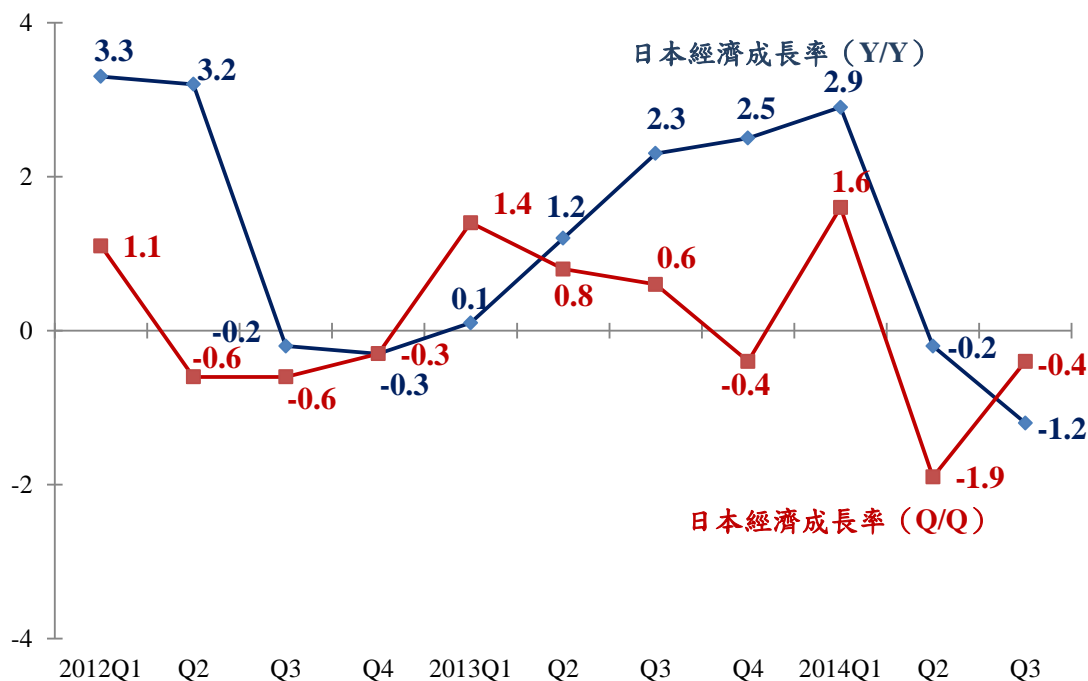
#### (一) 日本本年第 1 季及第 2 季 GDP 說明

本(2014)年第 1 季實質 GDP(季調年化)成長率為 6.7%(主要係本年 4 月調高消費稅前的提前消費所致)，一度提振投資者對安倍經濟學之信心，惟第 2 季實質 GDP 季調年化成長率為-7.3%，創下自 2009 年第 1 季(-15%)以來最差水準，主要受到個人消費支出(按家計單位購買力下滑)及資本支出大幅減少拖累。

#### (二) 日本本年第 3 季 GDP 初值說明

1. 日本第 3 季 GDP 季增率為-0.4%(年化季調為衰退 1.6%)，且創下連續 2 季 GDP 衰退(見圖 1)，且為 2008 年以來第 4 次出現經濟衰退(即連續 2 季 GDP 成長率為負值)。

圖 1 日本經濟成長率(Q/Q 及 Y/Y)



資料來源:Cabinet Office

2. 本次衰退主來自存貨調整，該項對 GDP 貢獻為-0.6 ppt( 年化季調為-2.6 ppt，見表 1、2、3)

3. 排除存貨調整之影響後，日本第三季 GDP 僅成長 1.0%，仍顯疲弱，主因如下：

(1) 消費支出(占 GDP 比重約 60%) 不如預期：本季成長僅為+0.4%，前季數據則為-5.0%。

(2) 企業投資持續下滑：本季商業投資為-0.2%，亦不如市場預期的正成長，前季數據則為-4.8%。

**表 1 2014 年第 3 季日本經濟成長率(Q/Q)及貢獻度**

單位：%

	GDP	民間消費	政府消費	企業投資	民間存貨	住宅投資	政府投資	出口	進口
Q1 成長率	1.6	2.2	-0.2	7.5	—	2.3	-2.0	6.4	6.2
Q2 成長率	-1.9	-5.0	0.0	-4.8	—	-10.0	0.3	-0.5	-5.4
Q3 成長率	-0.4	0.4	0.3	-0.2	—	-6.7	2.2	1.3	0.8
Q1 貢獻度	1.6	1.3	0.0	1.0	-0.5	0.1	-0.1	1.0	-1.2
Q2 貢獻度	-1.9	-3.1	0.0	-0.7	1.2	-0.3	0.0	-0.1	1.1
Q3 貢獻度	-0.4	0.2	0.1	0.0	-0.6	-0.2	0.1	0.2	-0.2

資料來源: Cabinet Office

**表 2 2014 年第 3 季日本經濟成長率(Q/Q saar)及貢獻度**

單位：%

	GDP	民間消費	政府消費	企業投資	民間存貨	住宅投資	政府投資	出口	進口
Q1 成長率	6.7	9.1	-0.9	33.8	—	9.7	-7.7	28.2	27.3
Q2 成長率	-7.3	-18.6	-0.2	-17.9	—	-34.3	1.2	-1.9	-19.9
Q3 成長率	-1.6	1.5	1.3	-0.9	—	-24.1	8.9	5.3	3.1
Q1 貢獻度	6.7	5.5	-0.2	4.2	-2.0	0.3	-0.4	4.2	-4.9
Q2 貢獻度	-7.3	-12.2	0.0	-2.8	4.8	-1.3	0.1	-0.3	4.5
Q3 貢獻度	-1.6	0.9	0.3	-0.1	-2.6	-0.8	0.4	0.9	-0.6

資料來源: Cabinet Office

表3 2014年第3季日本經濟成長率(Y/Y)及貢獻度

單位：%

	GDP	民間消費	政府消費	企業投資	民間存貨	住宅投資	政府投資	出口	進口
Q1 成長率	2.9	3.5	0.7	11.4	—	12.0	11.3	9.4	14.9
Q2 成長率	-0.2	-2.6	0.0	3.8	—	-2.0	5.2	5.4	6.0
Q3 成長率	-1.2	-2.7	0.3	2.8	—	-12.3	2.9	7.4	5.0
Q1 貢獻度	2.9	2.1	0.1	1.7	-0.8	0.4	0.7	1.5	-2.7
Q2 貢獻度	-0.2	-1.6	0.0	0.5	1.0	-0.1	0.2	0.9	-1.1
Q3 貢獻度	-1.2	-1.7	0.1	0.4	0.0	-0.4	0.1	1.2	-1.0

資料來源：Cabinet Office

### (三) 日本面臨經濟成長下修的窘境

1. 日本公布本年第3季 GDP 數據後，Nomura 及 Barclays 隨後更新其對日本經濟成長與核心物價之預測，修正如下：

(1) 鑒於本次 GDP 數據不如預期，Nomura 及 Barclays 皆下修其對日本 2014、2015 年經濟成長之預測。

(2) Nomura 下修 2015 年核心物價之預測；Barclays 則上修 2015 年及 2016 年第一季之核心物價之預測。

表4 投資銀行對日本經濟成長及核心物價最新預測

單位：%

預測值		CY2014	CY2015	CY2016
GDP growth	Nomura	<b>0.3</b> (0.9)	<b>0.8</b> (1.7)	<b>1.4</b> (1.3)
	Barclays	<b>0.5</b> (0.9)	<b>1.1</b> (1.2)	<b>2.1</b> (2.1)
Core CPI	Nomura	2.7(2.7)	1.4(1.5)	1.2(1.2)
	Barclays	2.7(2.7)	1.8(1.6)	2.7(2.6)

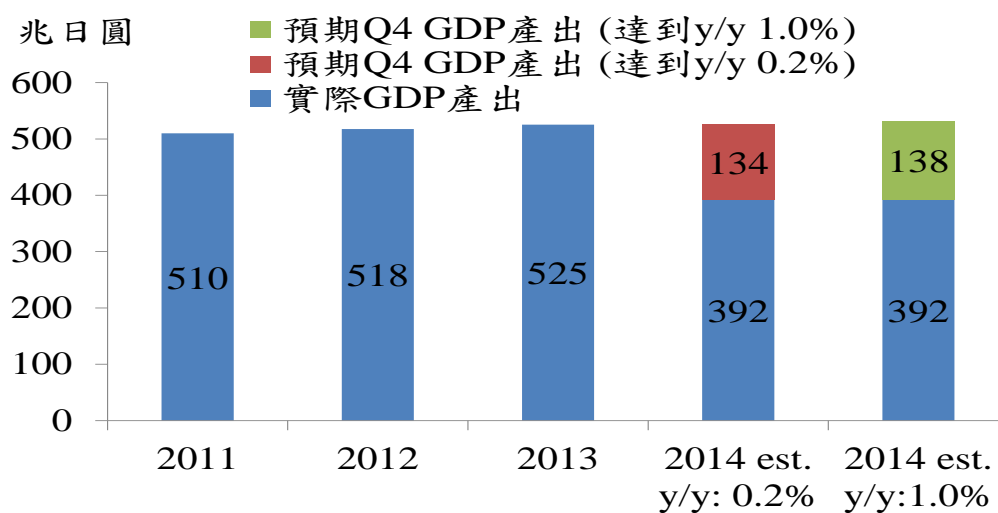
註：括號（）表示前一次預測值。Nomura 前次與本次預測值公布日期為 11 月 4 日及 11 月 17 日；Barclays 為 11 月 11 日及 11 月 18 日。另 Barclays 對 2016 年 Core CPI 預測值為第 1 季數據。

資料來源：Nomura、Barclays

#### (四) 模擬日本第四季 GDP 成長率對全年經濟成長的影響

1. 原先各界預期日本 2014 年全年 GDP 年增率可達 1.0%；若要達到此水準，日本第四季 GDP 產出須為 138 兆日圓，即年增率與季增率分別為 2.54 與 3.25%（年化季增率則高達 13.0%；見圖 2 及表 5）。
2. 目前預估日本 2014 年全年 GDP 年增率將下修至 0.3 至 0.5%；換言之，日本第四季 GDP 年增率將落在-0.25 至 0.54%之間，而季增率落在 0.44 至 1.24%之間。

圖 2 日本實際與預期 2014 年 GDP 產出狀況



註：紅、綠色代表在 2014 全年不同成長率情境下所對應 Q4 GDP 產出。

資料來源：Bloomberg

表 5 2014 年第四季成長率影響全年成長率的情境分析

單位：%

		2014 全年成長率情境			
		1.00	0.50	0.30	0.20
第四季成長率	YoY	2.54	0.54	-0.25	-0.65
	QoQ sa	3.25	1.24	0.44	0.04
	QoQ saar	13.0	5.00	1.80	0.20

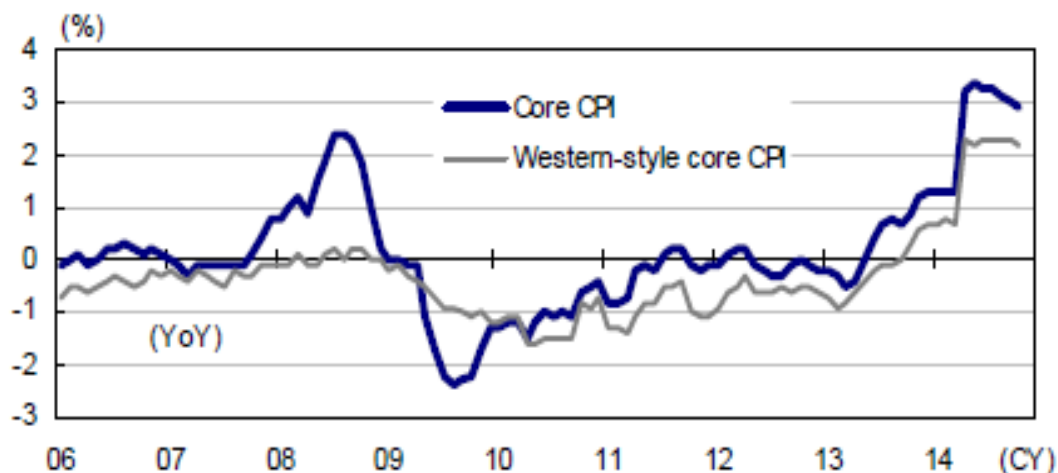
資料來源：Barclays

## 二、日本物價成長動能似有減弱

### (一) 最新通膨說明

1. 本年 10 月份全國物價指數(以下簡稱 CPI)年增率為 2.9%，小於上月份 3.2%。
2. 本年 10 月份日本全國核心 CPI 年增率上揚 2.9%，呈現連續第 3 個月走弱，若扣除消費稅調高之效果(按 BOJ 估計約 2%)，則其年增率由 4 月的 1.5%，逐步下滑為 5 月的 1.4%，6 月~7 月的 1.3%，8 月的 1.1%，9 月的 1.0%，10 月的 0.9%。
3. 另 Core Core CPI (排除商品價格變動之影響)年增率為 2.2%，若扣除消費稅調高之效果(按 BOJ 估計約 1.7%)，則其年增率由 9 月的 0.6% 下滑為 0.5%。
4. 本次 CPI 年增率較前期下滑，主要係能源價格下滑的影響大於日圓貶值的影響。
5. 市場普遍預期日本全國核心 CPI(扣除消費稅調高之效果)，在 2015 年初期前將維持在 1% 以下，隨後受到日圓貶值影響而反彈。

圖 3 日本 Core CPI 及 Core Core CPI 年成長率走勢圖



資料來源：Mizuho Bank

## (二) 未來展望

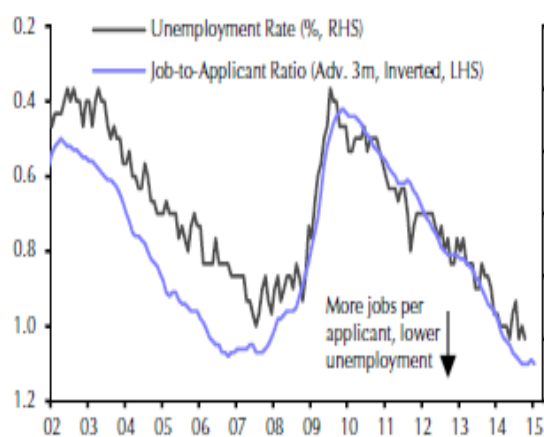
由於本年 11 月底 OPEC(石油輸出國組織)決議不縮減原油產量，將使油價持續偏低，預料未來相當長一段時間，原油價格疲弱將導致近期日本物價面臨難以攀升的壓力，近期內核心通膨應會持續低於 1%(扣除消費稅影響)。

## 三、日本勞動市場之特性與對策

### (一) 結構性失業占大多數

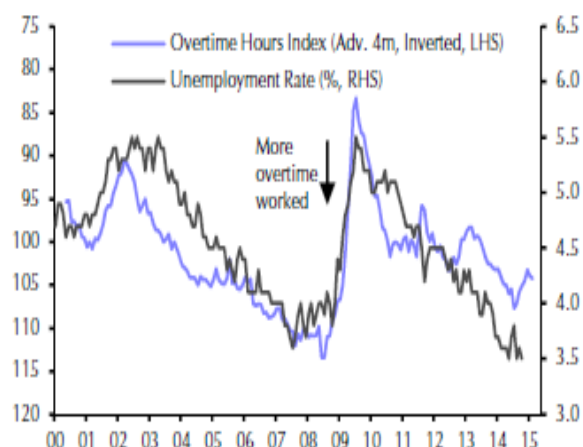
1. 10 月份日本失業率為 3.5%，與結構性失業率 3.5%相同(見圖 4)。
2. 工作職缺對應徵者比率創 22 年新高(見圖 4)。
3. 企業傾向以加班方式而非雇用新人員來解決勞動力不足的問題(見圖 5)。

圖 4 日本失業率與工作職缺對應徵者比率走勢圖



資料來源：Capital Economics

圖 5 日本失業率與加班時數走勢圖



資料來源：Capital Economics

### (二) 日本勞動市場深受通縮影響

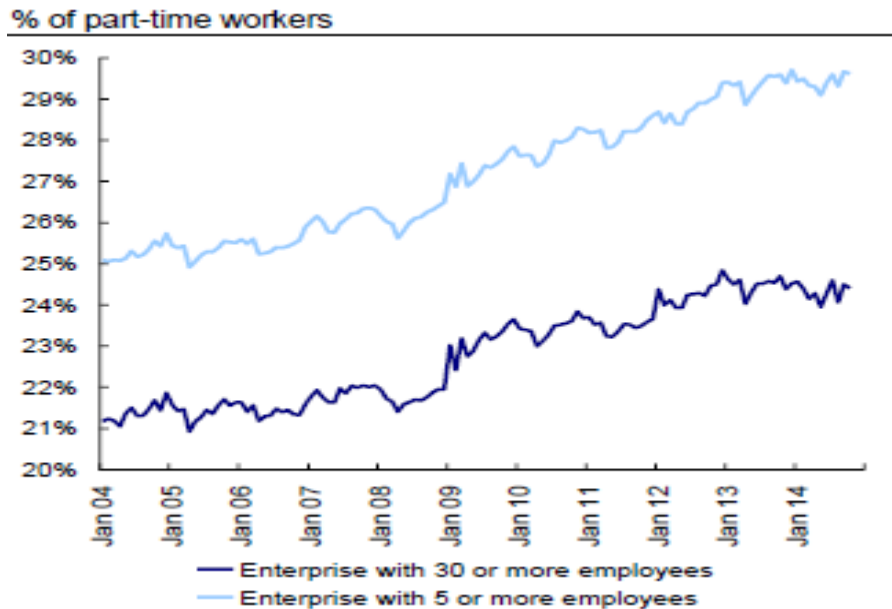
1. 企業以調降薪資方式取代裁員；
2. 勞工名目薪資對 GDP 比率下滑：由 2009 年的 53%逐步下滑至 2014 年



8 月的 51.5%。

3. 面臨調降勞工薪資、總需求下滑、企業獲利下滑三者惡性循環的困境；
4. Part-time job 比例偏高，約占總工作人口的 24%~25%。

圖 6 日本兼職者(part-time workers)占總勞動人口比率上升



資料來源：Mizuho Bank

### (三) 勞動供給不足

面臨勞動力老化及勞動參與率下滑問題。

### (四) 日本政府提出之解決方案

1. BoJ 執行(Qualitative and Quantitative Easing, QQE)打破通縮；
2. 2% 通膨為勞資協商調漲工資基準；
3. 增加勞動供給(鼓勵女性及年長者投入職場，引進外國工作者)：預計在 2020 年將 25 歲至 44 歲女性勞動參與率提高至 73%(按 2013 年 69.5%)，65 至 69 歲勞動參與率提高至 46%(按 2013 年 39.8%)。

## 參、日本央行(BoJ)擴大 QQE(量質兼備貨幣寬鬆政策)規模

### 一、背景

#### (一) 物價下滑壓力增加

本年 4 月日本調高消費稅率導致國內需求不振，加上原油價格大幅下跌，本年 10 月核心 CPI 為 2.9%，扣除消費稅調高因素，僅上漲 0.9%，創下自 2013 年 10 月以來首次跌破 1%。

#### (二) 下修經濟成長率與通膨預估值(如表 6)

BoJ 於本年 10 月 31 日將 2014 年度經濟成長率由 1% 下修至 0.5%，亦將同年核心 CPI 年增率預估值由 1.3% 下修至 1.2%。

表 6 BoJ 最新公布之 GDP 及物價預測值

年度	實質 GDP 年增率	核心 CPI 年增率	核心 CPI 年增率 (扣除調高消費稅率 3%)
2014	<b>0.5</b> (1.0) <sup>1</sup>	<b>3.2</b> (3.3)	<b>1.2</b> (1.3)
2015	1.5(1.5)	2.4(2.6)	<b>1.7</b> (1.9)
2016	1.2(1.3)	2.8(2.8)	<b>2.1</b> (2.1)

註：括號（）表示前一次預測值；日本財政年度為每年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日

資料來源:BoJ

#### (三) BoJ 總裁黑田東彥支持再度調高消費稅

鑑於 QQE 刺激經濟成長與擺脫通貨緊縮兩大目標進度落後，加上當時安倍內閣又正考慮是否於 2015 年 10 月再度提高消費稅率（從 8% 調高至 10%；BoJ 總裁黑田東彥傾向支持），促使日本央行提前擴大 QQE。

#### (四) 緩和 GPIF 減持債券部位的衝擊

由於 GPIF 於本年 10 月 31 日宣布，為遵循新的資產配置規劃(asset

<sup>1</sup> 括號內數字為 2014 年 7 月之預測值。

allocation target)，渠計劃未來將減持 23.36 兆日圓以上的國內債券部位，BoJ 適時擴大每年公債購買量 30 兆日圓，緩和 GPIF 部位調整對國內債券市場的衝擊。

#### (五) 原油價格大幅下跌

國際原油價格自本年 6 月以來至 10 月底已下跌約 22%，BoJ 選擇此時擴大 QQE 購買規模，可減緩成本推動型通膨對國內經濟的衝擊。

## 二、10 月 31 日 BoJ 聲明稿重點

### (一) 達成通膨目標改為無期限(open-ended)

本次會後聲明稿中刪除「2 年內」使國內通膨率達到通膨目標 2%的用語，隱含對安倍經濟學成效的不確定性。

### (二) 擴大購買資產規模(如表 7)

1. BOJ 每年增加貨幣基數(monetary base)<sup>2</sup> 80 兆日圓，較原先的 60-70 兆日圓，每年額外增加 10-20 兆日圓。
2. 每年購買日本公債(JGB)規模擴大為 80 兆日圓，較原先的 50 兆日圓，每年額外增加 30 兆日圓。
3. 延長購買 JGB 的平均到期年限(maturity)由原先 7 年改為 7-10 年。
4. 每年購買指數股票型基金(ETF)及不動產投資信託基金(J-REIT)金額擴大為原來的 3 倍，分別為每年 3 兆日圓及 900 億日圓。另 BOJ 計畫購買東證 400 中型股指數(JPX-400)連結的 ETF。

### (三) BoJ 貨幣政策委員會因擴大 QQE 規模曾出現分裂

1. BoJ 貨幣政策委員會對新措施的投票結果為 5(含黑田東彥一票)比 4，反對 4 票均來自產業界委員；顯示 BoJ 內部對新措施之效果及風險，出現嚴重分歧看法。

---

<sup>2</sup> BoJ 對貨幣基數 (Monetary Base) 之定義為：Monetary base = Banknotes in Circulation + Coins in Circulation + Current Account Balances (Current Account Deposits in the Bank of Japan)。

2. 惟隨著日本第 3 季 GDP 遠不如預期，使得 11 月份 BoJ 貨幣政策委員會以 8 票贊成 1 票反對，維持本年 10 月份擴大 QQE 的決議，舒緩了市場對 BoJ 可能產生分裂的疑慮。

表 7 BoJ QQE 與 QQE2.0 之比較

目標/資產	2013.4.4 公布 QQE	2014.10.31 公布 QQE 2.0	購買金額變動
貨幣基數	每年增加 60~70 兆日圓	每年增加為 80 兆日圓	增加 10~20 兆
日本公債(JGB)	每年增購 50 兆日圓	每年增購 80 兆日圓	增加 30 兆(平均到期年限由 7 年延長至 7~10 年)
指數股票型基金(ETF)	每年增購 1 兆日圓	每年增購 3 兆日圓	原購買速度的 3 倍
不動產投資信託(J-REIT)	每年增購 300 億日圓	每年增購 900 億日圓	原購買速度的 3 倍
商業本票(CP)	持有餘額 2.2 兆日圓	維持不變	
公司債	持有餘額 3.2 兆日圓	維持不變	

資料來源:BoJ

#### (四) BoJ 資產負債表(見圖 7)

2014 年底 BoJ 資產負債表規模將達到 297 兆日圓，其中 JGB 約持有 200 兆日圓

圖 7 BoJ 資產負債表規模預測

單位：兆日圓

	End-2013 (actual)	End-2014 (projected)		Previous pace
		The pace of annual increase going forward		
Monetary base (% of GDP)	202 42.1%	275 55.7%	About 80 trillion	60 to 70 trillion
<b>Breakdown of the BoJ's balance sheet</b>				
JGBs	142	200	About 80 trillion	About 50 trillion
CP	2.2	2.2	Maintain the outstanding balance	
Corporate bonds	3.2	3.2	Maintain the outstanding balance	
ETF	2.5	3.8	About 3 trillion	About 1 trillion
J-REIT	0.14	0.18	About 90 billion	About 30 billion
Total assets (including others) (% of GDP)	224 46.7%	297 60.1%	--	
Banknotes	90	93	--	
Current deposits	107	177	--	
Total liabilities and net assets (including others) (% of GDP)	224 46.7%	297 60.1%	--	

資料來源：Barclays

## 肆、日本政府退休投資基金(GPIF)改革

### 一、GPIF 投資報酬與資產配置概況

#### (一) GPIF 最新規模(見表 8)

截至本年 9 月底，GPIF 資產規模達 130.88 兆日圓(約 1.19 兆美元<sup>3</sup>，見表 8)，較本年 6 月底的 127.26 兆日圓，增加 3.62 兆日圓。

#### (二) 投資國內債券比重持續下降

投資國內債券比重由本年第 2 季之 53.36% 下降至本年第 3 季之 49.61%，減少 3.75 個百分點(市值減少 2.98 兆日圓)。

#### (三) 投資國內股票比重持續增加

投資股票債券比重由本年第 2 季之 17.26% 升至本年第 3 季之 18.23%，增加 0.97 個百分點(市值增加 1.89 兆日圓)。

#### (四) 投資國外資產比重增加

與本年第 2 季相較，投資國外股票比重由 15.98% 升至本年第 3 季之 17.41%，國外債券則由 11.06% 升至本年第 3 季之 12.14%；兩者合計共增加 2.51 個百分點(市值合計增加 4.26 兆日圓)。

#### (五) 報酬率概況

1. 2012 及 2013 財政年度<sup>4</sup>之年報酬率分別為 10.23% 及 8.64%。
2. 本年第 3 季投資報酬率為 2.87% (約 3.62 兆日圓)，優於第 2 季的 1.77%；收益主要來自國內股票、國外債券及股票，投資報酬率分別為 5.78%、5.51% 及 5.64%。

<sup>3</sup> 以本年 9 月底 109.65 日圓兌換 1 美元設算。

<sup>4</sup> 2012 財政年度為 2012 年 4 月 1 日至 2013 年 3 月 31 日；2013 財政年度為 2013 年 4 月 1 日至 2014 年 3 月 31 日。

表 8 GPIF 最新資產配置概況

單位：兆日圓

	(1)		(2)		(3) = (2) - (1)	
資產項目	2014年6月底 市值	2014年6月底 投資比重	2014年9月底 市值	2014年9月底 投資比重	季變動 市值	資產項目
國內債券	67.91	53.36%	64.93	49.61%	-2.98	國內債券
國內股票	21.97	17.26%	23.86	18.23%	1.89	國內股票
國外股票	20.34	15.98%	22.78	17.41%	2.44	國外股票
國外債券	14.07	11.06%	15.89	12.14%	1.82	國外債券
短期資產	2.97	2.34%	3.42	2.62%	0.45	短期資產
總資產	127.26	100%	130.88	100%	3.62	總資產

資料來源：日本厚生勞動省

## 二、GPIF 調整投資組合權重

### (一) 本年 9 月初日本內閣改組，市場預期 GPIF 改革將加速

安倍首相於本年 9 月 3 日宣布內閣改組，任命鹽崎恭久(Yasuhisa Shiozaki) 為厚生勞動大臣，負責督導 GPIF 改革進度。由於鹽崎大臣改革立場鮮明，市場解讀此項任命將加速 GPIF 改革進度。

### (二) GPIF 於本年 10 月 31 日正式宣布調整資產配置(見表 9)

降低國內債券比重，提高國內股票及國外資產(含股票及債券)比重。

1. 國內債券投資比重由原先 60%降低至 35%(±10%)<sup>5</sup>，
2. 國內股票比重由原先 12%提高至 25%(±9%)；
3. 國外股票比重由原先 12%提高至 25%(±8%)；
4. 國外債券比重由原先 11%提高至 15%(±4%)；
5. 短期資產比重逐步降至 0%(原先 5%)；
6. 新增另類投資(Alternative investment)占整體投資組合比重不超過 5%<sup>6</sup>。

<sup>5</sup> 括號內數字代表目標值上下可容忍乖離程度。

<sup>6</sup> 投資標的涵蓋基礎建設(infrastructure)、私募股權(private equities)、不動產(real estate)或其他投資委員會所決定之資產，前述資產將根據個別的風險與報酬特性被歸類為國內債券、國內股票、國內債券或國外股票。

(三) 準備新增 TOPIX 400 指數成分股為可投資標的：

根據前 GPIF 委員表示，目前 GPIF 正著手將 TOPIX 400 指數成分股<sup>7</sup>，納入投資標的，有助於未來擴大日本股票持有比重時，分散投資標的。

表 9 2014 年 9 月底 GPIF 資產配置表及預估未來可能調整金額

單位：兆日圓

				(1)	(2)	(3)=(2)-(1)	(4)=(3)* 總資產規模	
資產項目	2014年6月底 市值 (兆日圓)	2014年6月底 投資比重 (%)	2014年9月底 市值 (兆日圓)	2014年9月底 投資比重 (%)	GPIF目標資產 配置比重 (%)	目前比重與目 標配置之差距 (百分點)	須調整金額 (兆日圓)	須調整金額 (億美元)
國內債券	67.91	53.36	64.93	49.61	35	-14.61	-19.12	-1,620
國內股票	21.97	17.26	23.86	18.23	25	6.77	8.86	751
國外股票	20.34	15.98	22.78	17.41	25	7.59	9.93	842
國外債券	14.07	11.06	15.89	12.14	15	2.86	3.74	317
短期資產	2.97	2.34	3.42	2.62	0	-2.62	-3.43	-291
總資產	127.26	100.00	130.88	100.00	100.00			

資料來源：日本厚生勞動省

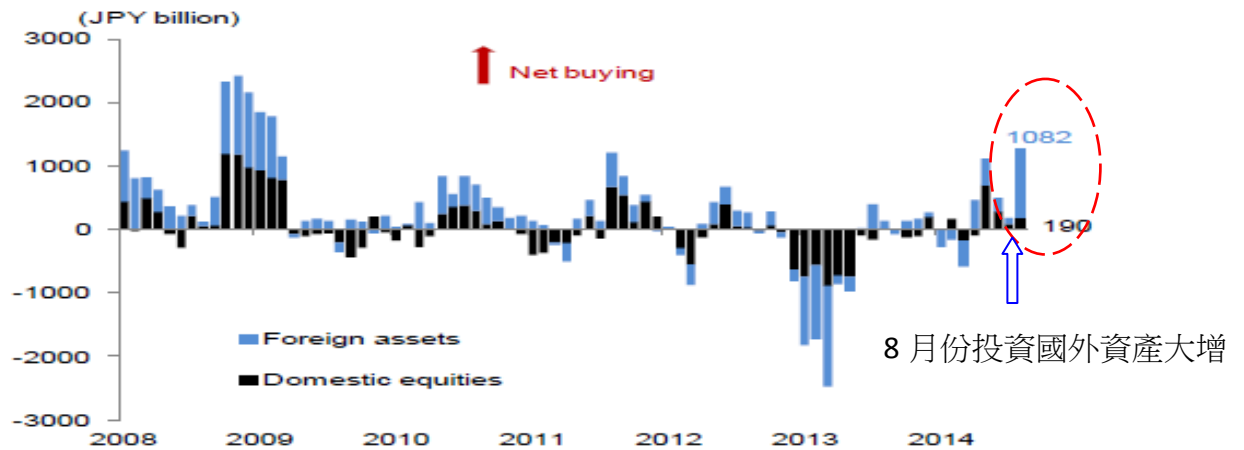
### 三、GPIF 近期回顧及未來展望

#### (一) 近期回顧

1. Nomura 研究報告指出，主要管理日本退休基金之信託帳戶顯示，本年 8 月份投資國外股票及海外債券，分別為 4,740 億及 5,620 億日圓，兩者合計 1.14 兆日圓，為 2009 年 3 月以來的最大投資。
2. GPIF 於 2014 財政年度第 1 季（4~6 月）期間幾乎未購買國外證券，而 8 月份日本退休基金投資國外證券開始快速成長（見圖 6），顯示 GPIF 可能已開始調整其資產配置。

<sup>7</sup> 東京證交所編製 TOPIX 100 指數(前 100 大)、TOPIX 500 指數(前 500 大)及 TOPIX 400 指數，其中 TOPIX 400 指數係指由 TOPIX 500 指數成分股，扣除 TOPIX 100 指數成分股重複者而剩下的 400 檔中型股所組成。

圖 8 日本信託管理帳戶投資國內股票及國外資產



資料來源：Nomura

(二) 未來展望(依 GPIF 最新公布 (10 月底) 資產配置目標(見表 9)

1. GPIF 對國外資產之投資，尚須增加約 13.7 兆日圓 (1,159 億美元)；
2. 國內債券投資比重若依此步調減少，每季減少約 3%，推估將於 2015 年底 (約 4~5 季)，調整至目標比重 35%。

四、新資產配置對金融市場之影響

(一) 有利日本股市

Mizuho 預估 2014 年及 2015 年底日經 225 指數分別為 17,000 點及 18,000 點；

(二) 不利日圓(即日圓看貶)

1. GPIF 海外投資比重增加，導致資金流出日本增加，使得日圓貶值，Mizuho 預估 2014 年及 2015 年美元兌日圓匯價最高可達 120 日圓及 130 日圓。
2. 另依 Nomura 預測 (投資國外資產 20 兆日圓，約可使日圓貶值 10%)，約可使日圓貶值約 5%~6%。



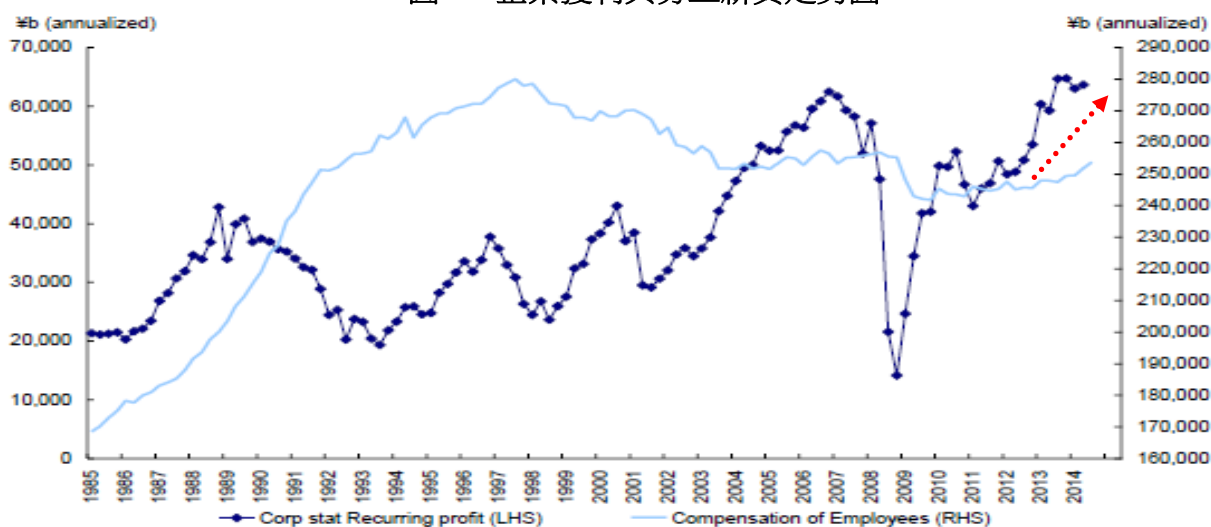
## 伍、安倍經濟學的成效評估與延後調高消費稅

### 一、安倍經濟學對日本經濟的影響

#### (一) 正面效果

##### 1. 名目工資隨著勞動市場改善而增加(見圖 9)

圖 9 企業獲利與勞工薪資走勢圖



資料來源：Mizuho Bank

##### 2. 日圓兌美元貶至 7 年來新低(截至 2014 年 12 月 2 日)：

(1)自 2012 年 9 月 26 日安倍當選自民黨黨魁以來共貶值 35%；

(2)自 2013 年 4 月 4 日 BoJ 採 QQE 以來共貶值 19%(見圖 10)。

圖 10 美元兌日圓走勢圖



資料來源：Bloomberg

### 3. 公司獲利成長(見圖 11)

圖 11 製造業與製造業之銷售收益率(淨利/銷售之比率，單位:%)



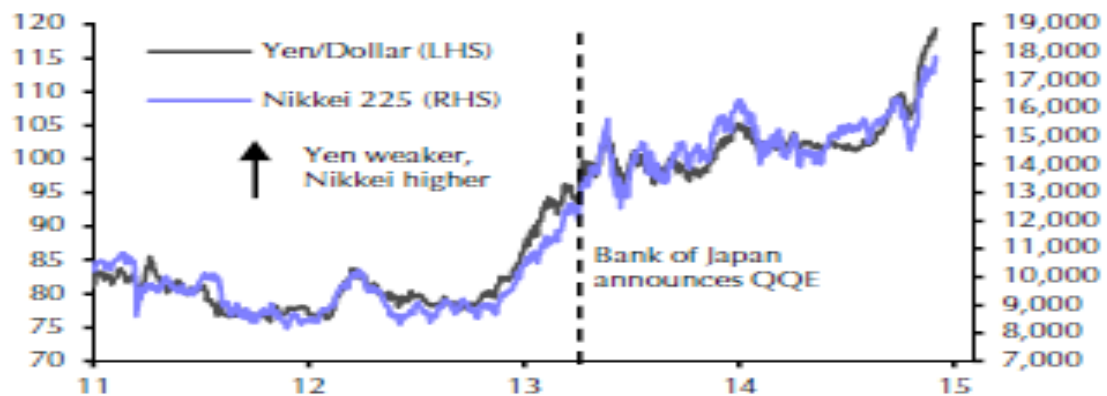
資料來源：Capital Economics

### 4. 股價上漲(見圖 12)

(1)自 2012 年 9 月 26 日安倍當選自民黨黨魁以來，日經 225 指數(Nikkei 225) 約上漲 95%；

(2)自 2013 年 4 月 4 日 BoJ 採 QQE 以來，日經 225 指數約上漲 41%。

圖 12 美元對日圓及日股走勢圖

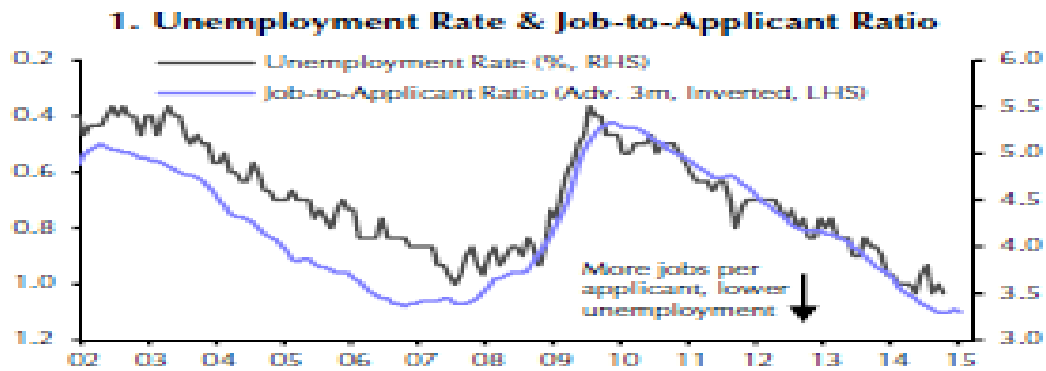


資料來源：Capital Economics

5. 失業率降至 3.5%，2009 年 7 月為 5.5%(見圖 13)

6. 職缺數對應徵者比 (job opening to applicants ratio) 創 22 年新高(見圖 13)

圖 13 失業率與職缺數對應徵者比率



資料來源：Capital Economics

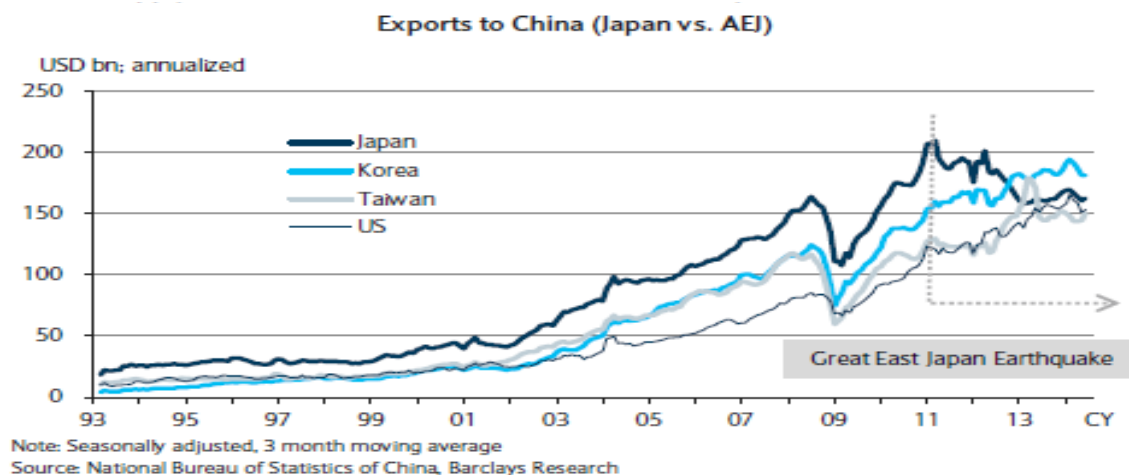
## (二) 安倍經濟學的負面效果

### 1. 調高消費稅(由 5%調高至 8%)之衝擊仍影響日本經濟

日本自從本年 4 月 1 日調高消費稅(由 5%至 8%)以來，經濟成長一直表現不佳，其中一項重要因素為日本出口並未因為日圓貶值而上升(意即日本出口對日圓貶值敏感度降低)，背後部分因素為受到 2011 年東北大地震(或稱 311 大地震)及後續福島核災影響，導致日本供應鏈(supply chain)移至亞洲所致。

如圖 14 所示，日本出口至中國大陸金額自 2011 年東北大地震後，呈現下滑趨勢。

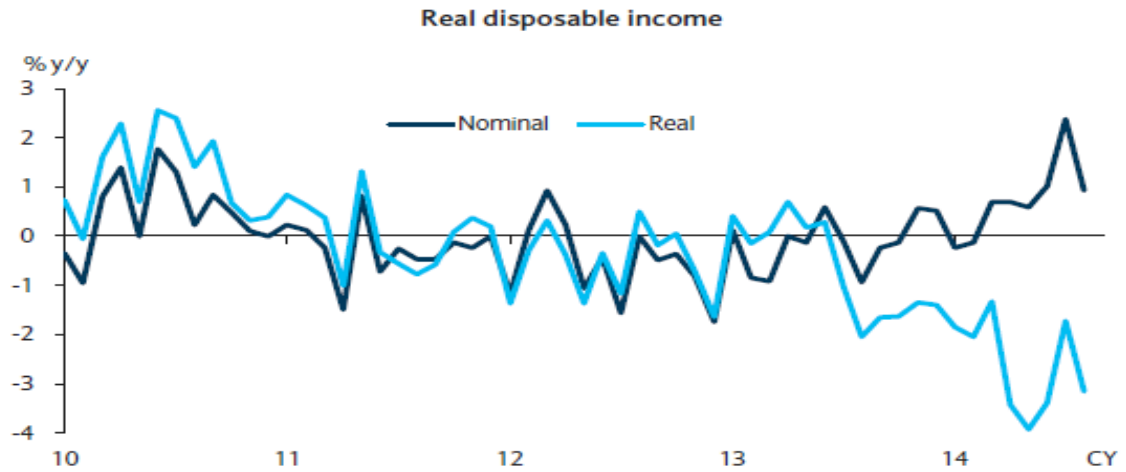
圖 14 日本出口因結構性因素(供應鏈外移)對日圓貶值敏感度降低



資料來源：Barclays

2. BoJ 實施 QQE 推升通膨，惟名目薪資成長率跟不上通膨，使得員工實質薪資連續 15 個月下滑，不利家計部門購買力(見圖 15)。

圖 15 日本家計單位實質所得下滑

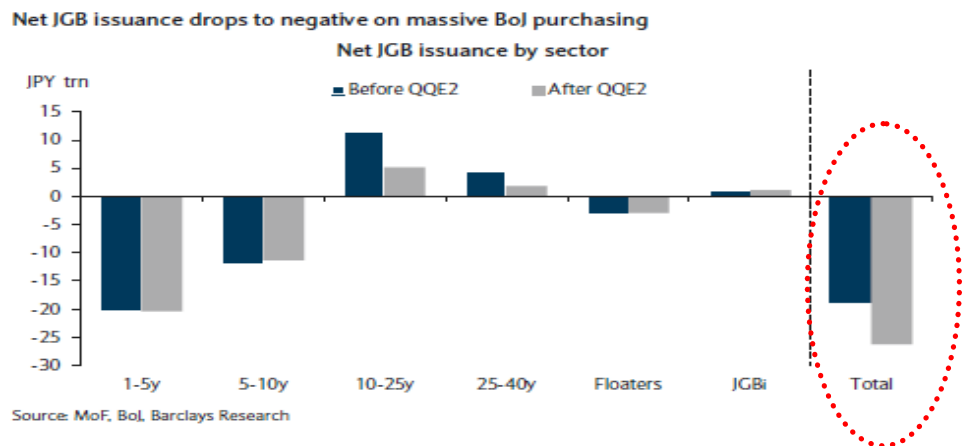


資料來源：Barclays

3. 日本銀行(BoJ)執行 QQE 金額龐大，不僅會排擠其他市場參與者，或引發債務貨幣化 (monetization of debt) 疑慮(見圖 16)。

- (1)每年購債金額 (80 兆日圓) 約為日本每年財政赤字 (40 兆日圓) 的 2 倍；
- (2)每月購債金額 (8~12 兆日圓) 與政府公債平均每月發行量 (9.9 兆日圓) 相當。

圖 16 BoJ 執行 QQE 後，使得日本公債淨發行量轉為負值



Source: MoF, BoJ, Barclays Research

資料來源：Barclays

4. 財富效果重分配：對未持有股票者不利。
5. Spill-over effect 干擾國際金融市場穩定，特別是日圓貶值帶動亞洲貨幣（特別是韓元）貶值。
6. 目前 BoJ 持有政府公債(JGB)占市場規模比率已達 22.22%，此將影響市場流動性，並扭曲市場機制。

表 10 日本央行持有日本公債(JGB) 金額統計表

持有標的	持有金額 (兆日圓)	市場流通在外金額 (兆日圓)	持有比例 (%)	備註
日本公債 (JGB)	<b>184.06</b> <b>(2014.10.31)</b>	828.22 <b>(2014.10.31)</b>	<b>22.22</b>	自 2014 年 10 月 31 起，日本央行每年將購買 80 兆日圓公債

資料來源：日本央行

## 二、安倍晉三延後調高消費稅與提前國會改選的最新發展

### (一) 背景說明

1. 安倍於本年 11 月 18 日表示，鑒於本年日本連續 2 季 GDP 負成長(第 2 季及第 3 季年化季調成長率分別為-7.3%及-1.9%)，為避免第 2 次調高消費稅(由 8%調高至 10%)對日本經濟產生負面衝擊，將預定實施日期由明(2015)年 10 月延後 18 個月至 2017 年 4 月。另安倍強調 2017 年 4 月將如期實施調高消費稅，不再延後。
2. 安倍為挽救內閣聲望，並推動第三支箭的改革，宣布於本(2014)年 11 月 21 日解散眾院，並於本年 12 月 14 日改選眾院，作為日本人民對安倍經濟學的信任投票。
3. 另安倍表示將於明年提出特別預算(市場預估約 3 兆日圓)。

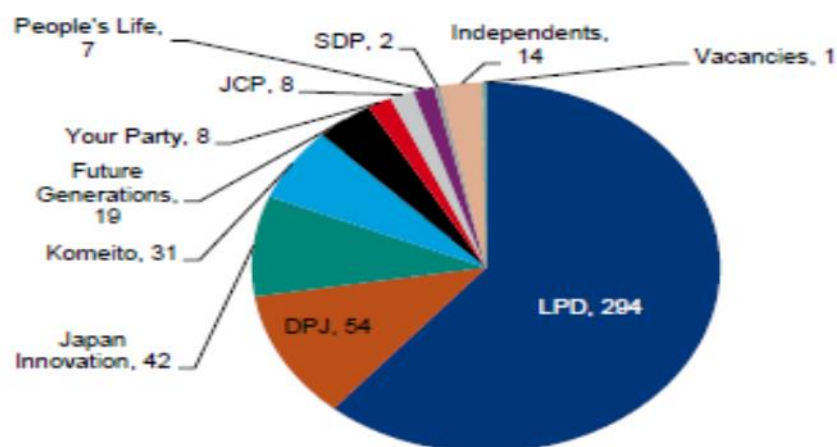
### (二) 遞延調高消費稅與提前國會改選的影響

#### 1. 選舉結果的不確定性(眾院席次的改變)

##### (1)眾院的席次分布現況(見圖 13)

日本眾院共 480 席，目前執政聯盟共掌握 326 席(自民黨掌握 295 席，公明黨則有 31 席)，超過 3 分之 2 的絕對多數。

圖 17 日本眾院的國會席次分布圖



資料來源：Bank of America Merrill Lynch

## (2)改選後的可能結果

- i. 一般預估自民黨仍可維持最大黨的地位，並單獨掌握過半的席次，惟自民黨加上公明黨將不易維持原先的 326 席。

表 11 近期日本民調及內閣滿意度調查

	Asahi			Kyodo News			Nikkei			Yomiuri			Sankei		
	8-9 Nov	25-26 Oct	6-7 Oct	18-19 Oct	3-4 Sep	2-3 Aug	25-26 Oct	26-28 Sep	3-4 Sep	8-9 Nov	24-25 Oct	3-5 Oct	18-19 Oct	6-7 Sep	10-11 Aug
<b>Administration approval</b>															
Approve	42	49	46	48.1	54.9	49.8	48	53	60	55	53	62	53	55.7	51.8
Disapprove	36	30	33	40.2	29	39.1	31	31	26	36	37	30	37.9	30.3	36.3
<b>Raising of consumption tax to 10%</b>															
Approve	24	22		31.0	27.5	32.9		28	29	16	26	28	29.8	32.1	31.6
Support postponement										46					
Disapprove	71	71		65.9	68.3	64.4		66	64	37	71	68	68	65.4	64.4

資料來源：Mizuho Bank

- ii. 本次自民黨席次可能增加或減少，主要受到下列 3 項因素影響：1)在野黨未獲得日本民眾支持，民調低迷；2)未表態選民快速增加；3)選民可能歡迎延後調高消費稅。
- iii. 本次改選的不確定性，將使市場波動度上揚。

## 2. 對日本政策組合的影響

- (1) 以中期的角度而言，延後調高消費稅可視為財政寬鬆(fiscal loosening)，故未來 BoJ 進一步寬鬆貨幣政策的壓力將減輕。
- (2) BoJ 於本年 10 月 31 日宣布擴大 QQE 規模，應是基於消費稅將如期調高的假設，且現在美元兌日圓可能有漲幅過高的現象。
- (3) 原先消費稅調高與貨幣寬鬆的政策組合較有利日圓貶值；倘若改為延後調高消費稅與貨幣寬鬆的政策組合，則對日本股市的正面助益較大。
- (4) 值得一提的是，安倍宣布延後調高消費稅，儘管可能會提高民眾對內閣的支持度，惟在調降公司稅與其他政策的政治結盟上可能受到衝擊，主要係部分安倍內閣、官員與自民黨人士支持如期調高消費稅。

### 3. 對社會信心的影響(effect on sentiment)

- (1) 自本年 4 月日本消費稅由 5%調高至 8%後，日本經濟指標表現一直不如預期，安倍延後調高消費稅，儘管可能使目前執政聯盟在眾院席次減少，且明年財政年度預算草案也可能被迫延後，但對消費者與投資者的觀感仍將有正面幫助。
- (2) 日本股市對於消費稅延後調高的消息應聲大漲，是不難理解的。在日本機構投資者加速海外資產配置的背景下，消費稅延後調高與眾院提前改選將對日本股市及美元兌日圓有正面效應。

### 4. 對財政風險的影響

- (1) 消費稅調高延後至 2017 年 4 月實施，可能還不至於動搖投資者對日本重整財政的信心，惟延後實施時點對於未來消費稅調高將埋下不確定的因子。
- (2) 對於日本公債市場而言，特別是在本年 10 月 31 日 BoJ 宣布進一步擴大 QQE，與 GPIF 宣布新的資產配置後，投資者已將消費稅將於明年 10 月調高 priced-in，故延後調高消費稅將造成日本公債殖利率上升、波動率增加，日本的信用違約風險(CDS)將擴大，惟在 BoJ 擴大購買日本公債規模下，日本公債殖利率應不至大幅攀升。
- (3) 儘管現在對市場是否意識到日本可能的財政失敗風險(fiscal failure risk)，仍言之過早；惟從長期財政風險而言，日本公債殖利率上揚與日圓進一步貶值的機率已上升。

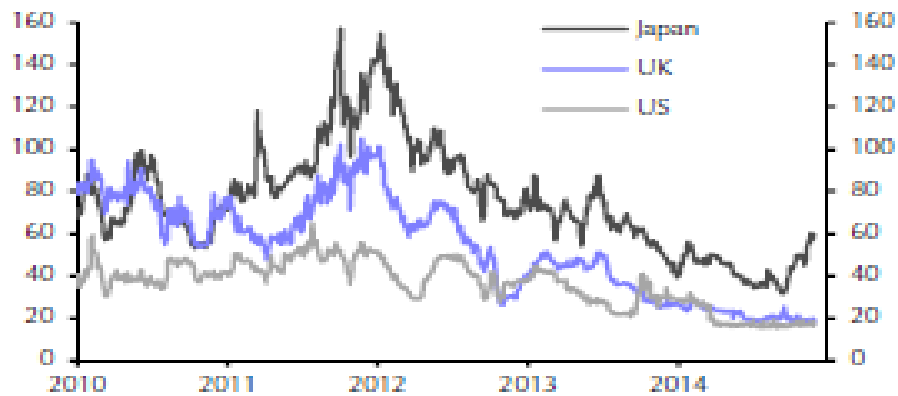
### (三) 日本主權債信評等被 Moody's 降等

1. Moody's 於本年 12 月 1 日宣布將日本主權債信由 Aa3 調降 1 級至 A1，展望維持「穩定」。
2. 降等理由
  - (1) 有關日本中長期赤字縮減目標的可達成性及日本能否有效控制債務的不確定性上升；



- (2) 日本政府為對抗通縮壓力所提出的振興經濟方案的時機與效果具有不確定性；
  - (3) 中長期而言，因前述因素使得日本公債(JGB)殖利率將上揚，且日本債務可負擔性(reduced debt affordability)將降低。
3. 日本 5 年期主權信用違約交換貼水(premium)上揚，顯示為規避日本主權債務違約的成本增加(見圖 18)。

圖 18 美、英、日 5 年期主權信用違約交換(Credit Default Swap, CDS)



資料來源：Capital Economics

#### (四) 未來觀察重點(見表 12)

1. 本年 12 月 14 日日本眾院選舉，自民黨與公民黨能否維持過半甚至絕對多數席次。
2. 2015 年 1 月中旬至下旬內閣是否通過 2015 年財政年度預算案。
3. 2015 年 3 月底前國會是否通過 2015 年財政年度預算提案及租稅改革計畫。

表 12 與消費稅有關的重要日本政經事件表

11 月 17 日	日本公布第 3 季 GDP 成長率初值為-1.9%
11 月 21 日	安倍正式宣布解散眾院
11 月 26 日	執政黨與在野黨領袖辯論
11 月 30 日	日本國會臨時會會期結束
12 月 1 日	日本第 3 季經濟展望調查 Moody's 調降日本主權債信評等至 A1(原先為 Aa3)
12 月 2 日	宣布眾議院改選日期為本年 12 月 14 日
12 月 8 日	日本公布第 3 季 GDP 第 2 次值
12 月 12 日	日本 2015 年財政年度租稅修正案(可能會延後)
12 月 14 日	日本眾院選舉
12 月 24 日	召開國會特別會議(special Diet session ) 國會針對首相及內閣投票
本年年底前	內閣通過 2014 年財政年度補充預算提案(經濟政策預算)
2015 年 1 月 9 日	執政聯盟預計針對 2015 年財政年度租稅改革計畫達成共識
2015 年 1 月中旬至下旬	內閣通過 2015 年財政年度預算案 國會例行會期開議
2015 年 2 月下旬	國會通過 2014 年財政年度補充預算提案(經濟政策預算)
2015 年 3 月底前	國會通過 2015 年財政年度預算提案及租稅改革計畫

資料來源：Mizuho Bank

## 陸、安倍經濟學之未來展望與挑戰

### 一、安倍政權是否穩固

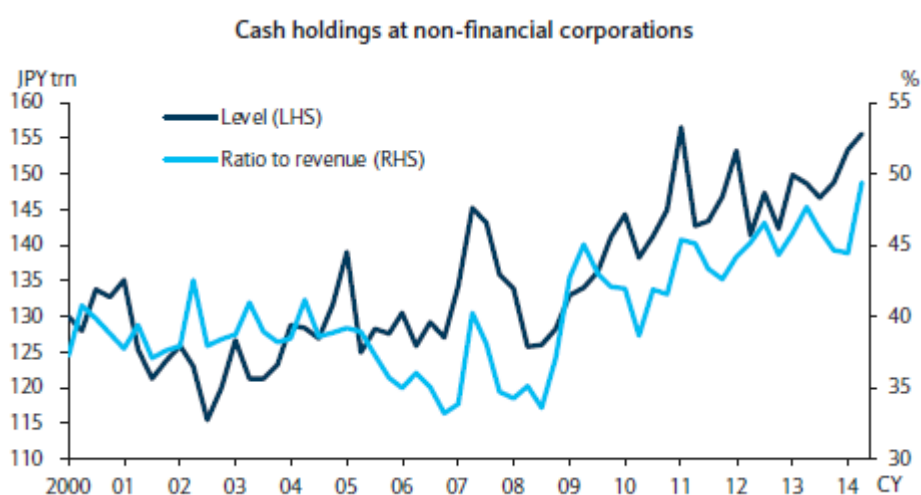
根據民意調查顯示，安倍所領導的執政聯盟在本年 12 月 14 日的大選應可取得過半席次，不過重新改選的席次若較改選前的 326 席差距過大，則可能影響渠等推動安倍經濟學的實質力道。

### 二、安倍是否能加速財政改革與成長策略步調

為配合 BoJ 的積極貨幣寬鬆政策(安倍第 1 箭)，安倍在選後必須加緊推動財政改革(例如調降公司稅)與勞動市場改革等，才有可能解決日本面臨人口老化及企業持有大量閒置資金的結構性問題。

1. 調降公司稅係安倍第三箭-成長策略的重要項目，根據日本財務省官員說法，日本傾向將公司稅由現行約 35.64%，逐步降低至 20% 水準；
2. Mizuho 預估公司稅每調降 10%，截至 2020 年日本政府將減少 4.8 兆日圓的稅收，惟 2015 年至 2020 年每年實質 GDP 可提高 1%。

圖 19 日本非金融企業持有現金水位及現金對銷售比率



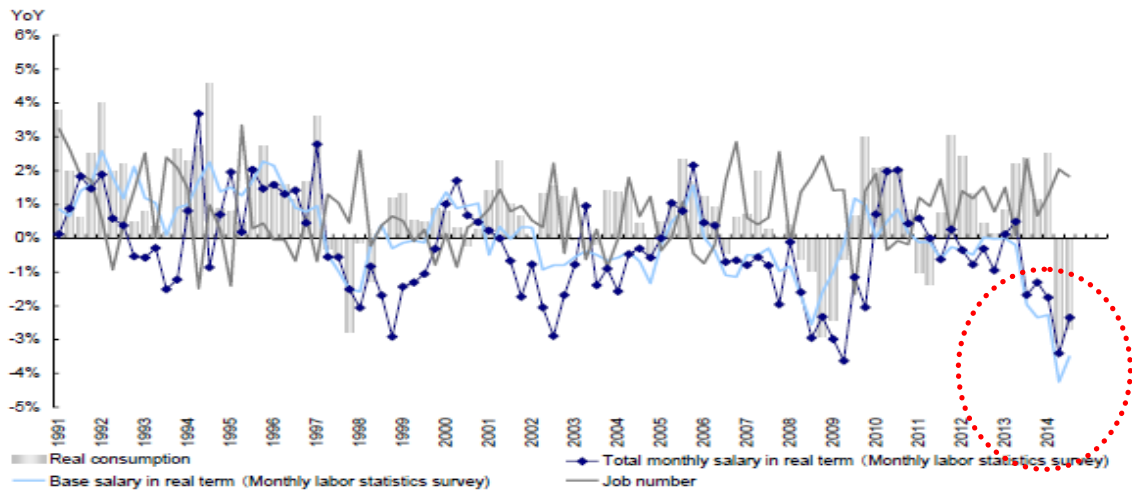
資料來源：Barclays

### 三、實質工資與消費必須成長(見圖 20)

安倍經濟學成功的前提要件，在於推動實質工資成長，帶動家計部門消費，

產生物價上升的良性循環。

圖 20 日本實質工資、實質消費及工作年成長率



資料來源：Mizuho Bank

#### 四、BoJ 退場機制與風險

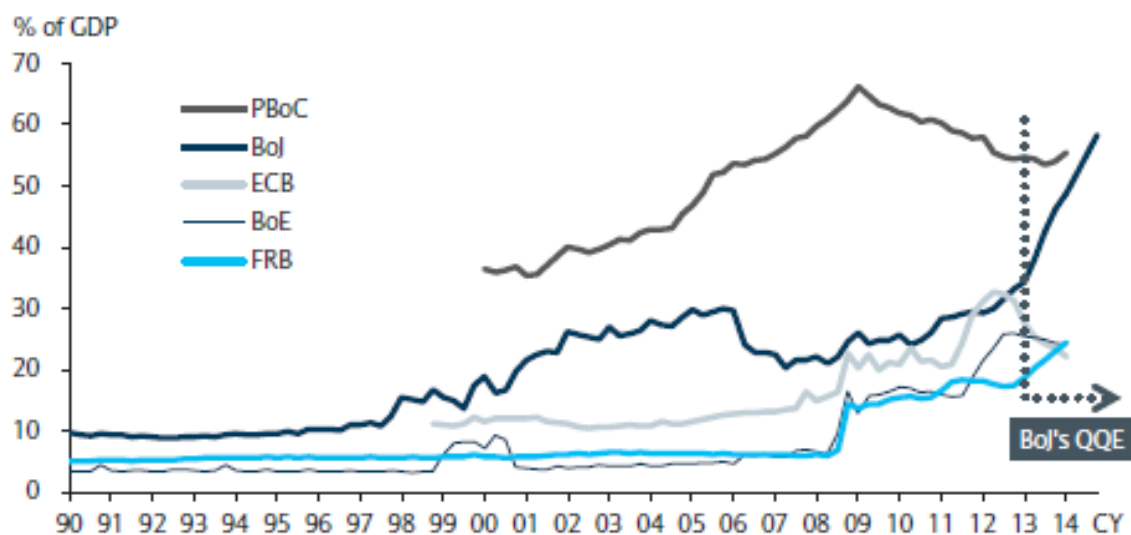
1. BoJ 於本年 11 月 19 日公布會後聲明指出，將繼續執行 QQE 直到達成 2% 的目標通膨為止。
2. 總裁黑田東彥於會後記者會表示，預期在 2015 年財政年度（即 2015 年 4 月 ~2016 年 3 月）可望達成其通膨目標，但亦暗示目前談退場機制仍言之過早。
3. 預估如 QQE 2 持續進行 2 年，至 2016 年 10 月底，BoJ 所持有之日本公債（即 JGB，不含國庫券）金額，將逾流通在外總金額之 40%；屆時，公債市場流動性與波動度等問題，將更為嚴重（見表 13）。
4. 此外，如與主要國家央行相較，QQE 使日銀的資產規模相對 GDP 比擴張過快，目前已接近 60%，未來退場恐引發市場大幅波動的風險（見圖 21）。

**表 13 日本銀行持有 JGB 占市場流通在外總金額之比率**

時間	預估市場流通在外金額 <sup>8</sup> (兆日圓)	預估日銀持有金額 (兆日圓)	持有比例 (%)	備註
2015 年 10 月底 (1 年後)	811	<b>264</b> (=184+80)	<b>32.56</b>	至 2014 年 10 月 31 日，BoJ 持有 JGB 約 <b>184 兆日圓</b>
2016 年 10 月底 (2 年後)	844	<b>344</b> (=264+80)	<b>40.76</b>	

資料來源：日本銀行、JP Morgan

**圖 21 日本央行資產負債對 GDP 比率增加速度較其他主要央行更快**



資料來源：Barclays

<sup>8</sup>市場流通在外金額之預估值取自 JP Morgan

## 四、專題討論：日圓進一步貶值是否有利日本經濟？

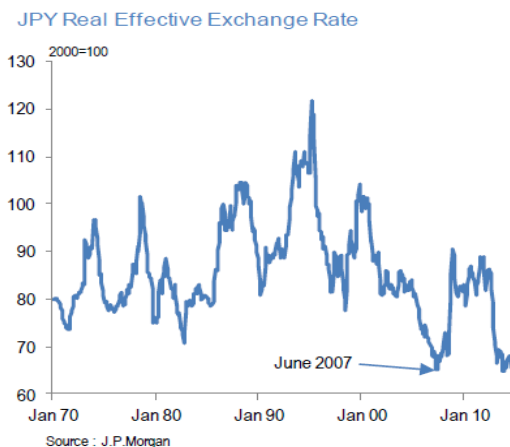
### (一) 摘要

日圓的實質有效匯率指數再度觸及歷史低點，如繼續貶值，則將降至前所未有的低水準；過去一年多來，日圓貶值尚未真正帶動日本出口或改善貿易赤字，而輸入性通膨壓力卻上升。另一方面，日本投資者持續增加海外投資，淨國外資產已達 325 兆日圓；日圓貶值提高國外資產的價值，但因日股表現較佳，對外負債規模反映價格因素而略呈上升。整體而言，日圓貶值對經濟的效益尚未顯現出來，如考量當前日本經濟情勢、央行政策目標、國際收支以及國際投資部位等因素，日圓未來仍有進一步貶值空間。

### (二) 日圓實質有效匯率指數將達歷史低點

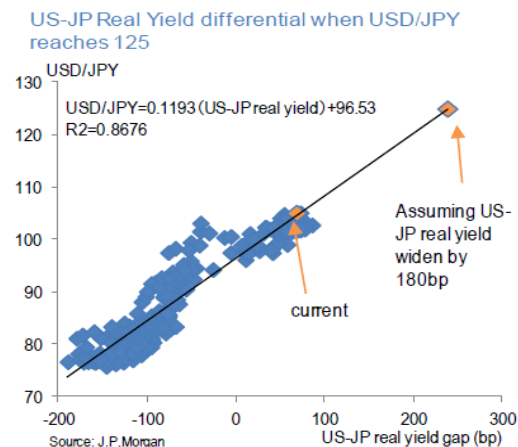
1. 日圓的實質有效匯率指數 (REER) 在 2007 年 6 月及 2013 年 12 月分別創下 70 年代以來低點。目前日圓已第 3 次觸及歷史低點，日圓如續貶，則該指數將達前所未有之低水準。基此，JP Morgan 認為日圓短期內並不會明顯突破 110 兌 1 美元關卡 (圖 10)。(註：本報告出刊於 BoJ 擴大 QQE 之前)

圖 22 日圓 REER 達歷史低點



資料來源：JP Morgan

圖 23 美、日利差與日圓匯率



資料來源：JP Morgan

2. 如美日實質利差擴大 170 個基點(bps)，美元兌日圓可能升值至 125 日圓 (圖 23)。

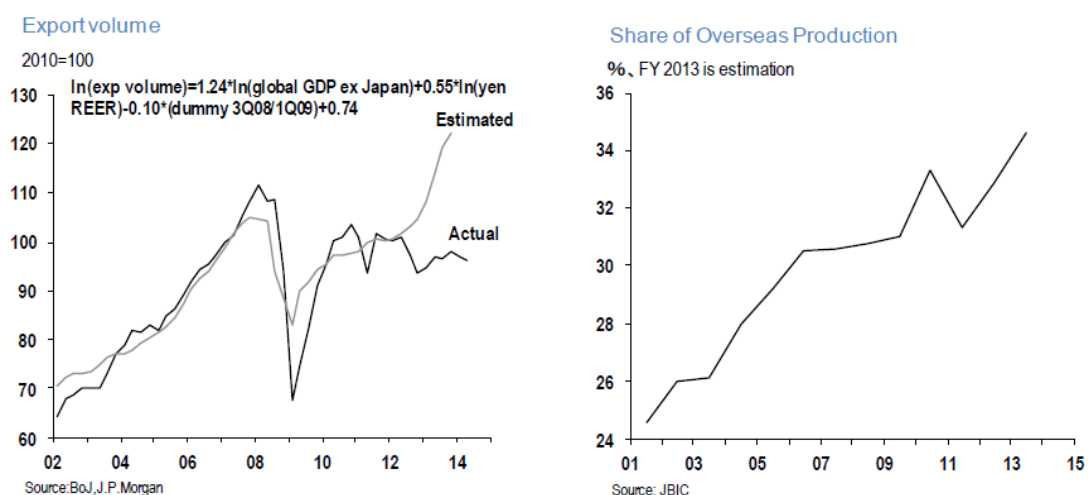
### (三) 日圓貶值對日本經濟之影響

#### 1. 出口並未受到明顯的提振

(1) 假設出口量 (export volume) 對匯率敏感度維持不變，且全球 GDP 維持成長趨勢，以目前日圓匯率而言，日本出口量應自 2012 年成長 18%，惟實際上出口量卻反而減少 2%<sup>9</sup>。(圖 24 左)

(2) 此主要反映中國大陸等亞洲貿易對象目前經濟表現相對較弱，且日本廠商的境外生產比重上揚 (圖 24 右)。

圖 24 海外生產比重提高不利日圓貶值對出口量



資料來源：JP Morgan

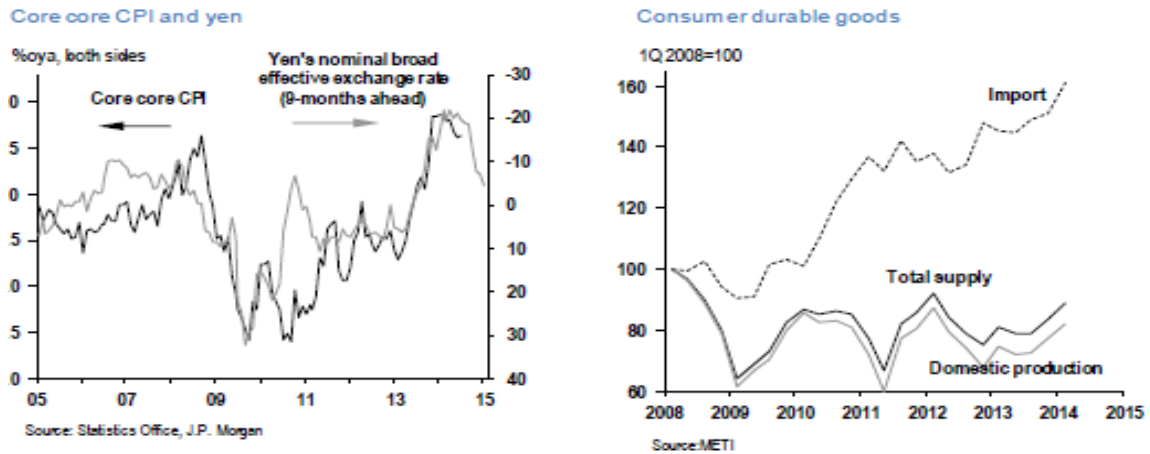
#### 2. 日圓貶值使通膨壓力上升

(1) 日圓的廣義名目有效匯率的變動率與核心通膨率(core-core CPI) 存在明顯的相關性 (圖 25 左)；不過，由於一年多以來預期通膨亦呈上揚，因此，可能須等到日圓貶值的效應褪去後才能判斷未來核心通膨能否持續上揚。假設通膨上升主要來自日圓貶值，則未來核心通膨年增率可能會再跌至 1% 或以下。

<sup>9</sup> 依 1996 至 2010 年資料推估，全球經濟成長 1% (不含日本)，應可帶動日本出口量成長 1.2%；日圓實質有效匯率貶值 1%，約可推升出口量 0.6%。基此，近期日圓走弱應推升出口量 12.2%，而全球經濟成長率應推升出口量 5.9%，但實際上出口卻衰退 2%。

(2)另國外進口之消費耐久財權重的增加，亦使得日圓貶值對通膨的影響更加顯著（圖 25 右）。

圖 25 日圓貶值推升通膨



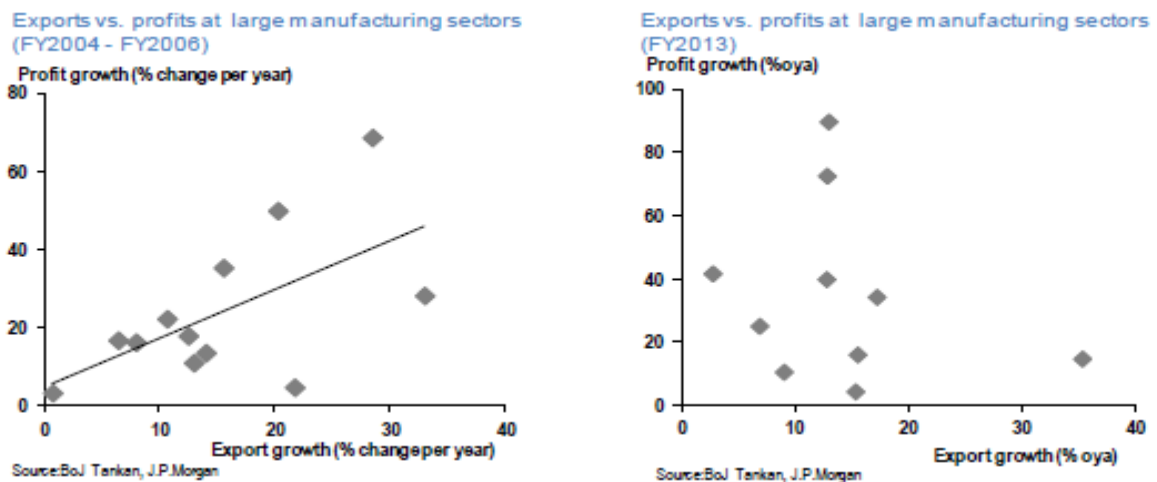
資料來源：JP Morgan

### 3. 企業獲利與經常帳

(1)如與 2004~2006 年的經驗比較，此次(2013 年)日圓貶值，企業獲利成長率與出口成長率的相關性較低（圖 26），因此，即使如前述，此次日圓貶值並未對出口帶來太大助益，但因出口價格的提高及消費信心改善，均使企業盈餘大幅攀升。

(2)同時，日圓貶值對企業獲利及股價的推升，所帶來的財富效果有助於刺激消費成長。

圖 26 企業獲利與出口成長率之關聯

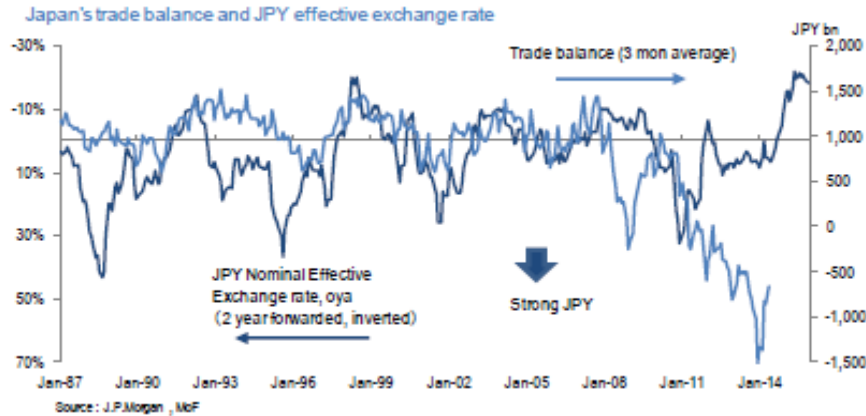


資料來源：JP Morgan



(3)透過匯率變動來調整貿易失衡取決於進出口量對匯率的需求彈性夠大，但此似乎不適用於日本；因為，儘管日圓貶值，但日本的經常帳卻沒有改善（圖 15），顯示未來並無法由經常帳的改善，進而推升日圓，因此，未來日圓仍有持續貶值壓力。

圖 27 日本貿易帳餘額與日圓名目有效匯率



資料來源：JP Morgan

#### 4. 日圓進一步貶值是否有利於日本經濟

(1)倘若日圓進一步貶值對日本經濟是否有利的提問，相當於詢問預期通膨進一步上升是否對日本經濟有利？在 BoJ 如能成功地讓 QQE 順利退場前提下，日圓如貶值到某一水準而使得日本通膨可以維持 2%的目標，則此對日本經濟應有正面助益。

(2)預估日圓每年須貶 20%，才能達成 2%的通膨目標，惟此面臨：

- ✧ BoJ 能否持續推升通膨預期，近期此效果已受市場所質疑；
- ✧ 其次，如 BoJ 政策真能推升通膨預期，但在日圓貶值下，則 BoJ 掌控貨幣政策的困難度將會提高。

#### (四) 日圓貶值與資本移動

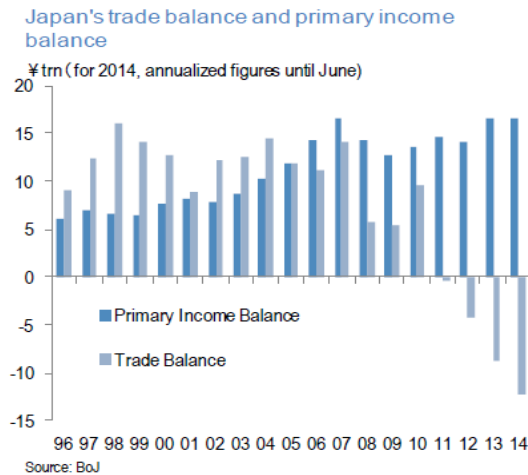
##### 1. 經常帳與直接投資

(1)匯率變動與國際收支餘額相互影響，而近 1 年多來日圓貶值與資本移動更呈明顯交互作用。由於日本持有鉅額淨國外資產，因此即使貿易

赤字惡化，但因淨所得亦呈成長，使日本經常帳仍呈盈餘（圖 28）。

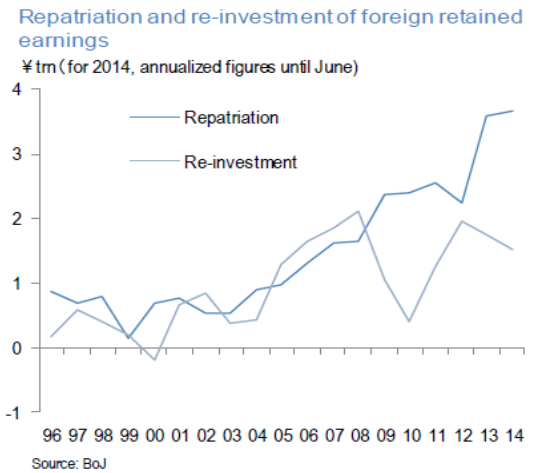
(2)另一方面，自 2009 年以來，海外所得匯回日本大幅攀升(圖 29)，尤其近年此現象更為明顯，匯回金額明顯逾留在海外再投資之金額。此反映日圓貶值時，有利於換得更多日圓，並反對日圓帶來部份的支撐。

圖 28 貿易帳與所得帳餘額



資料來源：JP Morgan

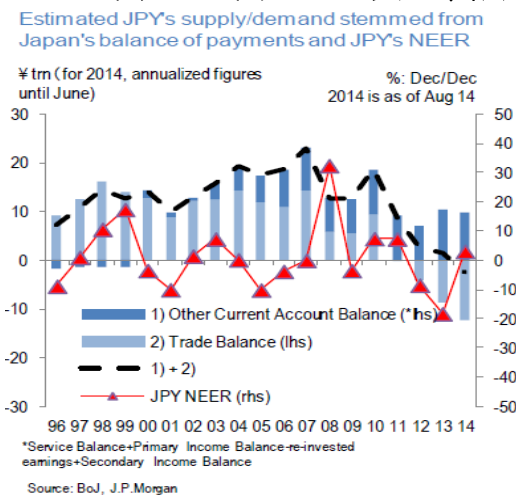
圖 29 日本居民海外所得匯回與再投資



資料來源：JP Morgan

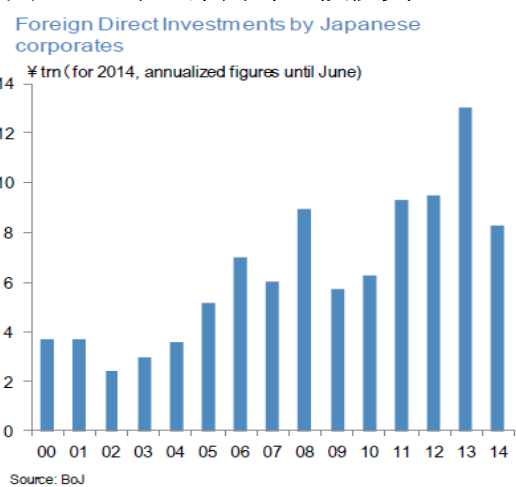
(3)由經常帳餘額與日圓的名目有效匯率，亦可發現一些相關性；惟 2014 年貿易逆差可能會超過所得收支等其他經常帳所帶來的順差，並導致經常帳出現赤字（圖 30）。

圖 30 日圓 NEER 與經常帳餘額



資料來源：JP Morgan

圖 31 日本企業對外直接投資



資料來源：JP Morgan

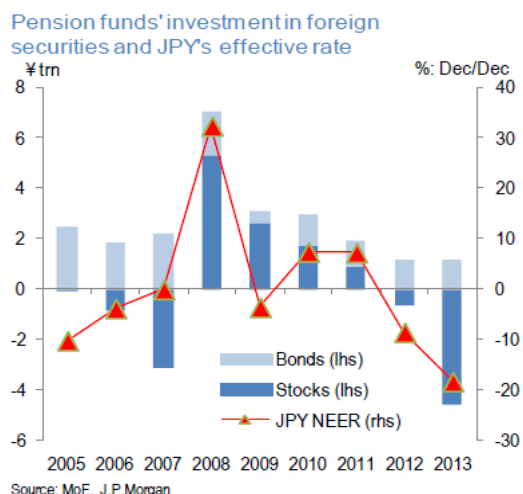
(4)另一方面，在 2013 年，儘管日圓貶值，但企業對外國的**直接投資**仍呈**大幅攀升**（圖 31）；此反映對日本廠商而言，**海外市場的成長機會**、**赴產品需求地生產以降低匯率風險**等長期性考量，遠大於日圓貶值不利海外投資之負面效果。

## 2. 有價證券投資與基本國際收支 (basic balance)<sup>10</sup>

(1)近期的日圓貶值，與日本對海外有價證券的投資呈現相關性，尤其是退休基金的海外有價證券投資更為明顯（圖 32），但一般民眾的海外投資則無明確的相關性。

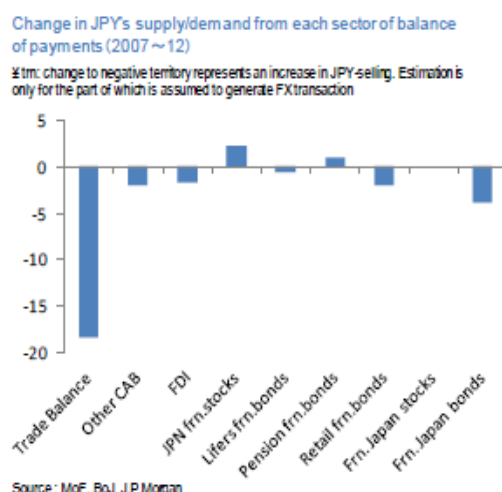
(2)整體而言，貿易赤字惡化係造成基本國際收支 (basic balance) 惡化的主要原因（圖 33），而此為結構性問題，因此，短期內，在基本國際收支呈逆差下，日圓仍將承壓，並相對疲弱。

圖 32 海外有價證券投資與日圓



資料來源：JP Morgan

圖 33 由國際收支看日圓供需



資料來源：JP Morgan

## (五) 日圓走弱與日本的資產負債表

1. 2013 年日本持有淨國外資產增加 **28.7 兆日圓**至 **325 兆日圓**，領先第 2 名之中國大陸約 120 兆日圓。此 28.7 兆日圓中，主要來自匯率因素

<sup>10</sup> 係指由貿易帳、直接投資(FDI) 及有價證券投資(僅股票及債券) 等三項所組成的國際收支帳。

(+80.5 兆)，其次為價格因素 (-45.1 兆)。(表 14)

- 由於國外資產逾 7 成以外幣計價，外幣計價之負債則不及 3 成，如以此推估，日圓貶值約創造 80 兆日圓的增值；而日本股市表現相對較佳，致價格因素造成淨資產減少 45 兆日圓。

表 14 國際投資部位之國外資產與對外負債

Foreign asset/liability by currency (JPY trillion)

	Foreign asset total				Foreign liability total			
	Total	Foreign	JPY	Foreign%	Total	Foreign	JPY	Foreign%
end-2010	560.2	396.9	163.3	71%	304.3	82.9	214.7	27%
end-2011	581.5	405.1	176.4	70%	316.1	67.2	248.9	21%
end-2012	661.9	482.3	179.6	73%	365.6	110.7	254.9	30%
end-2013	797.1	607.1	190.0	76%	472.1	138.1	334.0	29%

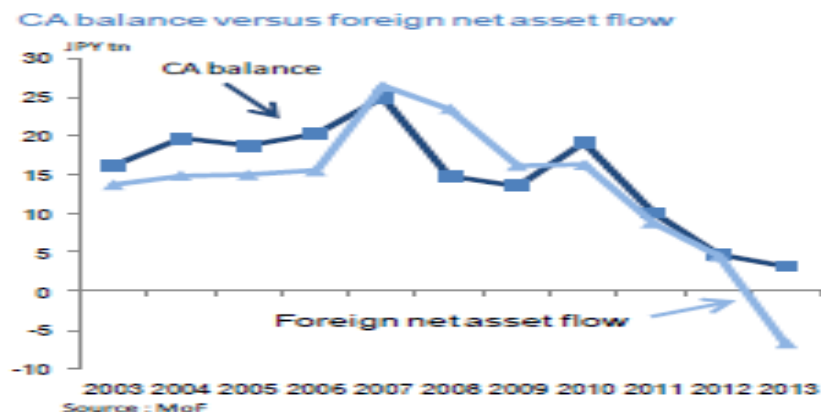
Foreign asset/liability outstanding change (MoF estimate)

	end 2012	end 2013	YoY	(JPY tn)		
				Flow	FX	Price
Asset	661.9	797.1	135.2	38.9	105.3	-9.0
Liability	365.6	472.1	106.5	45.6	24.8	36.1
Net	296.3	325.0	28.7	-6.7	80.5	-45.1

## (六) 結語

經常帳餘額與資本移動具相關性 (圖 34)，一旦經常帳出現赤字，將導致國外淨資產減少及資本淨流出；惟因日本淨資產規模龐大，即使經常帳出現赤字，日圓供需仍大致維持穩定。另如以當前經濟情勢及 BoJ 政策目標而言，日圓未來仍有進一步貶值空間，惟 BoJ 政策困難度將提高；但此有利於日本海外投資所得匯回及價值增值，以 2013 年日圓貶值為例，日本海外淨資產價值提升約 80 兆日圓。

圖 34 日本經常帳與淨國外資產的變動



## 柒、結論與建議

自 2012 年 12 月 26 日安倍晉三就任日本第 96 任首相以來，渠提出安倍三箭一積極的貨幣寬鬆政策、彈性的財政政策及成長(改革)政策—力求將日本經濟從通縮的泥淖中解救出來，而市場習慣稱安倍三箭為安倍經濟學(Abenomics)。

截至本年底，安倍經濟學將執行屆滿 2 年，期間最大特點為「日股漲、日圓貶」，惟日本實質 GDP 連續 2 季出現衰退，加以日本物價成長動能似有減弱的背景下，安倍被迫宣布延後 18 個月調高消費稅至 2017 年 4 月 1 日，並於本年 12 月 14 日提前眾院改選，隨後日本債信被 Moody'降等(Aa3 至 A1)，故市場無不熱烈討論安倍經濟學是否能解決日本面臨的經濟困局。

安倍經濟學對日本經濟的正面效果為：1)名目工資隨著勞動市場改善而增加；2)日圓兌美元貶至 7 年來新低；3)公司獲利成長；4)股價上漲；4)失業率降至 3.5%；6)職缺數對應徵者比 (job opening to applicants ratio) 創 22 年新高。

安倍經濟學對日本經濟的負面效果為：1)調高消費稅(由 5%調高至 8%)之衝擊仍影響日本經濟；2)通膨上升，惟名目薪資成長率跟不上通膨，使得員工實質薪資連續 15 個月下滑；3) BoJ QQE 購債金額龐大，不僅會排擠其他市場參與者，或引發債務貨幣化 (monetization of debt)疑慮；4)財富重分配，不利未持有股票投資者；5)Spill-over effect 干擾國際金融市場(特別是匯市)穩定；6)目前 BoJ 持有政府公債 (JGB)占市場規模比率已達 22.22%，此將影響市場流動性，並扭曲市場機制。

最後有關安倍經濟學未來發展的觀察重點為：1)安倍政權是否穩固(能否取得眾院過半席次)；2)安倍於未來 18 個月是否能加速財政改革與成長策略步調；3)日本實質工資與消費必須成長；4)留意未來 BoJ 退場機制與風險。

## 捌、参考文献

1. Eiji Maeda (2014),” Outlook for Economic Activity and Prices in Japan,” Research and Statistics Department, Bank of Japan, September 2014
2. Kei Kanamori (2014),” Japanese Economy and Debt Management in 2014,” Financial Bureau, Ministry of Finance, September 2014
3. Tetsuo Ishihara and Tomochiaka et al. (2014),” 2014 MIC -Global Macroeconomic Outlook,” Mizuho Securities, September 2014
4. Akira Amari(2014),” Abenomics: Current Status and Future Perspectives,” Economic and Fiscal Policy, Cabinet Office , September 2014
5. Hidenori Mitsui(2014),” Abenomics and Financial Strategy,” Financial Service Agency , September 2014
6. Hajime Takata(2014),” On Abenomics and Taxes,” Mizuho Research Institute , September 4
7. Hiroshi Yoshikawa(2014),” Wage Deflation,” The University of Tokyo , September 4
8. Yasuhiro Yonezawa(2014),” Corporate Governance Reform and the Japanese Stock Market,” September 4
9. Daisuke Karakama(2014),”GPIF Trading Leeway and Impact on the Fundamental Supply-Demand Relationship,” Mizuho Market Topic, Mizuho Bank, November 26
10. Yasunari Ueno(2014),”Market Manipulation by Fiscal and Monetary Authorities Creates An Unhealthy Imbalance in Japan’s Bond and Stock Market ,” Macro Information , Mizuho Securities, November 20
11. Yasunari Ueno(2014),”3Q Real GDP Down 0.4% QoQ, Providing Major Grounds to Postpone the Second Consumption Tax Hike ,” Macro Information , Mizuho Securities, November 17

12. Yasunari Ueno(2014),”Bond Market Even More Reliant on the BoJ for Demand-Supply , Foreigners Turns Buyers Even After the Tax Hike Delay ,” Macro Information , Mizuho Securities, December 2
13. Yasunari Ueno(2014),”No Sympathy for the BoJ After the Government ‘Kicks away Its Ladder’ by Postponing the Consumption Tax Hike ,” Macro Information , Mizuho Securities, November 19
14. Yasunari Ueno and et al.(2014),”Interest and Exchange Rate Outlook ,” Monthly Monitor , Mizuho Securities, November 28
15. Yasunari Ueno,”Core CPI(Excluding Consumption Tax Impact) up 0.9% in October , Set to Remain Below 1% in Coming Months ,” Macro Information , Mizuho Securities, November 28
16. Daisuke Karakama(2014),”Two Factors That Make the Current Weak JPY Historically Different in Aspect- Real Interest Rates and Supply-Demand Situation,” Mizuho Market Topic, Mizuho Bank, November 18
17. “Investment Result for the Second Quarter of Fiscal 2014,” Government Pension Investment Fund, Japan, November 18, 2014
18. Marcel Thieliand and Mark Williams(2014),”What Impact Will the Delay in the Sales Tax Hike Have?” Japan Economics Update, Capital Economics, November 18
19. Marcel Thieliand (2014),” Growth returning, Price Pressures Still Weak,” Japan Chart Book, Capital Economics, December 3
20. Tomochika Kitaoka (2014),” Macro/Policy View of Tax Hike Delay, Election ,” Mizuho Securities Equity Research, November 18
21. Tomochika Kitaoka (2014),” Key Issues for Further Salary Hikes in 2015 Wage Talks ,” Mizuho Securities Equity Research, December 3
22. Daisuke Karakama(2014),” Forex Medium-Term Outlook,” Mizuho Bank, November 28

23. Tomochika Kitaoka (2014),” Macro/Policy View of Tax Hike Delay, Election ,” Mizuho Securities Equity Research, November 18
24. Tomochika Kitaoka (2014),” Comparison of campaign manifestos, recent public opinion ,” Mizuho Securities Equity Research, November 25
25. Tetsufumi Yamakawa (2014),” Abenomics, Phase II: Don’t Fight the Government and the BoJs ,” Japan Perspectives,, November 13
26. Moody’s Investors Service(2014),”Rating Action: Moody’s Downgrades Japan to A1 from Aa3; Outlook Stable,” Global Credit Research , December 1
27. Sasaki, Tohru et al. (2014),”Would Further Yen Depreciation Be Positive For The Japanese ? “JP Morgan, Japan Special Report, September 19.
28. Kyohei Morita, Yuichiro Nagai (2014),”Minutes of 31 October MPM: Room for the BoJ to Improve Communication, “Barclays, Japan Economic Focus, November 25
29. Ryoko Tada (2014),” GPIF Shifts into Riskier Assets Even before the New Basic Portfolio Release ,“ Nomura ,Global Markets Research, November 26
30. Tomo Kinoshita, Masaki Kuwahara and et al. (2014),” Beyond two straight quarters of contraction We think virtuous circle under Abenomics has been unbroken, “Nomura, FY14-16 economic outlook, November 25
31. Tomo Kinoshita , Masaki Kuwahara and et al. (2014), “Japan: New Main Scenario of Deferred Tax Hike, Snap Election ,” Nomura, Global Market Research, November 12.
32. Shusuke Yamada and Shuichi Ohsaki (2014), “Tax Hike Postponement +Snap Election Scenario ,” Bank of America Merrill Lynch, Japan Rates and FX Watch, November 12.