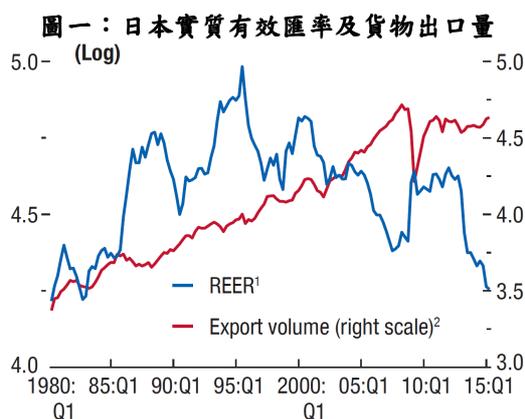


《經濟日報》全版專欄〈一名經人〉

圓貶效果成疑問 出口停滯另有因

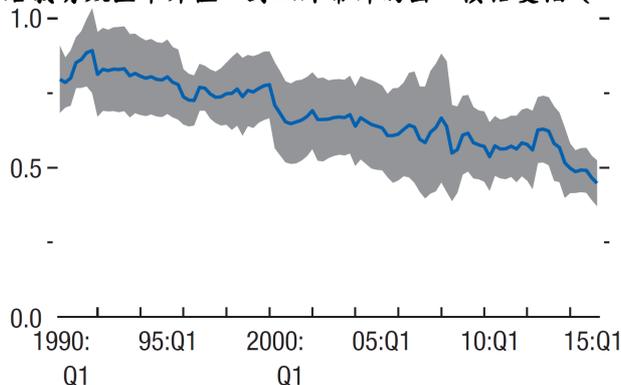
爭相貶值總是近期熱話。不計新興，最經典的選數 2012 至 14 年間兩潮日圓大貶。有無用呢？日本商品貿易由 2014 年春的两萬億圓赤字收窄至今春的零，但無以為繼。國基會在最近的展望中，有一專題探討日本這貶值失效現象，今文看看（見參考）。

上述匯率乃僅兌美元且未扣通脹，另貿易則計值而非量。圖一按傳統教科書做法，將日本實質（扣除通脹）有效（兌一籃子貨幣）匯率與貨物出口量（扣除價格）比較，可見圓匯雖貶廿年，但近十年的出口量無大變。貶值刺激出口，起碼近十年成疑問。

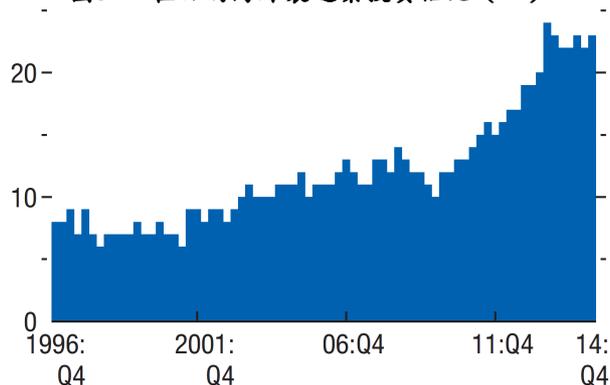


緣何如此？圖二以其模型計算日圓變動滲透（pass-through）至出口價格的程度。清楚可見，滲透度在過去廿五年來持續下跌，即是每 1% 實貶令出口跌價的程度減少，那麼刺激出口量的作用亦自然對應減少了。這是對圖一「貶值漸失效」的宏觀解釋。

圖二：日圓每 1% 名義有效匯率升值，對以外幣計的出口價格變幅（%，十年滾動窗口）

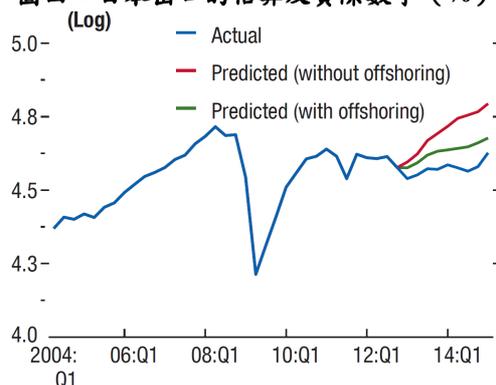


圖三：在日的海外製造業投資佔比 (%)



除此之外，海外需求較大及勞工成本較低，亦令日企近年將部分生產線轉移海外。同一企業跨境生產，匯率的影響一般不大。圖三所見，日企的海外製造業在投資佔比，自海嘯後幾年升了逾倍。圖四的模型模擬顯示，若無此外判，近年出口應升而非橫行。

圖四：日本出口的估算及實際數字 (%)



由此可見，傳統的貶值有利出口理論並沒有失效，只是匯價與物價關係今非昔比，加上生產外移下，會計上出口減少，才有這個貶值失效現象罷了。

參考：International Monetary Fund (2015), "Japanese Exports: What's Hold Up?" In *World Economic Outlook: Adjusting to Lower Commodity Prices*, October, Box 3.3.

羅家聰
環球金融市場部