

元大戰情分析

日本殭屍企業整併、倒閉，對景氣長期發展或帶來正面助益

吳明真

Vivian.MC.Wu@yuanta.com

事件

- ◆ 因應新冠肺炎，日本政府對中小企業實施的優惠貸款政策，使得 2021、2022 財年殭屍企業明顯大幅成長。
- ◆ 2023 年全國倒閉企業家數達 8,690 件，為 2015 年來新高；此外，加上日銀升息，利息負擔加重，導致今年上半年累計倒閉家數達 4,931 件，高於去年同期。
- ◆ 政府當局似有意讓生產效率低落面臨經營困難的公司整併、倒閉，此將可望釋放勞動力，同時提高生產效率，研判對日本經濟長期發展實屬利多。

評論

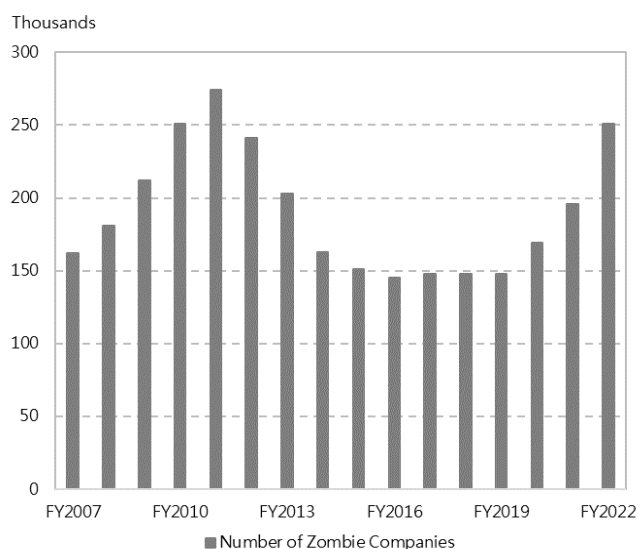
依照國際清算銀行(BIS)定義，殭屍企業為成立超過 10 年，利息覆蓋比率連續三年小於 1，即稅前息前盈餘小於利息支出的企業。1990 年代日本經濟泡沫後，銀行業持續借貸給金融體質不佳的企業，同時央行為因應景氣的低迷，長期維持低利率環境，使得這些獲利能力低落之企業苟延殘喘的存活。

2020 年新冠肺炎疫情爆發後，為了因應疫情對經濟活動帶來的衝擊，日本政府於 2020 年 3 月推出「零零貸款」政策，即由政府相關金融機構或私人機構，向中小企業乃至於私人企業提供最長 3 年幾乎無利息即無抵押之借款，以幫助中小企業度過疫情危機。根據中小企業廳的資料顯示，全國約有 234 萬筆零零貸款，總金額高達 42 兆日圓。政府大舉提供資金支援中小企業營運，卻使得更多企業能夠倚賴該資金維持營運，連帶衍生出更多殭屍企業，根據帝國數據銀行(Teikoku Databank)於今年年初公布的資料顯示，2022 財年殭屍企業較前一財年成長 30%至 25.1 萬，同時也反映於 2021 年、2022 年宣布破產倒閉的中小企業明顯減少。

在免利息的三年期間過後，企業自 2023 年起陸續面臨需要償還貸款的壓力，而企業營運狀況未見改善，東京商工研究統計 2023 年全國倒閉企業家數為 8,690 件，為 2015 年以來新高；此後，日本央行於今年 3 月利率決議正式退出負利率，造成越來越多無法負荷的企業宣布破產，今年上半年累計倒閉企業家數已達 4,931 件，高於去年同期的 4,042 件。與此同時，2023 年新設立企業為 153 萬家，為有紀錄以來最高，或顯示隨著殭屍企業的倒閉，正在加快日本國內企業重組，對日本企業注入新活力。

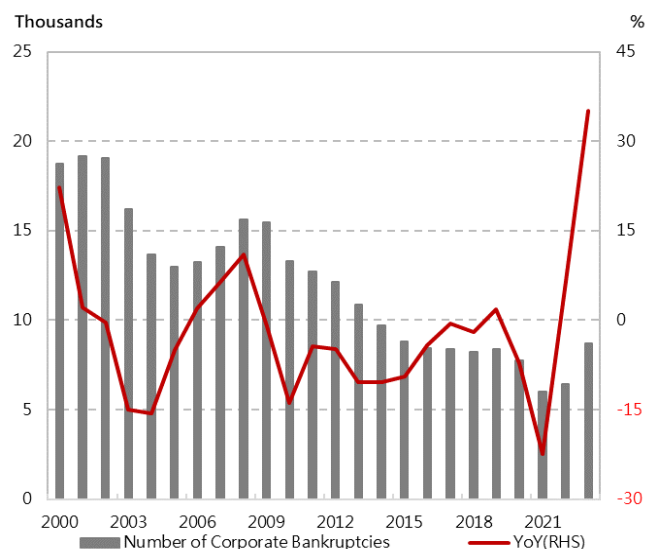
過多的殭屍企業，阻礙工作力的流動，並限制整體經濟的生產力，對景氣長期發展實屬不利因子；隨著日本央行將貨幣政策正常化，日本當局官員亦有意讓更多表現不佳的企業倒閉，抑或是使其進行重組、併購等，此將有利勞動力往高生產力企業流動。因此，就短期而言，中小企業倒閉、整併確實將造成失業人口的上升，但就長期來說，讓低效率的企業破產，同時鼓勵新企業的創設，或是能更使日本經濟提高成長率的方法之一。

圖 1：殭屍企業家數



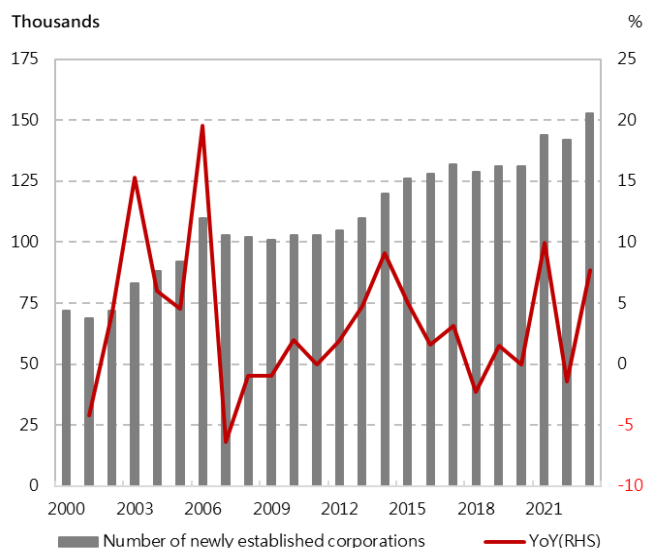
資料來源：Teikoku Databank、元大投顧

圖 2：企業破產家數



資料來源：TSR、元大投顧

圖 3：新設立企業家數



資料來源：Teikoku Databank、元大投顧

全球金融行情

資料日期 (收盤日) : 2024/08/15

股權									
類別	市場指標	收盤	日漲跌%	年迄今漲跌%	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌%	年迄今漲跌%
台灣	臺灣加權股價指數	21,895.17	-0.60%	22.11%	0050	元大台灣 50	179.35	-0.77%	32.41%
					00631L	元大台灣 50 正 2	221.20	-0.87%	46.30%
					00632R	元大台灣 50 反 1	3.50	0.29%	-21.88%
					0056	元大高股息	38.17	-0.50%	2.06%
					00713	元大台灣高息低波	57.20	-0.44%	13.49%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	44.11	-0.59%	25.46%
	台灣加權電子指數	1,168.50	-0.63%	30.52%	006203	元大 MSCI 台灣	84.35	-0.71%	27.42%
					0051	元大中型 100	79.00	0.13%	7.26%
					0053	元大電子	96.30	-0.72%	34.40%
					0055	元大 MSCI 金融	28.45	-0.77%	17.95%
中國	滬深 300 指數	3,341.95	0.99%	-2.60%	006201	元大富櫃 50	23.41	1.34%	17.05%
					0061	元大賣滬深	16.67	0.48%	2.58%
					00637L	元大滬深 300 正 2	12.65	2.18%	9.05%
					00638R	元大滬深 300 反 1	9.99	-0.89%	-3.57%
					006206	元大上證 50	27.94	1.16%	5.91%
	S&P500 指數	5,543.22	1.61%	16.21%	00739	元大 MSCI A 股	20.02	0.45%	1.16%
					00646	元大 S&P500	55.10	0.55%	20.44%
					00647L	元大 S&P500 正 2	87.40	1.04%	24.77%
					00648R	元大 S&P500 反 1	5.55	-0.72%	-10.05%
					00861	元大全球未來通訊	41.53	0.51%	19.79%
美國	那斯達克 100 指數	19,490.15	2.46%	15.83%	00876	元大全球 5G	37.84	0.21%	13.29%
					00762	元大全球 AI	58.45	0.34%	16.67%
					00771	元大 US 高息特別股	17.81	0.68%	9.53%
	標普美國高息特別股指數	727.82	-0.13%	4.64%	00660	元大歐洲 50	34.82	0.81%	5.36%
					00661	元大日經 225	46.86	1.10%	9.28%
	歐洲 EURO STOXX 50 指數	4,807.77	1.70%	6.33%					
	日本 日經 225 指數	36,726.64	0.78%	9.75%					
債市									
類別	市場指標	收盤	日漲跌基點	年迄今漲跌基點	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌%	年迄今漲跌%
美國	美國 1 年公債殖利率	4.53	10.78	-23.12	00719B	元大美債 1-3	31.91	0.00%	4.32%
					00697B	元大美債 7-10	37.33	0.08%	6.02%
	美國 2 年公債殖利率	4.09	13.71	-15.7	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	35.82	0.76%	5.01%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	35.99	0.62%	2.77%
	美國 5 年公債殖利率	3.79	10.88	-5.84	00788B	元大 10 年 IG 電能債	32.89	0.86%	1.17%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	30.84	0.36%	1.25%
	美國 10 年公債殖利率	3.91	7.79	3.4	00679B	元大美債 20 年	31.70	0.79%	2.76%
					00680L	元大美債 20 正 2	9.63	0.42%	-4.94%
	美國 30 年公債殖利率	4.17	4.52	14.2	00681R	元大美債 20 反 1	19.19	-0.52%	1.75%
					00720B	元大投資級公司債	36.48	0.94%	1.33%
中國	中國 5 年期公債殖利率	1.90	2.3	-49.1	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	35.88	1.01%	1.56%
					00721B	元大中國債 3-5	48.10	0.63%	8.09%

近期相關報告

季報

日期	報告標題
12/11	2024 年全球、台灣經濟與主要國家展望 - 延遲軟著陸與高通膨並存

週報

日期	報告標題
07/01	市場風險監測 - 季底美股陷入盤整；週五美股拉回，但 VIX 指數僅微幅上升，美股暫無翻空疑慮；VIX 期貨籌碼變化顯示空方有讓路給多方的現象，有利股市短線表現
07/01	總體經濟週報 - 美國消費成長減速不代表經濟沒有韌性
07/01	日股週報 - 製造業景氣改善，日股有望延續前周漲勢
07/03	原物料市場週報 - 地緣政治升溫拉升油價；通膨趨緩使金價漲勢受阻
07/05	雙率週報 - 鮑爾釋鴿派訊號，壓抑美元漲勢
07/08	市場風險監測 - 權值科技股強漲帶動美股指數穩步走升；VIX 籌碼全面增加，短線上有可能形成軋空行情；美股攻勢欠缺廣度、曲高和寡，是潛在隱憂
07/08	總體經濟週報 - 我們應該要擔心川普的關稅政策嗎？至少現在還不是需要擔心的時候！
07/08	日股週報 - 多空因素交錯，日股或轉為區間震盪
07/10	原物料市場週報 - 供給擔憂緩解，油價回跌；降息預期增強，金價走升
07/12	雙率週報 - 鮑爾釋降息訊號，美元走軟
07/15	市場風險監測 - 籌碼量大且行情本有隱憂，美股高檔震盪；降息預期增強，部分資金轉進落後類股；大選存在變數，投資人應避免躁進
07/15	總體經濟週報 - 壞消息就是好消息，直到核心 PCE 年增率降至 2.5% 之下
07/15	日股週報 - 投資人觀望財報表現，日股漲勢或趨緩
07/17	原物料市場週報 - 需求回落趨勢未變，油價回跌；降息預期推動金價走升
07/19	雙率週報 - 川普聲勢上揚，美元受壓抑走弱
07/22	市場風險監測 - 美股內部結構原本就有隱憂，在半導體出口禁令傳言及拜登可能退選影響下，美股翻空。然而，市場變數仍多，投資人應稍作觀察再大舉行動
07/22	日股週報 - 財報正式進入密集公佈期，日股呈區間震盪
07/26	原物料市場週報 - 需求旺季不旺，油價下跌；美元走升使金價下跌
07/26	雙率週報 - 日圓急升，風險趨避氛圍籠罩
07/29	市場風險監測 - 美股跌深，空單逢低稍有回補，但籌碼壓力依然巨大，指數反彈遭遇沉重賣壓，局勢不利多方，做多宜慎
07/29	總體經濟週報 - 資金輪進非科技股等於多頭行情休息
07/29	日股週報 - 低接買盤進場回補部位，惟貨幣政策、財報不確定性或限制漲幅
07/31	原物料市場週報 - 市場擔憂需求不振，油價下跌；通膨降溫、避險需求提升，金價收斂跌幅
08/02	雙率週報 - 日銀轉鷹，日圓大漲

08/05	市場風險監測 - 美股反彈遇壓再次急挫，挫低中籌碼壓力上升，並非止穩跡象；內外經濟及政治局勢多變，局勢不利多方，做多宜慎
08/05	總體經濟週報 - 衰退？不！只是崎嶇的軟著陸
08/05	日股週報 - 投資人風險偏好低迷，日股料延續前周偏弱表現
08/07	原物料市場週報 - 經濟數據不如預期，油價下跌；股市重挫使金價承壓
08/09	雙率週報 - 市場動盪，日銀調整政策態度穩定局勢
08/12	市場風險監測 - 崩跌過後美股反彈並站上 100 日均線，然近月端籌碼壓力依然巨大，短線行情仍充滿不確定性，盤面方向有待關鍵表態
08/12	總體經濟週報 - 經濟衰退是一個過程，並不是一個開關
08/12	日股週報 - 第二季 GDP 可望擺脫首季低迷表現，日股可望重拾漲勢
08/15	原物料市場週報 - 地緣政治風險致油價上行；投資人建倉推動金價上漲

觀點

日期	報告標題
07/17	歐洲極右翼崛起，歐盟分裂與歐債危機再起？
07/19	發展生產者服務業，有利於增強台灣經濟韌性

戰情分析

日期	報告標題
07/01	PCE 報告後美債殖利率走升應是再平衡交易，季底流動性依然寬裕
07/02	美國大選前瞻： 首次辯論，拜登落後幅度擴大
07/03	日銀短觀： 企業信心及資本支出穩健擴張
07/04	FOMC 會議記錄與鮑爾談話為預防性降息開啟綠燈
07/05	沒有雜音的股市— 多頭已經到頭了嗎？
07/08	美股財報前瞻： 降息預期有利科技股續攻高，銀行股揭開財報季序幕
07/09	美國大選前瞻： 川普聲勢高漲，稅改政策牽動股債多空走向
07/10	台灣通膨居高，牽動央行政策動向
07/11	鮑爾談話表明 Fed 進入背景音樂（BGM）模式
07/12	OECD 領先指標續揚，股市多頭行情可望延續
07/15	美股財報前瞻： 大型股輪動墊高指數，財報聚焦半導體產業風向球
07/16	台灣進出口動能強勁，景氣復甦層面擴大
07/17	日本經常帳順差擴大，弱勢匯率持續發酵
07/18	川普交易並未總是照著市場預想的方向發展
07/19	聰明錢報告： 主秀似已結束，只是不排除有安可；歌舞未絕，不敢離場
07/22	美股財報前瞻： 政治因素衝擊短線遭放大，靜待財報引領大型股落底
07/23	美國大選前瞻： 解讀川普提名演說，一旦上台政策大轉向

07/26	紐約聯儲總裁談中性利率，川普是否重返執政是變數
07/29	美股財報前瞻： 資金輪動道瓊一支獨秀，短線聚焦財報能否力挽狂瀾
07/30	台灣資金水位續增，動能創歷年同期新高
07/31	聚焦房市過熱，央行政策態度偏向緊縮
08/01	降息門檻雖不高，但不要過度篤定 Fed 一定會在 9 月降息
08/05	美股財報前瞻： 日圓暴走、衰退擔憂衝擊市場信心，應靜待止穩訊號
08/06	美國大選前瞻： 選情瞬息萬變，牽動市場多空情緒
08/07	缺口小於預期，美國財政部收斂融資額度
08/08	美股跌勢何時止？談本波美股修正的架構與止跌訊號如何觀察
08/09	日圓利差交易平倉引爆黑色星期一，但規模不致引發更大系統性風險
08/12	美股財報大多優於市場預期，且廣度明顯提升
08/13	日圓期貨投機淨空單收斂，金融市場短期波動可望告一段落
08/14	交易商追價意願不足，新債標售結果不如預期
08/15	從擁擠交易、失衡累積、到部位出清—— 崩盤後的多頭反攻之路

國際金融市場焦點

07/01	07/02	07/03	07/04	07/08	07/09	07/10	07/11	07/12	07/15
07/16	07/17	07/18	07/19	07/22	07/23	07/26	07/29	07/30	07/31
08/01	08/02	08/05	08/06	08/07	08/08	08/09	08/12	08/13	08/14
08/15									

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
07/01	美國 5 月 PCE： 通膨持續降溫，但仍須關注勞動市場趨勢
07/02	美國 6 月 ISM 製造業 PMI： 製造業需求仍顯疲弱，商品通膨壓力持續降溫
07/08	美國 ISM 服務業 PMI： 服務業商業活動放緩，通膨重回降溫趨勢
07/08	美國 6 月 BLS 就業報告： 勞動市場從過熱回到均衡，但經濟沒有衰退疑慮
07/12	美國 6 月 CPI： 通膨降溫趨勢確立，給予 Fed 年內不止一次預防性降息空間
07/19	美國 6 月零售銷售、工業生產： 商品消費回溫、製造業持續復甦
07/29	美國第二季 GDP： 經濟仍具韌性，且價格壓力下降
07/29	美國 6 月 PCE： 通膨持續降溫，經濟軟著陸
08/02	美國 7 月 ISM 製造業 PMI： 製造業需求仍顯疲弱，就業人數下降
08/05	美國 7 月 BLS 就業報告： 勞動市場全面降溫令美國經濟進入留校察看階段

08/06	美國 ISM 服務業 PMI： 服務業商業活動回溫，減緩經濟衰退的擔憂
08/06	美國第二季資深授信人員意見調查： 貸款需求回溫，有利經濟軟著陸
08/15	美國 7 月 CPI： 符合預期的通膨有助市場修復情緒

日本

日期	報告標題
07/01	日本 5 月工業生產： 汽車造假問題再起，生產活動勢難避免負面衝擊
07/02	日本 Q2 短觀報告： 雙雙透露製造業、非製造業景氣穩健格局
07/09	日本 5 月勞工薪資： 春鬥薪資談判陸續反映，加薪於日本逐步發酵
07/19	日本 6 月進出口： 暫時性負面因素拖累出口增速，然仍延續改善格局
07/22	日本 6 月 CPI： 通膨續高於央行目標，提供日銀政策調整理由
08/01	日銀 7 月利率決議： 今年第二度升息，且確立後續國債購買縮減量
08/01	日本 6 月工業生產： 各大產業生產活動回落，暫且落入萎縮區間
08/07	日本 6 月勞工薪資： 春鬥加薪、夏季獎金成長，勞工薪資增速強勁

歐元區

日期	報告標題
07/17	歐元區銀行貸款調查： 貸款條件趨於寬鬆、需求持續回溫
07/31	歐元區經濟信心： 經濟震盪回溫，消費者信心持續改善

台灣

日期	報告標題
07/02	台灣 6 月 PMI、NMI： 製造業景氣穩健擴張，非製造業景氣明顯趨熱
07/08	台灣 6 月 CPI： 多雨天候推高水果價格，CPI 上漲率進一步加速
07/10	台灣 6 月出口： AI 商機熱絡，加上傳產回溫及低基期，出口增逾 2 成
07/23	台灣 6 月外銷訂單： 季底效應不如預期，手機、筆電終端需求仍疲，外銷訂單溫和成長
07/26	台灣 6 月工業生產、零售餐飲： 資訊電子需求熱絡，工業生產年率增逾 1 成；節慶商機及優惠促銷，帶動零售及餐飲業成長同步加速
07/30	台灣 6 月景氣指標： 燈號亮出象徵景氣熱絡的紅燈，領先指標續揚
08/01	台灣第 2 季 GDP： 企業加速投資，資本形成大增，但出口增幅不如預期為高，淨外需貢獻轉負，連累經濟增速自高檔拉回
08/02	台灣 7 月 PMI、NMI： 製造業溫和擴張，非製造業持續熱絡
08/07	台灣 7 月 CPI： 蔬果價格加速上漲，推升 CPI 上漲率
08/09	台灣 7 月出口： 傳產外銷不穩，加上工作天數因颱風減少，出口小幅成長

附錄：重要揭露事項

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 敦化南路二段

65 號 10 樓、71 號 10 樓