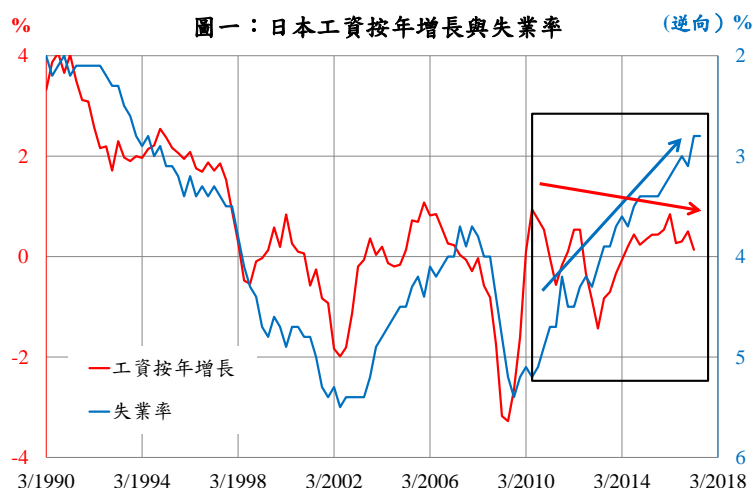


《商報》專欄

內需支持日本通脹

距離日本大選還有三日，市場預計安倍晉三帶領的執政聯盟能拿下眾議院超過三百席大概十拿九穩。若結果如市場所料，相信舊政府在新政年的焦點除了放在進一步推動修改和平憲法及計劃上調2019年銷售稅計劃外，更會繼續支持量化質化寬鬆。

日本近期經濟增長及通脹的確有改善，但是否全因安倍經濟學筆者對此有所保留，畢竟全球經濟近年都在復蘇，日本經濟及通脹近季轉好或多或少受外圍因素影響，其中通脹連升八個月，並創兩年最高水平。其實日本通脹還能走多遠？

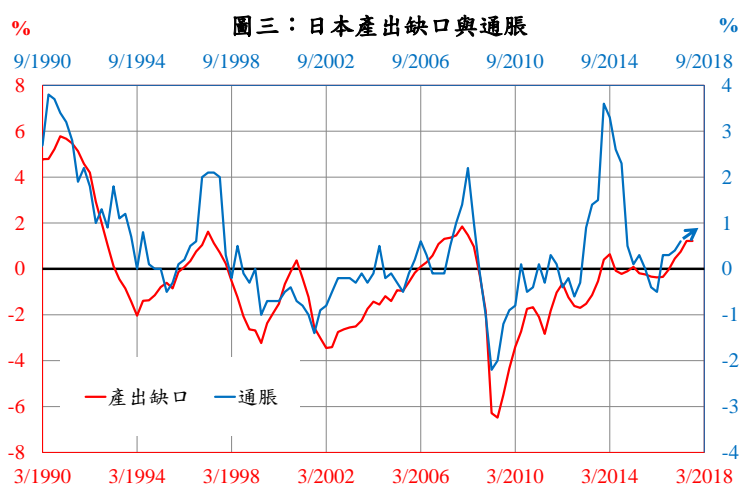
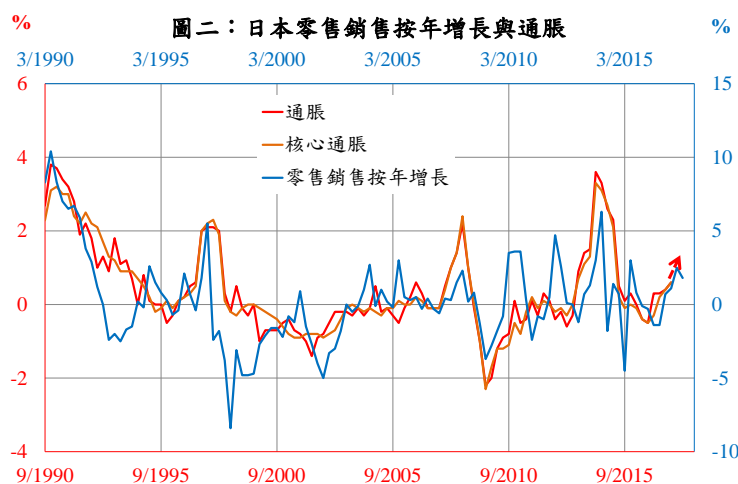


普遍而言，當勞工供應層緊張，工資增長將見升溫壓力，繼而增強市民消費力而推高通脹。從圖一可見，截至2010年日本失業率與工資增長的確呈明顯反比關係，但有趣的是，兩者關係近幾年漸失（黑框），這或與勞工市場機械化有關。由此可見，以日本而言，靠觀測勞工供應及工資層面並不能有效推測通脹前景。

那麼若由內需角度觀察通脹又有何啟示？內需反映市民消費意欲，而消費水平會左右通脹去向。因此圖二可見，日本零售銷售按年增長與通脹呈明顯正比關係，而整體通脹及核心通脹的差距在近二十年其實不大，反映日本整體通脹不太受能源價格影響下，通脹水平正反映著兩個季度前的零售銷售按年增長走勢。去年至今，日本內需的確見明顯升溫，而目前更處於金融海嘯後的平均水平（約2%）。因此從圖中虛線可見，預料日本通脹受內需支持下，在未來兩季仍見增長，但幅度應不達日本銀行2%的目標。

再從經濟環境觀察日本通脹前景。日本第二季經濟增長連續第六季擴張，並創十一年來最長擴張期。若要知道某地的經濟是否產能過剩，可參考產出缺口。其水平反映著

當地的經濟體最有效率潛在產出與實際產出之間的差距，間接反映著總需求與總供應之間的差距，因此可作價格增長領先指標。



圖三顯示，日本經濟多年來大部份時間（尤其是金融海嘯後）均處於產出缺口為負數的水平，意味著日本實際產出過低，而總需求小於總供應，因此通脹壓力低。由此可見，產出缺口與通脹水平呈緊密正比關係，而產出缺口更領先通脹約兩個季度。圖中顯示日本產出缺口近年處於正值，可見近季實際產出高於潛在產出值。由是觀之，總需求量開始大於總供應量，理應推升短期價格從而為通脹帶來升溫壓力，因此如箭嘴顯示，預料日本通脹在未來兩季繼續升溫，而水平約在1%。

綜合以上兩個通脹前瞻性參考指標，均顯示日本通脹在短線應仍見升溫，但幅度仍與日銀目標尚有一段距離。在這前提下，相信無論日本下屆哪黨派上場，預計將會繼續延續安倍經濟學一段時間，直至通脹達標。

袁沛儀
環球金融市場部