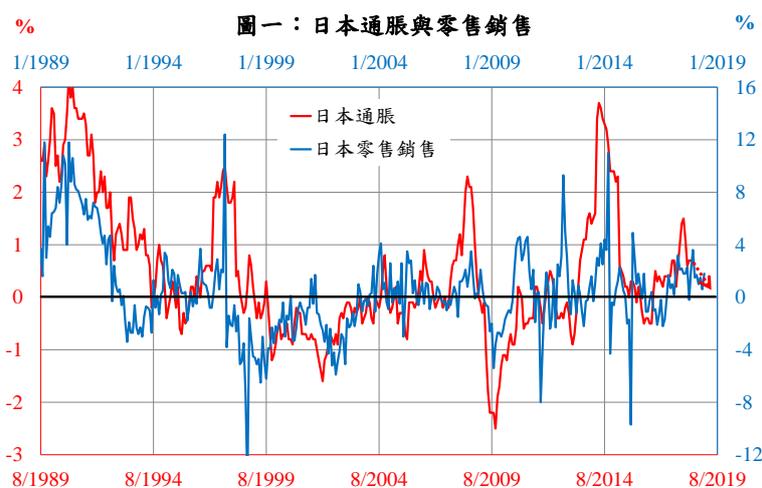


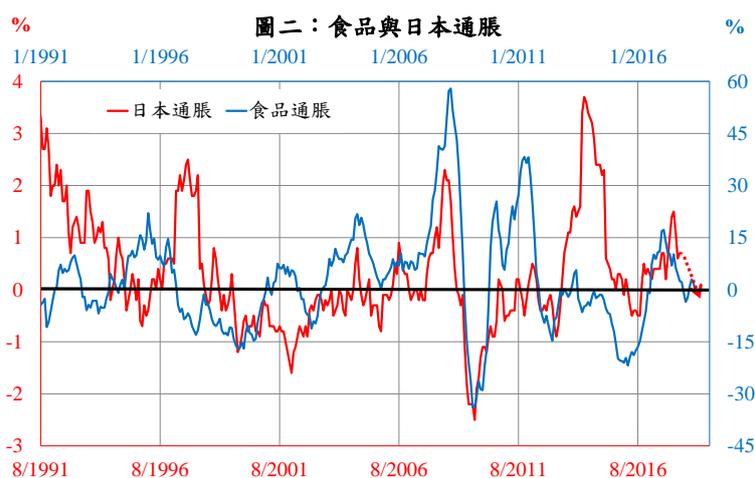
《商報》專欄

日通脹續低 控息成效細

日銀日前議息成為市場熱話，雖然當局維持目前利率不變，不過會後黑田東彥表示通脹正在加快，在買債操作上可更加靈活配置，容許於正負 0.1% 的兩倍範圍內波動。話雖如此，但事實上通脹又是否真在加快？

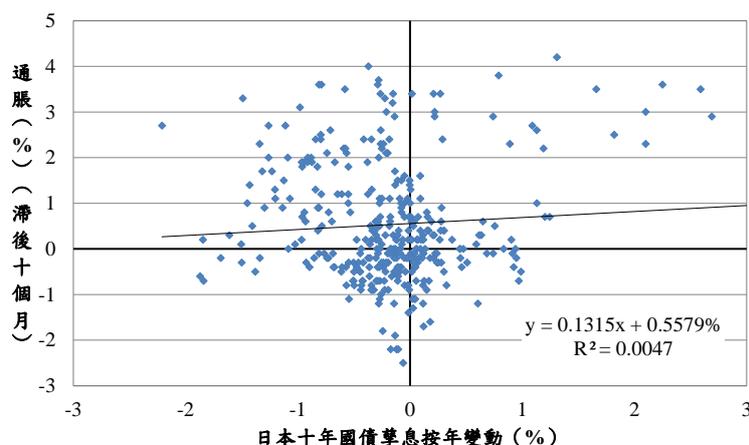


先從需求層面觀察。圖一可見零售銷售增長領先通脹七個月，兩者正比關係明顯。不過 1992 年以來，日本零售銷售近乎無增長，近年更出現放緩，這也難怪通脹一直低迷；若按紅箭預測，通脹在未來七個月將持續放緩。



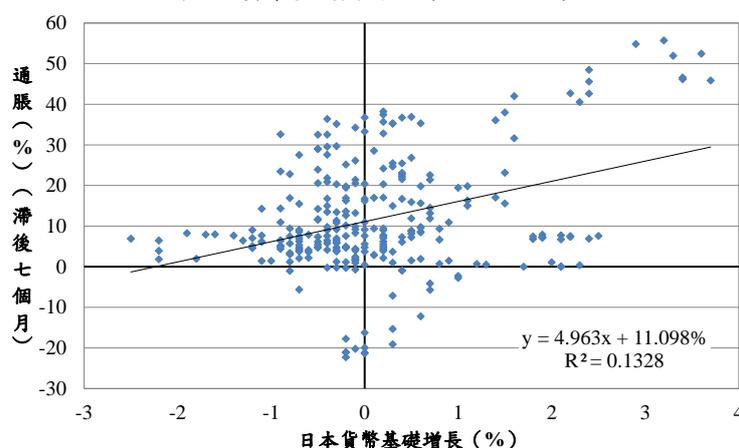
再從成本層面觀察。食品佔日本通脹比重最大，接近三成，因此圖二顯示聯合國糧農組織的食品價格增長與日本通脹整體同向；其中更可見食品增長領先通脹約七個月。然而食品增長在近年開始明顯放緩，更一度萎縮，那麼按紅箭預測，日本通脹在未來七個月也將放緩。

圖三：日本十年國債孳息與通脹（10/1988至今）



既然通脹未見起色，那麼央行一直控制十年國債孳息有效麼？日銀原意是減低借貸成本來刺激企業借貸再而提振經濟，不過經濟向好未必代表能推動通脹。因此圖三可見日本十年國債孳息變動與通脹關係不顯著，按算式得出，基本上十年國債孳息按年升近8厘才見1%通脹，因此日銀維持低利率來刺激通脹難見成效。

圖四：貨幣基礎與通脹（1/1995至今）



若然不控制十年國債孳息目標，轉而控制貨幣基礎成效會否比較明顯？圖四顯示，貨幣基礎增長的確與通脹正比關係更強，前者走勢更領先後者七個月。其實安倍上台後，曾經把政策目標由無擔保隔夜拆息轉為貨幣基礎，藉由大量購買日本國債、ETF等資產推動經濟。不過規模太大，政府基本上無債可買下，便在2016年轉至控制十年國債孳息目標，而此政策與通脹關係不強，可見日本政府其實無計可施。

綜合可見，無論從需求或是成本層面均預示日本通脹面臨下行壓力，難以支持黑田東彥的通脹觀點；而日本自QE及QQE後，金融環境形成結構性問題——企業不斷轉至海外業務，使國內產業空洞化，而國內需求長期低迷，無論政府在貨幣政策再作任何微調，相信短時間內也不能擺脫目前困局。

袁沛儀 環球金融市場部