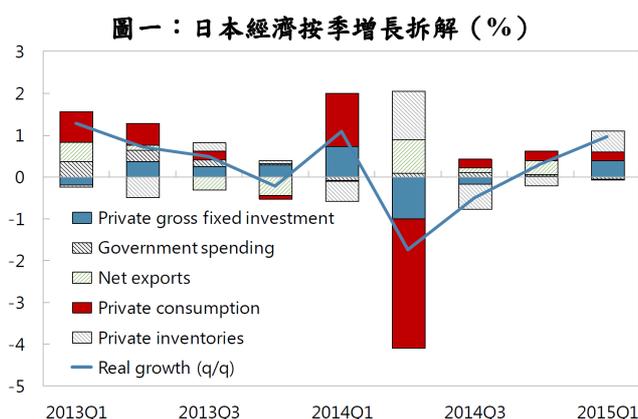


《信報》專欄〈一名經人〉

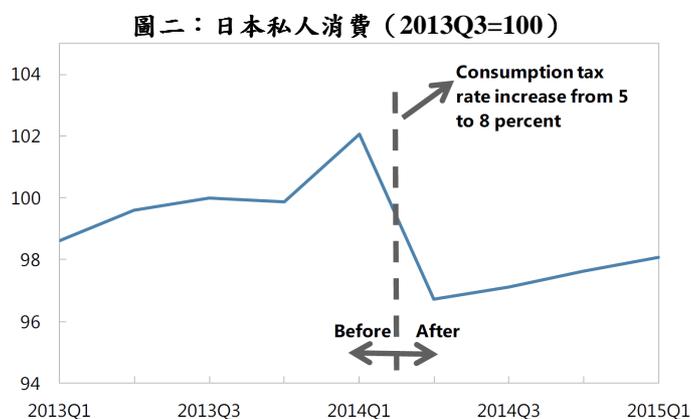
日本驟似無希望 細看數據見曙光

日本週初剛公佈最新的經濟增長數字。雖然以年比計，日本經濟已收縮了好幾季，算是衰退，但按季計則曾回復增長；而無論按年或按季計，近年均見改善趨勢。然而，到底這是曇花一現還是可持續呢？且從國基會最新國家報告數據裏找答案（見參考）。

拆解日本經濟按季增長，可見自去年次季收縮打後的幾季均由私人消費帶動增長，儘管幅度不大；而私人投資及私人庫存亦連季改善，顯示除了無法單邊控制的出口外，GDP 裏的消費、投資兩大主要環節均見好轉，且不是靠政府開支谷出來的【圖一】。

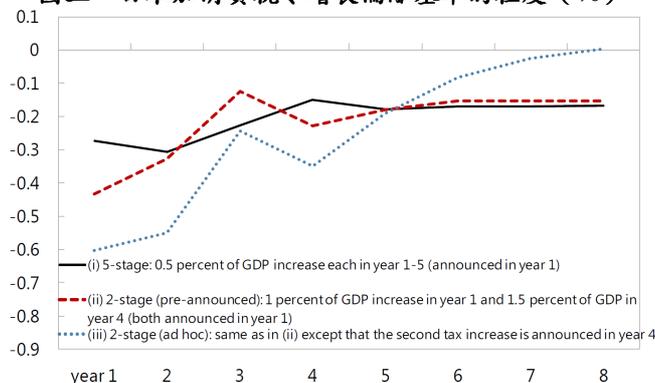


去年次季的經濟收縮很大程度由私人消費急插所致（紅棒），然而究其背後原因，乃當時消費稅由5%加至8%，於是該季消費便跌了半成【圖二】。不過書本早已指出，政策僅具一次過效應，不會影響本有趨勢。事實上，稅後的消費升勢確與稅前相約。



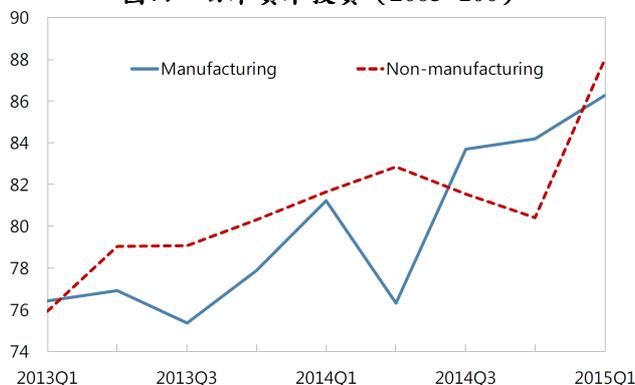
那麼純粹加消費稅所產生的效應有幾大呢？從國基會做的 impulse-response 所見，加稅首年令經濟增長低於基準的程度由 0.3% 至 0.6% 不等，而效應會顯著延續至翌年，直至第三年起才較明顯減退【圖三】。由於是去年加稅，故今年打後的效應將會很小。

圖三：日本加消費稅令增長偏離基準的程度（%）

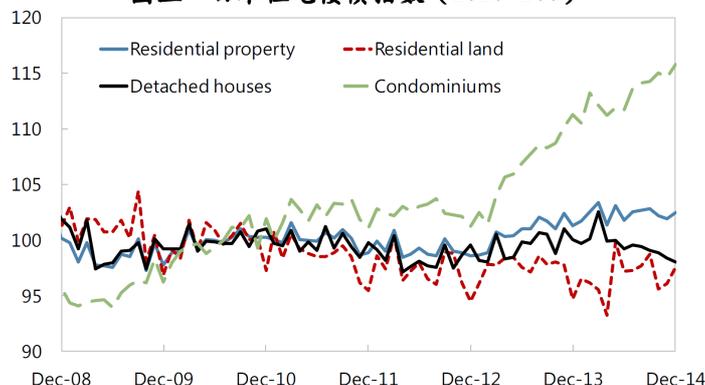


投資方面，從近兩年的資本投資所見，無論製造業或非製造業，升勢均有加快跡象【圖四】。投資既是 GDP 裏涉及槓桿的主要一環，故投資加速勢必容易加快經濟增長。日本近季的投資增長其實已逼近雙位幅度；在近年較風光的 2006 年，增幅更近兩成。

圖四：日本資本投資（2005=100）

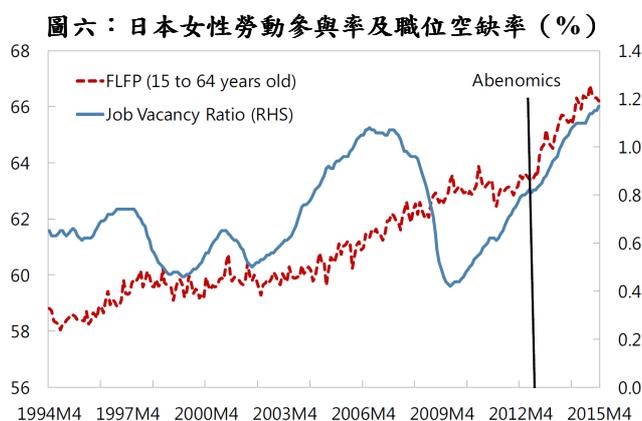


圖五：日本住宅樓價指數（2010=100）

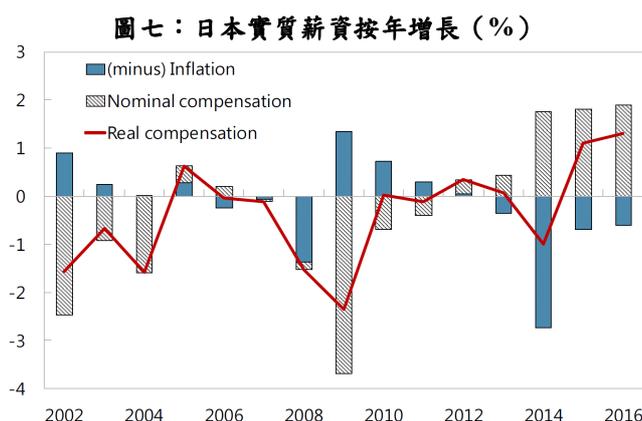


投資除見諸企業外，亦見諸房地產。從海嘯後至今走勢所見，除獨立屋價仍弱外，公寓價從未跌過且近年急升，住宅物業早在三年前已見底回升，住宅地價亦於去年見底【圖五】。可這樣說，大額的房地產投資如屋或地仍弱，但較相宜的則較明顯復蘇了。

有否些長期利好因素改善了從而令日本的消費、投資好轉？有的，其一是勞動力。傳統日本的男主外女主內觀念強，女性勞動參與素來偏低，但情況自十年前起有改變，在安倍改革後更明顯：最新女性勞動參率已達 67%，即三名婦女有兩個工作【圖六】。另除勞工供應增加外，需求也在增加，這從職位空缺率持續升破廿年高位可見一斑。

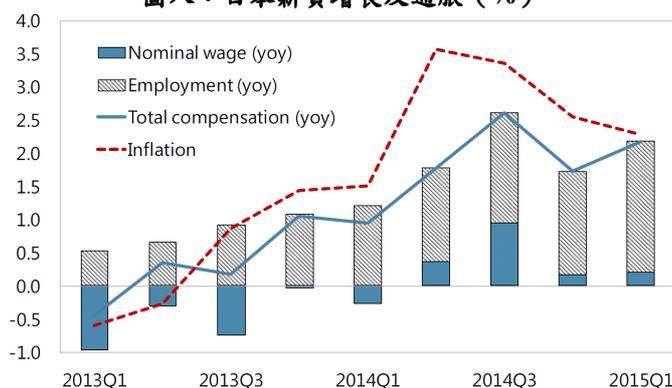


在勞工需求帶動下見空缺率增，意味人工也有升溫壓力。觀圖所見，情況的確如是【圖七】。近年的名義資薪資增長都在 2% 水平，即使扣除通脹後的實質增長亦逾 1%。這個增長水平，無論名義或實質計均是近廿年來最高，可見經濟底子真的在改善中。



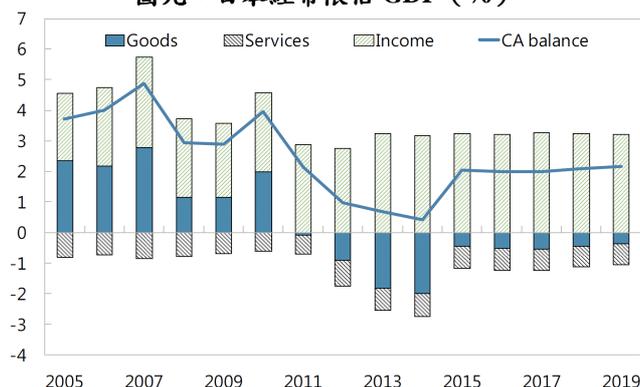
放大近兩年的情況以季度計，可見通脹比名義資薪增長更快【圖八】。究其原因，是加消費稅後通脹曾大幅飆至近 4%，而截至今年首季仍企於 2% 以上，近季才回落。是故實質資薪在過去幾季有短暫收縮壓力。不過，隨着近季通脹跌低於名義資薪增長，薪水跑輸通脹將成過去。拆解資薪增長下，亦見就業（量）貢獻遠大於資薪（價）。

圖八：日本薪資增長及通脹 (%)



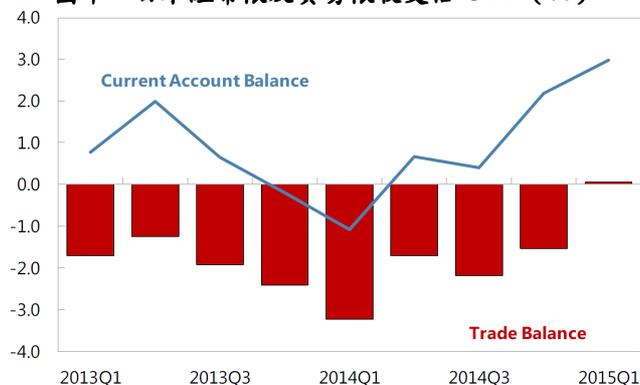
消費、投資表過，接着是 GDP 另一要項——淨出口。日本經常帳多年來有盈餘，但海嘯後則大幅收窄；服務貿易其實一直均現赤字，只是近幾年連貨物貿易也轉赤字，遂令整體盈餘幾乎蒸發【圖九】。然而在日圓大貶並持續低企後，前景似乎並不太淡。

圖九：日本經常帳佔 GDP (%)



季度數字顯示，無論計及服務貿易的經常帳，還是不計的貿易帳，經圓匯大貶後，去年次季起俱見改善；今年首季兩者已復見盈餘，問題似是週期性質較重【圖十】。

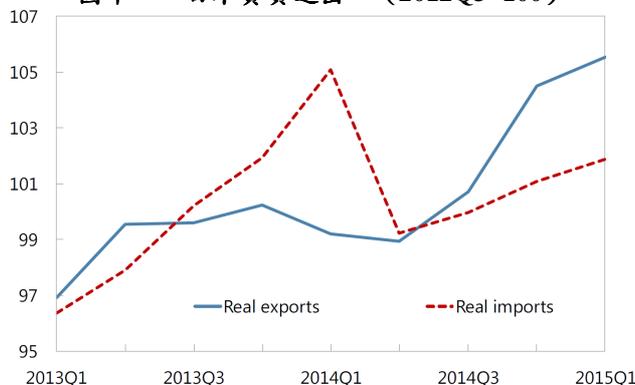
圖十：日本經常帳及貿易帳收支佔 GDP (%)



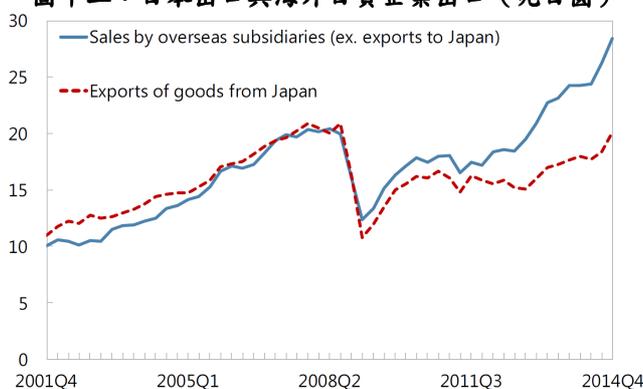
若將進出口經物價調整以實質計，則近兩年來進、出口均呈趨勢改善【圖十一】。

只是在出口改善之餘，較少留意到日資海外分公司的銷售增長更快而已【圖十二】。

圖十一：日本實質進出口（2012Q3=100）



圖十二：日本出口與海外日資企業出口（兆日圓）



今文所見，日本這幾季的「衰退」似乎都由加消費稅所致。撇除這人為政策影響，日本無論在消費、投資甚至牌面上看欠佳的淨出口，細看數據也不算太差。毫無疑問，日本仍有大堆人口、債務等結構問題，然則衰過廿年後，週期上否極泰來卻不意外。

參考：IMF (2015), “Japan: 2015 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Japan,” Country Report No. 15/197, July.

羅家聰
環球金融市場部