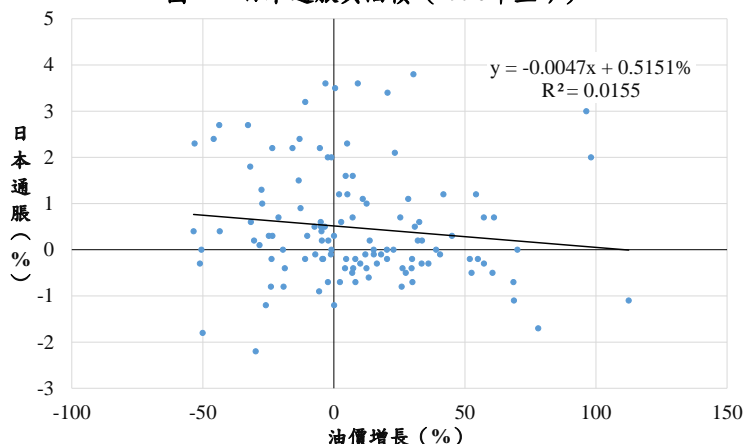


## 《商報》專欄

### 日本通脹先升後回

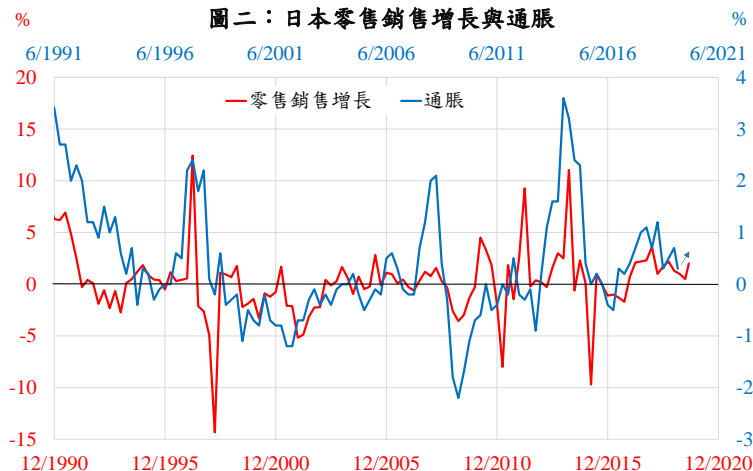
穩定價格是全球央行的重要目標，因此推測通脹前景能理解貨幣政策去向。筆者已於本欄分析過歐美通脹將先跌後回升，因此貨幣政策不會過於寬鬆。今文轉看日本的通脹前景，且看會否有別。

圖一：日本通脹與油價（1990年至今）



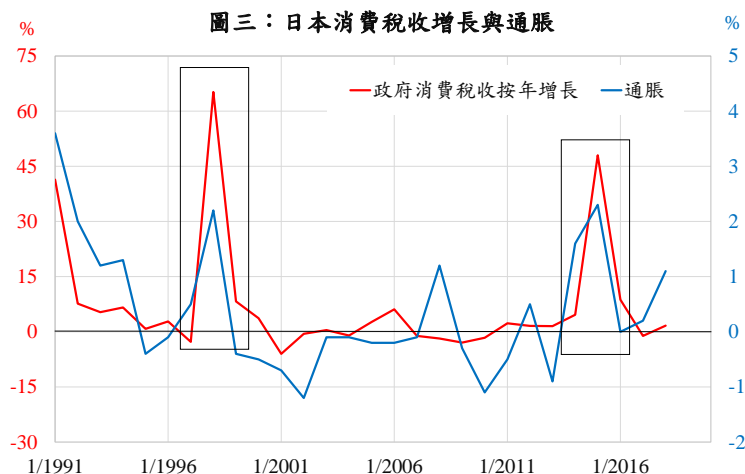
先看外圍。市場普遍參考油價增長來推測通脹，那麼套上日本數據會有啟示麼？有趣的是，圖一顯示油價增長與日本通脹近乎無關。其實日本整體及核心通脹的差距多年來偏小，可見其整體通脹不太受能源價格影響。轉看當地因素似乎比較合理。

圖二：日本零售銷售增長與通脹

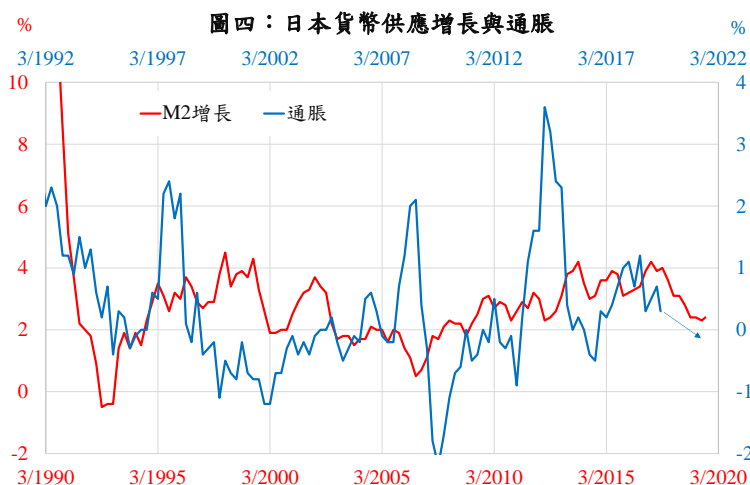


參考日本消費，圖二顯示零售銷售按年增長與通脹呈明顯正比關係，前者領先後者半年。日本零售銷售增長在2016年重拾升勢，到目前為止仍未重返萎縮水平，而過往兩季更小幅回升，按藍箭預示，估計日本通脹在未來半年略見上升。

另外，日本政府於本月開始上調銷售稅率。日本銷售稅率在過往幾年維持8%或以下，是在經合組織國家中偏低，遠低於2018年的平均19%。不過日本政府負債規模卻在發達經濟體中偏高，佔GDP的226%，加上人口老化嚴重，日本政府支出迅速增長。參考過往兩次（1997及2014）上調銷售稅下（黑框），通脹的確短期內大幅抽升，不過維持不夠一年便回落。因此，估計通脹於未來一年因稅策而回升，很有可能達到日本銀行目標水平，不過2020年尾聲便回落。



最後看廣義貨幣供應。圖四顯示，日本M2增長除了在上調銷售稅時期（1997及2014）及金融海嘯（2008）外，整體走勢與通脹同向，前者領先後者兩年。日本M2增長自2016年開始回落，目前重返近八年低位，按藍箭預示，估計日本通脹在未來兩年回落，重返零增長機會偏高。



綜合可見，參考零售銷售增長，日本內需似乎有改善，短線支持通脹上升。不過中長線而言，在上調銷售稅將短暫刺激通脹抽升，但貨幣供應增長放緩下，通脹將在高位回落。因此，日本通脹將先升後回，走勢與歐美通脹完全相反。

袁沛儀  
環球金融市場部