



日本採取前沿政策

日本承受長時間的通縮以及持續的人口分佈問題，於是採取了「震懾戰術」，試圖恢復通脹，持續提高國內生產總值增所進行的最大膽的經濟實驗。至於此政策是否可取，大部分的爭論焦點均放於政策對實際利率的影響方面；而我們則更關注工資及收入方面。

戰術若要成功，日本需要重整通脹預期，以及調整經濟狀況，恢復通脹及更重要的收入增長（透過工資進一步上升，以及資產再通脹），同時長率。這是日本多年來確保財務及債務得以持續。這種轉變亦可能牽涉到整個經濟上下的財富轉移：從股東到工人，從全職僱員到兼職僱員，從老人到年輕人，從男性到女性。此外，若要在解決任何需求問題後持續增長，日本大概需在供應方面進行改革，例如展望較長期開放大部分經濟以造就競爭。那麼日本的成功率有多高？

對未來的預期將影響現況

若回看1980年代的數據，有證據顯示，日本與歐美國家相比，現時的通脹受市場對未來通脹的預期的影響更大。¹若然屬實，則這環境對日本有利：日本央行更易令當地人信服該行將帶來可持續的通脹。預期通脹率上升（於9個月內由0.7%升至2013年7月的1.3%），意味日本央行最近已取得一定的成功。

一般而言，未來通脹預期可透過影響一家公司對現時及未來的「實施邊際成本」（例如勞動力及投入成本）的看法，以及影響公司對產品定價的決定，實際影響現時的通脹（即傳導機制）。勞動市場摩擦，加上實際工資黏性

高，即下調阻力較大，亦會影響日本公司的計算。²一如以往，通脹預期往往在一定程度上影響消費者的平均儲蓄、消費及投資選擇。

也許其中一個較易理解的影響，就是投入成本增加。自2012年秋季以來，當日本首相安倍晉三的政黨能勝出國會選舉的形勢轉趨明顯後，日圓大幅下挫。結果，以美元計算的標普高盛商品指數（S&P GSCI，廣為使用的商品指數）本年至今有所下跌，但以日圓計算的指數卻上升12%。因此，我們已見到日本正出現輸入性通脹。這本身其實不利於日本，但若收入同時有所增加則另作別論。因此，最重要是了解有哪些因素推動工資增長，而工資增長則是日本收入增長的主因。

資本 1 勞動力 0

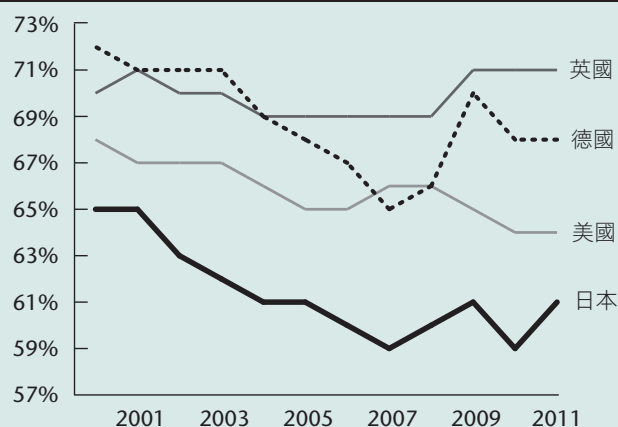
日本的生產力增長及經通脹調整工資（即實際工資）增長差距擴大。換言之，僱員薪酬未能追上生產力改善的步伐。大部分盈餘均撥作資本，而勞工所佔的收入比例則有所下跌。下圖顯示，這情況在其他工業化國家亦有出現，但程度較日本為輕。勞動力所佔收入比例急跌，亦與日本兼職僱員佔總就業人數比例大幅上升一致，這亦部分解釋了以上情況。由於兼職僱員每月平均薪酬相當於全職僱員的一小部分，因此勞動力所佔收入比例下跌不足為奇。越來越多公司亦以較低工資挽留60歲以上人員。至少在現時，支付與這些人員的薪酬部分比40至50歲勞動人口的薪酬少。結果是，整體工資佔國內生產總值的比例並無上升。

¹ Suzuki, Masaaki, *The New Keynesian Phillips Curve (Sticky Price-Wage Model) in the U.S. and Japan*, 2006年。

² Muto, Ichiro, *Estimating a New Keynesian Phillips Curve with a Corrected Measure of Real Marginal Cost: Evidence in Japan*, 2007年。

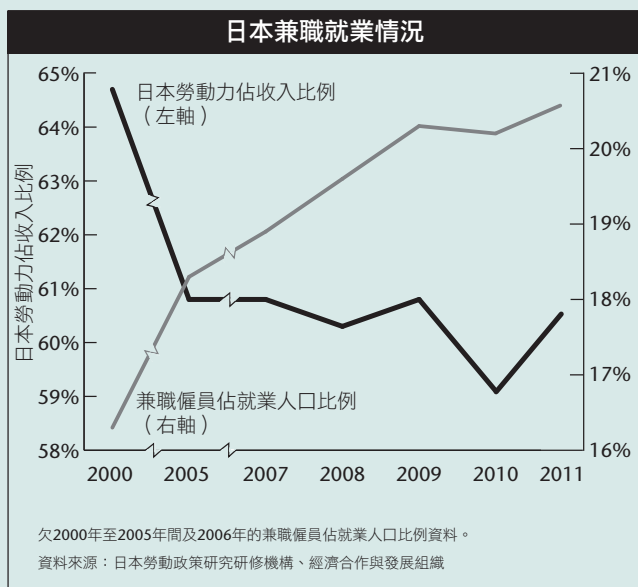


勞動人口收入佔國內生產總值比例



資料來源：經濟合作與發展組織

「要說服公司在提高工資的同時保持勞動力規模也許不易，因此工資可持續增長的先決條件，就是改革日本勞動市場。」



在艱難的時期，公司往往在兩種方式之間二擇其一，令工資賬單合理化：一種是透過減低勞動力規模，維持剩餘員工的薪酬；另一種是維持勞動力規模，但進行減薪。鑑於日本失業率偏低，似乎該國公司選擇了後者。「要說服公司在提高工資的同時保持勞動力規模也許不易，因此工資可持續增長的先決條件，就是改革日本勞動市場。」

那麼有哪些因素可在短期內推動工資增長？

出口商能否挽救局面？

工資增長的其中一個途徑，就是倚靠出口業。若日圓持續疲弱，令出口商盈利能力持續改善，則有可能促使他們提高僱員工資，日後其好處將參透至日本經濟的其他部分。至今為止的進度稍為令人鼓舞，原因是不少公司已宣佈增加花紅；但乘數效應更高的底薪並無增加。

有人憂慮，日本可能重演2002年至2008年的週期：當時日圓疲弱，公司盈利能力及國內生產總值大幅上升，但工資大致上停滯不前。他們亦指出，公司更加着重股東回報，因此不能下定論認為工資將出現強勁增長。

正面來看，兼職僱員佔總就業人口比例自2009年起已企穩於20%水平。倘經濟復甦，應即時較以前對工資造成更大的刺激作用。另外，上一週期與現時之真正分別之處，

在於日本央行現時對刺激通脹的立場更為進取。所以，日本央行比以往可靠，加上勞動市場有望收緊，都是令基本工資增長較上一次成數更高的條件。

縮窄性別差距

中長期而言，工資增長由生產力增長所帶動。讓我們看看總因素生產力的影響。總因素生產力是效率的計算方法，計算生產投入量無法解釋的產出所佔比例。日本的總因素生產力已追上自1970年代起便停滯不前的美國；而整體生產力亦已追上自1990年代起一直無起色的美國。於2011年，日本的生產力仍只達美國的69%，部分原因來自日本的國內生產總值組成成份：當中較大部分的勞動力乃從事農業及建造業等較低生產力的行業；而服務業亦由於缺乏競爭，以致生產力較低。這正是「安倍經濟學」旨在改善的第三個地方。

日本勞動人口老化幾乎人所共知，有人憂慮他們有否能力帶來生產力增長。但令人鼓舞的是，由2000年至2008年間，日本的總因素生產力已追上經濟合作與發展組織（經合組織）內較大型國家的步伐。但考慮到日本的人口分佈，預計其勞動力規模本身將會萎縮，所以即使日本的生產力增長在未來持續，亦只解決了部分增長問題。因此，該國需要填補勞動力。日本為繼南韓之後差距第二大的經合組織成員國。縮窄男女就業差距是個不俗的開始。雖然此舉可能會在短期內壓抑工資增長，但這工作拖延已久，何況長遠而言，這將會帶來莫大的正面轉變。

財富效應影響？

另一個短期內推高家庭消費的方法，就是透過所謂的財富效應，即人們由於感覺財富有所增加而提高支出。日本家庭很富有，而他們的金融資產對國內生產總值比率屬全球最高。這些財富中，大部分以流動金融資產持有，所以若因股市上揚（自2012年10月起已上升52%）所帶來的財富效應可令人們提高消費，則有望進入良性循環。

但當中有個缺陷。日本是家庭金融財富及股市指數關連性最低的經合組織成員國之一。此外，家庭對債市的直接或間接投資均比股市更多，因此，若因通脹預期改變，導致債市低迷，則有可能部分抵銷股市上揚所帶來的家庭財富增加。

「日本政府架構精簡，公共開支佔國內生產總值低於40%；相比之下，西歐部分國家則超過50%。」

同樣地，這正是日本央行可能以進取的購債計劃插手支持債市的原因。若由更值得信賴的日本央行去掌舵，則大規模撤出債市的影響應屬可控制範圍之內——這亦是日本另一個與過往的不同之處。

家庭亦將增加其持股，以減低債券回報偏低的影響。家庭投資於日本股市的財富比例將維持於遠低於2008年全球金融危機前的水平，但有傳聞證據顯示，這比例已開始上升。此外，由2014年1月開始，新的稅務改革建議將允許個人投資於免課稅的日本版個人儲蓄賬戶（NISA）。NISA是按英國的個人儲蓄賬戶來制定。現已有約150萬人註冊NISA，這將進一步提高股市參與程度。

日本政府亦對190隻持有約2萬億美元資產的退休基金的投資政策進行全面的審查。一般而言，日本退休基金的股票分配較少。例如日本最大的退休基金GPIF，約20%資產為股票；而相比之下，部分全球最大型的退休基金平均為38%。家庭及退休基金的股票配置一併增加，加上日本央行可能支持債市，有望支持資產再通脹。

日本的退休金與通脹掛勾，因此這意味退休人士的購買能力至少受部分保障。然而，部分觀察者憂慮，政府在現時的財務限制下，是否有能力承擔更高的社會保障費用。

以美國式稅制融資，提供歐洲式福利

好消息是，日本政府架構精簡，公共開支佔國內生產總值低於40%相比之下，西歐部分國家則超過50%。然而，在開支方面，已有；約40%預算用於利息及社會保障費用。考慮到人口急速老化，這預算只會有增無減。

收益方面，稅務佔日本預算超過45%，接近半數預算來自政府發行的債券。若名義國內生產總值增長加速，而股市繼續造好，稅收將超越比例地飆升。政府亦了解到尋找額外收入來源的重要，已提出將消費稅在2015年前從現時5%至分兩次增至10%，以減低對借貸的倚賴；不過這可能於短期內被企業稅額優惠所抵銷。

永遠負債？

其他憂慮乃關於日本經常被提及的達238%的總債務 / 國內生產總值比率；至於較少被提及的淨債務 / 國內生產總值比率仍高達130%，但屬可管理水平。令人安慰的是，債務大部分由日本國內持有。此外，為減低風險，日本一直透過債券流動發行及股票方面延長債務年期（長期債券佔新發行債券約80%；年期達10年或以上的債券現時佔總債務55%）。因此，現時日本政府債券的年期接近8年。倘孳息率上升，將有效地一次性減低債務負擔。

但日本持續發行新債，價值佔國內生產總值8%，所以單是要穩定淨債務 / 國內生產總值比率於現時水平，在其他條件不變的情況下，名義國內生產總值必須以6%速度增長。即使在最樂觀的情況下，這亦難以想像。這肯定是值得長期關注的問題，但不一定需即時處理，原因是政府需先確保復甦正可持續地進行。稅收增加，亦能在短期內略為減低政府對借貸的倚賴。

總結而言，日本已押下賭注，正進行一次高風險的經濟實驗。隨着日本央行比以往更為可靠及堅決，加上政府似乎對結構性改革持開放態度，而成本推動型通脹正在實現，加上財富效應有望出現，可持續的工資增長就是唯一欠缺卻最關鍵的因素。考慮到各方面，日本仍面對很多障礙，仍可能面對很多不利因素，但日本脫離通縮的勝算似乎較過往很多年來更高。

Vivek Tanneeru

研究分析員
銘基亞洲



Matthews Asia

披露及備註

本文討論的觀點與資料反映於特定時間的意見及市況評估，可能出現變動。閣下不應倚賴本文件作為買賣特定證券或整體市場的建議。

本報告所載資料乃取材自於編製時相信為可靠及準確的多個資料來源。 Matthews International Capital Management, LLC 銘基國際投資公司概不就使用有關資料所造成的任何直接或間接責任或損失承擔任何責任。

投資於國際及新興市場可能涉及額外風險，例如社會及政治不穩定、市場流通量不足、匯率波動、高波幅及監管制度不完善等。此外，單一國家基金由於集中投資特定的地理位置，可能較分散投資基金承受較高水平的市場風險。投資於中小型公司較投資於大型公司涉及更大風險，因為與大型公司比較下，中小型公司的股份可能較為波動，流通量亦較低。

本文件由Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資(香港)有限公司發出，並未經證監會審閱。

©2013 Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資(香港)有限公司

HK.MATAI – 2013年8月

誠邀閣下直接與 Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資(香港)有限公司 聯絡，以取得更多有關基金的 資料，惟閣下必須具有香港的專業投資者資格。

電話: +852-3901-0880
電郵: globalfunds@matthewsasiasia.com
網站: hk.matthewsasiasia.com