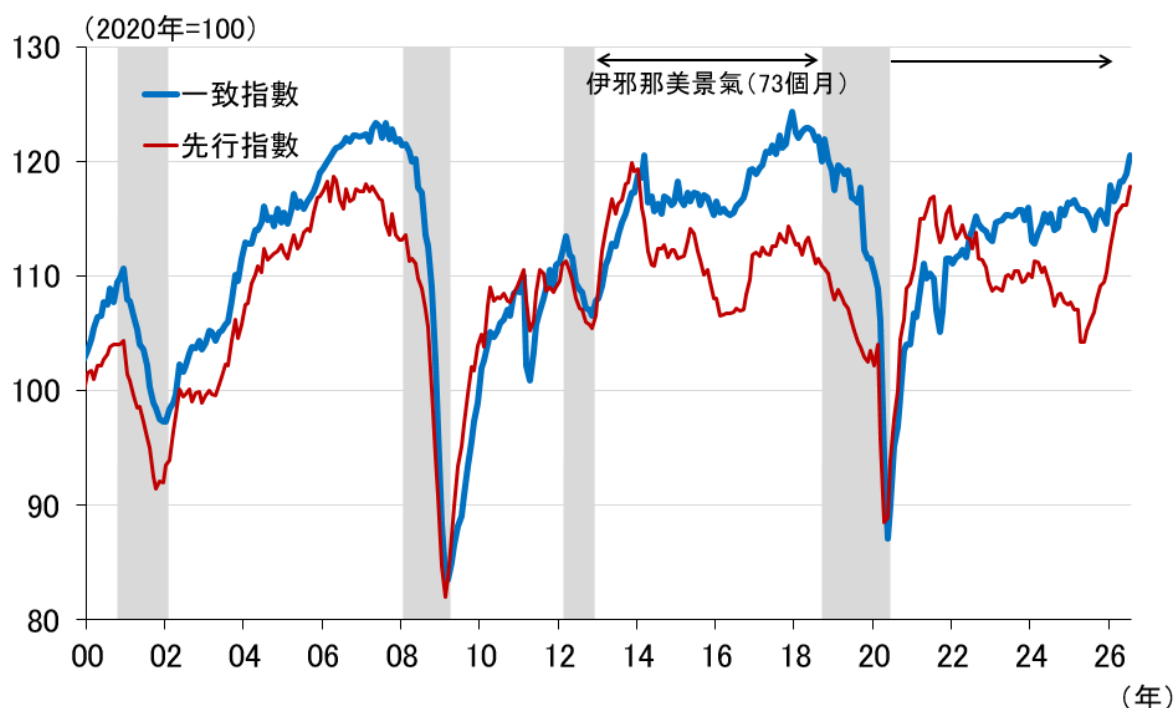


經濟持續擴張，為何卻沒有實感？高壓經濟的陷阱與加息

● 隱藏在統計數字背後的不協調感，實際工資連續7個月上升，經濟擴張期超越「伊邪那美景氣」

從9月8日厚生勞動省公布的7月份每月勞動統計調查來看，實際工資（現金工資總額）按年上升2.4%，創下連續7個月上升的紀錄。此外，在由內閣府編製的景氣動向指數中，一致指數在7月份較前月上升1.7點，內閣府維持「顯示出改善」的基調判斷。

實際工資自本財政年度開始以來的平均增幅已達到2.0%，而景氣動向指數顯示，日本的經濟擴張期可能已經超越2002年2月至2008年2月、持續73個月的「伊邪那美景氣」，成為戰後最長的經濟擴張期。然而，與這些偏強的數字相比，為什麼人們卻沒有經濟正在擴張的實感呢？



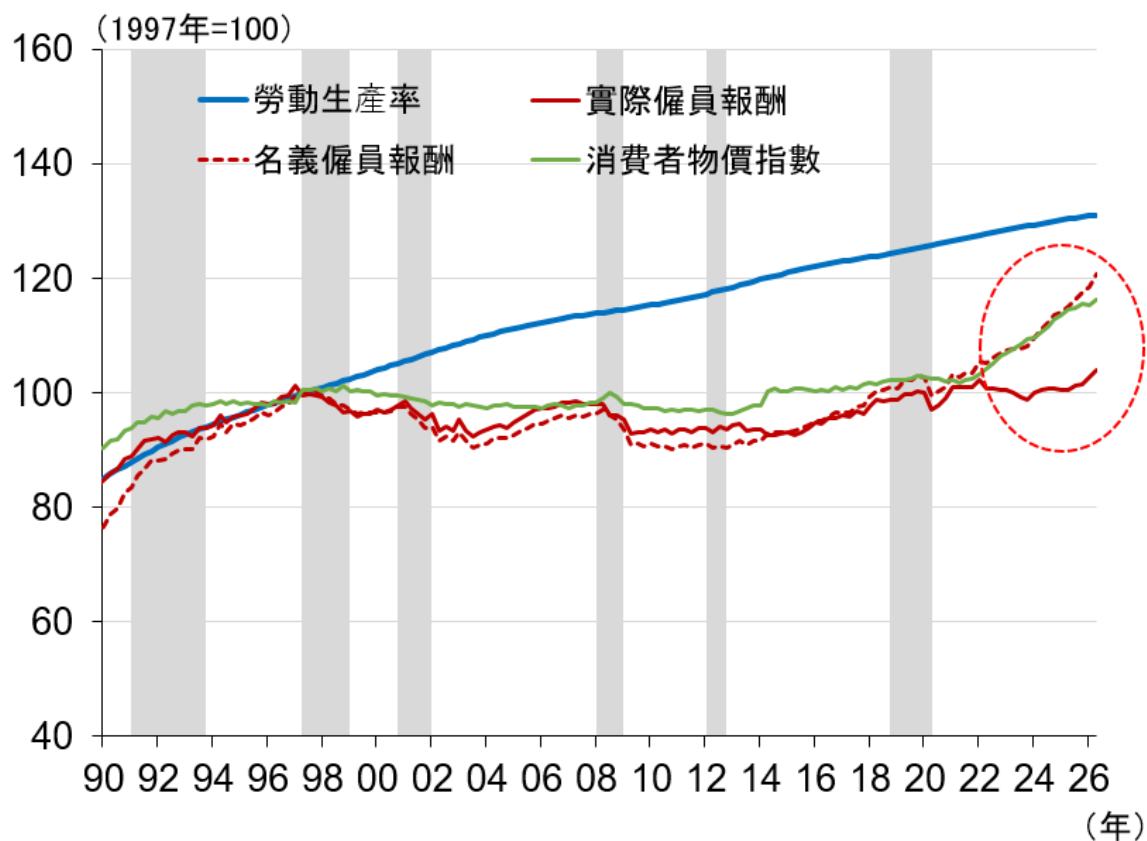
原因就在上述介紹的實際工資之中，若以按年計算，7月份確實錄得2.4%的較高增幅，但若以剔除季節變動後的季節調整值、按月比較來看，可能幾乎沒有增長。之所以說「可能」，是因為厚生勞動省目前尚未公布結果，但根據筆者的計算，其增幅可能約為負0.2%。

與物價上升相比，工資增長率偏低，很可能正是造成國民生活中「缺乏實感」的原因。

● 物價上升，工資就會上升，但實際工資……

首先，根據經濟學的基本啟示，決定中長期實際工資能否持續增長的，是勞動生產率的提升。只有當生產現場或服務現場每小時、或者每名勞動者所創造的附加價值增加之後，才能持續提高作為分配來源的實際工資。

那麼，日本實際工資增長乏力，是否代表日本的勞動生產率陷入低迷呢？讓我們詳細查看數據來進行調查。以下為了統一統計基準，將採用國民經濟核算(GDP)的指標。

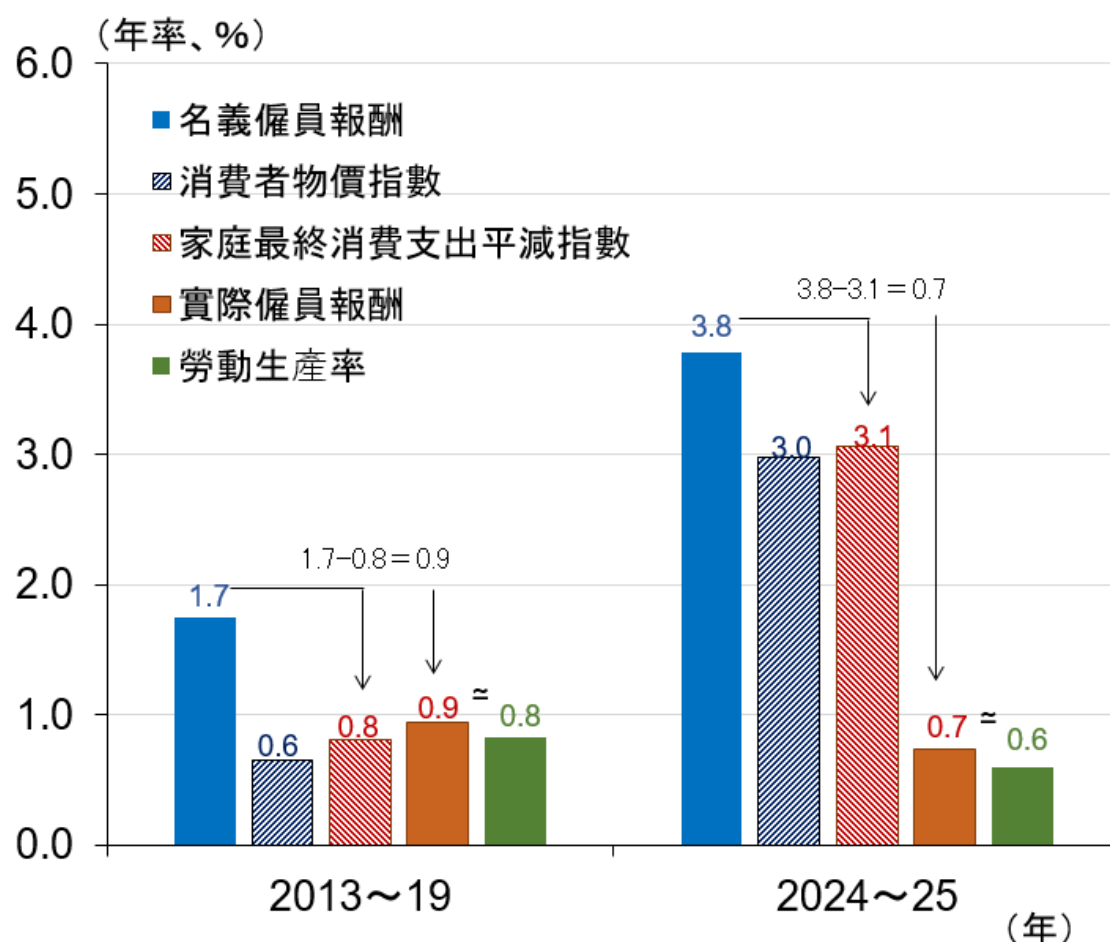


這張圖長期展示了日本勞動者所獲得的總報酬，即「名義僱員報酬」、以物價上升率折算後的「實際僱員報酬」，以及勞動生產率和消費者物價指數。勞動生產率是根據內閣府推算的潛在增長率，扣除就業人數增長率及勞動時間增長率後計算得出。

從圖表可以看到，自全球通脹開始擴散至日本的2022年以來，消費者物價指數與名義僱員報酬幾乎以相同速度大幅上升；與此相對，實際僱員報酬則一直處於低迷狀態，持續呈現水平走勢。在名義僱員報酬與實際僱員報酬走勢相近的時期，這一點並不明顯，但隨著物價上升率加速，可以再次確認，名義僱員報酬會跟隨物價而上升。

● 為什麼實際工資沒有增長？關鍵在於提升勞動生產率

不過，從圖表仍然無法十分清楚地判斷，實際僱員報酬增長乏力是否與勞動生產率低迷相符，因此筆者整理了2013年至新冠疫情前的2019年(安倍經濟學時期)，以及2024年至2025年最近兩年的具體數字進行比較。



除了前面介紹的4項指標之外，還比較了「家庭最終消費支出平減指數」。之所以加入這項指標，是因為內閣府在編製實際僱員報酬時，會利用該指標將名義僱員報酬折算，而從圖表可以看出，它與消費者物價的增幅幾乎沒有差異。

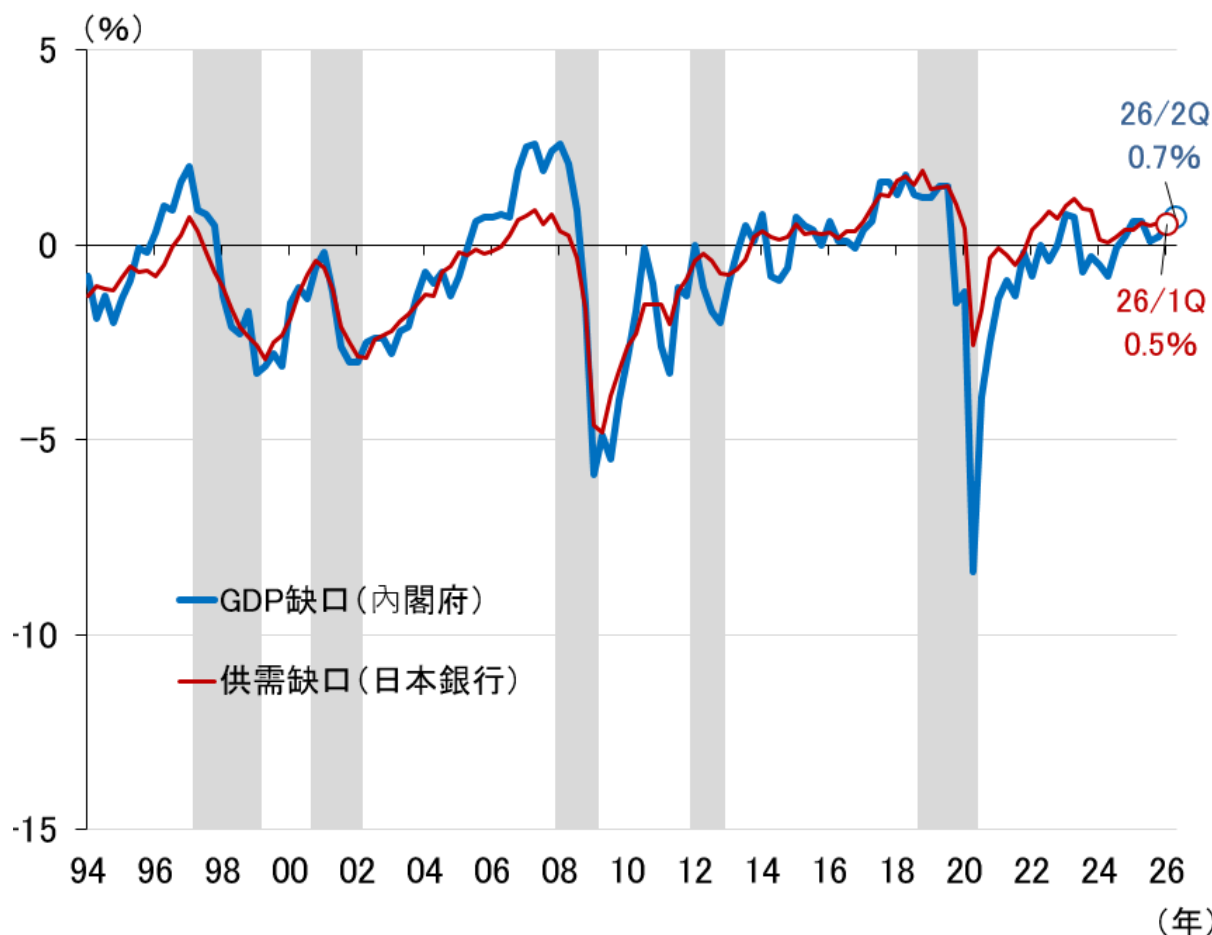
在此基礎上，先來看安倍經濟學時期。當時物價上升率僅略低於1%（家庭最終消費支出平減指數為0.8%、消費者物價為0.6%），維持溫和增長；另一方面，名義僱員報酬的增幅約為其兩倍，結果實際僱員報酬上升了0.9%（ $=1.7-0.8$ ）。這與同期勞動生產率0.8%的增幅大致相符。

相較之下，2024~2025年的兩年間，由於全球通脹，物價上升率大幅跳升至約3%（家庭最終消費支出平減指數為3.1%、消費者物價為3.0%），名義僱員報酬的增幅也擴大至3.8%，結果實際僱員報酬上升了0.7%（ $=3.8-3.1$ ）。在此期間，勞動生產率的增幅為0.6%，因此可以看出，最近兩年實際僱員報酬與勞動生產率的增幅同樣大致相符。

● 近年持續的勞動生產率停滯意味著什麼

關鍵在於，勞動生產率和實際僱員報酬自安倍經濟學時期以來都沒有增長，反而正在緩慢下降。

反映宏觀經濟供需平衡的GDP（供需）缺口，按照內閣府的推算，自2024年10~12月季度起已轉為正值；按照日本銀行的推算，則自2022年1~3月季度起已轉為正值。



在這種情況下，高通脹正在發生，因此說日本經濟已經處於高壓狀態，也並不為過。然而即使如此，勞動生產率仍然沒有上升。

換言之，持續低迷的勞動生產率與實際工資，顯示出高市政權所推進的高壓經濟政策，在實現其目的之前，就可能帶來物價與名義工資連鎖上升的風險。

所謂高壓經濟政策，是指透過創造經濟過熱的狀態（高壓經濟），試圖提高經濟供給能力（潛在增長率）的政策。在勞動人口減少的情況下，如果勞動生產率沒有上升，這一目標便無法實現。

如果在此之前，物價與名義工資開始出現連鎖式上升，那麼問題就已經不再只是「是否能感受到經濟擴張」這個層次，而是日本銀行將被迫大幅加息，最終只剩下讓經濟降溫、平息通脹這一選擇。

● 高壓經濟的陷阱與加息，進行格蘭傑因果關係檢驗

那麼，物價與名義工資真的有可能將勞動生產率與實際工資拋在身後，呈現螺旋式上升嗎？為了思考這一問題，筆者利用時間序列數據進行了一項簡單的驗證，即格蘭傑因果關係檢驗。

格蘭傑因果關係檢驗，是一種統計檢定，用來調查某項數據是否有助於預測另一項數據的未來值。例如，可以藉此簡單調查消費者物價上升後，名義僱員報酬是否也會隨之增加。

首先，筆者分別從消費者物價到名義僱員報酬，以及從名義僱員報酬到消費者物價兩個方向進行檢驗。結果顯示，在日本經濟停滯、通脹率較低的時期，兩個方向均無

法確認因果關係；但新冠疫情之後，則可以檢測到從消費者物價到名義僱員報酬的因果關係。

相反，即從名義僱員報酬到消費者物價的因果關係，即使在新冠疫情之後也無法檢測到。不過，日本銀行的《展望報告》等資料中，也檢測到了這一方向的因果關係。直觀而言，這或許意味著，工資上升後，對通脹的容忍度也會提高。

無論如何，從統計結果來看，似乎可以說，當消費者物價上升時，名義僱員報酬也會上升；或者當名義僱員報酬上升時，消費者物價也會上升，兩者之間可能產生連鎖式變化。另一方面，在實際僱員報酬或勞動生產率與消費者物價之間，則無法檢測到因果關係。

綜上所述，在日本已經轉向通脹經濟的情況下，如果強行推進高壓經濟政策，那麼即使將勞動生產率與實際工資拋在身後，物價與名義工資仍可能相互形成連鎖，在超出預期的情況下持續上升。

從這一點來看，日本銀行近期開始意識到物價上升率可能超過2%的「物價穩定目標」並進一步向上偏離的風險，也就不足為奇了。

「讓日本經濟變得更強」這一理念本身是正確的，筆者對此本身也表示贊同。然而，如果「為了讓日本經濟變強，任何能做的事情都應該去做」這種氣氛籠罩政府，就存在陷入過度通脹陷阱的風險。一旦如此，長期利率將進一步上升，日本銀行的加息就不得不更加提前，而且加息幅度也將不得不更高。

免責聲明：

本報告的作用純粹為提供資訊。樂天證券香港有限公司(“樂天證券香港”)、樂天集團及其員工並不會對提供或轉發其他機構所提供之報告內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出與外匯有關合約的要約。樂天證券香港在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何損失(無論是直接或間接的損失)。在作出任何投資決策前，應完全了解其風險以及有關法律、賦稅及會計的特點及後果，並根據個人的情況決定投資是否切合個人的財政狀況及投資目標，以及能否承受有關風險，必要時應尋求適當的專業意見。本報告在未獲樂天證券香港許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。本報告中文文字內容由樂天證券香港翻譯，只供參考之用。

槓桿式外匯交易的虧損風險可能會十分重大。閣下所蒙受的虧損可能會超過閣下的初始保證金款額，因此未必適合閣下。槓桿可能會為閣下帶來負面影響。即使建立附帶條件的指令，例如「止損」或「限價」單，亦未必可以將虧損限於閣下原定的金額。市況可能會導致有關指令無法執行。閣下可能會在短時間內被要求存入額外保證金款額。如果閣下未能在指定時間內提供所需資金，閣下的持倉可能會被平倉。閣下將須為閣下賬戶內因此而產生的任何短欠數額負責。因此，閣下必須根據本身的財務狀況及投資目標，仔細考慮這種交易是否適合閣下。切勿將閣下無法承受損失的資金用於投機。倘若閣下決定買賣樂天證券香港所提供的產品，閣下必須先閱讀及明白樂天證券香港所提供的資料及披露。請於採取進一步行動前先閱讀及瞭解樂天證券香港網站上的「條款及條件」。