

高市首相「我不是再通脹(Reflation)派」發言，是否意味著容許日本銀行提早加息？

● 日本銀行釋出明確訊號，指向12月加息

日本銀行於9月17日至18日召開的貨幣政策決定會議(MPM)中，如市場預期般時隔3個月再次加息。此外，聲明中也留下了明確訊號，顯示日本銀行很可能在3個月後再次加息。

其中第一個訊號，是有關物價風險的表述：「存在超過2%「物價穩定目標」並持續上行的風險。」

這段文字繼6月MPM聲明及7月《展望報告》後，再次出現在本次聲明之中。這表示日本銀行對物價上行風險的危機意識並未改變，也暗示其加息步伐(每3個月一次)並未改變。

【7月份展望報告】

- 關於基礎通脹率，考慮到企業在薪資及價格制定行為方面日趨積極，以及中長期預期通脹率持續上升等因素，存在超過2%「物價穩定目標」並持續上行的風險。

【9月份聲明】

- 關於基礎通脹率，考慮到企業薪資及價格制定行為的積極化以及中長期預期通脹率的上升等因素，存在超過2%「物價穩定目標」並持續上行的風險。

第二個訊號則是7月《展望報告》中刻意以「特別是」強調、與加息步伐有關的表述。

【7月份展望報告】

- 特別是，為了避免基礎通脹率超過2%的「物價穩定目標」並持續上行的風險顯現，進而對其後的經濟造成負面影響，使基礎通脹率穩定維持在約2%的水準這一觀點變得十分重要。

【9月份聲明】

- 特別是，為了避免基礎通脹率超過2%的「物價穩定目標」並持續上行的風險顯現，進而對其後的經濟造成負面影響，使基礎通脹率穩定維持在約2%的水準這一觀點變得十分重要。

本次聲明中同樣一字未改地保留下來，顯示貨幣政策重心已轉向防範物價上行風險的加息階段。

具體而言，前半段：「避免基礎通脹率超過2%的「物價穩定目標」並持續上行的風險顯現，進而對其後的經濟造成負面影響」實際上可以理解為：「避免陷入Behind the Curve（加息滯後）的局面」。日本銀行顯然已開始意識到這種風險。

而後半段「使基礎通脹率穩定維持在約2%的水準這一觀點十分重要。」則說明貨幣政策已經從過去「朝向2%目標邁進」的階段，轉向「將通脹維持在2%左右」的階段。換言之，這本身就是一種「加息已經接近」的訊號。植田和男行長在會後記者會中，也以「局面已經改變」來進一步說明這一點。

● 9月加息後的記者會重點(1)「貨幣政策局面已經改變」

植田行長記者會有兩個重要重點，其中之一是前述的「政策局面已經發生變化」這一表述。另一個則是有關大幅加息0.5%，以及連續加息條件的相關發言。以下先來看第一點。

首先，「政策局面已經發生變化」這一發言，如圖所示，是在說明聲明中所提到的：「從使基礎通脹率穩定維持在約2%的水準這一觀點來看，是非常重要的。」這段內容的脈絡下所作出的說明。

正如其後續解釋所述，「必須對通脹上行和下行兩個方向的風險作出對稱性的反應」，這是相當符合植田行長一貫審慎風格的表達方式。不過，與過去以達成2%通脹目標為重點相比，現在所重視的風險權重已經轉向通脹高於預期的方向。換言之，這意味著日本銀行的政策重心已逐漸向加息方向傾斜。

● 現在，基礎通脹率正逐步接近2%……為了避免基礎通脹率超過2%的「物價穩定目標」並持續上行的風險顯現，進而在其後對經濟造成負面影響，從將基礎通脹率穩定維持在約2%的水準這一觀點已變得相當重要。從這個意義上來說，我認為貨幣政策所處的局面已經發生了變化。

● 局面發生變化的重點，與其說是政策利率升至1.25%，不如說是原本低於2%的基礎通脹率，現在正逐漸接近2%。正如剛才討論過的那樣，這意味著必須對通脹上行和下行兩個方向的風險作出對稱性的反應。因此我認為局面已經發生了變化。

● 9月加息後的記者會重點(2)「大幅加息與連續加息的條件」

不過，即使政策重心轉向加息，植田行長也明確否定了目前正在考慮0.5%的大幅加息或每次會議都加息的連續加息模式。

圖中整理顯示，關於何種情況下會實施0.5%的大幅加息或連續加息，植田行長解釋稱：「取決於物價大幅超過目標並持續快速上升的風險是否很高，或者物價是否已經超過目標。」在說明時，他還援引了2022年至2023年的美國與歐洲作為例子。

所謂2022年至2023年的歐美，指的是通脹率超出原先預期，美聯儲(FRB)與歐洲央行(ECB)被迫實施大幅加息的時期，這也是「Behind the Curve(加息滯後)」的典型案例。換言之，植田行長的意思是：如果「Behind the Curve」的風險沒有具體顯現，就不會大幅加息0.5%或連續加息。

- 大幅加息或連續多次加息這類情況，簡單來說，我認為將取決於兩點：其一是物價大幅超過目標並持續快速上升的風險是否很高；其二是物價是否已經超過目標。
- 一個很好的例子就是2022年和2023年的美國及歐洲。作為日本銀行的方針，我們希望避免出現那樣的情況，因此會從現在開始充分考慮相關風險。就基礎通脹率而言，雖然我們認為目前尚未處於明顯高於2%的狀態，但今後也將預防性(pre-emptive)作出各種調整，避免出現這種情況。如此一來，作為結果，我認為也能降低未來被迫實施大幅加息等措施的可能性，而這類措施在某些情況下可能會對經濟或金融市場造成難以預期的影響。

而且，他接著表示，目前並非處於那樣的情況，未來也不預期會發展成那樣的情況。因此，從聲明以及行長記者會所釋放出的訊息來看，未來最有可能發生的情境是「每3個月加息0.25%一次。」

● 高市首相：「我不是再通脹派」

如上所述，本次9月議息會議自聲明階段開始，即已釋出相當偏鷹派的訊息(對於日本銀行來說)。儘管如此，市場，尤其是外匯市場，卻對兩張反對加息的票(政策委員淺田統一郎、佐藤綾野)感到意外，並將此次議息會議結果解讀為偏鴿派。

然而，投下反對票的兩人本身就是高市政權所推薦的再通脹派(Reflation)審議委員，因此反對加息原本就在預料之中。而且，政策委員共有9人，即使出現2票反對，也不會對加息決定本身造成重大影響。

依筆者的看法，議息會議結束後出現的日圓貶值明顯屬於市場過度反應，但這種過度反應卻意外產生了另一項後續效應，那就是高市政權的回應。

9月23日播出的靜岡朝日電視台節目中，片山皐月財務大臣表示「高市首相跟我說：『我不是再通脹派，把這句話告訴大家。』」

- 這並不是特別針對這個節目，不過我在事前與首相談話時，高市首相對我說：「我不是再通脹(Reflation)派，所以請把這一點告訴大家。」我是受到這樣的交代。因此，我就在這裡向大家轉達這件事。
- 這次重要的是，在戰後80年的歷史中，幾乎首次開始擺脫單年度主義，並著手從過去依賴補充預算的做法，徹底轉向以當初預算為中心的制度改革。而且，必須建立強勁的經濟，否則財政是不可能恢復的。換言之，沒有經濟，就沒有財政。
- 今後的預算編製工作中，雖然各部門提出了高達143兆日圓的預算申請，但並不代表會原封不動地全部批准。我們將嚴格審視兩個重點：第一，是否能夠充分引入民間部門參與；第二，是否有助於GDP成長。

至於片山財務大臣的這項發言，是否與9月議息會議中再通脹派審議委員投下反對票、進而導致日圓貶值有關，仍屬推測範圍。不過，她在9月25日與美國財政部長貝森特進行線上會談後，也表示「再次確認了日圓被低估是一個問題。」由此可見，日本政府確實相當重視日圓貶值的問題。

● 城內經濟財政大臣：「再通脹政策已經結束」

此外，在25日的內閣會議後記者會上，城內實經濟財政大臣也表示「再通脹(Reflation)政策的階段已經結束。綜合這些發言來看，從永田町(首相官邸)吹向本石町(日本銀行)的政治壓力，可能已經顯著減弱。

- 我理解的再通脹(Reflation)政策，是指包含貨幣寬鬆在內的政策。從這個意義上來看，現在已不是進一步放寬貨幣政策的時代，反而是處於物價溫和上升、利率逐步上升的階段。因此，那種透過持續寬鬆貨幣政策，並同時積極運用財政政策的做法，也就是安倍經濟學意義下的再通脹政策階段，已經結束了。
- 不過，關於是否已經擺脫通縮，政府的定義是「擺脫物價持續下跌的狀況，且未來也沒有再次回到該狀況的可能性。」因此，就後半部分所說的「未來不會再次回到那種狀況」，目前尚不能判斷已經達到這一狀態。基於這個原因，我認為政府至今尚未宣布已經擺脫通縮。

當然，這一連串發言究竟意圖為何，以及相關人士究竟有多認真，仍只能透過今後政府的政策應對以及政府高層的言行來進一步判斷。不過，如果政治壓力確實正在減弱這一判斷是正確的，那麼日本銀行未來的加息進程，便有可能按部就班地持續推進。

不過，正如前文所述，日本銀行目前並未考慮0.5%的大幅加息或連續加息。筆者認為，下一次加息很可能是在今年12月(或明年1月)，幅度為0.25%；其後再以明年7月議息會議前後為目標再加息一次，將政策利率提高至1.75%。

至於1.75%是否會成為終端利率(Terminal Rate, 即加息周期的最終點), 則取決於高市首相「我不是再通脹派」這一發言究竟有多大的真實性。當然, 無論高市首相怎麼說, 只要確有必要, 日本銀行本來就應該加息。但實際情況往往沒有那麼簡單。

明年7月23日, 支持加息的高田創審議委員及田村直樹審議委員將卸任, 屆時將有兩名新的審議委員上任。屆時, 高市首相是否又會提名再通脹派人士進入政策委員會, 將成為市場關注的焦點。如果在新的政策委員會體制下, 仍能夠根據經濟及物價數據作出冷靜判斷, 那麼筆者認為, 明年政策利率升至2%的可能性也是存在的。

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」。