

## <日本銀行4月料將暫緩加息～原油價格上升時的貨幣政策～>

### ● 日本銀行料將暫緩4月加息

4月27～28日舉行的日銀議息會議(MPM)日益臨近。筆者一貫主張「由於中東局勢趨於緊張，對供應鏈造成影響的憂慮升溫，因此加息應暫緩」，而實際上，日本銀行也極有可能在4月按兵不動。

為何可以如此判斷？下面再次整理圍繞貨幣政策運作的環境與思考框架。可以說，這是此前數篇報告(如下所列)的精華摘要版。

- 3月4日

「即便原油價格飆升，也未必立即加息」、「若霍爾木茲海峽封鎖趨於長期化，加息大概率將暫時觀望」

- 3月11日

「在圍繞伊朗衝突的不確定性得到一定程度化解、原油價格飆升風險下降之前，日本銀行暫緩加息是較為合適的做法」

- 3月18日

「不確定性高時不行動，是理論原則」

- 3月25日

「原油價格上升導致的貿易條件指數惡化，可能在多大程度上拖累經濟，將是今後日本銀行持續檢視的重點，這正是其目前的政策姿態」

- 4月1日

「筆者最為擔憂的是中東局勢緊張帶來的影響，尤其是對日本製造業供應鏈造成的風險」、「至少在霍爾木茲海峽是否關閉的走向明朗之前，選擇暫緩加息，是目前日本銀行較為恰當的選項」

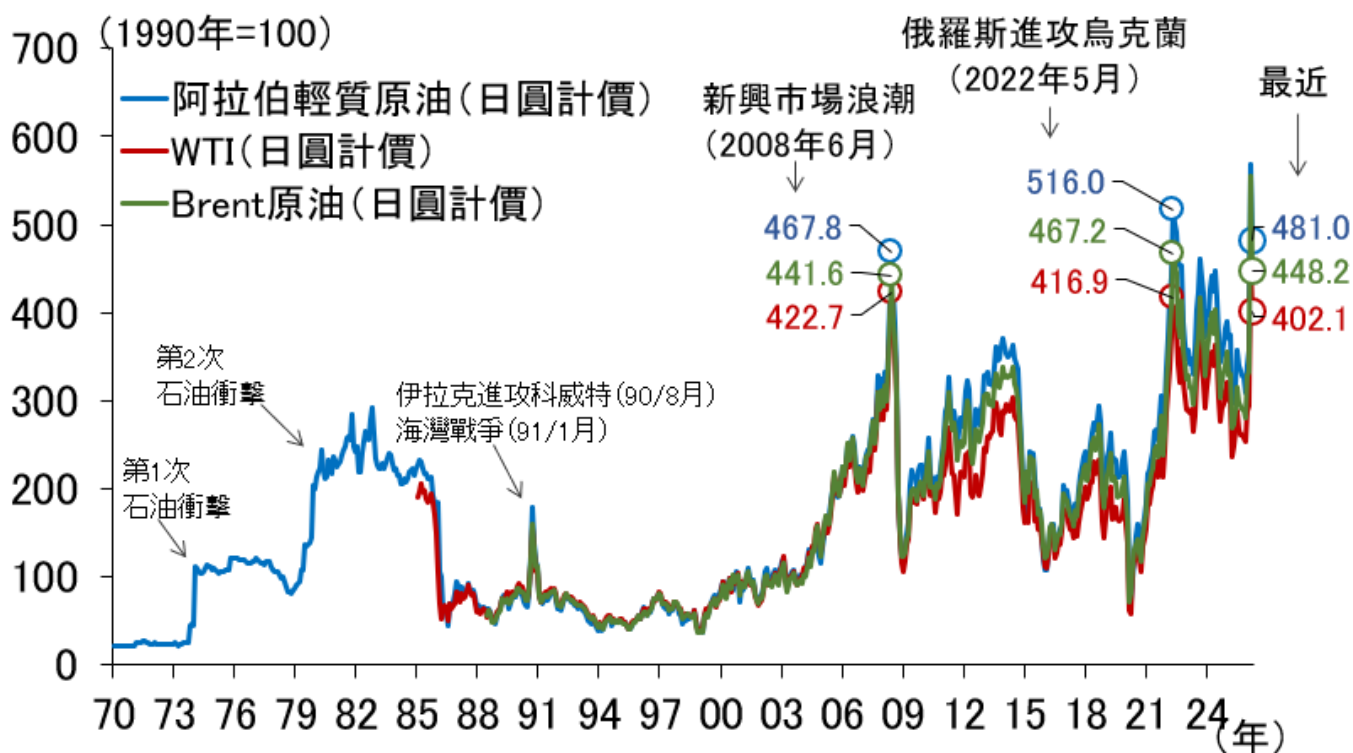
- 4月15日

「植田行長對供應鏈影響表示憂慮」、「4月加息的可能性已明顯下降」

### ● 以日圓計價的原油價格處於歷史高位區間

2月28日美國與以色列對伊朗發動攻擊、3月2日伊朗革命衛隊宣布封鎖霍爾木茲海峽後，原油價格一直維持在高位運行。

從以日圓計價的原油價格來看，截至4月20日，阿拉比亞輕質原油與Brent原油，雖略低於俄烏戰爭期間、2022年5月創下的峰值，但仍高於新興市場熱潮時期的2008年6月水平。



4月17日，在黎巴嫩停火協議達成後，伊朗外長阿拉格奇宣布開放霍爾木茲海峽；但翌日(18日)，伊朗革命衛隊又因不滿美國持續進行所謂「反向封鎖」而再度宣布封鎖海峽，局勢依然反覆，仍缺乏明確前景。

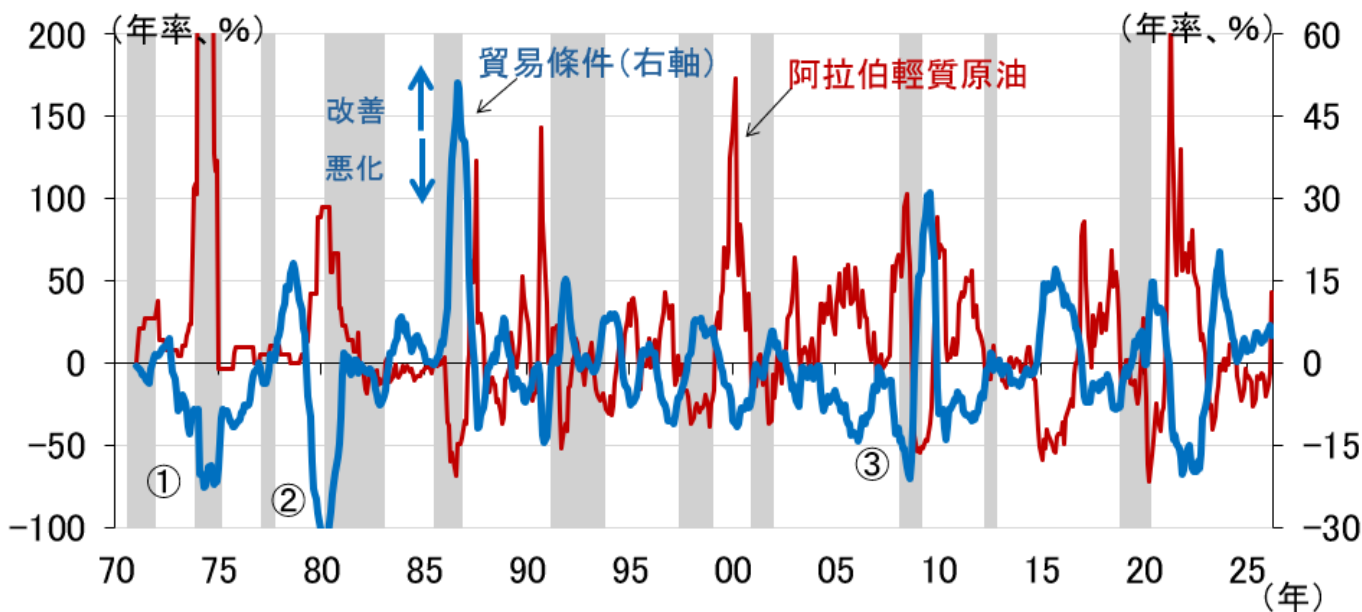
那麼，日本銀行是否應為應對不斷升溫的通脹風險，而在4月選擇加息？以下將再次整理中東局勢緊張導致原油價格上升，對日本經濟與物價的影響。

### ● 是原油上漲引發通脹，還是貿易條件惡化導致景氣下行？

首先，原油價格上升會推高進口成本，進而抬高國內通脹率。若這進一步轉化為「通脹可能持續上升」的預期，通脹壓力便會不斷增強。

為防止物價出現二次擴散效應，加息確實是一種有效手段。目前日本仍處於實際利率偏低、日圓偏弱的狀態，為避免陷入「政策滯後 (Behind the curve, 指加息行動落後形勢)」，日本銀行應儘早加息的觀點，確有其合理性。

然而另一方面，對依賴進口原油的日本而言，原油價格上升會惡化貿易條件指數。該指數是以出口物價除以進口物價計算，其惡化意味著所得向海外轉移，實際購買力下降，從而對經濟構成下行壓力。



在1970年代兩次石油危機，以及金融危機前的2008年前期，日本經濟均因貿易條件指數大幅惡化而步入衰退。補充一點：雷曼兄弟於2008年9月15日倒閉，而日本其實早在半年前的2月已進入景氣衰退。

回顧當時數據，2008年4~6月，實際GDP年化後為 -1.9%，CPI(不含生鮮食品)按年為 +1.4%；7~9月，實際GDP年化後為 -4.4%，CPI(不含生鮮食品)按年為 +2.4%，呈現出經濟負增長與物價上漲並存的停滯性通脹局面。

由於原油價格飆升導致貿易條件嚴重惡化，GDP平減指數在此期間反而下跌(4~6月為按年 -1.3%，7~9月為 -1.5%)。在CPI上升的同時，GDP平減指數卻下降，這種扭曲現象恰恰反映了當時貿易條件惡化的嚴重程度。

### ● 透過供應鏈傳導的尾部風險

進一步增加加息判斷難度的，是對供應鏈的影響。

一旦原油供應中斷，透過高度複雜化的供應鏈，生活、醫療及各類現場所需物資的生產都將變得困難。與其說是原油價格變動本身的影響，更嚴重的是「物資無法取得」這一對社會與經濟活動具有致命影響的風險。這正是筆者在文首所指出、最為憂慮的供應鏈問題。

從資金流動的角度看，若企業無法實現銷售，現金流入便會中斷。這類情況類似地震等自然災害，或新冠疫情期間的封城措施。在此情境下，中央銀行應該「保證資金供應」，而非通過調整政策利率來應對。

即便是立場偏向鷹派的筆者，在考慮到目前巨大的不確定性以及可能的最壞情況後，也無法支持4月加息的想法。至少在霍爾木茲海峽局勢走向正常化，或原油供應獲得一定程度保障之前，選擇暫緩加息，應是更為恰當的對應方式。

日本銀行植田行長亦於4月13日出席第101回信託大會時首次明確提及供應鏈風險，指出：「原油價格上升不僅會透過貿易條件惡化拖累經濟，若中東局勢緊張長期化，還可能透過影響供應鏈，對企業生產活動施加下行壓力。」

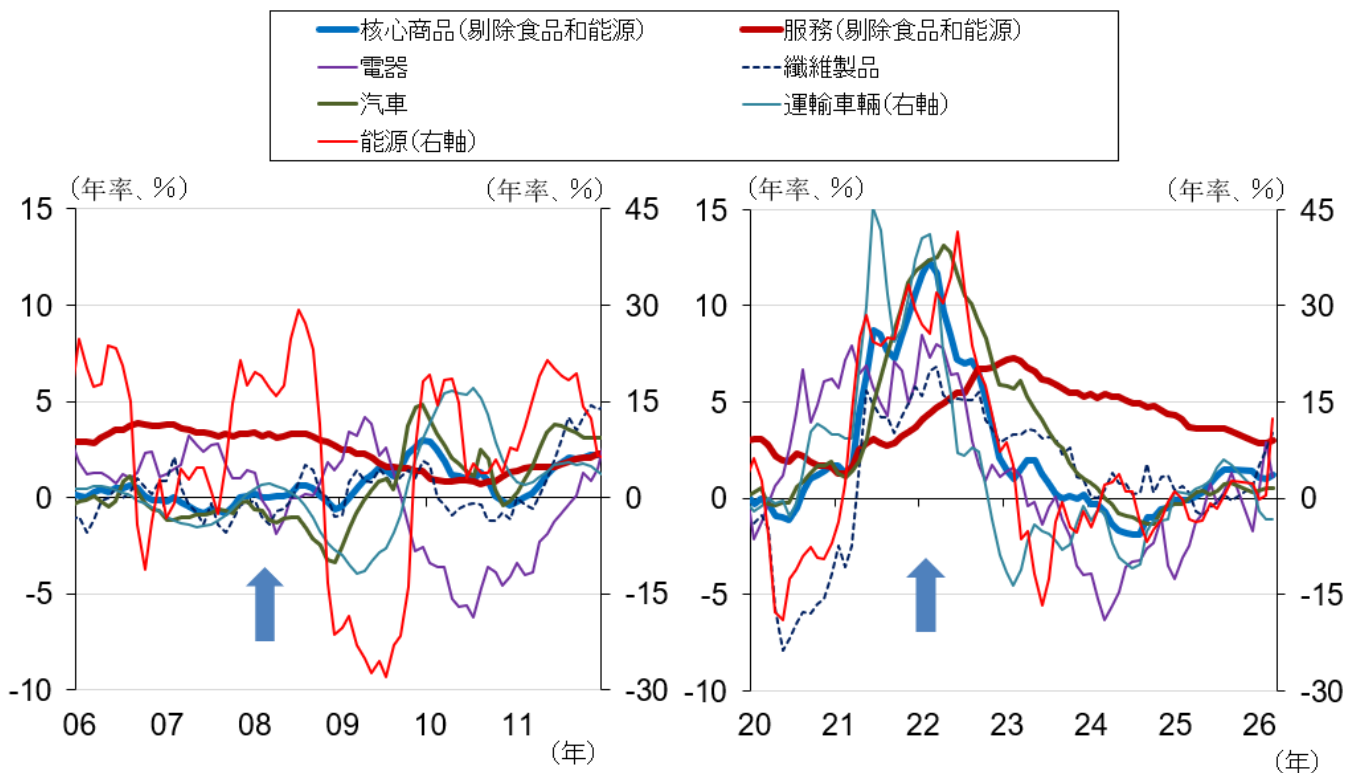
受此影響，翌日物利率掉期(OIS)市場對「4月加息」的隱含概率，已由4月初約七成，大幅下滑至目前約8%。

### ● 加息關鍵在於是否演變為「廣泛通脹(Broad-based inflation)」

綜上所述，4月加息極可能被擱置，但通脹率正在升高亦是不爭事實，日本銀行仍需警惕陷入政策滯後的風險。一旦如此，通脹控制將變得困難，最終或被迫實施大幅加息。

為避免這種局面，日本銀行應重點關注什麼？關鍵在於前述原油價格上升是否正在引發通脹的二次擴散效應。中央銀行在判斷時特別重視的，是是否出現「廣泛通脹」，即價格上漲是否已擴散至能源以外的品項。

“Broad-based inflation”中的“broad”一詞，常見於美國聯儲局(FRB)聯邦公開市場委員會(FOMC)的聲明與會議紀要中，尤其在2022~2023年的加息過程中被頻繁使用。其內涵，透過比較2008年與2022年的美國CPI即可一目了然。



上圖左側為2008年前後，右側為2020年以來美國CPI按年增幅的分項對比。兩個時期雖同樣經歷能源價格上漲，但能源以外領域的反應卻截然不同。

2008年新興市場熱潮推升原油價格時，其他領域價格幾乎未受影響；而在2022~2023年，新冠疫情期間的過度流動性與供應鏈混亂導致供給受限疊加影響，使得從商品到服務的廣泛領域價格同步上升。

這種2022年的廣泛通脹，顯示美聯儲可能已落後於曲線。結果是，美聯儲在2008年未加息，但在2022年卻被迫於其後將利率大幅上調至超過5%。

因此，價格上升是否正從原油相關的特定領域，向更廣泛領域擴散，將成為加息判斷的重要依據之一。本周五(24日)將公布3月全國消費者物價指數，除了總體指數的走勢外，更需仔細檢視能源以外品項中，有多少已受到原油價格上升的影響。

## 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」。