

▲汽車產業是日本經濟的重要支柱，對GDP的貢獻超過14%。當前，全球汽車產業加速綠色化轉型，新能源汽車成為新的主流，但日本卻明顯「掉隊」。

### 經濟觀察家

日本經濟增長前景仍有諸多「不確定性」，新興科技和綠色產業正在蓬勃發展，但鑒於「特朗普2.0」帶來的變數及地緣政治環境複雜性，日本股市、出口及日圓匯率可能遭到衝擊。

日本經濟所面臨的共性問題，一方面在東亞國家特別是後發國家較為典型，包括人口老齡化、結構性通縮、低利率環境等，另一方面要正視日本經濟金融及產業政策的特殊性，特別是日本經濟受到外部環境的影響更大，其脆弱性也更加突出。

# 日本經濟復甦仍脆弱

金融觀察  
鄧宇

日本經濟復甦呈現結構性改善。日本經濟增長雖不亮眼，但相比過去持續的低增長乃至負增長，日本經濟整體呈現走出「失去三十年」的積極信號，2021-2023年日本國內生產總值（GDP）連續三年實現正增長，擺脫新冠疫情期間經濟兩年衰退的困局，平均增速基本超過疫情前水平。2023、2024年日本股市連續兩年保持較好行情走勢，東京日經225指數年漲幅近20%。近兩年日本製造業企業利潤也保持較高增長，本土七大車企2023財年淨利潤合計比2022財年增長85%，創2017財年以來的新高。

不過，日本經濟增長也存在不小的阻力，未來是否擺脫「低增長、低通脹、高債務、高赤字」困境還是未知數，具體存在三大阻力：

一是通脹過快上升可能推高消費成本及家庭債務。調查結果顯示，受物價上漲影響，日本2人以上家庭每月均消費支出連續兩年呈現負增長，2024年食品支出佔家庭消費支出比重的「恩格爾係數」為28.3%，創1981年以來時隔43年新高。

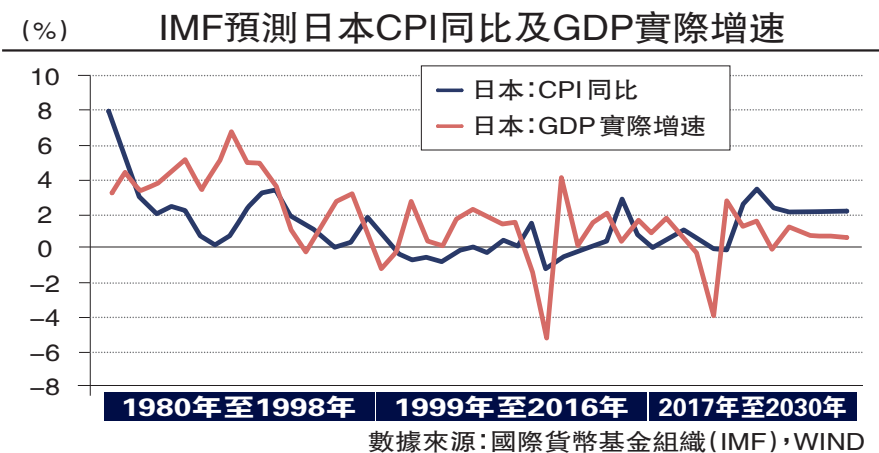
二是外貿企業受到關稅和日圓匯率波動的負面影響。由於日本企業的外貿結構特殊，出口以半導體、汽車等為主，進口則以資源能源為主，易受外部地緣政治因素影響，「特朗普2.0」關稅政策對日本企業進出口將造成不小的壓力，日圓升值則將進一步削弱日本企業出口競爭優勢。

三是日本央行加息將增加財政利息支出負擔。2025年1月，日本央行將關鍵利率上調25個基點至0.5厘，加息幅度為2007年2月以來最大。由於日本財政擴張高度依賴低利率政策，利率走高將增加日本財政利息支出。

### 財政與貨幣政策調整

財政赤字預估仍持續走高。多年以來，日本政府推行財政擴張政策，財政預算長期不平衡。截至2024年9月末，日本政府債務佔GDP的比重上升至223.45%，高於疫情前水平。日本政府公布2025年度預算案，總額創歷史新高，預算赤字率高達7.3%，而且用於償還國債和支付利息的相關費用為歷史最高值。2025財年日本或無法實現基本預算盈餘目標，主因經濟刺激計劃支出增加和稅收增長乏力，可能制約未來產業投資規模。隨着日本央行結束低利率並將在今後兩年保持加息頻率，一旦加息周期啟動，嚴重依賴低利率的舉債將帶來利息支出的較快增長，日本財政利息支出負擔將加重。

貨幣政策正常化進程加快。日本央行目標為持續性達到2%通脹率，以整體消費物價指數（CPI）為衡量標準，但過去數十年始終在同通縮作鬥爭，通脹率偏低且持續低迷，源於1990年代日本經濟泡沫破滅，企業和居民出現「資產負債表衰退」。2024年日本核心CPI同比上漲2.7%，連續兩年半超央行目標。該年3月，日



行決議結束負利率政策，同時廢止收益率曲線控制（YCC）政策，至此正式開啟貨幣政策正常化進程。不過，日央行加息也面臨挑戰，加息節奏將更加謹慎，預計2025年可能加息兩次，每次25基點。整體看，日本央行加息利大於弊，既有助穩定日圓匯率，也能夠增強日本國債吸引力。

### 汽車業綠色轉型迎挑戰

加大支持半導體產業，但須防範關稅貿易戰風險。2021年以來日本半導體材料出口逐年下滑，半導體設備銷售額也呈下降態勢。日本計劃在2025財年向半導體產業撥款21億美元，另將撥付1600億日圓支持芯片設計研發，覆蓋人工智能（AI）、自動駕駛、數據中心等領域。儘管強調自主可控，日本仍需與美國等技術盟友合作，但美國可能的關稅政策（如對日加徵10%關稅）可能削弱其出口競爭力。此前日本宣布對23種高性能半導體製造設備實施出口管制，隨着「特朗普2.0」關稅貿易戰升級，未來如何平衡對華半導體出口和美國關稅貿易戰將是日本半導體產業面臨的重大挑戰。

積極推進汽車產業及綠色轉型，但面臨劇烈競爭。汽車產業是日本經濟的重要支柱，對其GDP的貢獻超過40%。當前，全球汽車產業加速綠色化轉型，新能源汽車成為新的主流，但日本卻「掉隊」。統計顯示，2024年中國新能源汽車銷量全球佔比70.5%，其次是歐洲和美國。日本經濟產業省考慮從2035年起，停止銷售純內燃機驅動的傳統汽車，轉而銷售混合動力汽車和電動汽車，同時計劃推出十年稅收優惠政策支持電動汽車產業發展。日本政府還支持日資車企在泰國建立電池供應鏈，並促進泰國電動汽車發展，但日本汽車產業轉型可能付出更高成本，及面對更劇烈的國際市場競爭。

應對老齡化與勞動力短缺，發展銀髮經濟及產業。目前日本已經進入超老齡化階段，65歲及以上老年人佔總人口的比例接近30%，老齡化加劇一方面造成勞動力嚴重短缺，另一方面增加社會保障支出。對此，日本通過提高工資和自動化技術緩解勞動力短缺。2024年「春鬥」實現平均加薪5.1%，創三十三年新高，中小企業加薪目標超6%，以吸引年輕勞動力。日本社會和企業積極面對人口老齡化問題，發展銀髮經濟及相關產業，包括養老院建設、適老改造、老年生活用品及配套的康復護理、養老金融

等，不但催生新的消費增長點，而且帶動新增就業。

日本經濟過去曾長期陷入「低利率、低通脹、低增長、高債務、高赤字」的困境，經濟破產泡沫導致資產價格下降，企業和居民信貸需求隨之長期萎縮，轉而追求債務最小化。日本政府持續擴大赤字及實施量化寬鬆貨幣政策，經過長期的努力，日本企業和居民的資產負債表得到較好的修復及改善，日央行結束負利率政策即轉向正常化，具體表現在貨幣供應和銀行信貸保持連續正增長。

同時日本股市也表現出積極的增長態勢，表明投資者的信心增加，對日本未來經濟增長產生正面效應。長期看，日本經濟未來或回到微弱正增長和合理通脹的發展周期。IMF預測2025-2028年日本GDP實際增速的平均值為0.74%，CPI平均值為2%，基本符合日央行溫和通脹的預期目標。

### 恐長期通縮轉向滯脹

需要關注的是，日本經濟的復甦增長受外部因素的影響較大，波動性和脆弱性突出。其間日本的財政可持續、貨幣政策加息節奏和產業政策調整需要適應內外形勢變化，「特朗普2.0」的關稅貿易戰對日本出口及海外投資將帶來不確定性。截至2023年，日本對外投資規模存量大佔日本GDP的比重近50%，日本持有的對外淨資產約合3萬億美元，連續三十三年居全球第一。受日圓貶值和全球股市上漲影響，2023年日本的淨海外資產同比增12.2%，並增加日本海外證券投資的市值。

「再造一個海外日本」雖然一定程度上幫助日本經濟擺脫長期低迷的困境，但困擾日本經濟的結構性問題並未消失。鑒於日央行加息的預期增強，一旦日圓持續升值將削弱日企海外收入的增長空間，且對日企出口產生不利。考慮到日本經濟宏觀環境發生新的變化，通脹上升和利率抬升將重構日圓資產，日本外匯市場的投機波動可能加劇。鑒於關稅貿易戰及地緣政治風險，日圓的避險屬性可能增強。因而日本的宏觀政策仍不得不「謹小慎微」，需要警惕中性情景下日本經濟從長期通縮轉向「滯脹」的潛在風險。同時考慮到日本經濟的外部性，對外也應避免「左右搖擺」，妥善應對大國博弈中的雙邊及多邊經貿關係。

（作者為上海金融與發展實驗室特聘研究員。本文僅代表個人觀點）

# 美國增加關稅反害其身

中金點睛  
鄧宇 張文朗

美國總統特朗普宣布將從2025年3月12日起對部分地區的鋼鋁產品恢復加徵關稅。根據已經發布的總統行政令，針對鋼鐵產品恢復加徵25%關稅的地區包括阿根廷、澳洲、巴西、加拿大、歐盟、日本、墨西哥、韓國、英國、烏克蘭。特朗普在2018年根據232調查對鋼鋁產品進口分別加徵25%、10%的關稅，但隨後特朗普和拜登在不同時點給予了以上地區免稅待遇。本次的邊際變化主要是對以上地區恢復加徵關稅並將鋁產品加徵關稅率提高至25%。

從美國商務部數據來看，2024年美國鋼鐵產品進口中排名前三的是加拿大（23%）、巴西（16%）、歐盟（15%），而本次恢復加徵關稅的地區合計佔比82%，較2017年提升11個百分點，中國佔比2%。2024年美國鋁產品進口中排名前三的是加拿大（58%）、歐盟（5%）、韓國（4%），而本次恢復加徵關稅的地區合計佔比75%，較2017年提升21個百分點，中國佔比4%。

從全球產業鏈（GVC）的角度來看，近年來中美以外地區金屬製品對美國出口中來自中國的金額有所上升，由2017年的28.3億美元上升到了2021年的66.8億美元，佔中美以外地區金屬製品對美國出口的比重也由2017年的2.2%上升到了2021年的3.3%。分地區來看，受此次政策影響的前述地區金屬製品對美國出口中來自中國的金額合計為39.0億美元，佔中國整體出口比重為0.13%。

2025年2月7日，美國總統特朗普表示將宣布對許多國家徵收對等關稅。從2023年簡單平均最惠國關稅率來看，美國為3.3%，而印度、越南、歐盟、日本分別為17%、9.4%、5.0%、3.7%。世界平均為8.8%，高於美國5.5個百分點。

先來分析美國對墨西哥、加拿大加徵關稅通過全球產業鏈的間接影響。美國對墨西哥、加拿大加徵關稅也會對自身產生一定負面影響。從GVC分解來看，2021年墨西哥對美國出口金額中有17%實際上是來自於美國自身，而加拿大對美國出口金額中也有13%是來自於美國自身，皆高於來自中國的8%和3%。因此，若美國對墨西哥、加拿大加徵關稅，通過全球

產業鏈對其他地區造成影響最大的就是美國自身。

歐盟的情況類似於墨西哥和加拿大，2021年歐盟對美國出口金額中，6%來自於美國，而只有3%來自於中國。這不同於東盟，2021年東盟對美國出口金額中有12%來自於中國，高於來自美國的4%。

從絕對金額來看，2021年，墨西哥、加拿大出口美國商品中來自中國的金額分別為266億美元、98億美元，合計364億美元，顯著低於墨西哥、加拿大出口美國商品中來自美國的金額（1061億美元）。墨西哥、加拿大出口美國商品中來自中國的金額佔中國商品出口比重分別為0.9%、0.3%。

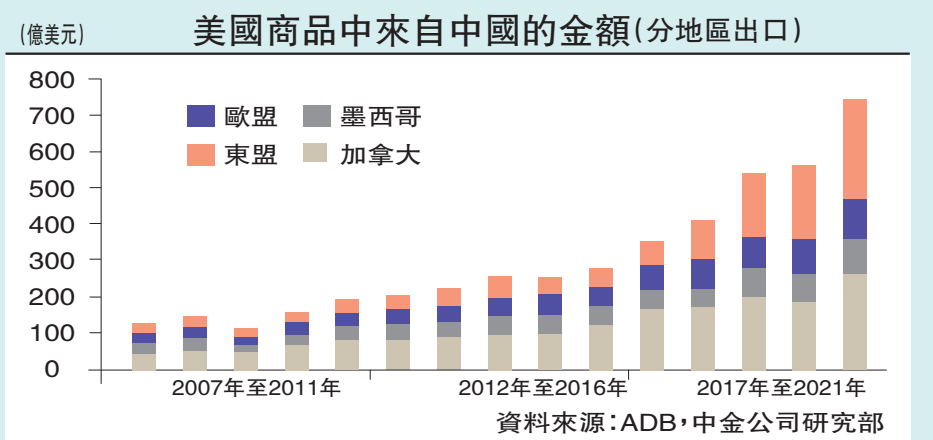
### 中國間接出口金額增長

從行業來看，墨西哥對美國出口中來自中國的金額排名靠前的行業包括電氣設備（142億美元）、交運設備（68億美元）、金屬製品（14億美元）、機械設備（13億美元）；加拿大對美國出口中來自中國的金額排名靠前的行業包括交運設備（35億美元）、金屬製品（14億美元）。

再者，近年來中美貿易更多通過全球產業鏈相連。從更為廣義的中美以外的世界其他地區對美國製造業出口的分解來看，2021年其他地區對美國製造業出口中有5.6%的金額來源於中國，相較於2017年提升1.6個百分點。從絕對金額來看，2021年世界其他地區對美國出口中有1110億美元金額來自於中國，佔中國對美國出口金額比重為23.3%，佔中國總出口金額比重為3.6%。而從主要行業來看，絕對佔比和提升幅度排名前五的行業是皮革箱包、紡織服裝、電氣設備、交運設備、機械設備，2021年較2017年分別提升9.7百分點、3.5百分點、2.1百分點、2.0百分點、1.5百分點。

從地區分布來看，2021年分地區製造業出口美國中來自中國內地金額佔比排名靠前的包括柬埔寨（26.7%）、中國香港（24.9%）、越南（17.6%）、馬來西亞（12.3%）、愛沙尼亞（11.9%）等；較2017年提升較多的包括柬埔寨（13.6百分點）、中國香港（10.9百分點）、越南（7.8百分點）、孟加拉國（6.9百分點）、愛沙尼亞（5.6百分點）。

（作者為中金公司分析師）



# 擔保人助借款人申按揭 有還款責任

樓按明職  
張穎曦

置業人士申請按揭時會於表格上看到「按揭人」、「借款人」及「擔保人」三個選項。不同身份在按揭上扮演著不同角色，筆者將於此文逐一剖析：

「按揭人」（Mortgager）是指擁有業權的人（俗稱業主），即是可將其物業用作買賣及抵押等用途，按揭的人數可多於一人或以上。如按揭的人數多於一人，申請按揭時須得到所有按揭人一致同意方可抵押物業。

「借款人」（Borrower）是指向銀行或財務機構申請貸款的人，並擁有承擔償還貸款的責任。

例如一對夫妻聯名買入一個物業，兩位均是業主（按揭人），而丈夫作為借款人負責供款，銀行會根據丈夫的入息及還款能力而決定可批出的按揭貸款、年期以及息率，因此借款人必須擁有足夠的收入以證明其還款能力。如



借款人申請按揭時已有其他物業按揭在身，該項按揭貸款需要計算在每月供款比率內。

另外，借款人的信貸紀錄亦會影響所批出的按揭條款及優惠。若果按揭人為退休人士，亦可借助較年輕及有足夠還款能力的子女作為借款人，以便通過銀行供款及入息比率。

### 擔保人要了解責任和風險

「擔保人」（Guarantor）是指為物業按揭進行擔保的人。如借款人收入未能通過銀行的入息審查，便可透過增加擔保人作擔保角色，銀行便會將其收入一同納入計算。哪些人可做擔保人視乎每間銀行的取態而定，有銀行會接受按揭人或借款人的朋友作為擔保人，如涉及按揭保險，擔保人則必須為直系親屬，未婚夫/妻或親戚。

擔保人可協助借款人成功申請按揭，但亦擁有還款的責任，若借款人拖欠或無法償還貸款，銀行便會繼續向擔保人追討欠款，同時亦會影響其信貸報告。當按揭人、借款人及擔保人均無法按時還款時，銀行或財務機構有權接管或出售物業。

按揭人、借款人和擔保人之間的關係密不可分，同時各自亦有需要承擔的責任，尤其擔保人要仔細考慮其責任及風險才作決定。

（作者為經絡按揭轉介營運總監）