

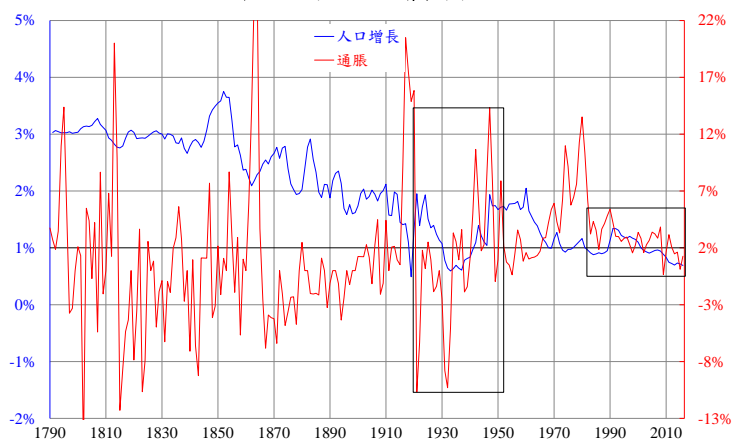
《信報》專欄〈一名經人〉

儲局不解通脹低 長線因素見端倪

聯儲局宣佈縮表後，市場頓失下個焦點，唯有再等歐洲央行的閃水喉（tapering）。縮表內容大抵早已知道，毋須再作深究；反而值得思考的是，連耶倫都說今年通脹不達2%確是個謎，亦不敢講儲局委員清楚知道背後的原因。如耶倫指，過去幾年通脹低，可由油價大跌、勞工市場等週期性因素解釋，但這些今天都已消除，還有什麼原因？

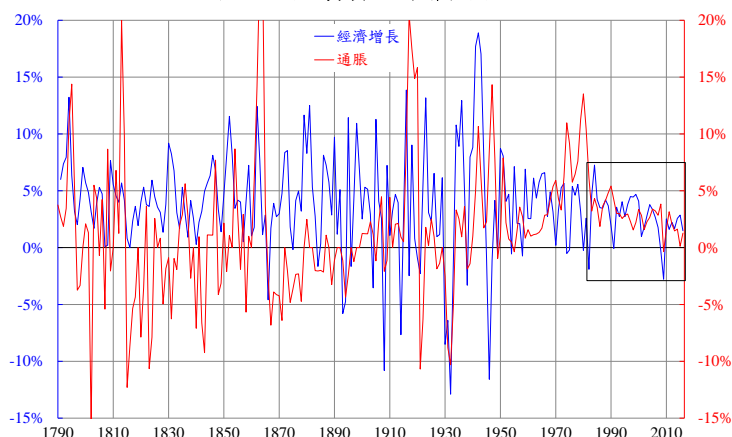
聯儲局處理貨幣政策經年，不會有什麼週期性指標能逃出其法眼。通脹仍有疑團，大概不是週期因素所形成的了。會不會關一些長期因素事呢？現找幾個長遠因素看看，第一個直觀相關的是人口增長，因為幾十年前戰後人口開始急速膨脹時正值通脹升溫，近十餘年人口增長顯著放慢，卻見大手量寬也沒甚通脹，故人口這因素是頗可疑的。

圖一：美國人口增長與通脹



不過，由18世紀末美國立國的數據計起，人口增長與物價通脹關係卻不太明顯，起碼頭半歷史無關，有關亦是1920至40年代和1980年代至今這兩段【圖一，見框】。即使不計一戰前的部分，緣何打後的近百年關係有1950至70年代這三十年的失準呢？會否是1970年代的通脹預期失控作祟？那麼1950、60年代又緣何失準？有待研究。

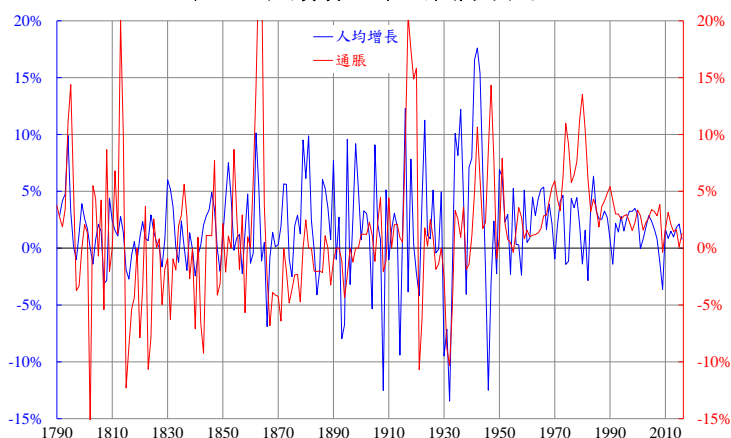
圖二：美國實質經濟增長與通脹



第二個可能有關的長期因素為經濟增長。然而，我們早知道CPI和GDP分別份屬P和Q兩個度向，關係如何視乎看的是供應（正比）還是需求（反比）。一般情況下，無理由假設哪種因素會較彰顯。如圖所見，兩世紀許以來經濟增長與通脹無必然關係，儘管近卅多年來較供應主導【圖二，見框】。看來這長線因素不好得過單單人口本身。

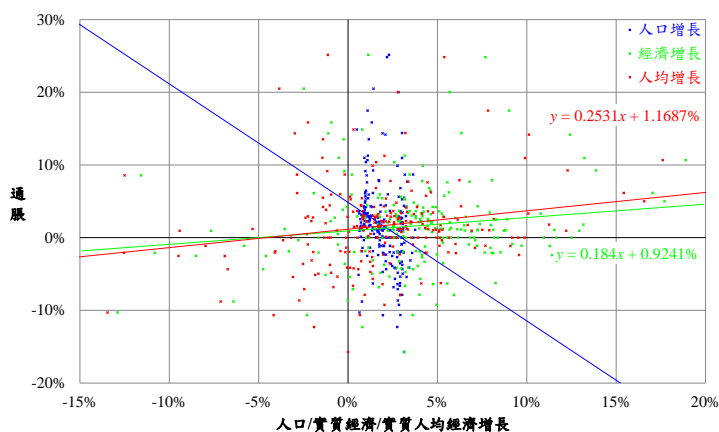
將這兩個因素合二為一——將GDP除以人口成為人均GDP再計增長，卻有發現。觀圖所見，人均增長在整個數據期與通脹的關連度顯然較GDP和人口各自的增長為高【圖三】。這倒不難理解：推高通脹，人人有責（份），當GDP以人均計都富有了後，才是全民皆富，這情況下便較容易推高通脹。驟眼所見，在這兩個多世紀的數據期間，幾乎只有1970年代的一段見不吻合，不過這已容易訴諸人為通脹預期失控來解釋了。

圖三：美國實質人均經濟增長與通脹



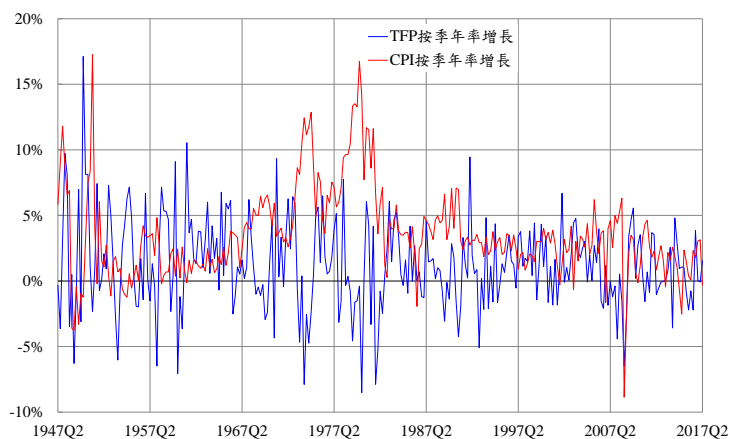
將上述三者與通脹的關係以散點圖再顯示，可見單單人口增長的確難以解釋通脹，但單單經濟增長卻不及以人均經濟增長來解釋的好——後者的系數較前者高【圖四】。單單這個解釋夠不夠呢？不妨計一計數。海嘯後至今的幾年間，美國人均經濟增長介乎0.8%（2016年）至2.1%（2015年）之間，平均為1.4%；將之塞進圖四的方程式裏，即得通脹1.5%，跟過往同期幾年的通脹平均1.6%很接近（全部以CPI而非PCE計）。由此看來，這極簡單的解釋看來也不失禮。當通脹趨勢低了，週期上落亦僅圍繞低勢，跟着低了；這些聯儲局官員們應該明的，問題只是接受與否。還有否其他長線因素？

圖四：美國人口、經濟、人均增長與通脹



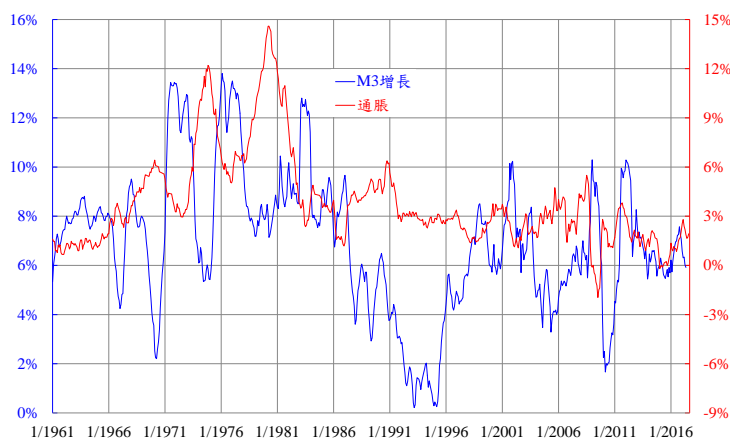
可能有的。譬如生產力 (TFP) 增長，這都屬於長線的經濟增長範疇。觀圖所見，自二戰後有數據紀錄的 TFP 與 CPI 增長 (皆按季年率計)，除 1970 年代外皆走勢貼近【圖五】。這不奇怪，因為既然上述「產出除以人口 (人均 GDP)」增長能解釋通脹，概念類似的「產出增長扣除人力和資本增長 (TFP 增長)」照理亦能作相類似的解釋。

圖五：美國 TFP 增長與通脹 (按季年率)



那麼貨幣因素呢？佛利民曾指通脹從來都是貨幣現象。幣量理論指正在常情況下，貨幣增長與物價增長正比 (假設貨幣乘數不變，兩者的增速差距就是實質經濟增長)。固然，這裏所指的貨幣是廣義的，而非央行控制的狹義或基礎貨幣。從經合組織編制的 M3 增長與通脹關係所見，前者不是時時刻刻都能解釋後者的，1987 至 98 年就不行了【圖六】。即使昔日貨幣增長解釋通脹未必滿意，但近年的通脹走勢卻吻合 M3 增長。

圖六：美國 M3 增長與通脹



聯儲局着重的通脹因素，顯然是一眾宏觀週期性 (short-run macro) 的實質因素。這正路的，由凱恩斯到近年新凱派的理論框架都是如此解釋物價。不過經濟學的問題，是傳統以來分家分得太清楚了，莫講微觀、宏觀的連結不多，即使同在宏觀的框架下，長線和短線理論鮮有一併運用。聯儲局主理的貨幣政策所關注的主要是短期宏觀因素 (八至卅二季的商業週期)，自然容易忽略了長線因素。即使知道通脹低的真正原因，只主理週期政策的聯儲局也做不到什麼來。長線現象，往往不是常規政策可改變的。

羅家聰

環球金融市場部