

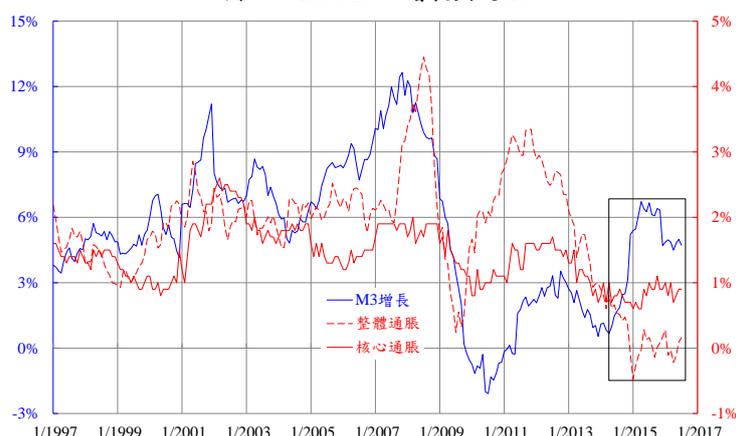
# 《經濟日報》全版專欄〈一名經人〉

## 復蘇好過通脹升 量寬不及減息勁

在美國經濟增長連續四季放緩之際，歐元區的卻是連續四、五季徘徊近五年高位，但貨幣政策上偏偏相反：美國加息、歐洲放水。今文看看歐洲央行貨幣政策的效用。

幣量理論指  $MV=PY$ ，即一旦貨幣增了，若其流速不變，不是通脹升便是經濟好。圖一為歐元區 M3 增長與通脹，可見兩者在 2005 年前關係不錯；但 2006 至 2013 年，關係仍有但變得疏離；到 2014 年起至今，兩者變得無關——這正是歐債危機後至今，該區復蘇得最好的時期。即是說， $M$  升了確實推升了  $Y$  多於推高  $P$ ，所以通脹不高。

圖一：歐元區M3增長與通脹



實體改善本屬好事。惜本週議息的歐洲央行政策目標只有通脹，故通脹一日偏低，管他負息也好、量寬都好，當局亦要繼續大手。但有無用？圖二顯示貨幣基礎（MB）與最闊的 M3 增長，可見兩者在海嘯前幾無關係，之後也關係不高，近期更稍回落。

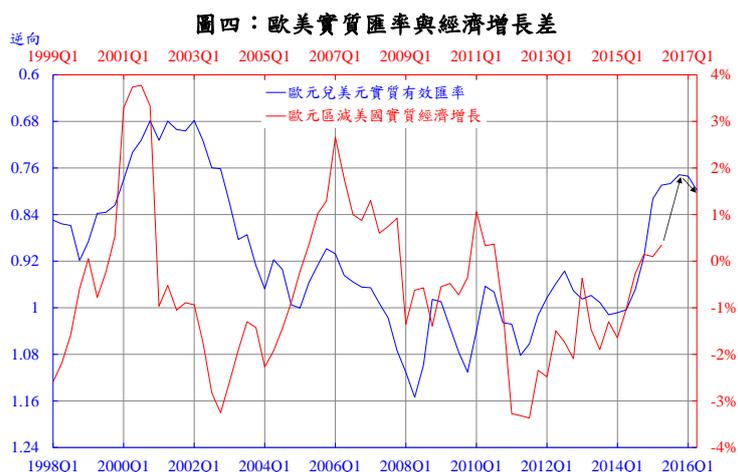
圖二：歐元區MB與M3按年變幅



反而圖三所見，政策利率變動與滯後的 M3 增長（皆按年計）反比關係清晰得多。鑒於利率已零，無甚再跌空間，故對 M3 增長的刺激必將有限。如圖所料，未來數年的 M3 增長將跌至 3%。單靠量寬推高 MB 而不減息，存貸反應欠佳，M3 增長自然慢了。



圖四顯示，匯價貶值可相對刺激經濟，但各國鬥貶之下，某處要大貶亦不容易。



之前的貶值效應仍會延續至年底。不過匯價已低息已零，之後便再無彈藥刺激經濟了。

羅家聰  
環球金融市場部