

《信報》專欄〈一名經人〉

量寬始於大蕭條 全民買債效用小

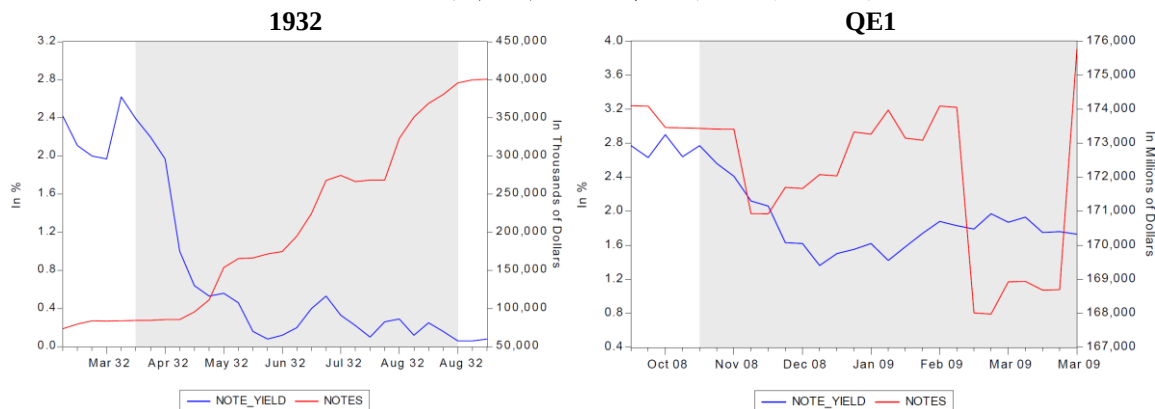
近期債息之低而經濟表現一般，教人聯想起大蕭條後的情況，當時的債息也很低。債息之低固然可反映前景不明，但同時間亦可可是量寬的結果——債市某程度上國有化，甚至買到無債可買，息豈不跌？外界普遍認為美國首次量寬在 2008 年金融海嘯時始，但最近經濟史學家 Michael Bordo 等人指美國早在大蕭條時其實已曾量寬（見參考）。

沒錯，當年聯儲局的確因行動太遲而鑄成大錯：金融海嘯由 2006 年次按初爆發、2007 年衰退開始減息，到 2008 年底美國已量寬，遲了一、兩年；但 1929 年股災後，儲局卻拖了三年到 1932 年才出手，所以大蕭條的三年半衰退比海嘯的年半長了兩年。不過，原來在 1932 年時聯儲局也曾經大手買入國債（統稱而已，包括短期的國庫券），只是當時沒有大鑼大鼓更沒有出口術，要翻查《紐約時報》的國債餘額才知量寬規模。Bordo 等人所做的，正要對比當年實質上的首次量寬與近年名義上的 QE1 有何分別。

1932 年 2 月 17 日，《紐約時報》首次報道指聯儲局有意買入國債（increase their holdings of “governments”）；而由 4 月 13 日起，當局以每週 1 億美元的速度買入國債，是為實質上首次量寬。不過短短數月後，局內已有聲音擔心引發通脹，結果是次量寬於 8 月結束。至於近年的 QE1 則記載清楚，由 2008 年 11 月至翌年 3 月，同僅幾個月。

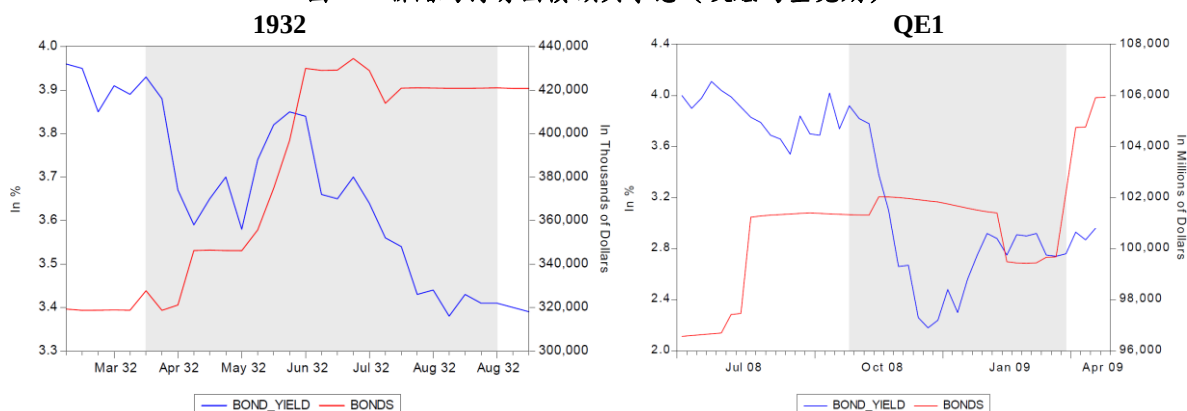
這兩次量寬在規模上有何分別呢？在買當今最流通的兩至十年期國債（notes）上，1932 年量寬前後儲局的持有總額增約四倍，但 2008 年 QE1 時卻沒顯著增加【圖一】。息率方面，1932 年量寬期前後的債息由 2.4 厘跌至近 0，但 2008 年 QE1 時則由開始時 2.8 厘跌至最低的 1.4 厘左右，跌幅僅為 1932 年時的一半。兩輪量寬力度高下立見。

圖一：聯儲局持有國庫券額與孳息（灰底為量寬期）



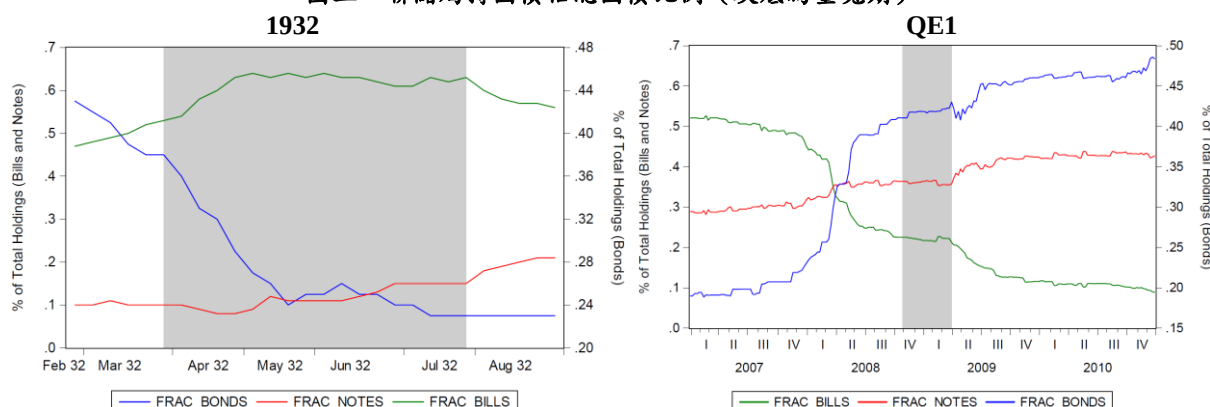
至於在買廿年、卅年期的長債（bonds）方面，1932 年量寬前後，當局的持債額由 3.2 億升至 4.2 億美元，增幅三成；而 2008 年 QE1 時則由 1,010 億增至 1,060 億美元，僅增半成，同樣高下立見【圖二】（2008 年 7 月的增持不計，因當時還未開始量寬）。近年的三輪量寬中，QE1 算是買債速度最快的一次（最短時間內買最多債），但也不及 1932 年那次快，那是否代表近年的量寬力度不足？然而上述數字僅從增幅角度比較，聯儲局持債量今非昔比，在基數本已不低下要大幅增長不易，故未必代表力度不足。

圖二：聯儲局持有國債額與孳息（灰底為量寬期）



因此，我們或須從另一角度比較當年今日——當局持債佔總國債額的比例。於此，Bordo 等人將兩輪量寬期均拆開其所持短、中、長期國債（bills, notes, bonds）的佔比。觀圖所見，1932 年量寬前後的短、中期債佔比均稍升，但長債的則大跌；至於 2008 年 QE1 前後，短債佔比稍跌，中的不變，長的稍升【圖三，留意僅灰底部分屬量寬期】。

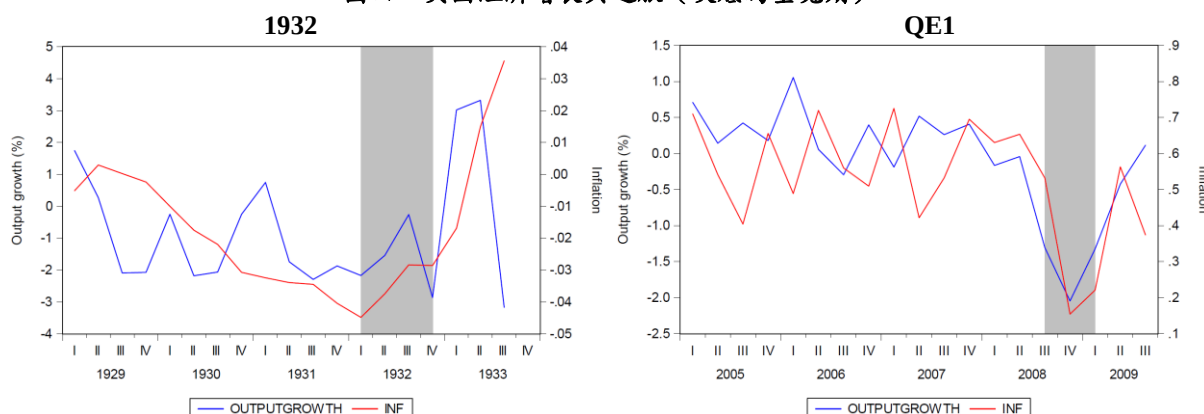
圖三：聯儲局持國債佔總國債比例（灰底為量寬期）



由此可見，兩輪量寬的最主要分別在於 1932 年的主要「買起」短、中債的市佔比，而 2008 年 QE1 前後的市佔比卻「長加短減」，有點扭曲操作（Operation Twist）味道。對比長息變化（圖二）亦見 1932 年時量寬前後僅跌半厘，但 2008 年的卻跌過近兩厘。若以壓低長息為政策目標，2008 年 QE1 是較成功的。但大前提是：壓低長息有用嗎？

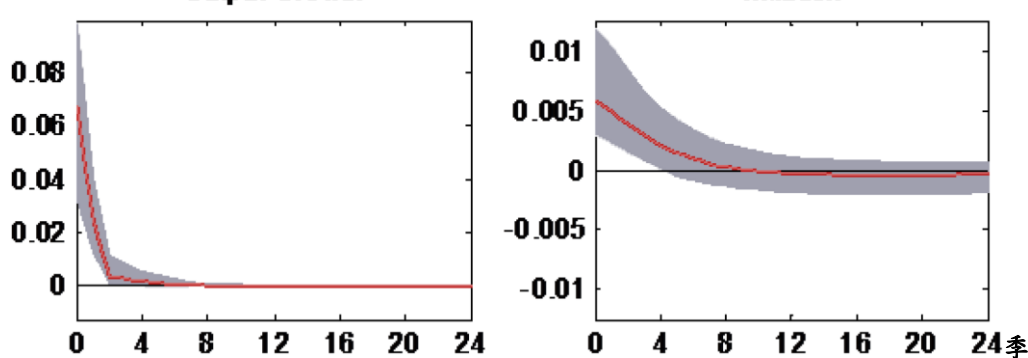
純粹成敗論英雄，可比較兩輪量寬後的經濟表現。如圖所見，1932 年量寬期後，經濟增長反彈過後無以為繼，但通脹卻仍直升；至於 2008 年 QE1 後，經濟增長回復，而通脹並無一去不返【圖四】。但結論又非這樣簡單，因 1932 年時公眾較難參與債市；今之 QE1 下各界會預期央行推低債息而跟買債，變相低息或只趕錢入債市而非消費。

圖四：美國經濟增長與通脹（灰底為量寬期）



Bordo 等人模擬了當年量寬對經濟與通脹的影響，結論是在資金無法跟風買債下，當年量寬對經濟與通脹的刺激是不低的【圖五】。假使當時連同口術，效果會大得多。

圖五：Bordo 等人模擬 1932 年量寬，每 10 億美元買債對經濟增長與通脹的一次過影響



這個研究道出了當代量寬作用不大之因：長息雖跌，但錢留債市，卻不到實體。

參考：Michael Bordo and Arunima Sinha (2016), “A Lesson from the Great Depression that the Fed Might have Learned: A Comparison of the 1932 Open Market Purchases with Quantitative Easing,” NBER Working Paper No. 22581, Aug.

羅家聰
環球金融市場部