

## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 日銀終極假舉動 政策反覆顯技窮

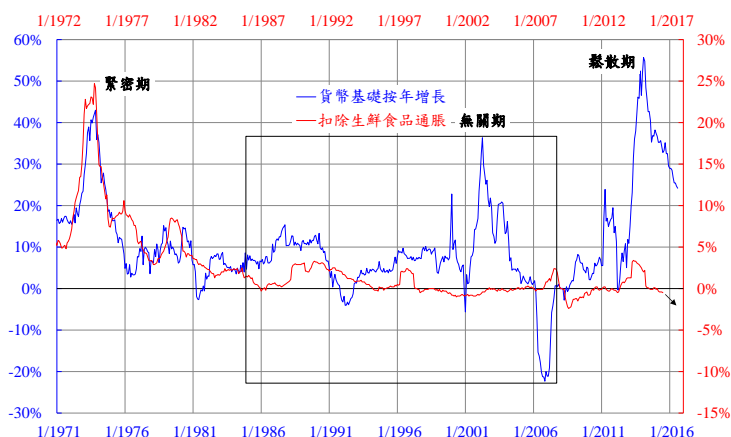
在安倍「終極三箭」後，日本央行上週終於「又再終極」一擊，推出政策「新框架（new framework）」。巧立名目素來是央行慣技，但到底央行所管的還只是貨幣政策，而貨幣市場的兩個變量不出幣量與幣價（即利率），即宏觀經濟裏的  $M$  與  $i$ （或  $r$ ）。

在卅年或以前，央行普遍調控幣量，多以  $M1$ 、 $M2$  等為目標；此後到十年八載前，多數央行轉以利率為目標；到海嘯後利率普遍近零，央行又回到以幣量操作——量寬；近年量寬也失效，又再打利率主意——負利率。日本央行年初試過負利率後劣評如潮，於是「又再終極」地重返幣量手段——無限量增加貨幣基礎（ $MB$ ）以達致通脹目標。

在未看數據前，單單觀乎這於幣量、幣價間反來覆去的政策，已知央行黔驢技窮。教科書說，利息零了便墮流動性陷阱，再增幣量亦於事無補，即貨幣政策亦已用完了。當代凱派強說還有，大抵不出量寬等「夾硬來」手段或 forward guidance 等「出口術」。夾硬來出口術有無用，視乎市場是否一廂情願被騙，所謂願者上釣、信則有不信則無，故這些「非常政策」在一些國家見效但在另些失效，縱一國上亦有時見效有時失效。

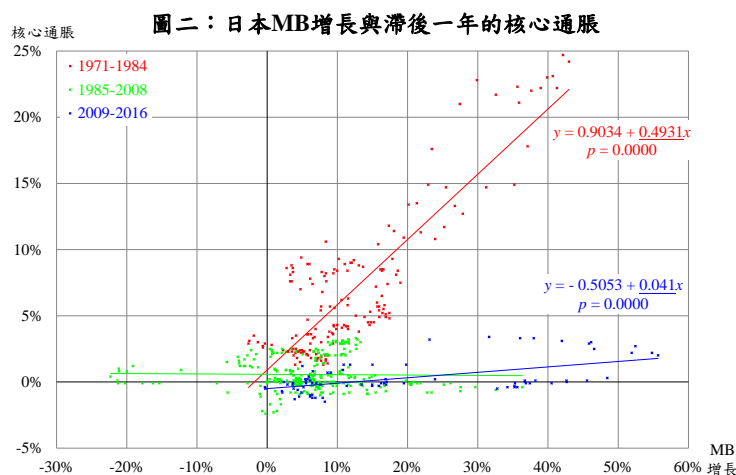
日本政策利率在 1995 年減至半厘，1999 年見零，故其實廿年前已墮流動性陷阱。鑒於早年潮流又以幣量操作，故由金本位倒台至今，日本央行大多日子皆以幣量作操。今天又說以無限  $MB$  增長來達通脹目標，有幾可行？歷史數據關係所見，1985 年前即「大緩和（Great Moderation）」以前， $MB$  增長與日銀參考的核心通脹（只扣生鮮食品）關係密切；但 1985 年廣場協議至 2008 年海嘯前，兩者幾無關係【圖一】。海嘯之後，兩者重見關係但顯然今非昔比：昔日  $MB$  與通脹 2:1，今花九牛二虎之力仍事倍功半。

圖一：日本  $MB$  增長與滯後一年的核心通脹



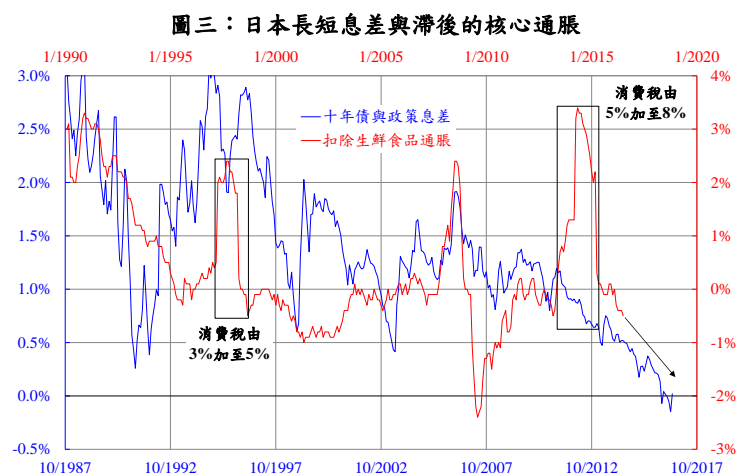
從散點圖的計算可見【圖二】，上述 1985 至 2008 年間兩者確無關係（綠線橫臥），而之前、之後皆見顯著關係（紅、藍系數皆甚統計顯著），不過在 1985 年前高近 0.5，

即上述的MB與通脹2:1，但2008年後卻低至0.04，差不多24:1！重溫圖一，近年MB增長最高曾達55%，但這效果上只推升核心通脹2.3%。目前核心通脹在-0.5%水平行，要重返2%即要將MB增長「不斷地」維持在60%（ $= (2\% - 0.5\%) / 0.041$ ），而非如2014年初般僅一次過逼近60%。不是不可，但氣力是1985年前的逾十倍，且後遺症未知。



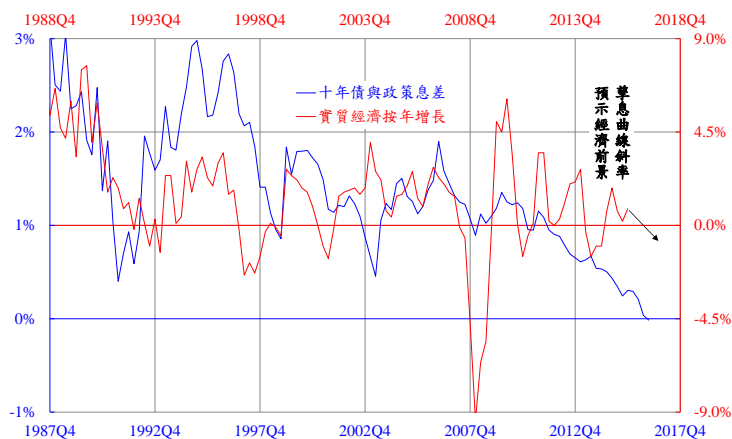
今次政策新猷，除了無上限MB增長外，還有操控整條孳息曲線。據其聲明所指，曲線短端為目前-0.1厘的政策利率，長端則為十年期國債孳息，並以維持零息為目標。央行在孳息曲線的環節上提到三個重點，當中其一是要避免曲線過度向下和過度平坦，因這影響民眾情緒。管他理由為何，這與之前量寬的理念顯然相反，因為量寬買長債，正正是要壓低曲線並使之平坦。今天央行道出此說，擺明是覺今是而昨（即量寬）非。那麼孳息曲線斜度對經濟有何啓示呢？且以央行點名的長、短兩端息差為分析基礎。

與通脹比，息差可能領先兩年多【圖三】。時差上這多少合理，因息差預示盛衰，而盛衰出現後物價才對應變動，在不少地方這兩段的時差各佔年幾，加起來便兩年幾。不過觀圖所見，息差與通脹的關係未見很強，至少在1990年代後期就不強了。另外，兩輪通脹突然飆升的日子，都是加消費稅作怪；至於2008年則的一次則因油價作祟。撇除這些，日本通脹其實自泡沫爆破至今都在零水平浮游，但如近年息差收窄所料般，未來兩年通脹仍跌。即使現即改弦易轍盡快拉闊息差，最快也兩、三年後才見效果。

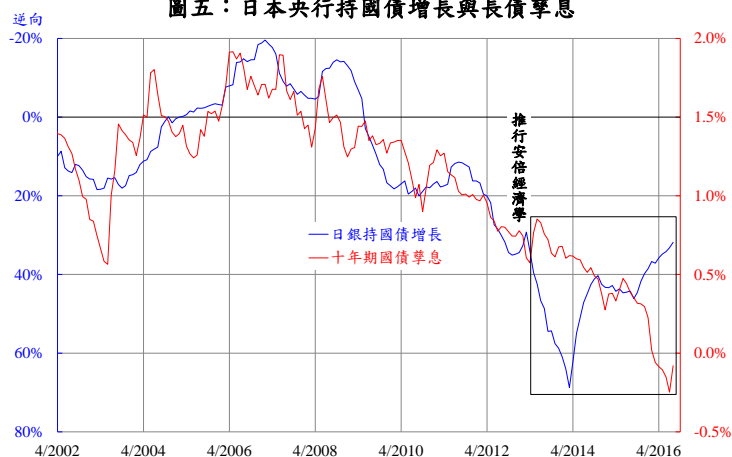


一如外圍情況，息差收窄最弊是預示衰退，豈只日銀所指的民眾情緒。如圖所料，息差確預示未來一年日本有衰退壓力【圖四】——恐怕這是要拉闊息差的另一原因。

圖四：日本長短息差與滯後一年的經濟增長

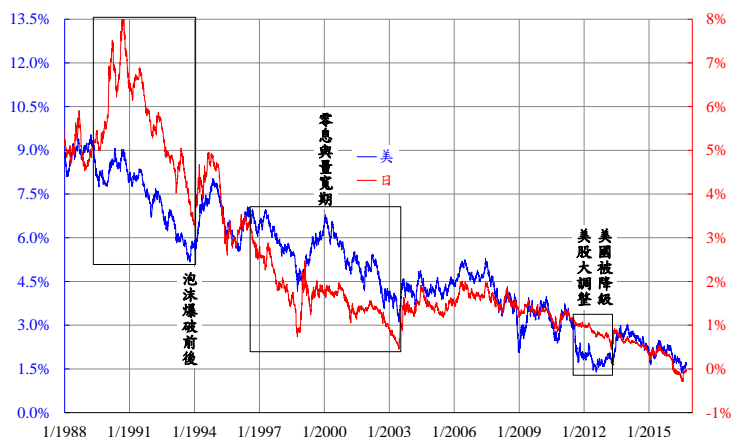


圖五：日本央行持國債增長與長債孳息



那麼日本央行減持（嚴格講是減慢增持）長債，又會否有助長息回升，拉闊息差？觀圖所見，答案是以前得，但自推行安倍三箭至今卻不得【圖五】。其實近兩年半來，日銀已在減慢持有國債增幅（左軸逆向），但長息依然不升反跌，量寬效果自動出現。究其原因，日本長息很可能主要仍跟外圍，尤其美息：自 2003 年起，除美國被降級外，其餘日子美、日的十年期國債息幾乎同步上落【圖六】。可見長息不是任由央行控制。

圖六：美、日十年期國債息



---

日本央行的所謂新框架，幣量工具的效果事倍功半，而控制孳息曲線則需時見效，分分鐘要等一、兩年，且長息與央行持債的關係已脫，不見得央行可以任意操控孳息。無怪乎結果宣佈當日，市場普遍不明央行在做什麼（是收還是放），日圓亦幾無反應。昔日做些假舉動，市場總覺得有所為，但今之假舉動實在太假，不知如何反應好了。

羅家聰  
環球金融市場部