

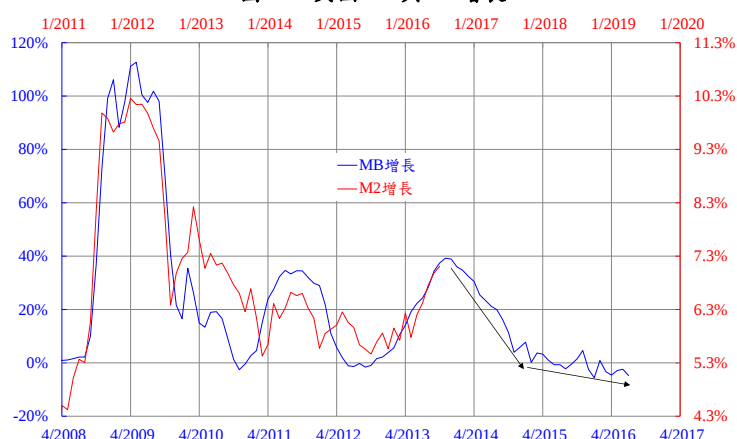
《信報》專欄〈一名經人〉

貨幣增長釀通脹 傳統理論未變樣

今週焦點定離不開 Jackson Hole 年會，而焦點當中的焦點定是聯儲局幾時再加息。當局的加息步伐一再拖慢，由去年底預期今年加四次到一年後的今天仍未再加另一次，期間外圍不穩、股市急跌，當局已由 data dependent 轉為 market dependent 而退讓了。然而過去半年以來外圍趨穩、美股不斷破頂，照理加息早可恢復，但當局仍決而不行，唯一解釋是美國通脹持續回落，當局又再由 market dependent 重返至 data dependent 了。既然通脹 data 跌勢未止，加息豈非遙遙無期？今文正要看看通脹是否就此一沉不起。

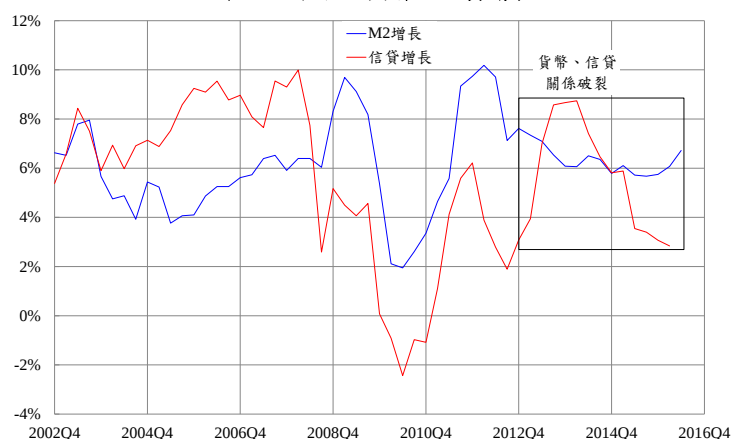
照理通脹是貨幣現象。聯儲局控制的是貨幣基礎，至於基礎大了會否演變為通脹，則視乎循環貸存的乘數效應。這乘數效應主要由最狹義的貨幣供應（即貨幣基礎，MB）到最廣義的貨幣供應（有數據的僅 M2）間發生，之前曾已歷史數據計過兩者間時差，約兩年三季；今將美國 MB 與滯後兩年三季的 M2 增長比較，即見關係一絕【圖一】。

圖一：美國MB與M2增長



如圖所見，M2 增長看來即將見頂，往後一、兩年將稍為回落，但料不會跌太多。這良好關係意味即使通貨不通、通脹低企一回事，但乘數效應猶在，理論沒有失效。

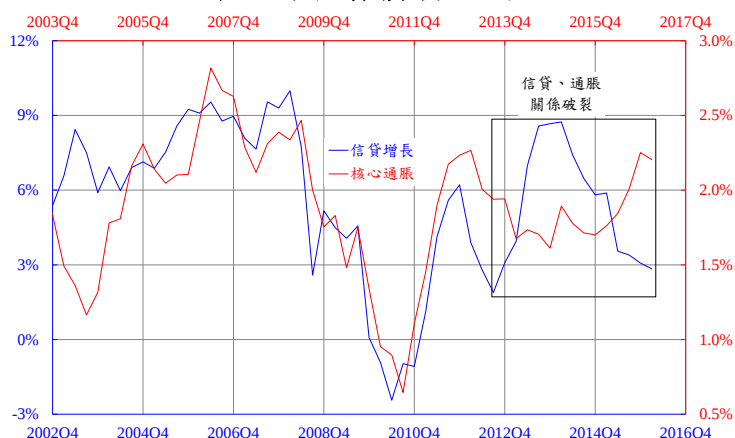
圖二：美國M2與當地信貸增長



理論的下一步，是廣義貨幣增加之際信貸也增，因前者透過存款谷大，有存款後，正常情況下貸款亦增加（否則存貸息差會對應調節），且應是同步的。實情是否如此？從 2002 年底起有紀錄的美國當地信貸季度數據所見，整體上與 M2 增長同步，不過自 2013 年起至今則兩者稍見背馳【圖二】。M2 勢頭好過信貸，意味存款勢頭好過貸款，前者反映政策力度，後者則是客觀經濟。此象多少反映政策推了，但實效未如理想。

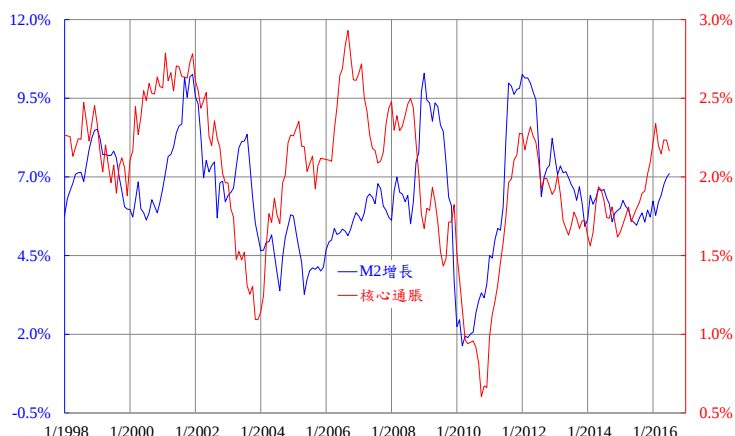
那麼貸款弱又是否意味通脹也低？要視乎通脹源頭。如果通脹壓力源自實體需求，那貸款弱固然不利通脹；但若存款供應過剩下貸款弱，則錢多下的通脹卻可無關實體，純粹 M 大了 P 也大了，直昇機撒銀紙也辦得到的。至於通脹到底是需求還是供應帶動，則還是個實證問題。須知整體通脹受油價暴跌而扭曲，故取核心通脹較反映通脹真象。

圖三：美國信貸增長與核心通脹



將信貸增長與核心通脹比較可見，時差一年，因從信貸市場傳導至貨物市場有時差【圖三】。在 2004/05 至 2012/13 年間，兩者走勢吻合，意味這八年間通脹由需求主導。不過其餘時間包括過去三年，兩者關係轉為背馳，反映近年通脹源頭已改由供應主導。由是推之，貨幣過剩導致通脹的機制，可以不經（繞過）信貸而直接產生。是否如此？

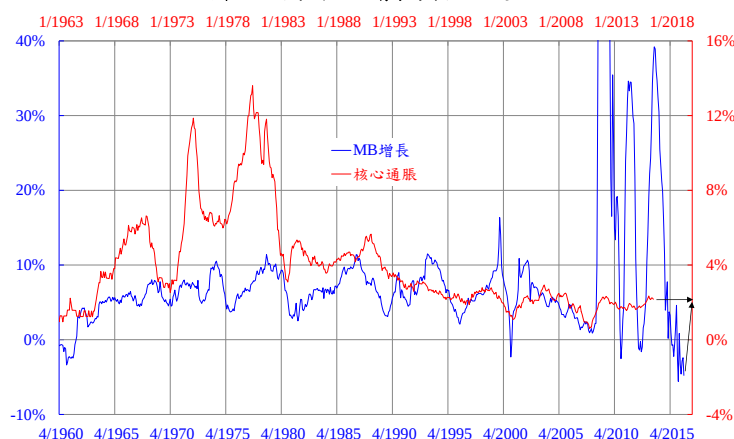
圖四：美國M2增長與核心通脹



將 M2 增長與核心通脹同示一圖，可見幾乎沒有時差，而如上所述在 2003 至 2009 年通脹由需求主導期間，兩者關係不高，反而在近幾年供應主導期則關係不錯【圖四】。看來，佛利民的「通脹任何時空總是貨幣現象」之說至今仍得數據印證，未見失效。

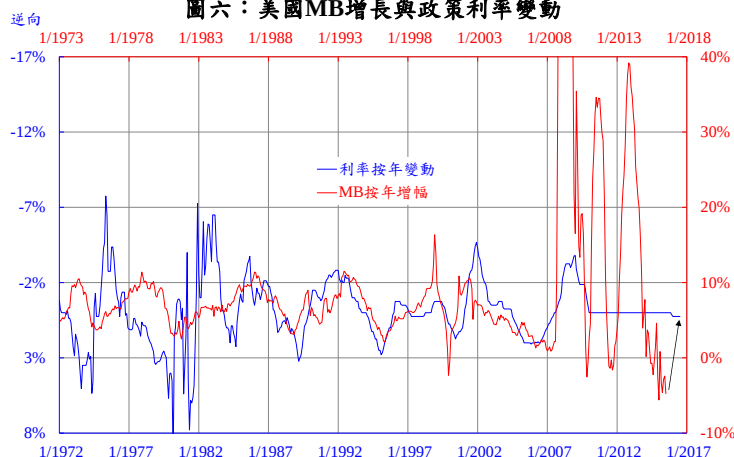
既然核心通脹直接掛鈎 M2 增長，但據圖一，後者的「領先指標」MB 增長卻跌，這豈非預示通脹將隨 MB 增長而即將見頂回落？對於隔了幾重的關係，要小心處理了。圖一只顯示了海嘯非常規貨幣政策起的幾年，對於性質類似的 MB 和 M2 關係還可以，但近幾年通脹沒有非常規過，反而幾十年前的石油危機通脹非常規時，MB 卻正常的。是故要檢視兩者關係，宜取全期數據。觀圖所見，無論在 MB 增長還是通脹非常規期，兩者關係都會失效【圖五】。既然當前關係失效，便很難就此推論通脹將持續向下。

圖五：美國MB增長與核心通脹



至於息口政策又應否因而有變？那首先要問，息口高低跟銀根鬆緊有否根本關係。有的，但也視乎是正常還是不正常期。要對應 MB 按年增長，利率當然也取按年變動。如圖所見，兩者長線有關，但兩者皆要在正常時期——當利率在石油危機期大幅波動，或近年 MB 在量寬下大幅波動，關係便告失效【圖六】。留意時差，利率變動領先 MB 變幅一年。前者預示後者的話，即使加息，正常化下的 MB 增長亦應回到約 5% 水平。

圖六：美國MB增長與政策利率變動



這即是說，圖一的 MB 增長（藍線）不會持續地跌下去，而是稍為回升。這預示 M2 增長以至核心通脹縱在未來一、兩年放緩，亦料在三年後再回升。政策要前瞻的，中期通脹壓力指一、兩年後的通脹走勢，若知三年後會回升，現始加息亦不算遲了。

羅家聰
環球金融市場部