

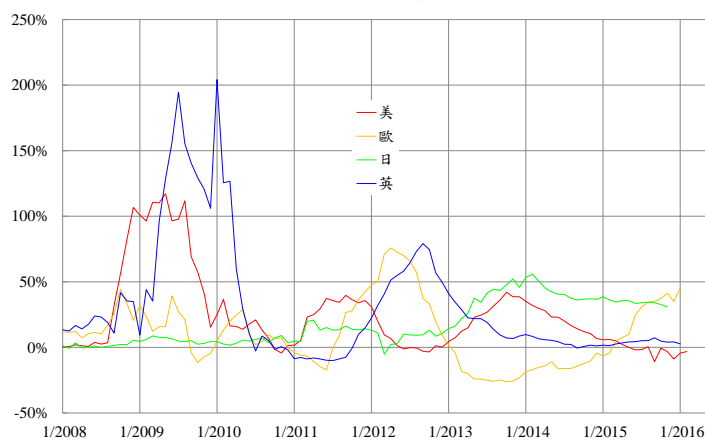
《信報》專欄〈一名經人〉

政策原理未搞清 加碼寬鬆白費勁

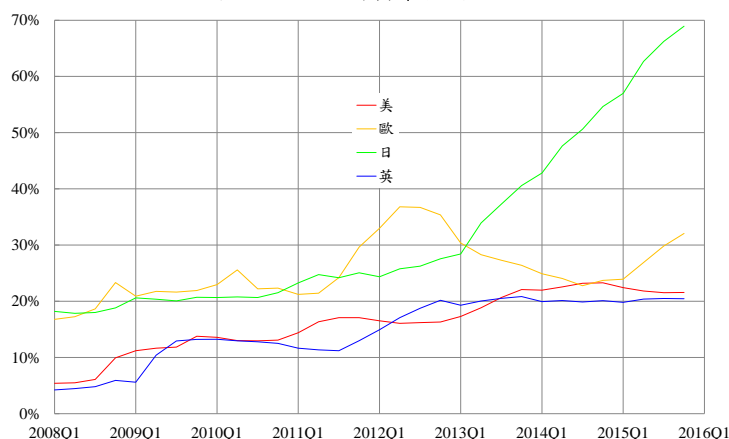
這兩週又到了四大央行的例會期。雖然央行在短期內改變政策（加碼鬆或續加息）機會不大，但市場還是對本已黔驢技窮的貨幣政策抱有憧憬。對於貨幣政策是否有效，先要搞清楚的是央行做過什麼。這幾年來雖然花招多多——QE、OT、SME、LTRO，及其變異體如TLTRO、QQE等，然萬變不離其宗，說穿了還是央行最基本的工作——印鈔，只不過是在流動性陷阱下即幣量增而息不跌仍「夾硬來」矣；即使再有的分別，亦僅印了後買什麼罷。「夾硬來」不是全無效，但時有時無，有些國家有，有些則無。

當某政策不能跨時空見效，則頂多屬試驗階段甚或屬亂石投藥，寫不進教科書的。但從這四大央行的早年政策相似而效果分歧，我們或可了解多點貨幣政策的傳導機制，以及哪裏失效。既然這些「夾硬來」的政策由海嘯時起，以下數據亦由2008年開始。央行可直接控制的是貨幣基礎增長，觀圖所見，美、英在海嘯時曾狂飆，歐、英則在2012年歐債危機時加快，而美、日亦在2011和13年加快，近年僅剩歐加快【圖一】。

圖一：四大央行貨幣基礎增長

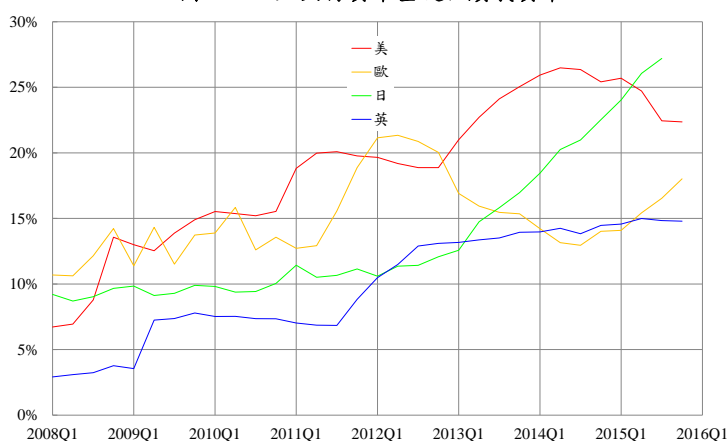


圖二：四大央行貨幣基礎佔GDP



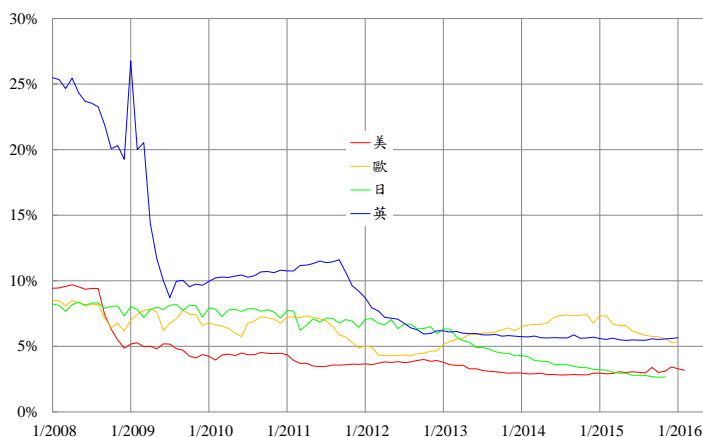
然而，換上以 GDP 為基再看，排序則頗不同。日本貨幣基礎增長近幾年均最高，佔 GDP 計則直線升了三年；歐元區的近年才回升，而美國的則在收水下稍回【圖二】。論寬鬆度，跟 GDP 比應該較跟以前比更具意義。由此可見，日本其實早已做得很盡。國基會有編制另一比例：貨幣基礎佔廣義貨幣。以此度之，則美國早年寬鬆「最狠」，日本僅近年才在美國收水下追過頭，而歐、英仍相對偏低，儘管前者正追上【圖三】。

圖三：四大央行貨幣基礎佔廣義貨幣



貨幣政策規模其實還是以對 GDP 較對廣義貨幣更有意義。不過將這比例反轉計，則得「印銀紙變成真供應」的貨幣乘數。以此所見，則四大貨幣分別不大，雖皆狂印，但由貨幣基礎變成 M2 的比例僅在半成上下【圖四】。廣義貨幣慢增，通脹自然低了。細觀可見，近年歐、日縱在加碼寬鬆，但偏偏兩者的貨幣乘數均跌，反而沒加碼的美、英貨幣乘數則保持平穩。換言之，歐、日做的很大程度是推升貨幣乘數的分母而已。

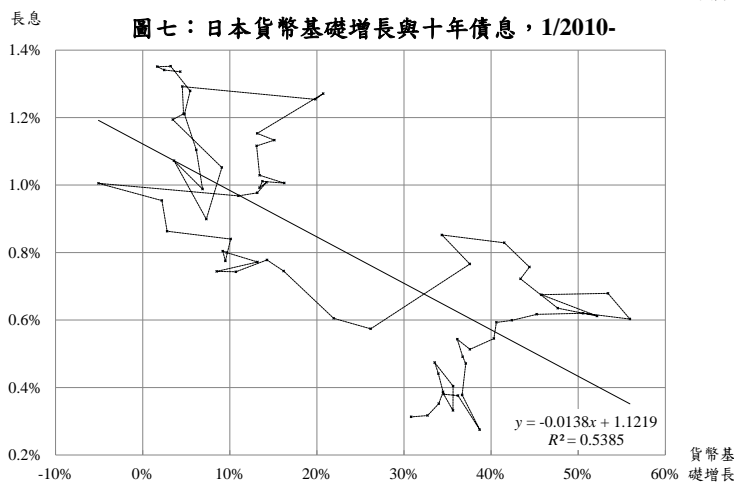
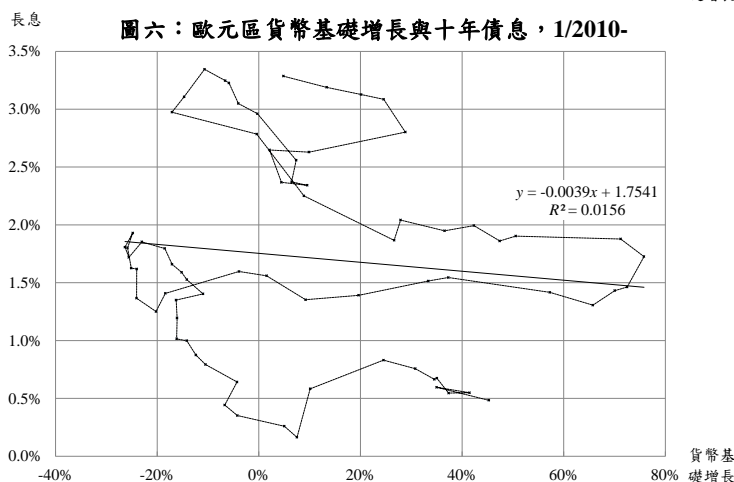
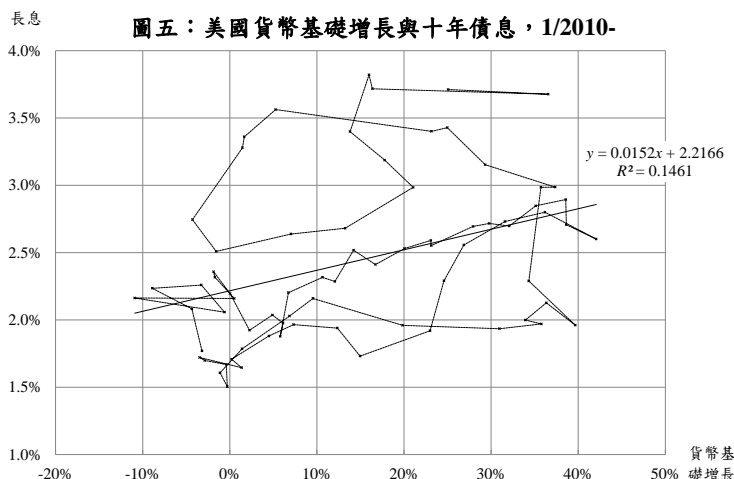
圖四：四大央行M2對貨幣基礎



央行增加貨幣基礎的效果，除了可從廣義貨幣判斷，更直接的可從利率反應見到。理論上幣量增息率跌，後者則由短息跌再推低長息。四大央行早已視短息為政策工具，多數早已近零，而之後的「夾硬來」政策乃將貨幣基礎強行續增，再買債來壓低債息。故另一後海嘯的政策評估是看貨幣基礎增後有否壓低長息——量寬成效的直接指標。

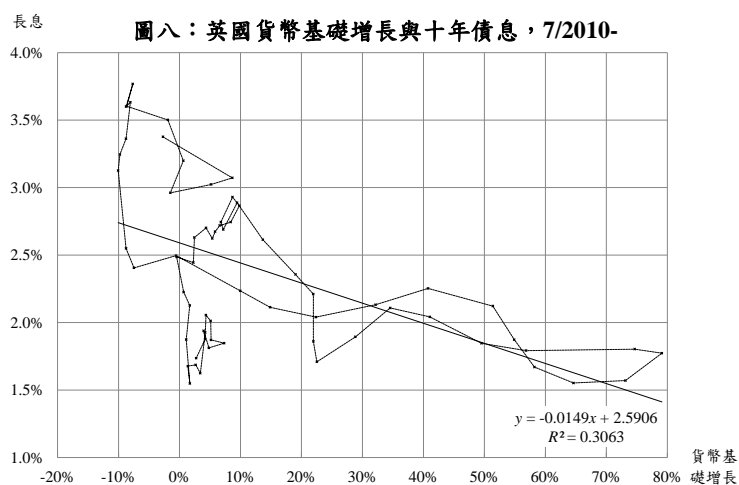
為去除海嘯期不尋常的分離數據 (outliers)，以下由貨幣基礎狂飆後的大約 2010 年計起，將四大貨幣國以散點圖示貨幣基礎增長與十年期國債息的關係【圖五至八】。

由於後者由市場報價，故不會有滯後若干月的情況，而書本描述兩者的關係亦無時差。觀圖所見，不是貨幣基礎增長加快就必壓低長息，美國就不是了：圖中趨勢線以上為2011年中前，其餘部分為打後，可見即使分開兩段時期看亦見正向關係。由此可見，書指QE的 portfolio rebalancing effect 即買債壓息機制根本沒發揮過，那又談何效果？

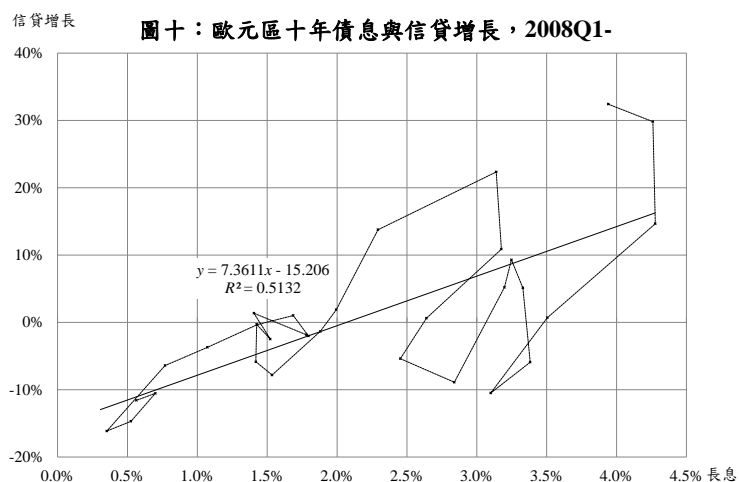
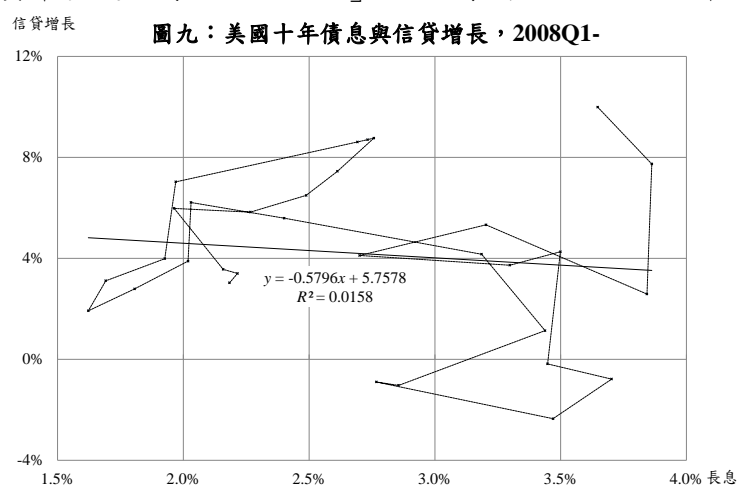


至於其餘三地歐、日、英，貨幣基礎增長與長息呈反比，但歐元區的不統計顯著。換言之，只有英、日的貨幣基礎增長有壓息效果。再細觀察，日本其實僅2012年春至2014年中這兩年呈反比關係，此後至今近兩年則關係不明，這是日本政策失效的證據。

至於英國，2013年秋後亦見類似的關係消失，印證了貨幣政策長線無效的傳統說法。

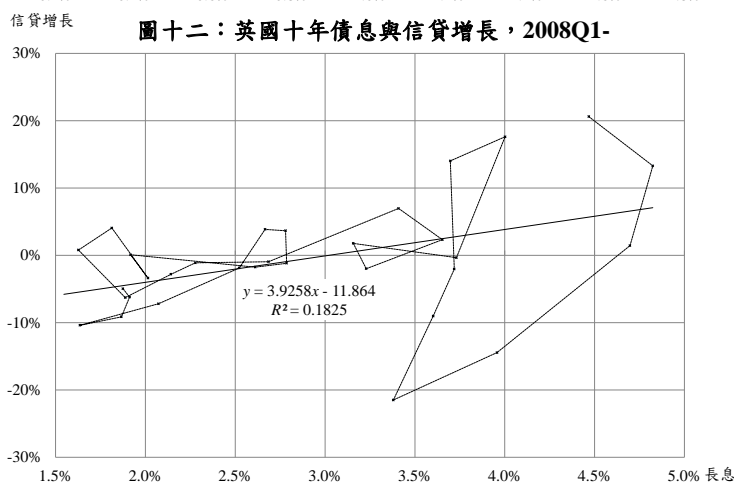
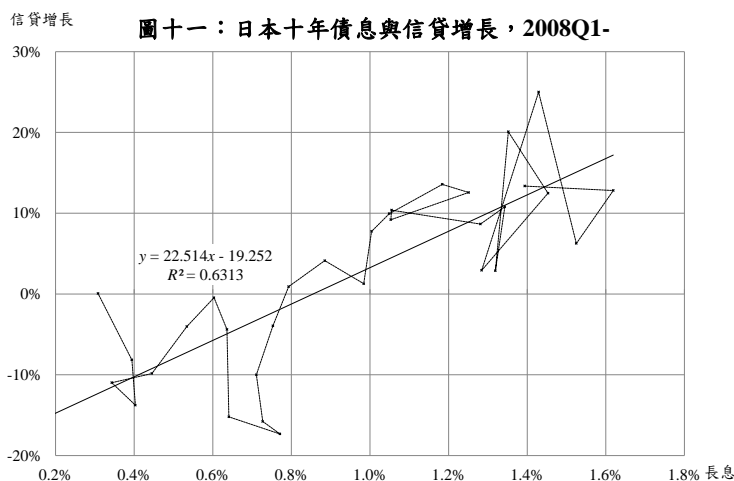


在貨幣政策傳導過程中，壓息之後便是能否推動實體經濟，具體應透過刺激信貸。直觀而言，壓低長息後應見信貸增長，即兩者反比。鑒於貨幣政策的時差見諸生產——即由決定投資到產出之間固然有若干時差，但寬鬆後至作投資決定之間則應時差不多，故由壓息到信貸增長之間應沒甚時差。因此，看壓息能否刺激信貸，大致可忽略時差。另因兩者均沒如貨幣基礎般有「分離份子」，故數據期回復由2008年海嘯年開始計起。



四地所見，除美國有微弱且不統計顯著的反比關係外，其餘三地都是不欲見的正比

——即長息愈跌，信貸增長愈低【圖九至十二】。嘿，這點出了重點：不是央行不幹，四大央行皆鬆了貨幣，當中起碼兩個（日、英）均有顯著壓息效果。不過息低了之後，央行管不到的。到底是低息刺激信貸還是息跌預期誘人買債儲蓄賺回報，事先無人知。QE的 portfolio rebalancing effect 僅描述了第一個效果而忽略了第二個，至於啥情況下，哪個效應會較大？暫仍未見文獻提供答案。可見央行加碼旨在應酬市場，效果存疑。



羅家聰
環球金融市場部