

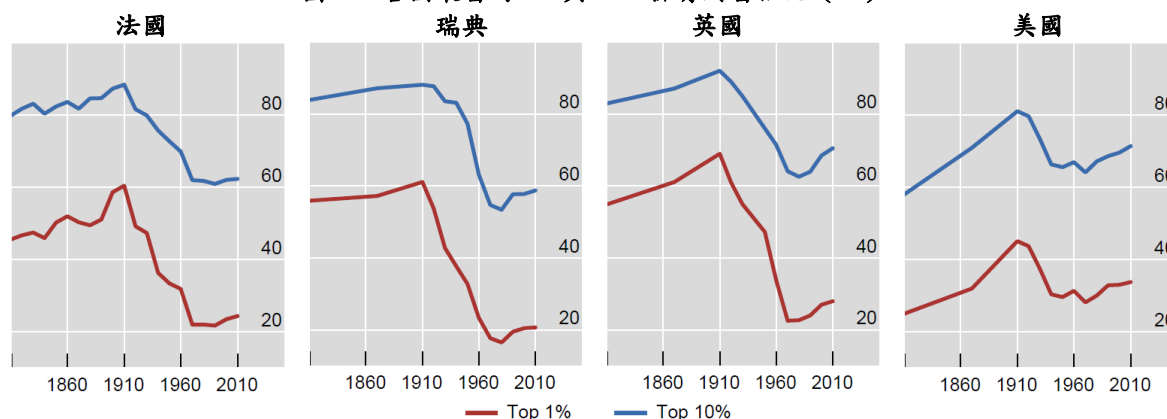
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 貧富懸殊找原因 過份寬鬆是禍根

全球多年來超寬鬆的後果是資金泛濫，總體財富大增，但貧富懸殊似有因而加劇。曹仁超常言發達容易搵食難，大概是指這個錢搵錢才容易的道理。對於貧富懸殊加劇，尤其海嘯後有否變本加厲，國際結算銀行最近的季報專題（見參考）整合了大量數據，好些也是取自他處如 Thomas Piketty 的。今文借其一站式整合資料，窺看分配現象。

Piketty 的數據庫顯示自 1810 年起至今四大歐美國頭 10% 和 1% 富人的財富佔比，整體趨勢可見，在一戰之前這些富人擁有社會的絕大部分，最高峯時一成人擁九成財富【圖一】。正因為 19 世紀上半葉的工業革命促成了這些「先進國家」小數人發達容易，故催生了 19 世紀下半葉馬克思等人的均富思潮抬頭，直至 20 世紀上半葉的兩場大戰，與及後連串干預主義，才徹底、有效地重新洗牌，將一成富人的財富佔比降至六成。

圖一：各國最富的 1% 與 10% 擁有財富佔比 (%)

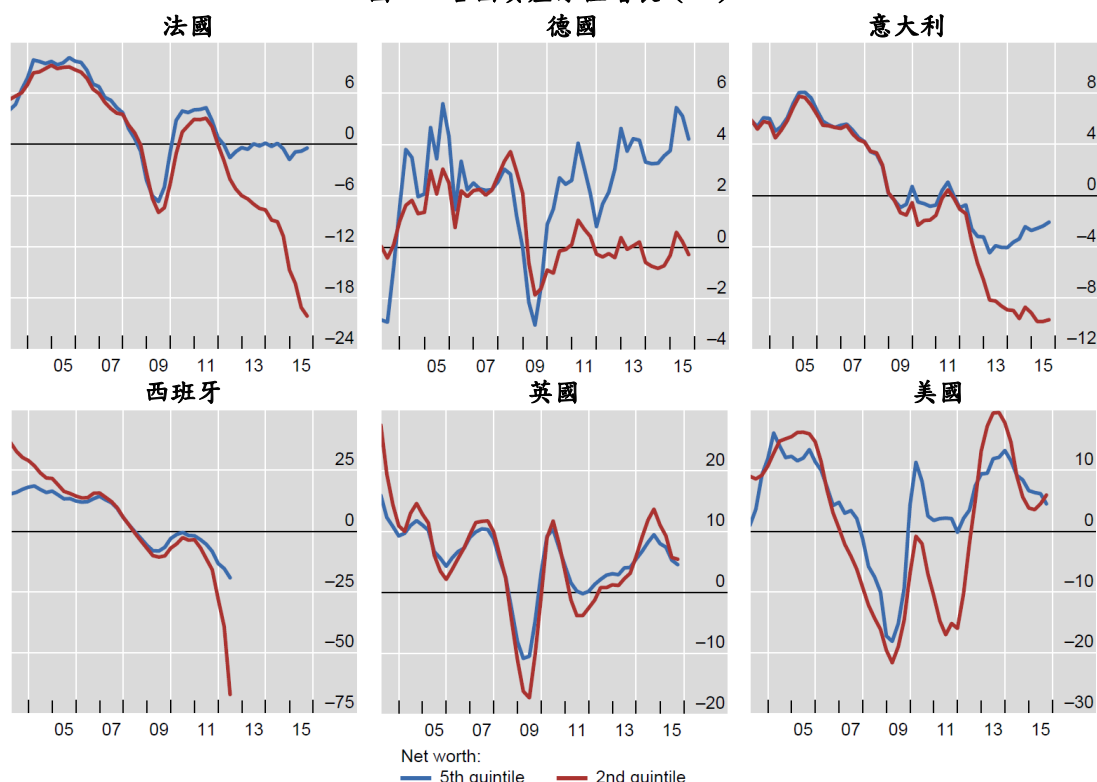


不過，較佳的英美在 1970 至 2010 年代，即干預主義再度鐘擺至自由主義的期間，富人所擁的比例明顯回升；福利主義大行其道的法國和瑞典，近幾十年富人財富佔比，顯然未見大幅回升。若不跨時間而跨人頭比，則首 1% 與首 10% 富人的財富佔比差距，兩世紀來的變動不大。這意味首 1% 的富人才是主導貧富懸殊的重點，排其之後的 9%（至首 10%）富人卻非關鍵。2010 年，這 1% 首富坐擁兩、三成財富，可絕非小數。

近距點看，研究員以歐洲央行的住戶財政與消費調查（HFCS）找出六個歐美國自 2003 年起的資產、負債，繼而算出淨值（即資產減去負債）的按年增長。與此同時，六國住戶亦由貧到富分五等分，第五層最富。鑒於最窮「基層」大部分財富用於供樓，故計算貧富懸殊時將之剔除，取而代之以第五對第二層的比例來反映各國懸殊情況。

觀圖所見，金融海嘯前各國的頂層與次窮一層，淨值增長均相若，但 2009 年後，僅英、美兩國仍見相若，但其餘四國均見分歧：最富的頂層淨值增長大幅拋離次窮一層【圖二】。歐債危機或許是解釋之一，但連德國也出現如斯分化現象，又怎樣解釋呢？這應跟創富能力有關。看看去年各地股市對比 2007 年破頂情況：標指升穿 2,100 點，較 2007 年不到 1,600 點高出三成半；富時一百去年破 7,100 點，較 2007 年高位 6,700 餘點高出僅半成；而歐盟 STOXX 五十指數去年高位較 2007 年的低出接近兩成之多！

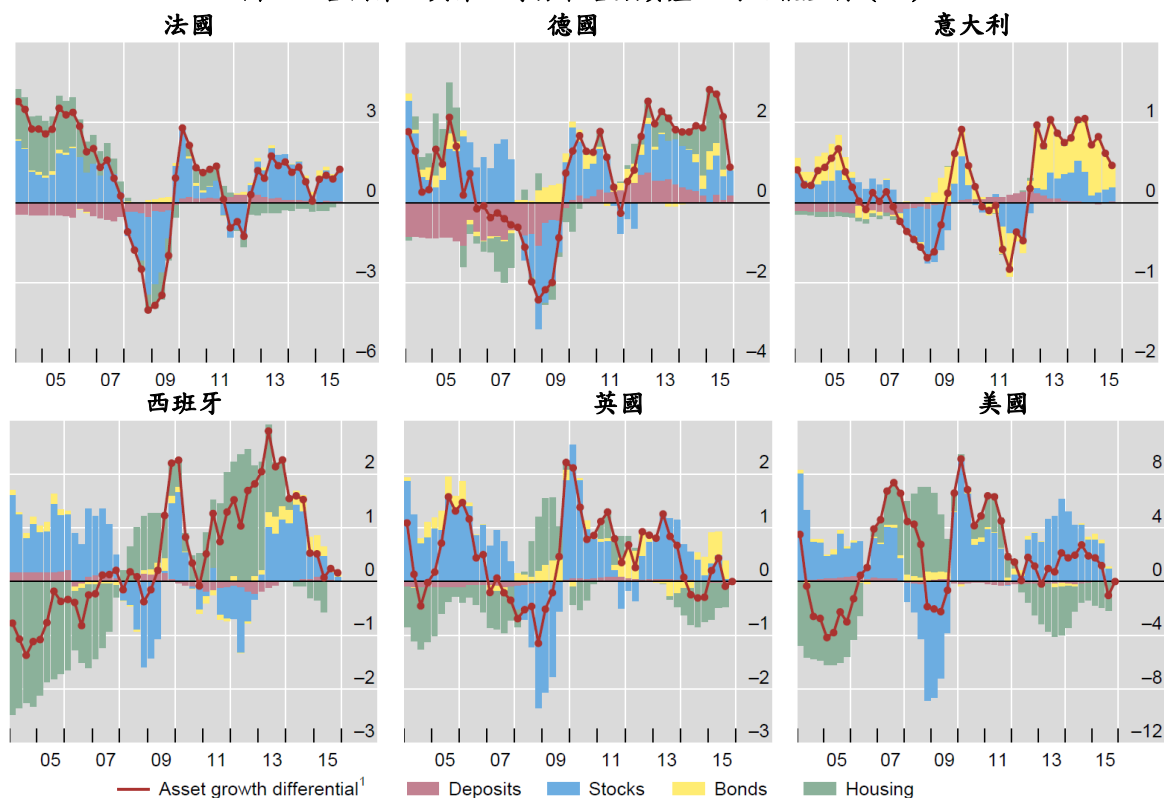
圖二：各國資產淨值增長 (%)



由此可見，英、美無論貧、富兩層，淨值早自 2012 年回復增長，但西、意兩豬國，則皆收縮；德、法介乎中間，法國的偏向打和至收縮，而德國則偏近打和至增長之間。那麼創富是否必須要靠股市呢？這便要拆開條數來看，看看這兩層差別在哪個環節。

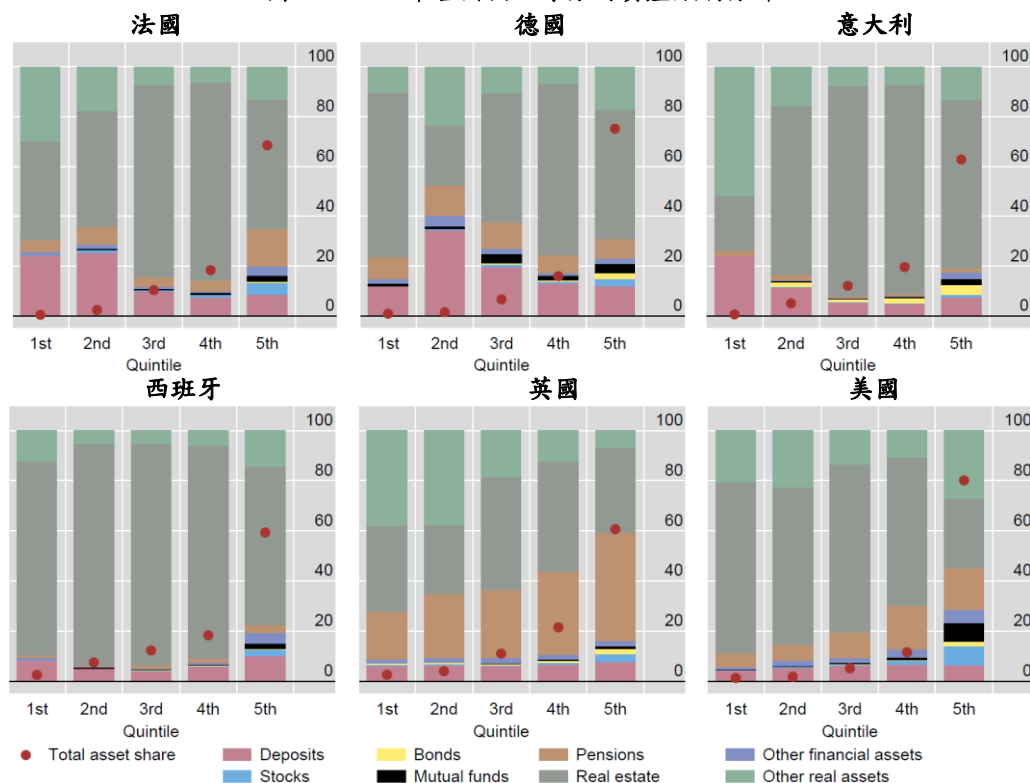
計算發現，德、法、西、意四國在海嘯後曾有幾年貧、富兩層（第二和第五等分）的差距大幅擴闊；而在英、美情況顯然沒這嚴重【圖三，紅線連點】。從四歐國所見，擴闊這幾年的原因不一，如法國主要在股市回報上見差異，意大利則股、債兩市皆有，西班牙在股、樓兩市上致回報分歧，而德國則各類資產均有。貧富資產分歧較大的西、法（重溫圖二），似乎都有樓市在作祟，其次為股市。都是這兩涉及巨大槓桿的市場，造成貧者愈貧、富者愈富，可謂成也槓桿，敗也槓桿。然則，股、樓兩市英、美也有，何解兩國懸殊沒有拉闊？觀圖所見，股、樓兩相消，今回樓價回升對基層相對有利。

圖三：各國第五與第二等分在各類資產上的回報差別（%）



那麼這貧、富二層所持有的資產又是否很不同，而致使上述所見的懸殊現象呢？

圖四：2013年各國按五等分的資產類別分佈



注意：本報告已力求所提供的資料為可靠及中肯，惟對內容之完整、準確及有效性不作任何保證。本報告亦不構成任何投資或買賣建議，讀者應對本報告進行獨立評估及判斷，並建議在進行有關投資或買賣時徵詢專業人士的意見。

以 2013 年調查的數據所見，在懸殊最嚴重的西班牙，基層財富絕大比例為樓市，反而最富層卻有好些其他資產，存款亦不少【圖四】。不過，在另一懸殊嚴重的法國，基層與頂層的樓市財富比例卻分別不大，有的分別還是頂層存款較少，其他財富較多。緣何有此分別？由海嘯至 2013 年間，西班牙樓價大跌，而法國的則上升。同是持樓，在西班牙是虧損，但在法國卻是回報。德國亦然，樓價上升之際，富人持樓自然愈富。至於英、美，近年基層追上了，跟其持有較大比例的樓市、其他實質資產應有關係。

由此可見，貧富懸殊是收窄還是擴闊，很大程度視乎各層持有的資產是升還是跌，尤其是槓桿倍數較大的股、樓和其他實質資產。從過去幾年的股市判斷，論創富能力，無疑英、美勝歐洲，但這當中有幾多是制度、經濟因素，又有幾多是因食正資產升浪的「幸運」因素？也難論定。唯一肯定的是，貧富懸殊始自海嘯的瘋狂寬鬆、資金泛濫。寬鬆不一定能創富，但肯定加劇不均，看來是古典派指的 unintended consequence 了。

如斯下去，就是重蹈 19 世紀的覆轍。另一場毀滅性的世界大戰固然可圓滿解決，但屆時一切都歸零，有何意義？央行需要學習的教訓不只這幾十年，而是兩個世紀。

參考：Dietrich Domanski, Michela Scatigna and Anna Zabai (2016), “Wealth Inequality and Monetary Policy,” in *BIS Quarterly Review*, March, 45 – 64.

羅家聰  
環球金融市場部