

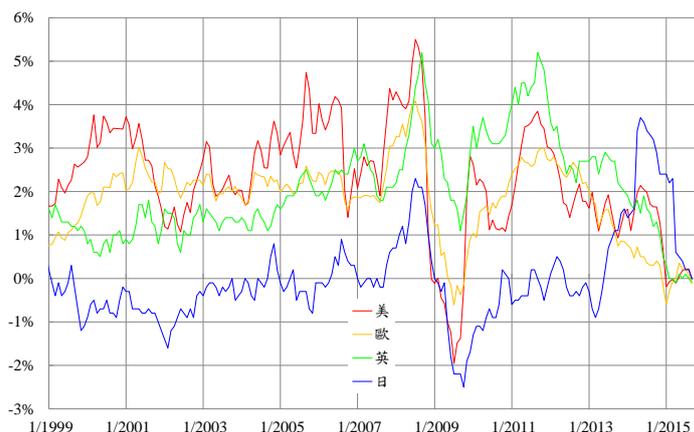
《信報》專欄〈一名經人〉

歐日寬鬆美英緊 通脹俱低各有因

美國議息過後，雖說下次會議加息呼聲漸高，但市場仍半信半疑。主要原因之一，乃雖然失業率已跌至幾近全民就業水平，但通脹仍弱。的確，學界稱目前失業率水平為 Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment (NAIRU)，顧名思義，通脹是不升的。不過，不升卻不等於跌。環顧歐、日等國，其欲進一步加碼寬鬆背後亦非因經濟很差，而是通脹低於目標。菲臘普斯曲線疑似失效只是道出現象，要解釋還得涉及其他數據。今文聚焦四大貨幣體，看看通脹背後的一籃子相關數據，嘗試找出問題的核心原因。

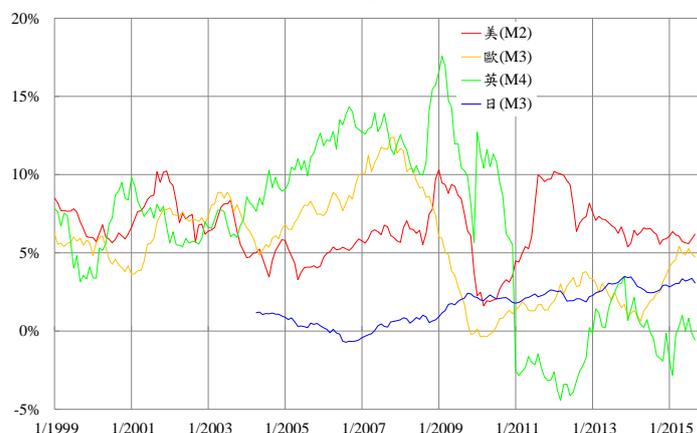
數據由 1999 年歐元區成立開始。觀圖所見，四地通脹在 2010 至 13 年各自發展，但自 2014 年起則全線向下，儘管英、美仍見擴張，而歐洲亦從谷底否極泰來【圖一】。之前各大央行均曾量寬，而欲收水的亦未實行，故理論上不缺錢的，問題出在哪裏？

圖一：四地通脹

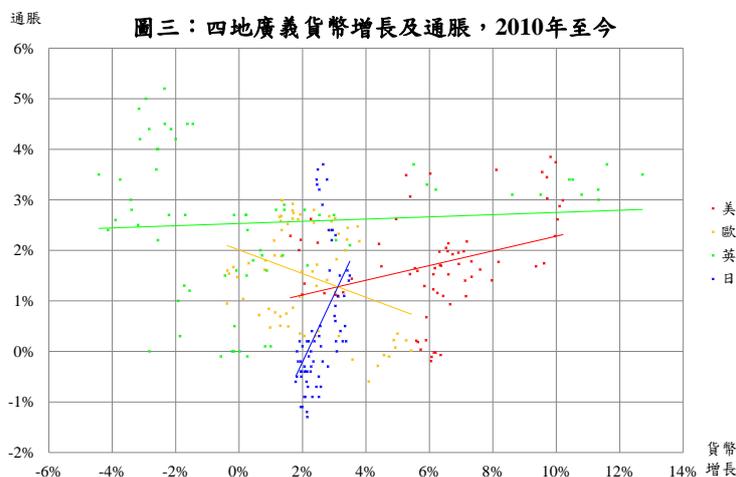


水量是否真的足夠，看廣義貨幣增長就清楚了。四地的「最廣義」貨幣均不同的，故增長不能直接比較。以各自比較近年而言，美國的雖較最高峯期稍低，但現也不低；歐、日的更在趨升，僅英國處脹縮之間【圖二】。這難以解釋近年四地通脹皆低之象。

圖二：四地廣義貨幣增長

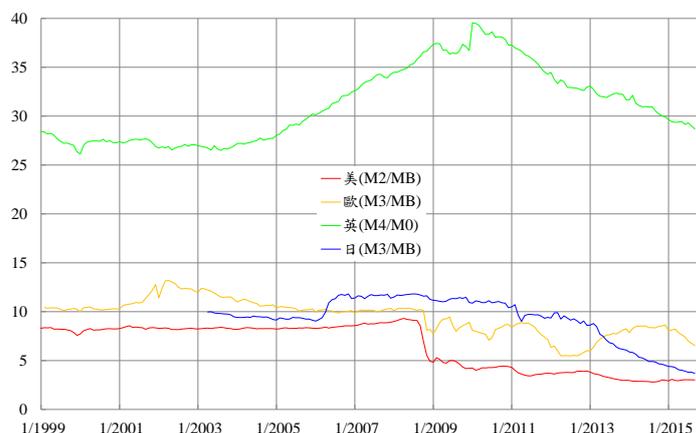


貨幣供應增長與通脹的關係可從散點圖更清楚見到。大上落過後的2010年至今，四地當中僅美國呈正比關係，英、日的均勉強（斜率過低/高），歐洲的更反比【圖三】。無疑這簡單計算忽略了由增加幣量到通脹有兩、三年時差，但即使回到幣量增長本身，重溫圖二亦不見得高；起碼從近年廣義貨幣增長速度，完全不似是量寬應有的結果。



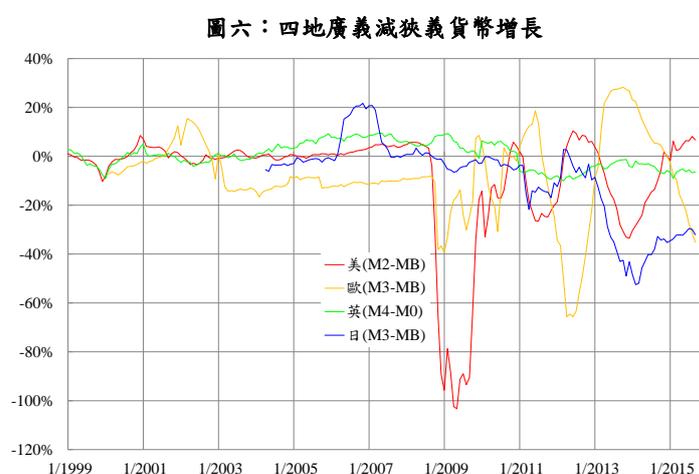
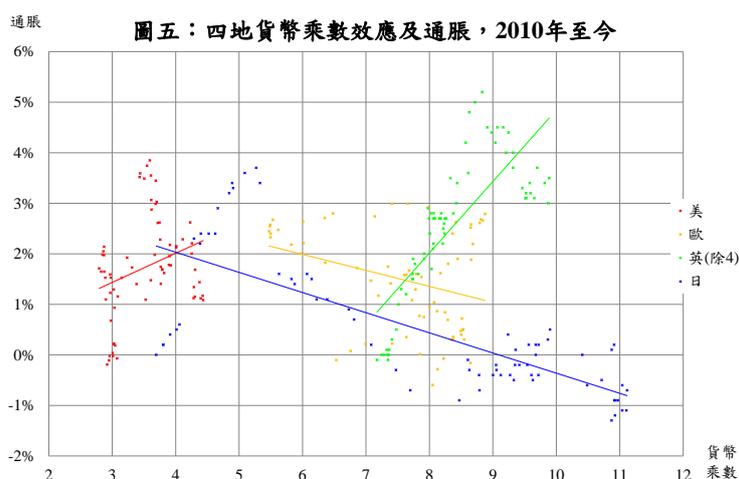
其實由貨幣政策到通脹，中間有兩個步驟，第一是由央行到銀行。央行可控制銀根（MB 或 M0），但銀根能否倍大成貨幣——即所謂的乘數效應，便很視乎銀行的效率。這可由計算最廣義的貨幣對最狹義的銀根見到。鑒於四地的最闊、最窄貨幣均各不同，故不可直接比較。不過自比而言，四地的乘數效應近年均跌，當中以英、日較為明顯，歐、美則相對靠穩但亦處多年來的低位【圖四】。貨幣乘數下跌，反映貸存循環失調，這與零售消費疲弱亦多少相關。錢是多了，但若留在金融市場炒作，貨幣乘數便低。

圖四：四地貨幣乘數效應

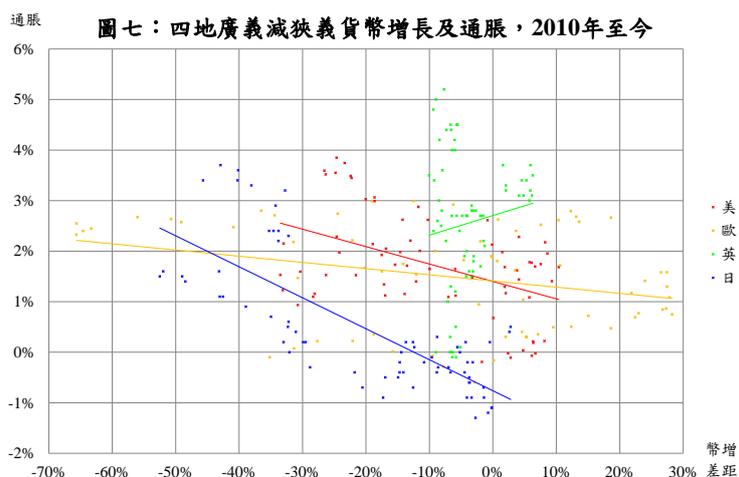


廣義貨幣增長跟通脹關係偏低，但乘數效應跟通脹有關嗎？觀圖所見，關係有的，但僅美、英兩國的乘數效應與通脹正比，歐、日的卻反比【圖五】。廣義貨幣是幣量，但乘數效應是計由銀根變幣量（即貨幣形成）的速度，是動態的，理應與通脹更關連。但怎解釋歐、日的反比弔詭關係？理論不會選擇性地對，是否在計算方法上要調整？

既然通脹是物價的增長（按年變幅），那麼應否有一對應乘數效應的增長作比較？乘數效應的按年變幅不易理解，但將廣義貨幣增長減去銀根增長，則理解上容易得多。

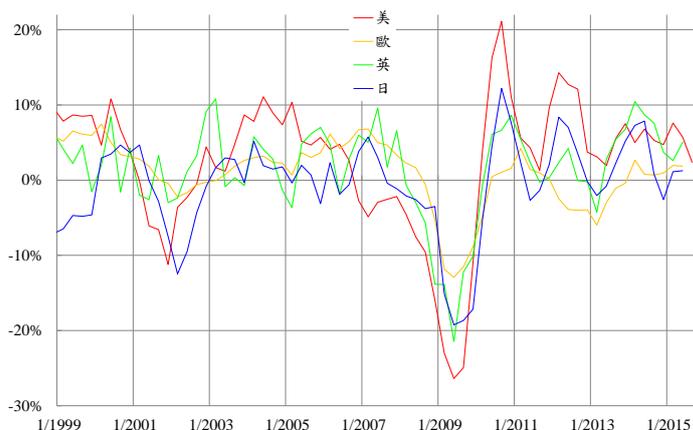


換上增長差後，可見數據波動得多，能較顯著反映 2009 年初美國銀行體系出事及 2012 年歐洲銀行體系失靈【圖六】。不過除英國外，增長差與通脹不呈預期的正比關係【圖七】。似乎將乘數效應換上廣義貨幣與銀根增長差後，並無助解釋通脹跌的現象。

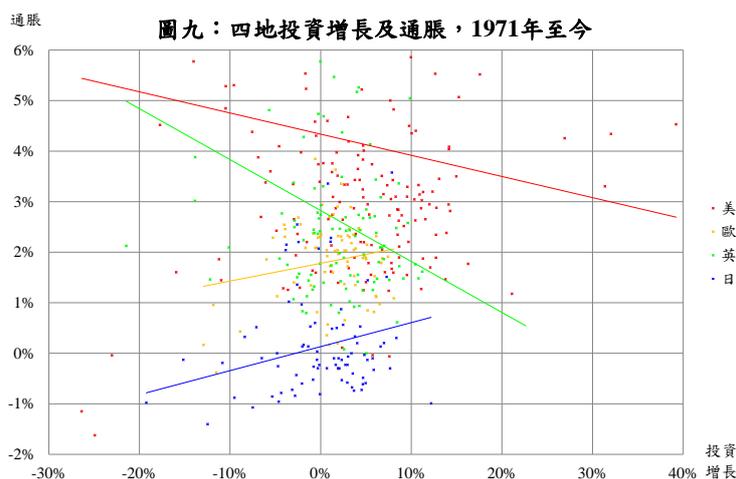


上文提到，由政策到通脹的第一步，是資金從央行到銀行的乘數效應。順理成章，第二步是由銀行到外界的信貸槓桿。外界從銀行借貸借出通脹，很大程度上需涉槓桿，數據上即是 GDP 裏頭的投資了。四地的投資增長如何？觀圖所見，早年大上落過後，2011 年至今均稍放緩，不過平均增速跟 2003 至 07 年的其實並不相去太遠【圖八】。

圖八：四地投資增長

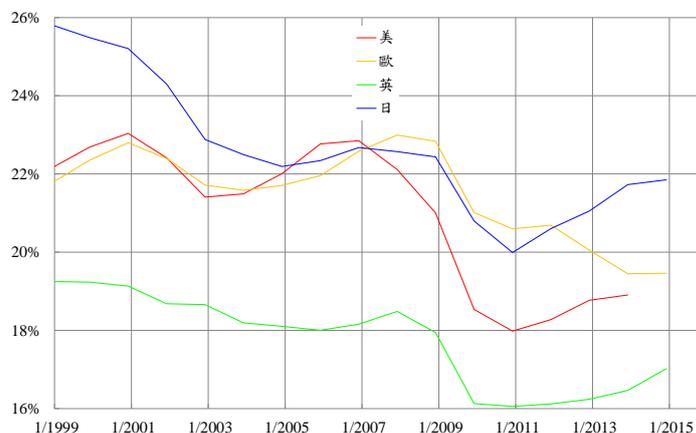


投資跟通脹又有否呈所預期的正比？投資不如貨幣般要由 1999 年歐元面世起計，故可追溯至很遠的 1971 年。觀圖所見，清晰的正比關係僅限於歐、日，美、英則反比【圖九】。這跟上述的乘數效應（圖五）剛剛相反：美、英的通脹跟乘數效應成正比，而歐、日的則跟投資成正比。緣何如此？難道歐、日經濟比美、英的更為倚賴投資？



計計四地的投資佔 GDP 比例，果然如是，儘管投資增長則四地同升共跌【圖十】。可以這樣解釋的：美、英的經濟靠消費多於投資，因此當地居民的財富效應變得重要，而貨幣在金融市場製造的紙上富貴這一渠道，較程度透過消費市場需求推升通脹。

圖十：四地投資佔GDP



至於歐、日，眾所周知負債累累，前者有債務危機，後者債佔 GDP 乃全球最高，如此一來，消費多疲弱的。是故兩地有的通脹，較大程度非由消費而是其餘環節推動，尤涉槓桿的投資。投資、消費雖屬 GDP 的兩瓣，但兩者仍頗相關，故俱帶動通脹。

於是倒推來說，美、英近年之所以通脹低迷，貨幣乘數效應是關鍵：美國的偏低、英國的則大跌（重溫圖四）。至於歐、日，在債務拖消費後腿下，投資者見前景黯淡，自然不願借貸投資，進而壓低通脹。要對症下藥，美、英須提高銀行循環信貸的效率，而歐、日則須恢復私企投資信心；前者牽涉面窄較易進行，但後者則或須引進外資。

無怪乎現在吹加息的都是美、英兩國，而歐、日則反而仍在考慮加碼寬鬆了。

羅家聰
環球金融市場部