

## 《信報》專欄〈一名經人〉

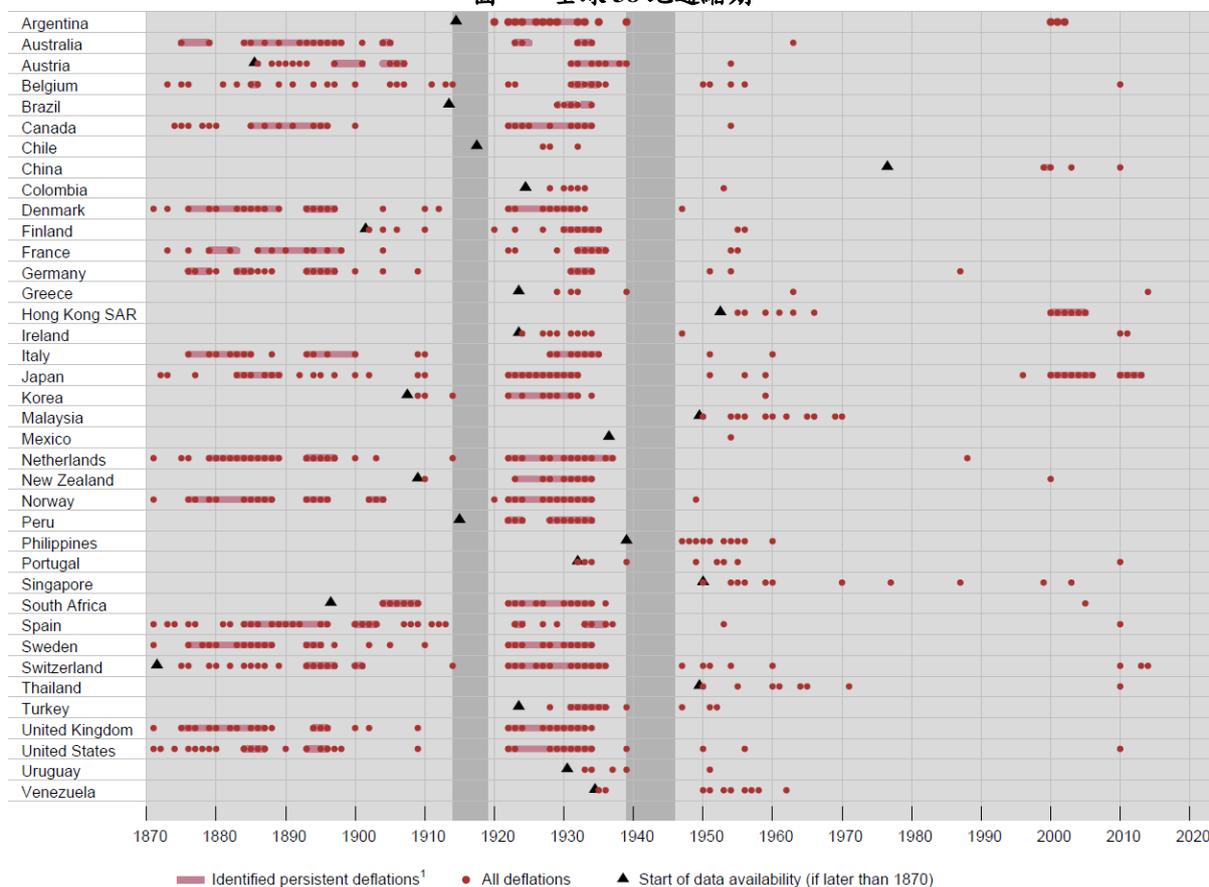
### 通縮未必真可怕 最怕股樓也向下

每逢月中均是各地公佈通脹的日子。拿到成績表後，或許有些國家仍會擔心通縮。通縮是否真的很得人驚，見過日本、身處香港的人自有體會，但可有些更深入的分析？在最新的國際結算銀行季報中便有一章詳論通縮的代價，今文看看其發現（見參考）。

首先，近代通縮案例——尤持續者不多。於是要研究通縮，便難免要找遠古數據，是項艱鉅任務。四研究員找到全球 38 地自工業革命後至今共近個半世紀的物價紀錄，好一部分來自著名的 Angus Maddison 數據庫，亦有來自 International Historical Statistics 寶典，以及一些學者近年編制的數據。有數據後，首要做的便是觀察一下各通縮期。

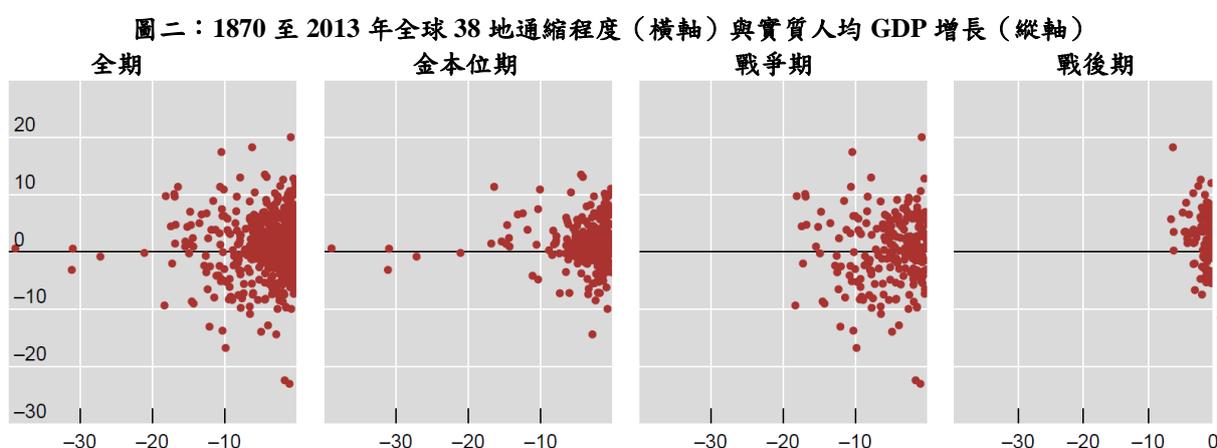
觀圖所見，不少地方的數據其實始自兩次大戰前後【圖一，黑三角】。儘管如此，仍清楚可見一些現象：持續的通縮期主要見諸兩次大戰期間及 19 世紀末。不難理解，這些時期均是戰後期，戰爭的大規模摧毀對應於供應曲線大幅左移，價格固然下跌。

圖一：全球 38 地通縮期

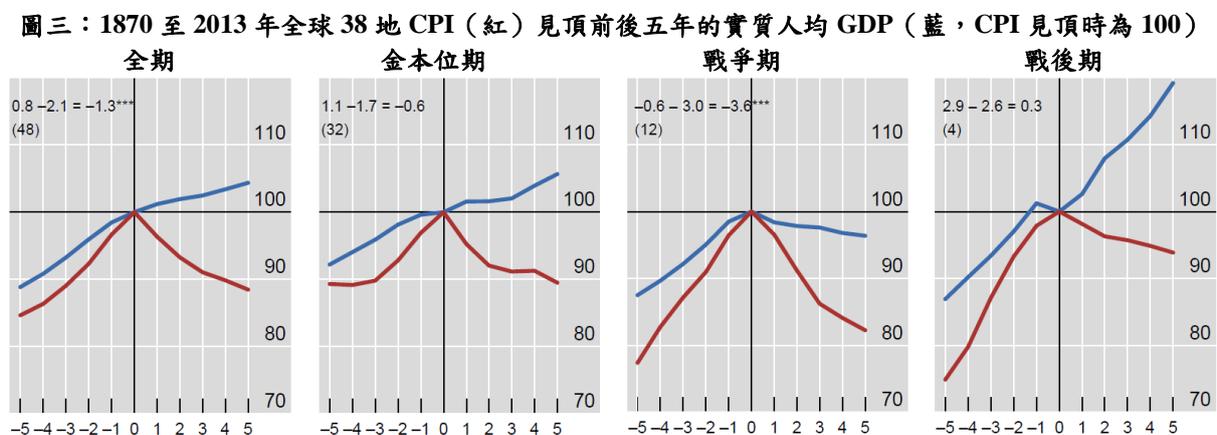


另一主因，是1971年前各地貨幣供應還繫於黃金。自1971年金本位倒台後至今，通縮案例顯然大減，較像樣的僅剩文初提到之日本及香港在1990、2000年代兩案例。兩地通縮原因其實根本一樣，均兩方面：先有樓價大跌在先，後有匯價企硬甚至升值。然而，撇除這些政策失誤案例，戰後通縮案例可謂幾稀，故要分析必須夠長的數據。

以夠長的數據分析又有何發現呢？就最基本的價對量影響而言，可計對人均GDP增長影響，以撇除人口因素（別忘記數據要遠至19世紀，繼GDP後選擇實在不多）。最簡單的相關係數計算顯示【圖二】，通縮期下（見諸橫軸）的人均GDP（見諸縱軸）有脹有縮，驟眼未見明顯關係。即使拆開金本位期、戰爭期、戰後期看亦大致如是。

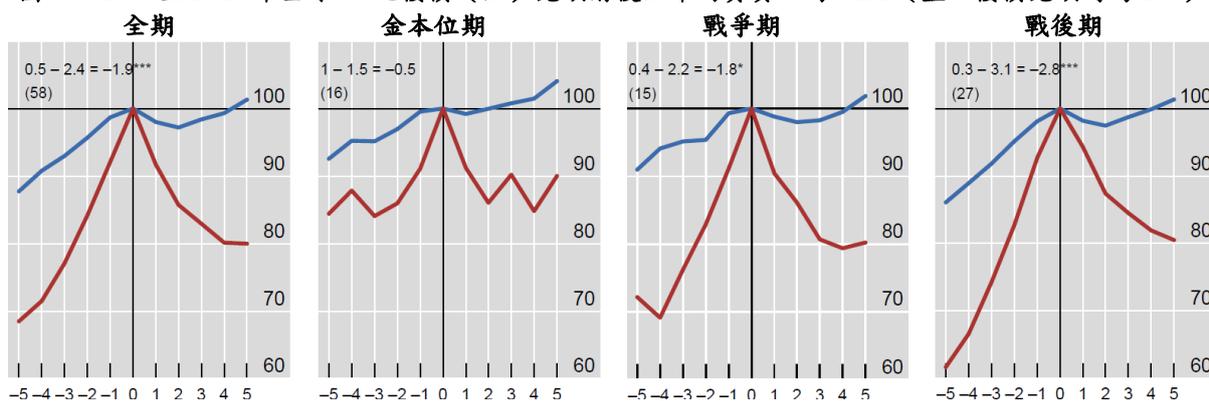


上述只聚焦於通縮期下的情況。若看通脹轉通縮一刻——即物價見頂前後的變化，又如何呢？將持續通縮案例以物價見頂一年為0，全期數據而言，物價見頂前後五年，實質人均GDP確見放慢，通縮時的升速約僅通脹時的一半【圖三】。不過，分期而論，戰爭期間固然因整條供應曲線大幅左移而價、量俱縮；但純看金本位期（1971年前）或戰後至今（1946年後），物價見頂前後的GDP增速（藍線斜率）卻未見明顯分別。換言之，剔除戰爭期後，以物價見頂前後五年比較，通脹、通縮似乎未見有大分別。



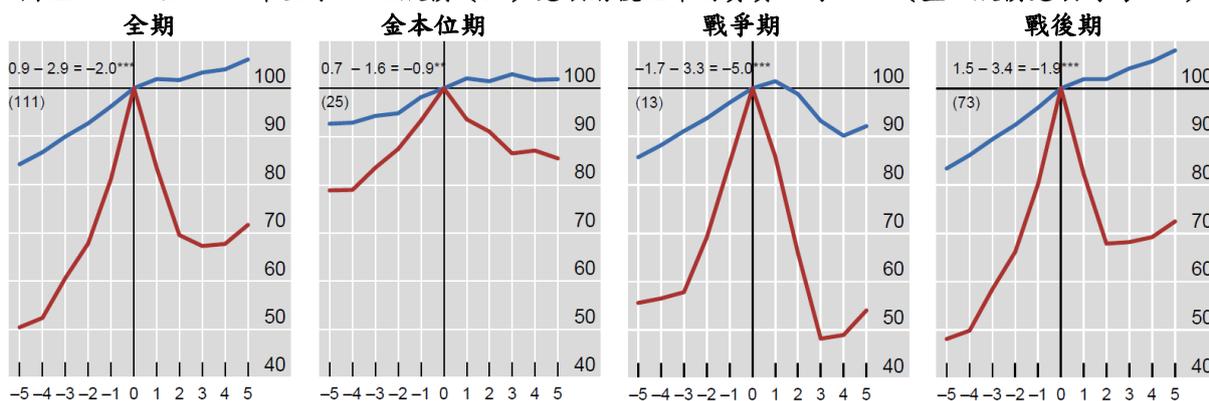
價、量無必然關係，這點書本裏頭早有理論；不然毋須供、求兩條曲線了。然而，這是指 CPI 物價而言矣，要是換上另些價格，卻未必無關係的。假使將物價換上樓價，把上述練習再做一次，即見樓價見頂前後五年有分別了：全期數據而言 GDP 由升轉停，縱分期而論，戰爭期與戰後期均有類似現象，且樓價見頂前後有（統計）顯著的分別，僅金本位期樓價見頂前後分別不大【圖四】。同樣也是價格，但樓價是不計入 CPI 的，但卻在升時產生財富，跌時則去槓桿。可見投資價格不同消費物價，前者有影響的。

圖四：1870 至 2013 年全球 38 地樓價（紅）見頂前後五年的實質人均 GDP（藍，樓價見頂時為 100）



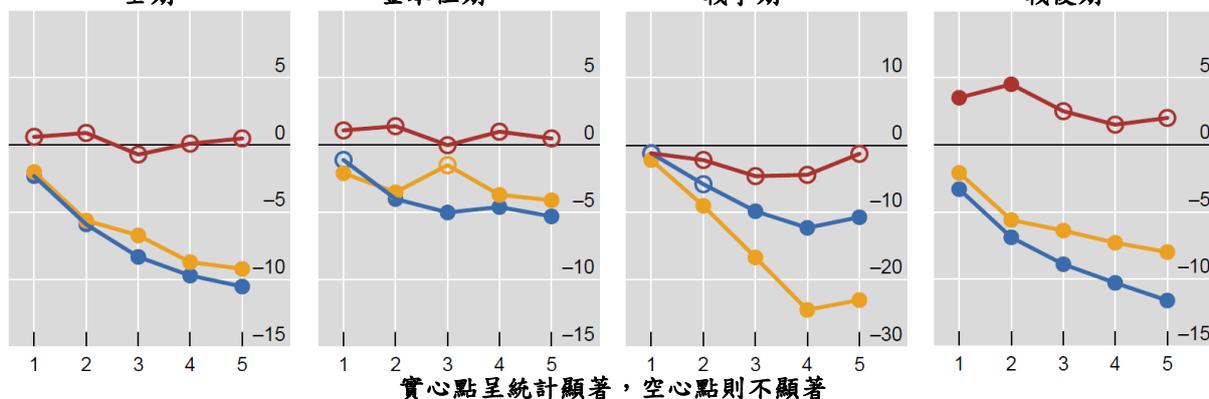
既然投資價格（其變幅則為回報/虧損）對實質 GDP 有影響，不難想到股價亦然。再將上述練習換上股價再做一次，即見股價見頂前後果如所料，對 GDP 增速有分別：無論全期、金本位期及戰後期，股價起跌五年後實質人均 GDP 增速統計顯著地慢了，至於戰爭期間則（比股價見頂前）顯著下跌，儘管對經濟影響似乎不及樓價【圖五】。

圖五：1870 至 2013 年全球 38 地股價（紅）見頂前後五年的實質人均 GDP（藍，股價見頂時為 100）



上述將物價、樓價、股價對人均 GDP 的影響分開來看，若要一併分析對增長影響（留意剛述的是對人均 GDP「水平」的影響），當然要做條回歸方程拆開三個效應了。做法十分簡單的，只消將實質人均 GDP 在價格見頂後的增長減去價格見頂前的增長，再對三個價格的對數作回歸，得係數後即可算出價格見頂後各年的 GDP 增長【圖六】。如圖所見，樓價通縮的影響最大，股價次之，且戰後至今所見，影響不止限於五年。

圖六：物價（紅）、樓價（藍）、股價（黃）見頂後五年的實質人均 GDP 增長（%）



無論整個數據期或僅戰後至今，股、樓通縮均對往後五年 GDP 呈統計顯著影響。要是物價通縮則剛剛相反，無論全期、金本位期或戰爭期間均不對 GDP 有顯著影響；至於戰後至今，對首兩年的 GDP 有顯著影響，但卻是有利而非有害（紅線高於零線）。這結果看來符合近年觀察：低通脹甚至輕微通縮並無拖累經濟，反而近年經濟不錯。

從上所見，以各地經年的計算顯示，通縮的影響並未如所想般大，尤其是 CPI 通縮。別忘記的，是 1990、2000 年代日、港通縮年間，不只 CPI 跌，股、樓價格一樣大跌。到底當時兩地的衰退帳應算入哪個價格的通縮，還須做回歸分析拆開效應才能下定論。股、樓價跌的負財富效應固然顯著，但純物價跌延後消費的效應卻未必如所想般大。

參考：Claudio Borio, Magdalena Erdem, Andrew Filardo and Boris Hofmann (2015), “The Costs of Deflations: A Historical Perspective,” *BIS Quarterly Review*, March, 31 – 54.

羅家聰  
環球金融市場部