

《經濟日報》全版專欄〈一名經人〉

長期呆滯找原因 投資跌價才是真

歐、日等先進國家經濟放緩，新興市場亦瀕臨衰退，全球經濟彷彿進入呆滯年代。緣何如此？經濟史學家 Barry Eichengreen 近發短文，以長史角度提供解釋（見參考）。

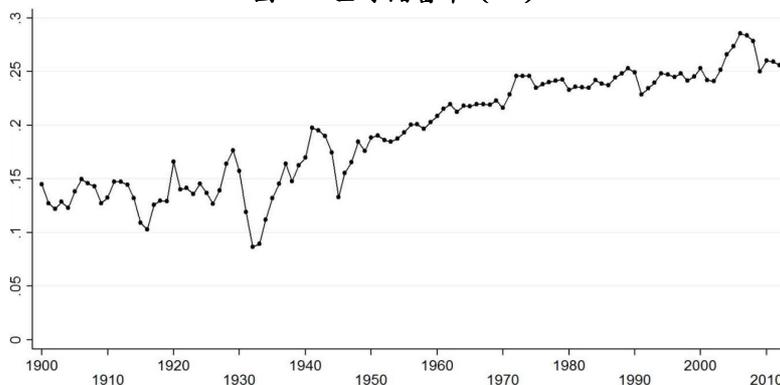
他指坊間解釋有四。第一個是全球儲蓄率在趨升，儲多了即是花少了，經濟遂差。圖一為美國名義及實質長息，伯南克曾指全球儲蓄過剩令長息跌。然而從長史角度看，長息未見長遠升勢；近卅年息跌，或許只是前卅年升過龍後的 mean reversion 而已。

圖一：美國十年期債息（%；實線名義，虛線實質七年移動平均）



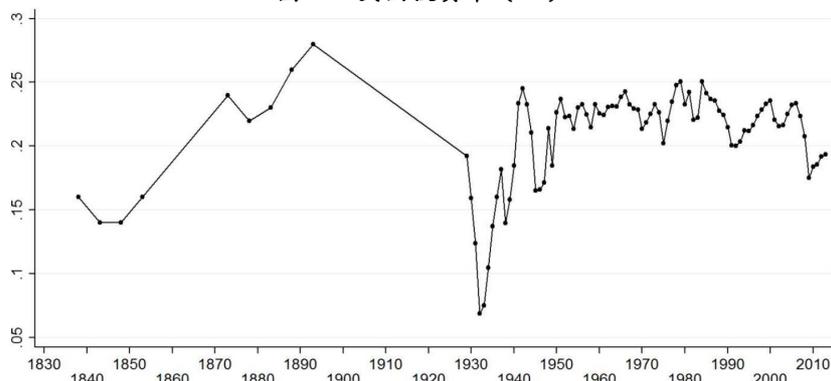
至於全球儲蓄率的實況，圖二所見，1980年前還可說見升勢，但說近卅年趨升，則頗牽強。既然長息無長趨升，儲蓄率亦漸停，第一個解釋未必站得住腳。事實上，Eichengreen 指 19 世紀時儲蓄率升之際未見長息跌，反而因有利的移民及人口因素。

圖二：全球儲蓄率（%）



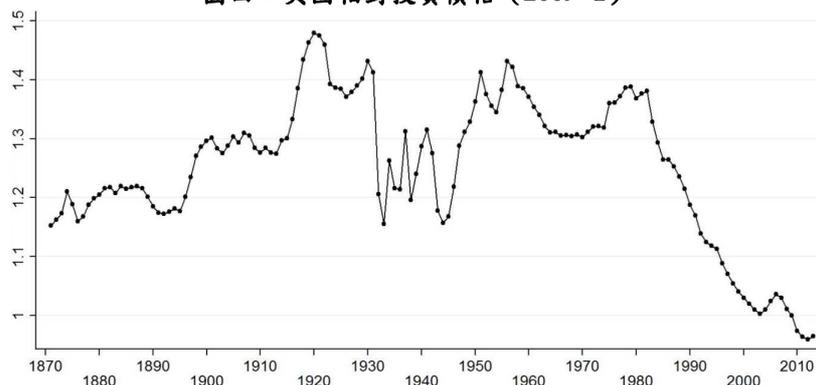
第二個解釋是科研普及令投資品售價變得便宜，影響收益。圖三顯示美國投資率，可見百幾年來除內戰前及大蕭條外，其餘日子大致穩定在 0.2%。投資有否真的趨減？

圖三：美國投資率（%）



然而，若計美國的相對投資價格，則從圖四確見，近幾十年呈顯著跌勢。換言之，投資率（量）雖無減，但投資價卻長線趨跌。在解釋長期呆滯上，這似是較信服的。

圖四：美國相對投資價格（2009=1）



第三個長期呆滯解釋是人口增長趨跌論，但「人口老化大圍事 通脹低企非因此」一文已有數據闡述，人口對經濟的長期影響勉強。至於第四個解釋乃當代息口趨跌下，缺乏吸引的投資機會。但有史學家指長遠投資的準確回報難以短線衡量，論據可辯。

如果科技令投資價跌，那麼這僅較長的科技週期向下而已，所謂「長期呆滯」亦非至永遠。

參考：Barry Eichengreen (2015), "Secular Stagnation: The Long View," NBER Working Paper No. 20836, January.

羅家聰
環球金融市場部