

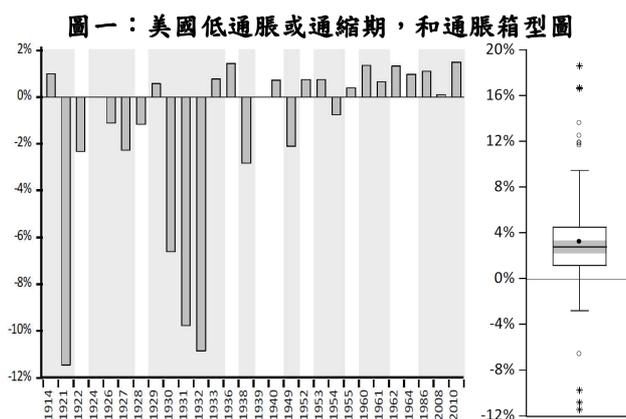
《信報》專欄〈一名經人〉

綜覽十國長通脹 游走脹縮是正常

油價大跌帶來的影響已在多國通脹及利率上反映出來。雖說油價是通脹元兇之一，但卻非唯一因素。譬如油價見近150美元時，全球多國通脹並無出現很高的雙位升幅，核心通脹更在放緩。至於近輪通脹下跌，核心通脹也多少跟隨。看來無論油價升或跌，央行最關注的核心通脹皆見回落。到底這個通脹跌勢是否正常？還要看看數據怎說。

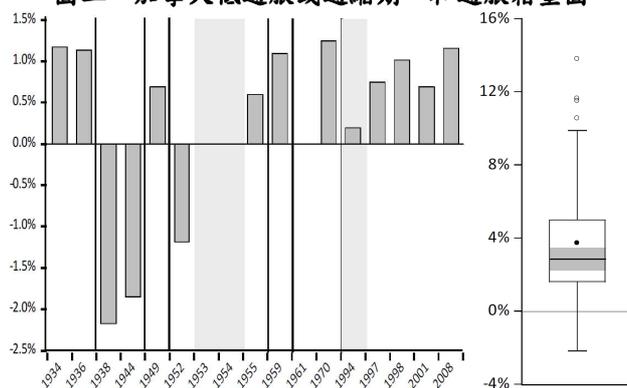
經濟史學家 Michael Bordo 與另一經濟學者最近在瑞郎脫歐後長篇大論央行可信度（見參考），今文志不在此，但借其數據以綜覽全球主要國家近個餘世紀的通脹演化。

先是美國【圖一】。圖左為自1914年有紀錄至今的年度通脹，但只顯示不足1.5%的低通脹或通縮日子。觀圖可見，這些日子在1960年代中金本位倒台前其實很常見，可謂每個十年都有；在二戰前甚至通縮都很常見。至於全期數據，從圖右箱型圖可見，還是有通脹較低通脹或通縮普遍，集中趨勢皆高於2%。另從均值高於中位則可得知，超高通脹日子是有但不算多，因分離份子扯高了平均而無拉高中位。至於箱型圖的箱，則包括了第25至75%的四分範圍，而頭至腳包含了無異常的數據。以此看來，通脹由-3%至高單位數均屬「正常」；而即使低至1%亦處「箱內」，豈只正常，更屬「常見」。還有從圖中灰底即NBER定義為衰退的日子所見，衰退年份多伴隨着低通脹或通縮。



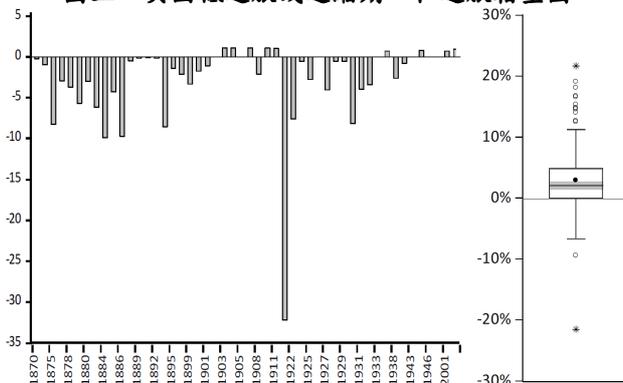
圖二轉看鄰國加拿大，或許因屬商品國關係，加國低通脹或通縮的日子沒美國般多【圖二】。加國沒有美國大蕭條時政策錯誤般的通縮分離份子：史上最差還不逾-3%。至於全期數據的箱型圖所見，四分範圍的箱與頭至腳的常見數據範圍皆與美國的相約，而分離份子同樣傾向扯高通脹均值。還有，加拿大也如美國般有學界定義的衰退日子，但這些日子的通脹卻不一定低，可見通脹是否低甚或有否通縮，未必與衰退有關的。

圖二：加拿大低通脹或通縮期，和通脹箱型圖

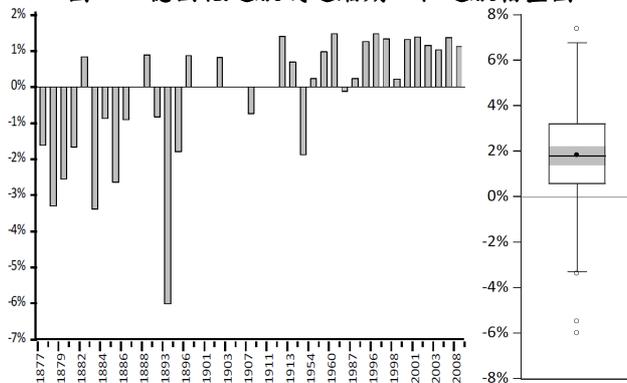


歐洲方面，官方通脹數據普遍遠至 19 世紀，較美洲的長；固然這視乎什麼數據，譬如有學者曾編制 1774 年起的美國通脹數據，但勞工部的官方數據最早還僅 1914 年。英國的通縮紀錄始自 1870 年（當然，也有學者編制的數據遠至 13 世紀），不難見到，幾乎全部個案都在鴉片戰爭後至二戰前發生；尤一戰前，每十年均三、四次【圖三】。與美國一樣，1920 是泡沫年代，但亦一樣通縮。至於全期數據因包含戰前動盪年代，故無異常的高低位也較闊，分離份子的偏離程度亦大；縱是常見的低位也可達 0%。

圖三：英國低通脹或通縮期，和通脹箱型圖



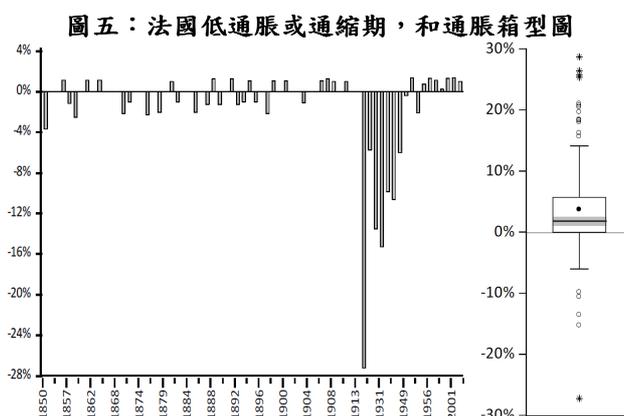
圖四：德國低通脹或通縮期，和通脹箱型圖



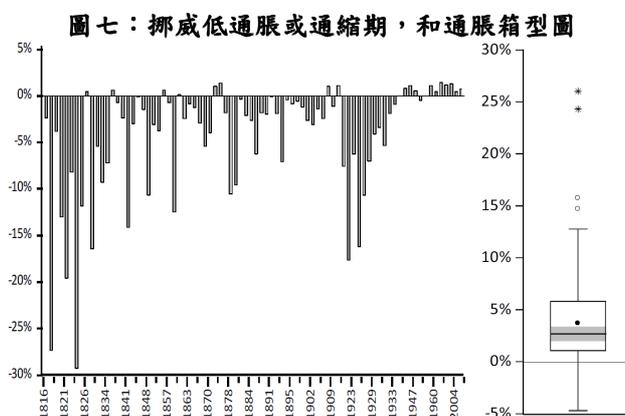
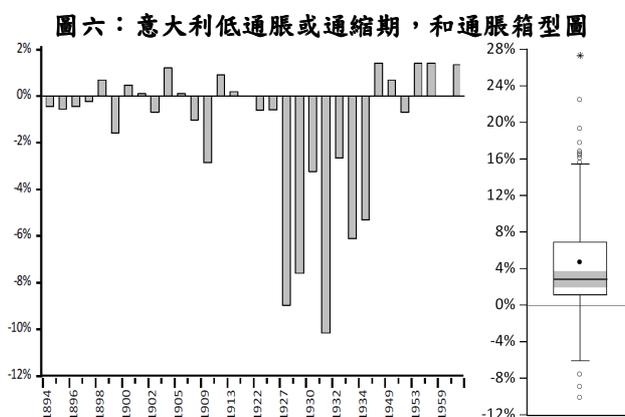
德國的情況有點不同【圖四】。雖然 19 世紀也見頻密通縮，但 1920 年代卻不然，取而代之是超級通脹。還有，德國在近卅年的低通脹日子顯然較前述的英美國家為多。

全期而言，均值及中值通脹皆稍低於2%，可見德國低通脹並非新事，而是早已有之。

法國的情況又見不同，雖然戰前的通縮也如德國般多，但嚴重通縮都集中在一戰、大蕭條及二戰期間，而戰後數十年的低通脹日子亦不多【圖五】。從箱型圖分佈所見，儘管德、法數據接近同期開始，但法國通脹高低差距大得多，常見區間闊達0至5%。

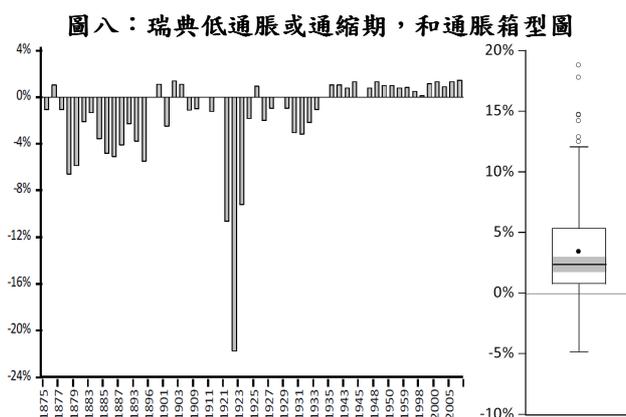


意大利的情況較接近法國：早年頻見低通脹，嚴重通縮在大蕭條，近年鮮見低通脹【圖六】。箱型圖顯示全期通脹分佈極散，常見區間為1至7%，中位、均值皆逾2%。

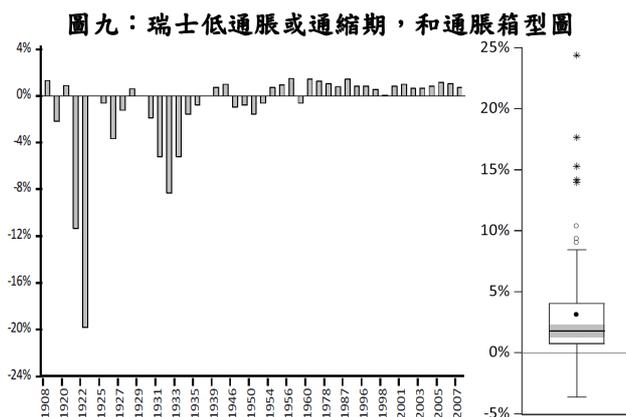


看過西歐，現轉看北歐。近兩個世紀以來，挪威在首百餘年有相當多的通縮日子，且動輒見雙位縮幅【圖七】。大蕭條後至今，挪威已鮮見通縮了。至於箱型圖亦顯示，通脹常見於1至6%，中位、均值則3、4%。但近廿年，通脹其實主要圍繞2%上落。

另一北歐國瑞典，早年嚴重通縮情況與挪威類似，但大蕭條後至今則只出現低通脹【圖八】。儘管如此，兩北歐國的通脹箱型圖其實頗為相似，但近廿年來的數據顯示，瑞典通脹似在圍繞1%上落，低於挪威；而過去兩年瑞典亦反覆多月出現了按年通縮。

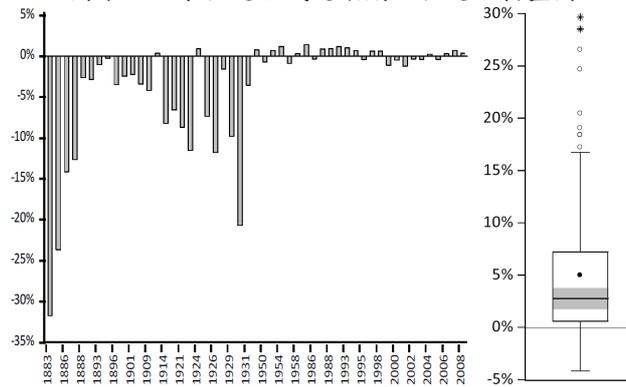


瑞士雖然不屬北歐，但其近世紀的通脹情況則似瑞典——早年多通縮，近年低通脹【圖九】。不過，最新的數據卻見瑞士自海嘯後已第三度通縮，而通脹上落的中值似由1%跌至0%。事實上，近廿年來瑞士已多番出現低通脹，2000年代間已見四次紀錄。至於其箱型圖亦顯示，常見的通脹水平僅介乎1至5%，明顯較上述北歐二國為低。



最後介紹的低通脹國，與瑞士本質相近，但卻由歐洲移到亞洲，就是熟悉的日本。日本在大蕭條前的通縮日子奇多，幅度亦不小；而戰後則僅1955至85這卅年無低通脹【圖十】。然而，較諸北歐、瑞士，日本近十幾年常見通縮，這是前述國家所未見的。箱型圖的雙位通脹已是1970年代事，當年有石油危機，但近年卻是油價大冧危機。

圖十：日本低通脹或通縮期，和通脹箱型圖



Michael Bordo 其實在早年的文章已提到，大通脹總是全球現象：若有則各國有，若無則諸國無。今文以其數據所見，二戰前通縮總是常見，管他因戰爭、蕭條或其他。從歷史角度說，或許戰爭與和平、有盛有衰才是常態，長久和平、沒有衰退才是反常。眼光夠長，便見大多國家、多數日子是游走於通脹、通縮之間，而非持續的高通脹。

與其說低通脹、通縮是新常態，倒不如說過去卅年才反常，現只回復舊日常態。

參考：Michael D. Bordo and Pierre L. Siklos (2015), “Central Bank Credibility: An Historical and Quantitative Exploration,” NBER Working Paper No. 20824, January.

羅家聰
環球金融市場部