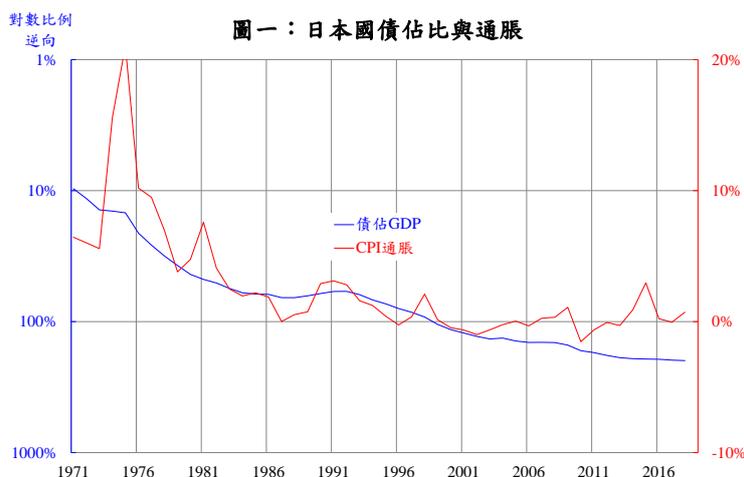


## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 全球通脹離奇低 一個因素解難題

早輪探討過近年菲臘普斯曲線 (Phillips curve) 趨平現象，有研究不從通脹入手，反而指網上零售壓低了自然失業率。雖然在週期的角度上，狂印銀紙後通脹沒升溫——此乃傳統理論甚難理解的課題，但若將角度拉闊、時間拉長，通脹低這現象或可有解。日本是長期通縮或低通脹的經典案例，今文先從該國入手分析，然後再推演至全球。



海嘯後常言的一詞為債務通縮 (debt deflation)，意指當一國尤其民間債務累累下，有錢也用於還債，量寬亦無助通脹。事實是否如此？從日本的債佔 GDP 與通脹所見，兩者長年以來大致反比【圖一】。不過，這個對比有點瑕疵：首先，近十餘年債佔 GDP 仍續上升，但通脹並無對應持續下跌；還有，這「債」主要是國債，民間的欠債不多，且儲蓄甚豐，按道理以消費物價計的通脹應由民間而非政府主導，畢竟政府消費有限。如是者，這債務通縮論即使理論上對都好，但起碼在日本用不上，儘管兩數據反比。

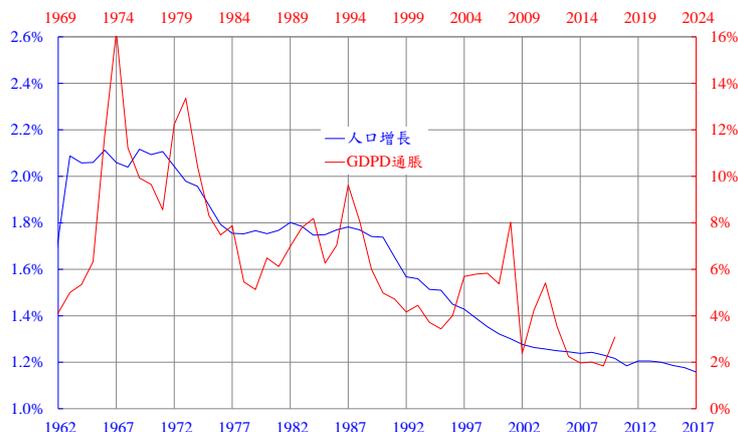
圖二：日本人口增長與通脹



要解日本通脹長低之謎，須從一些長線因素入手。日本最聞名的長線負面因素中，人口萎縮肯定是一大選項。理論而言，隨着人老，尤長壽下，因尚餘日子或超出預算，故消費傾向節儉而令通脹低企。事實上，歷來人口增長與通脹長線確成正比【圖二】。

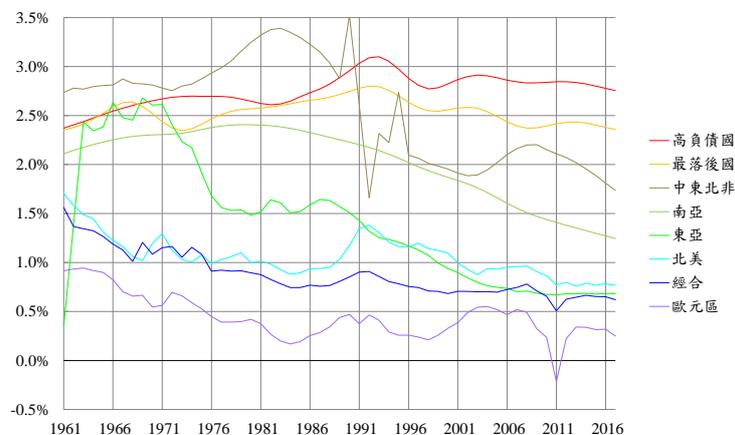
驟看所見，人口增長每跌 0.16%，通脹便跌 1%。鑒於人口增長似乎領先通脹好幾年，故日本未來幾年的通脹料將仍續低迷，儘管明年有望加銷售稅下或會短暫推高通脹。

圖三：全球人口增長與通脹

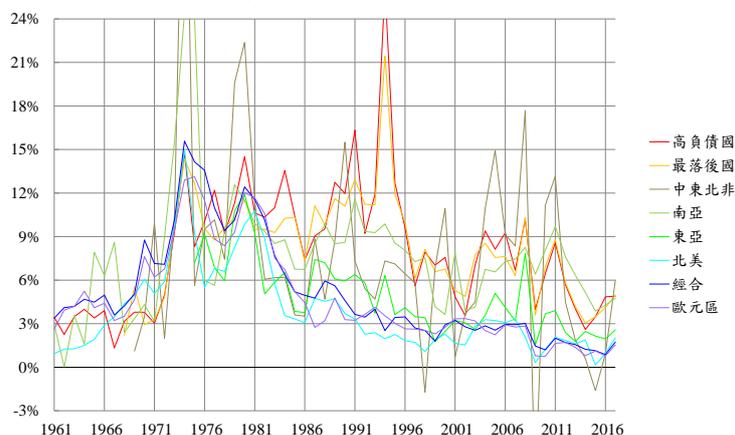


將此理論推而廣之到全球，其實證據一樣明顯：如圖所見，人口增長與通脹同跌，人口增長每跌 0.1% 通脹便跌 1%，有紀錄以來大致準確【圖三】。留意這通脹是由 GDP 平減物價指數 (GDPD) 算出，概念上類似聯儲局所參考的 PCE 通脹 (PCE 就是 GDP 裏的 C)，而這較 CPI 通脹歷史更為悠久。由此可見，通脹低之象不限日本而遍全球，正正因為人口增長減慢也是全球現象。再追下去，則可能是全球富裕少子化的結果。

圖四：全球各地人口增長



圖五：全球各地GDPD通脹



為證實這理論之可信，現再從縱橫兩面一同比較。先將人口增長數字按地區劃分，可見由增長最高排起依次為高負債國、最落後國、中東北非、南亞、東亞、北美、經合、歐元區【圖四】。逾半世紀以來，這排序雖偶有互換，但亦大致穩定。現記住這排序，然後再看通脹。如圖所見，同樣的半世紀間，通脹排序竟跟人口增長相當一致【圖五】。這在在說明，人口增長跌導致通脹跌不單只在整體數字上見到，縱在分區橫面比較上，同樣見到人口愈縮之地通脹亦愈低。央行們在埋怨通脹不翼而飛時，有否想到這點？

羅家聰  
環球金融市場部