

《信報》專欄〈一名經人〉

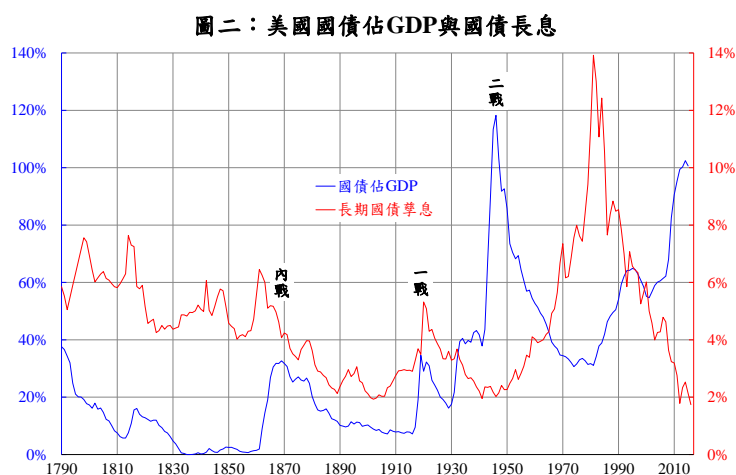
財赤債務論影響 長息還不及通脹

美國大選過後，市場焦點已忽然轉至債市。一週以來，美國長短債息皆大幅抽升，頭尾已逾¼厘，反映下月加息有凸；至於外圍，縱仍寬鬆的歐、日債息也見隨後追上。債息上升其實已有「既定」解釋，即格老早前一再警告的過長寬鬆導致通脹急急回來。不過另一說指，特朗普欲大行赤字預算，這將導致債務急升、美元貶值、通脹上揚。

兩個息升論據都經由通脹推使，只是一個為貨幣政策的後果，另一則經財政政策。過鬆貨幣政策引發通脹之說早已寫在書上，但實證上美國由八年前到三年前三度量寬，要有的通脹大抵不會滯後那麼長時間才見到，何況整體通脹趨勢卻仍在跌。另一邊廂，財政政策的影響會否更大呢？這便要先回顧歷史，看看什麼情況下財赤會大幅急升。



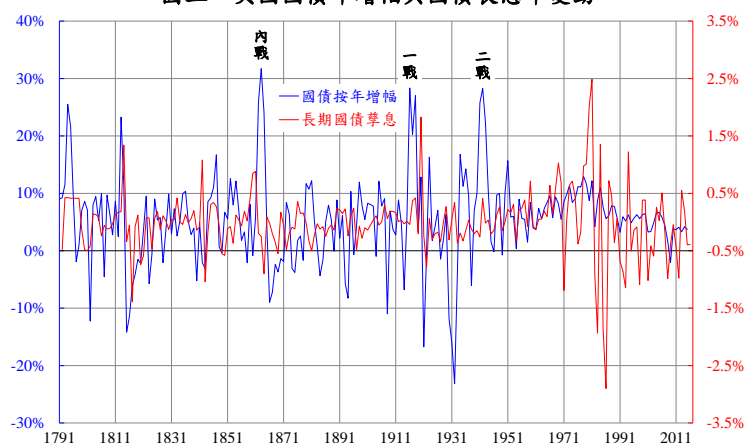
觀圖所見，財赤大幅急升的日子都有仗打，在明刀明槍的南北戰爭、世界大戰下，財赤固然升得急勁，但至於隱隱然的冷戰乃至近年的金融戰，其實財赤都升【圖一】。直接將財赤佔GDP與長期國債孳息比較，可見關係其實沒想像中高；在財赤抽升下，長息雖多少也升，但各輪上升的幅度卻不合比例，甚至如近期般財赤比例升而息跌。



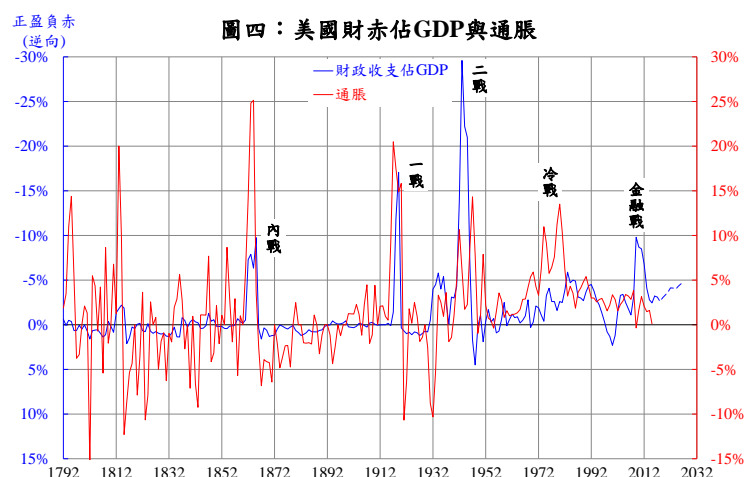
財赤與債息的關係雖有理論在後，但更直接是財赤累積成的債務與債息間之關係。美國立國的頭一百年債務不多，即使南北與一戰亦無大幅推升債務；到二戰債務大升，戰後廿年亦很快跌回正常水平【圖二】。反而自 1970 年代至今全球欣欣向榮天下太平，債務水平卻升不回頭。其實過去近百年來，債務與債息的關係不是正比而是反比的。

表達債務水平除了佔 GDP 計外，還可計其增幅。是否換這角度便得預期之關係？觀乎國債按年增幅與債息按年變動所見，關係似較前述的好，不過當中也有結構轉變：近半世紀的債息變動波幅較前為大，而近半世紀的債務升幅波幅則較前為小【圖三】。

圖三：美國國債年增幅與國債長息年變動

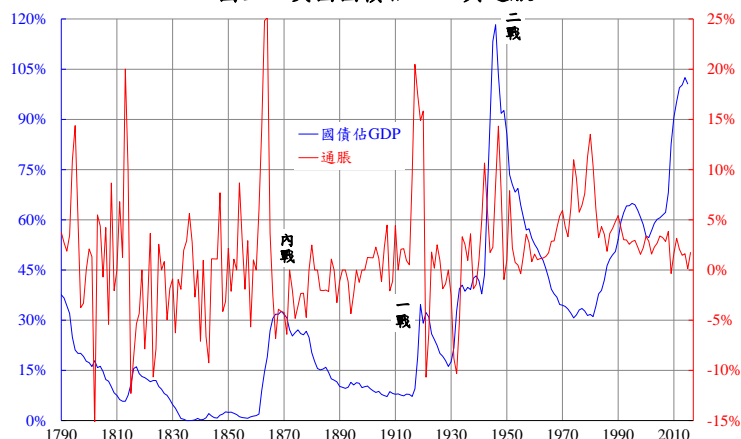


看過財赤、債務與長息的關係後，筆鋒一轉，現看鐵三角關係的另一邊——通脹。將上述長息換上美國整體通脹再作分析，可見財赤佔 GDP 與通脹的關係較與長息為佳【圖四，與圖一比】。然而，近廿年來的財赤與通脹關係亦較前為差，至於緣何如此，則有多種可能，一是近年低通脹愈來愈不反映購買力跌，另一則真正關係本不如此。

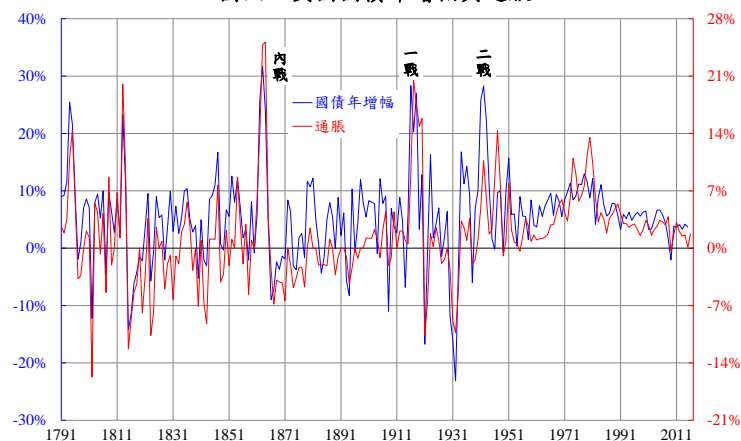


債務方面，從國債佔 GDP 與通脹關係所見，情況有點如與長息關係般，都是差的【圖五】。債佔比這數據，無論與長息這水平數據或與通脹這變幅數據比，都不算好。由此可說，國債佔比雖甚受廣泛報道、市場關注，但其啓示性還及不上財赤佔 GDP。那麼最後，將國債增幅與物價增幅比較又如何？效果不錯，甚至較上述與長息比的更好【圖六，比較圖三】。即是無論財赤佔比還是債務增幅，皆與通脹關係較與長息為佳。

圖五：美國國債佔GDP與通脹

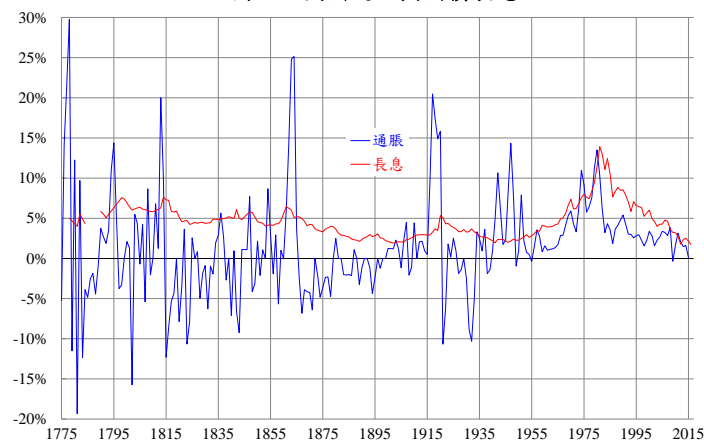


圖六：美國國債年增幅與通脹



財赤、債務解釋通脹多於解釋長息，或許是後者多了市場、政策因素。觀圖所見，兩者關係雖從來都有，但卻從來都不很高【圖七】。當長債成為儲蓄甚至避險工具時，長息便不單單反映通脹週期，同時亦受經濟週期影響。大家知道，價與量無必然關係，何況有通脹週期幾十年、經濟週期僅幾年的天淵之別，這解釋了兩者有出入之原因。

圖七：美國通脹與國債長息



綜觀全文，還以債務增速幾快對通脹影響最大。

羅家聰
環球金融市場部