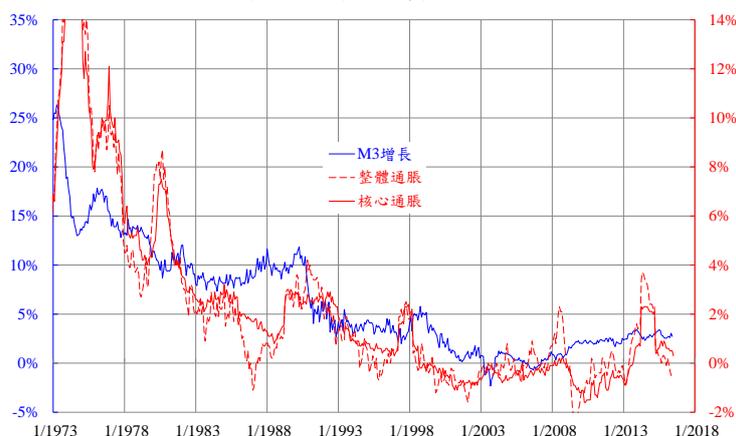


《信報》專欄〈一名經人〉

零息確是墮陷阱 量寬終還靠貶值

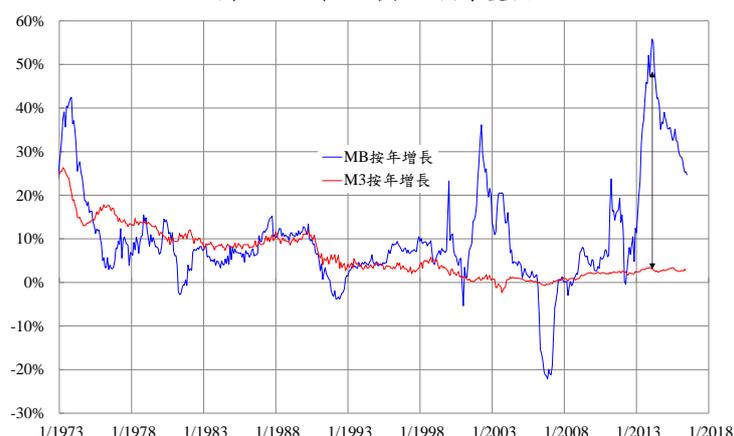
上星期看過美國的貨幣、信貸、通脹等之關係，解釋了為何幾輪量寬後仍低通脹，只要適當選取數據和考慮政策生效需時，即可印證傳統理論其實並未失效，解得通的。順水推舟，下個應剖析的國家是日本。日本在貨幣政策上也曾多次大手，但未見成效。不少人歸咎傳統理論失效。今文照辦煮碗陳列數據，看看到底是理論還是論者失效。

圖一：日本M3增長與通脹



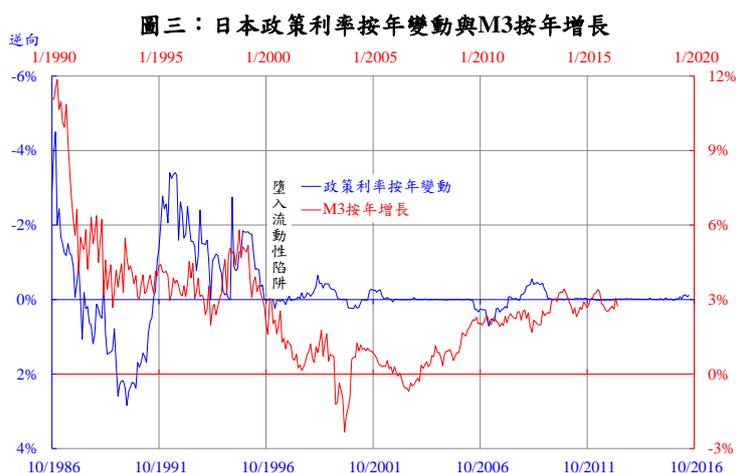
上次美國的數據顯示，廣義貨幣增長與通脹幾乎同步，將之套進日本情況，可見M3增長自有紀錄開始至今皆與通脹關係密切，縱偶有分離亦出現於通脹穩定日子下，大勢仍一致的；至於通脹是計整體還是核心（扣除食品和能源）則分別不大【圖一】。由十多年前首次量寬起，M3增長由2003至07年的零水平升至近幾年起的3%水平，可見貨幣由政策到廣義供應再到通脹的傳導機制未必完全失效，可能效果稍遜而已。

圖二：日本MB與M3按年變幅

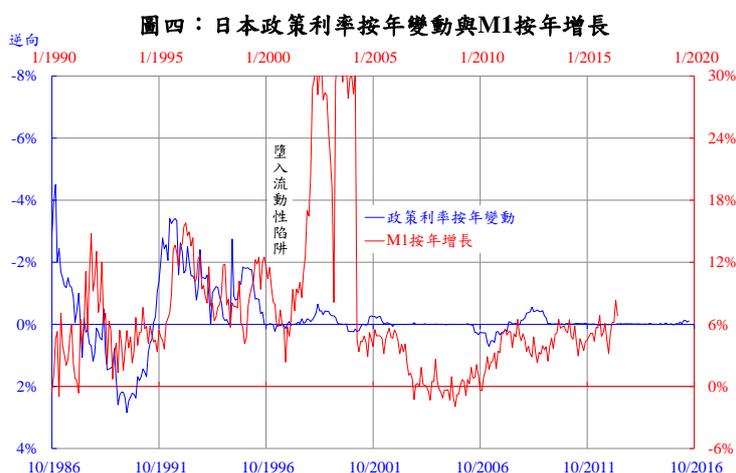


遜在哪裏？看來是差在由政策到廣義貨幣的乘數效應之上。比較貨幣基礎（MB）與M3按年增長可見，在上世紀尤1996年前，兩者增幅大致相若【圖二】。不過之後，日本央行開始多輪量寬，MB按年增長曾幾度飆升至23%到56%不等，為時有長有短，但M3增長未見對應變化，尤海嘯前兩者更呈背馳；近年政策效果算是較以前好了。

緣何 1990 年代中以後 MB 大增未能帶動 M3 大增？估計這也走不出傳統貨幣理論——流動性陷阱。在 1991 年中時，日本政策利率仍高企 6 厘，1995 年秋已減剩半厘，1999 年春正式見零。雖然在 1990 年代中葉利率仍未見零，但流動性陷阱現象已漸見。最明顯的，是昔日未墮陷阱時政策利率按年變動與滯後三年的 M3 按年增長相輔相成，不過當利率無條件再按年跌時，M3 增長仍續跌至收縮【圖三】。緣何如此？須知 M3 乘數效應由循環存貸形成，但存、貸只對其價格利率敏感，一味谷大 MB 無濟於事。



若想進一步印證此說，可看看性質介乎 MB 與 M3 之間的狹義貨幣——M1 增長。觀圖所見，若將圖三的 M3 換上 M1 後，可見在量寬初期 M1 有點如 MB 般曾飆升過，但幅度僅為其一半許；至於自 2012 年起的近輪量寬，則連 M1 增長也谷不起【圖四】。即十幾年前首輪量寬尚可踏出第一步：MB 增長帶起 M1，但近年的則連第一步都無。

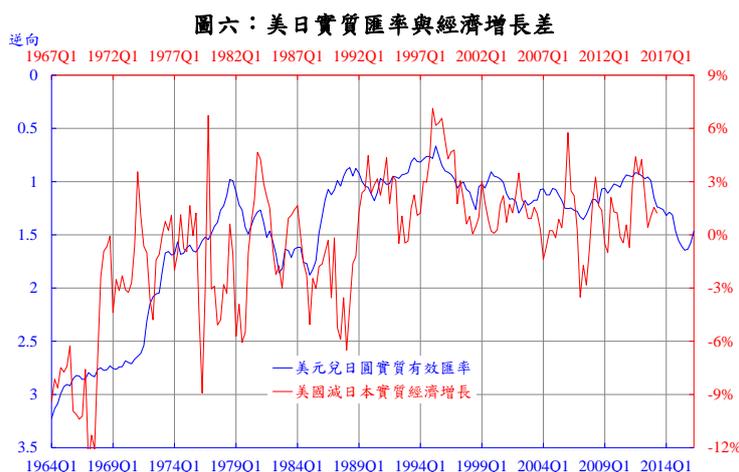


所謂第一步由貨幣基礎到狹義貨幣，與第二步由狹義到廣義貨幣，兩步都涉存貸，只是第二步涉及更多、更闊的存貸活動。第二步甚至連第一步都窒了，反映存貸不增，即若息不能再減而只管增加貨幣基礎亦無用。此乃經典的流動性陷阱說法，以圖示之，即縱、橫軸分別為息與幣量，需求曲線向下達零而橫行，讀過基本經濟的都必有印象。伯南克等派系指息零以後還可透過大增 MB 影響預期從而達至某些效果，但事實證明，在美國或許曾經奏效，但在日本卻未如理想。可謂這陷阱這陷阱這陷阱，偏佢遇上。

既然陷阱已墮，緣何近年的安倍幾箭彷彿見效？起碼從上圖所見，通脹確稍回升。然而，通脹不一定由減息引發的。息已見零雖無甚可能再跌（負利率已引發搬錢浪潮，行不通的），但貨幣政策不一定要盯息，還可盯匯的。息有底線，但相對的匯卻沒有，貶值一半後可以再貶一半、再貶一半……無止境地貶下去（但減息卻不會這樣減法）。貶值一樣可以引發通脹，不過機制如何？取日圓兌一籃子貨幣的有效匯率與通脹比較，即見反向，幾無時差【圖五】。如圖推算，欲通脹達2%，匯率需全面再貶四分之一。



另外，貶值亦非僅刺激通脹般簡單，而是有實效的。與通脹比的是名義有效匯率；現取實質匯率，將美元的除以日圓的得實質美元兌日圓。這與美、日經濟增長差反向，即相對而言，愈貶值愈利經濟，匯率先三年【圖六】。為何匯率不如利率般取按年變，又為何通脹不如經濟般取兩國差呢？這沒什麼好解，modelling 也。這樣搞便見關係，不然則不見或關係差，僅此而已，是 art 不是 science。回到匯率與經濟上，觀圖所見，過去幾年美元兌日圓實質上升過值，故接着日子美國經濟增長將相對日本而言較弱。



由此可見，零息見了雖已墮流動性陷阱，通貨流通性確低了，但不等於無計可施。貶值也可引發通脹，刺激相對經濟增長。只是這條橋人人都曉，又墮進另一個陷阱了。

羅家聰
環球金融市場部