



中央銀行無法承受之重

近日伏克爾、格林斯潘、伯南克、耶倫等最近四位聯儲局主席歷史性在同一場合進行公開討論。四人掌舵時間共計長達近 37 年，見證了聯儲局逾三分之一的歷史，期間貨幣政策出現了翻天覆地的變化。

卓亮
高級經濟研究員
Tel: 28266193
tristanzhuo@bochk.com

伏克爾是鷹派標誌性人物，但他之後的三位主席全部揮舞著鴿派旗幟。為了壓低通脹，伏克爾曾經把聯邦基金利率提高到 20% 的歷史高位。相反，他的繼任者格林斯潘在科網股泡沫破滅後，將基準利率降至 1% 的當時歷史低位。金融海嘯後，伯南克更採取零利率及量化寬鬆政策。而在耶倫的領導下，利率正常化舉步維艱，所謂加息週期只聞樓梯響。當被問到是否擔心伯南克與耶倫的政策時，伏克爾沒有正面回答，只說到他非常敬畏地(with great awe)看待他的繼任人。伏氏所用 awe 一詞耐人尋味，究竟是敬多還是畏多，見仁見智。

約一個小時的討論中，並沒有出現太多火花，但伯南克所講的一句話，相信無論是鷹派或鴿派都會認同：“把所有重擔放在中央銀行與貨幣政策上，是一個錯誤。”

全球歷史最悠久的中央銀行是瑞典央行，成立於 1668 年。足足在 245 年後，聯儲局才成立。作為美國央行，聯儲局的出現可謂一波三折。美國史上前兩個中央銀行系統，美利堅合眾國第一銀行(First Bank of the United States)與美利堅合眾國第二銀行(Second Bank of the United States)均只分別存在了二十年。從 1837 年至 1913 年，美國並沒有中央銀行。在這個自由銀行(free banking)體制下，經濟高速增長，整體物價大致保持穩定。即使期間爆發內戰，亦無阻美國發展成為全球第一大經濟體。在那個年代，經濟增長靠的是勞動力的釋放、資本累積、科技進步等供給側因素，貨幣政策對於大部分民眾而言是聞所未聞之物。時至今日，儘管勞動力、資本、

聲明：

本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

科技仍是影響實體經濟的最根本要素，貨幣政策卻成為了最受市場關注及最受大部分政府依賴的工具。遺憾的是，無論從央行的功能或角色來分析，貨幣政策都難以勝任如此重擔。

貨幣政策顧名思義，只能直接影響與貨幣有關的變量，因此往往對資產價格產生立竿見影的作用，對實體經濟的刺激卻相當有限，只能依賴虛無縹緲的財富效應。然而，假若財富效應確有其事，理應不會出現資產價格在高位徘徊，經濟增長動力卻每況愈下的局面。以下三個原因，導致財富效應難以作為貨幣政策影響實體經濟的渠道。首先，在健康、正常運作的金融市場中，資產價格所反映的是該資產能夠創造的現金流、宏觀經濟表現、通脹、利率等因素的預期。資產價格原本是市場的一把溫度計，量度經濟冷暖。希望通過資產增值來刺激經濟，就好比將溫度計加熱，嘗試影響天氣一樣，本末倒置。其次，央行的超低利率政策在拉高資產價格的同時，亦人為地壓低了收益率。存款利息微薄，儲蓄的購買力不斷被通脹蠶食。此外，企業債、主權國債利率、物業租金回報、股息率，全部持續下降。從收益率的角度來考慮，超低利率對投資收入的影響其實是負面。再次，每個資本增值(capital gain)的得益者，都需要有其他投資者“接貨”才能完成獲利。每個低買高賣的贏家，背後都有一個或數個低賣高買的交易對手。因此，即使股市指數屢創新高，投資者平均獲利也要比市值增幅低得多。

由此可見，正面的財富效應並不明顯。相反，如果任由資產泡沫膨脹，一旦爆破時產生系統性危機，難免對實體經濟造成打擊。美國由樓價崩潰導致的次按問題，對全球金融市場及經濟造成百年一遇的浩劫，就是最好的教訓。以超寬鬆貨幣政策催谷資產價格，不但對實體經濟影響甚微，而且潛在風險巨大。

央行的角色本是最終貸款人，以維持金融體系的穩定。然而，主流央行利用非傳統貨幣政策壓低收益率，刻意引導投資者追尋較高回報的風險資產，作為監管者，卻擔當起市場啦啦隊的角色。同時，真正能夠影響經濟表現的公共政策未能發揮應有作用，結構性改革甚至不進反退。日本為了增加政府開支，不惜大幅上調消費稅，打擊民眾消費意欲、削弱購買力；法國勞工市場僵化，嚴重制約生產力，惟改革舉步維艱；美國不少低技能的行業正受到機器人應用的衝擊，紐約州及加州卻將最低工資增加至 15 美元每小時，令生產力較低的勞工就業前景進一步惡化。

央行無法操控實體經濟所取決的因素，無奈被寄望能夠刺激經濟增長。近年貨幣政策的限制不斷被打破，過往無法想像的負利率、量化寬鬆，成為主流工具。只要貨幣政策有少許收緊的跡象，



市場氣氛就大受打擊。美國經濟增長已顯著減弱，繼去年第四季錄得 1.4% 的緩慢擴張後，今年第一季 GDP 可能陷入停滯，聯儲局最終能夠完成利率正常化目標的機會渺茫。美國的經驗證明，激進的貨幣政策一旦突破傳統界限，就很難回復正常。伯南克連續推出三輪量寬，打開了美國非傳統貨幣政策的先河。由他來告誡央行無法承受之重，再合適不過。



近期報告

1. 競爭格局變遷加大香港國際金融中心挑戰 鄂志寰 04.07
2. 人民幣是否具備成為避險貨幣的條件？ 戴道華 03.22
3. 短期內人民幣對美元走穩，對籃子貨幣小幅貶值 巴晴 03.18
4. 對經濟前景過分樂觀導致聯儲局“失信” 卓亮 03.17
5. 香港壽險市場保持快速發展 何國樑 03.16
6. 為何銀行家批評負利率政策？ 張文晶 03.15
7. 人民幣匯率攻防戰防守先得分 戴道華 03.15
8. 區塊鏈技術的發展有待多方面的突破和努力 關振球 03.15
9. 穆迪將香港主權評級展望下調至“負面”的負面影響有限 鄂志寰 03.14
10. 中間價破 6.5，是否意味 CNH 穩中偏強？ 應堅 03.11
11. 歐洲央行大力放寬貨幣政策 蔡永雄 03.11
12. 國際貿易低迷凸顯環球經濟壓力重重 卓亮 03.10
13. 從政府工作報告觀察下一步人民幣國際化思路 應堅 03.09
14. 互聯網金融風生水起，香港多管齊下謀發展 蘇杰 03.09
15. 外貿表現雖疲弱，出口競爭力仍佳 蔡永雄 03.08
16. 外匯儲備下滑態勢改觀，人民幣貶值壓力緩解 鄂志寰、蔡永雄 03.07
17. 內地“降准”有利穩增長 巴晴 03.01
18. 人行釋放加快人民幣國際化的信號 應堅 02.26
19. 四季度經濟增長遜預期 蔡永雄 02.24
20. 關於近期香港市場人民幣拆息偏低的成因分析 孔玲 02.02