

一場貨幣主義與凱恩斯主義之爭 英擬加息 與美國各走各路

國際
視野

Pierre Gave

GaveKal亞洲區研究部主管

與大多數預測相反的是，英倫銀行（英國央行）看來會對「債市監察者」和報章頭條專欄屈服，成為首家開始加息的G6成員國中央銀行（所謂「債券監察者」現象，是指債市投資者不滿政府貨幣或財政政策推升通脹壓力，於是罷買公債，迫使公債利率上升，侵蝕政府融資能力）。事實上，英國首次的加息，可能會早至3月。原因並不是1月份的通脹高達4%（那其實比某些預測還低了一點），而是因為英倫銀行行長金恩（Mervyn King）向英國財相歐思邦（George Osborne）發表了一封公開信，解釋為何過去3個月的通脹都超出了該行定下的1%至3%容忍範圍。

該公開信提及：「英倫銀行的貨幣政策委員會的判斷是，假設央行利率按市場預期般上升，上述因素的短暫效應減弱，通脹將會回落，因此，在未來兩三年，通脹高於目標與低於目標的機會大致相等。」其中，「假設央行利率按市場預期般上升」這一句子是該行以往不曾使用的，因而泄露了玄機。

除非金恩收回他上周三的每季記者招待會的言論，否則市場預期他會在3月至5月間首次加息，之後在秋季還會加息至少兩次。

若英倫銀行計劃在5月收緊貨幣政策，那它可能認為最好即時開始。這不單是為了加強打擊通脹的效應，更是因4月新一個財政年度開始後，消費信心和商業信心會因加稅和削減公共開支已受打擊，若那時才加息，信心會受雙重壓力。

因應英國加息預期，投資者即時想到的，就是買入英鎊，沽出英國國債，但市場可能很快便有第二種想

法。若事實證明英國這時收緊貨幣政策是不成熟的，經濟會重新出現衰退（我們相信有很大可能），那就是一項政策錯誤。結果將會令英鎊大跌和英國國債上升，屆時英國可能成為唯一一個主要債市其年底的孳息率比現在還要低。

若政策錯誤 英鎊將大跌

我們長期預測的英國國債的孳息率會跌至低於美國國庫券的孳息率，便可能會成為事實（我們去年曾預測，英國一就是推出進一步的寬鬆貨幣政策，不然就是陷入雙底衰退）。

英倫銀行行長金恩早前曾經承諾，會採取一切行動來保持經濟增長，包括新一輪的大規模量化寬鬆措施，這貨幣政策為英國政府的整體經濟和預算政策提供了一張安全網。

這個策略的概念是，因為政府公共開支和借貸將出現空前收縮，將令私營企業裁員和減薪，空前的擴張性貨幣政策和接近零的低利率可用來抵消上述衝擊。

假設英倫銀行現在真的決定收緊貨幣政策，以應付短期上升的通脹，那很難想像，英國的私人消費和投資將可抵消公營部門未來3年持續收縮，每年對GDP產生的1.5%至2%遞減作用。

據英國財政研究所表示，這次財政收縮至2013年，會令英國GDP累積收縮達7%，將會是希臘和愛爾蘭以外的經濟合作及發展組織（OECD）成員國中最大的開支收縮。為何金恩好像改變了原初的主意？表面看來，原因是4%的通脹已經是該行定下的2%通脹目標的兩倍，而且在未來幾個月，通脹還可能會進一步上升。

通脹失控機會不大 非加息誘因

然而，深層地看，通脹急升差不多完全是因為英國上月提高了增值稅（VAT），而這是金恩強烈支持的。若扣除間接稅的影響，英國1月份的消費物價指數（CPI）其實只比去年同期上升了2.4%——自從2009年夏季以來，英國的CPI一直都不到3%。

英倫銀行以往曾經反覆強調，它會撇除受政策影響而出現的通脹波動，除非有證據顯示，提高增值稅這些暫時性的影響，已經引致工資上升。工資構成了貨幣政策可以控制的本地產生通脹的相當大部分。對於



去年英國大選後，經濟政策突然大變。經濟尚未完全復蘇過來，英國已採取緊縮財政政策，大幅削減公共開支。相比之下，美國卻堅持不削減公共開支。圖為美國財長蓋特納（左）到訪英國時，會見英國財相歐思邦。

以服務業為主的先進國家來說，除非是工資加速上升，否則通脹是沒有可能失控的。

以現時的英國來說，工資是很難會出現螺旋形的上升。這是因為，公營事業方面已大幅裁員，留下來的公務員都要接受減薪或凍薪，私營經濟的增長則非常緩慢，近乎停滯不前。

經濟好通脹低 難兩全其美

的確，媒體常指摘英倫銀行對通脹問題手軟，並持續不能達標。可能正因為此，英倫銀行覺得被刺痛了。該行的貨幣政策委員會因而決定，為了其信譽，一定要劃出一條底線。

直至這星期，除了美國聯儲局之外，英倫銀行是唯一的中央銀行追求兩全其美的策略——既希望盡量提高經濟增長和就業率，同時又想令通脹受控制。聯儲局現時仍自信，這兩個目標可以同時達到。

結果是，現時全球可以見證到一個在經濟學上非常罕有的試驗。美國和英國是兩個非常相似的經濟體，產業結構相似，同樣面對過度按揭和金融行業快速膨脹的問題。由2008年底至2010年中，它們都推行非常

相似的財政和貨幣刺激政策以應付金融海嘯，兩個經濟體的走勢可說是相似的。

英去年大選後 政策急轉彎

但是，在2010年6月的英國大選之後，英國和美國的宏觀經濟政策突然間出現了差異。在經濟尚未由衰退完全復蘇過來時，英國政府已採取了差不多空前的緊縮財政政策，大幅削減公共開支。

相比之下，美國卻不理會茶黨要求削減公共開支和控制赤字的競選口號，堅持推行凱恩斯式（Keynesian）的財政政策。現在，這個對比就更加大了，因為聯儲局繼續推行量化寬鬆政策，而英倫銀行就開始進行緊縮。

英國政府的奧地利式貨幣政策會否證明是成功；美國則因為財政鬆懈而受到懲罰，有一段長時間經濟表現跑輸其他國家？還是奧巴馬政府和聯儲局成功刺激到強勁的經濟復蘇，而英國則長期陷於不景氣？美國和英國未來幾年的經濟表現比較，將會讓凱恩斯主義者和貨幣主義者的一些老掉牙的爭論。