



■阿根廷官方通脹率是10%，但市場估計實際高達30%，並且有增無減。

(新華社圖片)

通脹利弊 尋根究底



> 跳出思維定式 > John Mauldin

通脹到底是好事還是壞事？以為心中有數，其實無人能知道真正答案，因為「通脹」一詞的定義，不但因人而異，亦因時、因地各有不同；即使同一時期，同一地點，同一群人對通脹的定義也難有一致意見。

通脹定義所以難有定論，部分原因在於一般人往往把經濟學與數理等量齊觀，而視之為科學之類。但其實所謂「通脹」，不過是經濟數據統計所用的準繩之一，其實際指標作用視乎所選工具而定。可見實際數據固然影響統計結果，統計所用的方法，對統計結果亦同樣發揮關鍵作用。

本欄的忠實讀者大概都知道，筆者1972年於萊斯大學（Rice University）修畢經濟學士課程後，隨即在西南浸信會神學院（Southwestern Baptist Theological Seminary）進修，並於1974年取得碩士學位。豈料到後來竟能憑神學結合經濟學知識，融會貫通，在金融及投資領域開創畢生事業。

幾年前筆者與財經研究中心GaveKal聯合創辦人兼合夥人卡萊特斯基（Anatole Kalesky）初次會面，就從宗教角度對經濟學家的角色各抒己見：

「我以為今日經濟學者的作用，也許可以比作原始部落的薩滿教祭司（shaman）。薩滿教祭司憑綿羊的腸臟來作占卜，經濟學家則靠自創的模型進行數據分析，其中免不了摻雜種種偏見，卻又自以為是，相信可以預測未來，又或者為政府施政提供意見；更有甚者，為求左右逢源，一些經濟學家不惜好話說盡，曲意逢迎小圈子中人及政界領袖。

「在我看來，一般人也許不願公開承認，但事不離實，經濟學其實類似宗教多於科學。」

卡萊特斯基的見解與筆者不謀而合，他直言曾間中發表類似觀點。筆者為本欄今期做資料搜集時，考量官方數據的可靠程度，不禁回想起跟他認識時的這段對話。

舊計算方法欠完善

兩星期前吾友哈爾伯特（Gary Halbert）在本欄的文章《官造假象 淡化通脹》中，探討近30年來美國政府難以掌握通脹實況，以及操控通脹統計數字等問題。ShadowStats通訊創辦人威廉斯（John Williams）對官方公布2%的通脹率（截至2013年2月為止）質疑最力；他認為實際通脹已遠超此數。

以1980年卡特總統當政時所採用的統計法計算，當前通脹率應約達9.6%【圖】；若以1990年的官方標準，現時的通脹率則略低於6%。

筆者常被問及對另類通脹統計數字有何看法，每每回應說1980年與1990年採用的統計法顯然大錯特錯。假若現時通脹率達9.6%，息率應靠近12%水平，而非10年期

國庫券目前所處的1.75%低位。市場遲早會根據實際通脹水平而非官方統計作出反應。阿根廷官方公布的通脹率「僅為」10%，但市場則估計實際水平已達30%，而且更有增無已。

投資者容或心存妄想，寧願通脹高企，不過是「信仰經濟學」（faith-based economics）心理作祟。由於高通脹才有利於投資的觀念根深蒂固，任何通脹偏低的消息，都只會被用作批評政府操控統計數據的口實。

筆者認為投資者必須按照實際情況衡量一己想法，以審視根據一己假設而自創的分析模型，是否會導致所下結論失諸偏頗。假如你認為整體通脹偏高，那就無異於以為眾人皆醉我獨醒。環顧目前發達國家的債券市場，並未對通脹產生疑慮，雖然日本近20年來已三番四次揚言會製造通脹，一直只聞樓梯響而已；不過，筆者看來這次也許終能成事。無論如何，現時大行其道的是通縮和去槓桿化。

若沿用1980年的統計法來計算美國消費物價指數，然後用以調整社會保障及政府退休金，則美國政府今日必定破產無疑，因為社會保障在上世紀90年代就已呈現負數；假設複合年增長率為10%，保障成本更會在近12年間飆升兩倍。社會保障受益者當然會歡迎保障金額以三倍幅度增長，但年輕納稅人卻不敢苟同。

話說回來，舊法不善，卻不等於現行統計法就能準確算出通脹率。現行統計法當然較1980年的舊法優勝，但眼高手低，最終只能做到大致準確，而在細節上則有欠準繩。

目前所用的通脹統計法準確度究竟如何，則還須留待15年後回顧以觀後效。當然，由現時以至2030年期間，統計法不知又會歷經幾次番身。

通脹難分是敵是友

上世紀70年代美國卡特總統當政時期，即使政府極力打擊，通脹依然大幅飆升。喜劇演員艾克萊伊德（Dan Aykroyd）就曾多番模仿卡特，在節目中講出「通脹是你朋友嗎？」的名句。現時網上亦流傳一段30年代宣揚通脹的短片，其中更

把羅斯福總統吹捧為以通脹拯救全民的救星。

由於經濟學往往以物理學為模仿對象，而經濟學家往往擺出科學家的姿態，透過可觀測數據及精確數學模型來進行經濟分析。不過，有別於物理學實驗，經濟實驗往往無法觀測，亦難以精確衡量，更從來不易控制。把通脹當作朋友看待，而以宗教教義視之，大概無傷大雅，只不過通脹對整體經濟而言究竟是友是敵，卻不易猜透箇中底蘊。

對於通脹，筆者以為倒不妨從「不可知論」（agnostic）或「多神論」（polytheistic）角度視之，實行各自演繹，而又各有道理。

通脹不外以貨幣或價格為計算基礎；而根據最原始的定義，通脹即貨幣供應有所增加。若貨幣供應量增加，而貨物供應量維持不變，價格自然上漲。時至今日，較為普及的通脹（或通縮）定義卻有別從前，認為價格升跌是由供求帶動，而非純屬貨幣供應問題。

消費者追求價廉物美

筆者不打算在討論中傾向任何一方，但認為追求價廉物美是一般消費者的心理，自不待言。所以，從所謂「多神論」角度出發，人人皆各自有其貨幣供應和個人消費模式，除非對德國豬肝腸（liverwurst）情有獨鍾，否則豬肝腸漲價對筆者之輩實在無關痛癢，但對居於德國境內的人來說，這無疑是一大問題。

以美國為例，佛羅里達州南部氣候炎熱，當地居民自然不會關心清雪機價格，反而對空調價格動向就會格外留神。至於年過70的退休長者，大學加學費自然不及藥物漲價值得關注。

物價升幅實際上高於官方公布數字的民間呼聲，可說自有其道理，因為物價上漲是人所共見的現象，實在毋庸反駁。若按消費物價指數（CPI）中實質住宅價格觀之，美國在2005年左右的通脹應十分嚴重。不過，官方統計卻似乎反其道而行，而傾向描繪出一片通縮圖像。若以2008年至2011年間的樓價計算，就應會出現官方所公布的通縮現象。美國勞工統計部（Bureau of La-

bour Statistics；簡稱BLS）則採用數十年前的所謂業主等值租金（Owners' Equivalent Rent）作計算準則；這項指標在CPI中所佔比重達24%，為各統計物價中最高。

筆者也知道不少產品價格下跌而品質反而上升，手機就是最佳例子，而手機通訊收費相信亦將大幅減價。但美國華盛頓政壇卻我行我素，仍沿用舊有的CPI及各種相關指標來計算通脹。由於CPI以全國「平均」通脹率為準，因而對任何個人、家庭、企業、城市、州份自然都有欠準繩。CPI不過是通脹統計所用的最小公約數，好比所謂「自由碼」大衣，結果無一合身！

儘管CPI已知的局限多多，其用途卻依然極為廣泛。因此，即使生活費用下跌，有人繼續加薪，有人卻入不敷支。雖有其他通脹指標，可惜都各有局限；美國聯儲銀行各有三個通脹統計準則。聯儲局則以個人消費開支（Personal Consumption Expenditures）為準，其中以連鎖美元（chained dollars），而非CPI所採用的一籃子固定物價。自2000年以來，聯儲局提交國會的通脹預期報告就一直沿用此法。

CPI一般作計算入息稅各項調整之用，若指數偏低，入息實質增速就會高於價格調整，而在退休金下調的同時導致稅率調高。但若計算所得通脹率過高，則稅率就會低於正常水平，而社會保障及退休金反而增加。對於高度發達的經濟體而言，如此大舉調整未免過分；即使計算稍為偏差，日積月累，都會令部分人蒙受巨大損失。

無論通脹水平如何，亦無論通脹短期內有何影響，可以肯定的是，長遠而言，通脹與利率息息相關，因為若考慮到利率其實不過是價格的一種，亦即貸款價格，也就其理自明。

受政府政策影響最深的物價，當首推利率。各地區聯儲銀行直接掌控區內短期利率，因而對其他地區亦產生巨大影響。各行的利率政策如何有利，又令何方受惠卻一直不得而知，由此衍生出不知多少陰謀論。

理論上，聯儲局職責在於運用所有工具，在爭取全民就業、穩定物價、將利率維持在合理水平之間求取平衡。所謂「穩定物價」目標正是有關通脹，主席貝南奇放放的公開聲明就表示滿意通脹受控的現狀。他本人及局內同儕在擋駕之餘，亦深知該局的數據與分析未盡完善，但職責歸職責，若說參考數據，該局亦只能依靠官方公布的就業和通脹數字。

因此，作為美國央行，運作毫不透明，聯儲局只能運用如此粗疏的工具，在對象不明而又漫無目標的情況下，對通脹統計加以操控。

日大舉印鈔非良策

歸根究底，既然並無其他工具可用，只能將CPI沿用下去。不過，日子有功，只要視之為趨勢而非絕對值指標，CPI及相關指標的功用確也漸見改善。既然立定決心以趨勢為準，就無謂再為單單一個月的數據而煞費思量；反而應着眼於至少一兩年的趨勢方為正道。

擱筆之前，在此引述GaveKal財經研究中心加夫（Louis Gave）對日本近日發展所作的評論：

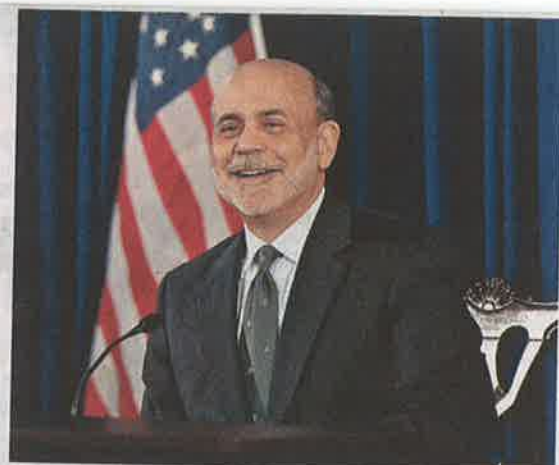
在新首相新氣象影響下，日本央行近日作出投資界聞所未聞的創舉，亦大出市場意料之外，宣布將買債計劃規模倍增，並大大延長買債時限。另一方面，日圓則持續貶值，以致資產高達9萬億美元而高踞全球之首的日本家庭，正蠢蠢欲動，考慮轉買外幣。對沖基金自然亦急謀出售孳息40基點的日債，而轉買孳息1.75厘至2厘的英、美或法債券。

投資者若同意本行指日圓貶值將引致全球（尤以日本最大競爭對手為然）通縮的觀點，即使以孳息僅為1.25厘的德國債券作長倉而沽空日債，看來亦頗吸引。

筆者不得不再重申，日本政府勢將大舉印鈔，幅度更將遠超美國聯儲局及歐洲央行，因而展開一場史無前例的經濟實驗。筆者既然估計這場實驗難免慘淡收場，個人投資計劃針對日本部分亦基本上以沽空日本政府及央行為主；日本股市自然另當別論！面對債務佔GDP比例已高達240%的嚴峻形勢，大舉印鈔兼大量舉債根本並非良策！

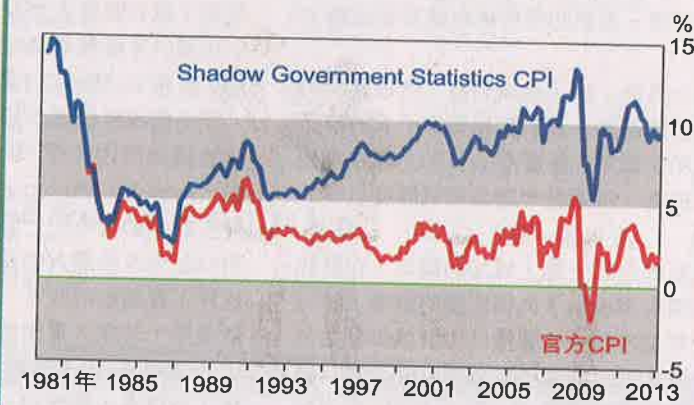


■日本央行買債計劃規模倍增，並延長買債時限，大出市場意料之外。
(彭博圖片)



■聯儲局主席貝南奇公開聲明表示，滿意通脹受控情況。
(彭博圖片)

美國官方與非官方CPI按年變化



資料來源 Shadowstats.com

信報

作者為著名投資分析專家，其前沿思考 (Thoughts from the Frontline) 是目前全球發布範圍最廣的投資通訊，擁有過百萬讀者。

John Mauldin 擁有極強洞察能力、擅長解構複雜的金融現象，每周對華爾街、全球金融市場和經濟歷史提出精闢見解，極具參考價值。

《信報》為大中華區唯一刊載 John Mauldin 投資通訊的中文媒體，內容由《信報》翻譯，「跳出思維定式」及「前沿思考」分別於每周一、周五在《信報》(精華版)及信報網站 www.hkej.com (全文) 刊出。