

安倍藉通膨 拉抬房價

先探投資週刊 2013.7.19 #1734

◀◀ 林左裕 政治大學地政系教授

上個月我們探討美國寬鬆貨幣政策QE進出市場下的投資EQ，建議投資者可在市場過度反應下，尋找具基本面但因羊群效應被市場殺出的標的，也約略提及日本的「安倍三箭」政策。

筆者於六月底參加在日本京都舉行的「亞洲不動產學會(ASRES)國際研討會」，日本央行副總裁岩田規久男(Kiichiro Iwata)蒞場專題演講，主題為「日銀質化與量化寬鬆政策(QQE)的傳遞效應」，本文就此三大支柱——「寬鬆貨幣政策」、「擴張政府支出」及「推動產業結構改革」多管齊下的政策，可能對經濟及不動產市場所造成的影響，進行深入的分析。

QQE預期的傳遞效應

岩田副總裁為東京大學經濟學博士，上任前曾為日本上智大學及學習院大學教授，他在演講中指出，目前日本藉增

加貨幣基礎為兩倍，期以提高通貨膨脹率至二%，此舉對資產價格、實質利率及失業率與通膨間之關係將產生傳遞效應，最終目的為提高所得。

首先，印鈔票下將造成資產價格膨脹，對資產負債表有美化作用，資產持有者在財富效應下將增加投資及消費，進而帶動生產及勞動需求，就業率及工資亦將因此上漲。其次，通膨將引導實質利率下降及匯率下跌，亦可使出口增加，進而帶動生產及提升所得。第三，提升通膨可在經濟理論上的「菲利普曲線」降低失業率，有良性循環的效應。

儘管日銀此次的超級寬鬆政策引起國內及國際間正反兩面的論述，但在日本自一九九〇年初起歷經長期的通貨緊縮至今，國內消費及投資持續不振下，這帖猛藥似乎是具理論基礎的特效藥。理由是日本在一九九〇年經濟、幣值及不動產市場達到高峰，因「廣場協議」後巨幅升值嚴重影響出口

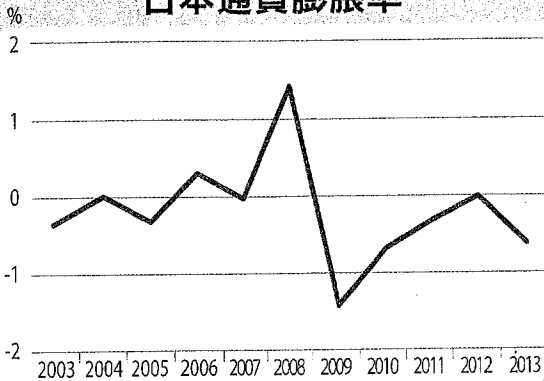
及經濟動能，金融面也因產業衰退而緊縮，不動產市場的泡沫亦因此破滅而回歸基本面。

當時的貨幣政策採取連續調降利率而導致「流動性陷阱」及通貨緊縮，百姓在面對未來不可預知的情況下，消費更為謹慎而產生惡性循環。從附圖中可看出日本近十年來通貨緊縮的嚴重性。至今安倍終於大膽採用QQE的做法，擬藉寬鬆貨幣政策撐高資產價格，藉以引發民眾信心；或是「迫使」民眾在今日多消費與明日少消費間做一抉擇，藉引導消費而再創經濟成長。

安定期以寬鬆貨幣政策拉抬日本資產價格及刺激消費，以及讓日圓貶值刺激出口外，最重要的仍是產業結構的改革。但在各國經濟新勢力的崛起中，產業結構的調整也是最困難的。此政策在日本及國際間也引起各方不同的意見。

首先是在不具經濟成長支撐下的寬鬆貨幣政策可能引發惡性通膨，國內債券實質利率

日本通貨膨脹率



註：2013年為至五月底之平均

下跌後反而可能使資金外流，對日本投資減少，未來的公債流動性將由日銀獨挑大樑；但目前日本外債已高，且與美國不同的是，美國得以藉著二戰後的「美元本位制」以世界流通貨幣之尊及尚存的國力，要脅各國持有美元及相關資產為其外匯存底。也就是國際間對美元的需求，才得以支撐美國國力及美元幣值至今。

而日本在世界影響力畢竟不及美國，若產業結構的調整不如預期，投資者及消費者的反應依舊冷淡，屆時日本再一次的大幅衰退與惡性通膨，將再影響亞洲國家、甚至全球的經濟復甦。

其次是通膨將刺激資產價格膨脹，但其負作用是將對不具經常收入的族群產生購買力減弱的效應，如失業者、低收入、無殼蝸牛及退休族群。

對前三者的犧牲有待整體經濟提升或社會福利配套解決，但對退休族群等雖降低其購買力，然日本社會目前的財富掌握在這些戰後嬰兒潮手上，以「鈔票變薄」的手法逼迫其消費，若能因此提振經濟動能，亦能博得眾人掌聲。英國《金融時報》亞洲版主編皮林即讚揚此法為「劫老濟少」，在年輕族群失業率高且所得低的現況下，可臻「世代正義」，十分可取。

第三個論述是在經濟理論上的菲利普曲線經驗下，創造通膨以降低失業率。「菲利普曲線」是一九五八年紐西蘭經濟學者菲利普，發現工資增加率（縱軸）與失業率（橫軸）

間呈負向關係，當時因通貨膨脹率難以量化，遂以工資增加率替代。但經濟史上通膨與失業率並非隨時呈現此反向關係，如景氣不具基本支撐而貨幣政策過熱時，所導致之高通膨及衰退現象或高失業率時，稱為「停滯性通膨」，此時菲利普曲線即呈正斜率。

最近《經濟學人雜誌》也以二十一個富國經驗指出，除了幾次金融風暴外，通膨與失業率間的關係已自一九七〇年代的高度負相關至今已逐漸趨緩，近五年間已呈現低度相關。也就是說，在近年來的經濟環境下，安倍想藉推升通膨降低失業率，效果可能有限。

由以上的探討可得知，安倍這帖猛藥或許有效，但效果還需市場及消費者的時間檢驗。以今年前五月來看，日本通膨仍呈負值（負〇·六%），顯示刺激通膨的成效仍不如預期，消費及投資或融資意願，仍在之前長期的通貨緊縮陰影下無法擴張。但政策常具有遞延效應，安倍期許兩

年可達此通膨二%的目標。

在日本不動產市場的表現上，上一波的泡沫破滅後已使不動產價格崩跌，日本部分投資者在斷頭外，多已失去投資信心，但因價格已跌至基本價以下，不少標的已浮現出投資的基本價值，投資者有機會在此波Q QE下攫取可能之增值空間。但日本投資不動產稅負比台灣繁雜沉重，投資者應以稅後之基礎進行比較分析。

行筆至此，回頭看看台灣的產業及不動產，似乎也正邁向日本的後塵，產業的空洞化後，在長期寬鬆的貨幣及財政「兩大支柱」下，不動產市場的漲幅早已超過基本價值，投資持有的收益率之低已居世界之冠。目前只能保佑泡沫不至破滅，同時期待另一大支柱「產業改革」能迎頭趕上，使所得能支撐得起房價；否則台灣不動產市場若因經濟持續遲緩，難保不會落入日本之前的「衰退十年」。

（本專欄由林左裕、徐佳馨、田大權輪流執筆）