

停滯通膨的前因後果

通膨一開始通常都是成本上推造成的，這會使 AS 左移，此時央行為了抑制通膨而升息，這會使 AD 也左移，於是所得進一步下降，導致經濟衰退，所以停滯膨脹通常是先膨脹、再停滯。

Keynes 認為升息固然可以抑制通膨，但也同時會使本國貨幣升值，導致貿易逆差。唯一解套的方法，就是讓主要貿易對手的貨幣升值更多，此時本國貨幣相對貶值，這樣就可以同時抑制通膨和刺激景氣，解決停滯膨脹問題。只不過這個一石二鳥之計，必須用以鄰為壑的方式才能達成，1985 年的廣場協議 (*Plaza Accord*) 和 1987 年的羅孚協議 (*Louvre Accord*) 或許就是兩個這樣的例子。

升息只是減少在外流通的貨幣，但是這些因 QE 而多印出來的鈔票，本來多半就不是拿來消費和投資，而是流向股市、房市，和高收益債，對物價影響不大，所以升息、縮表，對股價和房價的壓抑，會超過對物價的影響，也就是說，升息無法解決因成本推動而產生的停滯膨脹問題。

1971/8/15 美國總統 Nixon 發表全國電視演說，宣布實施工資和房租的管制，並不再承諾對他國兌換黃金的要求，為的是抑制逐漸上升的通膨。這使得布列敦森林體系 (*Bretton Woods System*) 終於畫下句點。

促成這個重大政策改變的最後一根稻草，是 Fed 前主席 Burns 在 1971 年寫給 Nixon，且在最近才曝光的備忘錄。當時 Nixon 想在隔年競選連任，但面對接近 5% 的通膨，想先把通膨壓下來，但是他不相信 Friedman 控制貨幣供給的主張，於是求助於 Friedman 在哥倫比亞大學念書時的老師 Burns。

Burns 和 Friedman 的想法不一樣，他不認為通膨是個貨幣現象，亦即他認為通膨主要是來自成本推動，而不是需求拉動。所以他在備忘錄中建議採取工資和房租等價格管制的方式來抑制通膨。

可惜事與願違，價格管制並不會使物價下降，只是換個方式上漲，也就是產生所謂租值消散 (*rent dissipation*) 的現象。更糟糕的是，因為通膨使美元撐不住 35 美元兌一盎司黃金的價位，在棄守布列敦森林協議之後，美元開始貶值，使得以美元計價的石油開始漲價，這又間接導致 1970s 兩次以阿戰爭，和接踵而來的石油危機，造成更嚴重的通膨。油價上升是成本推動，但若沒有和黃金脫鉤的美元供給增加，帶來強大的需求拉動，通膨也不會來得又快又猛啊！

美元供給和通膨在 1970s 亦步亦趨，但是到了 2008 以後兩者就沒什麼關係了，這當然是因為次貸和疫情導致流動性陷阱作祟，所以貨幣供給增加是通膨的必要但不是充分條件。

愈來愈多的證據顯示通膨是供給和需求交互作用的結果：一開始必須先有成本上升的推動，譬如 1970s 的工資、油價的上升，接著如果貨幣供給也持續增加，那麼就會產生物價持續上升的通膨現象。歷史不會重複，但總是似曾相識！

一般教科書都把通膨的原因區分為需求拉動 (*demand pull*) 跟成本推動 (*cost push*) 兩種，這並沒有錯，但是沒有說清楚。根據 Adam Smith 的國富論 (Bk. I, Ch. XI)，成本上升是物價上漲的充分條件，需求增加是溫和通膨的必要條件，而貨幣供給的大量增加則是惡性通膨的必要條件。通膨事實上是供給和需求交互作用的結果，但一個是充分條件，一個是必要條件，兩者缺一不可！

譬如當工資和原物料 (資本) 的價格上漲時，生產成本會增加，廠商必然會將增加的生產成本轉嫁給消費者，也就是供給曲線會向左移動，此時會導致物價上漲，但除非這種成本上推是持續性的，否則物價只會一次性上升，不至於會有通貨膨脹。然而如果此時需求也上升，譬如解封造成運輸和食物等相關需求增加，那麼就有可能產生溫和的通貨膨脹。而若此時政府已經印了一大堆鈔票 (譬如 QE)，需求拉動的速度便會加快，那麼就可能產生比較嚴重的通貨膨脹。

歐美各國最近物價蠢蠢欲動，正好提供我們一個驗證 Smith 理論的機會。譬如美國的 CPI 相較兩年前漲了 6%，即使用可變動商品種類的 PCE 來看，也漲了接近 5%，有趣的是其中 1/3 的漲幅來自二手車價格的上漲，這是受疫情影響，推升汽車生產成本的結果。當然這不會導致通膨，因為二手車價格不可能一直漲下去，但是不要忘了如果石油、糧食和運輸等成本在解封後逐漸上升，加上 QE 和超低的利率對需求的拉動，通膨超過兩位數 (10%) 就不是不可能的事了。不過這一切都源自 Burns 寫給當時的總統 Nixon 的一個備忘錄。

所以 Friedman 的名言並沒有錯：“Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon.” (*Dollars and Deficits*, 1962)，只是他沒說清楚貨幣供給和通膨之間的因果關係。

1979 年民主黨的總統 Carter 提名 Volcker 為 Fed 主席，他上任不久便宣布大幅升息以對抗通膨，結果通膨是壓下來了，但代價是持續數年的不景氣，於是共和黨的 Reagan 政黨輪替，並留任前朝的 Volcker，但是心中卻一直想把他換掉，最後終於在他第二任到期時不留任，改提名 Greenspan。

Powell 的情形和 Volcker 很像，同樣要面對通膨甚至是停滯膨脹的問題，也同樣是前朝遺老（他是由共和黨的 Trump 提名），只是 Biden 是否像 Reagan 不喜歡 Volcker 一樣，也不喜歡 Powell，這就不得而知了。

其實 Fed 一開始不是主席制，而是紐約分行總裁制，尤其是 1920s 的總裁 Strong 更是權傾一時，並在 1924 年為了幫助英國回到金本位而不當降息。Friedman 十分欣賞 Strong，但是否因此而在美國貨幣史一書中刻意隱惡揚善，是令人感到好奇的問題。

1979/10/6 Fed 前主席 Volcker 召開臨時 FOMC 宣布升息，這是美國乃至全球金融史上一個非常重要的決定，因為這不僅促成華爾街債市興起，也是貨幣數量說第一次大規模的實驗，更間接導致日本的平成泡沫 (*Heisei bubble*)，以及台灣首次的股市狂飆。

Volcker 決定升息是要抑制 1970s 兩次石油危機所導致的通膨，而石油危機源自布列敦森林體系結束後美元供給的大幅增加，這個金匯本位制會結束，又是來自 Fed 前主席 Burns 建議 Nixon 總統管制工資和物價的備忘錄，而這個重要的備忘錄則在今年才被美國政府解密。Volcker 兩年前過世，在他往生前一年寫下的回憶錄 *Keeping at It* (中譯：主席先生)，對上述這段重要又有趣的歷史有相當詳細的紀錄。

閒話加密貨幣

貨幣的功能一般分為：交易媒介 (medium of exchange)、價值貯存 (store of value)、記帳單位 (unit of account) 和支付工具 (means of payments) 等四項。

經濟學中所謂的產權 (*property right*) 一般分為：所有權 (ownership, or the right to exclude)、使用權 (the right to use)、轉讓權 (the right to transfer)，以及收入處分權 (the right to derive income from the use of)。其中所有權和轉讓權為一組 (擁有才能轉讓)，而使用權和收入處分權則是另外一組 (能用就有收入)。貨幣的功能和產權大致有如下的對應關係：

所有權 → 記帳單位

使用權 → 交易媒介

轉讓權 → 支付工具

收入處分權 → 價值貯存

根據寇斯定理 (*Coase Theorem*): 權利的界定是市場交易的前提，而所有權通常由法律界定，使用權則以市場界定為主，這表示記帳單位和支付工具這兩個功能，通常必須透過政府和法律才能界定清楚，因為它們和貨幣的所有權有關；而交易媒介和價值貯存這兩個功能，透過市場便能界定清楚，因為它們和貨幣的使用權有關。

譬如在監獄中，香菸便可用來作為貨幣 (在沒有禁菸的時候)，它既可當作交易媒介，又能貯存價值。但是香菸不是法定貨幣 (*fiat money*)，只能在檯面下非法交易，不是法定的記帳單位和支付工具，買賣雙方都可以拒絕接受。

加密貨幣 (*cryptocurrency*)，譬如比特幣 (*Bitcoin*)，當然是一種貨幣，因為它具備交易媒介和價值貯存這兩個功能，但在大多數國家 (除了薩爾瓦多之外) 都不是法定貨幣，亦即它不是法定的記帳單位和支付工具。

加密貨幣目前無法取代主權貨幣的原因有許多，其中之一便是它的價值並不穩定，譬如最近比特幣已跌破三萬美元，而之前最高曾經接近七萬美元，可說是攔腰斬了一半還不止。比特幣之前接近七萬美元的高價，許多是靠 QE 多印的鈔票炒作出來的，所以當 Fed 準備收縮銀根時，比特幣便少了一個重要的支撐。

有趣的不只是標榜正義的比特幣需要邪惡的美元支撐，即使是中本聰原始設計的數量上限，現在也因市場交易量激增而有了新的解釋：上限仍由挖礦能力決定，不會像 QE 可以無限印鈔，但是交易量不以一單位為下限，可以交易 1/10，甚至 1/100 單位，換句話說，每一單位比特幣可以無限分割，也就是有上限，但無下限是也！

QE 給了美元在 1 的後面加上無限多個 0 的權力，而虛擬貨幣可以無限分割的特性，則讓比特幣可以在 1 的前面加上無限多個 0。無論是 Fed，還是虛擬貨幣的玩家，都將莊子一書中“至大無外，至小無內”的理論玩得滾瓜爛熟：美元至大無外，比特幣至小無內，兩者都沒有數量限制，誰比誰邪惡呢？