



Pascal BLANQUÉ
主席，鋒裕匯理研究所

- **通膨壓力已處處可見：**自年初以來，通膨數據已超出許多分析師與評論者的預期。在已開發市場與新興市場，年度消費者物價指數 (CPI) 的數據皆達過去數十年來的高點，隨著個別國家不同而略有差異。雖然受到俄烏軍事衝突的刺激，導致能源與商品市場劇烈波動，然而價格快速上揚乃是因為更深層、本質上屬於心理學範疇的因素。
- **通膨與心理學：**長期與短期集體記憶、公眾反應、在經濟個體間透過媒體所傳播的論點，各角色皆確保了關於通膨的自我實現預言終於實現。這是記憶覺醒的過程，而且是一種廣義的「重回 1970 年代」說法。
- **決策者的角色：**由於決策者在保護與補償方面飽受壓力，使得通膨促成更多財政上的通融措施，這將會使通膨變得更加嚴重。貨幣政策已落後於形勢，而主管機關現在面對的兩難是，要如何在扼殺經濟成長的情況下打擊通膨。
- **對投資活動的後果：**投資人現將實質報酬看作是這十年來的新口號。以實質報酬而非名目報酬為目標的投資組合建構應該包括：實質與另類資產、高股利股票，以及彈性的固定收益策略，以適應高利率環境。

這十年來，各國央行無不費盡心思將通膨率提高到目標值，然而 2022 年新年開始，我們看到了世界各國皆轉移往通膨的環境。美國通膨率來到過去 40 年來的高峰，其他已開發市場也緊追在後；歐元區的年通膨率在今年年初時為 5.1%，2 月份 5.9%，到了 3 月份更是高達 7.5%。3 月底已開發市場消費者物價指數的平均年增率為 5.6%，新興市場為 7.2%，標示著全新的通膨時代即將來臨。在這樣的背景下，市場關注焦點轉移到找出強化通膨效應與確保其自我實現預期會發生的心理學機制，因為對於未來價格成長的預期，強化了通膨的論點。在這篇訪談中，Pascal Blanqué 揭示某些機制，深入探討通膨與心理學之間的連結。

如何將心理學納入通膨思維中？通膨一直都是貨幣現象嗎？抑或在本質上部分屬於心理學範疇？ 兩者在心理學上的時間相互交織，而在通膨時期更是時光飛逝。舉例來說，在正常非通膨時期的一小時，相當於惡性通貨膨脹或資產價格泡沫化時期的一日。在我的著作中，我討論了「心理學的指涉」(psychological referential) 這個重要概念，記憶與健忘的強大力量在其中發揮作用。我所發展出來的概念是：儘管貨幣增加是通膨的必要條件，但仍不足以觸發通膨。心理學指涉的轉向必須同時發生。

通膨何時開始從經濟現象轉變成心理現象？警告跡象又是什麼？過渡是逐漸發生的，抑或有個引爆點？

通膨是累積的現象，一旦生根，就難以回頭。論述扮演的角色，讓通膨如病毒般呈指數型蔓延，變成群眾現象，並且具有反饋迴路與自我實現的預期。人工智慧技術讓我們得以分析這些論述：通膨論點受市場歡迎程度上升，而長期停滯的說法則日漸消退；在我看來，這個過程對於預期如何形塑出來，至關重要。數據 (價格揚升) 的累積造就短期記憶，同時建構與長期記憶 (1970 年代) 之間的連結，因此我們看到了從蟄伏狀態到指數型成長的轉變。我們可以藉由薪資協議，以及更廣泛而言，勞動力與資本之間，從如何分享附加價值的轉變，累積而來的力量，從中看到這個過程日漸成熟。這就是我所謂的「典範轉移」面向。透過指數型與自我維持的加速過程，當大家說通膨發生時，就代表真的發生了。

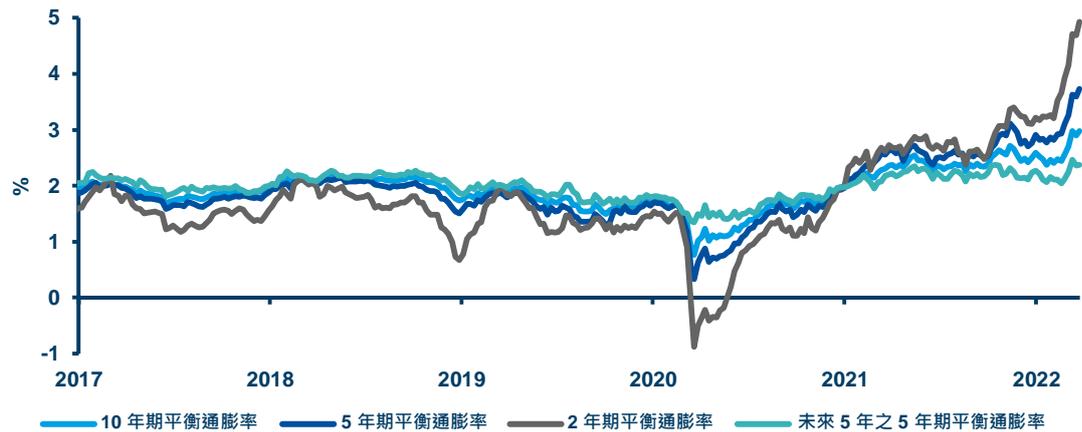
「論述扮演的角色，讓通膨如病毒般呈指數型蔓延，變成群眾現象，並且具有反饋迴路與自我實現的預期。」

「通膨過程是一個發現的過程，最初始於虛空，而在那片虛空中通膨已遭深深遺忘。」

通膨預期「脫鉤」是什麼意思？我們又該如何看待這種狀況？

「脫鉤」指的是央行失去公信力，以及失去對殖利率曲線的控制。脫鉤可能會以長天期利率以及以市場為基礎的長期通膨指標（5 年期通膨交換利率、10 年期平衡通膨率）突然躍升的面貌，出現在我們眼前。然而，對於可能已被量化寬鬆政策所曲的衡量指標，我傾向持保留態度；由密西根大學進行的那類調查，反而更能反映真實情況。我認為，央行的中心思維已然改變：他們基於各種理由，寧願採取善意忽視，像是經濟成長與通貨膨脹間的不對稱性、財政支配與實質利率的金融抑制。央行已遠遠落後局勢，且顯然無意縮小差距，在某個時間點，必然得放棄抵抗。

美國市場通膨預期



資料來源：鋒裕匯理資產管理、彭博。截至 2022 年 3 月 29 日的資料。

您如何看待目前通膨的動能以及大眾對此如何反應？

大眾反應從忽視與否認，轉為驚訝與承認，而現在，我們正往下個階段前進：恐慌。通膨過程是一個發現的過程，最初始於虛空，而在那片虛空中通膨已遭深深遺忘，通膨也是代表市場的定價。目前經濟生活下的絕大多數人不知道何謂通膨，甚至不曾經歷過長時間價格與利率高漲的年代；這會是個記憶覺醒與調整預期的過程。過去幾個月中，我們看到數字連續攀升，逐漸累積成我們的短期記憶，也喚醒我們對於 1970 年代或停滯性通膨的長期記憶。當人們談論、做出反應並且試圖加以調整時，迴圈就此擴散開來。某些未受到供應鏈瓶頸或能源問題所影響的地區，通膨亦急起直上，這僅僅是因為相關談論、論述與電視報導造成病毒感染般的擴散效應。透過媒體傳播的論點（某種自我實現的現象）已創造出焦慮與恐慌，一如在所有通膨初期會發生的連續事件，社會與政治憂慮開始快速累積，因為通膨下首當其衝的就是最窮困的族群，因而強化和揭露存在許久的社會分化。

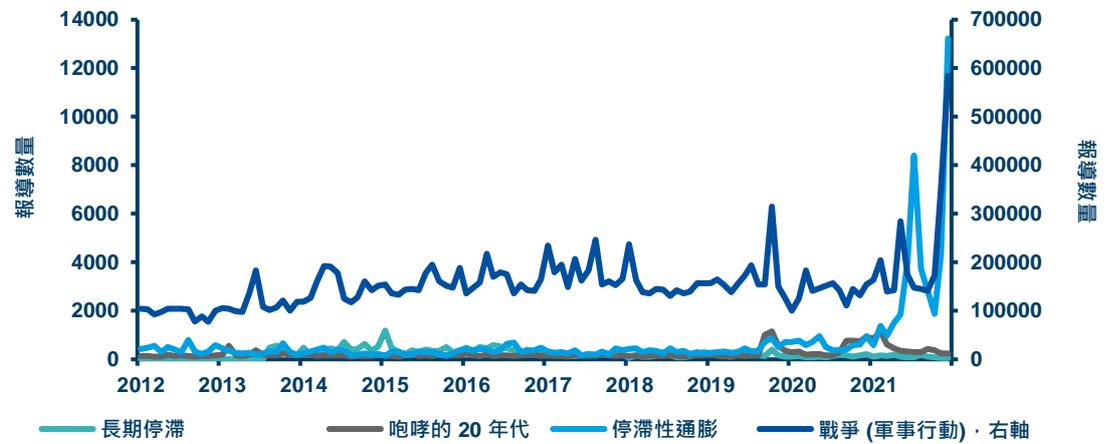
「『發退稅支票以抗通膨』這類倡議活動讓通膨的存在廣受宣傳，讓大眾進一步認定威脅確實存在，進而更加速其發生。」

決策者可以做些什麼，以控制通膨的心理面向？

決策者面臨的壓力越來越劇烈，就以拜登甚或拉加德為例。首先的反應，是要求透過各種管道（例如：凍結價格、補貼金與財政轉移支付），在預算方面作出保護與補償措施。通膨導致更多的財政通融措施，反過頭來藉由實質與心理管道，造就了通膨的動力來源。『發退稅支票以抗通膨』這類倡議活動讓通膨的存在廣受宣傳，讓大眾進一步認定威脅確實存在，進而更加速其發生。由此可見，通膨是一個自驅現象。另一層面是，貨幣政策素遭抨擊為落後於形勢；決策者現在面臨兩難，一方面要打擊通膨，卻冒著扼殺需求、房市成長與經濟成長的風險，因此得在其中試圖找到平衡點。為因應供給面的問題而升息，並不能徹底解決通膨，還會衝擊需求面。最後一個層面，是地緣政治的經濟學。能源問題談論得沸沸揚揚，甚至觸發安全性與國家主權

的相關行動。許多國家的政府都被指責過於天真，缺乏地緣政治上的遠見，但現在絕大多數已改變政策。

媒體對於停滯性通膨與戰爭的恐慌加劇



資料來源：鋒裕匯理資產管、彭博。截至 2022 年 4 月 4 日的資料。

「經濟局勢，尤其是市場情況，是由言語、文章、圖像與論述戰爭組構而成；一旦這場戰爭暫時獲勝，價格就達到了相對的平衡點」。

媒體扮演什麼樣的角色？

如上所述，媒體在金融與經濟敘事上扮演重要角色，我們 (包括 Robert Shiller 等人在內) 認為，經濟局勢，尤其是市場情況，是由言語、文章、圖像與論述戰爭組構而成；一旦這場戰爭暫時獲勝，價格就達到了相對的平衡點。此論述必須納入我們稱之為「基本面」中加以考慮，才能更真實地描述我們觀察到的現象。媒體是「通膨病毒蔓延」的加速器，通常展現極度擔憂的態度。

準確評估目前通膨時，我們對於過去通膨時期的集體記憶有多重要？

這是最基本的。我的研究有很大一部分的出發點始於：「要是不把由持續時間、記憶與遺忘 (亦即，心理時間) 所架構出來的心理學指涉納入考慮，將無法理解經濟與金融現象」。人們形成預期 (亦即，將未來折現) 的方式，與他們記憶與遺忘的方式相同，在個人與集體層次皆是如此。我已說明，擁有某種集體記憶，是由短期與長期記憶所組成，由多少與事實相符的核心大論述所構成，並且以遺忘係數作為框架。時間越是久遠，遺忘係數就越大；但若出現突發的非線性跳躍，短期事件可以喚醒人們的長期記憶。我在 2019 年 4 月寫過一篇文章「重回 70 年代之路」，為近在眼前的「典範轉移」提供了充分的說明，並且點出當時與現在的共同點。這並非歷史重演，出現同樣的現象，而是因為人們的心理相對來說一直沒有改變。人們對於可互相比較的事件，反應多半相同，關鍵原因在於，人們的指涉是由對某些重大事件的深刻記憶所構成，但未必總是有意識如此，這是因為集體事件形成了無意識的面向。試想德國經歷過的惡性通膨、1970 年代的狀況、咆哮的 20 年代、或是就新冠病毒危機而言回想當時的西班牙流感，這些機制對於一般大眾或投資人都能起作用。投資人現在找尋的投資組合建構，是以實質報酬而非名目報酬為目標。實質與另類資產、高股息股票與彈性的固定收益策略將會受益於高利率環境，我們也將會看到找尋實質報酬 (儼然已是新口號!) 的需求強勁成長。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司 | 台北市信義路 5 段 7 號台北 101 大樓 32 樓之一 | 總機：+886 2 8101 0696

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為鋒裕匯理基金及鋒裕匯理長鷹系列基金在臺灣之總代理及投資顧問。鋒裕匯理證券投資信託股份有限公司為 **Amundi Group** 之成員【鋒裕匯理投信獨立經營管理】