

《信報》專欄〈一名經人〉

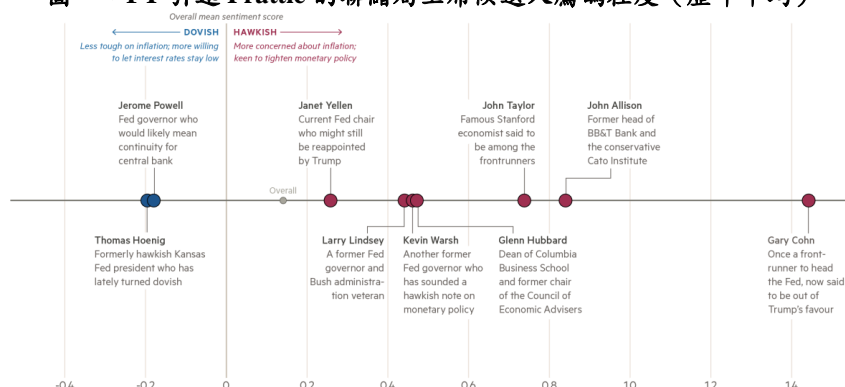
大數據可辨鴿鷹 同跟法則怎分清？

聯儲局新主席揭盅之前，贏面高的人選實已限於鮑威爾（Jerome Powell）和泰勒（John Taylor）二人之爭。外界普遍關注的焦點，是新人將令聯儲局比以前鷹了多少。傳統的鷹鴿論都以政策鬆緊取態判斷，方法不外讀遍某人的演說、文章、會議發言等；廿年前已有人做這類研究（如 Christina Romer），但皆以土法細讀然後主觀評分為主。

今時今日有人工智能，要讀某人的政策取態已容易得多。最近《金融時報（FT）》引述了人工智能機構 Prattle 的研究，將幾位候選人近十年的發言、文章等共 616 篇或 240 萬字作鷹鴿程度分析；至於何謂鷹鴿，則按各人得分再與市場的反應（包括債息、美元、股價）比對作準。機器讀文跟人眼閱讀原則上分別不大，但準繩度卻應好得多。

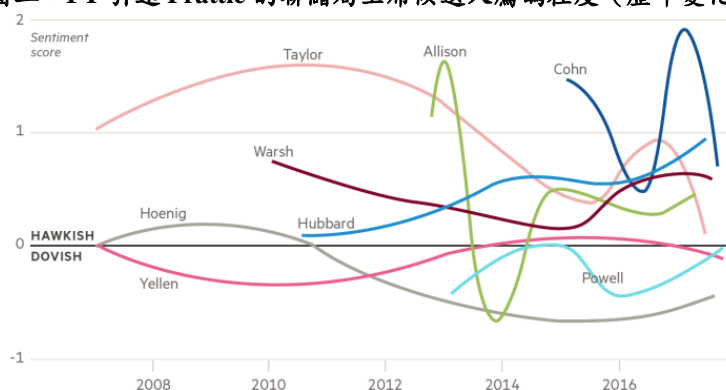
分析所見，原來最初爆出大熱但亦最早滑鐵盧的科恩（Gary Cohn）才鷹得驚人，得分遠遠拋離另外八名候選人；或許只是外界對其政策觀不詳市場才無反應【圖一】。盛傳甚鷹的泰勒僅排第三，得分約為科恩的一半。至於早已盛傳出局的沃爾什和耶倫，前者稍鷹符合一般認知，但原來耶倫也得偏鷹分數，跟市場、傳媒歷來認知頗有出入；畢竟聯儲局已加息兼收水，耶倫的論述不可能太鴿，否則便會言行不一。至於鮑威爾，得分幾乎最鴿，跟普遍想法亦大異其趣。若鮑氏搭泰勒，一鷹加一鴿，水火不容嗎？

圖一：FT 引述 Prattle 的聯儲局主席候選人鷹鴿程度（歷年平均）



倒也未必。因為 Prattle 也分析了九人在近十年來的鷹鴿取態變化，做法大抵一樣。觀圖所見，泰勒歷來得分平均雖為 0.7x（正鷹負鴿），但其實近七年來是由高位的 1.5x 跌至近年的接近 0；至於鮑威爾，雖然歷來平均近-0.2，但最近卻也升至近 0【圖二】。換言之，鷹者趨鴿、鴿者趨鷹，兩者實已達難定鷹鴿的境界，合作未必如想像中般難。事實上，除了歷來呼聲甚低的哈伯特（Glenn Hubbard）和艾力遜（John Allison）外，其餘七人的鷹鴿取態皆多少呈均值回歸或趨向集體之象，誰坐正的分別或許未必大。

圖二：FT 引述 Prattle 的聯儲局主席候選人鷹鴿程度（歷年變化）



回到鮑威爾與泰勒。除在大數據上見到二人取態趨同外，其實單從鮑威爾的演說，也能具體見到二人理念之近。在其今年初對經濟展望和貨幣政策的演說中（見參考），鮑威爾大篇幅用上了普遍泰勒法則【圖三】。這跟泰勒於 1993 年發表的原文不同之處，在於泰勒原文將鮑威爾的 r^* 直接寫成為 2 厘。 r^* 是實質中性聯邦基金利率。但據點圖，長線利率中值 2¼ 厘，眾數 3 厘，扣除 2.2% 通脹後的 r^* 實應為 ½ 至 ¾ 厘間，遠低於 2 厘。由此可見，鮑威爾在思路上仍沿用泰勒的法則，但長線或中性水平則因應環境下調。

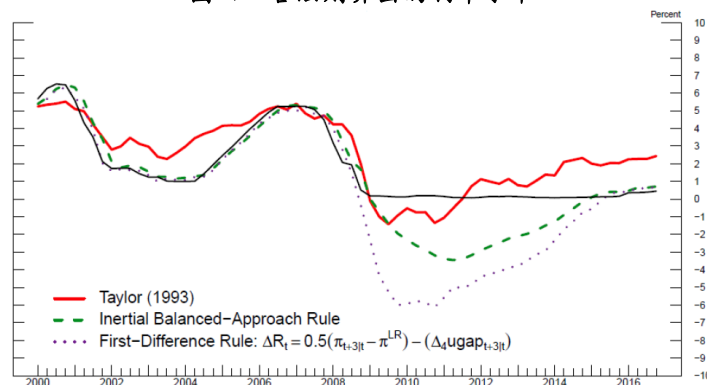
圖三：鮑威爾提到的普遍泰勒法則

$$R = r^* + \pi + a(\pi - \pi^{LR}) + b(\text{gap})$$

where R = nominal federal funds rate;
 r^* = neutral real federal funds rate;
 π = the inflation rate;
 π^{LR} = 2 percent;
 gap = percentage deviation of output from its potential level or unemployment from its natural rate.

Taylor (1993) sets $a = 0.5$, $b = 0.5$;
 Balanced-approach rule sets $a = 0.5$, $b = 1.0$.

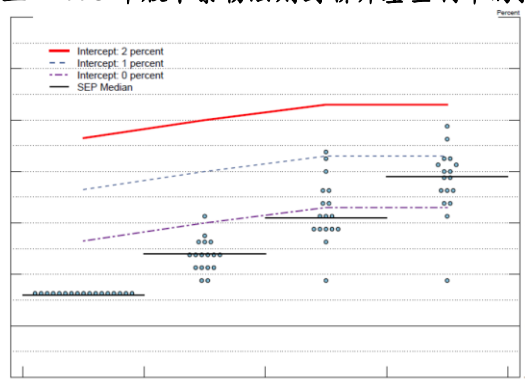
圖四：各法則算出的利率水平



另一調整是平衡法則（balanced-approach rule），即是將實質部分（GDP/就業缺口）

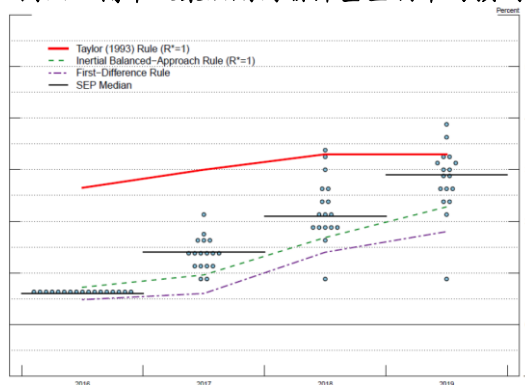
比重 (b) 由原來 0.5 倍大至 1.0，反映近年儲局對實體經濟看重的做法。再加上另一法 (first-difference rule) 算出聯邦基金利率的變動，可得出近十餘年應有的利率走勢水平【圖四】。如圖所見，撇除後海嘯量寬期的不尋常日子，實際利率是較接近後兩法則。換言之，泰勒法則的原則猶在，而鮑威爾亦認為仍合用的，只是應用上要有所調整。

圖五：1993 年版本泰勒法則對聯邦基金利率的預測



將這三法則對未來數年利率走勢與聯儲局說法 (圓點) 和市場預期 (橫線) 比較，即見原始版本泰勒法則的預測軌跡較儲局和市場預測為高【圖五】，至於另外兩法則，卻皆稍低【圖六】。而目前實際上的利率水平，還是跟平衡版本的泰勒法則最為相近。

圖六：簡單政策法則對聯邦基金利率的預測



從鮑威爾對這些模型的比較所見，由他執掌聯儲局跟由泰勒親自操刀分別未必大，甚或跟耶倫原來路線亦差不遠。鷹鴿之別在外人眼中看來很大，但若有辦有眼跟數據，而非如科恩或沃爾什般大玩自己一套，誰掌主席的實際政策結果看來不會分別很大。

參考：Jerome H. Powell (2017), "The Economic Outlook and Monetary Policy," Speech at the Forecasters Club of New York Luncheon New York, February 22.

羅家聰
環球金融市場部