

《信報》專欄〈一名經人〉

沃爾什若掌儲局 格老翻版監管鬆

聯儲局下任主席料在 10 月底前公佈，除耶倫外，沃爾什（Kevin Warsh）是大熱門【圖一】。外界對沃爾什的認識普遍是他相當年輕，生於 1970 年，亦是最年輕入局者。另一印象是他與華爾街稔熟，在 1990 年代後期任職大摩收購合併部門七年，位至 ED。一般相信，若他坐正，聯儲局最大轉變是監管方向，有可能重返海嘯前的寬鬆日子。

圖一：四名聯儲局主席候選人賠率



的確，沃爾什在 2006 年初至 2011 年初的五年儲局日子，已予人相當親市場之感。甫上任一年許即全球股市接近牛三時，他指金融創新令體系更安全。他看到好處很多，在風險產品多樣化、各金融機構競價下，成本低了，增長高了，但他似乎只看到好處。對於當時衍生產品以倍數增長，他認為風險對沖變得容易、普遍，但不見對賭一面。

到金融海嘯爆發時，時任主席伯南克以及不少儲局委員均為學者出身，順理成章，沃爾什便成為與華爾街的橋樑。初時不少官員還未知華爾街的複雜產品出了什麼問題，到很後期才學會市場的一面；但沒有很強經濟訓練、而只有法學博士（JD）的沃爾什，則對經濟的掌握一般——就在 2008 年中經濟水深火熱之際，他還在擔心通脹過高呢！

及至海嘯後一週年即 2009 年秋，沃爾什已主張聯儲局應收回那些非常規的措施。他認為若待經濟回復正常水平時才收水便會太遲，並造成過度借貸。翌年即 2010 年，他在儲局會議上便極力質疑壓低長息（變相針對量寬）的行動，聲言若他是儲局主席，便肯定不會討論 QE2，因為即使失業率仍在 10% 之高位，但通脹預期已大致穩於 2%。

如斯出位的反對派，結果再翌年即 2011 年初辭職，當時沃爾什被譽為「死硬鷹派（hard money hawk）」。既非經濟學者，他在辭任後的經濟論述自然不多，近年有幾次，其中最近一次為去年春於美國全國商業經濟協會上的演講，及後刊於期刊（見參考）。由於此文並非免費可得，以下便簡介一下他怎樣批評當代聯儲局的決策，都頗精采。

簡言之，他對聯儲局近十年流行的過分相信學術模型奉之為真理、但卻往往測錯，甚為不滿。首先不滿的，是他對於近幾年的持續經濟疲弱。早年的預測不是這樣的吧！錯了便再下調，或者搬出「就業那邊獨好」等論據來轉移視線。有幾好呢？量寬目的，是狂印銀紙製造財富，透過滴漏效應令人人受惠。但偏偏，量寬只令富者更加富有。

當聯儲局去年聲稱已全民就業之際，普羅百姓的預防儲蓄（precautionary savings）卻不跌反升。如果真的全民就業、收入好景，緣何儲蓄上升？他歸咎於政策理念不妥。最不妥的，是他認為經濟學家太自大了，自以為如物理學家般找到確鑿真理（scientific certitude）。他奉勸聯儲局們別自欺欺人而應回到現實，放棄那些過時、陳舊的模型。

聯儲局過分側重模型預測，且有種心態是一旦測錯，只是世界出錯而非模型出錯。預測這玩意，間中錯不奇，但連續錯七年，倒也應該檢視一下方法學上有否結構問題。他認為當代流行的模型即使新如 DSGE 一類仍問題多多：以美國、消費為宇宙的中心，其餘皆為周邊環節，資產市場永遠有效且僅為經濟服務，金融環節更未收於模型裏。

這類模型，沃爾什比喻為托勒密（Ptolemaic）地心說式思維。或者問題在於人多些——儲局官員怎樣看待、運用這模型。地心說也要多個世紀後才被哥白尼日心說打破，同理，要打破當代儲局官員的偏執亦非一時三刻可達。這些模型太以美國經濟為中心，低估了市場對儲局政策的反應、無視了市場訊號；官員反而看重模型預測至小數位！

沃爾什顯然認為，這類建基於模型的決策亟需大刀闊斧改革。當哥白尼在呼喚時，時任主席伯南克對其回應是：「沃老弟你不滿模型？But it takes a model to beat a model.」但當哥白尼還未出現之際，聯儲局仍還要執行政策的，不可能等新一代模型出現才做。明知地心說有問題，但日心說卻未現，那是否應繼續地心說式的信仰呢？可以怎辦？

銀行家出身的沃爾什提出了些實務守則。首先要摒棄倚賴數據（data dependence）。在他眼中，數據是經過統計部門以既定程序過濾的產物，好些新經濟、服務類如面書、谷歌等經濟貢獻都被低估，被視之為「免費東西」。另所有數據都滯後的，尤好景時，企業請人的速度會漸減，職位報告又反映得幾貼呢？偏偏聯儲局看的就是這類數據。

有無更好的數據？市場出身的沃爾什認為，市場每日價格其實已反映了實體經濟，何不好好利用？與其等學者埋頭苦幹從參差數據中發掘模型，何不用既有的深度學習（deep learning）去找出實況？無獨有偶，吾等近期也提過這妙法，以現今人工智能，博士論文都寫得出了，為何不可取代聯儲局作預測，甚至貨幣決策？這，才是改革。

第二要摒棄的，是微調式的反週期政策。反週期是否一定好呢？早在 1950 年代，佛利民已曾指出，當政策經濟狀跟況關係不大時，反週期不一定使經濟波幅更為穩定，

甚或弄巧反拙，波幅反增。反週期政策要收效，大前提是政策須針對大幅動盪的經濟。換句話說，當經濟沒大起大落而本已穩定、如過去幾年的情況時，反週期反為不妙。

沃爾什看來，反週期政策針對的應是小數點左方的 big figure 而非小數點後部分。然而，近年聯儲局卻愛因應經濟的細微變化而作微調，是重噪音而輕信息。在他看來，細究通脹尚欠 0.x% 才達 2% 目標實屬多餘；通脹本身有量度誤差，故昔日當局以 1–2% 為目標的，今天反而對準確度吹毛求疵。這些觀點，其實敝欄早已論述並舉腳贊同。

第三要戒的，是不斷作出不準的預測。古語有云：「if you can't be a good forecaster, be a frequent one.」此乃緣何有這麼多跨國機構大行不停預測，但亦不斷「修正」之故。但有用嗎？二戰至今美國十二次衰退，但聯儲局和白宮無一次在十二個月前準確測出。大師森穆遜曾戲言，華爾街測中了五次衰退中的九次——但五次中九總勝十二中零。

沃爾什認為，聯儲局與其花這麼多寶貴公共資源去作預測，倒不如做些實際事情，最實際的，莫過於美國近年生產力大跌困擾，聯儲局應多花精神、時間處理這些難題。在他眼中，聯儲局過分着重於過去（過氣數據）和不測的未來，對於當下的經金發展，反而着力不夠。最後他引述博奕之父納殊的說法：I don't think exactly like a professional economist. I think about economics and economic ideas like an outsider. 這也是沃爾什。

圖二：沃爾什去年演說的字雲圖



將沃爾什那精彩演說作字雲圖統計，可見其重點也在政策、經濟等字眼【圖二】。此外，「通脹」出現的頻率亦不低。早前有指特朗普傾向委任鴿派人選——所謂鴿派，意指那些只會寬鬆不會收水的人。現在看來大錯特錯。首先，耶倫已夠鴿，若要鴿派，根本毋須換人。更重要的，是特朗普要的是鬆監管者，這樣看來，沃爾什確機會不低。觀乎沃爾什的取態作風，他頗有格林斯潘的影子；格老這類強人，才是特府那杯茶。

參考：Kevin Warsh (2016), “Challenging the Groupthink of the Guild,” *Business Economics* 51 (3), 142–6.

羅家聰

環球金融市場部