

《信報》專欄〈一名經人〉

規矩日子堪懷緬 特式儲局釀變天

特府上台後，管治團隊不斷換人，一片混亂。會否蔓延至聯儲局呢？不足為奇。

特朗普甫未上台已揚言為儲局換帥，現在連副主席費希爾亦任滿前提早「劈炮」，不可謂無不妥。首先，辭職辭得倉卒，如斯重位遞信一個月許通知就想走，走得好急，但不是趕返新工，看來他頗「頂唔順」。第二，雖他年事已高，但辭職不因健康理由，而是擺明告知全人類他不滿上頭的「個人理由」。他與頂頭上司耶倫已合作了好幾年，要是不滿亦早就應走，而非待耶倫差不多夠鐘走人才搶閘；何況信中他點名褒揚耶倫。第三，以公諸於世的辭職信而言，這封算短，短到予人未寫完便要執包袱走人的感覺；大家不妨上網看看是否有此同感。如斯壯志未酬，竟然要趕在主席離坐前先行一步。

留意，信是寫給總統先生的，但除上款外，內文卻隻字不提總統，反而提到耶倫、甚至是自己的下屬（同事）。特朗普十個月前已當選總統，更早前已揚言要炒掉耶倫，年過古稀的費希爾斷不會最近才思考去留問題，那麼他走的「個人理由」具體為何呢？原來他在今年4至7月間多次演講，講的不是不着邊際話題，而是關乎儲局決策理念，有理由相信這些是特朗普上台後半年對他所帶來的衝擊。好在有處理大數據的字雲圖，我們可以火速掌握重點。他會否無信心維護一些儲局核心價值才走？是什麼價值呢？

這裏不順時序探討六篇。5月初，他講及公開市場操作（FOMC）委員會的決定，及貨幣政策法則。從字雲圖所見，最多談及的字眼依次為政策、貨幣和法則【圖一】。何謂法則？敝欄往曾多次論及，這是相對於酌情而言。法則是指政策應基於既定公式，一般包括通脹和就業/產出等；而酌情則大致指委員隨機應變，但變相是「話點就點」。其實貴為學者，尤其以費希爾之地位，無論古凱二派都傾向做事有根有據、有規有矩。不過偏偏這跟慣於「特事特辦」的「特式」辦事手法大相逕庭，這是最深層的矛盾。

圖一：Committee Decisions and Monetary Policy Rules (5/5/2017)



4月中，他講及貨幣政策預期和驚嚇，字雲圖所見，最多提及的字眼依次為市場、政策、參與者、調查和預期；驚嚇則很少提及【圖二】。預期和驚嚇對應上述的法則、酌情兩路政策。有法所依，市場就有充分的預期；酌情行事，乃無路可捉的驚嚇政策。突如其來的驚嚇政策通常較有規有矩的政策奏效，但多是短期一次過效果。驚嚇多了，即狼來了，市場便會不信央行，即所謂的公信力跌，以後再要向市場放風亦無人信了。費希爾將市場放在大前提，當中多次提及調查、預期等字眼，可見他傾向少做驚嚇。

圖二：Monetary Policy Expectations and Surprises (17/4/2017)



圖三：The Low Level of Global Real Interest Rates (31/7/2017)



7月底，他講及全球實質利率低企，字雲圖間利率等字眼固然最多，之後為增長、美國、全球、低【圖三】。實質利率低企，以前正路是歸咎於投資過剩壓低名義利率，和通脹過高壓低實質利率。不過，費希爾的關注反而是在增長，儘管政策目標是通脹。在這議題上，美國和全球是對等的（起碼在字眼頻率上）。類似的情況也見諸另一篇：近期政策收緊的全球效應，於4月下旬時發表【圖四】。如字雲圖所見，收緊對外圍、美國的影響在字眼上相若。「特式思維」素來是大美主義，懶理外圍，但當代的儲局，包括費氏取態卻是內外兼顧，而所關注的經濟和金融兩者亦相對平衡（字眼頻率）。

而在7月初，另一篇關於政府政策和生產力的演說中，除了題目所涉的生產力外，增長一字亦見頻頻出現【圖五】。由此可見，費氏近年的關注在增長多於傳統的就業。

圖四：International Effects of Recent Policy Tightening (19/4/2017)



圖五：Government Policy and Labor Productivity (6/7/2017)



這裏分析的最後一篇為 6 月底對美國金融穩定的評估，在他看來，以字眼頻率計，金融脆弱多於穩定【圖六】。至於原因，大概也是常見的字眼包括系統性風險、槓桿、銀行等。聯儲局的「特式人選」主要原素之一是放寬監管，還原近年的大堆繁文縟節。當然，這同樣將風險還原至海嘯前，跟費希爾在信中提到的海嘯教訓形成諷刺對比。

圖六：An Assessment of Financial Stability in the United States (27/6/2017)



不難推斷，特式新人選將會是不跟法則、鬆於監管之流，一言蔽之就是無規無矩。學者做人就是有紋有路，豈容得下這套？看來若特朗普不走，聯儲局尚有大逃亡潮。

羅家聰
環球金融市場部