

《信報》專欄〈一名經人〉

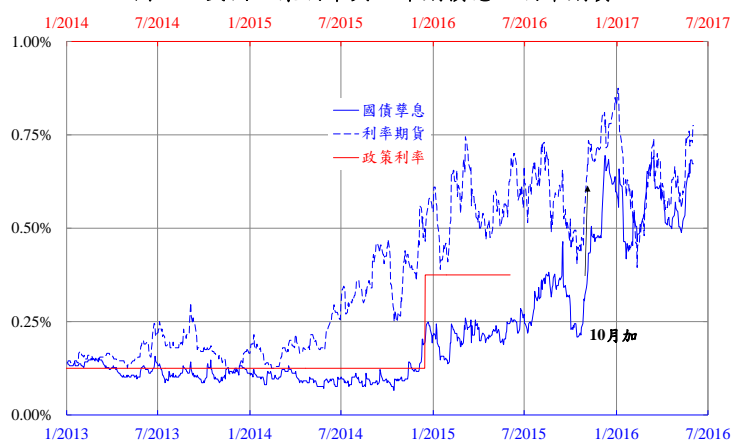
儲局市場互拋波 加息週期一味拖

聯儲局議息日漸近，市場大概仍在熱議哪月再加。一路以來，市場估日子的基礎，主要還在利率期貨。沒錯，正路本應如是，不過市場看法往往甚受其他市場上落影響，尤其市況波動飄忽不定，故常聞出個壞消息便看今年不加甚至倒減，但若出個好數據，便即掉頭看加快步伐。說利率期貨怎準都好，但其飄忽不定的特性已將之大打折扣。

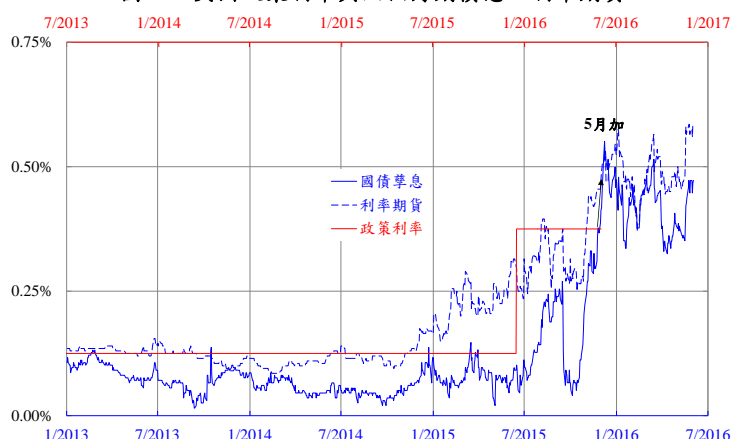
市場準不準呢？準的視野距離有幾遠呢？不妨作個回測試（back test）。所謂市場，其實亦不限於政策利率本身的期貨，流通量高的國債孳息也含相當資訊。以一年期計，回測試法是以一年前的利率期貨與債息，來比較其一年後的政策利率，以區間中值計。因量寬關係（或連其他因素），債息在大手買債下被壓低，故水平普遍低於利率期貨。

目前政策利率中值正被一年前的一年期利率期貨與債息包住，顯示兩價有預測能力【圖一】。只是在預測首次加息時期貨太早趨升，反而債息預測則較貼實際政策利率。觀圖所見，這區間下次再抽升約¼厘時約去年10月，意味下次加息其實在今年10月。

圖一：美國政策利率與一年期債息、利率期貨



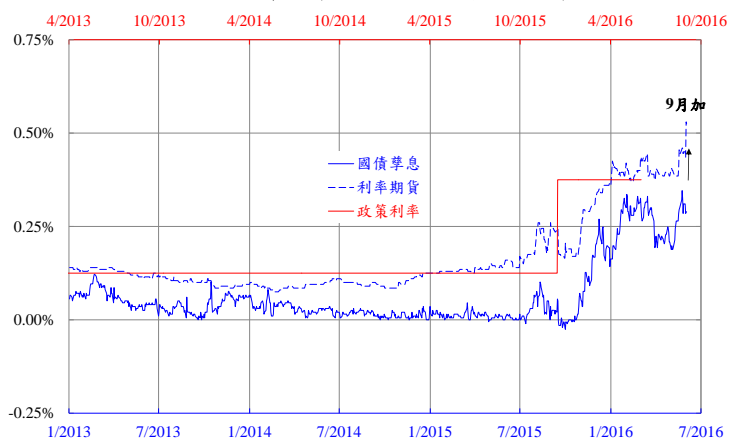
圖二：美國政策利率與六個月期債息、利率期貨



若將一年期的換上半年期，結果又如何呢？由於所測的時距較近，理論上應較準。由六個月之前的六個月期利率期貨與債息預測所見，在測上次加息上顯然有點失準了，市價遲了反映【圖二】。至於下次再加，卻是早了反映，圖中引伸，5月應已再加 $\frac{1}{8}$ 厘，但現已6月。至於幅度，則最新市價意味即使現在計起半年後，利率仍加不到 $\frac{1}{4}$ 厘。

至於換上再短線的三個月期利率期貨與債息，表現似乎不好得過六個月期的幾多。一年期內的預測似以份屬貨幣市場的利率期貨較債息準，但在測上次加息上仍見滯後；至於下次再加，料最快於9月，但所料幅度仍未足一般「最低消費」之 $\frac{1}{4}$ 厘【圖三】。

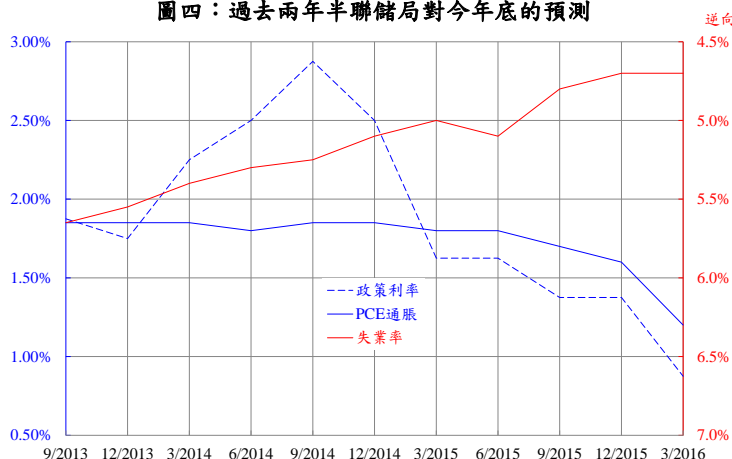
圖三：美國政策利率與三個月期債息、利率期貨



從這三個檔期的市場預期所見，短檔期的市價似乎有點滯後 (behind the curve)，往往很遲才意識到加息之到來。至於較長檔期的預測，則利率期貨顯然不及債息的準。債息雖或真的較準，但卻難以從其推算下次準確加息日子：即使目前五年期或以下的，都抽升了而沒回調，但所得結論只是短期內再加之機會很高，但準確是哪月仍不知。

聯儲局自己的說法又如何呢？其實毋須分析亦知，當局有太多官員出來各說各話，即使同一名官員，亦可在短時間內反口覆舌——可短至未有新數據出的三數週內反口。如此一來，言論（包括主席發言）的可信度便大打折扣，即使目前官員看似統一口徑，但難保這是 market dependent 而非 data dependent，一旦市況逆轉旋即全體委員轉軌。

圖四：過去兩年半聯儲局對今年底的預測

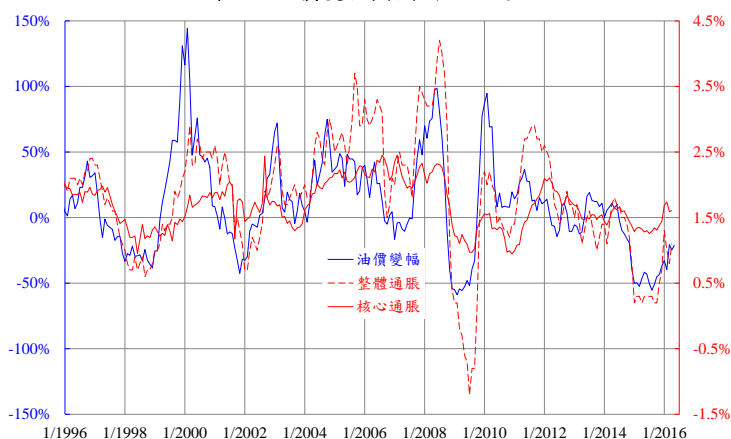


這不限於發言，亦見諸正規的預測。只要看看當局過往每季對今年底的預測中值，即見 2014 年秋前通脹預測一路上調、失業率預測則一路下調，理論上兩者均利加息，照理政策利率預測該對應上調，但結果不然【圖四】。到 2015 年中起，通脹預測下調、失業率亦下調，理論上一者利一者不利加息，利率預測應無大變，但結果是一路下調。這清楚顯示，當局在實際行動上並非真正 data dependent。一如目前在議息前三數週內，經濟數據已難突變，但當局仍無膽說死下次加息時間，唯一解釋是 market dependent。

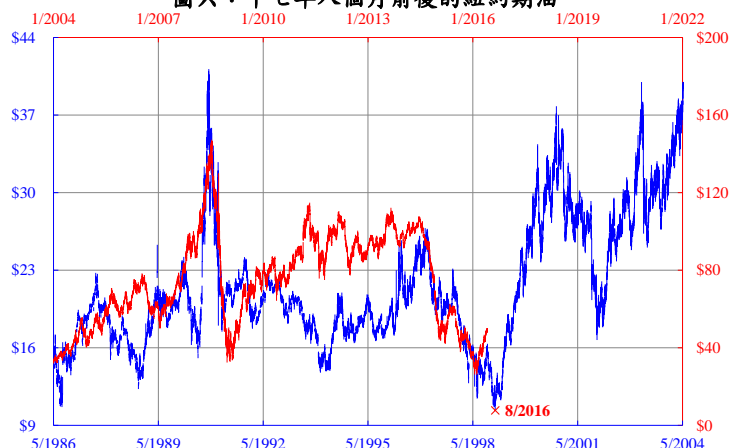
中長點看，通脹仍有角色，畢竟過去幾年升市下仍拖延加息，低通脹是主因之一。當局參考整體 PCE 通脹，而這數據顯然甚受油價影響；昔日格老參考核心 PCE 通脹，當時予人詬病，但今天回看卻見其道理。數年前起，以整體通脹為目標已寫成了條文，今天卻焗將這外圍、中東主導的油價影響作為政策主要考慮，彷彿成了加息的枷鎖。

雖說整體通脹偏離其趨勢核心通脹屬「短期」現象，但觀歷史數據所見，所謂短，都有一、兩年的。隨着油價造過了低位後反彈，整體通脹亦漸回趨核心水平【圖五】。自 2011 年至今，其實核心 PCE 通脹皆在 1.5% 水平上落，符合當局 2% 但稍低的目標。換句話說，撇除外圍波動因素，通脹早已重返正常水平，但政策利率仍在不尋常低位。那油價的中、長期走勢能讓這加息週期走得幾遠？於此，唯有溯諸行之有效的拼圖。

圖五：油價變幅與美國PCE通脹



圖六：十七年八個月前後的紐約期油



觀圖所見，油價有機會再造一隻更深的熊腳，但過了這關之後是大升市【圖六】。固然，屆時實體經濟包括失業率或會轉差，一如2008年金融海嘯油價逼近150元時，美國正值最壞時刻；油價、通脹等總會與實體經濟有時差（out of phase）。回顧歷史，若現如1998年底般美股強勢，油價從低位反彈，按當時格老所做，仍加了幾次才收。

據昔日開封的FOMC transcripts所見，耶倫是相當behind the curve的，直至2008年中海嘯期間仍在會上說「next move is up」（見2014年3月14日敝欄）。今次加息，若加至衰退出現甚至中場才收，別奇怪了，因其性格如是，所參考是最滯後的指標。

羅家聰
環球金融市場部