

## 《信報》專欄〈文人經略〉

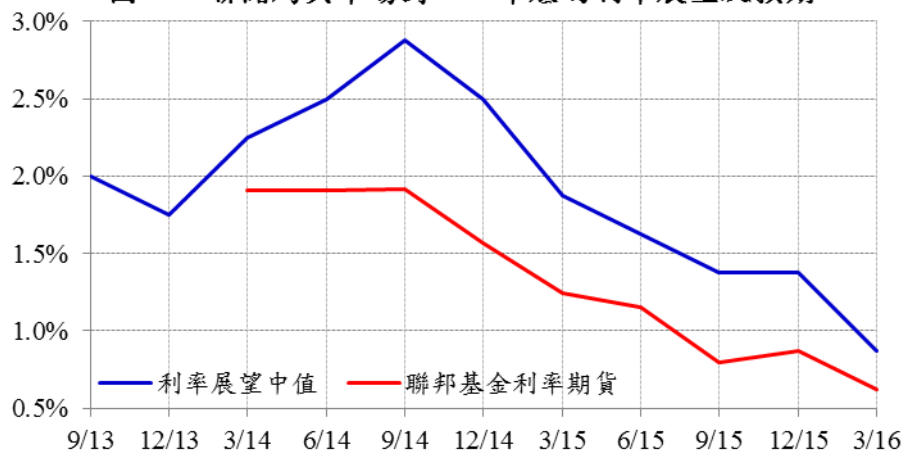
### 政策不明跌市多 英雄內戰有排拖

在剛過去的一週，聯儲局諸官繼續秉承上月下旬的優良傳統，風繼續吹，似為紀念哥哥離世十三載。就在風再起時，筆者打算對起底圖二次補飛之際，赫見諸官最近一週講話竟呈現罕見的移形換影之象，鴿官趨鷹、鷹官趨鴿。看來，在耶倫率領一眾觀音兵成功以血肉長城封殺4月加息機會後，局內鷹、鴿兩派小鬥一回後並未直接上演《英雄內戰》，反而像《正義曙光》般握手言和。

首先表態的是鷹派兩女俠之一的克里夫蘭聯儲銀行總裁梅斯特。在2月中全球股市大冧之際，女俠仍以堅·鷹派姿態示人，表明相信美國經濟可大步檻過，聯儲局將繼續加息而不是掉頭減息。豈料到了上週末，女俠竟然自爆自己對經濟和利率的展望均較12月時下調，認同3月會議上按兵不動，甚至倒向耶倫，表明如需加大刺激，局方仍大把在手。鷹派女總裁向鴿派女主席投懷送抱，正好延續上週之出櫃熱潮。

其次是接埃文斯鴿派首領之棒的波士頓聯儲銀行總裁羅森格倫。1月時仍指假若情況轉壞則今年毋須加息的他，在本週一竟然認為市場的加息預期過份悲觀，今年聯儲局的加息次數可能比市場預期為多！圖一所見，羅森格倫的說法顯然不符事實。自2014年初以來，聯邦基金利率期貨的加息預期一直較聯儲局的官方展望悲觀，結果是聯儲局轉軚，由2014年第四季開始連番下調展望，向市場認錯。鴿派首領嫌市場太鴿，轉而發表罔顧事實的鷹派言論，相當罕見，雖然動機不明，但顯然無意與主張4月加息的鷹派開戰。

圖一：聯儲局與市場對2016年底的利率展望及預期

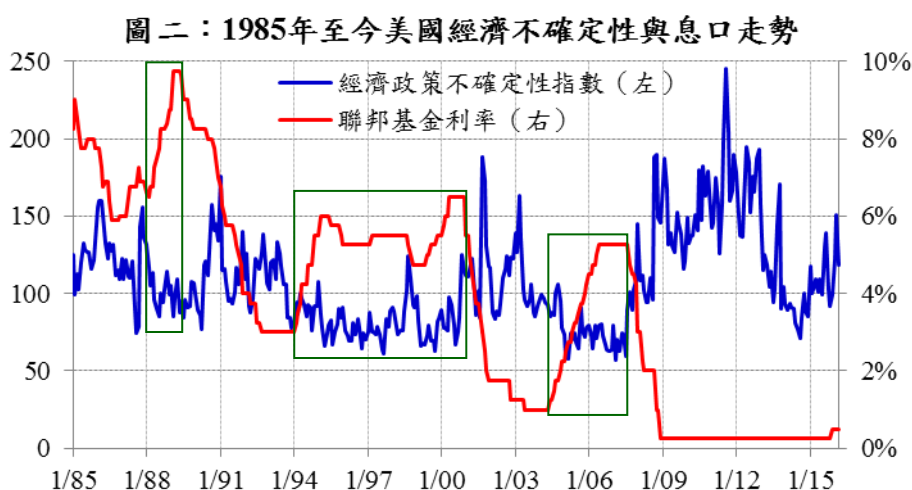


註：橫軸為發佈展望的議息會議日期

更精彩的，要數新丁明尼亞波利斯聯儲銀行總裁卡什卡利。筆者上週才將他由中間偏鷹「降呢」至觀音兵，誰知本週被問到今年是否加息兩次時，他僅以一聲「睇下點(We'll see)」回應，大耍太極，不知想點。至於自爆「升呢」至觀音兵的埃文斯亦妙，日前在本港竟然扯了去談英國脫歐公投和美國大選所引發的不確定性，對美國加息卻僅以爛得不能再爛的「data dependent」胡混過關。

事實上，聯儲局對加息態度如斯含糊曖昧，相當罕見，亦為市場帶來亟大不確定性。去年，三位美國學者統計了由1985年1月起美國十大報章內載有特定字詞的報導頻率（方法包括以肉眼閱讀約12,000篇報導），經分析後編製出每月經濟政策不確定性指數，從而量度每月與政策相關的經濟不確定程度（註）。那些特定字詞包括「經濟」、「不確定」，以及「國會」、「赤字」、「聯儲局」、「立法」、「監管」或「白宮」等政策用詞。基本上，一篇報導須同時出現「經濟」、「不確定」以及任何一個政策用詞，才獲納入指數計算內。

圖二所見，自從1985年以來，在每個美國加息週期內，經濟政策不確定性往往傾向下行或者於低位波動（綠框）；不管是息口持續穩步向上的2004-06年，還是時加時減如1986-89年或1994-2000年，政策整體均趨向明朗，直至加息後期才見不確定性重新抬頭。可是，今趟情況偏偏相反。在2014年8月，當聯儲局收水動作仍然如火如荼之際，政策不確定性竟悄然見底，其後更隨著聯儲局準備加息而持續上升。換言之，愈近加息，政策不確定性愈高；體現於聯儲局儲官的言論甚至是官方政策展望，自然是一時一樣，好難捉摸。



老老實實，政策如斯估佢唔到，對股市肯定不是好事。圖三所見，美股最近三十年來的幾個升浪，均見於政策相對明朗的時期（綠框）；反之，當政策不確定性見底回升之後，往往是股市見頂回落之時，那怕不確定性只是短暫抽升如1987年或1990年，也見市況出現大幅波動，實在不可不防。

圖三：1985年至今美國經濟不確定性與美股走勢



最近半年，聯儲局常將政策不確定性歸咎於市況波動對美國經濟影響未明，因此加息要 data dependent，殊不知正正由於數據多變難測，官員跟著數據講話，結果就是頻頻翻盤，每月甚至每週都覺今是而昨非，期望管理頓成「期望？管你！」，市場自然噓聲四起。

上次議息會議後鷹鴿諸官言論大混戰，已夠得人驚；今次會議將於4月28日舉行，碰巧竟是《英雄內戰》在港公映之日，莫非曙光僅曇花一現，內戰才是戲肉？We'll see。

註：Scott R. Baker, Nicholas Bloom, and Steven J. Davis, 'Measuring Economic Policy Uncertainty,' NBER Working Paper No. 21633, October 2015.

何文俊  
環球金融市場部