

《信報》專欄〈文人經略〉

擺威何需戴頭盔 解讀聲明有數圍

又到議息日，兼夾本欄見報時結果已經公佈。一般來說，為應對唔知聯儲局開邊辦之尷尬，是日開壇最正路之做法為又要威又要戴頭盔，例如講呢啲：「假如加息就點，不加息又點」；要不然斬腳指避沙蟲，索性不講。不過，本欄作風一向有前無後打死罷就；在頭盔與擺威之間，無論頭盔有幾硬淨，擺威有幾淨誇，筆者永遠站在擺威的一方。

既然要威，自不然是要講議息聲明；但執筆時手空空無一物，莫非困乏我多情，還是對議息結果未卜先知？非也。今回筆者要講的，不是如何估結果，而是如何看聲明。

市場看議息聲明的方法，五花八門；side-by-side 比較、字雲圖等唾手可得。不過，方法繁多意味支離破碎；要打通任督二脈，筆者不敢托大，還是尋求外力幫助較好。

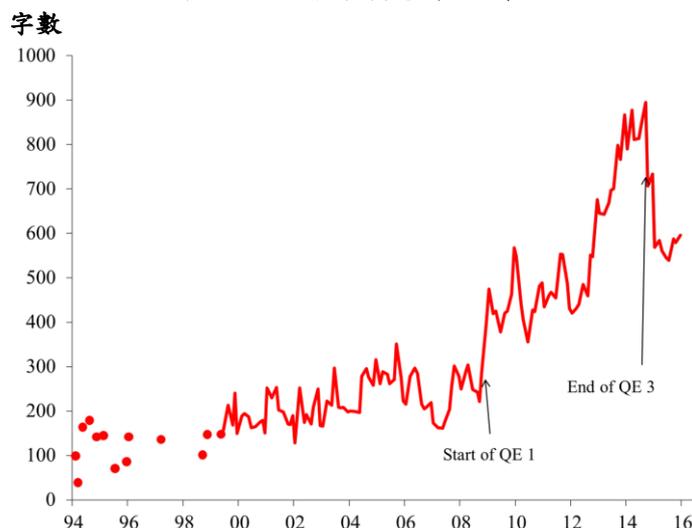
這股外力，年紀不輕，名副其實「老外」是也。話說五位分別來自細摩、大摩、德銀、哥大和芝大的美國老外，可能由於頂唔順聯儲局近年之語言藝術，於是上月底在芝大商學院舉辦的年度貨幣政策論壇上夾份出了篇報告，批評聯儲局之前瞻指引。結果，聯儲局理事鮑威爾同三藩市聯儲銀行總裁威廉斯在論壇上異口同聲反駁有關批評。報告惹得聯儲局兩大護法合力出招反駁，肯定有過人之處。筆者細看之下，竟見當中暗藏解讀議息聲明之三大法寶，而且童叟可明，果然好嘢。

第一大法寶，非常簡單，就是數字數。五位老外點算了 1994 年至今年 1 月的所有議息聲明，發現篇幅愈來愈長，自 1999 年來字數大增逾四倍，並且於 2008 年金融海嘯後呈現井噴式上升；箇中原因，絕對與危機期維穩用的前瞻指引以及量寬期放水用的溝通策略有關。在 1999 年 5 月首份正式聲明的寥寥一百五十字中，涉及前瞻指引的僅少於五十字；到了去年 12 月總數約六百字的聲明中，涉及前瞻指引的內容已超過二百字。

圖一所見，近年議息聲明的篇幅上升實始於 QE1 開波而終於 QE3 收檔，反映政策愈不正常，局方要解之話愈多，字數自然亦愈多。要知道聯儲局未來之政策是繼續趨於正常抑或再次陷於非常，先計計議息聲明中的口水含量，也許是最簡單的一個方法。

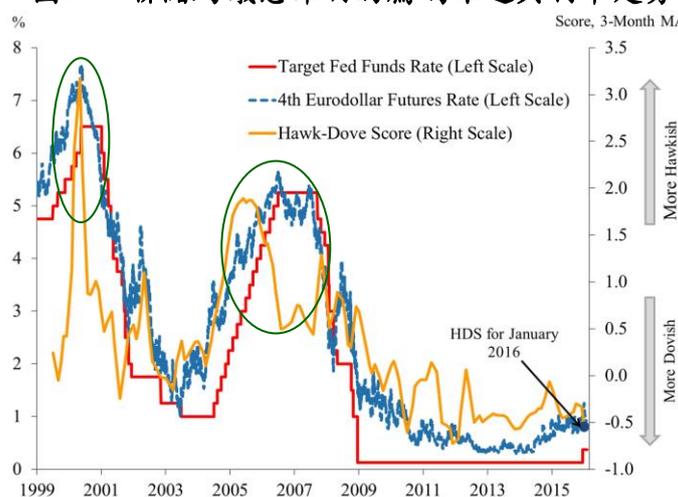
第二大法寶，是品嚐一下議息聲明的鷹味或鴿味何者較濃。當然，老外試味相當奄尖；他們首先用電腦化的語言學程式將全篇議息聲明去骨拆肉，就後用谷歌筭筭(Google Search)將所拆之肉篩為鷹肉或鴿肉兩種(方法是以谷歌搜尋相關字眼在網上與「鴿派」或「鷹派」共同出現的次數)，再用統計方法量度鷹鴿味道濃淡，製成如圖二的一道菜。

圖一：聯儲局議息聲明篇幅



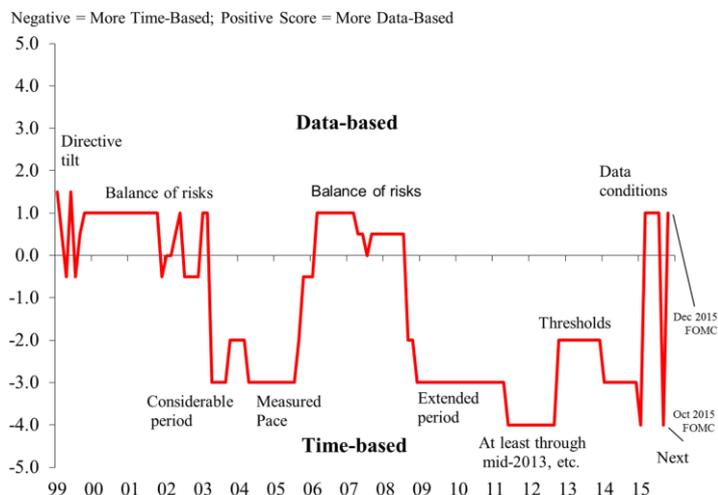
老外反覆試味後發現，原來議息聲明鷹味與鴿味相對濃度的變化，有三分之二時間可以準確預測未來四至六個月內的政策方向。舉例說，在2000年中及2006年中加息週期完結前半年內，均見議息聲明的鴿味突然轉濃（圖二綠圈），預示政策行將改變。在2009至2014年量寬期間，議息聲明鴿味十足，不在話下；到了最近兩次會議，雖然局方開始加息，但鴿味卻也再次轉濃，反映加息步伐之循序漸進。

圖二：聯儲局議息聲明的鷹鴿味道與利率走勢



第三大法寶，就是觀察前瞻指引有幾 data dependence 或 time dependence。雖然聯儲局近年口口聲聲說政策要取決於數據，但老外發現，自1999年至今前瞻指引實際上是 time dependence 居多（圖三），話長時間就長時間，話幾時就幾時，實牙實齒，相當硬淨。反之，data dependence 的時間不多，而且總是弱弱的說，難形成清晰預期。老外更指出，原來強力的 time dependence 前瞻指引（例如2009年至2013年）對壓低美國債息，效果零舍不同。換言之，在市場波動時維穩，time dependence 勝過 data dependence。

圖三：聯儲局前瞻指引的 data dependence 與 time dependence 程度



三大法寶全部來自華爾街投行的明星經濟師和名牌大學的經濟學教授，難怪膽敢公然向聯儲局叫陣。眼看聯儲局兩大護法不甘示弱奮起還擊，恰如毛澤東在 1939 年所說，「如若敵人起勁地反對我們，把我們說得一塌糊塗，一無是處，那就更好了，那就證明我們不但同敵人劃清了界線，而且證明我們的工作是很有成績的了」，這三大法寶，肯定值得袋住先。

註：Feroli, Michael, David Greenlaw, Peter Hooper, Frederic Mishkin, and Amir Sufi. 2016, 'Language after Liftoff: Fed Communication Away from the Zero Lower Bound,' Paper prepared for the 2016 U.S. Monetary Policy Forum, February 26.

何文俊
環球金融市場部