

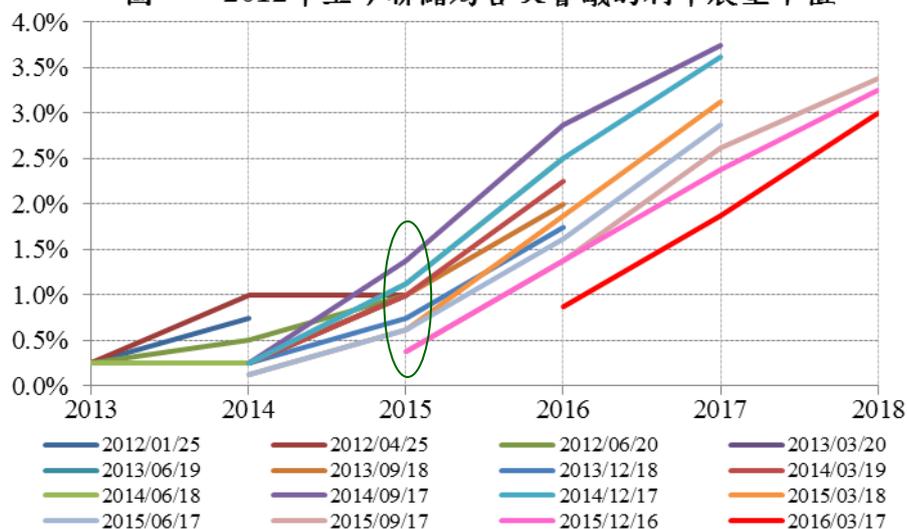
《信報》專欄〈文人經略〉

血肉長城底已起 儲局鷹鴿冇碗匿

上期本欄獨沽一味講議息聲明，旨在擲威，不戴頭盔，豈料是次議息之戲肉竟然不是議息聲明（與上次比較變化不大），而是利率展望 dot plot 圖，實在令筆者深深不忿，好唔順氣。痛定思痛下，今期一於向 dot plot 圖挑機，實行邊度跌低邊度企返起，擲返炸沙才不枉跌過落地。

不過，筆者並不孤單，向 dot plot 圖挑機的其實早有其人——上期提到的五位老外是也。該五位來自細摩、大摩、德銀、哥大和芝大的老外，在上期引述的報告中（註一），率先對 dot plot 圖開火，認為最罪大惡極者，莫過於利率預測不準確，連猜測自己的決定都猜錯！圖一可見，聯邦基金利率展望中值由對 2014 年的展望開始已經出錯，對 2015 年的展望更是大錯，由 1.375 厘一直下調，僅到去年 12 月中的會議上才「準確展望」該月底的利率中值為 0.375 厘，前後唔見整整 1 厘（綠圈），可謂殆笑大方。

圖一：2012年至今聯儲局各次會議的利率展望中值



除此以外，dot plot 圖的其他「罪狀」包括：與經濟展望概要（SEP）內的預測不匹配、預測者不開名，以及一季僅公佈一次導致預測堅離地等等。更差的是 dot plot 圖僅代表個別委員看法，但會後聲明卻反映委員會整體共識，因此兩者所發出的政策訊息不時互相矛盾，令市場無所適從。以今次會後聲明為例，內容與上次不同之篇幅僅約一成，對經濟看法大致無變，甚至略有改善，例如加入「近月通脹有所上升」之表述，但 dot plot 圖對今年底的利率展望中值卻可大減半厘。當晚要是單看會後聲明見通脹上升而貿然看好美息入市買美元，十五分鐘內即時被 KO。

在上述多條「罪狀」中，有一條是連聯儲局理事鮑威爾和三藩市聯儲銀行總裁威廉斯也不得不承認的，那就是 dot plot 圖預測者不開名。為何開不開名如此重要？皆因投票委員與非投票委員均會提供預測 dots，故此，單從匿名的 dot plot 圖，市場無法得知該年度有份投票決定聯邦基金利率的委員之具體看法，亦無法按照 dot plot 圖將每個委員與其對經濟和政策的預測聯繫起來。更重要的是，市場無法收集不同官員的公開講話，預先推敲未來 dot plot 圖的走向，從而作出恰當的預期。結果就像今次會議，被突然大跌的利率展望中值殺個措手不及。因此，鮑威爾表明對 dot plot 圖開名，值得考慮。

既然本欄決意跌落地掙返炸沙，一於率先響應鮑威爾的號召，強行為 dot plot 圖起底，粗暴地將其煎皮拆骨；反正聯儲局諸公諸婆在「近月通脹有所上升」時仍可強行粗暴下調利率預期，對經濟及利率展望無疑靠估，一於你做初一我做十五。

附表所見，今次 dot plot 圖出現了一個前所未見的現象，就是在 1 厘下方出現一條由九名委員一字排開而築成的血肉長城，頗有港股大跌時出現在個別大藍籌買價下的散戶血肉長城。九名委員剛好超過與會委員總數的一半，是局內主流派所在，意味今趟局內大多數委員決不相信（投票委員更有權不容許）今年美息加至 1 厘上方。

正所謂射人先射馬，擒賊先擒王；要對 dot plot 圖強行起底，得先從這條由局內主流派所築成的血肉長城開始。各位不用擔心，本欄早於一年前已作出部署（詳見去年 3 月 5 日本欄），現在正好裝作運用假·阿法狗 (AlphaGo) 的偽人工智能（簡稱「裝假狗」），進行沙盤推演。

話說，根據聖路易斯聯儲銀行的 Daniel Thornton 和 David Wheelock 之研究（註二），過去七十餘年內，聯儲局內的地區總裁多歸邊為反對派，而理事則屬建制派；從政策光譜來說，地區總裁多屬鷹派，理事則屬鴿派。

綜合三位正、副主席在 2 月至 3 月會議前一致偏鴿之維穩言論，有理由相信九位主流派中，其中六位就是正、副主席加三位理事；餘下三位，極可能是近月不約而同表明加息須謹慎及保持耐性的地區總裁，包括聖路易斯聯儲銀行總裁布拉德和達拉斯聯儲銀行總裁卡普蘭，以及表明自己現時屬於中值大多數的芝加哥聯儲銀行總裁埃文斯。至此，整條九人血肉長城已被極速起底。

然後要揪出八位非主流派（包括看法最極端的五位）的委員所在。從過往的公開講話可知，最鴿的一位（展望年底時利率處於 0.5 厘至 0.75 厘），非認為情況轉壞則今年毋須加息之波士頓聯儲銀行總裁羅森格倫莫屬。最鷹四者的其中兩位，肯定包括看好美國經濟、表明支持加息的克里夫蘭聯儲銀行總裁梅斯特，以及對今次決議投反對票的堪薩斯聯儲銀行總裁喬治。

餘下兩位鷹派，應是本週初公開支持4月加息的三藩市聯儲銀行總裁威廉斯和亞特蘭大聯儲銀行總裁洛克哈特。

最後，三位中間偏鷹的委員也呼之欲出，就是看好通脹但支持3月暫不動手的里士滿聯儲銀行總裁拉克爾，以及兩位新丁——費城聯儲銀行總裁哈克及明尼亞波利斯聯儲銀行總裁卡什卡利。這兩位新丁均看好美國經濟溫和復蘇，前者不認為聯儲局要減息，後者表示局方仍致力令通脹率回升至目標水平，均屬中間偏鷹的言論。

聯儲局本月會議 dot plot 強行起底圖

年底聯邦基金利率 展望中位數 (%)	dot plot 分佈	強行起底結果
1.500		
1.375	••••	梅斯特、喬治、威廉斯、洛克哈特
1.250		
1.125	•••	拉克爾、哈克、卡什卡利
1.000		
0.875	••••••••	耶倫、費希爾、杜德利、布蘭納德、塔魯洛、 鮑威爾、布拉德、卡普蘭、埃文斯
0.750		
0.625	•	羅森格倫
0.500		

紅字為今年投票委員

走筆至此，聯儲局 dot plot 圖底已全起；一看之下，原來今年十位投票委員中有七位屬於血肉長城陣營（附表紅字），另有一位主張只加息一次，毋怪乎鷹派出旗。所以話，看官以後只須手執這張強行起底圖，再捕住那幫五時花六時變的聯儲局諸公諸婆公開發表什麼偉論，再以裝假狗技術將 dot plot 搬上搬落，當可自動生成下一次公佈的 dot plot 圖，搶飲聯儲局頭啖湯。

註一：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.

註二：Daniel L. Thornton and David C. Wheelockis, 'Making Sense of Dissents: A History of FOMC Dissents', Third Quarter 2014, Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW.

何文俊
環球金融市場部