

## 《信報》專欄〈文人經略〉

### 國會突襲打荷包 加息不成儲局「滄」

上週提到，歐洲央媽連番口術攻勢可能有助美國通脹預期重振雄風，因此聯儲局息膽包天。巧合地，翌日美國公佈最新非農就業數據，恍如一支穿雲箭，千軍萬馬來相見。政策鷹、美元鷹、美債熊和黃金熊等飛禽走獸，紛紛蒲頭，將鴿營殺得片甲不留，連聯儲局鴿營頭子、芝加哥聯儲銀行埃文斯亦匆忙轉軚調頭，由「今年絕對不應加息」改口稱「12月絕對可能加息」。雖然筆者早有準備，但眼見鴿營之「頻能」，仍不免心下一沉；一粒半粒數字，斷不可能叫鴿營急不及待自毀長城，莫非當中另有內情？

常理推斷，一個人或一班人頻能轉軚，鮮有心甘情願，大多為勢所迫，甚至備受壓力。上月市場大炒美國加不了息，股市爆升，連聯邦基金利率期貨亦批死年內加息機會低，因此壓力應該不是來自市場；同時，環球通脹保持溫和，雖然通脹預期有機會重振雄風，但眼前亦不至於唔加唔得，鴿營諒無必要急急轉軚，令自己威名盡喪。

既然壓力並非來自市場或經濟，還會來自哪裡？筆者向 Google 大神不恥下問，終於問出所以然來：聯儲局遭到突襲！上週四，美國眾議院在新任議長瑞安的官威下通過交通法案，大搞運輸基建。不過大拿拿三千幾億元經費，錢從何來？答案竟是打聯儲局荷包！原來在交通法案臨通過前，兩位共和黨議員提出一項修正案，要清算聯儲局的資本盈餘賬，強迫局方將賬內現時的累積餘額全數交給財政部，一仙不留。

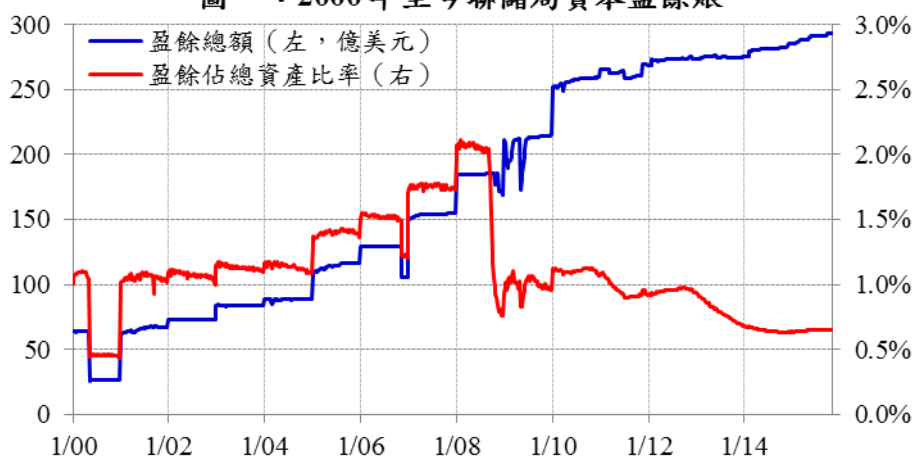
所謂資本盈餘，就是指聯儲局可自行保留而毋須交給財政部的淨盈利（來自十二家地區聯儲銀行扣除經營開支及派息後的盈利），主要用於緩衝所持資產的虧損風險，例如所持外幣在強美元下大幅貶值或所持債券在加息時大幅跌價等。

圖一所見，聯儲局在過去十年所累積的資本盈餘總額，已由 27 億美元大增逾十倍至近 300 億美元。所謂養兵千日，用在一時，現在加息在即，美元大升債價大跌，正是過去幾年掃到成手貨的聯儲局最需要用資本盈餘「頂住」潛在虧損之時。雖則聯儲局置有印鈔機，理論上無需保留資本盈餘，但美國審計總署（現已易名為政府問責辦公室）早於 2002 年已指出，聯儲局當真印鈔找數的話，恐怕會動搖市場（尤其是海外）對其能力和穩定性的信心。

即使在法案通過前一日，聯儲局二當家費希爾亦已表明，國會以聯儲局資金作為政府收入來源實在危險，不僅有損局方獨立性，更會影響財政政策的質素。

聯儲局資本盈餘對其所持總資產的佔比，早於 2008 年金融海嘯爆發後已急遽下降，由最高百分之二跌至不足百分之一，反映聯儲局在奮力量寬救市的過程中，同時降低了保留盈利比例，未有過河濕腳。事實上，在低息放水時期，聯儲局所持外匯及債券資產的風險較低，資本盈餘的緩衝作用有限，所以佔比下降亦屬合理。當停止放水，行將加息，資本盈餘對局方自然愈趨重要，但共和黨偏偏此時來大打荷包，一仙不留，莫非與聯儲局有仇？

圖一：2000 年至今聯儲局資本盈餘賬



根據近年的政治科學研究，民主、共和兩黨分別在不同時間與聯儲局有仇。美國政治學者分析了 1973 年至 2012 年間美國國會削弱聯儲局政治獨立性的立法議案，發現隨著聯儲局的政策重點由物價穩定移向全民就業，反聯儲局的主要力量亦由左派轉移至右派。概括而言，當聯儲局與通脹博鬥時，代表右派的共和黨往往力撐，代表左派的民主黨則傾向踩台；當聯儲局與失業博鬥時，情況剛好相反，代表左派的民主黨力撐而代表右派的共和黨踩台。

表一：聯儲局於國會的敵我演變圖

	減息救就業	加息壓通脹
左派 (民主黨)	盟友	敵人
右派 (共和黨)	敵人	盟友

作者特別研究了 2012 年眾議院動議要對聯儲局賬目進行審計 (Audit the Fed) 一役上不同議員的投票取向，發現原來量寬政策下，左派是聯儲局在國會中的堅實盟友，而右派則是見面分外眼紅的仇人。因此，研究的結論是，聯儲局在金融危機／經濟衰退時，較容易受到右派或共和黨的攻擊；在金融好景／經濟向好時，較容易受到左派或民主黨的攻擊。

這個結論相當符合事實。到了今時今日，筆者對 2011 年債務上限爭議和 2012 年美國總統大選時，共和黨人如何狗血淋頭地咒罵聯儲局前主席伯南克量寬如叛國，仍然歷歷在目；伯老後期心灰意冷，罕有地不連任主席，也和此有關。再將時點推至金融海嘯前，聯儲局與共和黨政府拍住上，在好景中邊加息邊對金融機構監管大開綠燈，結果華爾街肥過肥仔。在上世紀 80 年代初期獲共和黨人總統列根力撐加息壓通脹的民主黨人聯儲局主席伏爾克曾經說過：「國會創造了我們，亦可叫我們消失 (The Congress created us and the Congress can un-create us)」，實在語重心長。

歐洲放水、市況好轉、數據理想，固然是支持聯儲局今年加息、維持公信力的理由，但共和黨上週的突襲，大打荷包，以及對 Audit the Fed 的步步進逼，才是對聯儲局獨立運作的最大實質威脅。別忘記，現在的民主黨政府既跛腳又夕陽，聯儲局要化解持續增加的政治壓力，如何下注顯而易見。

同樣在上週，共和黨的惹火總統候選人 Donald Trump 突然開名批評耶倫應奧巴馬要求拖延加息，從時間上看亦非無的放矢。事實上，耶倫上週在眾議院面對共和黨大多數重申下月可以加息，是發生在非農就業數據公佈前一晚，而當時耶倫仍然表示職位增長已經放緩，意味她發言時並未預知非農就業數據靚仔。

面對歐央行加碼放水，聯儲局固然夠膽加息；但面對共和黨的密集攻勢，難道聯儲局夠膽唔加？

註：J. Lawrence Broz, 'The Federal Reserve's Coalition in Congress,' Conference on Monetary Policy and Central Banking, Princeton University, February 2015.

何文俊  
環球金融市場部