

## 《信報》專欄〈一名經人〉

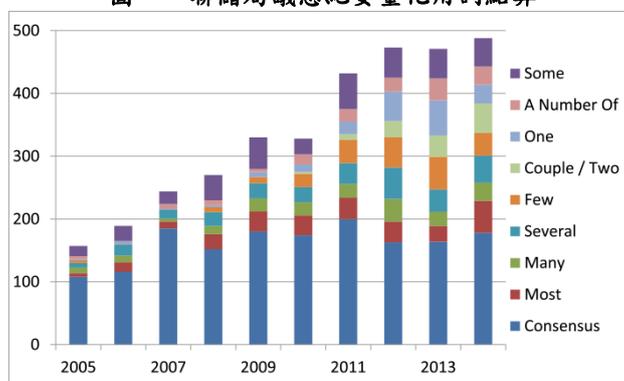
### 與其量多內容少 不如清晰一目標

聯儲局議息後，利率去向依然未明。當局很多人出來說過很多話，但卻眾說紛紜、愈說愈亂，就連前儲局委員普洛瑟也覺溝通失敗，至於泰勒法則始創人 John B. Taylor 更指不知儲局在幹什麼。到底當局的溝通是否失敗？今且引用兩篇研究看看（參考）。

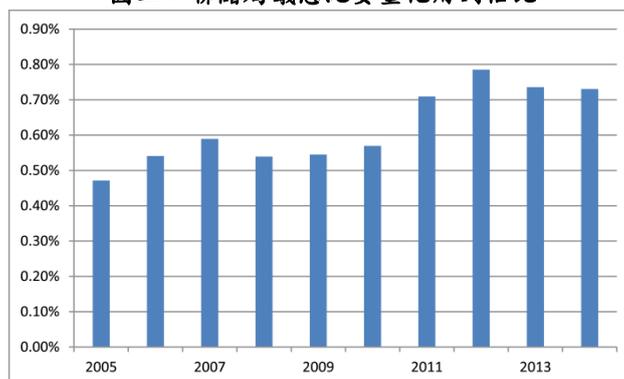
首篇是點算近年議息紀要（minutes）的量詞分佈。儘管儲局議息紀要全文不短，讀畢甚花時間，但近期儲局在會議紀要上，暗（明？）示政策前景的方法已漸見模式：譬如「大多」委員怎看、「一些」委員怎看、「幾個」委員怎看等，可見量詞之地位。

據首篇 FEDS Notes 的研究員點算顯示，過去十年來的量詞運用顯然愈趨多樣化，但「共識」的佔比亦顯然愈來愈少【圖一】。2005年格林斯潘仍在位，之後到伯南克，去年換上耶倫。伯去耶上的兩年（2013、2014），量詞分佈上分別不大；但格去伯上時（2005、2006）則見一言堂的格局明顯弱化。可見這「眾說紛紜」的風氣由伯老帶起，而自2012年起「變本加厲」。截至去年，「共識」、「大多」及「很多」三詞合佔僅半，其餘的都不是大多數。僅一半情況下見「大多數」，無怪乎 signal 與 noise 均參半了。

圖一：聯儲局議息紀要量化用詞點算

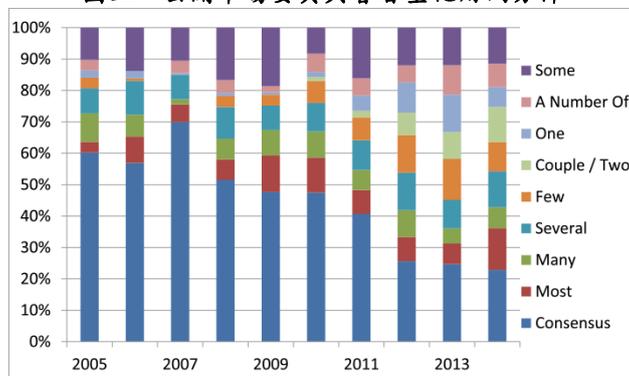


圖二：聯儲局議息紀要量化用詞佔比



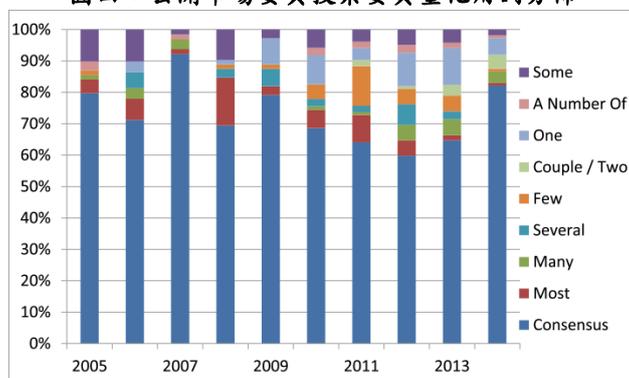
量詞雖然在數字統計上愈用愈多，但在議息紀要上的佔比卻不對應上升；事實上，佔比自 2012 年見頂後稍回，而這回落的幾年亦正是眾說紛紜變本加厲之年【圖二】。

圖三：公開市場委員與會者量化用詞分佈



另外，雖說會議紀要內的量詞愈趨人多聲雜，但其實也視乎誰在發聲。觀圖可見，若計公開市場委員（FOMC）所有與會者的量詞運用分佈，確如圖一般雜的【圖三】。不過若只局限於點算有投票權的委員用詞分佈，則見共識的比例似乎並非如上述般跌，而是自 2012 年至今回升【圖四】！或許投票的委員真的如會後聲明、點陣圖（dot plot）所示般甚有共識，但市場聽儲局官員發言、讀議息紀要時，恐怕不會刻意留意誰投票、誰無票。當有票、無票的都「混為一談」時，signal 自然被 noise 溝雜了，是為失敗。

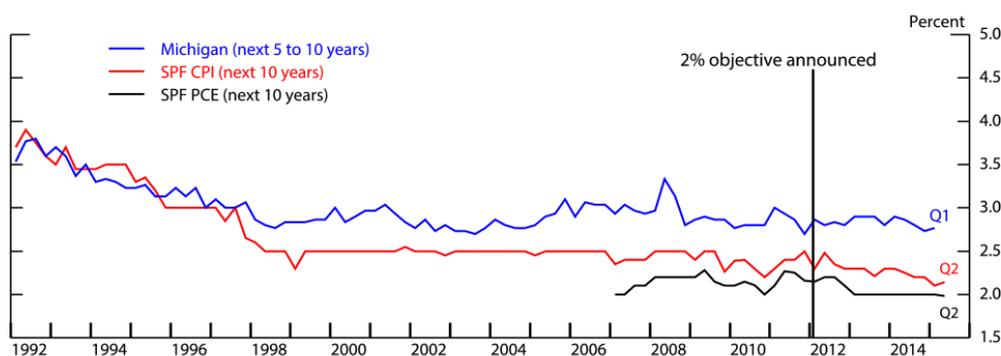
圖四：公開市場委員投票委員量化用詞分佈



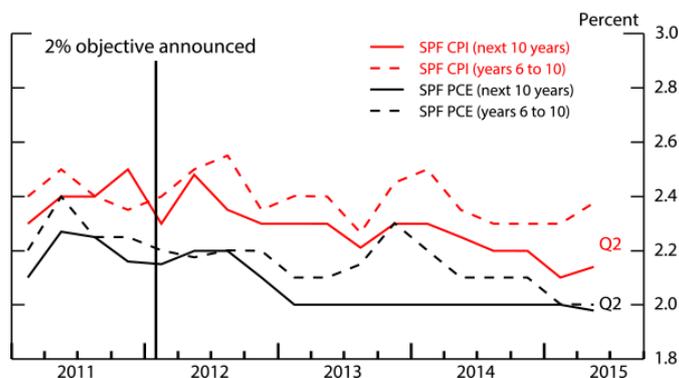
儲局在說明政策前景上雖不濟，但在影響市場預期的能力上似乎卻不太低。無疑，政策前景是溝通要點，但通脹才是當局的最終目標。是故在評核當局溝通的有效性上，學界傾向衡量通脹預期多於政策貼士。今文所引的另一篇 FEDS Notes 正是關於這些。

從上所見，儲局自 2012 年起愈趨七嘴八舌，但其實這也是通脹目標開始實行時。觀圖所見，長期通脹預期自格老在 1999 年開始發會後聲明起變得穩定，及至伯老 2012 年推通脹目標後，幾個通脹預期指標稍稍進一步指向 2%，溝通看來見成效的【圖五】。只看推行通脹目標前後的幾年，亦見推目標後，各通脹預期指標均趨向 2%【圖六】。

圖五：美國長期通脹預期

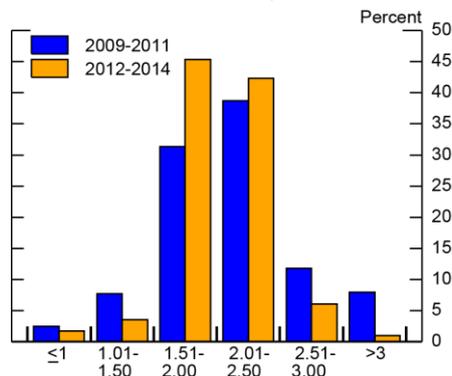


圖六：美國 SPF 調查的長期通脹預期



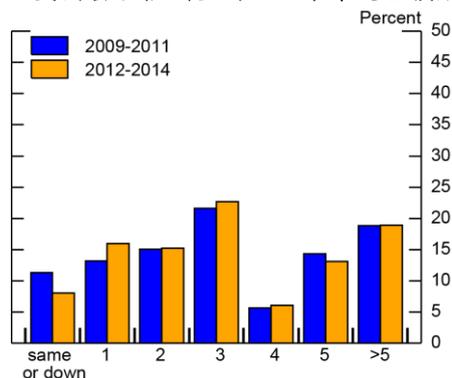
從較長年期的通脹預期調查分佈來看，推目標前幾年的預期主要集中在 2.0-2.5%，但推後幾年則稍降至 1.5-2.0%【圖七】。一般認為，最理想的通脹是接近但稍低於 2%，可見通脹目標的確改善了通脹預期。還有，目標推後分佈窄了，即預期亦趨較一致。

圖七：美國 SPF 調查的十年 PCE 通脹預期分佈

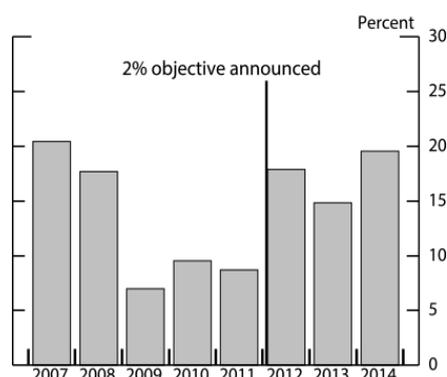


至於較短期即五至十年期的通脹預期調查，則見推目標前後的預期均處 3% 為主，但推後的分佈亦稍較推前的窄，可見較為集中、一致的現象也見諸較短預期【圖八】。

圖八：美國密歇根調查的五至十年通脹預期分佈

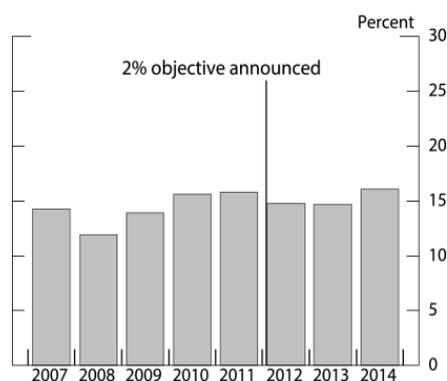


圖九：美國 SPF 調查的十年後 PCE 通脹預期於 2% 之佔比



從另一角度看，單看預期通脹準確處於 2% 的比例，若是長期達十年的通脹預期，則推目標後顯然較推前大幅增加【圖九】。換言之，通脹目標的確有助穩住長遠預期。不過，對於五至十年後的預期，推目標前後分別卻不明顯，即無助中線預期【圖十】。

圖十：美國密歇根調查的五至十年後通脹預期於 2% 之佔比



從上所見，儲局若正正式式推個明確的量化目標，以此來為穩住預期，多少有效，起碼對長遠的預期有效。然則，若提昇當局透明度的手法只靠多了官員出來各說各話，則除非市場精明到分清誰是投票委員，不然愈說愈亂，莫說穩住預期，實是製造混亂。看來，聯儲局需要提昇的不是講到氣咳的演說長度、開會日數或會後聲明、紀要字數，

---

而是提高內容的清晰程度。以質勝量總好過一味鬥多鬥長，不然只會浪費市場時間。

參考：

1. Ellen E. Meade, Nicholas A. Burk, and Melanie Josselyn (2015), “The FOMC Meeting Minutes: An Assessment of Counting Words and the Diversity of Views,” FEDS Notes, May 26.
2. Alan Detmeister, Daeus Jorento, Emily Massaro, and Ekaterina Peneva (2015), “Did the Fed’s Announcement of an Inflation Objective Influence Expectations?” FEDS Notes, June 8.

羅家聰  
環球金融市場部