

## 《信報》專欄〈文人經略〉

### 息字頭上一把刀 耶倫措油玩熊抱

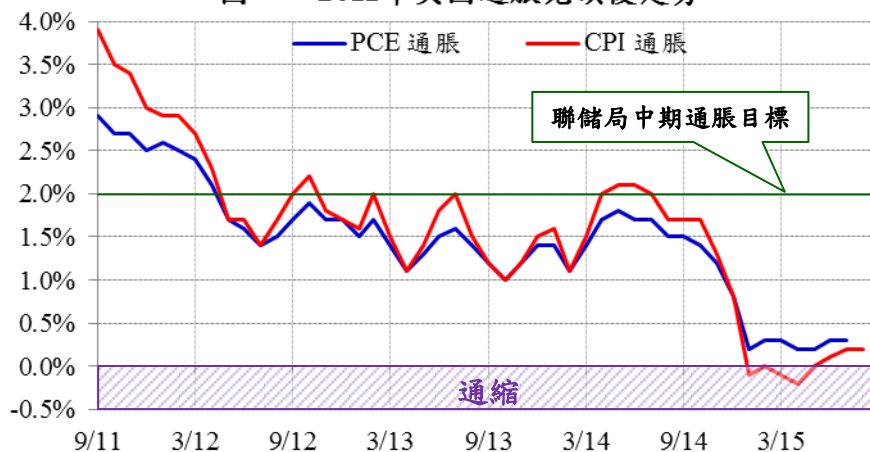
久違了的白毛女神耶倫，自7月中於國會作證後豹隱兩月，連 Jackson Hole 央行盟主大會也避而不去，結果上週甫一復出，再次將市場人士殺得片甲不留。看官沒有看錯，筆者稱為「再次」，皆因半年前我輩塘邊鶴分析員已被耶倫割過一次，當時筆者痛入心肺，憤然以「加息有時不頻撲 天山童姥割白鶴」一文（4月2日本欄）作出控訴，更於氣絕前奮力留低耶倫姥姥的六路狠招，為後來者作前車之鑑。

豈料事隔半年，當市場坐定粒六以「dovish hike」或「hawkish pass」為聯儲局蓋棺論定之際，姥姥竟然再出狠招，來個「bearish hold」。姥姥雖然六十有九，年屆古稀，但童顏皓齒，風韻猶存；熊抱一出，不僅令塘邊鶴再次敗得慘不忍睹，連真金白銀賭議息後不明朗性盡去、股市必升的缸中人也倒於石榴裙下，果然息字頭上一把刀。

其實，姥姥今趟玩熊抱，不過是將半年前的六招來個乾坤大挪移，首尾招數顛倒而成。話說姥姥六招，一曰今年鐵定加息、二曰泰勒法則收檔、三曰傳統加息週期收檔、四曰加息路徑重要過時間、五曰通脹揸旗、六曰引入外部勢力。不論會後聲明或記者會上姥姥所言，均表明聯儲局今回僅使出第五招和第六招，已經震撼全場，亦反映市場之前對此不以為然，警惕不足。至於今年鐵定加息云云，利率期貨認為含鐵量已不足一半。

無他，過去大半年，市場一直認為美國就業情況大好，因此可以早早加息，卻忽略了 dual mandate 的另一半仍然於脹與縮的邊緣苦苦掙扎（圖一），更遑論油價這個被聯儲局視為「transitory」的因素已連續 transitory 了差不多一年。再者，今年外圍市場由歐債到新興股、匯市，特別多「估你唔到」事件，賭聯儲局坐視不理，確是危險賭注。

圖一：2011年美國通脹見頂後走勢



事實上，字雲圖所見（圖二），在上週記者會中姥姥最常提及的字眼正是「通脹」，共有 60 次，在其全部講話共 5,800 餘字中佔比超過百分一；至於 dual mandate 的另一隻腳「勞動 (labor)」，卻僅出現 25 次，頻率遠低於「通脹」，反映通脹在聯儲局決策過程中的地位，明顯超然。

圖二：：耶倫 9 月 18 日記者會講話字雲圖



進一步看，表一所列十七個詞彙在整段記者會講話中出現的次數共 591 次，佔比逾一成，應具代表性；當中姥姥開口埋口的五大詞彙依次為通脹，然後是利率（不包括失業率，因為「失業」一詞榜上無名）、政策、市場和預期。

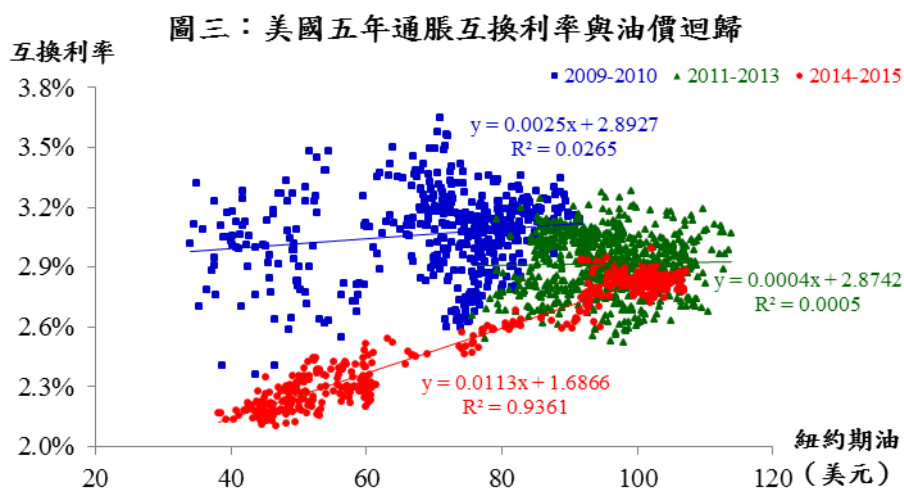
要留意，由於講話中近七成篇幅是對在場記者的即席答問，未必能事前擬定全部答案；因此，有理由相信這些說話大部分為姥姥肺腑之言，亦是聯儲局對是否加息的主要考慮。假如配合議息聲明一併看的話，便容易明白「通脹」、「預期」和「市場」正是姥姥在息字面前懸崖勒馬，僅僅熊抱了事的緣由。

表一：耶倫 9 月 18 日記者會講話常用詞彙表

詞彙	出現次數	詞彙	出現次數
inflation	60	developments	28
rate	58	project	28
policy	46	committee	27
market	42	do	27
expect	39	further	27
so	37	time	26
percent	35	were	26
continue	31	labor	25
some	29	合共	591

究竟是什麼「市場」影響到「通脹」和「預期」？今次議息聲明特別新增的一句「Recent global economic and financial developments may restrain economic activity somewhat and are likely to put further downward pressure on inflation in the near term」說得清楚明白，當中的 financial developments 亦肯定包括油價走勢。

圖三所見，近年紐約期油與美國五年通脹互換利率的關係愈來愈密切，去年至今兩者的相關度不僅高達0.97，前者甚至可解釋後者近九成四的走勢，反映油價對通脹預期的影響極大，油價升跌近乎直接影響通脹預期，而通脹預期亦可能直接影響聯儲局的加息決定。兩個月前筆者認為「油浸美金聯儲愁 新興燒美有睇頭」（7月30日本欄），莫非真箇闖進了姥姥的情感禁區，惹來驚情一抱？



如此看來，要知姥姥有幾急息，不揩油是不行的了。

何文俊  
環球金融市場部