

《信報》專欄〈文人經略〉

加息有時不頻撲 天山童姥剷白鶴

上週四本欄對聯儲局白毛女神耶倫口含的籬毛匙 (Normalcy) 指指點點，看來女神不甘被我等二流分析員代言，於是在香港時間週六凌晨美股行將收市之際，憤而現出其天山童姥真身，打出其成名絕學之一「天山折梅手」。週末 happy hour 前夕慘被天山童姥妙手折梅，不少大行分析員登時掩面彎身喊痛，毫無還口之力。

何解咁痛？皆因姥姥招招兇險狠毒，專攻分析員之要害。話說天山折梅手共有三路掌法和三路擒拿法，合共六路；姥姥基本上六路齊出，將分析員殺得片甲不留。今日趁長假期前夕，戰意喚散，且聽作為當事人之一（受害者則愧不敢當）的筆者細細道來。

第一路是鐵定加息。自3月份議息會議後，市場基本上已認定估聯儲局加息的69遊戲已經玩完，聯邦基金利率期貨顯示最早加息時間為9月，即Jackson央行年會之後，屬合情合理之揣測。不過，似乎仍有大膽的投行分析員（也許是芝加哥儲備銀行總裁啖暈先的粉絲）斷言聯儲局今年動不了手，令姥姥甚為不爽，因此在演辭中表明現在雖然時辰未到，但「an increase in the target range for that rate may well be warranted later this year」，並用接近全文四分一的篇幅解釋原因，令估計明年才加息的分析員暫時沒戲唱。

第二路是泰勒法則收檔。姥姥明言，諸如泰勒法則之類的簡單規則實在過於簡單（「simple rules are, well, too simple」），忽略了目前狀況的重大複雜性。舉例說，假如認為現時失業率已接近長期正常水平，而實質聯邦基金利率亦接近歷史平均水平，則泰勒法則估計現時的聯邦基金利率應顯著高於零；不過，假如同意姥姥本身的看法，認為勞動市場閒置產能仍大而實質聯邦基金利率均衡水平應大幅低於歷史水平的話，則泰勒法則估計聯邦基金利率應近乎零。在姥姥發表此番言論後三日，前掌門背難騎突然以新晉博客身分，在布魯金斯學會網站上發表博文，直指目前的均衡實質利率偏低，與姥姥來一招裡應外合。看來姥姥除了有兩大護法保駕護航外，更獲前掌門加持。

第二路招數一出，熱愛根據泰勒法則或其他「簡單」模型估算合理利率水平的分析員紛紛倒地，當然本欄讀者應能免疫。

第三路則打殘準備用時間序列預測加息步伐的分析員。聯儲局加息週期行將重啟，我等分析員例必打開近三、四、五十年的聯邦基金利率走勢圖大創特創，然後煞有介事地指出今趟加息週期似1984年或1988年或1994年或2004年，所以會每次議息加x厘，連加y個月，直至z厘見頂。

最後一路神功，就是正式將外部勢力納入聯儲局的政策考慮之內。在演辭尾聲，姥姥特別祭出國際形勢和外國經驗，提到研究顯示未來美國和外國的增長速度將會較慢，甚至出現長期停滯（secular stagnation），令貨幣政策需將實質利率持續維持於歷史較低水平，方能完成充分就業與物價穩定的雙重任務。

姥姥更舉出日本與瑞典兩個反面例子，說明在均衡實質利率偏低下收緊政策，將是何等的「大鑊」。此舉配合3月份議息聲明引入「國際形勢發展」，以及護法費事查上週表明美國經濟將無可避免面對油價下跌和地緣政治發展等衝擊，結果連一直認定聯儲局我行我素、少理外部的研究員，也無言以對。

由此可見，姥姥上週露面現出真身，表面上鷹鴿各打五十，實際是割白鶴——割我等研究界、分析界這些塘邊鶴。好漢不吃眼前虧，何況對手是靈鷲宮主人，筆者決定暫避其鋒，下週失蹤一次，謀定再後動。

何文俊
環球金融市場部