

《信報》專欄〈一名經人〉

議息紀錄看取態 難為鷹鴿定分界

希臘危機暫過，歐洲央行亦已開會，下一個市場焦點回到兩週後的聯儲局議息會。上次議息紀要出後，外界理解是儲局委員們意見分歧，什麼鷹鴿對壘之說甚囂塵上。

對於何謂鷹鴿，不少人僅以某委員某時空的言論鬆緊傾向標籤之，但可科學化點。儲局官員有不少公開發言，但論及政策傾向則未必多。官方文件議息聲明（statement）及會議紀要（minutes）並無將言論指名道姓，故要科學化地看個別委員的鷹鴿傾向，唯一可入手的是詳細會議紀錄（transcript）（見參考）。雖然詳細紀錄 1936 年起已有，但以利率為政策目標還是 1989 年起的事，故研究員覆蓋了當時至 2007 年的詳細紀錄（2008 年的其時仍未解封），點算了歷年各委員的鷹鴿程度，及隨時間的取態變化。

怎計分呢？逐份詳細紀錄讀畢，然後在每次政策選擇裏分鷹鴿，鷹打 1 分鴿打 0。久而久之，不同委員的取態便會示諸介乎鴿、鷹之間（即 0 至 1）的光譜。讀表所見，這近廿年來的委員，鴿對鷹（即 >0.5 對 <0.5 ）為 41：17 \approx 2.4，鴿派可不算少【表】！值得注意的是，一些被視為相當鴿派的人士如伯南克，其得分其實也是稍近中間派的。至於表中一位今年有投票權、被視為大鴿派的埃文斯，其得分僅 0.67 也說不上很高；只有耶倫比剛述二人的得分更鴿。至於被視為極度鷹派的普洛瑟，卻竟得鴿的打分！

由此可見，平時予人印象跟在議息會上的表態可以出入甚大，實難為鷹鴿定分界。計算委員們歷來的得分均值及 95% 上落區間【圖一，分別見其點及橫線】，驟眼所見，還是鷹的稍多，但大多委員還是遊走於鷹鴿之間——大多橫線跨越零點而覆蓋正負值。若只抽取 1997 年初及 2007 年底兩個時點再看，則見同樣也是鷹鴿俱在，但論「變臉」程度則以近代較明顯。畢竟當代學界對政策目的已有共識，就是該鷹則鷹、該鴿則鴿。那些以為還有「死鷹/鴿一邊頸」的，大概還停留在幾十年前的學派鬥爭之意識形態。

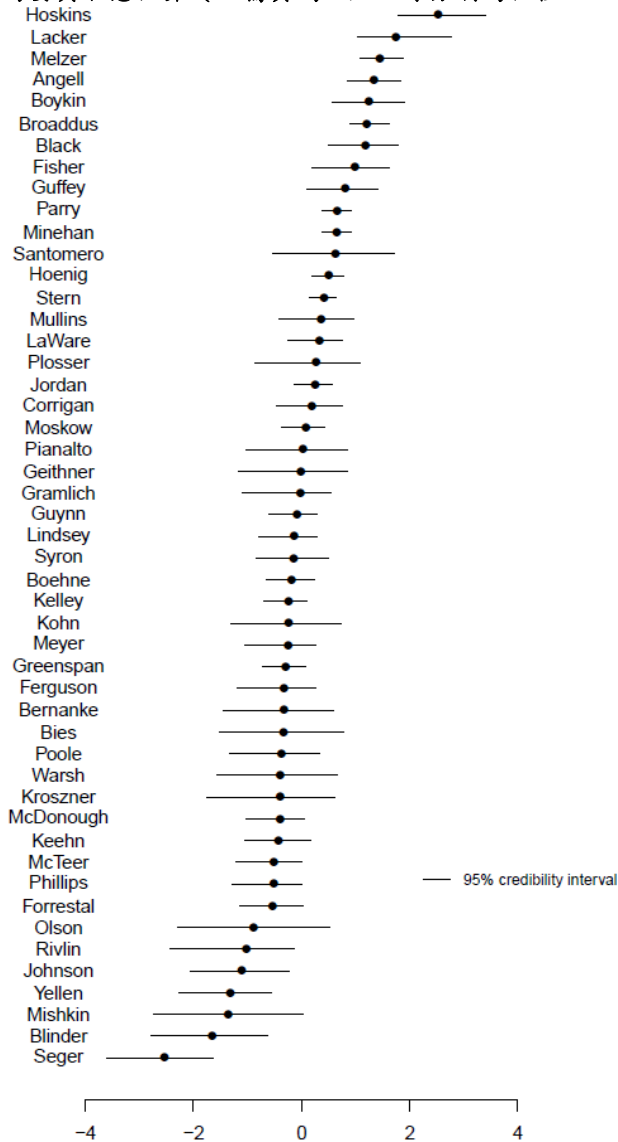
將委員會的鷹鴿取態動態全期畫出，則見整個委員會的取態均值其實多年來沒大變【圖三】；這是當然的，因打分是委員會內各委員的相對比較，平均計固然應接近零。不過上落區間則見變化：在格老的一言堂年代逐漸收窄，至 2006 年伯老上場後擴闊，近年的或可能更闊。若換個角度分鷹鴿委員點算其取態變化的話，則見鷹的得分穩定，但鴿的則在 2002 至 07 年趨更鴿【圖四】。可見，外界對當局愈趨人多聲雜各說各話、但總體鴿派勢力抬頭之觀察，大概得到數據證實。然而，這樣打分可靠、可信的嗎？

1989至2007年FOMC委員在議息會上取態

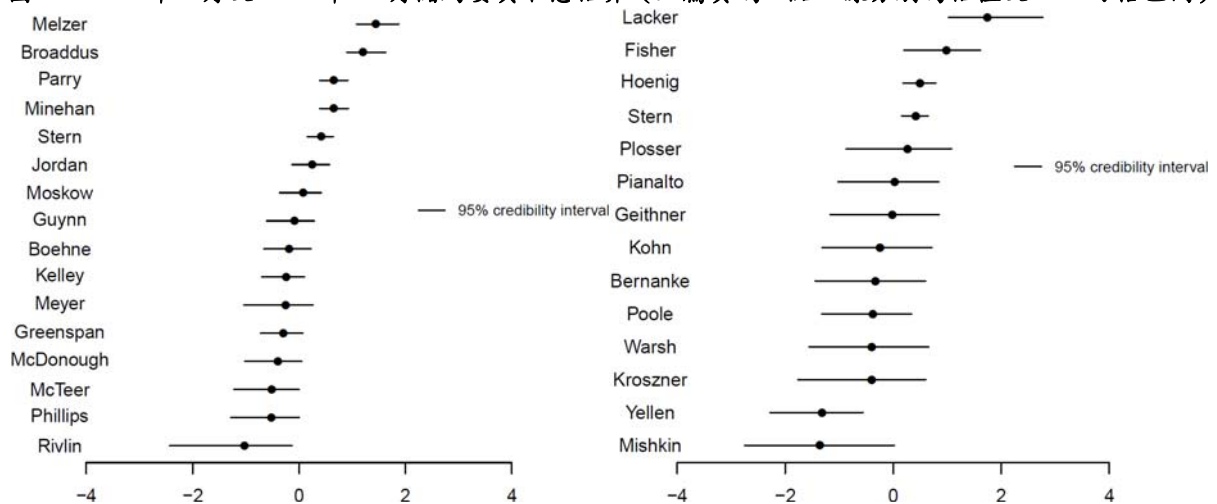
FOMC 委員	所屬儲局	任期	總統	表態次數	鵝態比例
Greenspan, Alan	局	1987-2006	列根	89	0.70
Keehn, Silas	芝加哥	1981-1994		36	0.69
Guffey, J. Roger	堪薩斯城	1976-1991		23	0.43
Melzer, Thomas C.	聖路易斯	1985-1998		57	0.26
Boykin, Robert H.	達拉斯	1981-1991		23	0.35
Stern, Gary H.	明尼阿波利斯	1985-2009		98	0.57
Fisher, Richard W.	達拉斯	2005-		10	0.40
Boehne, Edward G.	費城	1981-2000		68	0.74
Syron, Richard F.	波士頓	1989-1994		34	0.59
**Corrigan, E. Gerald	紐約	1985-1993		29	0.48
Hoskins, W. Lee	克利夫蘭	1987-1991		23	0.13
Forrestal, Robert P.	亞特蘭大	1983-1995		38	0.74
Black, Robert P.	里士滿	1973-1992		23	0.35
Parry, Robert T.	舊金山	1986-2004		85	0.52
*Lyon, James M.	明尼阿波利斯	2003		0	0.00
McTeer, Robert D.	達拉斯	1991-2005		62	0.79
Rosengren, Eric S.	波士頓	2007-		3	0.67
Hoening, Thomas N.	堪薩斯城	1991-2011		63	0.59
Jordan, Jerry L.	克利夫蘭	1992-2003		44	0.61
Donough, William Joseph	紐約	1993-2003		53	0.79
Geithner, Timothy F.	紐約	2003-2009		10	0.60
*Stewart, Jamie B. Jr.	紐約	2003		1	0.00
Broaddus, Alfred J.	里士滿	1993-2004		57	0.33
Minehan, Cathy E.	波士頓	1994-2007		60	0.52
Moskow, Michael H.	芝加哥	1994-2007		55	0.69
Guynn, Jack	亞特蘭大	1996-2006		47	0.70
*Rives, W. LeGrande	聖路易斯	1998		1	1.00
Poole, William	聖路易斯	1998-2008		26	0.26
*Varvel	里士滿	1998		0	0.00
*Stone	費城	2000		4	0.25
Plosser, Charles I.	費城	2006-		7	0.71
Pianalto, Sandra	克利夫蘭	2003-		13	0.54
Santomero, Anthony M.	費城	2000-2006		12	0.33
*Barron, Patrick	亞特蘭大	2006		2	1.00
LaWare, John P.	局	1988-1995	列根	42	0.52
Heller, Robert H.	局	1986-1989	列根	5	0.80
Johnson, Manuel M.	局	1986-1990	列根	16	0.75
Seeger, Martha R.	局	1984-1991	列根	23	0.91
Kelley, Edward W. Jr.	局	1987-2001	列根	83	0.73
Angell, Wayne	局	1986-1994	列根	35	0.34
Mullins, David W. Jr.	局	1990-1994	布殊	17	0.53
Phillips, Susan M.	局	1991-1998	布殊	44	0.86
Lindsey, Lawrence B.	局	1991-1997	布殊	32	0.72
Evans, Charles L.	芝加哥	2007-		3	0.67
Lockhart, Dennis P.	亞特蘭大	2007-		3	1.00
Blinder, Alan S.	局	1994-1996	克林頓	11	0.91
Lacker, Jeffrey M.	里士滿	2004-		11	0.18
Yellen, Janet	舊金山	2004-2010		32	0.88
Rivlin, Alice	局	1996-1999	克林頓	22	1.00
Meyer, Laurence	局	1996-2002	克林頓	35	0.83
Gramlich, Edward	局	1997-2005	克林頓	24	0.67
Ferguson, Roger W. Jr.	局	1997-2006	克林頓	16	0.64
Olson, Mark W.	局	2001-2006	喬治布殊	9	0.44
Bies, Susan	局	2001-2007	喬治布殊	14	0.50
Bernanke, Ben S.	局	2002-2005	喬治布殊	14	0.57
Kohn, Donald L.	局	2002-2010	喬治布殊	15	0.53
Kroszner, Randall S.	局	2006-2009	喬治布殊	10	0.70
Warsh, Kevin Maxwell	局	2006-2011	喬治布殊	10	0.70
Mishkin, Frederic S.	局	2006-2008	喬治布殊	6	1.00

* 並非聯儲銀行總裁，只因代職而投票

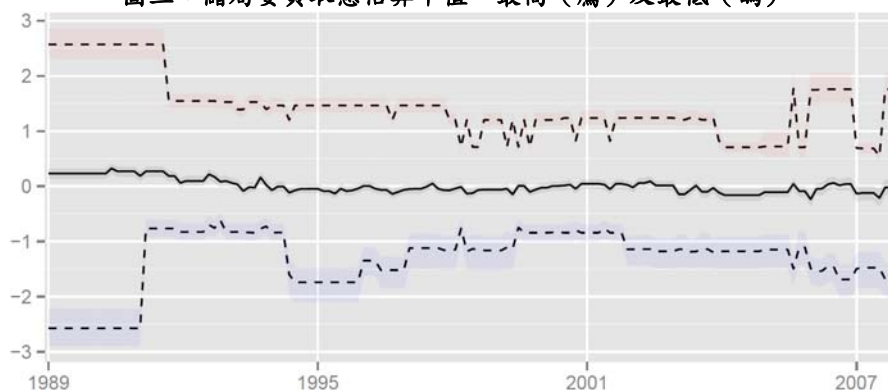
圖一：歷來儲局委員取態估算（正鷹負鴿；點、線分別為估值及95%可信區間）



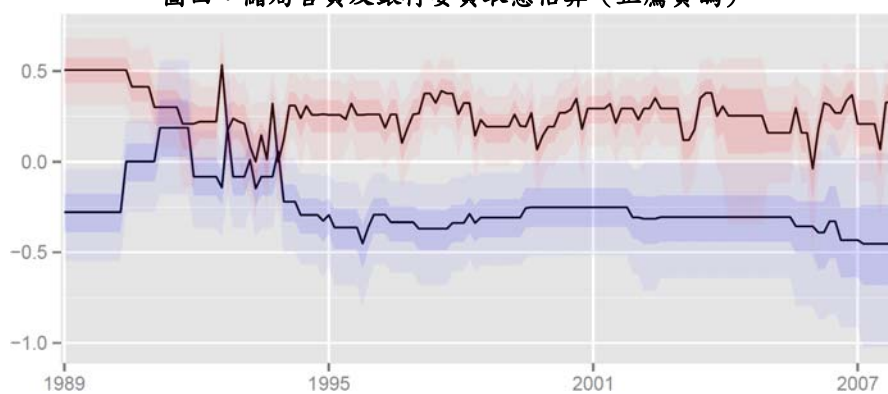
圖二：1997年2月及2007年12月儲局委員取態估算（正鷹負鴿；點、線分別為估值及95%可信區間）



圖三：儲局委員取態估算中值、最高（鷹）及最低（鴿）

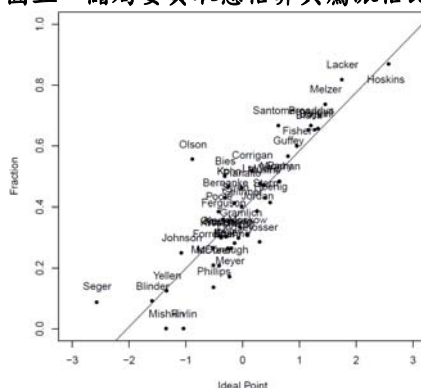


圖四：儲局官員及銀行委員取態估算（正鷹負鴿）



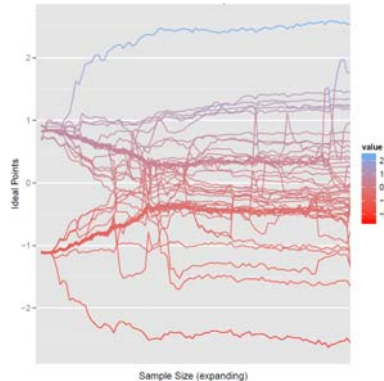
研究員曾將其打分估算鷹鴿取態，與前人用過的另一鷹派佔比計算方法互相比較，結果是兩者呈正比線性關係，即不同打分方法也得一致結果，方法是可取的【圖五】。

圖五：儲局委員取態估算與鷹派佔比



其實最重要的訊息，是研究員將各委員按鷹鴿性質重新擺位：鷹始於+1 鴿始於-1，然後再按各人的歷史取態變化重新溯造出鷹鴿的發展軌跡【圖六】。結果有何發現呢？原來無論開始時是鷹是鴿，久而久之都有 mean-reversion 的同化趨勢，進而得出共識。這與敝欄素來的說法一脈相承：所謂的鷹鴿分野很多時是外界將之兩極化的結果而已，實際上分歧其實不這麼大，且隨着開會交流多了，鷹鴿分歧確有隨時間而收窄之象。

圖六：儲局委員取態估算的演化



今文數據雖未及至近年，但亦清楚見到所謂鷹鴿兩派，第一會隨時間而收窄分歧，第二則隨時間而變臉，就連公認的鴿人伯南克及耶倫，公開說的跟開會講的也是兩樣。孰鷹孰鴿，實在難分難解。

參考：Sylvester Eijffinger, Ronald Mahieu, Louis Raes (2015), “Hawks and Doves at the FOMC,” CEPR Discussion Papers from C.E.P.R. Discussion Papers No 10442, February.

羅家聰
環球金融市場部