

《信報》專欄〈文人經略〉

聯儲加息看 69 鷹鴿之爭幾時休

上回提到，美國加息之局未定，聯儲局鷹鴿之戰未息，並引述車公與觀音所言，強烈勸喻鷹派袋住先，對加息不可貪心。文章見報後二十四小時內，即見聯儲局三大鷹派悍將保你大（James Bullard）、廢鯊（Richard Fisher）同咩事打（Loretta Mester）相繼撲出，堅持局中央應 3 月刪字、6 月加息，大有拆大台之勢。結果，在三位鷹派做嘢後二十四小時內，白毛女耶倫麾下兩大護法罕有地接連出招，究竟他們是人是鬼？

過去一年，其實兩大護法——費事查（Stanley Fischer）與賭得你（William Dudley）已多次在本欄登場。既拜倒於白毛女石榴裙下，讀者對他們的急息程度應心中有數。對白毛女來說，局中幾多委員有幾急息，相當重要，因為這決定了加息時機。費事查在上週末卻破天荒地對加息時機提出了一個嶄新模式——69 模式，表示 6 月加息機會不見得高於 9 月，兩者機會同樣高；換言之，目前看來加息時間最大可能非 6 月即 9 月。

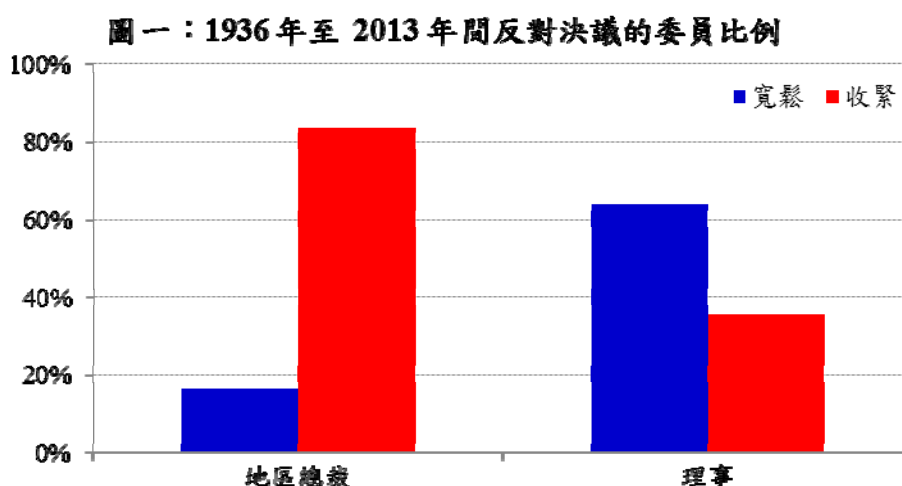
費 sir 費事查臨老入聯儲，侍奉白毛女，此時卻大搞 69，饒有深意。眾所周知，近月一眾鷹派官員公開對加息時間表明立場，直指 6 月加息合情、合理、合法，不少華爾街分析員亦在上月非農就業數據爆升後加入唱和，令人覺得加息時間似乎已塵埃落定。豈料，白毛女上週作證時突然大幅修訂對如何示意加息的說法，表明加息前將先從議息聲明剔除「保持耐性」字眼，但此舉不代表一定會在隨後兩個議息會議內宣布加息，局方將「逐次會議」考慮是否加息，無形中改變了 3 月刪字然後 6 月必然加息的預期。

在白毛女改變遊戲規則後三日，即見費事查在眾目睽睽下大搞 69，在 6 月加息的選擇外另起 9 月爐灶，目的顯然是溝淡鷹派與市場對 6 月加息的「確切預期」。過去相當多官員出來警告市場低估加息步伐，擔心局中央一旦動手將引發市場劇烈波動；難得上月初一個非農就業數據幾乎令整個市場改看 6 月加息，終於守得雲開，屆時順勢而加，自然水到渠成，官員應老懷安慰才對。為什麼局中央反而不希望市場認定 6 月加息？

費事查就加息時間提出「69 對碰」的確切貼士，另一位護法賭得你則給出更豐富的政策資訊。第一，聯儲局不會依據泰勒法則（Taylor's Rule）來決定加息時點和方式，因為這類貨幣政策規則不能捕捉金融市場環境，無法達到聯儲局的要求。換言之，聯儲局不會單憑失業率和通脹率來決定加息時間，還要看市場情況和預期。第二，通脹在一段時間內仍會低於聯儲局的 2% 目標，太早加息風險大過太遲加息，因此有理由對「幾早加」和「幾快加」保持審慎。第三，長期聯邦基金利率應為 3.5 厘，遠低於歷史長期平均水平 4.25 厘，亦低於去年 12 月聯儲局的展望中位數 3.75 厘。

憑這三點，基本上已可判斷賭得你為局內鴿派。如不同意的話，可重溫上週本欄表一，當中其中一項主流鴿派意見是「a premature increase in rates might damp the apparent solid recovery in real activity and labor market conditions... In addition, an earlier tightening would increase the likelihood that the Committee might be forced by adverse economic outcomes to return the federal funds rate to its effective lower bound」；這個說法，原來最早出自賭得你之口，時間是四個月前，即去年 11 月初：「A premature tightening might lead to financial conditions that are too tight, resulting in a weaker economy and an aborted lift-off」，議息記錄照單全收之餘更加鹽加醋。由此推斷，說賭得你可能是其中一位鴿派首領，絕不為過。

有趣的是，賭得你身兼地方官員（紐約聯儲銀行總裁）和中央官員（聯儲局理事）的雙重身份，其鷹鴿取向，值得關注。聖路易斯聯儲銀行的 Daniel Thornton 和 David Wheelock 就有研究發現（註一），過去七十餘年內，聯儲局內的地區總裁多歸邊為反對派，而理事則屬建制派；從政策光譜來說，地區總裁多屬鷹派，理事多屬鴿派（圖一）。

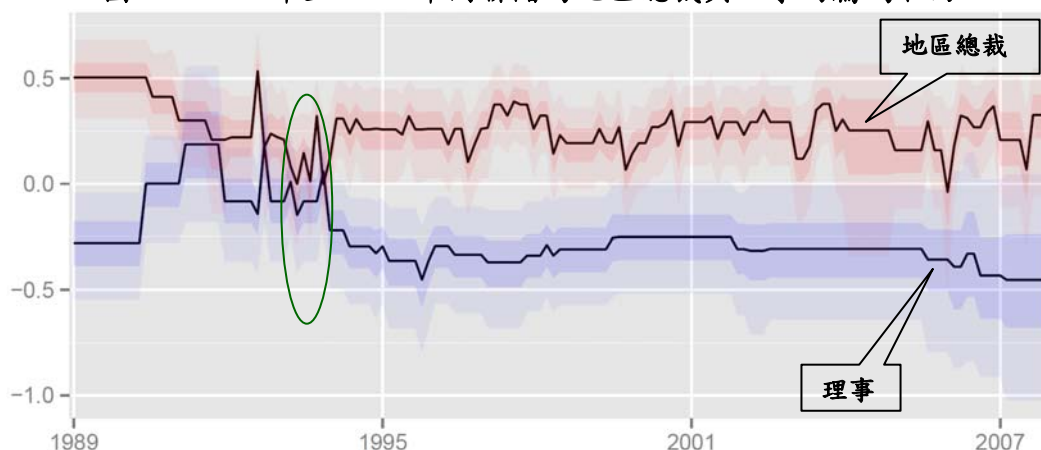


研究員猜測，箇中原因可能和兩者的委任機制有關。地區總裁主要由地區聯儲銀行董事會委任，理事則由總統委任及參議院通過；因此，後者屬政治任命，需兼顧政客的選票，傾向支持低息和壓低失業率的短期政策，對高通脹較為容忍。

荷蘭學者 Sylvester Eijffinger 等人亦有類似發現（註一）。在 1989 年至 2007 年間，除了起初幾年外，其餘大部分時間理事的政策取向均較地區總裁為鴿，而且近年有愈來愈鴿的跡象（圖二）。從時間上看，理事向鴿派歸邊的轉捩點似乎在 1994 年；當年聯儲局突然出乎市場意料地加息，導致匯、債兩市大波動，亦剎停了美股的升勢，而理事們就在當年起明顯轉鴿（綠圈），與地區總裁的鷹派陣營各行各路。

假設「總裁鷹、理事鴿」這理論成立，要推測今年聯儲局的鷹鴿程度，可謂易如反掌，只需對公開市場委員會十位投票委員的身份作出簡單 mapping 便可（表一）。

圖二：1989 年至 2007 年間聯儲局地區總裁與理事的鷹鴿取向



註：水平軸正數為鷹、負數為鴿

表一：2015 年聯儲局公開市場委員會投票理事名單

姓名	身份	鷹鴿取向
白毛女 (Janet L. Yellen)	主席	鴿
賭得你 (William C. Dudley)	紐約聯儲銀行總裁、副主席	鴿
冰冷的 (Lael Brainard)	理事	鴿
唉暈先 (Charles L. Evans)	芝加哥聯儲銀行總裁	鴿
費事查 (Stanley Fischer)	理事、副主席	鴿
叻架 (Jeffrey M. Lacker)	列治文聯儲銀行總裁	鷹
落霞 (Dennis P. Lockhart)	阿特蘭大聯儲銀行總裁	鷹
包威矣 (Jerome H. Powell)	理事	鴿
他為奴 (Daniel K. Tarullo)	理事	鴿
喂你吟詩 (John C. Williams)	三藩市聯儲銀行總裁	鷹

一 map 之下，可見聯儲局今年十位投票委員中，鷹鴿三七分；三位地區聯儲銀行總裁屬必然鷹選。然而，唉暈先雖身為地區總裁，卻是公認的鴿派首領之一，認為應待 2016 年才加息，更揚言將投票反對今年內任何加息決議；至於賭得你雖身為紐約聯儲銀行總裁，但上文已表明他與費事查兩位護法同屬鴿派一員。至於主席白毛女，根據 Sylvester Eijffinger 等人的研究，她在 2004 至 2010 年間投鴿派一票的比例高達八成八；在 1989 年至 2007 年間四十九位委員中，白毛女之鴿派排名更名列第四，前面三位現已全數離任。白毛女之鴿派威名，絕非浪得虛名。

明晚是美國公佈非農業新增職位的日子，亦是傳統引鷹／鴿出洞的日子。本欄將繼續動態追蹤，參與這個 69 遊戲，估估加息是 6 是 9，誰是幕後推手！

註一： Daniel L. Thornton and David C. Wheelockis, 'Making Sense of Dissents: A History of FOMC Dissents', Third Quarter 2014, Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW

註二： Eijffinger, Sylvester C. W. and Mahieu, Ronald and Raes, Louis, 'Hawks and Doves at the FOMC', February 2015, CentER Discussion Paper Series No. 2015-013.

何文俊

環球金融市場部