

## 《信報》專欄〈文人經略〉

### 鴿派受壓困愁城 耶倫錦囊退麻鷹

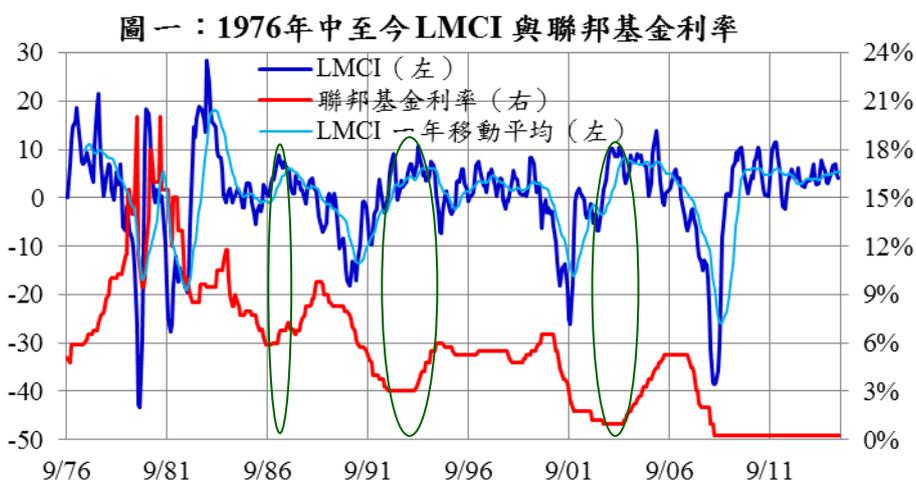
上回提到，近月舉凡美國公佈非農業新增職位之日，就是傳統引鷹／鴿出洞之時。上週五數據靚絕，果然引了叻架（Jeffrey M. Lacker）、咩事打（Loretta Mester）和廢鯊（Richard Fisher）出洞。當中前兩者表明支持6月加息，與大搞69的費事查（Stanley Fischer）打對頭；後者更激，雖然退休在即，兼且下週無份議息，但仍主張本月加息。相反，一眾理事及鴿派悉數潛水，影都唔見，是否意味息魔已現，鴿派毫無還擊之力？

看來未必。雖然鴿派現正坐困愁城，但白毛女主席其實早已在城中留下了錦囊妙計，那就是聯儲局自己編製的「就業市場狀況指數」（Labor Market Conditions Index, LMCI）。讀者應該記得，白毛女主席去年1月上任後，除了「搬龍門」撤銷前朝其有份制訂的超低息門檻外，更多番表示失業率未能如實反映美國勞動市場的實況，認為應參考其他多個指標，如勞動參與率、兼職人數等，方能定斷。

於是，聯儲局研究人員話頭醒尾，馬上於去年5月發佈「Assessing the Change in Labor Market Conditions」一文（註一），首次提出LMCI的編製方法；此指數合共匯集十九個指標而成，全面性遠超其他單一數據。最終，局方決定由去年10月開始，於公佈非農就業數據和失業率（每月第一個週五）後的接著一個交易日（多數是週一）美國時間早上10時公佈LMCI，更全面地揭示美國勞動市場真像，同時避免市場過度炒作非農就業數據及失業率。雖然上週五公佈的非農就業數據大幅優於預期，但本週一公佈的2月份LMCI卻不升反跌至4這個半年最低水平，與非農就業數據和失業率的大好形勢完全背馳。自2009年7月至今的勞動市場復蘇期內，LMCI平均水平為4.7，而現水平處於平均值之下，成為鴿派的救生圈。

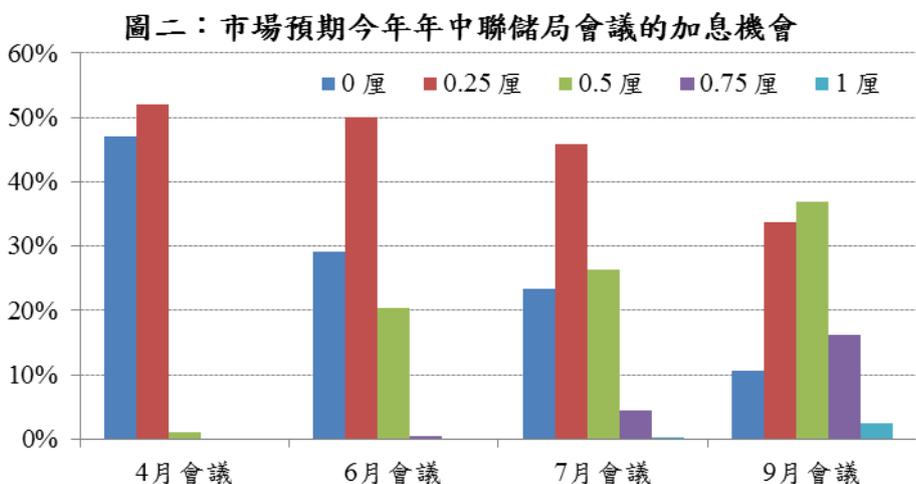
圖一顯示1976年中至今LMCI與聯邦基金利率的走勢，不難發現，在過去每個加息週期開波前，LMCI往往會出現一輪強勁升勢，當中特徵有二：第一，LMCI在開始加息前十二至三十六個月內持續快速抽升，且大部分時間高於一年平均水平。第二，期內高位一度接近甚至突破雙位數（圖一綠圈）。

參照此等「規律」，近年聯儲局最可能加息的時間，其實是2011年中至2012年初。當時LMCI快速抽升且一度升穿10、非農業新增職位兩度突破三百萬份且逼近四百萬份、失業率破九望八、通脹率破三望四。更重要的是，當時正值QE2收工兼夾歐央行突然加息兩次，幾乎所有條件均有利美國開始加息。



結果，當年6月聯儲局在議息聲明中雖然看好失業情況會持續改善，卻明言看淡通脹前景，所以維持政策寬鬆。到了8月議息時，美國已被降級，歐債危機如箭在弦，通脹隨後見頂急跌，歐央行在年底頂掉頭減息。歷史證明，當時伯南克對了而特里謝錯了，亦證明單看就業和通脹情況判斷加息時機，並不準確。

除了白毛女的錦囊妙計外，愁城外部亦有人正為被圍的鴿派打氣。且別論李嘉誠、畢菲特、岡拉克以及個別大行認為今年難以或不應加息；儘管近期就業數據靚絕且有多位鷹派官員開聲示警，但聯邦基金利率期貨仍然顯示6月加息機會僅兩成左右，7月加息機會三成左右，而9月則肯定已經加息。值得注意的是，上週五公佈非農就業數據當晚，7月份利率期貨未平倉合約突然大增至十一餘萬張，是所有檔期之最，但引伸利率卻僅升至0.24厘，仍未能突破加息門檻之0.25厘；換言之，雖然看加者眾，但有更大戶看不加而大手壓息。執筆時，7月份合約的引伸利率已跌回0.23厘，而未平倉合約亦進一步升至接近十二萬五千張，反映利率期貨鷹鴿大戶硬撼的戰場不在6月，反在7月。



接著順理成章要問的是，聯邦基金利率期貨到底有幾可信？時序（Time Series）大師 James D. Hamilton 認為絕對可信（註二）。他分析了 1988 年底至 2006 年中的數據，發現利率期貨是預測未來兩至三個月聯邦基金利率的絕佳指標，誤差遠低於隨機漫步式的利率中性預測模式；更重要的是，利率期貨價的變化已在統計上顯著反映了非農業新增職位等資訊，即是市場並無忽略或低估就業數據，官員無需過慮。

上回指出，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，目的是溝淡 6 月加息的「確切預期」；現在看來，費 Sir 背後原來有利率期貨的市場力量在撐腰，難怪膽敢單挑鴿派。再者，另一位護法賭得你（William Dudley）亦表明加息需考慮金融市場環境，公然引入外部勢力瓦解泰勒法則之作用，與鷹派同僚對著幹。內有就業市場與通脹數據的爭辯、外有國際形勢發展（1 月份議息聲明所指的 international developments）與利率期貨市場虎視眈眈，下週聯儲局議息之鷹鴿混戰，好睇過戲了。

註一： Hess Chung, Bruce Fallick, Christopher Nekarda, David Ratner, 2014. 'Assessing the Change in Labor Market Conditions,' FEDS Notes.

註二： James D. Hamilton, 2009. 'Daily Changes in Fed Funds Futures Prices,' Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing, vol. 41(4), pages 567-582.

何文俊  
環球金融市場部