

《信報》專欄〈文人經略〉

飛鴿破籠加息遲 歸去來兮 Normalcy

上週本欄不安好心，既知耶倫已有錦囊鬥鷹，便索性搶飲聯儲局頭啖湯，先行宣佈不再保持寫它的耐性；勢估不到白毛女神竟然摸通我輩男人的底牌，會後先來一句「刪除『有耐性』並不表示無耐性」，與我們對枕邊人常說的「不說『我愛妳』並不表示我不愛妳」如出一轍；再來一句「6月不一定加息，但不排除可能性」，簡直是「今年不一定與妳結婚，但不排除可能性」的翻版。作為男人，口頭上很難不認同耶倫。

今趟白毛女神使出回馬槍殺低美匯、美息，撥起美股，飛鴿破籠而出，勢不可擋；筆者實在難捨難離，唯有放下好馬身段，逕吃回頭草，看看女神什麼藥來自什麼葫蘆。

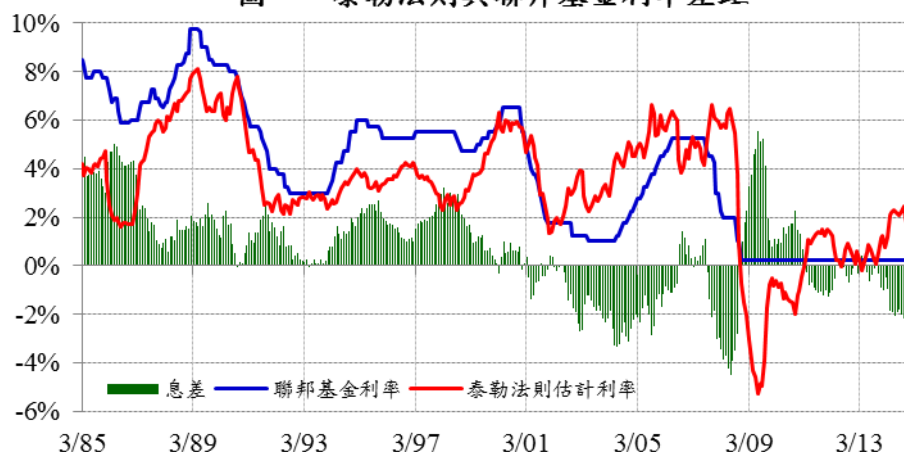
白毛神藥，早已載於去週末、本週初的各大財經報章頭版，「經濟展望轉淡」、「利率展望向下」兩陣迷煙，加上超卓的甜言蜜語，市場反應相當亢奮，暈得一陣。不過，如果只見藥而不見葫蘆，誤以為女神只是想遲加息同加得少，那實在太小覷她的能耐。畢竟是全球唯一央行女神，雖然鴿派話事人地位不再，但講到妙手回春，仍然有心有力。

那麼，女神的葫蘆內藏什麼呢？是一條匙，一條響鑼鑼的鑰匙——籬毛匙（Normalcy）。這條籬毛匙，原本是用於打開美息返歸（回歸常態）之路，打開網綁美元的枷鎖，也開啟非美貨幣乃至黃金商品的地獄之門。不過，用在女神手上，一條籬毛匙，卻令美息、美元掉頭採，股、匯、債、商品四市齊興奮，頗有星爺「一支穿雲箭，千軍萬馬來相見」之駕勢。

何解女神的籬毛匙如此駕勢？其中一個主要原因，就是它不跟舊老細。舊老細是誰？史丹福大學經濟教授泰勒（John B. Taylor）是也。這位史大教授創立的泰勒法則（Taylor's Rule），標榜按照就業和通脹情況決定利率水平。不過，一如月初本欄所言，護法賭得你（William Dudley）早已公開點名廢去泰勒法則武功，數據亦顯示1985年至今聯邦基金利率鮮有跟隨舊老細的步伐，三十年來兩者的平均差距超過半厘（圖一）。

事實上，按照美國最新失業率及個人消費開支數據計算，泰勒法則認為目前的聯邦基金利率應已加至0.8厘，但實際仍是零息，而兩者差距可能要延至9月才開始收窄。再者，根據另一護法費事查（Stanley Fischer）日前所言，收窄過程不會一帆風順，難怪資產市場會千軍萬馬來相見。

圖一：泰勒法則與聯邦基金利率差距



其實，根據聖路易斯儲備銀行的研究（註），近五十年來開啟美國貨幣政策大門的籬毛匙共有三條，第一條型號為「公信第七」、第二條型號為「公信第一」、第三條型號為「利率歸零」，詳情如下：

表一：聯儲局籬毛匙的不同型號

| 籬毛匙型號 | 出現時期 | 特徵 |
|-----------------------|-------------|---|
| 公信第七 (No Credibility) | 1965年至1979年 | 貨幣政策「做吓停吓」，一（通）脹就收（水），一收就死（經濟），一死就放（水），一放就脹 |
| 公信第一 (Credibility) | 1980年至2007年 | 因應經濟情況靈活變招，成功控制通脹；期內政策利率平均低債息1.6厘，利率與通脹長線趨跌 |
| 利率歸零 (ZIRP) | 2008年至2014年 | 屬日本模式，政策導致長期債息偏低及趨穩，且低於預期通脹率。央行公信力不僅在於達致通脹目標，更在於能否維持零息或低息承諾 |

當然，表一所示的情境俱往矣。聯儲局未來會選用那一條匙開啟政策大門，研究員雖無結論，但對使用三條匙返歸各自所需時間作出預測如下（表二）：

表二：選用不同型號籬毛匙開門返歸所需時間

| | 經濟增長 | 通脹率 | 政策利率 | 十年期債息 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| 公信第七 | | | | |
| 長期平均值 | -6.7% | 34.5% | 22.0% | 23.7% |
| 由 2007 年初期情況返歸所需年期 | 222 | 283 | 238 | 335 |
| 由 2013 年初期情況返歸所需年期 | 224 | 286 | 240 | 338 |
| 公信第一 | | | | |
| 長期平均值 | 1.5% | 2.9% | 3.4% | 4.8% |
| 由 2007 年初期情況返歸所需年期 | 8 | 12 | 21 | 15 |
| 由 2013 年初期情況返歸所需年期 | 19 | 24 | 24 | 26 |
| 利率歸零 | | | | |
| 長期平均值 | 1.5% | -0.1% | 0.1% | 1.5% |
| 由 2007 年初期情況返歸所需年期 | 9 | 5 | 7 | 6 |
| 由 2013 年初期情況返歸所需年期 | 7 | 5 | 2 | 3 |

根據表二，假如聯儲局使用「公信第七」籬毛匙開門，返歸需時二百年以上；改用「公信第一」，也要二十年左右。但用「利率歸零」的話，三、五、七年已可見家鄉。

研究員認為，用「公信第七」開門幾無可能；用「公信第一」的話，市場利率將抽高和大幅波動，2013年第二、三季的動盪市況勢必重演，加息更會令長息和短息走勢變得極不明朗。至於「利率歸零」的話，聯儲局則需明確表示容許通脹跌至甚至低於零，否則通脹目標肯定不能達標；情況一如現時的日本，今年1月將核心通脹預期大幅下調至1%，迫不得已也。

貨幣市場和債券市場現時認為聯儲局已經或正在進入「利率歸零」模式，因此無論市場利率或債息仍然低迷；利率期貨市場亦然。費事查在本週一已公開表明，聯儲局今趟不會仿效2004年至2007年的加息週期般持續而穩步地加息，因為經濟將無可避免面對各種衝擊，包括油價下跌和地緣政治發展等，聯儲局需作出回應。

由是觀之，聯儲局本月的議息聲明由鷹轉鴿，加上委員會對今明兩年的經濟增長、通脹水平和利率目標展望全面下調，是否代表一眾委員已對選用那一條匙開門形成初步共識？月初本欄認為聯儲局今年十位投票委員中，鷹鴿三七分，而白毛女神與兩位護法之鴿派真身亦毫無疑問；今趟轉軚，狀似突然，實則不然，新籬毛（New Normal）是否已經乍現？還看今年夏天。

註：Diana A. Cooke and William T. Gavin (2015). 'Three Scenarios for Interest Rates in the Transition to Normalcy,' Federal Reserve Bank of St. Louis Review, First Quarter, Vol. 97, No. 1, pp. 1-24.

何文俊
環球金融市場部