

《信報》專欄〈一名經人〉

央行手法去到盡 近年愈趨不可信

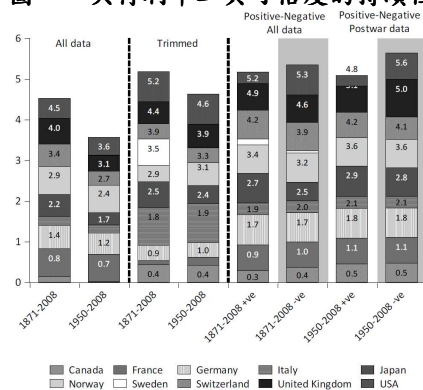
打從瑞士央行突然放棄跟歐元的單邊匯價封底，俄羅斯央行大幅加息後掉頭突減，一些央行的公信力已受到質疑，就連聯儲局一路放風指今年底政策利率會加至逾1厘，市場也愈來愈不放在眼內。上週論通脹時所引述 Michael Bordo 等人的最新工作論文，其主旨就在探討全球十一個央行百幾年來的公信力變化及其背後的因素。有何發現？

首先要定義公信力。研究認為，公信力建基於八項經濟或制度因素：是否金本位、廣義貨幣增長、銀行貸款佔 GDP、主權債佔 GDP、有否石油危機、有否於金融危機、央行獨立程度及匯率制度。由於央行公信力直接影響其所發行的貨幣價值，由是之故，公信力與貨幣購買力或通脹應有某種關係。具體而言，通脹超出通脹目標被兩項解釋：一是剛述的八個公信力因素，二是前期通脹超出目標的程度。回歸方程加進後者原因，是通脹本身有相當韌度（persistence），以市場術語即「很 momentum」，升開傾向升。

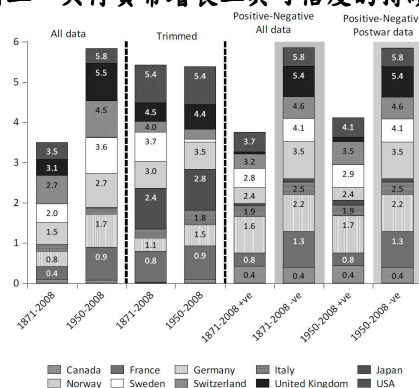
由於不同央行會用不同工具，包括利率、貨幣增長或匯率，故分析亦分三套進行。以十一個央行自 1871 年起的縱橫面數據所做之三套回歸顯示，八個公信力因素當中，金本位下使用利率工具是甚具公信力的，而在戰後金融危機期央行的公信力顯著削減。另外，石油危機不利央行公信力，而央行獨立性則相反有利，但大前提是通脹不太高。幣量工具方面，眾因素的影響不如利率工具般顯著，且多在通脹低於目標時才見效果。最後在匯率工具，結果則較接近利率工具，多少解釋了為何近代鮮有使用幣量工具。

回歸方程第二部分是通脹超標的滯後項，研究員將這理解為「公信力的持續性」。同分三種央行工具，研究員將十國央行的公信力持續性按不同數據期疊起【圖一至三，第二組將頭尾各一成的分離數據剔除，第三、四組則按通脹高或低於通脹目標劃分】。

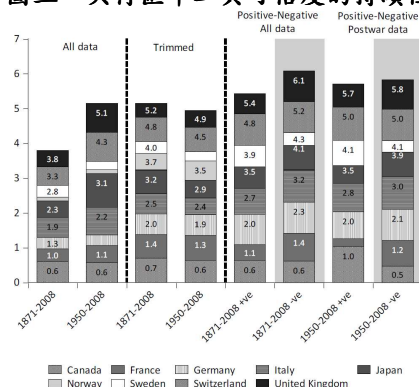
圖一：央行利率工具可信度的持續性



圖二：央行貨幣增長工具可信度的持續性



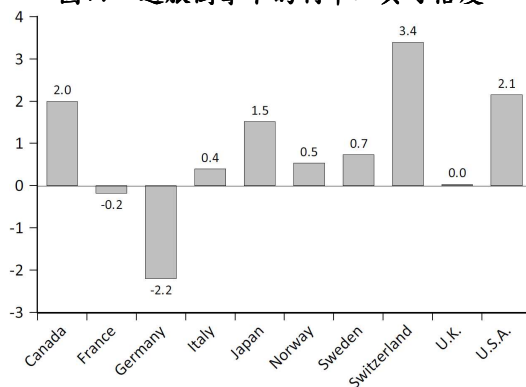
圖三：央行匯率工具可信度的持續性



每圖的四組結果中，最穩陣（robust）的是去頭去尾（trimmed）一組。總計而言，公信力持續性無大分別，但各國則見差距。以利率工具計，公信力最持久的是意大利，接着是美國；固然，1998年後德、法、意應合計為歐元區，加起來便高於美國。也巧，瑞士的則偏低。幣量工具方面，整體結果跟利率工具相若，然而近年已較少國家採用。至於匯率工具上，因美元已是本位，故美國不在名列。然而，起碼截至2008年為止，瑞郎的匯率工具公信力持續性竟相當高；但未知經此一役後，日後會否持續轉差了。

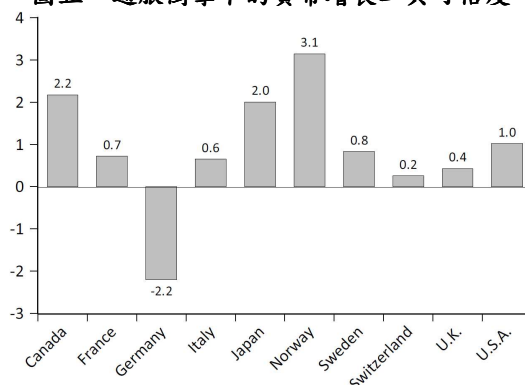
有了回歸結果後，便可模擬各國在通脹衝擊下，各工具的可信度了【圖四至六】。

圖四：通脹衝擊下的利率工具可信度

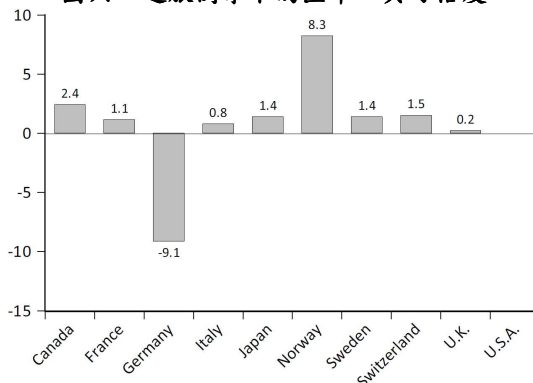


如圖所見，瑞士央行的利率工具可信度最高，聯儲局次之；反而英倫銀行則甚低，甚至低過日本央行。至於德國，竟然相當之低，即使在其他貨幣工具上亦差勁；留意，這些是可信度，跟前述的可信度「持續性」是兩個截然不同的概念。至於幣量工具上，通脹衝擊下公信力最高三名依次為挪威、加拿大、日本。日本大手量寬就是幣量工具，事後看來，市場亦大多相信央行言出必行。至於匯率工具，則僅挪威可信度較為突出。美元兌挪威克朗與美匯指數走勢極似，顯示克朗極具浮動彈性，成為上佳政策工具。

圖五：通脹衝擊下的貨幣增長工具可信度

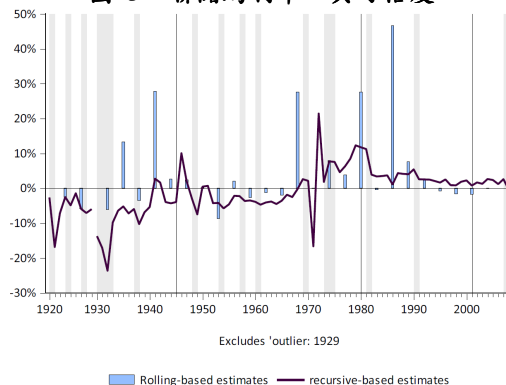


圖六：通脹衝擊下的匯率工具可信度

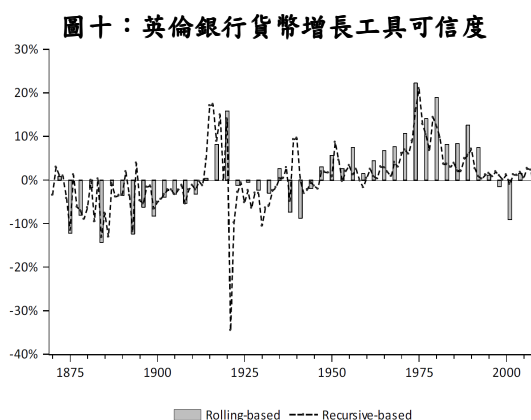
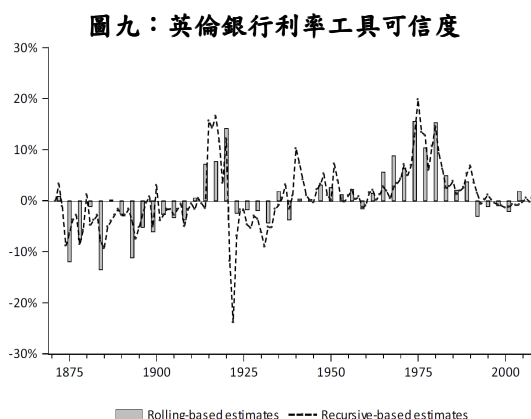
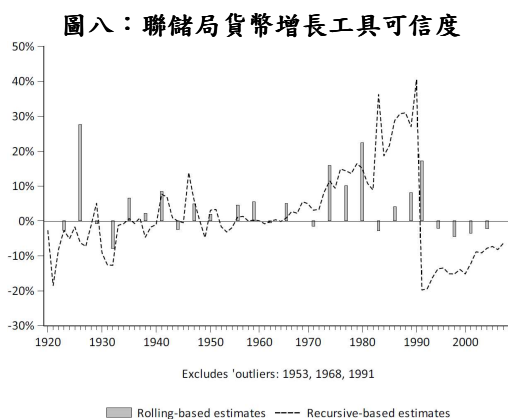


最後聚焦美、英兩個案例，看看央行在運用利率及幣量工具下的可信度變化。

圖七：聯儲局利率工具可信度



研究員做了兩套回歸：一是直接基於通脹將會返回目標（recursive）的方程分析，二則以這方程的廿年滾動窗口（rolling）計；後者顯然是前者的平滑版本。觀圖可見，聯儲局利率可信度曾於大蕭條及石油危機時急插水，前者通縮失控，後者則通脹失控；及至2008年海嘯時減息至零，可信度跌至石油危機後的低位【圖七】。至於幣量工具，在1980年代通脹受控後，可信度上升；之後轉以利率為目標，可信度大跌但屬正常；及至近年通脹回落並低企，儲局的印鈔行為卻又有效地令市場信之為萬靈藥【圖八】。



至於那邊廂有幾世紀歷史的英倫銀行，利率及幣量工具均變化相似【圖九、十】：

1970年代中見最高後，近年已跌至零水平。英國通脹就在過去幾年來已曾多次超標，不是高過便是低過目標範圍，央行總裁遂要多次去信財相解話。其實央行議息不透明，公信力不高本不意外，加上危機如海嘯之出現，通脹一不尋常，公信力便即見受損。

今文綜覽過多國央行多年來的公信力：金本位期固然是最佳，而危機期下則較差。數據顯示，不同央行在運用不同政策工具時的公信力均有異，一般而言美國不是最高，而英國更低，德國則受不起通脹衝擊。英美央行近年的公信力均跌至幾十年來的低位。通脹受控下公信力竟跌，也許反映世人已對狂印銀紙、出口術等行徑投以不信任票。

參考：Michael D. Bordo and Pierre L. Siklos (2015), "Central Bank Credibility: An Historical and Quantitative Exploration," NBER Working Paper No. 20824, January.

羅家聰
環球金融市場部