

## 《信報》專欄〈文人經略〉

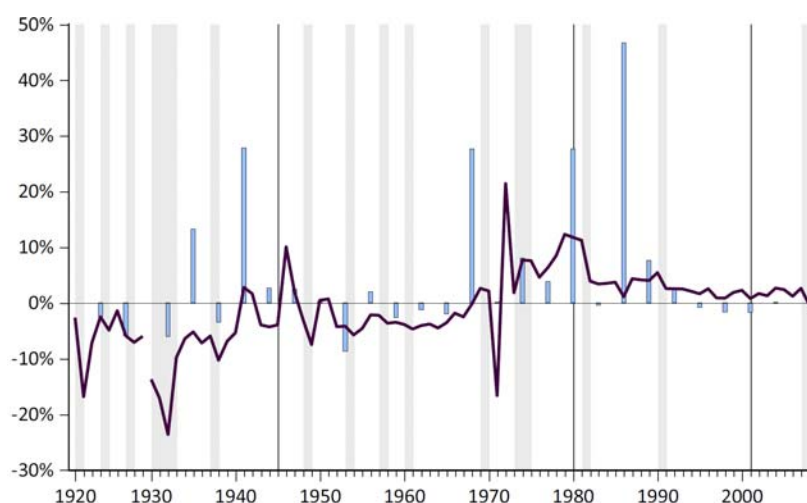
### 滿城盡帶黃金甲 公信第七通脹殺

上週周董一曲《青花瓷》，唱出了眾央行「天青色等烟雨，通脹在猶豫」的愁緒；就在此時，非農新增職位毫不猶豫地超出預期，分析員毫不猶豫矢言聯儲局將於6月加息，交易員亦毫不猶豫在聯邦基金利率期貨市場重注7月加息。看來，滿城盡帶黃金甲，準備年中大屠鴿。不過周董算無遺策，在英國舉行世紀婚禮前仍不忘留下《菊花台》一厥，叮囑聯儲局「愁，莫渡江，秋心拆兩半」，因為「怕妳上不了岸，一輩子搖晃」。

周董此話怎講？（女）讀者應記得，筆者以堂堂男人身分，在上月22日大罵瑞士央行賤男黃蜂尾後針時，引用了經濟學家咪搞波度（Michael D. Bordo）的正氣之作（註一），力斥瑞士央行拿自己公信力來「較飛」。其實，咪搞波度篇研究講了更多說話給聯儲局聽，不過，基於好男不與女鬥，因此筆者在本文絕不會直呼白毛女神之名，只會將矛頭指向整個聯儲局公開市場委員會其餘男性投票委員。男人要幫女士頂，是常識吧。

咪搞波度篇研究發現，其實公信力呢家嘢，無論點計都好，在聯儲局大部分歷史中，指標幾乎接近零（fairly close to zero），假如局方是以利率為政策工具的話。不過，上世紀偏偏有幾劑，聯儲局竟然搞到公信力大跌甚至見紅（圖一）：第一劑是30年代中後期，聯儲局在大蕭條後打算開波搞貨幣政策正常化；誰料碰上政府收緊財政政策，結果正常化搞唔成，偏偏搞出通縮，令伯南克一直引以為戒。第二劑是60年代中後期，通脹失控，美元更脫離金本位，聯儲局聲譽盡毀。最後一次是80年代初期，雪茄伏辣手加息，通脹急跌，經濟出現三底衰退。

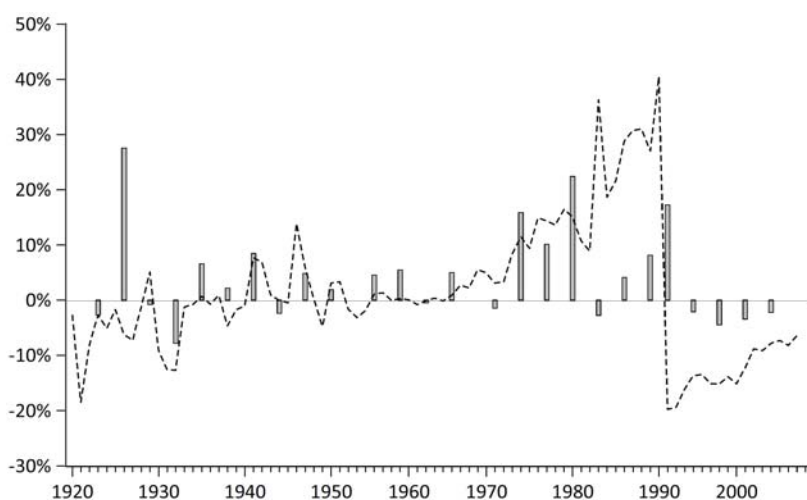
圖一：聯儲局在利率工具下的長期公信力估算



藍棒為滾動估算；紫線為遞迴估算

即使局方是以貨幣供應為政策工具（例如量寬），基本情況亦與利率工具相若。不過，要留意的是，圖二顯示，上世紀90年代初期聯儲局公信力突然出現歷史性大跌，咪搞波度的解釋是當時嚴重滯脹，筆者畫蛇添足加多樣：1990年4月至1993年3月，美國M2貨幣供應增長由6.5%大縮至0.4%。

圖二：聯儲局在貨幣供應工具下的長期公信力估算



簡而言之，通脹失控固然會令央行失信於民，但收水碰上通脹急跌（遑論通縮）同樣可使央行由「公信第一」變成「公信第七」。刻下聯儲局量寬水已全收，M2增長由2012年1月的高位10.3%跌至去年12月的5.8%；加上6月加息在即之際碰上通脹跌穿1%，情況頗有後者影子。

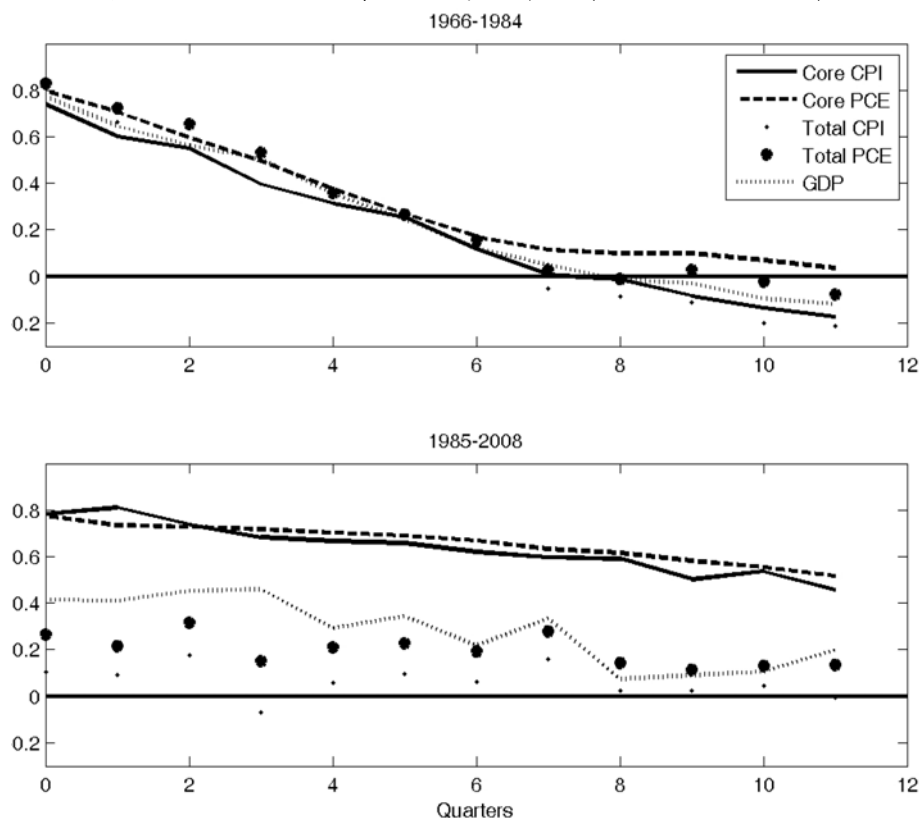
對於這個聯儲局淪為公信第七的危機，連認同6月開波加息的聖路易斯聯儲銀行總裁保你大（James Bullard）亦表示憂慮。上月中，保你大在公開發言時提到，現代中央銀行的一個重要宗旨，是捍衛其達致通脹目標的公信力，而通脹跪低與通脹預期腳軟可能顯示聯儲局已喪失維持2%通脹目標的公信力。要解救，最好方法當然是通脹自然回升，甚至是爆升，屆時聯儲局便師出有名，加得有型，重奪公信第一之排名。

可惜，世事概無如此理想。經濟學有所謂通脹持續性（inflation persistence），即通脹有「高開就高、低開就低」的特性，主要原因在於物價有黏性，即使貨幣政策或其他經濟環節有所改變，但物價往往傾向「企定」，間接削弱央行貨幣政策的成效，甚至廢其武功。

根據歐洲央行在2006年的估算，在多個先進經濟體系中，以瑞士和美國的核心通脹持續性最高，讀數分別高達0.93和0.89，而且屬統計顯著。換言之，撇除油價和食品等較為波動的價格，瑞士和美國在其他方面的物價往往高開就高、低開就低。

波士頓聯儲銀行研究總監姐夫富啦 (Jeff C. Fuhrer) 在 2009 年亦發表研究 (註二)，確認通脹持續性的確存在 (圖三)，尤以 1966 年至 1984 年最為明顯。近廿多年，雖然整體通脹持續性有所下降，但核心通脹持續性依然，與歐洲央行早三年的發現大致吻合。

圖三：美國通脹數據的自我相關性 (autocorrelation)



更重要的是，三藩市聯儲銀行總裁喂你吟詩 (John C. Williams) 於 2006 年已發現，通脹持續性之所以下跌，主要有兩個原因：第一是好彩 (good luck)，第二是聯儲局按照長期通脹「目標」，有系統地對核心通脹進行維穩，並且令公眾信任其日後將會繼續維持通脹穩定。換言之，聯儲局在維持通脹預期穩定上的公信力，是通脹能否回歸目標水平的關鍵；要是聯儲局揸不緊此宗旨，怕要輪到市場大眾向你高舉中指。

有趣的問題來了。加息意味向通脹開刀，在通脹急升的時候，固然可贏得穩定物價的公信力；不過，在通脹急跌時揚言向通脹開刀，可怎樣穩定物價，目前尚未有理論支持。政策未能穩定通脹預期，繼而損及央行公信力，是鷹如保你大亦不得不擔之憂。

假如 6 月鐵定加息，到了秋天，會否一如周董所唱，「菊花殘，滿地傷」，最終「花落人斷腸」？

註一：Michael D. Bordo and Pierre L. Siklos (2015), "Central Bank Credibility: An Historical and Quantitative Exploration," NBER Working Paper No. 20824.

註二：Jeff C. Fuhrer (2009), "Inflation Persistence," Federal Reserve Bank of Boston Working Paper 09-14.

何文俊  
環球金融市場部