

《商報》專欄

耶倫談息口：「你懂的！」

終於都信了！信？信什麼？信希臘不會退出歐元區？信歐洲央行放水？非也。在去年12月當聯儲局議息後的記招中，耶倫指：the Committee considers it unlikely to begin the normalization process for at least the next couple of meetings。其後，紐約時報記者就問：Does “a couple” mean two？其實這條問題實在多餘，因為查字典都知 couple 就是指「兩」，耶倫亦十分醒目地答：“a couple” —I believe the dictionary probably says, “a couple” means two. So, “a couple” means two。耶倫的答案真是小學雞，但小學雞就是天真無邪，耶倫都講明頭兩次開會不會有動作，那是不是暗示第三次就有機會加息？你懂的！

你懂不懂在下不知道，但明顯地市場就不是人人都懂。上月中聯儲局開會後，美匯全力抽升，反映美國加息期不遠矣。但美股亦同時大抽三百餘點，因為股民著眼點是聲明內的：the Committee judges that it can be patient in beginning to normalize the stance of monetary policy，即是炒聯儲局有耐心（patient）地正常化貨幣政策。然而，耶倫明明就講清楚加息時間表，但股民們偏偏選擇性地炒。另外，還未計及上週失業率明明就跌到5.6%，但市場偏偏炒平均月薪按月大跌而估聯儲局延後加息，真是暈了。

好，講一次不夠，再來一次。上週聯儲局亦公佈了議息紀錄，內容與12月中的聲明不無兩樣，同樣暗示來年加息時間表已定。但大家又不信，又炒「耐心加息」及油價大跌影響全球經濟，美股照升一百餘點。

聯儲局是否「耐心加息」先不討論，關於油價升跌，筆者早在上月已指長期低油價只會觸發油組國的財政收支不平衡問題，年內油價決不會長期維持在如此低水平。只要油價回復至70至80美元以上，通縮問題迎刃而解。

筆者講的大家可能不信，耶倫你又信不信？聯儲局在上月會議聲明中刪除通脹漸漸達標的字眼，並認為通脹持續低於目標有部分原因是能源價格下跌，亦預期對通脹的影響是短暫的。而且隨著就業增長，通脹自會回升至目標水平。表面上連通脹目標都解決，萬事俱備，加息可以起行。

但記者會上，大家顯然對聯儲局解釋不太滿意，15條問題當中，超過一半問及通脹，5條直接問油價影響，可見大家興趣都在於油價暴跌會否影響加息步伐。對於這15條耶倫的答案，結論只得一個：有影響，但短暫，當中最精警的莫過於CNBC記者的

提問。這位 Steve Liesman 問耶倫低油價對經濟影響，耶倫答案如下：

耶倫對 CNBC 記者 Steve Liesman 提問低油價對經濟影響的答案

The decline we have seen in oil prices is likely to be, on net, a positive. It's something that's **certainly good for families, for households**. It's putting more money in their pockets. Having to spend less on gas and energy, and so, in that sense, it's like a tax cut that boosts their spending power.

We certainly recognize that that is going to be pushing down headline inflation and may even spill over, to some extent, to core inflation. But, at this point, although we indicated we're monitoring inflation developments carefully, **we see these developments as transitory**.

第一，耶倫覺得低油價是好事，因為是「塞錢入佢袋」(It's putting more money in their pockets.)，情況就如減稅般刺激消費能力；第二，一如聲明所講，油價下跌是短暫，這除了回答 Steve Liesman 外，對其他提問亦三翻四次重覆這個「短暫」字眼。耶倫可能心想：夠了，就是短暫，不要再問了！

筆者不重複其他有關油價問題，因為耶倫答案都是萬變不離其中。好了，筆者解答了其中一個最會延遲加息的因素，但大家可能仍挑戰：有耐心就不急於加息，若油價身陷危機，難保會延遲加息。

油價問題已解答，那再回看這個「耐心」的字眼。熟悉聯儲局操作的朋友都知，儲局最喜歡是以言論影響市場，製造市場預警，例如不同官員有不同說法，足以令你炒高又得，炒低又得；第二，就是聯儲局議息聲明字眼。遠的不講，就拿 2004 年聯儲局加息前所用的主要字眼。表二見到，在 2004 年 1 月前幾次會期，聯儲局用了四次「considerable period」來形容當時寬鬆貨幣政策情況，與近年聯儲局形容息口低企一模一樣。

表二：2004 年聯儲局加息前議息聲明中所用字眼

13/8/03, 17/9/03, 29/10/03, 10/12/03	In these circumstances, the committee believes that policy accommodation can be maintained for a considerable period .
29/1/04, 17/3/04	The committee believes that it can be patient in removing its policy accommodation
5/5/04	The committee believes that the policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured
1/7/04	The Federal Open Market Committee decided today to raise its target for the federal funds rate by 25 basis points.

踏入 2004 年第一個會期，時任聯儲局主席格林斯潘直指當時就業市場已改善，其後在 3 月議息更指經濟產出已有確實增長，而這兩個會期就學似上月耶倫般以「耐心」取代了「相當長時期」來形容寬鬆貨幣政策的持續性。然而，當大家認為聯儲局並不急於加息下，格老就只維持了「耐心」的字眼於兩個會期上。其後，在同年 5 月 5 日轉用

了「measured」一詞後，7月就直接加息。看到這裡，一眾淡友有否寒了一寒？原來聯儲局所講有「耐心」加息，原來只是維持了五個月。五個月後，又是另一片天空。

其實大家何需奇怪，就算聯儲局一早講定加息，他們都會用盡方法影響市場預期，打兩手牌是慣性招數，然後就本着一副「你懂的」的態度來控制市場預期。但暗地裏，只要環球經濟沒有出現問題，一齊就盡在聯儲局掌握之中。

當然，大家亦有另一個憂慮：歐洲衰退及通縮。長話短說，看看希臘及西班牙最新數據，去年第三季兩地經濟已按年上升1.6%，是歐債危機後新高。其他如愛爾蘭更升3.5%，葡萄牙升1.1%，只有意大利跌0.5%，而大國如德國及法國仍然錄得正增長，這樣的數據也可炒歐債危機？

歐洲通縮嗎？對，現在是通縮，但若計及核心通脹，歐元區仍達0.8%，顯見現時通縮是受低油價影響。至於低油價會否引發環球危機，耶倫不是說了答案嗎？

話說至此，相信大家清楚了解對聯儲局的息口態度，亦知道他們對油價的看法，如果大家硬要炒聯儲局延遲加息也沒辦法。之不過，聯儲局一副「你懂的」的態度，只驚最後弄出個「大頭佛」。什麼是「大頭佛」？你懂的。

劉振業
環球金融市場部