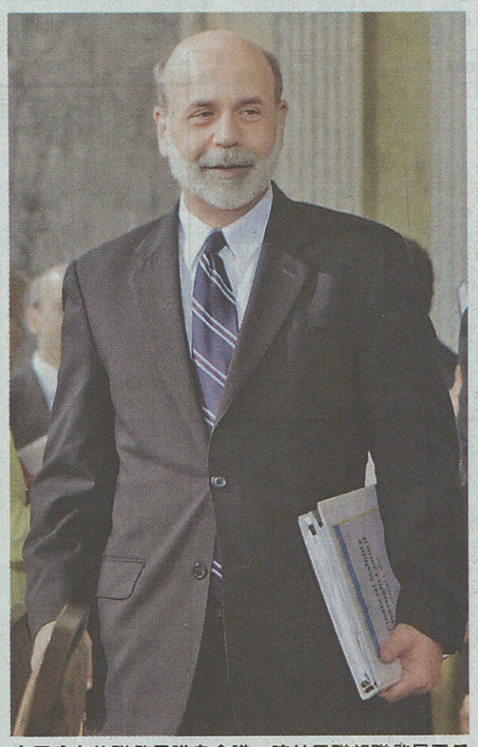
對聯儲局落實新猷 勿太寄望

國際視野

Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

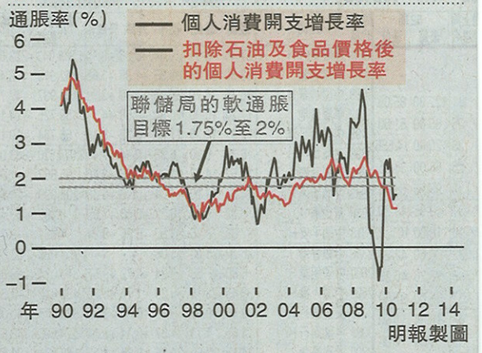
聯儲局雖然對通脹率一向沒有明確的目標，但它有時會暗示1.75%至2%是軟指標（圖1），當然與歐央行不同，聯儲局同時負有兩大任務：穩定物價與經濟增長，所以，有時它可能要偏離通脹的軟目標，而把焦點放在增長上。

這兩個有時互相矛盾的任務令泰萊定律（Taylor's rule，編者按：此定律指聯邦基金利率的水平，須視乎實際通脹率與經濟增長偏離正常水平有多遠），自2003年起，聯儲局似乎已放棄了泰萊定律，此改變已反映在大部分資產價格上。令人驚訝的是上周聯儲局公布的最新一份議息會議紀錄顯示該局有意走得更遠。



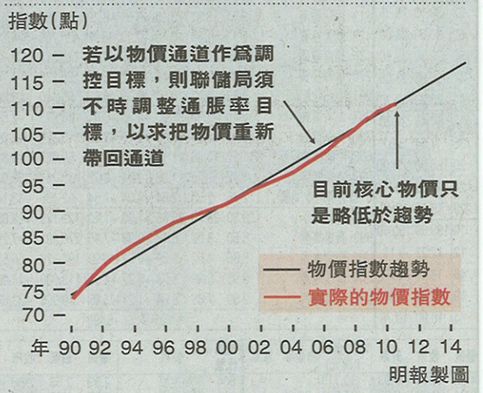
上周公布的聯儲局議息會議，讓外界聯想聯儲局已爲瞄準通脹通道打開大門，但局內其他成員是否認同這新招，則有待觀察。圖爲聯儲局主席伯南克。（資料圖片）

圖1 聯儲局以通脹率爲目標？



明報製圖

圖2 聯儲局或以物價通道爲目標



明報製圖

過往，聯儲局的議息聲明主要關注經濟增長，但公開市場委員會9月份的議息聲明卻明確提出了：「現時的通脹指標是低於跟『促增長、穩物價』相匹配的水平。」這段文字並未顯示聯儲局在貨幣政策上有新猷，該局仍是關心通脹率。

拋出物價通道論 恍設通脹硬指標

但上周公布的議息會議紀錄就加入了以下段落：「與會者注意到可有不同的策略以影響短期通脹預期，這包括提供更多有關委員會對要達至其兩大任務的通脹信息、以物價的通道走勢作爲瞄準的目標，而非通脹率，及瞄準一個與名義經濟增長相符的物價通道。」

這些言論令人看來聯儲局已爲瞄準通脹通道（Path of inflation，圖2）打開大門，這意味着當物價低於通道（如在科網股泡沫爆破後），則聯儲局要以高於歷年趨勢的通脹率爲目標，讓物價可重上之前的軌道上。這也意味着聯儲局會以通脹硬指標取代以前的軟指標。迄今該局並無明確表明會循此方向出發，但委員會曾就此巨變作出討論，已足以解釋爲何近期美元大跌，商品價格上漲。理由也很簡單，在一個通道系統，聯儲局若有需要，大可未來幾年製造每年4%的通脹率，通道系統就等於承諾把低利率長時間維持。

事件是否就會如此發展呢？今日各地央行的難題是它們主要由一班20年來一直研究日本及其政策錯誤的經濟學家所掌控，風險是這些央行專家可能高估了通縮的威脅。

當然，要實施物價通道爲目標，也甚具爭議，相信委員會內的成員如Hoenig, Lacker及Fisher等會大力反對，而伯南克又是一位重視共識的主席，這極端的做法未必會落實。

局內成員料不易通過新招

近期，債市的波動性比其他市場有過之無不及。聯儲局發表了議息會議紀錄後，觸發已超賣的美元進一步下滑，資源價格全面報升，但有趣的是，經合組織成員國的的國債市場過去幾天卻沒有參與這次的聯儲局寬鬆派對。

其中一個明顯的理由是估值，大部分經合組織成員國的實質利率已低於2厘，在這水平，除非債券投資者相信新的年代會來臨，否則，國債現時的水平，投資者理應卻步。

國債牛市或已完結

另一個抑制國債再升的原因是市場上的動物衝動（animal spirits）重現，由熱辣辣的新股熱潮、大幅增長的併購活動、私募基金活動復熾，突然間，銀行業似乎有更好的資金出路，而毋須把資金堆向國債市場。當然，弱美元政策會令各地央行被迫繼續累積美國國債，（就如數周前日本人市干預日圓升勢般），不過，通脹有可能升溫，而國債估值又甚高，這都令國債牛市可能終結了。