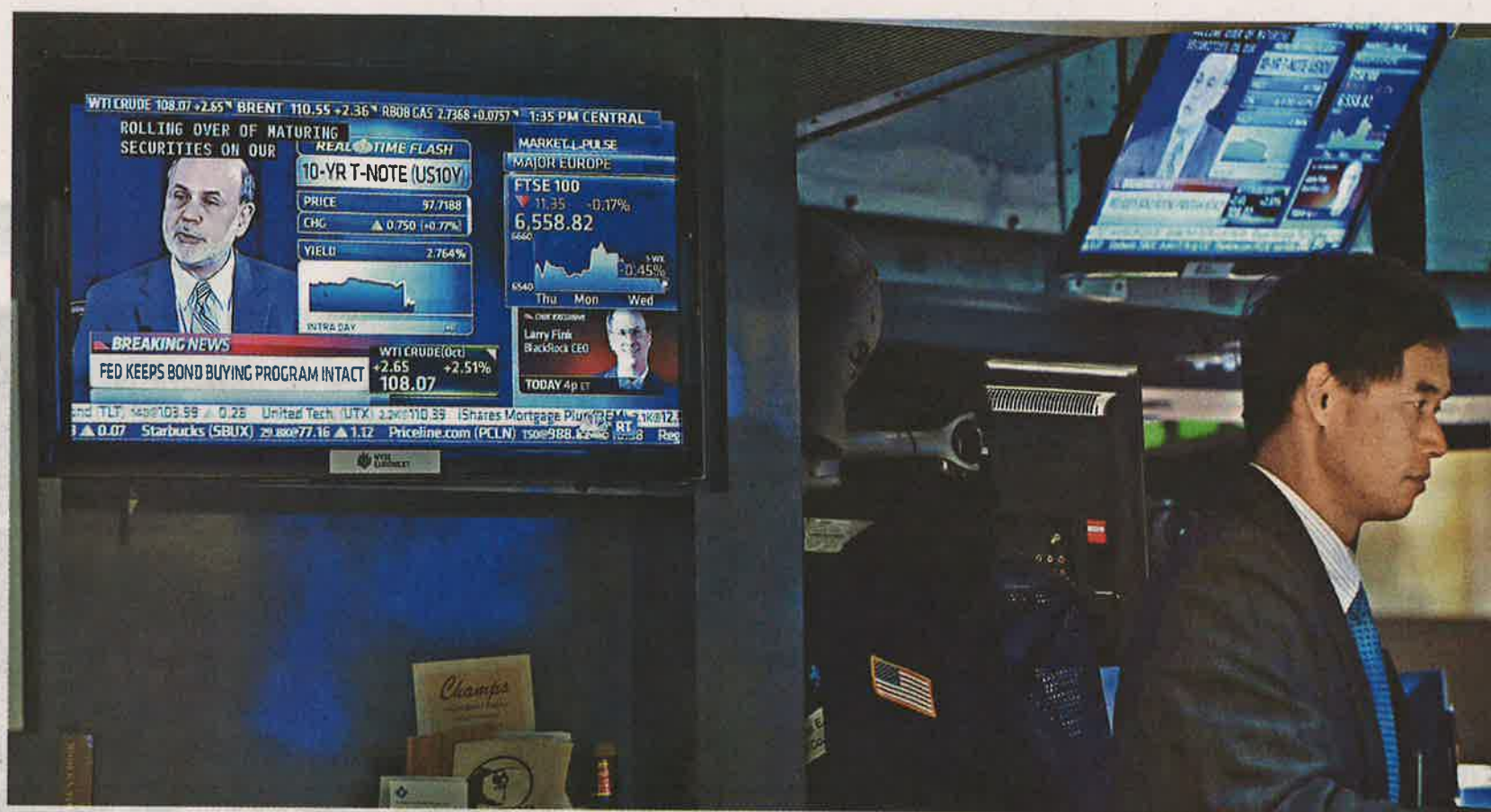




■市場上「央行全能」的說法，亦即一切市場成果受制於貨幣政策，尤其聯儲局政策的氣氛，至今已達空前的嚴重程度；圖為紐約證券交易所的電視正播出貝南奇的記者會。
(法新社圖片)

悶棍一記 退市無期



> 跳出思維定式 > John Mauldin

上周三，在聯邦公開市場委員會（FOMC）宣布會議決議前夕，筆者特意提前與 Hayman Capital Management 創辦人巴斯（Kyle Bass）共晉午餐，好讓他及早返回辦公室收看有關消息。

飯後筆者與餐廳內的其他友好共聚，席上各人都深信聯儲局這次公布定必提及一定程度的減少買債行動（tapering）。

由於退市消息顯然已在市場上事先張揚，但當正式公布中竟然隻字不提，自然引起輿論嘩然；筆者也不例外，對當局出爾反爾之舉百思不得其解。無論如何，聯儲局在政策公布上如此失策，亦可算史無前例。

上周末筆者在多倫多與財經研究中心 GaveKal 的加夫 (Louis Gave) 及長期加拿大財富管理公司 Gluskin-Sheff 首席經濟師兼策略師羅森伯格 (David Rosenberg) 見面，兩位也猜不透 FOMC 葫蘆裏賣的是什麼藥。

加夫從其陰謀論角度推演，認為美國總統奧巴馬因推薦前財長薩默斯 (Larry Summers) 繼任聯儲局主席不遂而老羞成怒，而其白宮幕僚又與該局現任副主席葉倫 (Janet Yellen) 意見不合，有報道指葉倫甚至未就接任的事獲總統接見。要是果真如此，則奧巴馬說不定寧可貝南奇多留任兩年，然後再推薦薩默斯，甚或由久休的另一位前財長蓋特納 (Timothy Geithner) 復出登場。

筆者亦得友人親口相告，他拜訪的環球某大債券基金經理公司，在政策公布一周前才剛與聯儲局官員開會，所以深信該局定必在退市問題上有所動作。可惜事與願違，在會後宣布對現有量寬措施按兵不動之後，債息隨即回落，難怪債券經理大為光火。聯儲局多年來在市場上確立透明公開的形象與威信，恐怕就會因立場左搖右擺而蕩然無存。

本欄今期的推介文章由亨特 (Ben Hunt) 執筆，對聯儲局政策信息故意模稜兩可的取態大張撻伐，從中亦反映筆者的部分憂慮，筆調異常辛辣，入於本欄火藥味較濃的一篇。

無論在一般人心目中是否大權在握，至少對大市而言，聯儲局的影響力實在毋庸置疑。因此，該局近期在政策公布上分寸盡失的表現，實有損其決策果斷及政策清晰的信譽，無異於自毀長城。經此一役，一旦歐亞經濟短期內再陷困境，急需聯儲局出手，到時該局就再難望可以取信於世。

以下文章作者亨特為投資網站 Epsilon Theory 市場策略師兼主筆。

上周 FOMC 公布會議決議及隨後召開記者招待會，貝南奇及聖路易斯聯儲銀行總裁布拉德 (James

Bullard) 等聯儲局諸公相繼上陣，雖說只屬例行公事，但在該局程序和結構兩方面，都在在透露玄機。程序方面，聯儲局有意在向外發布消息時含糊其辭，較貝南奇今年 6 月在 FOMC 公布會議決議時裝模作樣的「表演」更為不智；而「減少買債」(tapering) 一詞亦全靠貝南奇當日講話而家喻戶曉。

至結構方面的變化，不但影響深遠，後果更尤其可悲，因為在官僚習氣感染下，聯儲局雖不為受其監管的銀行業所驅使，卻任由學院派經濟學者與「政府家長主義」(government paternalism) 信徒把持其政。此輩中人可算是「前瞻性指引」(forward expectations) 之類自以為是的學究式經濟理論，以及官僚主導軟性專制主義 (soft authoritarianism) 的忠實信徒，自以為有責任又有能力主宰環球經濟，以拯救無知黎民於水火。

還記得《時代》周刊 1999 年 2 月以「救世委員會」(The Committee to Save the World) 大字標題封面故事以表揚美國前財長魯賓 (Robert Rubin)、薩默斯及聯儲局前主席格林斯平 (Alan Greenspan) 嗎？若與當前美國財政首腦趾高氣揚的姿態作一比較，則三巨頭當年的表現居然可算迹近溫柔敦厚。

事實上，兩任財經掌舵人的分別只在於上一任較為務實，即使大抵領導有方，偶有閃失，亦較能坦然面對。不似現時領導，如貝南奇或葉倫之類學院派財經官僚，總擺出一副恃才傲物、自以為是的氣焰；無他，即使其所發表的學術論文或著作有錯，亦毋須為決策失誤而承擔任何責任。

堅守量寬部署

評論界不斷圍繞聯儲局是否已「政治化」的議題喋喋不休，未免後知後覺。事實上，聯儲局歷任主席之中，也許除卻伏爾克 (Paul Volcker) 之外，其餘無一不是但求迎合當政者而將其政治主張納入貨幣政策之輩。即使伏爾克本人，政治手腕也非常到家。

貝南奇上周發放的信息，其實在於量寬已非政府的應變措施，而是成為政府的常規政策！正如退休及安貧保險在經濟大蕭條之後成為政府常規政策一般，通縮及「增長保險」(growth insurance) 亦在經濟大衰退之後漸成政府的常規政策。雖然政府的買債行動今後為順應時勢，或將在程度上有所增減，甚或會在短期內持續削減，但作為常規政策，就斷不會貿然終止。

只要每月減少買債區區 50 億美元，就能滿足市場期望，履行先前公布，而又合乎多收集經濟數據再作打算的審慎原則。聯儲局為何竟會如此吝嗇？各有關方面對預期中的聯儲局行動無疑都「收貨」，即使期望退市循序漸進以至為量寬終有望完結而鬆一口氣者，亦都會各得其所，正是皆大歡喜。可惜 FOMC 一意孤行，而按兵不動背後的信息只得一個，就是量寬政策根本不會自動終結。

哪怕只是略為減少買債亦不為之，而寧願按兵不動，無非暗示聯儲局不顧經濟數據好壞，也要維持量寬政策而已。如此立場，只會惹來各有關方面反感；即使有「聯儲局通訊社」之稱的《華爾街日報》記者希爾森拉

斯 (Jon Hilsenrath)，近日亦開始抱怨該局信息有欠清晰，聯儲局心目中的當務之急如何與市場期望脫節可想而知。

此外，貝南奇及其屬下官員更精心部署，以期阻止 FOMC 或日後的聯儲局主席把已成常規政策的量寬措施變回應變措施。事實上，貝南奇在上周的公布，以及布拉德上周五接受訪問時的言論，都表明聯儲局把本來只與失業數字掛鈎的退市後着，更拉上跟通脹掛鈎。

換句話說，只要失業率一日居高不下，或通脹率持續偏低，量寬措施也將延續下去。由此可見，現任聯儲局官員正千方百計將失業和通脹包裝成量寬措施的關鍵因素，以致繼任者難以逆轉其精心部署的安排。

狼來了的翻版

好戲還在後頭。聯儲局作出將量寬與通脹掛鈎的承諾，亦無異於將量寬與增長疲弱的經濟形勢掛鈎；量寬已淪為管理商業周期及微不足道衰退風險的又一種財經工具。由於商業周期風險與衰退風險經常存在，量寬措施變相今後亦會與我們常在。無論今後哪個政黨入主白宮或掌控國會，根本無法在實際上或政治上廢除量寬措施。

無論今後哪個政黨入主白宮或掌控國會，根本無法在實際上或政治上廢除量寬措施。今後量寬將一如社會保障或食物券等社會政策，任何政黨都不敢動它分毫。因此，量寬既為華盛頓政壇所創造，亦勢將成為華盛頓政壇中不可切割的一環。轉變無疑會產生深遠影響。至於短期至中期內，市場所感受到的將是聯儲局程序變化的影響。貝南奇在上周公布中故意發放出人意表的信息，以致市場期望平添變數，究竟對市場行為產生何種效應？

首先，須知市場面對的並非聯儲局的誠信問題。事實上，該局的言論依然可信，問題在於該局所發信息，已不再是其顧問學術論文中有意製造的「建設性含混」(constructive ambiguity) 表現，而成為該局政策搖擺不定與行動意志軟弱的印象。

從博弈論觀點觀之，含混可以是任何博弈形式的有效策略。格林斯平可算是箇中高手，在其公開言論中素以模稜兩可見稱。歷史上另一含糊其辭的策略專家，則非毛澤東莫屬。

總而言之，無論是故意含混抑或明刀明槍，最重要的是策略要前後一致。以撲克牌為例，以見真章聞名的玩家，偶然在下注時來一次實則虛之，往往較以虛張聲勢見稱的玩家更能贏大錢。當然，虛張聲勢只能偶一為之，才能出其不意；多用自然失卻效用。

口風轉向玄機

近四個月以來，聯儲局一直試圖建立其按牌面打的「見真章」形象，依照頗為清晰的標準來分析勞動市場數據，以定出退市的路線圖和時間表；市場方面亦依從如常打法，以該局的公布為期望依據。豈料聯儲局上周竟以一招「狼來了」，令市場期望落空而敗於其手上。如此一來，該局無異於向市場宣布今後的「牌局」將全無章法。

至於出席傑克遜霍爾 (Jackson Hole) 央行年會的經濟學家，亦對貝南奇的所作所為不以為然。例如普林斯頓大學駐校經濟學家兼法國央行前副行長朗多

(Jean-Pierre Landau) 就在其論文中發表以下相關論點：

「零息政策有降低冒險投資風險代價的作用；前瞻性指引更因消除短期融資的續債風險，而令風險投資變得全無代價。前瞻性指引將槓桿化成本減為零，更令投資冒險的意欲大大提高，以致金融中介機構對一切『消息』都變得極為敏感。」

我認為對於這位學術界行家論文的觀點，貝南奇應有所感悟，因而在該局公布中一改口風，不再明刀明槍來前瞻性指引的一套，而效法格林斯平式悉心包裝的含糊其辭溝通手法。

今年 6 月公布會議決議時，聯儲局至少尚能予人決斷英明之感。如今口風一改，難免啟人疑竇。保持公開言論前後一貫，實有助於將正確信息在民間廣為傳播。

正如前述，無論由任何政黨執政，只要言而有信，而口風又前後一致，就能取信於人。一旦為政者虛張聲勢的言論受到公眾質疑，只會有損其公眾形象。無論如何，經此一役，聯儲局的決策能力及其決策程序，在大眾心目中的印象無疑已大打折扣。

可惜該局處事優柔寡斷而程序略見混亂的形象，只會隨著聯儲局新主席的提名程序揭開序幕，不但難望改善，更有每況愈下之虞。

逆境投資展望

照目前形勢而論，聯儲局下任主席之職，十居其九已成葉倫的囊中物。因此，無論該局舉棋不定、處事溫吞的形象是否貼切，往後恐怕只會在此君任內變本加厲。

聯儲局搖風擺柳的作風，對大市短期至中期表現到底將有何影響？在我看來，隨後數月內的投資環境恐怕難有作為，至少對普羅大眾及公開市場而言勢將如此。

現時大部分機構投資者及投資服務機構三句不離的是如何「調整持倉」(positioning) 而非如何投資，這在可見將來必成主要趨勢，投資者惟有無奈面對。這也正是聯儲局自我中心財政政策所引致的投資行為轉向現象；投資者只好自求多福，因為在當前環境中，實在難望能找到帶來回報的投資主題。

「央行全能」(Central Bank Omnipotence) 的說法，亦即一切市場成果受制於貨幣政策，尤其聯儲局政策的氣氛，至今已達空前的嚴重程度。事到如今，仍望能以公司基本因素為依據的股市投資者，惟有減少着眼於市價短期走向，而改以長線投資為主。在「央行全能」觀點作祟，而「儲局失策」形象卻又漸次深入民心的形勢下，如今增持黃金已遠較一年前上算。

作者為著名投資分析專家，其前沿思考 (Thoughts from the Frontline) 是目前全球發布範圍最廣的投資通訊，擁有過百萬讀者。John Mauldin 擁有極強洞察能力、擅長解構複雜的金融現象，每周對華爾街、全球金融市場和經濟歷史提出精闢見解，極具參考價值。《信報》為大中華區唯一刊載 John Mauldin 投資通訊的中文媒體，內容由《信報》翻譯，「前沿思考」及「跳出思維定式」分別於每周一、周五在《信報》(精華版) 及信報網站 www.hkej.com (全文) 刊出。



■《時代》周刊 1999 年 2 月以「救世委員會」(The Committee to Save the World) 大字標題封面故事，來表揚時任美國財長魯賓、副財長薩默斯及聯儲局主席格林斯平。