



今昔利率調整不同之處

發展規劃部總經理 張朝陽
高級經濟研究員 卓亮

美國大衰退過去整整 78 個月後，聯儲局終於捨棄金融危機時的零利率政策，邁出利率正常化第一步，進行近十年以來首次加息，把聯邦基金利率目標從 0% 至 0.25% 上調到 0.25% 至 0.5%。惟所謂加息週期能否成型充滿變數，寬鬆貨幣政策仍會維持相當長的一段時間。美國上一次加息已經要追溯至 2006 年，當時智能手機尚未出現；希臘債息與德國相若；港元匯率較人民幣強；可謂恍如隔世。在聯繫匯率機制下，香港利率水平與聯儲局取態息息相關。然而，基於多項特殊因素影響，此次利率調整將與別不同。

一、美國此次利率調整之力度、深度與上輪顯著不同

從 2000 年 12 月至 2003 年 7 月，時任聯儲局主席格林斯潘把聯邦基金利率從 6.5% 降至 1% 的當時歷史低位。自 2004 年 7 月開始，聯邦基金利率開始以每次 25 個基點的幅度上調，最終在 2006 年 7 月升至 5.25%，加息次數高達 17 次。

2003 年下半年至 2006 年中是聯儲局停止減息並逐漸收緊貨幣政策的時期，在此三年內，實際 GDP 年均增長率達 3.5%，遠遠拋離本輪復蘇中錄得的 2.1% 增速。另外，聯儲局當時是在復蘇進入第 32 個月進行首次加息，目前則是等到第 78 個月才邁出利率正常化第一步。上次加息時經濟表現較佳，利率調整起步較早。相比之下，本輪增長動力溫和，但零利率持續了六年半時間，反映聯儲局可能已錯過理想的加息窗口。

具體而言，基於三方面原因，在此次利率調整期中，頻繁加息現象重演的可能性基本不存在。

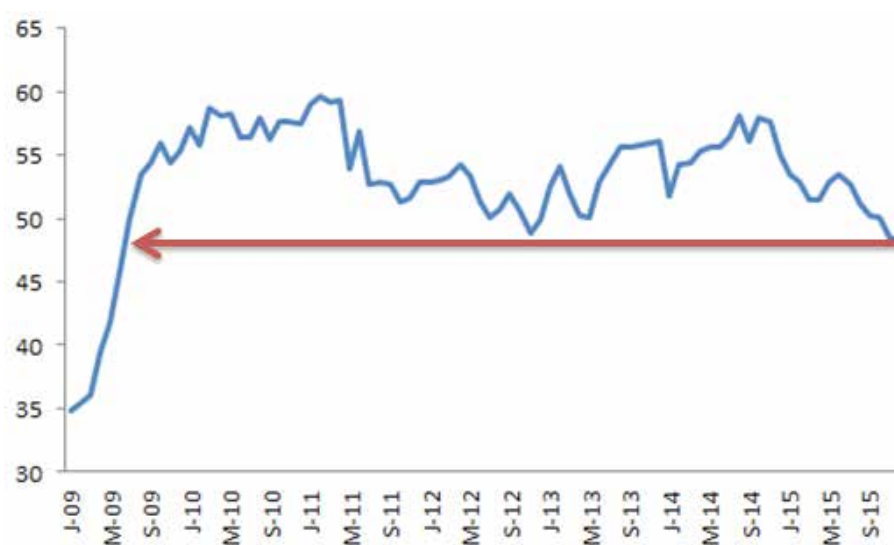
1. 經濟增長動力減弱

美國經濟自 2009 年 6 月開始恢復擴張，多項跡象顯示本輪經濟週期

已接近尾聲。整體製造業及貿易銷售從2015年1月開始一直錄得按年同比萎縮，工廠新訂單亦出現罕見弱勢，從2014年11月開始，整體製造業新訂單總額同比變化持續萎縮。另外，庫存對銷售比率反覆攀升，顯示真正被需求吸收的產出愈來愈少，未來去庫存勢必對整體經濟活動造成沉重壓力。

美國製造業佔經濟活動比例雖然較低，但製造業遠比服務業波動，往往是經濟週期轉向的先兆。再者，由於不少服務行業，如物流運輸、倉儲等，以製造業為服務對象，製造業的弱勢難免最終蔓延至其它經濟層面。因而，最近供應管理協會（ISM）製造業指數的表現是一個不容忽視的警號。去年11月，ISM製造業指數跌穿50點的盛衰分界線至48.6，為2009年6月大衰退結束後最低水平，12月更進一步下跌至48.2，連續兩個月出現收縮。雖然製造業萎縮並不預示整體經濟立即步入衰退，但拐點已經出現，2016年增長難免放緩，2017年甚至有可能出現衰退。美國經濟復蘇根基不穩、增長動力減弱，除非通脹意外升溫，否則未來加息的空間將非常有限，所謂的加息週期難以真正成型。

圖一 ISM 製造業指數跌至大衰退結束時水平



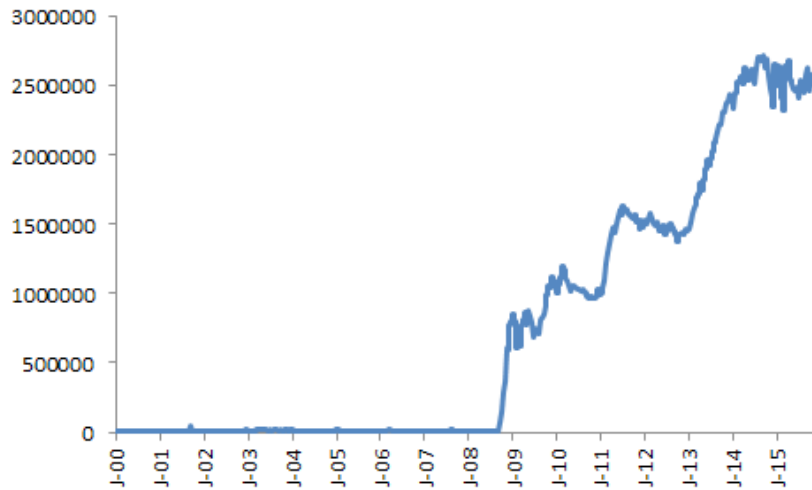
資料來源：供應管理協會、中銀香港經濟研究

2. 聯儲局三輪量寬後遺症

過去數年量化寬鬆、扭曲操作等非傳統貨幣政策對金融市場造成扭曲，其中一個副作用是聯儲局或難以得心應手地調節聯邦基金利率，相信這亦是聯邦基金利率目標仍處於一個區間的原因之一。在非常規手段尚未大行其道的年代，基準利率是主要政策工具，操作上由紐約聯儲局通過買賣國債以確保實際聯邦基金利率不偏離目標。惟目前情況已出現很大變化，商業銀行存放在聯儲局的超額儲備從金融危機前不足100億美元飆升至約2.5萬億美元，規模龐大，聯儲局不可能再單靠傳統的公開市場操作控制

聯邦基金利率。為了應對這個問題，紐約聯儲局推出了隔夜逆回購利率，雖然運作尚算正常，但能否持續順利引導聯邦基金利率向目標靠攏，仍是未知之數。在利率正常化的道路上，聯儲局要面對的第一個障礙，恐怕正是能否駕馭由其推行的三輪量寬造成的技術性挑戰。

圖二 美國銀行存放在聯儲局的超額儲備金 (單位：百萬美元)



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

此外，量寬措施導致聯儲局資產負債表從不足1萬億美元膨脹至4.5萬億美元。在利率正常化啟動後，聯儲局就需要著手考慮縮減資產規模的問題。假設其它因素不變，當聯儲局賣出所持有的國債時，孳息率會被推高，間接降低上調聯邦基金利率的迫切性。量寬不僅增加了利率調整的技術難度，亦限制了加息幅度。

3. 環球貨幣政策分歧

在成熟經濟體中，歐元區、瑞士、北歐、加拿大、澳洲、紐西蘭及日本等地央行均在放寬貨幣政策，唯一有條件加息的英國也一直沒有對利率調整時間明確表態。而聯儲局卻逐漸收緊貨幣政策，導致美元近年急升。即使利率上調步伐溫和，美元升值已直接收緊美國金融環境，從而限制聯邦基金利率上升空間。由於貨幣政策分歧，聯儲局在考慮利率調整時還要顧及匯率升值的影響。相信聯儲局此輪加息週期難以成型，步伐緩慢、幅度溫和是其最大特徵。

二、香港利率長期趨勢跟隨美國

在香港聯繫匯率與貨幣發行局的制度下，要保持港元與美元匯率穩定，利率調整是關鍵所在。

當港元兌美元匯率出現上升壓力時，金管局會賣出港元，增加基礎貨幣，從而令利率下跌，保持匯率穩定。一旦聯儲局收緊貨幣政策，則會出現相反的情況。如果香港不跟隨美國加息，資金肯定會流出香港。資金外流意味著港匯受壓，為保持匯率穩定，金管局需要買入港元，從而減少基礎貨幣，導致利率上升。換言之，在聯繫匯率自動調節的機制下，無論香港金融機構是否主動第一時間上調利率，利率環境最終都會隨著美國加息而收緊。香港遲於美國加息的空間有限，兩地利率環境始終會趨向一致。

圖三 聯繫匯率制度下的利率調整機制



上述利率調整機制是聯匯制度運作關鍵所在，一般情況下，港美兩地息差可以忽略不計。聯儲局貨幣政策對香港利率環境有著決定性的作用，這點毋庸置疑。然而，考慮到聯儲局未來利率調整有可能是歷時最短、幅度最小的一次“加息週期”，加上香港金融市場流動性異常充裕，聯邦基金利率上升對香港利率環境的具體影響會明顯有別於以往。

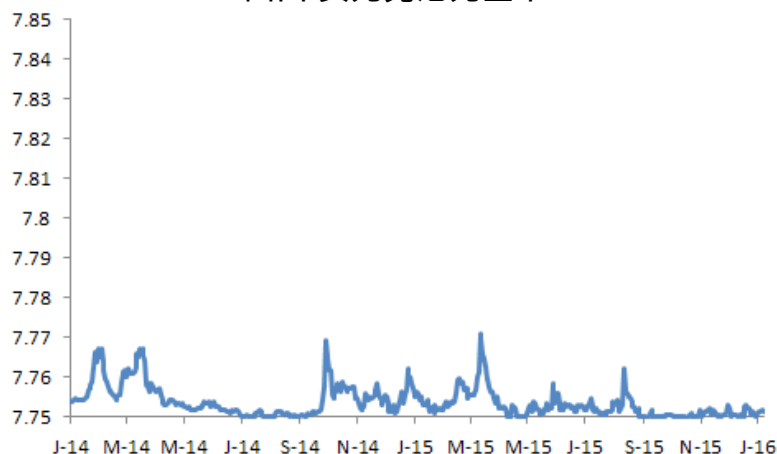
三、香港利率調整將滯後於美國

受以下三項因素影響，香港與美國利率環境長遠來說雖然同向，但在短期內並沒有加息的迫切性，利率水平將保持大致穩定。

1. 港元匯率堅挺

港元匯率是反映資金流向其中一個最直接的指標。當資金顯著流出本港時，港匯肯定會走弱。從2014年開始，除短暫波動外，港元大部分時間貼近強方兌換保證。只要港元匯價持續偏強，港元利率就能夠保持基本平穩。

圖四 美元兌港元匯率

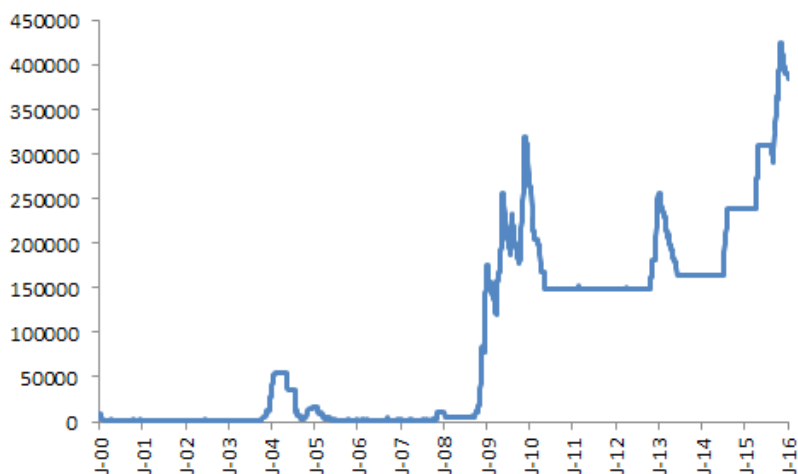


資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

2. 銀行體系結餘充裕

在金融危機前，香港銀行體系結餘絕大部分時間內不超過100億港元。事實上，從2000年初至2008年9月，銀行體系結餘均值只有55億港元，僅為目前約3,840億港元的1.4%。從2008年第四季開始，銀行體系結餘急增，主要由聯儲局量化寬鬆措施觸發。美國超寬鬆貨幣政策造成流動性氾濫，資金大量湧港，令港元匯率數次逼近強方兌換保證。在這種情況下，金管局就必須向市場注資以確保聯繫匯率有效運作。銀行體系結餘雖然從高位有所下滑，但依然高企，顯示短期內港元利率沒有上調壓力。

圖五 香港銀行體系結餘高企 (單位：百萬港元)



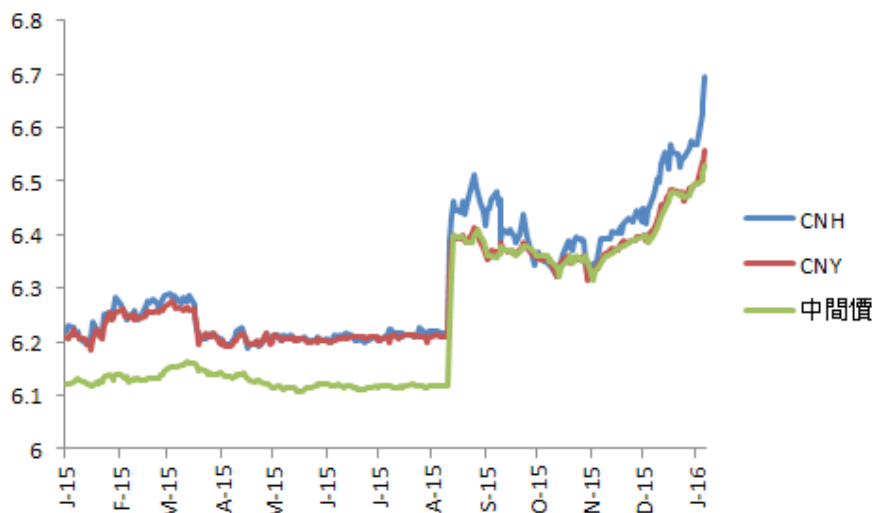
資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

3. 人民幣貶值預期升溫

自“8.11”匯改後，人民幣匯率趨勢出現劇變。首先，人民幣反覆走弱；其次，離岸與在岸價差不斷擴大。這種市場轉變對香港整體流動性正反作用皆有。一方面，人民幣離岸價顯著弱於在岸價，顯示國際投資者看

淡人民幣匯率，可能將部分停泊在香港的資金抽走。另一方面，人民幣貶值亦導致內地資金外流，而最理想、便利的目的地肯定首選香港。考慮到內地貨幣存量遠高於香港，外匯佔款、外匯儲備顯著減少，相信整體而言，人民幣貶值對港元資產需求有支持作用，進一步降低港元利率上調的迫切性。

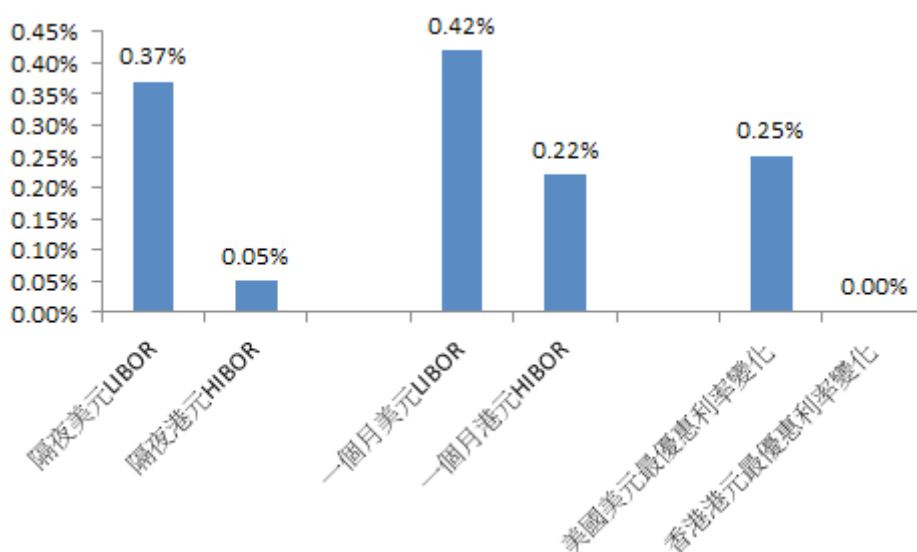
圖六 人民幣離岸、在岸、及中間價



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

綜上所述，香港市場資金充裕的情況不會驟然改變，利率調整將明顯滯後。在聯儲局 12 月加息後，港元與美元利率存在顯著差距，證明即使在聯繫匯率機制下，港元利率也並非機械性地跟隨美國。假若美國經濟表現確實惡化，聯儲局貨幣政策取向恐被迫逆轉，加息週期可能夭折。在這種情況下，甚至會出現香港利率環境一直維持現狀的特殊狀況。

圖七 聯儲局加息後港元與美元利率對比



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2013	2014	2015/Q2	2015/Q3
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	20,961	21,446	5,332	5,717
升幅 (%) Change(%)	2.9	2.3	2.8	2.3
二. 對外貿易 External Trade	2013	2014	2015/11	2015/1-11
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	544	553	37	431
轉口 Re-exports	35,053	36,175	3,116	32,532
總出口 Total exports	35,597	36,728	3,153	32,964
進口 Total imports	40,607	42,190	3,484	36,918
貿易差額 Trade balance	-5,010	-5,463	-331	-3,954
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-7.6	1.7	-21.6	-15.8
轉口 Re-exports	3.8	3.2	-3.2	-1.7
總出口 Total exports	3.6	3.2	-3.5	-1.9
進口 Imports	3.8	3.9	-8.1	-4.1
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.3	4.4	2.4	3.1
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2015/12	2015/1-12
合約宗數 (宗) No. of agreements	70,503	81,489	5,294	76,159
年升幅 (%) Change(%)	-29.9	15.6	-30.1	-6.5
五. 勞動就業 Employment			2015/8-10	2015/9-11
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	11.84	14.95	13.2	12.9
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.4	3.2	3.3	3.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.5	1.4	1.3
六. 零售市場 Retail Market			2015/11	2015/1-11
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	11.0	-0.2	-7.8	-3.1
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	10.6	0.6	-6.0	0.4
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,430	6,077	475	5,425
年升幅 (%) Change(%)	11.7	11.9	-10.4	-1.7
八. 金融市場 Financial Market			2015/10	2015/11
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H. K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	775.4	775.6	775	775
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	9.7	13.0	15.3	18.8
M2	12.3	9.5	3.8	3.9
M3	12.4	9.6	3.8	3.9
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	10.6	9.7	6.2	6.0
港元存款 In HK\$	5.1	9.3	10.8	11.4
外幣存款 In foreign currency	16.2	10.1	1.9	1.1
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	16.0	12.7	2.8	2.9
當地放款 use in HK	13.8	12.1	1.1	1.7
海外放款 use outside HK	21.4	14.2	6.9	5.7
貿易有關放款 Trade financing	43.8	-1.4	-18.5	-20.6
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	23,306	23,605	22,640	21,996