



聯儲局宏觀預測的可參考性

今年年中，美國聯儲局主席 Yellen 向市場傳遞了清晰的信息，那就是聯儲局將在今年年底前上調利率，市場便開始猜測並消化聯儲局可能的加息行動。在 9 月中的議息會議之前，市場對聯儲局在這次會議、也是今年餘下的三個加息窗口之一是否會採取行動仍有明顯分歧，因為美國的經濟增長和就業市場表現早就超過了加息的門檻，但同時通脹壓力偏低，金融市場因為國際因素以及美國國內消化聯儲局可能的加息而波動加大，結果聯儲局公開市場委員會傾向更多地考慮後兩者而決定維持利率不變。如果聯儲局不收回今年年底前加息的指引，那麼就只能在今年餘下的兩個加息窗口 10 月底和 12 月中選一個來行動。

近日，Yellen 在一次公開講話中再次重申今年年底前上調利率的取態，當然該行動還要取決於經濟和市場環境是否配合，但她並沒有明確收回年內加息的指引，就顯示聯儲局的加息傾向不變。不過，由於其加息只能在 10 月和 12 月議息會議當中二選其一，聯儲局已經沒有太多靈活處理的空間，而且它將陷於兩難的境地，因為即使再等一、兩個月，新興市場的種種問題不會這麼快就平息，而金融市場的波動恐怕也難以消除，因為它至少有相當一部份原因是來自對聯儲局何時加息、如何加息的預期之上，聯儲局決策上的猶豫反而是市場波動的主要根源之一。

回到經濟基本面，除外圍的不確定影響因素以外，聯儲局的決策主要還是要看美國實體經濟表現對其最大限度就業和物價穩定兩大政策目標的影響。在這一方面，聯儲局在每一次議息會議之後都會發佈其最新的宏觀經濟以及目標利率預測，透明度頗高，給市場以一定指引。雖然聯儲局的預測與市場上的各種預測一樣同為預測，同樣有對有錯，但其 9 月份議息會議按兵不動後的該份宏觀預測當中卻存在內在矛盾之處，難以給市場以清晰的

戴道華
高級經濟研究員
Tel: 28266187
michaeldai@bochk.com

聲明:

本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

指引，無助降低市場的不明朗因素。

聯儲局關於聯邦基金利率從 2015 年至 2018 年的預測中位數分別為 0.4%、1.4%、2.6%和 3.4%，長期的利率水平則是 3.5%，顯示在最新的評估之下，聯儲局公開市場委員會主流意見認為加息週期會在今年啓動，在未來兩年穩步上升，平均約每兩次議息會議就可以加息一次 0.25%，到了 2018 年，便會抵達加息週期的頂點，屆時聯邦基金利率將與其長期趨勢性水平趨同。這一利率預測單獨來看無可非議，但如果結合聯儲局的其他宏觀經濟預測來看就顯得相互矛盾。

對於 2015 年至 2018 年美國經濟增長率，聯儲局的預測為 2.1%、2.3%、2.2%和 2.0%，長期趨勢性增長率則為 2.0%。該預測傳遞了兩個信息，一是未來幾年美國經濟增長都不會顯著加速，二是其長期趨勢性增長水平並不如市場一般認定的有約 3.0% 之高，而只有約 2.0%。在 2005 年至 2014 年這 10 年期間，美國經濟的年均增長率為 1.5%，即使撇除了期間最低和最高增長水平（2009 年的 -2.8% 和 2005 年的 3.3%），年均增長率也只有 1.8%，可見市場認為的約 3.0% 的趨勢性增長水平其實有相當高估。在這種情況下，美國經濟 2014 年增長 2.4%，今年首兩季同比分別再增長 2.9% 和 2.7%，其實差不多是 2010 年復甦以來的最快，也明顯高於其趨勢性增長水平。在這種情況下，聯儲局公開市場委員會在 9 月中議息會議上依然對加息存在猶豫，未來如果美國經濟增長重新放緩，就不太可能做到持續加息至 3.4%，更何況美國經濟週期在 2018 年之前逆轉的可能性不能排除。

聯儲局對於 2015 年至 2018 年失業率的預測就沒有太大問題，分別為 5.0%、4.8%、4.8%和 4.8%，長期趨勢性水平為 4.9%，接近全民就業的水平。今年 8 月份，美國的失業率為 5.1%，在最大限度就業方面已經符合加息的條件，在這種情況下，聯儲局依然按兵不動，就顯示其政策的側重點不在勞工市場上。

除了外圍因素之外，聯儲局貨幣政策的側重點顯然放在了通脹偏低之上。與市場一般觀察的 CPI 不同，聯儲局選用的通脹指標為更廣泛的 PCE 價格指數。據其預測，2015 年至 2018 年美國 PCE 指數分別升 0.4%、1.7%、1.9%和 2.0%，核心 PCE 指數分別升 1.4%、1.7%、1.9%和 2.0%。今年 8 月份，美國 PCE 和核心 PCE 價格指數同比分別升 0.3% 和 1.3%，顯示能源價格在去年下半年的

暴跌對整體物價變化影響甚大。但由於目前油價已在 40 美元以上穩住，到了今年底明年初，比較基數變化就會令 PCE 偏低的情況逐漸消失。聯儲局有一個軟性的 2.0% 的通脹目標，但指的是 PCE 還是核心 PCE 指數就一直沒有予以明確。但無論如何，據其預測，兩者都將在 2017 年至 2018 年才達標。與 GDP 預測同樣道理，這一通脹預測同樣指向聯儲局不具備從現在至 2018 年加息 3.4% 的條件，那麼未來的加息週期可能較其所預測的淺且短。