



對經濟前景過分樂觀導致聯儲局“失信”

聯儲局負責制定貨幣政策的公開市場委員會維持聯邦基金利率不變，符合市場預期。值得注意的是，經濟增長與通脹預期被下調，而年底時聯邦基金利率預測中位數從 1.375% 跌至 0.875%，代表決策者普遍認為全年加息次數只有兩次。

美國非農業職位持續平穩增長，失業率反覆下跌，達全民就業水平。雖然薪酬增長緩慢，就業質量乏善可陳，但就業最大化的目標已大致完成。另一方面，通貨膨脹壓力近期顯著升溫。2 月份核心消費者物價指數(CPI)按年同比上升 2.3%，1 月核心個人消費支出指數(PCE)升 1.7%，可見 2% 的整體通脹目標並非遙不可及。換言之，聯儲局目前基本同時滿足就業最大化與物價（通脹）穩定的兩大目標，利率正常化的步伐本不應該如此緩慢。

公開市場委員會內有官員認為大部分主要央行均在放寬貨幣政策，間接阻礙聯儲局進行利率調整。惟美國不是一個細小開放型經濟體，美國經濟規模為全球最大，且相對封閉，完全有能力按照國內情況決定貨幣政策。聯儲局在去年 12 月加息後一直按兵不動，歸根結底，恐怕是由於對經濟表現信心不足。

同時，市場對聯邦基金利率的調整預期與聯儲局提供的前瞻指引大相逕庭，顯示聯儲局決策者的信用度相當不足。伯南克與耶倫致力推行公開透明的溝通措施，但成效甚微，美國貨幣政策走勢反而充滿不確定性。短短三個月內，全年加息次數指引從四次減半至兩次。聯邦基金利率期貨則預計今年加息次數只有一次，反映市場參與者對經濟前景的展望較聯儲局對外公佈的預測悲觀。

美國近期經濟數據喜憂參半，需要從相對宏觀的角度分析經濟表現。目前美國製造業陷入收縮，由供應管理協會編制的 ISM 製造業指數連續五個月處於 50 點以下的萎縮區間，工業生產連續四個

卓亮
高級經濟研究員
Tel: 28266193
tristanzhuo@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。

月錄得同比萎縮。製造業弱勢更已蔓延至服務業。從去年下半年開始，ISM 非製造業指數在八個月內從 59.6 急跌至 53.4。而由 Markit 編制的服務業指數甚至跌至 49.7，處於盛衰分界線以下。製造業與服務業覆蓋絕大部分經濟活動，兩者均轉弱，經濟增長不容樂觀。

另外，庫存累積的情況對未來 GDP 表現相當不利。過去幾年，至少在統計上，庫存增加對經濟增長貢獻良多。惟整體商業庫存對銷售比率持續上升，證明供應商過分看好需求，造成滯銷。令人擔憂的是，去庫存的情況遲遲未出現。相反，銷售下跌，庫存高企，導致兩者之間的失衡愈趨嚴重。目前整體商業(total business)庫存對銷售比率高達 1.4，為金融海嘯後最高水平。這並非正常經濟復蘇期內應該出現的現象，甚至逆轉了上世紀 90 年代初開始，庫存反覆減少的趨勢。庫存高企，對短期經濟增長有幫助，但去庫存拖得越久，未來對 GDP 造成的壓力就越大。

從製造業、服務業狀況、整體庫存與銷售之比這些覆蓋面交廣的宏觀指標判斷，美國溫和增長的可持續性正受到威脅。美國今年出現衰退的機會尚低，但整體經濟增長所面對的壓力難免逐漸浮現。市場普遍認為聯儲局今年有一次加息，且越往後機會越大，這顯然是以經濟保持平穩增長為前提的判斷。如果增長動力的確在走下坡，那麼反而是拖得越久，加息的理據越弱。從這個角度來看，6 月份的公開市場委員會會議可能最值得關注。屆時聯儲局會更新預測，且會後有記者招待會，按照聯儲局提供年內加息兩次的預測，6 月應該是利率調整的理想時間。如果聯儲局在年中仍按兵不動，那麼未來加息的窗口恐怕就進一步收窄，全年加息次數可能會是零。

即使聯儲局今年有所舉動，相信也不會對超低利率環境造成實質改變。聯儲局一直難以捨棄寬鬆貨幣政策，削減 QE3 規模總共耗時十個月，而首次加息則出現在量寬結束 14 個月之後。2015 年年底的利率調整象徵性地結束了零利率政策，但利率正常化可能遙遙無期。

近期報告

- | | | | |
|-----|---------------------------|---------|-------|
| 1. | 香港壽險市場保持快速發展 | 何國樑 | 03.16 |
| 2. | 為何銀行家批評負利率政策? | 張文晶 | 03.15 |
| 3. | 人民幣匯率攻防戰防守先得分 | 戴道華 | 03.15 |
| 4. | 區塊鏈技術的發展有待多方面的突破和努力 | 關振球 | 03.15 |
| 5. | 穆迪將香港主權評級展望下調至“負面”的負面影響有限 | 鄂志寰 | 03.14 |
| 6. | 中間價破 6.5，是否意味 CNH 穩中偏強？ | 應堅 | 03.11 |
| 7. | 歐洲央行大力放寬貨幣政策 | 蔡永雄 | 03.11 |
| 8. | 國際貿易低迷凸顯環球經濟壓力重重 | 卓亮 | 03.10 |
| 9. | 從政府工作報告觀察下一步人民幣國際化思路 | 應堅 | 03.09 |
| 10. | 互聯網金融風生水起，香港多管齊下謀發展 | 蘇杰 | 03.09 |
| 11. | 外貿表現雖疲弱，出口競爭力仍佳 | 蔡永雄 | 03.08 |
| 12. | 外匯儲備下滑態勢改觀，人民幣貶值壓力緩解 | 鄂志寰、蔡永雄 | 03.07 |
| 13. | 內地“降准”有利穩增長 | 巴晴 | 03.01 |
| 14. | 人行釋放加快人民幣國際化的信號 | 應堅 | 02.26 |
| 15. | 四季度經濟增長遜預期 | 蔡永雄 | 02.24 |
| 16. | 關於近期香港市場人民幣拆息偏低的成因分析 | 孔玲 | 02.02 |
| 17. | 日本央行將實行負利率 | 蔡永雄 | 01.29 |
| 18. | 貶值壓力下的人民幣國際化 | 戴道華 | 01.28 |
| 19. | 進出口表現低迷中的虛假貿易疑雲 | 卓亮 | 01.27 |
| 20. | 不可能三角理論的實用 | 戴道華 | 01.22 |