



聯儲局只會在貨幣寬鬆的路上愈行愈遠

聯儲局主席耶倫上週五在央行年會的演講中，提到“加息理據在近月有所增強”，普遍被媒體視作重點所在，認為其態度轉趨鷹派。惟耶倫共 18 頁講稿與 3 頁圖表實際上傳遞出兩個重要資訊。首先，聯儲局不僅沒有把貨幣政策正常化作為優先目標，更關心的反而是如何把非傳統政策永久性地放在其工具箱中。其次，公開市場委員會決策者的態度分歧嚴重，導致前瞻指引的作用大打折扣，令市場無所適從。

耶倫演講的題目是《聯儲局貨幣政策工具箱：過去、現在、與將來》。在全篇講話中，“正常化”一詞出現的次數是零（僅在講稿注腳中出現三次）。在這種情況下，要從耶倫的演講中得到啟示，除了看她說了什麼之外，她沒有說的東西或者更為重要。聯儲局主席在每年最受關注的一次講話中，標題覆蓋過去、現在、將來，卻選擇對“正常化”(normalization)隻字不提，顯然對加息缺乏決心。相比之下，“zero”一詞總共出現 12 次，全部是指零利率，而“資產購買”(asset purchase 相關字眼)出現次數更高達 15 次。

耶倫講稿中對將來展望的部分佔全部內容近一半。其中提到“為了應付衰退…除了把聯邦基金利率重新降至零外，公開市場委員會可以重啟資產購買”。須知當年聯儲局把貨幣寬鬆推至極限，採取零利率、量化寬鬆、扭曲操作、前瞻指引等非常規措施，是因為要面對所謂百年一遇的金融海嘯。然而，耶倫認為這些非傳統手段同樣適用於普通的經濟週期，不惜一切代價避免經濟衰退。衰退固然會帶來短暫困苦，但經濟週期從來不能避免，是優勝劣汰、社會發展的必經之路。用一系列超寬鬆政策對付普通的衰退，好比是每當感冒、低燒，醫生都建議要做一場大手術一樣。長此以往，市場經濟將失去最重要的增長動力，也就是自我調節的能力。央行對經濟體過分溺愛，為了避免其受到任何傷害，不惜持續下重藥，那

卓亮
高級經濟研究員
Tel: 28266193
tristanzhuo@bochk.com

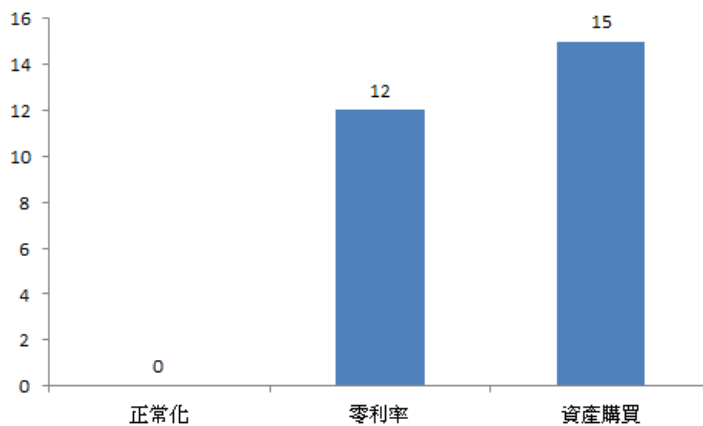
聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

麼經濟體就只會成為一個“藥箱”，無法正常成長，生產力長期停滯不前，而這正是全球經濟目前最嚴重的問題。

聯儲局以促進經濟增長為己任，其判斷能力是否值得相信呢？我們不妨繼續從耶倫的講稿中尋找答案。文稿中的第一張圖顯示公開市場委員會成員對截至 2018 年末的聯邦基金利率預測。2017 年底的預測介乎 0% 至 3.25%；2018 年底的預測介乎 0% 至 4.5%，分歧的嚴重程度難免對市場造成巨大混亂。有人認為應該重新減息至零，有人認為應該按部就班加息至正常水平。更令人匪夷所思的是，出現如此大的分歧，僅僅是滿足 70% 的置信區間。如果要滿足統計學上 90% 的最低要求，分歧的嚴重程度更加難以想像。毫不誇張地說，公開市場委員會的決策者根本沒有任何共識可言。前瞻指引要以公信力為基礎，耶倫顯然無法團結其同僚的意見，造成利率調整缺乏方向、舉步維艱的局面。

最後，耶倫更建議聯儲局未來的決策者認真考慮其他央行使用過的工具，包括購買更多不同類別的資產、提高 2% 的通脹目標、甚至以價格水平（而非通脹率）、名義 GDP（而非實質產出）為政策目標。其實，耶倫要傳遞的資訊已經再清楚不過，以過往經驗為標準的貨幣政策正常化不會重現，貨幣寬鬆的大方向只會愈行愈遠。在法定貨幣制度下，央行印鈔本已不受任何錨的制約，而耶倫更認為未來聯儲局可能需要爭取立法，進一步擴大實施創新政策的權力。所謂的加息週期，認真就輸了。

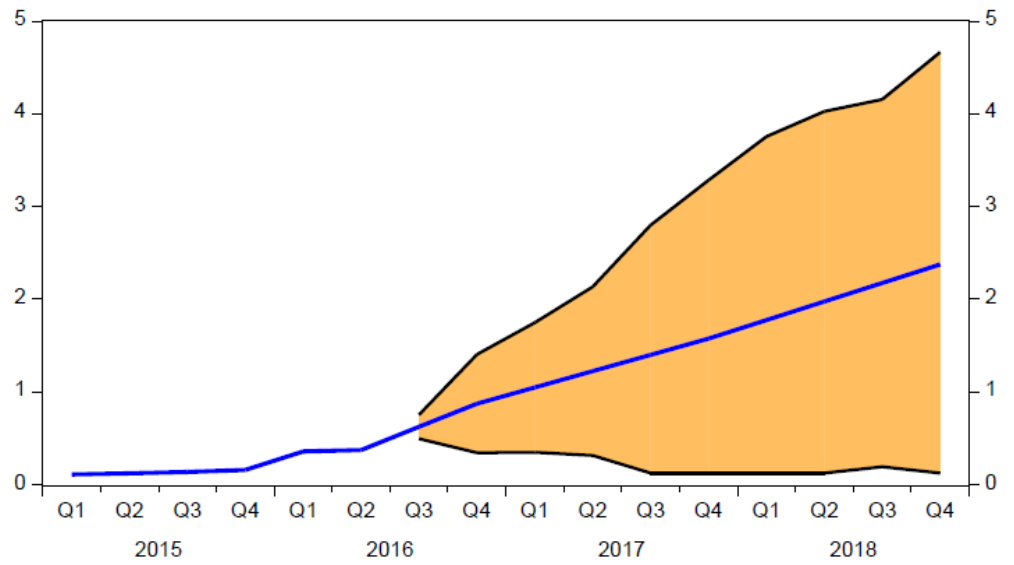
圖一 耶倫講話中關鍵詞出現次數對比



資料來源：聯儲局、中銀香港經濟研究

圖二 公開市場委員會成員對利率調整意見分歧巨大

Median of Individual FOMC Participants' June 2016 Federal Funds Rate Projections
(shaded area shows 70% confidence interval)



資料來源：聯儲局

近期報告

- | | | | |
|-----|------------------------------|-------------|-------|
| 1. | Jackson Hole年會能否給出加息的確切信息？ | 鄂志寰、蔡永雄 | 08.26 |
| 2. | 中國投資增長減速的得與失 | 戴道華 | 08.22 |
| 3. | 香港財資中心機遇下，銀行業發展大有空間 | 劉逸飛 | 08.17 |
| 4. | 深港通提升兩地市場互聯互通並為香港國際金融中心注入新動力 | 鄂志寰、蘇傑 | 08.17 |
| 5. | 匯率貶值下人民幣國際化重新上路 | 戴道華 | 08.17 |
| 6. | 二季度香港經濟勝預期 | 蔡永雄 | 08.12 |
| 7. | 中資企業境外發債重拾動力 | 羅羽庭 | 08.08 |
| 8. | 香港保險業將迎來 InsurTech 新時代 | 何國樑 | 08.08 |
| 9. | 匯豐香港中期業績倒退 | 劉逸飛、黃靜萍、羅羽庭 | 08.05 |
| 10. | 英倫銀行放寬貨幣政策應對經濟下滑壓力 | 鄂志寰、蔡永雄 | 08.05 |
| 11. | 香港交易銀行業務前途無限 | 王鎮強、劉逸飛 | 07.28 |
| 12. | 英國脫歐後其歐元結算會否被收回？ | 戴道華 | 07.27 |
| 13. | 迎難而上，香港創新科技路在腳下 | 蘇杰 | 07.26 |
| 14. | 香港首次集資活動動力猶存 | 蘇杰 | 07.26 |
| 15. | 香港資產管理業務發展前景仍然樂觀 | 李明揚、譚愛璋 | 07.25 |
| 16. | 香港電子支付市場蛻變中迎來新景象 | 關振球 | 07.25 |
| 17. | 人民幣資產熱漸起境外機構增持人民幣債券 | 張朝陽、應堅 | 07.21 |
| 18. | 脫歐公投後香港住宅樓市走勢再評估 | 蔡永雄 | 07.20 |
| 19. | 上半年內地經濟增長亮點凸顯，下半年仍有壓力 | 鄂志寰、王春新 | 07.15 |
| 20. | IFFO 有望助力香港打造亞太區基建投融资中心 | 黃金嬋 | 07.13 |