

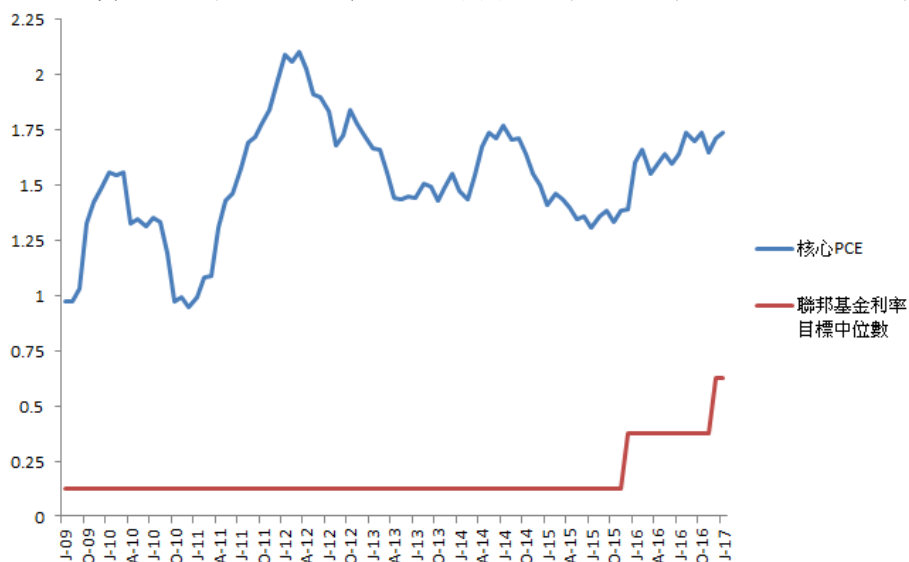
債務上限或拖慢聯儲局加息步伐

隨著聯儲局公開市場委員會成員一個接一個地為下周加息吹風，聯邦基金利率上調至 0.75%—1.0% 已基本沒有懸念。同時，市場亦預期美國未來加息步伐將有所加快，但這可能是對三月份加息的過度解讀。

貨幣政策正常化仍遙遙無期

未經通脹調整的名義經濟指標往往存在一定誤導性，利率水平亦不例外。要判斷貨幣政策鬆緊，同樣應該參考扣除物價變化後的實際利率。

圖一 實際聯邦基金利率長期為負值 (2009 年 7 月至今；%)



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

圖一中的藍線是聯儲局最看重的核心個人消費開支(personal consumption expenditure, PCE)物價的同比變化；紅線是聯邦基金利率目標區間中位數。美國經濟從 2009 年 7 月開始走出衰退，但時至今日，聯邦基金利率一直遠低於通脹，兩者之差顯示目前實

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



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

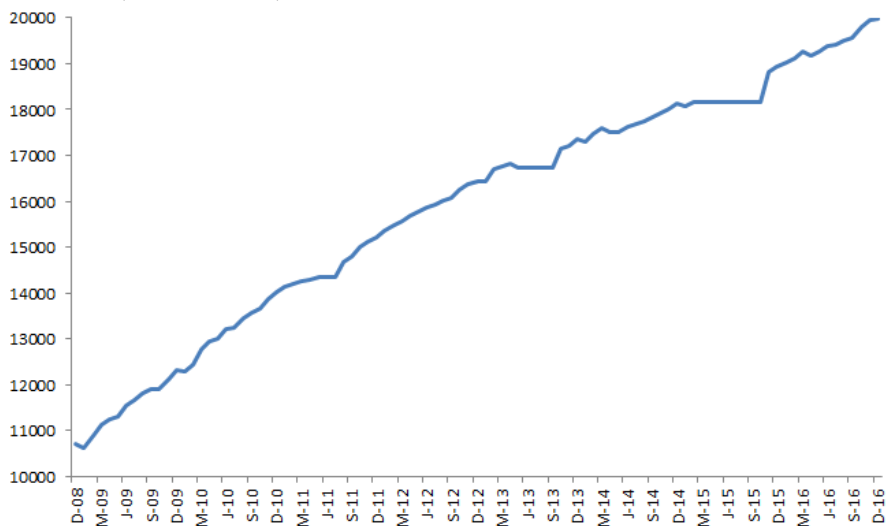
聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

際聯邦基金利率約等於-1%。換言之，即使通脹不再升溫，按照每次 25 個基點的利率調整幅度，聯儲局要加息五次，才有望改變實際負利率的局面。另一方面，實際聯邦基金利率歷史均值約等於+2%，意味著要完成利率正常化，聯儲局需要加息 12 次。按照聯儲局大概每年加息三次的前瞻指引，如果一切都如決策者的預期發展（這幾乎是一個不可能的假設），完成利率正常化的目標亦要等到 2020 年。再者，以上假設只是針對利率水平，並未考慮聯儲局如何縮減其過度膨脹的資產負債表規模。由此可見，雖然聯儲局關於利率調整的決定無可避免會牽動市場神經，但貨幣政策重回正軌，是一個相當漫長的過程。

財政狀況限制貨幣政策調整

聯儲局很可能在美國時間 3 月 15 日貨幣政策會議結束後決定加息，但翌日將有另外一件大事發生，就是債務上限重新生效。上調債務上限往往只是一個象徵性的儀式，聯邦政府債務從未因為債務上限的存在而停止膨脹。在奧巴馬 8 年任內，美國聯邦債務從 10.7 萬億美元急升 86.7% 至接近 20 萬億美元，增幅相當於兩個日本的 GDP 規模。

圖二 美國國債在奧巴馬年代增幅高達兩個日本的經濟規模（十億美元）



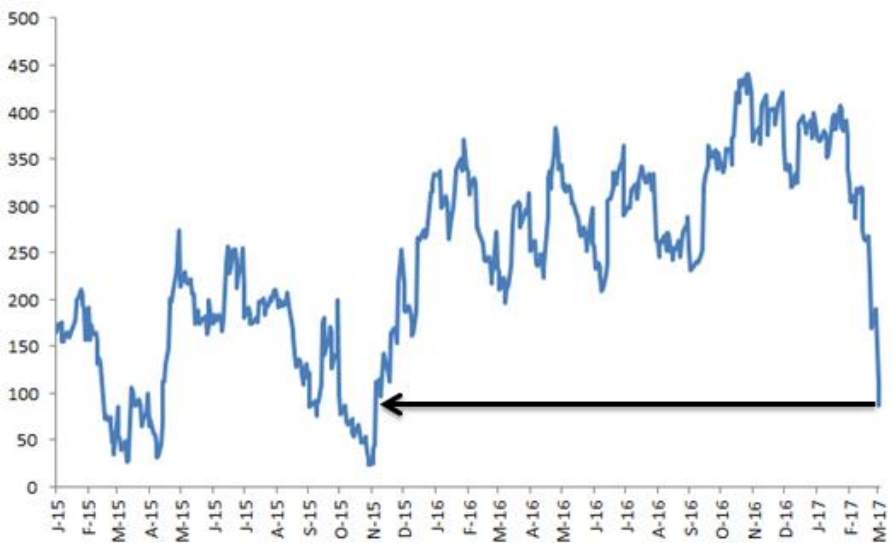
資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

然而，由於民主、共和兩黨關係近年顯著惡化，黨派鬥爭激烈，提高債務上限的談判變得異常艱難，導致在 2013 年出現“財政懸崖”(fiscal cliff)以及聯邦政府關閉(shutdown)的現象。事實上，當美國國債總額在 2015 年 10 月再次逼近上限時，債務上限並沒有被上調。當年 11 月，奧巴馬政府與共和黨達成妥協，決定“暫停”債務上限。2017 年 3 月 16 日，債務上限將重新生效，並調整

至當日的債務水平。惟此次調整的實質作用只是維持現狀，並不賦予財政部繼續增加債務的權力。換言之，財政部屆時將面臨不能發債的局面，只能依賴所持有的現金來應付開支。

與此同時，財政部的現金水平已經變得捉襟見肘。由於要應付退稅(tax refund)開支，財政部所持有現金額從 2017 年年初近 4000 億美元暴跌至目前不足 870 億美元，為逾 16 個月低位。考慮到特朗普有意在今年內推出大刀闊斧的稅務改革，美國政府的短期財政狀況恐怕難免變得非常棘手，聯儲局對加息的顧慮亦會相應增加。

圖三 美國財政部所持有現金餘額（十億美元）



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

除非債務上限被及時上調，否則在今年第二、三兩季，美國岌岌可危的財政狀況將阻礙聯儲局利率調整步伐。因此，聯儲局在 3 月加息，並不等於能夠滿足全年加息三次的目標，年內第二次加息有可能要等到第四季，利率正常化或許只是一個美好的願景。

近期報告

- | | | | |
|-----|------------------------------------|---------|-------|
| 1. | 粵港澳大灣區規劃 金融合作最為關鍵 | 應堅 | 03.06 |
| 2. | “特朗普交易”推高美國加息預期 | 劉雅莹 | 03.02 |
| 3. | 從基礎貨幣的變化看貨幣政策的新操作 | 戴道華 | 03.02 |
| 4. | 中國債券市場正日趨豐富與成熟 | 孔玲 | 03.01 |
| 5. | 從中期人口統計看香港市民的住屋情況 | 蔡永雄 | 02.28 |
| 6. | 市場波動難阻綠色金融井噴式增長 | 孔玲 | 02.23 |
| 7. | 內地政策新動向 利人幣匯率階段性趨穩 | 柳洪 | 02.23 |
| 8. | 2016年香港經濟再勝預期 | 蔡永雄 | 02.22 |
| 9. | 對中國持有美國國債的解讀 | 戴道華 | 02.21 |
| 10. | 美國加息預期升溫會否改變貨幣政策正常化路徑？ | 鄂志寰、黃思華 | 02.20 |
| 11. | 貨幣市場長短期利率出現“剪刀差”走勢 | 劉雅莹 | 02.17 |
| 12. | 評估特朗普可能的對華匯率新策略 | 戴道華 | 02.15 |
| 13. | 內地國企混改提速 或成A股雞年新動力 | 蘇傑 | 02.15 |
| 14. | 經濟增長預期和投資氣氛改善
2017年私貸市場有望穩定增長 | 黃靜萍 | 02.15 |
| 15. | 從1月份內地信貸數據看對港貸款市場的影響 | 王鎮強 | 02.15 |
| 16. | 彭博推出中國債券指數有助資金流入境內債市 | 羅羽庭 | 02.10 |
| 17. | 特朗普將如何整頓美國金融監管？ | 張文晶 | 02.09 |
| 18. | 美國口頭上的強美元政策不再及其影響 | 戴道華 | 02.09 |
| 19. | 心理防綫？整數關口？ 地外匯儲備降至3萬億美元以下的
政策含義 | 鄂志寰 | 02.09 |
| 20. | 越南發展勢頭良好 | 黃思華 | 02.09 |