

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



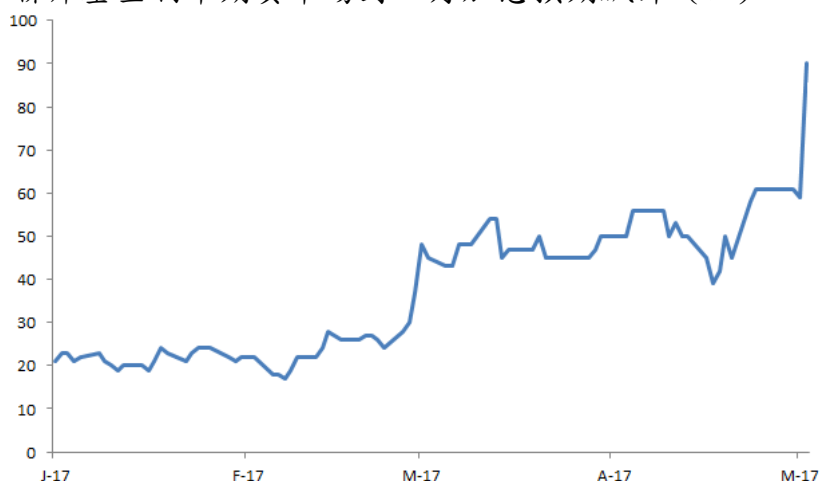
歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

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。

## 美國 6 月“九成機會”加息背後的變數

聯儲局一次按兵不動的決定，卻顯著改變了市場對 6 月加息的預期。由於議息聲明中把第一季度經濟放緩歸因於短期因素，維持樂觀態度，導致聯邦基金利率期貨市場對 6 月加息的預期飆升至 90%。表面上，九成機率顯示 6 月加息勢在必行，但背後仍然存在一定變數。

聯邦基金利率期貨市場對 6 月加息預期飆升 (%)



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

### 改變預期全賴“transitory”一詞

會議聲明表示美國首季經濟增長放緩屬於短暫現象(“the slowing in growth during the first quarter likely to be transitory”), 被市場解讀為聯儲局強烈暗示 6 月加息。惟回首過去幾年，聯儲局類似表態實際上是不斷重演。

美國 GDP 按季年率表現在每年第一季度特別不濟，是一個很令人費解的現象。首先，理論上，每個季度的統計數據已經經過

季節性調整。為何首季 GDP 會持續產生所謂的“剩餘季節性”(residual seasonality)因素，而需要雙重調節(double adjustment)？其次，氣候變化是一個相當漫長的過程。如果把殘餘季節性因素歸咎於天氣，為什麼這是近年才出現的現象？再次，既然第一季度表現欠佳已成為共識，為什麼首季 GDP 初值總是遜於預期？

無論以上問題的正確答案是什麼，市場都仿佛習慣了第一季度出現的“異象”，普遍對其不以為然。惟有趣的是，當聯儲局認為無需太在意首季波動時，市場卻突然緊張起來，覺得這意味著加息機會急增。事實上，聯儲局對首季經濟放緩的冷處理態度，在過去幾年頗為一致，這次並非例外。

從 2014 年至今，美國首季 GDP 增長的初值（因為聯儲局在每年同期的議息會議時只有 GDP 初次估算的數據）分別為 0.1%、0.2%、0.5%、0.7%，遠遜於本輪擴張期的 2% 均值。翻查記錄，發現聯儲局的聲明從來不太擔心首季表現不濟會成為長期現象，最終加息的步伐卻往往與前一年年底時提供的指引相距甚遠。

#### 聯儲局最近四年 4 月底/5 月初會議聲明比較

日期	重點語句（經刪減）	加息次數指引	實際加息次數
2014/4/30	Economic activity has picked up recently, after having slowed sharply during the winter because of adverse weather conditions.	0	0
2015/4/29	Although growth in output and employment slowed during the first quarter, the Committee expects economic activity will expand at a moderate pace.	3	1
2016/4/27	Labor market conditions improved even as growth in economic activity slowed. Recent indicators point to strengthening of the labor market.	4	1
2017/5/3	The Committee views the slowing in growth during the first quarter as transitory and expects economic activity will expand at a moderate pace.	3	?

資料來源：聯儲局公開市場委員會、中銀香港經濟研究

#### 耶倫“鴿轉鷹”終需經濟表現配合

筆者一直認為利率正常化有必要進行，畢竟美國大衰退至今已經過去接近 8 年之久，聯邦基金利率仍不足 1%，情況極不尋常。扣除通脹預期後的實際利率長期為負數，對金融市場造成嚴重扭曲。然而，由耶倫掌舵的聯儲局，在 2014 年開始公開討論利率正常化，至今已步入第四個年頭，但總共只加了三次息。因此，要判斷未來聯邦基金利率走勢，並非應否加息的討論，而是經濟表現出現了什麼變化，導致耶倫堅持加快利率調整步伐？

從這方面考慮，聯儲局 3 月加息顯得相當進取。美國首季增長欠佳並不罕見，但聯儲局在增長顯著放緩的季度內選擇加息就非常罕見。事實上，從 1980 年開始，聯儲局從未試過在經濟增速只有 0.7% 的季度加息。聯儲局目前處境尷尬，是由於在經濟擴張時沒有按部就班加息，反而續推量寬，現在有意進行貨幣政策正常化，但又需要面對經濟週期不斷拉長，增長動力可能轉弱的挑戰。相信耶倫即使有意提高利率調整頻率，也會儘量避免加息過快而削弱經濟的批評。因此，聯儲局一如既往地認為首季經濟放緩不足為慮，某程度上可能更是對 3 月加息這個不尋常舉動的辯護。

表面上，美國 6 月加息機會高唱入雲，但“transitory”的意義有被高估之嫌。要完成全年加息三次的目標，仍然存在不少變數。

## 近期報告

- |     |   |     |       |
|-----|---|-----|-------|
| 1.  | 如何看待人民幣作為全球儲備資產的地位？                             | 戴道華 | 04.27 |
| 2.  | 重慶自貿區——渝港合作新亮點                                  | 應堅  | 04.25 |
| 3.  | 特朗普百日維新受挫 政府停擺逼近                                | 卓亮  | 04.24 |
| 4.  | 解讀美國財政部最新的匯率政策報告                                | 戴道華 | 04.21 |
| 5.  | 首季內地經濟增速回升 港貸款增長動力加強                            | 王鎮強 | 04.18 |
| 6.  | 強美元政策的迷思  | 卓亮  | 04.18 |
| 7.  | “貨幣操縱”威脅消除<br>“匯率失調”（currency misalignment）風險再現 | 鄂志寰 | 04.13 |
| 8.  | 地緣政治事件對大類資產走勢影響各異                               | 劉雅莹 | 04.13 |
| 9.  | 聯儲局縮表乃偽命題                                       | 卓亮  | 04.10 |
| 10. | 特朗普兩項貿易行政命令的影響                                  | 黃思華 | 04.07 |
| 11. | 小型單位持續主導住宅供應                                    | 蔡永雄 | 04.06 |
| 12. | 提高人民幣外匯儲備占比是一場長期競爭                              | 應堅  | 04.05 |
| 13. | 陰霾難消，“特朗普效應”何去何從                                | 蘇傑  | 03.31 |
| 14. | 中國結構性改革有賴各項政策相配合                                | 劉雅莹 | 03.29 |
| 15. | 數碼貨幣漸行漸近，香港將積極研拓                                | 關振球 | 03.29 |
| 16. | 香港和中國經濟的增長差之謎                                   | 戴道華 | 03.29 |
| 17. | 新框架下內地A股離納入MSCI更近了嗎？                            | 蘇傑  | 03.29 |
| 18. | 從貨幣政策微調看短期內人民幣匯率走勢                              | 應堅  | 03.22 |
| 19. | 從統計看今年中國房地產去庫存任務                                | 戴道華 | 03.20 |
| 20. | 人行上調逆回購利率，助人民幣匯率階段性企穩                           | 應堅  | 03.16 |