



換個角度看加息

聯儲局在 2014 年逐步削減量寬規模，2015 年底加息。至今為止，雖然基準利率調整幅度只有 0.75%，但溫和收緊貨幣政策的行動事實上已經進行了三年半之久。近期，關於縮減聯儲局資產負債表的討論又成為市場焦點。劑量寬、加息、縮表可謂貨幣政策正常化三部曲。然而，加息並不一定等於市場利率上升，收緊貨幣政策亦不意味著金融環境(financial conditions)趨緊。過去幾年，美國整體經濟活動維持低速增長，資產價格反覆攀升。聯儲局收緊貨幣政策，似乎沒有對經濟及金融市場造成影響，原因有二。首先，收緊貨幣政策步伐緩慢。其次，溫和的貨幣政策調整沒有傳導至債市，金融環境依然相當寬鬆。

長息不升反跌

聯儲局制定的聯邦基金利率目標，是美國銀行隔夜拆息水平。因此，美國央行指標利率不只是一個象徵性指引，而是直接影響短期資金成本。然而，對於消費者購買耐用品、企業進行機器投資等重大決定而言，長期利率水平遠比短期利率重要。如果長息變化不大，甚至倒跌，那麼加息就變得名不副實。

最具代表性的長息指標是美國十年期國債孳息。從 2014 年聯儲局逐步收緊貨幣政策至今，該指標從 3% 跌至 2.25%。聯邦基金利率累計上升 0.75 厘，十年期國債孳息卻反而跌了 0.75 厘。長息對聯儲局加息反應異常淡定，最重要的原因是債市認為整個加息週期的利率調整幅度有限，對長期利率影響甚微。

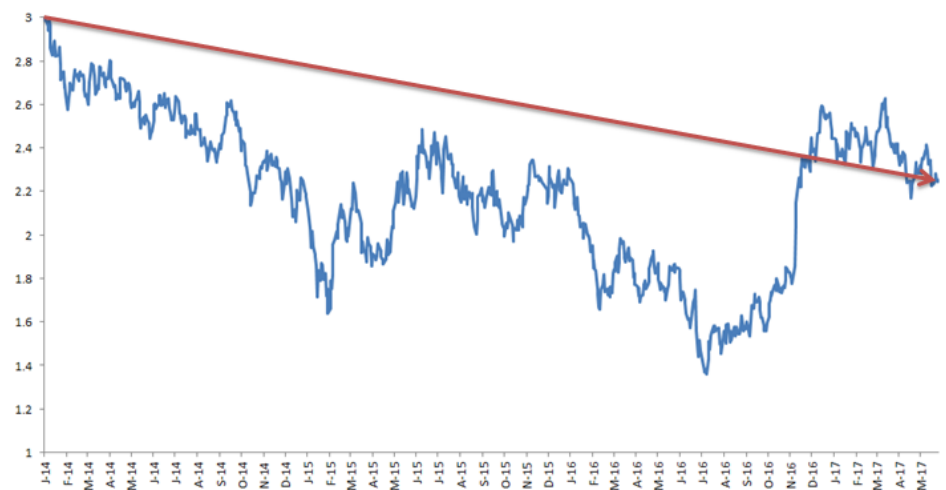
卓亮
高級經濟研究員
Tel: 28266193
tristanzhuo@bochk.com



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。

美國十年期國債孳息趨跌 (%)



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

孳息曲線短端的反應則截然不同。兩年期國債孳息反覆上升，2014 年至今升約 0.9 厘。較短年期的債券對聯邦基金利率變化敏感，再正常不過。惟長息不為所動，反映債市對經濟前景的預期遠不如聯儲局樂觀。孳息曲線趨扁平（可簡單理解為長短息差收窄），從來都是經濟不景的可靠領先指標。表面上，美國經濟數據大體保持平穩，但事實上，GDP 同比增速已連續六個季度未能超過 2%，是這輪戰後最弱復蘇首次出現的情況。

長短息差顯著收窄（十年期與兩年期美債孳息之差；%）



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

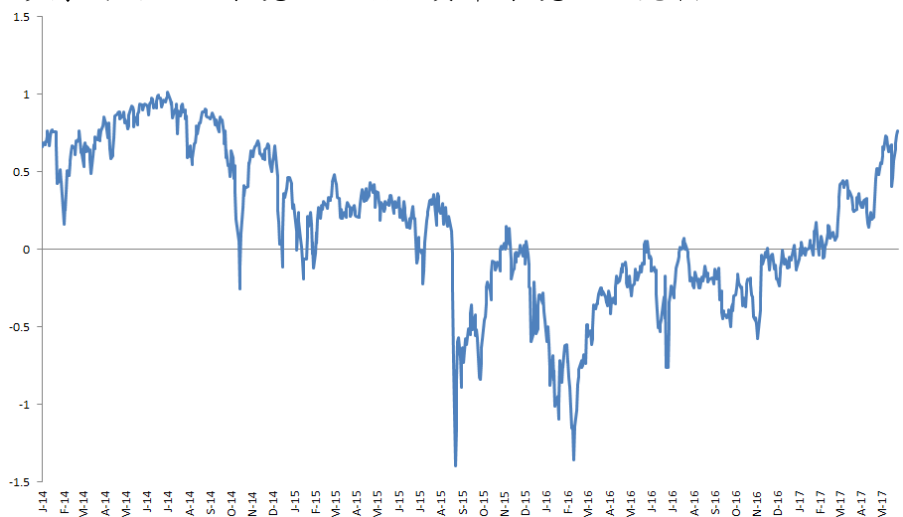
金融環境不緊反鬆

可見，央行加息不等於整體利率環境上升，目前的情況顯然

是債市與聯儲局意見出現分歧。既然此加息非彼加息，那麼收緊貨幣政策是否又意味著金融環境收緊？答案同樣是否定的。

彭博美國金融環境指數(Bloomberg U.S. financial conditions index)測量美國貨幣、債券、股票市場的整體金融壓力。正數代表金融環境比次按危機前(1994年至2008年7月)寬鬆，負數則代表較危機前緊張。從2015年8月至2016年12月，金融環境指數處於偏緊的負值區間，惟目前已經升至0.76，代表金融寬鬆程度比危機前平均水平高出0.76個標準差(standard deviation)，且同樣比2014年初高。削量寬、加息、準備縮表等一系列收緊貨幣政策舉動的結果，卻是金融環境不緊反鬆。

彭博美國金融環境指數顯示貨幣環境依然寬鬆



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

因此，在討論加息、縮表等問題時，不宜只關注貨幣政策的初衷、時機、或步伐。長短息差大幅收窄，顯示經濟前景並不樂觀。而貨幣寬鬆、流動性氾濫，亦非溫和的貨幣政策調整能夠扭轉的現象。

加短息，長息照樣跌；漸進收緊貨幣政策，金融環境卻趨寬鬆。覆水難收，仍然是較可能出現的結果。何時加息、如何縮表，對貨幣寬鬆的大環境而言，實在影響不大。

近期報告

1. 為何近日 CNH 匯率及拆息雙雙反彈? 應堅 05.29
2. 加強金融科技發展頂層規劃 推動香港成為區域樞紐 關振球 05.16
3. 中國外貿回穩向好對人民幣匯率影響幾何? 柳洪 05.15
4. 一季度香港經濟增長再勝預期 蔡永雄 05.12
5. 新落成物業投資需求分析 蔡永雄 05.10
6. 評估特朗普的稅務改革大計 戴道華 05.05
7. 美國 6 月“九成機會”加息背後的變數 卓亮 05.04
8. 如何看待人民幣作為全球儲備資產的地位? 戴道華 04.27
9. 重慶自貿區——渝港合作新亮點 應堅 04.25
10. 特朗普百日維新受挫 政府停擺逼近 卓亮 04.24
11. 解讀美國財政部最新的匯率政策報告 戴道華 04.21
12. 首季內地經濟增速回升 港貸款增長動力加強 王鎮強 04.18
13. 強美元政策的迷思 卓亮 04.18
14. “貨幣操縱”威脅消除
“匯率失調” (currency misalignment) 風險再現 鄂志寰 04.13
15. 地緣政治事件對大類資產走勢影響各異 劉雅瑩 04.13
16. 聯儲局縮表乃偽命題 卓亮 04.10
17. 特朗普兩項貿易行政命令的影響 黃思華 04.07
18. 小型單位持續主導住宅供應 蔡永雄 04.06
19. 提高人民幣外匯儲備占比是一場長期競爭 應堅 04.05
20. 陰霾難消，“特朗普效應”何去何從 蘇傑 03.31