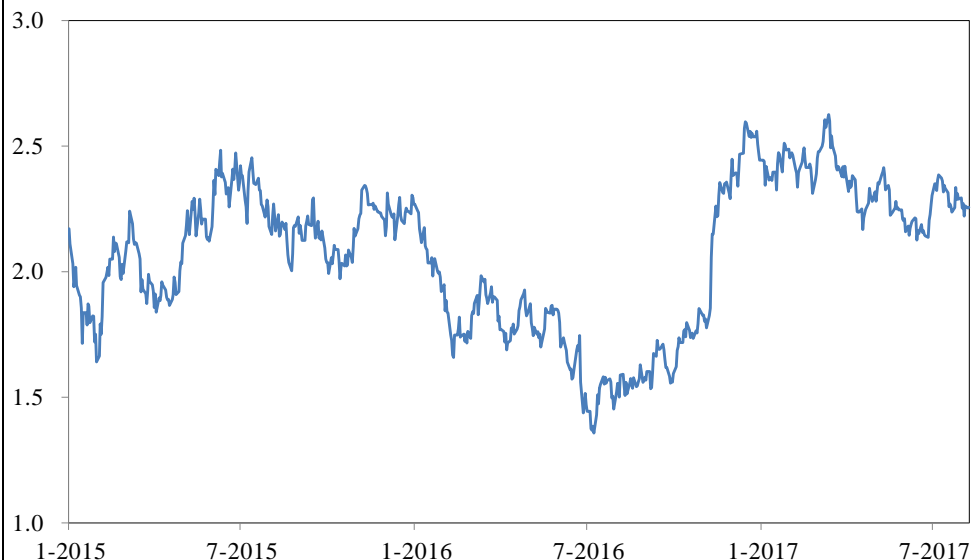


## 加息週期下，美國國債長息不升之謎

自2015年12月起至今，聯儲局已先後四次上調聯邦基金利率至1.00至1.25厘，但從十年期美國國債孳息率來看，卻好像沒有受到聯儲局加息的任何影響，於2015年12月份處於2.3厘左右，2017年8月也是處於2.3厘左右，即使期間於1.36厘至2.63厘之間有所波動，但低於2.3厘的時間是超出高於該水平的。由於美國國債長息未有因為加息週期展開而一同向上，美國部份與國債長息相關的貸款利率也沒有一同上升，如30年定息按揭息率於2015年12月份處於3.9厘左右，而2017年8月更只是處於3.8厘，令部份市場人士質疑聯儲局影響利率的能力。

美國十年期國債孳息率(%)



資料來源：彭博，中銀香港經濟研究

### 一、美國國債長息不升，與均衡利率下跌的關係最大

自全球金融危機以來，全球經濟陷入了低增長階段，即使

蔡永雄  
高級經濟研究員  
Tel: 28266976  
rickychoi@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。

2017年環球經濟的週期性表現有所改善，但環球經濟低增長的趨勢未變。國際貨幣基金組織最新預測今年全球經濟增長將達3.5%，較金融危機前2000年至2007年平均低1個百分點，對今年美國經濟增長預測也只有2.1%，較2000年至2007年平均低0.6個百分點，反映全球低增長已成為新常態。

然而，在經濟溫和增長下，美國就業市場以失業率計算卻已返回接近全民就業水平，只有4.3%，但平均時薪的增幅則未見加速，按年僅為2.5%，加上新增職位的質量較為遜色，也是拖低工資增長的原因之一，故美國通脹至今仍然偏低，7月份消費物價和消費物價核心指數僅分別按年上升1.6%及1.7%。聯儲局於7月份的會後聲明也指出現時通脹低於2%的目標，只有在中期才返回通脹目標。

因此，在美國經濟溫和增長，失業率低企和通脹偏低的情況下，再加上人口老化、科技發展和生產力下降等因素，令聯儲局認為現時美國長期經濟增長率只有1.8%，長期均衡利率也只有3.0厘(均衡利率是指該利率水平對就業和通脹既不帶來刺激，也不帶來收縮的效果)。此外，過去數年聯儲局對長期均衡利率的預測不斷下降，由2012年初的4.25厘下降至今年6月的3.0厘，這主要是反映長期經濟增長率下降的看法，期內也由2.5%左右下降至1.8%。

## 二、 美國國債長息不升，也與市場預期緩慢加息有關

由於十年期國債孳息率是反映市場對未來十年平均市場利率的看法。若美國均衡利率是3厘的話，除非美國經濟加速增長至超出長期增長率，並引發通脹升溫至超出聯儲局2%的通脹目標，令聯儲局認為(或市場預期)經濟處於過熱狀態，該局有需要加息至超過均衡利率水平，十年期國債孳息率才有機會突破3厘的均衡利率上限，故其現時低於3厘則是反映聯邦基金利率只有1.00至1.25厘，由現在要加息至3厘的均衡水平仍需一段時間，故十年期國債孳息率仍僅處於2.3厘左右。因此，即使聯儲局已加息四次，十年期美國國債孳息率確實也難以上升。

首先，市場對聯儲局能否持續加息也一直存在疑問。鑑於聯儲局於過去數年實際加息的次數遠低於其早前對加息次數的預測，加上近日聯儲局主席耶倫在國會聽證會上也指出現時聯邦基金利率與長期均衡利率水平相距不遠(雖然長期均衡利率或會隨經濟

改善而逐步回升)，進一步降低了市場對聯儲局將持續加息的預期，特別是聯儲局公佈縮表計劃後，市場認為聯儲局難以在持續縮表的情況下，仍保持著每年3次左右的加息步伐，故最新的利率期貨顯示最快要到明年3月才有超過一半機會再次加息。

再者，以目前美國總統特朗普廢除奧巴馬醫改和實施旅遊禁令均遇到巨大阻力，加上「通俄門」事件升溫，其減稅和增加基建投資等政策相信亦難以在短期內獲國會通過，其最終方案能否大刀闊斧地作出改革也成為疑問，對經濟刺激的作用大打折扣，故市場逐漸認為總統特朗普的政策不單難以提升美國長期經濟增長率，並推高均衡利率水平，也難以推動短期經濟加速增長，對通脹構成壓力，迫使聯儲局需要加快加息，或加息至高於均衡利率水平，令美國長債息率持續處於較低水平。

此外，除了均衡利率外，其他主要央行(如歐洲央行和日本銀行)仍在進行量化寬鬆，並實施零息或負息政策。即使現時市場普遍預期歐洲央行將於明年進一步縮減買債規模，繼而逐漸停止買債，日本央行則未有任何縮減買債計劃，但該兩大央行將於何時加息或縮表卻是遙遙無期的。美國是否真的能在持續縮表下，同時逐步加息至3厘的均衡利率，以完成貨幣政策正常化確實存在很大疑問，故市場對聯儲局能否持續加息尚未投下信心一票，令十年期美國國債孳息率也未能持續向上。

最後，雖然美國國債長息於過去一年多未有上升，但由於聯儲局已經加息四次至1.00至1.25厘，美國國債短息則已跟隨上升至1.00厘以上的水平，故除非金融市場再次出現去年「黑天鵝」頻發下的極度悲觀情緒，否則相信美國國債長息也接近見底，未來美國國債長息料將於一個窄幅區間波動。

## 近期報告

- |                                |         |       |
|--------------------------------|---------|-------|
| 1. 離岸市場在人民幣國際化進程中的功能定位？        | 戴道華     | 08.09 |
| 2. 美元弱勢實為調整期的延續                | 卓亮      | 08.04 |
| 3. 估值調整疊加政策驅動,內地創板發展來日方長       | 蘇杰      | 08.03 |
| 4. 內地M2增速放緩的啓示                 | 戴道華     | 07.28 |
| 5. 人工智能技術發展對經濟的影響              | 劉雅莹     | 07.25 |
| 6. 加息或適得其反 聯儲局急於縮表主因           | 卓亮      | 07.24 |
| 7. 二季度內地經濟維持穩健增長               | 蔡永雄     | 07.17 |
| 8. 聯儲局180度轉身                   | 卓亮      | 07.17 |
| 9. 探討香港經濟復甦步伐偏慢之謎              | 戴道華     | 07.17 |
| 10. 從“擴表”經驗看縮表影響               | 卓亮      | 07.13 |
| 11. CEPA新協議支持香港金融業發展           | 應堅      | 07.10 |
| 12. 粵港澳大灣區《框架協議》透露出的重要信息       | 應堅      | 07.06 |
| 13. 債券通上綫推動中國資本市場對外聯通          | 鄂志寰     | 07.03 |
| 14. 回歸 20 年香港資產管理行業的發展         | 戴道華     | 06.30 |
| 15. 回歸 20 週年,香港經濟實力明顯提升        | 蔡永雄     | 06.22 |
| 16. 回歸 20 年香港國際投資頭寸的變化         | 戴道華     | 06.22 |
| 17. 縮表討論難改環球寬鬆格局               | 卓亮      | 06.19 |
| 18. 聯儲局縮表計劃要點及影響評估             | 鄂志寰、蔡永雄 | 06.15 |
| 19. 近期人民幣匯率回升受基本面因素支撐          | 劉雅莹     | 06.09 |
| 20. 《人民幣 SDR 時代與香港離岸人民幣中心》正式出版 | 應堅      | 06.06 |