

長息低企對美國貨幣政策的啟示

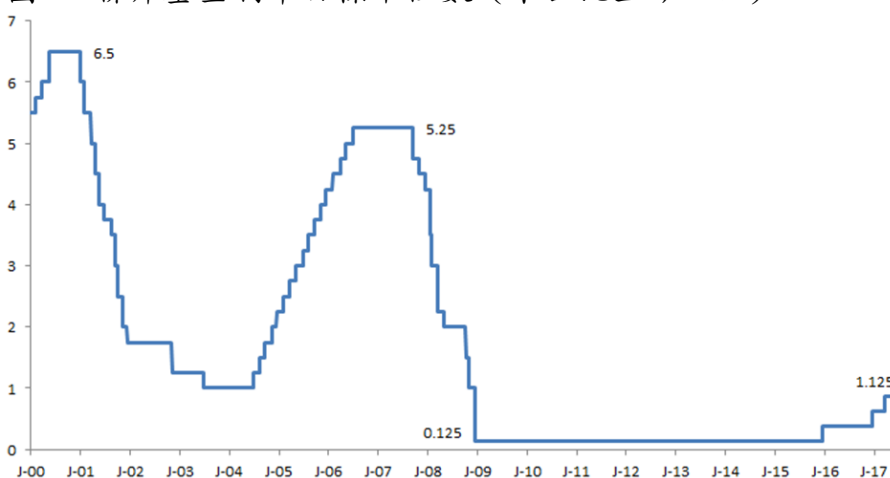
聯儲局從 2015 年至今，加息四次合共只有一厘，是史上最慢、幅度最小的一次利率調整。目前，聯邦基金利率目標中位數僅為 1.125%，仍然處於超低水平。相比之下，在本世紀前兩次加息週期中，基準利率分別達到 6.5% 與 5.25% 的高位。同時，公開市場委員提供的前瞻指引顯示，聯邦基金利率的長期中性水平是 3%，意味著即使長達十數年的實際負利率狀態有結束的一日，未來扣除 2% 通脹預期後的實際基準利率將只有 1%。

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

圖一 聯邦基金利率目標中位數（本世紀至今；%）



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

可見，對於聯儲局官員而言，利率調整並不等於聯邦基金利率會升至金融危機前的平均水平，過往的經驗不再適用。三輪量寬過後，銀行儲備在幾年內升至以前難以想像的水平，規模有限的傳統公開市場操作失去了影響聯邦基金的能力。因此，縮減資產負債表規模，成為貨幣政策正常化的重要一環。

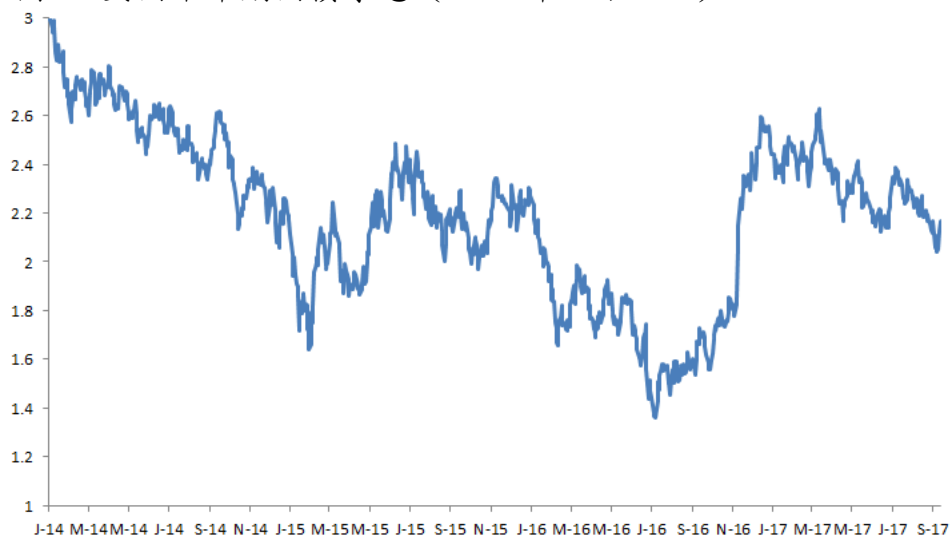
聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

加息與縮表，本來並非互相排斥的關係。然而，近年美國長期國債的表現，卻導致後者的難度遠較前者低。縱使加息預期降溫，縮表亦應該勢在必行。

長息持續低企

雖然從 2014 年 QE3 結束後，加息週期就一直不絕於耳，但長息卻反覆下滑。理論上，長年期的債券，利率風險較大，在正常情況下，價格會比年期短的債券更為波動。在上次加息週期中，長息起伏較少，時任聯儲局主席格林斯潘已經覺得是一個“迷”(conundrum)。如果以此為標準，本輪長息不升反跌，就更是匪夷所思。

圖二 美國十年期國債孳息 (2014 年至今；%)



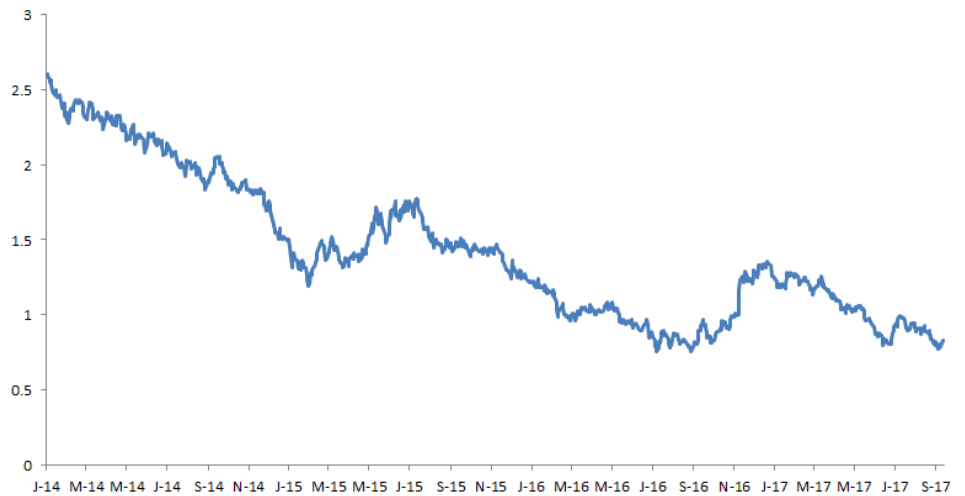
資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

時至今日，長息低企並不僅僅是一個市場異象而已，而是會在兩個方面直接影響聯儲局貨幣政策的選擇。

長短息差收窄限制加息幅度

短息升，長息跌，造成長短息差持續收窄。而孳息曲線趨扁平，對經濟而言從來都不是正面信號。從 2014 年至今，美國十年期與兩年期息差從 2.6% 跌至只有約 0.8%。可以想像，如果長息繼續低企，聯儲局只要再加息三次就足以將孳息曲線拉平甚至倒掛。因此，未來任何一次加息，都有可能把長短息差進一步收窄至危險的水平，聯儲局自然會相當審慎。

圖三 美國十年期與兩年期國債息差（2014 年至今；%）



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

長息低企為縮表護航

另一方面，長息走低，卻有利於聯儲局啟動縮表。縮表的最大潛在風險，在於聯儲局即使不主動出售所持有債券，只是停止再投資到期債券，債市的邊際需求也會有所減弱，從而導致債券價格下跌，債息急升。然而，長息持續低企，顯示債市需求維持強勁，市場並不擔憂債券價格會出現劇烈波動。換言之，低長期利率在限制聯儲局加息步伐的同時，卻為縮表創造了理想的條件。

聯儲局年內再加息的難度不小，但相信不會顯著拖延啟動縮表。如果債市持續穩定，縮表就有機會相對按部就班地進行，但利率調整的步伐將會明顯放緩。

近期報告

- | | | |
|----------------------------|-----|-------|
| 1. 美國收緊貨幣政策對東盟主要債券市場的影響 | 黃思華 | 09.08 |
| 2. 承前啟後, 金磚合作邁向下一個“黃金十年” | 蘇傑 | 09.06 |
| 3. 人行新規接連出臺 同業存單屬性進一步明確 | 劉雅瑩 | 09.01 |
| 4. 新股通一為兩地資本市場聯通升級 | 孔玲 | 08.31 |
| 5. 從細節看美國貨幣政策正常化的執行 | 戴道華 | 08.31 |
| 6. 美國加息週期會否導致亞洲新興市場另一場危機? | 戴道華 | 08.29 |
| 7. 數字貨幣融資方興未艾, 機遇與風險並存 | 蘇傑 | 08.29 |
| 8. 有效控制「一帶一路」倡議推進中的地緣政治風險 | 柳洪 | 08.24 |
| 9. 混改去產能重組並進, 內地國企改革砥礪前行 | 蘇傑 | 08.24 |
| 10. 印尼次季增長穩定 央行短期無需減息 | 黃思華 | 08.14 |
| 11. 二季度香港經濟增長再勝預期 | 蔡永雄 | 08.11 |
| 12. 加息週期下, 美國國債長息不升之謎 | 蔡永雄 | 08.11 |
| 13. 離岸市場在人民幣國際化進程中的功能定位? | 戴道華 | 08.09 |
| 14. 美元弱勢實為調整期的延續 | 卓亮 | 08.04 |
| 15. 估值調整疊加政策驅動, 內地創板發展來日方長 | 蘇杰 | 08.03 |
| 16. 內地M2增速放緩的啓示 | 戴道華 | 07.28 |
| 17. 人工智能技術發展對經濟的影響 | 劉雅瑩 | 07.25 |
| 18. 加息或適得其反 聯儲局急於縮表主因 | 卓亮 | 07.24 |
| 19. 二季度內地經濟維持穩健增長 | 蔡永雄 | 07.17 |
| 20. 聯儲局180度轉身 | 卓亮 | 07.17 |