



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。

## 縮表擔大旗 加息難急進

聯儲局一如市場預期，宣佈 10 月啟動縮表。另一方面，聯邦基金利率前瞻指引顯示，從現在至 2018 年末，聯儲局有意再加息四次，合共一厘。

### 12 月加息機會增加

意料之外的是，聯儲局把美國今年經濟增長的預測從 2.2% 上調至 2.4%。增長上調，支持聯儲局維持今年共加息三次的指引。由於今年餘下時間內只剩下兩次貨幣政策會議，而聯儲局目前堅持再加一次息，12 月加息的機會就顯著上升。聯邦基金利率年內上調至 1.25%-1.50%，成為基本情況預測。

然而，短期經濟表現存在下行風險。美國先後被兩個颶風侵襲，經濟活動難免受打擊。零售銷售、工業生產等指標首當其衝，以致亞特蘭大、聖路易士、紐約聯儲局近日相繼大幅下調第三季 GDP 表現，與公開市場委員會成員上調全年預測形成鮮明對比。再者，年底前美國國會或需要進行新一輪債務上線談判，增加了不確定性。因此，12 月加息機會上升，但要成事，還需要一系列因素配合。

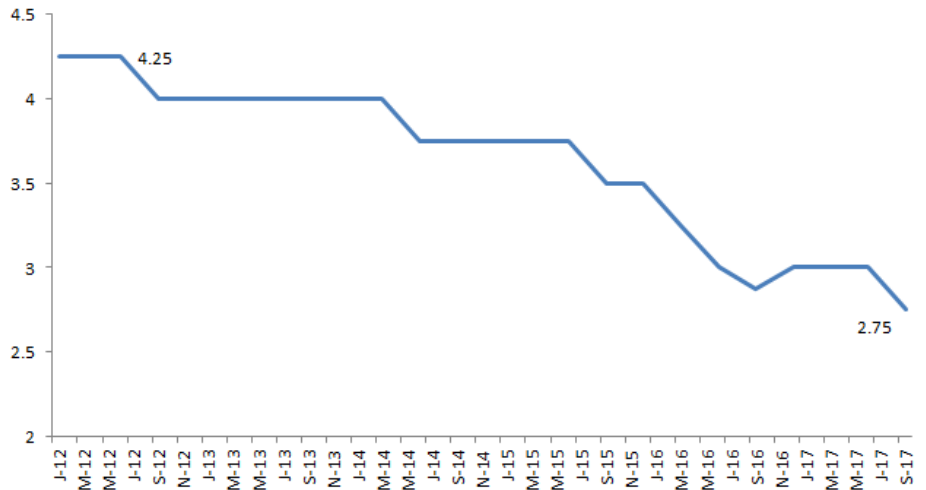
展望未來，加息與縮表可以同時進行，並不是互相排斥的關係，惟加息步伐有望維持相對溫和，縮表的進展對貨幣政策鬆緊影響更大。

### 長期中性利率拾級而下

2012 年，聯儲局首次對長期中性的聯邦基金利率作出指引，當時的目標定在 4.25%。意味著扣除 2% 的通脹預期後，實際聯邦

基金利率應該達到 2.25%。然而，經濟增長動力一直未出現突破，聯儲局只好不斷下調中性利率目標。日前，聯儲局宣佈縮表、維持加息預期，但同時卻將長期基準利率下調 0.25% 至 2.75% 的歷史新低。換言之，2.75% 的名義利率，扣除 2% 的長期通脹預期後，得出的中性實際利率為 0.75%。

圖一 長期中性聯邦基金利率指引 (%)



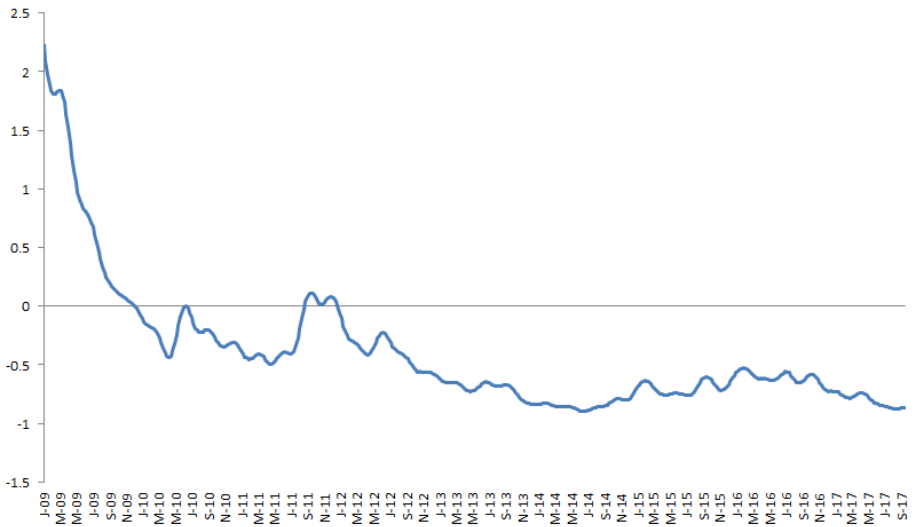
資料來源：聯儲局、中銀香港經濟研究

中性聯邦基金利率不斷下滑的走勢，應該更能反映聯儲局官員對長期經濟表現的真實預期。畢竟下月開始縮表，距離金融危機爆發也已經超過了十年之久。如果聯儲局對增長有信心，就難以解釋為何反復調低長期利率指引。事實上，時至今日，實際聯邦基金利率仍然為負數。而長期實際利率預期亦不斷向下，於是就造成了聯儲局不停討論加息，但美國金融環境卻愈趨寬鬆的異象。

### 金融環境不緊反鬆

圖二所示是芝加哥聯儲局編制的美國金融環境指數(national financial conditions index)，以零為歷史均值，正數愈大代表金融環境愈緊，負數絕對值愈大代表金融環境愈鬆。金融海嘯後的零利率政策及三輪量寬，顯著放寬了金融環境。經過聯儲局加息四次後，美國目前金融環境卻是接近金融海嘯後最寬鬆水平。縮表理論上有助適度收緊金融環境，但實際成效能夠有多大，還需拭目以待。縮表要“擔大旗”，其中一個原因是未來加息幅度，受制於持續變平的孳息曲線。

圖二 美國金融環境指數（負值代表偏鬆）

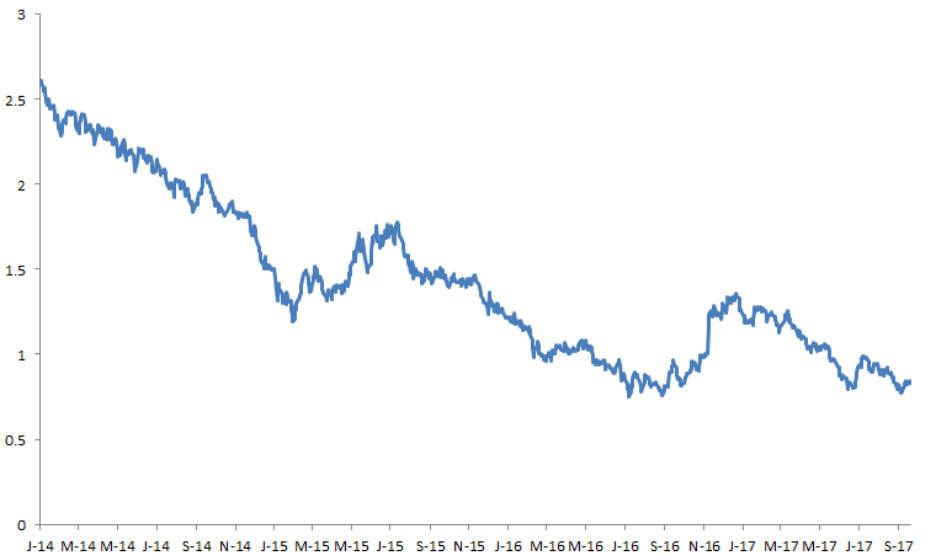


資料來源：芝加哥聯儲局、中銀香港經濟研究

### 明年底前再加息四次難度甚大

加息最大的阻力，在於美國長期利率持續低企。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%。

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、中銀香港經及研究

如果債市繼續維持過去四年的趨勢，聯儲局只要再加息三次，就足以將孳息曲線拉平甚至倒掛。而未來任何一次加息，都難免把長短息差進一步收窄至危險的水平。即使聯儲局有意加息，相

信也不願意見到人為造成孳息曲線倒掛的局面。長短息差不斷壓縮，勢必對加息構成阻力。

### 央行資產長期易升難降

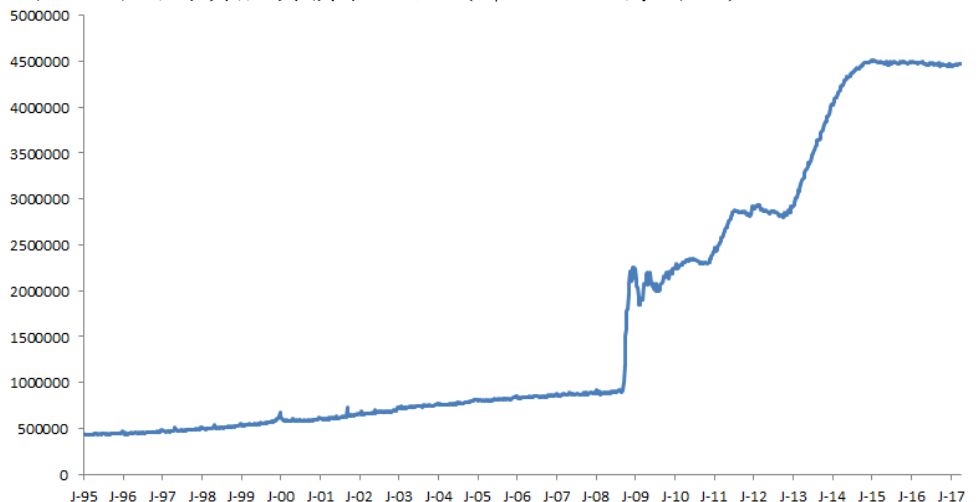
最後，基於以下兩點原因，相信縮表行動不會對金融市場造成明顯衝擊。

首先，縮表需時甚長，規模有彈性。綜合至今多位聯儲局官員的表態，縮表起碼需要五年左右時間，另外，縮表規模有限，資產負債表不會降至金融海嘯前水平，只是比目前金額減少約三分之一。一旦經濟週期逆轉，央行更會考慮重新購買資產。

其次，資產規模與利率調整存在一個本質的分別。基準利率可升可跌，相比之下，由於各種原因，央行資產雖然有起伏，長期趨勢卻是不斷上升。目前聯儲局資產規模是 1995 年的 10 倍，較金融海嘯前則升 4 倍。

因此，雖然縮表已經有了時間表及具體計劃，但最終能否完成正常化的目標，仍然存在多項變數。

圖四 聯儲局資產負債表規模（單位：百萬美元）



資料來源：彭博、中銀香港經及研究

## 近期報告

- |     |                        |     |       |
|-----|------------------------|-----|-------|
| 1.  | 美國聯儲局縮表對港元息率和樓市的影響     | 蔡永雄 | 09.21 |
| 2.  | 環球去現金化經驗對香港的啟示         | 張文晶 | 09.18 |
| 3.  | 多重因素提升境外機構對人民幣債券熱情     | 劉雅莹 | 09.15 |
| 4.  | 從統計看香港的國際投資回報          | 戴道華 | 09.15 |
| 5.  | 人民幣匯率走勢將以穩中偏強為主基調      | 應堅  | 09.13 |
| 6.  | 長息低企對美國貨幣政策的啟示         | 卓亮  | 09.13 |
| 7.  | 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 |
| 8.  | 承前啟後, 金磚合作邁向下一個“黃金十年”  | 蘇傑  | 09.06 |
| 9.  | 人行新規接連出臺 同業存單屬性進一步明確   | 劉雅莹 | 09.01 |
| 10. | 新股通一為兩地資本市場聯通升級        | 孔玲  | 08.31 |
| 11. | 從細節看美國貨幣政策正常化的執行       | 戴道華 | 08.31 |
| 12. | 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 |
| 13. | 數字貨幣融資方興未艾, 機遇與風險並存    | 蘇傑  | 08.29 |
| 14. | 有效控制「一帶一路」倡議推進中的地緣政治風險 | 柳洪  | 08.24 |
| 15. | 混改去產能重組並進, 內地國企改革砥礪前行  | 蘇傑  | 08.24 |
| 16. | 印尼次季增長穩定 央行短期無需減息      | 黃思華 | 08.14 |
| 17. | 二季度香港經濟增長再勝預期          | 蔡永雄 | 08.11 |
| 18. | 加息週期下, 美國國債長息不升之謎      | 蔡永雄 | 08.11 |
| 19. | 離岸市場在人民幣國際化進程中的功能定位?   | 戴道華 | 08.09 |
| 20. | 美元弱勢實為調整期的延續           | 卓亮  | 08.04 |