



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。

從泰勒法則看環球利率環境

下任聯儲局主席候選名單剩下耶倫、鮑威爾、科恩、沃什、泰勒五人，鹿死誰手，最快可能在一個星期內就有結果。各候選人持有不同理念，其中最為鷹派，且一旦當選勢必帶來變革的，相信非泰勒莫屬。

泰勒法則備受推崇

泰勒(John B. Taylor)在 1993 年發表的一篇文章中，分析制定貨幣政策時依靠法則抑或自由斟酌(discretion)的利弊，泰勒法則(Taylor Rule)隨之面世。泰勒法則並不複雜，只需假設理想的實質基準利率水平(例如 2% 正利率)，再根據目前通脹水平與通脹目標之差，以及產出缺口(output gap; 也可以用目前失業率水平及長期中性失業率之差代替)，再代入參數，就能夠得出適合目前物價及經濟表現的基準利率。

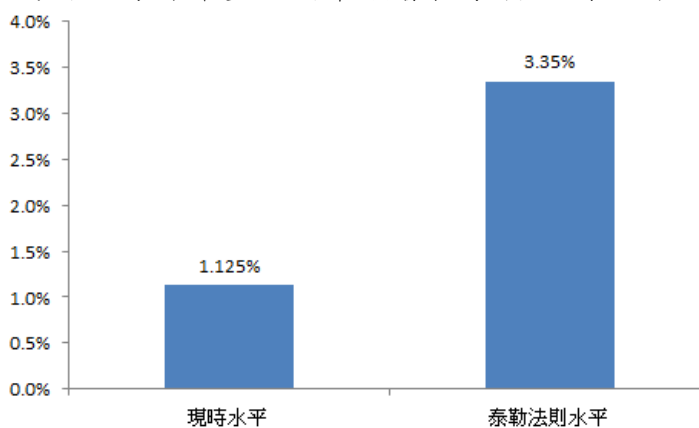
泰勒法則在多地被廣泛應用。雖然不乏反對聲音，且央行亦不會刻板遵照該法則制定貨幣政策，但普遍認為其有指導作用。在亞特蘭大聯儲局的網站上，更有工具幫助訪客按照目前現實經濟情況及根據個人理想，應用泰勒法則計算聯邦基金利率應處的水平。

美國利率正常化步伐慢

如果假設實際利率應為 2%，長期中性失業率為 4.6% (根據聯儲局最新一份前瞻指引)，且以核心個人消費開支(PCE)物價指數為通脹指標，根據泰勒法則計算，聯邦基金利率應為 3.35%，比目前水平高出約 2.2%。美國目前核心 PCE 只有 1.3%，距離 2% 目標有一段距離。同時，隨著美國失業率不斷下降，聯儲局亦把

中性失業率下調至 4.6%，與目前 4.2% 的水平只有 0.4 個百分點之差。由於通脹溫和、失業率並不嚴重低於全民就業水平，根據泰勒法則所推算的 3.35% 聯邦基金利率，並不顯得非常高，亦低於歷史均值。但即使如此，聯儲局起碼需要再加息 9 次，才能跟上利率正常化應有的步伐。

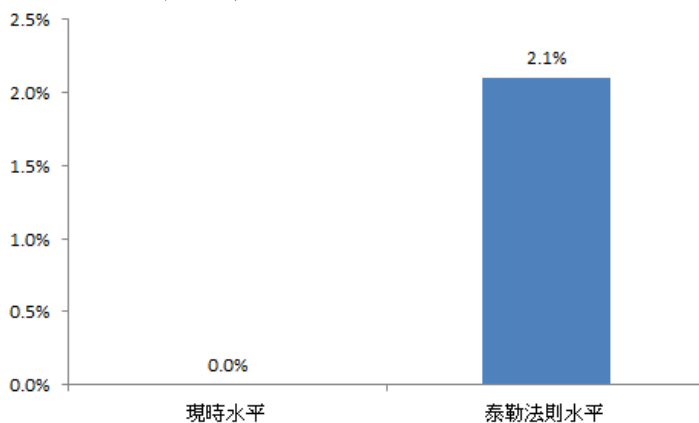
美國目前聯邦基金利率顯著較泰勒法則指引低



歐元區成員國極其參差

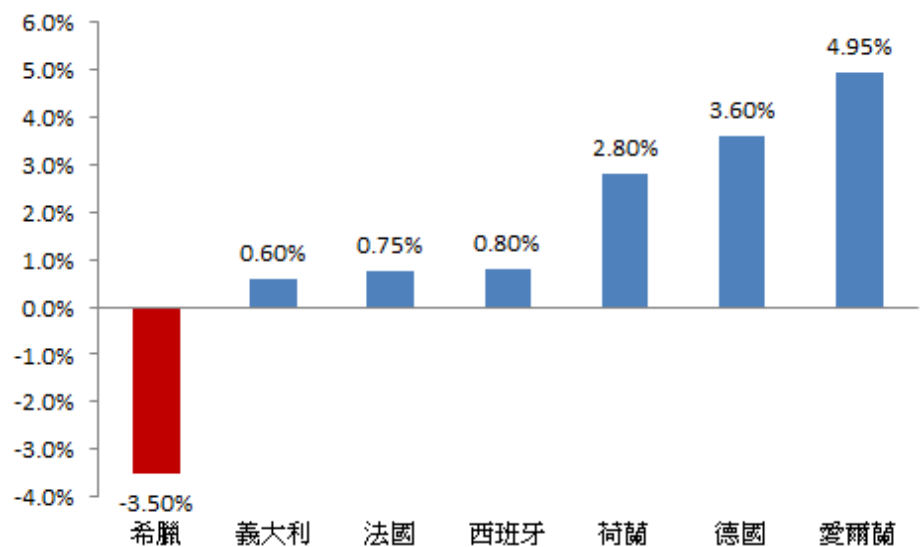
類似的情況亦出現在歐元區。由於歐元央行的通脹目標是 2% 以下但接近 2%，1.9% 是多數決策者支持的通脹目標。根據歐洲央行的估算，歐元區長期中性失業率約為 8.5%。按照以上假設，再代入目前通脹及失業率水平，可以推算出泰勒法則對歐元區的基準利率指引是 2.1%，而目前歐洲央行基準利率是零。兩者之差為 2.1%，與美國的 2.2% 相若。然而，歐洲央行可能在 2018 年才開始逐步減少買債規模，加息、縮表的討論相信起碼要等到 2019 年。因此，按照目前趨勢發展，歐元區的基準利率與泰勒法則偏差程度實際上較美國大，且難免不斷擴闊。

歐元區基準利率與泰勒法則相比同樣偏低



泰勒法則的另外一個啟示，是要制定一個適合歐元區各成員國的貨幣政策，恐怕是不可能完成的任務。參考經合組織(OECD)對各成員國之非加速通脹失業率(non-accelerating inflation rate of unemployment, NAIRU)的估算，適合經濟表現較佳的愛爾蘭的基準利率，應該接近 5%；另一邊廂，疲弱的希臘需要接受-3.5%的負利率刺激。在區內五大經濟體當中，德國及荷蘭的基準利率應該分別為 3.6%及 2.8%，而適合法國、西班牙、義大利的基準利率均低於 1%。單一貨幣政策難以滿足表現參差的各成員國所需，這個困局在泰勒法則下無所遁形。

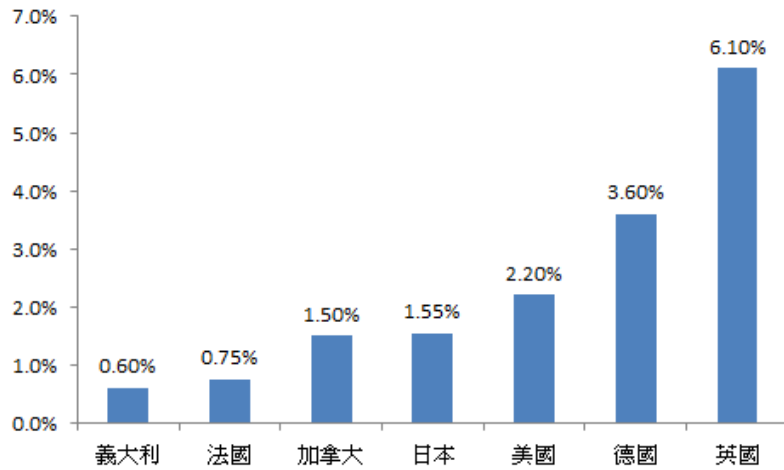
泰勒法則對歐元區五大經濟體及愛爾蘭、希臘的利率指引



環球利率過於寬鬆

與泰勒法則相比，央行制定的基準利率過低，在發達國家是普遍現象，並不局限於歐元區及美國。事實上，最嚴重的偏差出現在英國。由於英國通脹超標，失業率持續下降，根據泰勒法則推算的基準利率應該高達 6.35%，比目前基準利率高出 6.1% 之多。這也解釋了為何英倫銀行在需要面對英國脫歐巨大不確定性的同時，被迫考慮短期內加息。其餘七大工業國中，日本與加拿大的基準利率均較泰勒法則的指引低約 1.5%。

七大工業國的泰勒法則基準利率與目前水平之差



目前聯儲局主席的五人候選名單中，可能已經進一步縮窄至泰勒與鮑威爾之爭。無論泰勒最後會否被任命，泰勒法則有望適時地提醒央行決策者，超寬鬆利率環境持續時間過長，需要儘快重回正軌。

近期報告

- | | | |
|---------------------------|-----|-------|
| 1. 從施政報告看大灣區建設中前海的角色 | 柳洪 | 10.19 |
| 2. 三季度內地經濟維持穩健增長 | 蔡永雄 | 10.19 |
| 3. 環球流動性收縮是一個較長的過程 | 卓亮 | 10.13 |
| 4. 經濟差異和政治問題是歐元區穩定發展的最大挑戰 | 蔡永雄 | 10.10 |
| 5. 中國經濟增長模式的改變與去槓桿 | 戴道華 | 10.06 |
| 6. 國務院重提定向降準 貨幣政策彈性增加 | 劉雅瑩 | 09.29 |
| 7. 獨角獸市場中美稱雄, 香港角色亟待彰顯 | 蘇傑 | 09.27 |
| 8. 縮表過後, 4大貨幣短線走勢分析 | 何國文 | 09.22 |
| 9. 縮表擔大旗 加息難急進 | 卓亮 | 09.21 |
| 10. 美國聯儲局縮表對港元息率和樓市的影響 | 蔡永雄 | 09.21 |
| 11. 環球去現金化經驗對香港的啟示 | 張文晶 | 09.18 |
| 12. 多重因素提升境外機構對人民幣債券熱情 | 劉雅瑩 | 09.15 |
| 13. 從統計看香港的國際投資回報 | 戴道華 | 09.15 |
| 14. 人民幣匯率走勢將以穩中偏強為主基調 | 應堅 | 09.13 |
| 15. 長息低企對美國貨幣政策的啟示 | 卓亮 | 09.13 |
| 16. 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 |
| 17. 承前啟後, 金磚合作邁向下一個“黃金十年” | 蘇傑 | 09.06 |
| 18. 人行新規接連出臺 同業存單屬性進一步明確 | 劉雅瑩 | 09.01 |
| 19. 新股通一為兩地資本市場聯通升級 | 孔玲 | 08.31 |
| 20. 從細節看美國貨幣政策正常化的執行 | 戴道華 | 08.31 |