



財經速評

Financial & Economic Insight

中國銀行(香港)有限公司 發展規劃部

第 123 號

2017 年 10 月 24 日

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



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

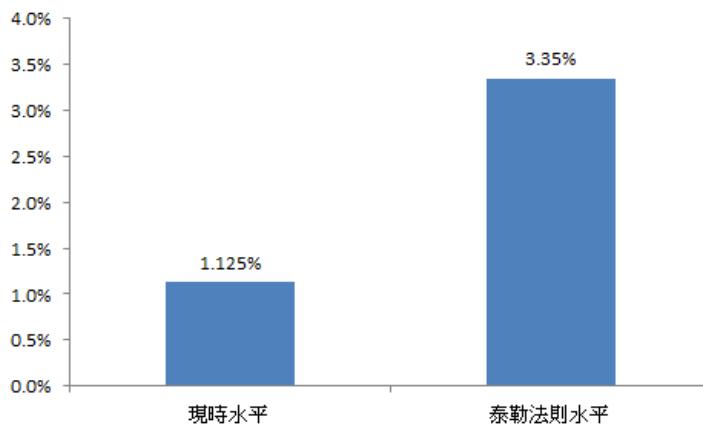
聲明：

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。



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。

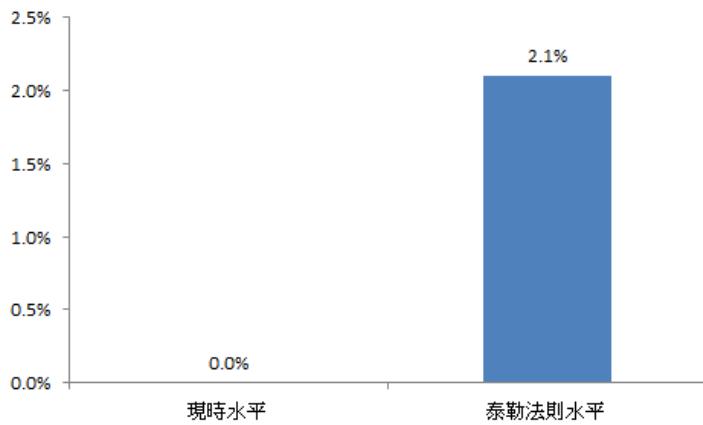
美國目前聯邦基金利率顯著較泰勒法則指引低



歐元區成員國極其參差

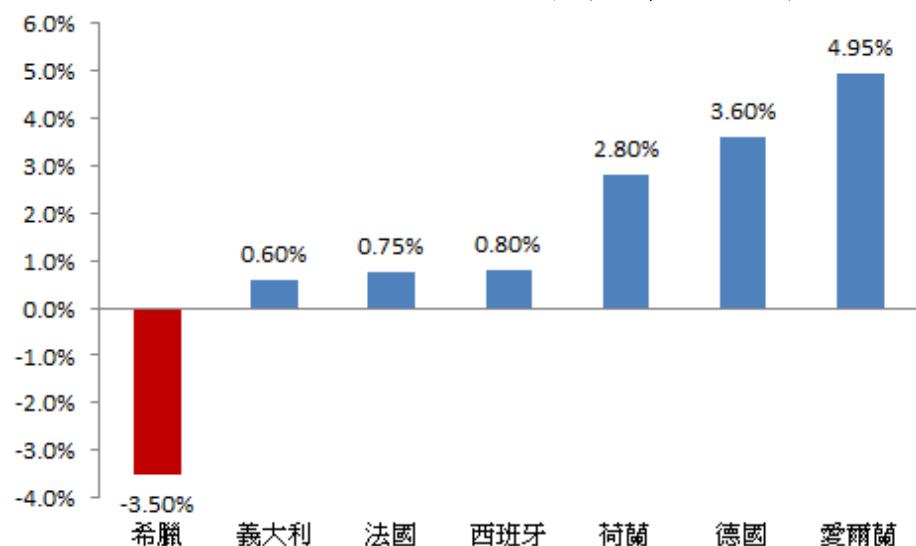
類似的情況亦出現在歐元區。由於歐元央行的通脹目標是 2% 以下但接近 2%，1.9% 是多數決策者支持的通脹目標。根據歐洲央行的估算，歐元區長期中性失業率約為 8.5%。按照以上假設，再代入目前通脹及失業率水平，可以推算出泰勒法則對歐元區的基準利率指引是 2.1%，而目前歐洲央行基準利率是零。兩者之差為 2.1%，與美國的 2.2% 相若。然而，歐洲央行可能在 2018 年才開始逐步減少買債規模，加息、縮表的討論相信起碼要等到 2019 年。因此，按照目前趨勢發展，歐元區的基準利率與泰勒法則偏差程度實際上較美國大，且難免不斷擴闊。

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

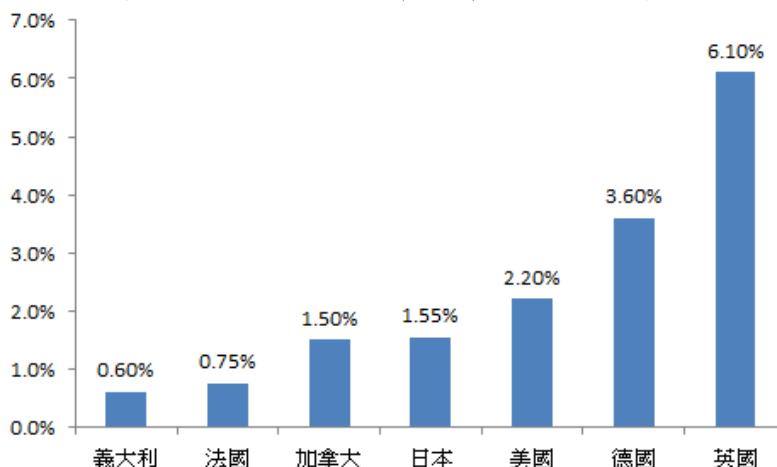


環球利率過於寬鬆

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 劉雅莹 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 劉雅莹 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 劉雅莹 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