



## 鮑威爾料將大致延續耶倫的貨幣政策

11 月 2 日，美國總統特朗普在出訪亞洲前，正式提名聯儲局理事鮑威爾(Jerome Powell)為下一任聯儲局主席，相比其他傳聞中的繼任人，鮑威爾應是最受市場歡迎的，因可望延續聯儲局漸進加息和縮表的貨幣政策，料其提名可以順利獲得參議院通過，於 2018 年 2 月初正式擔任新一任聯儲局主席。

美國總統特朗普提名鮑威爾也一改近 40 年來，新上任總統均讓聯儲局現任主席連任最少一屆的安排，且鮑威爾也是自格林斯潘於 1987 年擔任聯儲局主席以來首位沒有博士學位的聯儲局主席，而其就讀的也不是經濟學，與前數任均是經濟學出身的主席明顯不同。鮑威爾曾於前總統老布殊時代任職財政部次長(Under Secretary of the Treasury for Domestic Finance)，後任凱雷集團(Carlyle Group)合夥人，具有豐富的市場和公共行政經驗。2012 年，前任總統奧巴馬委任其為聯儲局理事，而在過去 5 年擔任理事期間，鮑威爾從未有投下反對票。根據鮑威爾以往的言論，大多是與公開市場委員會的立場一致，未有太突出的個人觀點，故被認定是各可能繼任人中立場較為鴿派的一位，相信他會延續現行漸進加息及縮減資產負債表的路綫，並對放寬金融監管持較開放態度，故市場預期其任命不會對未來美國貨幣政策走向有太大的變化，金融市場反應平靜。

在現時聯儲局新舊主席交接之際，讓我們也回顧一下，耶倫任內的美國利率環境，有什麼重要啟示。

### 長期利率對加息無動於衷

伯南克離任前，聯儲局已經決定減少買債。耶倫在執行終止 QE 的計劃後，又結束了零利率政策，踏上利率正常化的道路。利

卓亮  
高級經濟研究員  
Tel: 28266193  
tristanzhuo@bochk.com

蔡永雄  
高級經濟研究員  
Tel: 28266976  
rickychoi@bochk.com

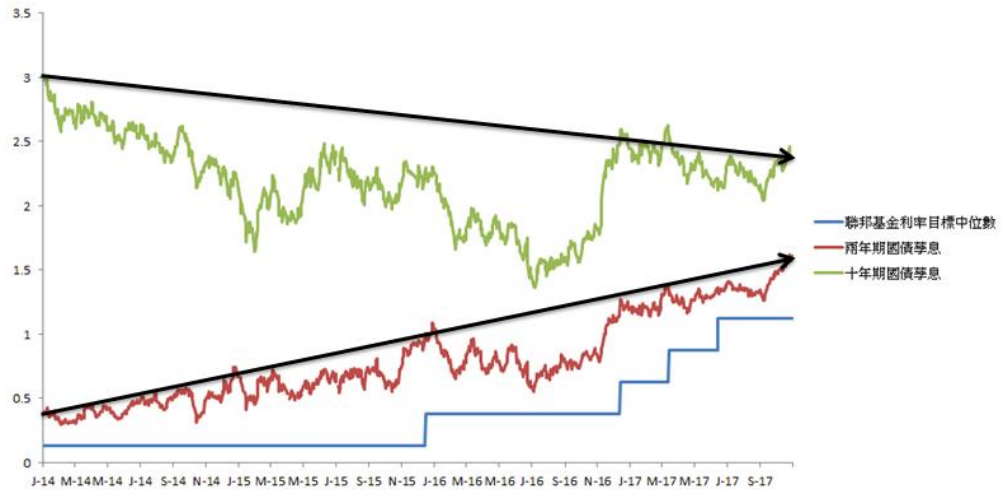


歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

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。

率調整步伐溫和，但不能否認的是，在耶倫任內，聯儲局貨幣政策一直處於逐步收緊的狀態。然而，由於多年量寬導致流動性異常充裕，溫和收緊幣策始終沒有對整體利率環境造成明顯改變。

美國長短息表現迥異 (%)



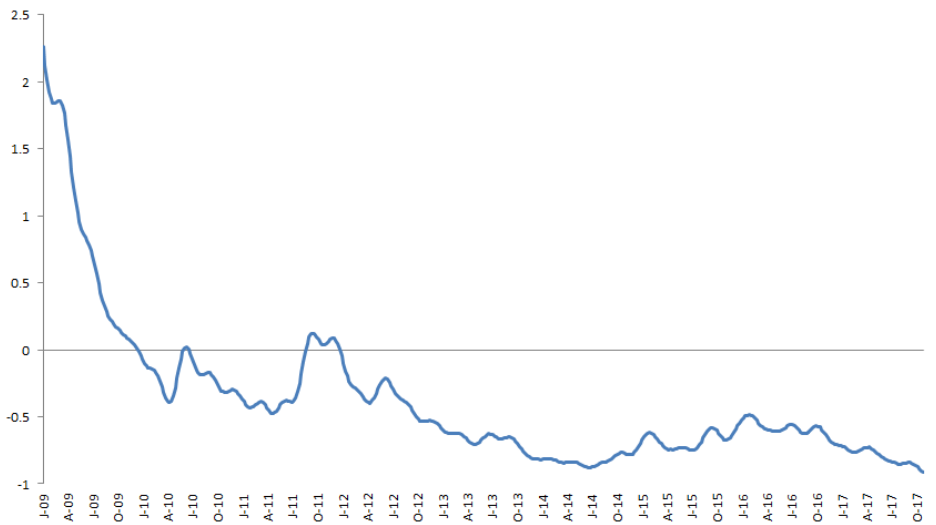
資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

過去四年，美國兩年期國債孳息隨著聯邦基金利率上揚，十年期國債孳息卻下跌了逾 0.6 個百分點。長息對企業投資、大額私人消費（如按揭、耐用品）的影響較大，美國整體利率環境，在加息週期開始至今並沒有出現收緊。

### 金融環境更趨寬鬆

事實上，按照聯儲局的指標，美國金融環境非但沒有收緊，寬鬆程度反而持續上升。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。儘管耶倫任內加息次數較大機會達到五次，但美國目前金融環境卻是接近金融海嘯後最寬鬆水平。

美國金融環境指數（負值代表偏鬆）

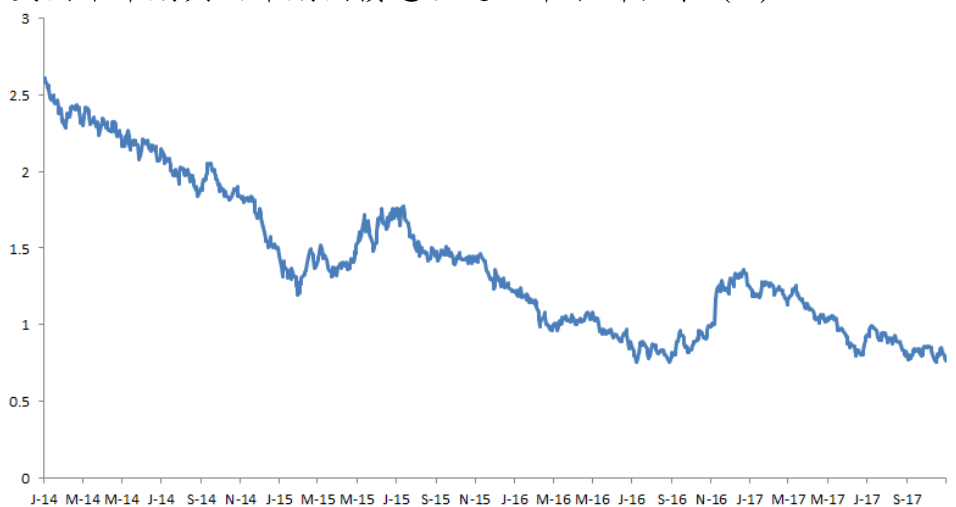


資料來源：芝加哥聯儲局、中銀香港經濟研究

### 孳息曲線走勢值得警惕

耶倫任內四年，孳息曲線不斷變得扁平，這是她的繼任人需要面對的挑戰。美國十年期與兩年期國債息差，在2014年初超過2.6%，目前則縮窄至不足0.8%。孳息曲線變平，受多種因素影響。惟長短息差作為預測能力最強的經濟領先指標，無論如何解讀，持續收窄都不是正面信號。假設聯儲局按照前瞻指引，明年加息三次，那麼長短息差將有可能消失，甚至出現倒掛。考慮到鮑威爾與耶倫政策取態相近，長短息差突然扭轉過去四年跌勢的可能性不大，難免對未來加息幅度造成一定制約。

美國十年期與兩年期國債息差近四年不斷收窄（%）



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

### 縮表行動比利率調整更為重要

耶倫相信是聯儲局史上唯一一位主席，任內漸進收緊貨幣政策，卻造成長息不升反跌、金融環境愈趨寬鬆、孳息曲線持續變平的矛盾現象。這種困局的根源，是長期量寬產生的大量流動性，嚴重影響了傳統貨幣政策的傳導機制。如果沒有縮表的配合，利率調整的功效就難免大打折扣。唯有縮表取得進展，才有望真正實現貨幣政策正常化。這或許是耶倫四年任期內，最重要的經驗教訓。

### 鮑威爾時代如何應對危機仍待觀察

明年 2 月，鮑威爾料將順利接任為聯儲局主席。事實上，聯儲局公開市場委員會也不是由主席一人作主的組織，不同委員會按自己的看法作出投票的決定，故無論誰當主席也會恪守就業最大化和通脹穩定的兩大目標，未來加息的步伐將取決於美國經濟、就業和通脹等多方面的因素，而非主席的個人傾向。以目前美國經濟溫和增長、充分就業和通脹尚未達標下，在鮑威爾領導下的聯儲局相信會繼續貨幣政策正常化，並以有序和溫和的方式進行縮表和加息，預期未來美國貨幣政策不會因為主席換人而有太大轉變。可是，也值得注意的是鮑威爾的學術背景與前數任主席有很大的差異，倘若未來美國經濟再次陷入危機，並當利率再次減至零息下限時，未知鮑威爾會否同樣制訂出如伯南克時代的量化寬鬆等非傳統貨幣政策？市場人士仍要拭目以待。

## 近期報告

- |                             |     |       |
|-----------------------------|-----|-------|
| 1. 建設現代經濟體系，粵港澳大灣區可發揮三大作用   | 王春新 | 10.31 |
| 2. 從市場數據看人民幣匯率彈性和波動增加       | 戴道華 | 10.27 |
| 3. 中國經濟新時代內地債券市場進一步開放的機遇與挑戰 | 鄂志震 | 10.27 |
| 4. 內地樓市建長效機制或現三大導向          | 柳洪  | 10.26 |
| 5. 中國進入發展新時代，新投資機會值得期待      | 蘇杰  | 10.25 |
| 6. 從泰勒法則看環球利率環境             | 卓亮  | 10.24 |
| 7. 從施政報告看大灣區建設中前海的角色        | 柳洪  | 10.19 |
| 8. 三季度內地經濟維持穩健增長            | 蔡永雄 | 10.19 |
| 9. 環球流動性收縮是一個較長的過程          | 卓亮  | 10.13 |
| 10. 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 |
| 11. 中國經濟增長模式的改變與去槓桿         | 戴道華 | 10.06 |
| 12. 國務院重提定向降準 貨幣政策彈性增加      | 劉雅莹 | 09.29 |
| 13. 獨角獸市場中美稱雄，香港角色亟待彰顯      | 蘇傑  | 09.27 |
| 14. 縮表過後，4大貨幣短線走勢分析         | 何國文 | 09.22 |
| 15. 縮表擔大旗 加息難急進             | 卓亮  | 09.21 |
| 16. 美國聯儲局縮表對港元息率和樓市的影響      | 蔡永雄 | 09.21 |
| 17. 環球去現金化經驗對香港的啟示          | 張文晶 | 09.18 |
| 18. 多重因素提升境外機構對人民幣債券熱情      | 劉雅莹 | 09.15 |
| 19. 從統計看香港的國際投資回報           | 戴道華 | 09.15 |
| 20. 人民幣匯率走勢將以穩中偏強為主基調       | 應堅  | 09.13 |