

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。

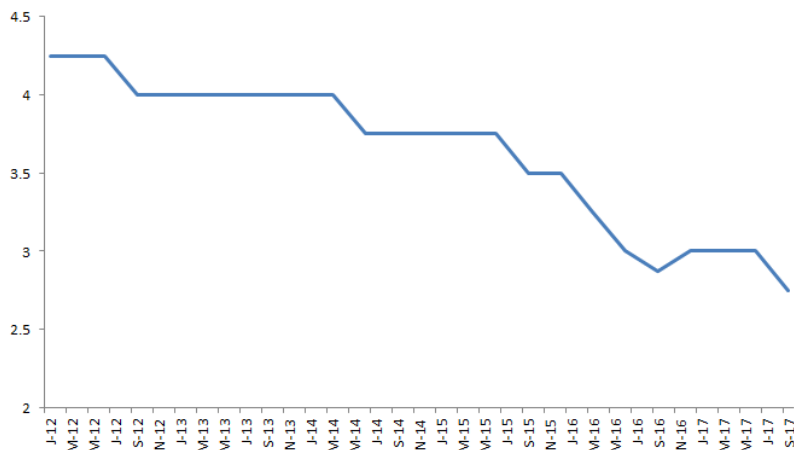
聯儲局加息上限在哪裡？

央行決策者即使推行寬鬆貨幣政策，彷彿也不願意被標籤為大鴿派。伯南克進行了三次量化寬鬆後，在離任前宣佈減少買債規模及中止量寬的計劃。耶倫退任前一年，加息步伐突然從兩年兩次加快到一年三次，更定好了縮表的具體步驟並開始執行。相比之下，鮑威爾需要做的重大抉擇並不多。較為值得關注的，是利率正常化會進行到什麼程度。

漸進加息的同時卻又反覆下調長期加息目標

本輪利率調整有一個相當特別的現象。聯儲局一邊逐步收緊貨幣政策，但又不斷調低長期中性利率的目標。聯邦基金利率的長期目標從 4.25% 降至 2.75%，與利率調整的實際方向背道而馳。如果說 2017 年前，聯儲局利率正常化步伐緩慢，下調基準利率的長期目標尚且可以理解。那麼，縱使 2017 年有望加息三次，目前的長期目標指引卻依然較去年底下跌了 0.25%，就難免顯得自相矛盾。

聯儲局對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

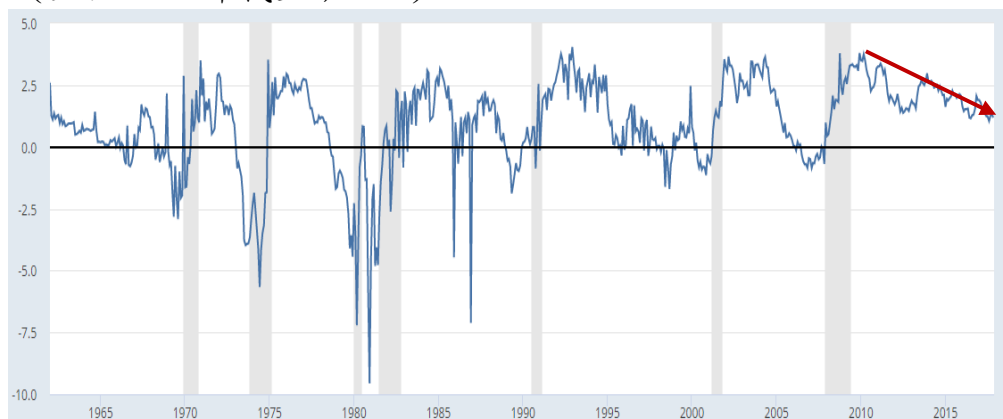
央行提供前瞻指引的目的，是為了讓市場瞭解貨幣政策的趨勢，對未來變化作出充分準備。惟如果完全按照前瞻指引，就只能得出以下結論：繼 2017 後，2018 年再加息三次至 2%—2.25%，而從 2019 年開始，只要再加息兩次，聯邦基金利率目標上限就會達到 2.75%，基本完成利率正常化。換言之，如果鮑威爾執行耶倫領導下的公開市場委員會的共識，明年加息三次過後，未來利率調整的次數就可能只剩下兩次而已。

鮑威爾如何抉擇，不得而知，但有必要搞清楚聯儲局緣何會出現如此令人困惑的指引。

關鍵在於孳息曲線變化

耶倫任內四年，長短息差持續收窄，孳息曲線不斷變得扁平。事實上，多個聯儲局地區分局都曾經發表過研究報告，認為孳息曲線是判斷經濟週期轉向的最可靠的領先指標。長短息差可以用不同指標量度，包括 10 年期與 3 個月國債孳息差、10 年期與 2 年期息差、30 年期與 5 年期息差。除了個別情況外，這些指標走勢基本一致。3 個月、2 年期等較短期利率受聯邦基金利率影響較大，但既然要解釋聯儲局的利率指引，可以索性選擇一個最為直接的指標—10 年期國債孳息與聯邦基金利率之差。

美國 10 年期國債孳息與聯邦基金利率之差
(上世紀 60 年代至今；%)



資料來源：聖路易士聯儲局

圖中陰影部分是按照美國國家經濟研究局定義的經濟衰退期，可見每次經濟衰退出現前，長短息差必定出現倒掛，即 10 年期國債孳息低於聯邦基金利率的現象。此輪經濟擴張期中，這個長短息差指標在 2010 年 4 月達到 3.81% 的高位，現時則跌至只有 1.19%。

這個息差目前仍然是正數，未低至預示衰退的警戒水平。但可以試想，假設長期利率繼續不為加息所動，從現在開始，聯儲局只要在 2018 年末前按照計劃再加息四次，屆時長短息差就會非常接近零的分界線。這就解釋了為什麼耶倫離任前雖然加息提速，但反映利率正常化目標的中性聯邦基金利率預測卻持續走低。

即使鮑威爾上任後有意延續耶倫漸進加息的政策，最遲到了 2019 年，就不能避免考慮孛息曲線對加息空間的限制。畢竟人為導致長短息差倒掛，相信是任何聯儲局官員都不希望承擔的責任。而為了更直觀分析長短息差與聯邦基金利率的關係，不妨直接以 10 年期國債孛息與聯邦基金利率之差作為指標。

近期報告

- | | | |
|-----------------------------|--------|-------|
| 1. 香港東盟簽署自貿協定意義重大 | 黃思華 | 11.14 |
| 2. 中國金融市場將迎來全面開放新格局 | 鄂志寰 | 11.10 |
| 3. 環球央行寬鬆政策限制聯儲局加息空間 | 卓亮 | 11.06 |
| 4. 評估香港服務貿易結構的轉變 | 黃思華 | 11.06 |
| 5. 從十九大防範系統性金融風險的要求看去槓桿議題 | 戴道華 | 11.06 |
| 6. 鮑威爾料將大致延續耶倫的貨幣政策 | 卓亮、蔡永雄 | 11.03 |
| 7. 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 |
| 8. 從市場數據看人民幣匯率彈性和波動增加 | 戴道華 | 10.27 |
| 9. 中國經濟新時代內地債券市場進一步開放的機遇與挑戰 | 鄂志寰 | 10.27 |
| 10. 內地樓市建長效機制或現三大導向 | 柳洪 | 10.26 |
| 11. 中國進入發展新時代，新投資機會值得期待 | 蘇杰 | 10.25 |
| 12. 從泰勒法則看環球利率環境 | 卓亮 | 10.24 |
| 13. 從施政報告看大灣區建設中前海的角色 | 柳洪 | 10.19 |
| 14. 三季度內地經濟維持穩健增長 | 蔡永雄 | 10.19 |
| 15. 環球流動性收縮是一個較長的過程 | 卓亮 | 10.13 |
| 16. 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 |
| 17. 中國經濟增長模式的改變與去槓桿 | 戴道華 | 10.06 |
| 18. 國務院重提定向降準 貨幣政策彈性增加 | 劉雅莹 | 09.29 |
| 19. 獨角獸市場中美稱雄，香港角色亟待彰顯 | 蘇傑 | 09.27 |
| 20. 縮表過後，4大貨幣短線走勢分析 | 何國文 | 09.22 |