



美國貨幣政策正常化快將完成

3 月 19 至 20 日，美國聯儲局舉行議息會議，並對其貨幣政策轉趨鴿派作出更明確的說明，包括：1) 維持聯邦基金利率水平不變於 2.25% 至 2.5%，並指出對未來息率調整保持耐性；2) 維持每月縮表最多 500 億美元(包括每月最多縮減 300 億美元國債和 200 億美元按揭及機構債)，並指出需要維持較大儲備規模來執行其貨幣政策。同時，提出其將如何完成縮表的計劃，於 2019 年 5 月起降低對國債部分的縮表規模，由每月 300 億美元減至 150 億美元，並於 9 月底完成縮表，其中每月縮減最高 200 億美元的按揭及機構債部分則會轉為再投資於國債，以達致最終只持有國債的目標；3) 聯儲局公開市場委員會對息率走勢的中位數預測也改為 2019 年停止加息，較去年 9 月及 12 月預期今年分別加息 3 次及 2 次明顯降低。現時，利率期貨顯示 2019 年聯儲局將不會加息，並於 2020 年有近半機會開始減息。

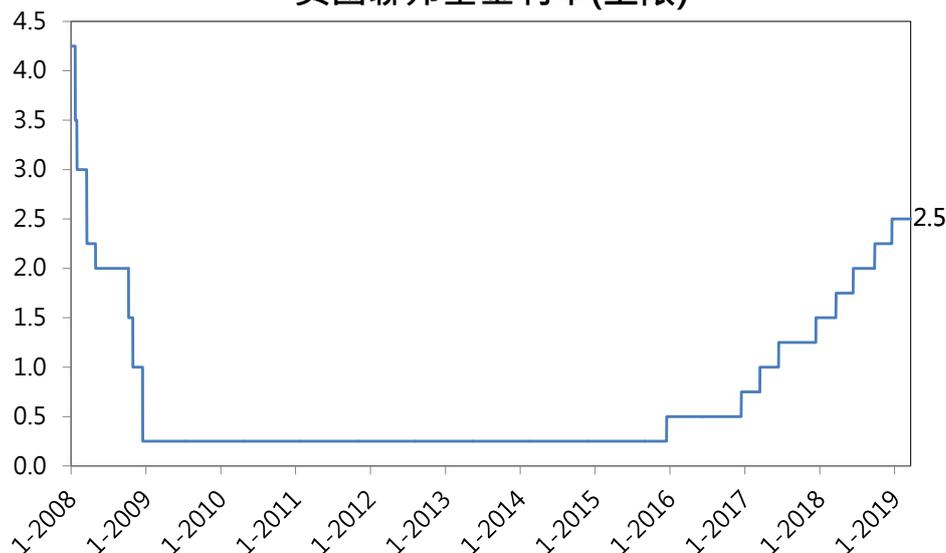
蔡永雄
高級經濟研究員
Tel:28266976
rickychoi@bochk.com



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。

美國聯邦基金利率(上限)



資料來源：聯儲局、中銀香港經濟研究

一、聯儲局貨幣政策轉趨鴿派

事實上，美國聯儲局的貨幣政策取態已於過去數月轉趨鴿派，與美國經濟增長動力在貿易摩擦、稅改效應減弱、政府停擺和聯儲局 9 次加息等影響下有所放慢，加上早前金融市場大幅波動，以及美國財政狀況有欠理想，均促使該局重新檢討其貨幣政策。聯儲局對 2019 年經濟增長的預測(以四季度按年比較)亦已從去年 9 月份的 2.5%，下調至 12 月 2.3% 至今年 3 月 2.1%，即從 2018 年四季度按年 3.1% 增長大幅回落 1 個百分點，並接近其認為美國長期經濟增長率 1.9% 的水平。因此，在經濟動力放慢下，聯儲局的貨幣政策取態亦作出了明顯改變，並下調至預期今年息率將維持不變。

2019 年 3 月公開市場委員會對主要指標的中位數預測(%)

	2019	2020	2021	長期
實質經濟增長率	2.1	1.9	1.8	1.9
2018 年 12 月預測	2.3	2.0	1.8	1.9
2018 年 9 月預測	2.5	2.0	1.8	1.8
失業率	3.7	3.8	3.9	4.3
2018 年 12 月預測	3.5	3.6	3.8	4.4
2018 年 9 月預測	3.5	3.5	3.7	4.5
個人消費開支物價指數	1.8	2.0	2.0	2.0
2018 年 12 月預測	1.9	2.1	2.1	2.0
2018 年 9 月預測	2.0	2.1	2.1	2.0
個人消費開支物價核心指數	2.0	2.0	2.0	沒有提供
2018 年 12 月預測	2.0	2.0	2.0	
2018 年 9 月預測	2.1	2.1	2.1	
聯邦基金利率	2.4	2.6	2.6	2.8
2018 年 12 月預測	2.9	3.1	3.1	2.8
2018 年 9 月預測	3.1	3.4	3.4	3.0

註：經濟增長和物價指數為四季度按年變化數字

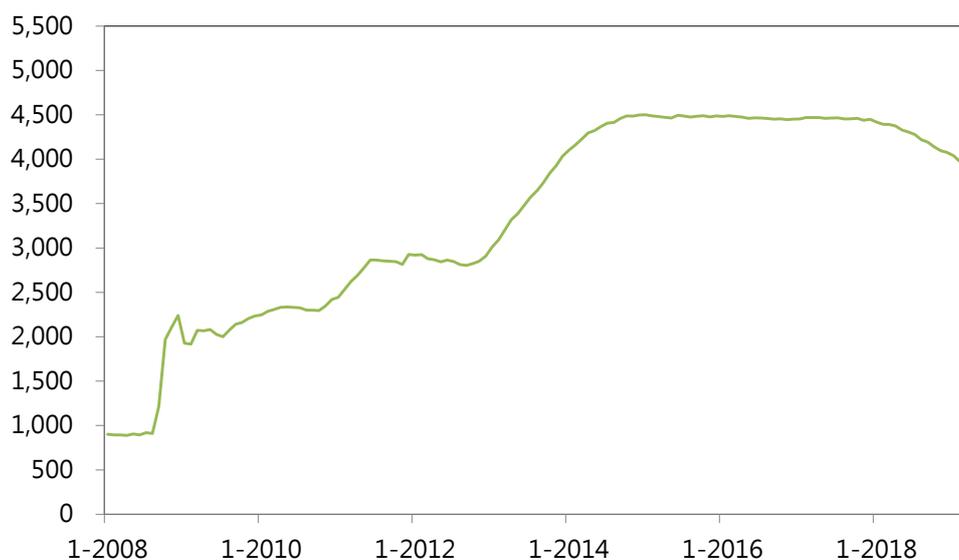
資料來源：聯儲局、中銀香港經濟研究

再者，聯儲局的貨幣政策目標是最大就業化和物價穩定，該局一直以個人消費開支物價指數及其核心指數來作為衡量通脹的準則，惟自 2008 年金融海嘯以來，個人消費開支物價指數及其核心指數於 2009 年至 2018 年十年間平均每年增長只有 1.4% 及 1.6%，

累積升幅 14.9% 和 16.7%，與每年 2% 及十年累計 21.9% 增長的通脹目標相距甚遠。因此，聯儲局的委員們曾對通脹是否達標應該單純以個別時點，還是整個週期的平均水平來衡量作出討論，即未來通脹的增幅是否需要補回以往不達標的差距。假若聯儲局決定應該以整個週期的平均通脹水平來決定是否通脹達標的話，即未來該局會對通脹指標略為超標更為容忍，並維持較寬鬆的貨幣政策，而不會因為通脹短暫升溫便急於收緊其貨幣政策。

此外，聯儲局提出將於今年 9 月底完成縮表，以目前該局資產負債表的規模約為 3.97 萬億美元，並以未來國債於 3、4 月份最多每月減少 300 億美元、5 至 9 月份每月減少 150 億美元，即最多縮減約 1,350 億美元，其餘每月最多縮減 200 億美元的按揭及機構債則因大多為較長年期的債券，於未來數月到期的數量有限，故相信於 9 月底完成縮表時，聯儲局資產負債表的規模約為 3.8 萬億左右，即較其高位 4.5 萬億美元，縮減約 7,000 億美元，約 16%。由此可見，未來聯儲局資產負債表約 3.8 萬億美元的規模將遠高於原本縮表啟動時市場認為縮表需要降至 2.5 萬億至 3 萬億美元的水平，有助緩解市場對流通性緊縮的憂慮，並讓市場維持相對較充裕的流動性。同時，聯儲局亦指出在金融海嘯過後，該局加強了對美國銀行的監管，要求他們持有更多流動性高的資產，特別是美國銀行需要訂立如何有序進行清盤的計劃，促使他們需要持有較多流動性高的資產，當中存放於聯儲局的儲備是最佳的流動資產，這也促使聯儲局維持相對較高的資產負債表規模。

聯儲局資產負債表規模 (十億美元)



資料來源：聯儲局、中銀香港經濟研究

從上述各方面的情況來看，相信聯儲局本輪的加息週期應已結束，縮表亦將於9月底劃上句號。即使目前聯邦基金利率(2.25%至2.5%)仍略低於該局認為合適的中性利率(2.75%)，其資產負債表亦將永久性地高於金融海嘯前的水平，但美國亦算是率先完成貨幣政策正常化的經濟體。未來，倘若經濟下行壓力再次加大而需要以寬鬆貨幣政策作支持的話，相信該局將毫不猶豫地透過利率和量化寬鬆等手段來刺激經濟。

二、對香港利率環境的影響

自歐美央行實行量化寬鬆以來，香港共迎來了約1萬億港元的資金，故在資金環境充裕下，即使美國聯儲局已先後9次加息，港元利率仍相對低企，令港元和美元拆息維持較大息差，如今年2月，1個月港元和美元銀行同業拆息息差持續達1.5%，引發套息活動，帶動港元於3月9日至21日期間5次觸及弱方保證，金管局入市買入合共116億港元(去年金管局入市買入1,035億港元)，惟僅佔量化寬鬆後流入香港約1萬億港元的一小部分。目前，銀行體系總結餘及外匯基金票據/債券餘額分別為648億及1.06萬億港元，港元流動性維持充裕，加上聯儲局加息週期應已結束，縮表亦於9月底完結，香港低息環境料將較長時間延續，港美拆息息差維持一定水平，港元則受套息活動影響而相對偏軟，惟資金流出的壓力在聯儲局完成縮表後或會有所減輕。在低息環境大致持續下，有助支持香港經濟以及股市樓市表現，緩和因全球經濟前景不確定所帶來的負面影響。

近期報告

1.	2019年全球經濟步入金融海嘯後最低增長	蔡永雄	02.19
2.	對近期人民幣匯率急劇升值的幾點看法	柳洪	01.17
3.	歐洲央行能否如期今年夏季過後加息仍存變數	蔡永雄	01.15
4.	伊斯蘭金融科技或成東南亞國家發展重點	劉雅瑩	11.23
5.	三季度香港經濟增長放緩	蔡永雄	11.16
6.	美國中期選舉料不會對經濟政策帶來重大變化	蔡永雄	10.10
7.	美國房地產市場復甦步伐料趨放緩	蔡永雄	10.02
8.	美國加息，重回實質正利率環境	黃思華	09.27
9.	港匯急升預示港元利率上調漸近	卓亮	09.24
10.	從澳洲經驗看，美國能否長期持續擴張	蔡永雄	09.14
11.	全球經濟增長動力轉趨分歧	蔡永雄	09.04
12.	二季度香港經濟增長略遜預期	蔡永雄	08.13
13.	按揭息率調整的原因、趨勢及影響	卓亮	08.10
14.	香港首次集資活動料保持暢旺	蘇傑	08.08
15.	下半年香港商用物業展望	蔡永雄	07.31
16.	財政金融政策協同發力意味著什麼	劉雅瑩	07.26
17.	美國孳息曲線對經濟週期及利率調整的啟示	卓亮	07.26
18.	上半年內地經濟總體平穩	蔡永雄	07.16
19.	貿易戰風雲突變 中國仍有手段	卓亮	07.13
20.	貿易摩擦陰霾難消，港股後市風險仍存	蘇傑	07.11