



步入全球低息和負息的新時代

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。

2018 年下半年以來，面對全球經濟增長下行壓力增加，以及中美貿易爭端愈演愈烈和英國脫歐前景尚未有出路等不確定性下，聯儲局作為全球影響力最大的央行更是最早調整其貨幣政策取態的，由去年 12 月會議仍因貨幣政策正常化而加息 0.25%，至今年 7 月份落實減息。其寬鬆的貨幣政策取態亦對其他央行帶來顯著影響，本文對主要央行貨幣政策取態的變化及美元走勢作出分析。

美國聯儲局減息過程將維持至明年總統選舉。雖然聯儲局主席在 7 月份會後記者會指出美國經濟表現良好，減息是預防性的，且是息率週期中的調整，而非減息週期的開始，但美國經濟增速料已逐漸回落至今年二季度按年增長 2.3%、中美貿易爭端亦進一步升溫，包括加徵新一輪關稅、把中國列為匯率操縱國，並禁止聯邦政府機構及外判合約承辦商，使用公帑購買華為和中興等五家中國科技企業的產品等。再者，在 2020 年美國總統大選前，相信總統特朗普仍會持續向中國施壓，且難以緩和，令雙方能於短期內達成全面協議的機會降低，對美國經濟和金融市場信心難免會帶來負面影響，料將促使聯儲局進一步減息以延續美國經濟增長。因此，預期聯儲局減息的過程將維持至明年總統選舉，但在目前聯邦基金利率只有 2.00% 至 2.25% 下，相信聯儲局將有序和逐步減息，而非每一會議均進行減息。

歐日等先進經濟體勢將減至零息以下。歐元區方面，其經濟增長動力更早於 2017 年下半年開始見頂回落，今年二季度更跌至按年 1.1%，當中德國和意大利的經濟增速更陷入停滯，且通脹長期未能達標，整體通脹和核心通脹分別只有 1.1% 和 0.9%，相信歐洲央行最快將於 9 月份會議再次寬鬆其貨幣政策，以其目前主要再融資操作利率為 0% 的情況下，再次減息表示歐元區的政策利率

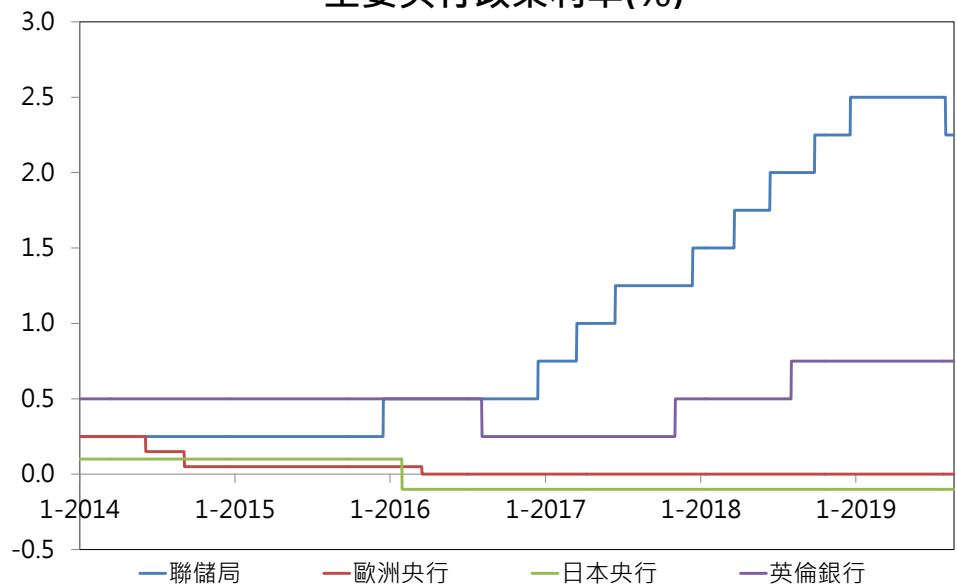
將降至零息以下，惟負息但不致出現存款流失的幅度料最多或只有 1% 左右，故相信歐央行將有需要實施利率分層，並再次啟動量化寬鬆，以達成其貨幣政策目標。

日本方面，其經濟波動性甚大，容易受到天災和天氣因素影響，加上中美貿易爭端、與南韓出現貿易糾紛、美國也可能向其汽車實施關稅，以及科技產品週期轉弱和 10 月將上調銷售稅等影響下，料其四季度經濟表現或會出現大幅下滑，甚至衰退，可見日本也有需要寬鬆其貨幣政策。在目前日本銀行以 10 年期國債孳息率 0% 左右作為其貨幣政策和量化寬鬆的目標，其息率目標料將下調至零息以下。其他先進經濟體，如英倫銀行則面對脫歐前景未而持觀望態度，一旦脫歐導致經濟下行壓力明顯增加的話，英倫銀行亦只有寬鬆其貨幣政策，把其政策利率從目前 0.75% 下調至零或以下，甚至再次推出量化寬鬆。另外，一些傳統相對高息的先進經濟體，如澳洲和新西蘭更早於美國聯儲局減息，其政策利率已分別下調了 0.5% 及 0.75%，至兩者均為 1.0% 的歷史新低，並已低於美國聯邦基金利率水平。以現時全球經濟前景仍較審慎，大宗商品價格和中國經濟下行壓力較大的情況下，澳洲和新西蘭的經濟前景亦不樂觀，故也不排除兩國央行均有需要進一步下調其政策利率至零或以下，或首次進行量化寬鬆。由此可見，主要先進經濟體勢將步入零息，甚至負息的年代，對經濟、企業、銀行業、資產市場以至整體社會將帶來深刻的影響。

發展中和新興市場經濟體也有較大空間寬鬆貨幣政策。回顧以往的發展進程，當以美國聯儲局為首的主要央行貨幣政策趨於緊縮時，發展中和新興市場經濟體的匯率和資金流向均會受到較大壓力，如 2014 年印度和印尼匯率持續貶值、去年土耳其和阿根廷甚至爆發危機，故其央行一般會維持較高的政策利率以防資金外流和匯率貶值。以目前先進經濟體的主要央行從貨幣政策正常化轉為寬鬆取態下，也為發展中和新興市場經濟體提供了較大的貨幣政策調整空間，以支持經濟穩定增長，如今年以來印度已 4 次減息共 1.1% 至 5.4%、馬來西亞、菲律賓、印尼和泰國則已分別減息至 3%、4.25%、5.75% 及 1.5%。以上述大部分國家的政策利率均高於美國聯儲局(2.00% 至 2.25%) 來看，預期未來仍有跟隨美國等減息的空間，惟大多仍會高於美國利率水平，以免對資金流和匯率等帶來壓力。由此可見，全球無論是先進經濟體，還是發展中和新興市場經濟體均會步入低息的時代。

短線美元指數走勢料維持穩中偏強，中長期才有可能改變。過去數年，美國是唯一能夠開展貨幣政策正常化的經濟體，加上影響全球經濟的不確定因素較多，支持美元指數相對偏強。可是，目前全球央行的貨幣政策轉趨寬鬆，在各經濟體一同寬鬆下，彼此之間的息差和經濟增長差料不會帶來明顯的改變，加上貿易保護主義和英國脫歐等不確定因素仍將持續，預期短線美元指數將維持穩中偏強。中長期來看，當各先進經濟體的政策利率下調三至四次後，部分已降至零息，甚至零息 1% 的水平，其可再下調的空間已甚為有限，但美國減息三至四次後仍有 1.25% 至 1.50%。因此，若美國再進一步減息的話，即使其他先進經濟體或會再次展開量化寬鬆，但美國相對其他先進經濟體的息差優勢將會收窄，或會對美元指數帶來壓力。另一方面，在全球寬鬆貨幣政策的過程中，發展中和新興市場經濟體仍會維持高於美國利率水平，相信發展中和新興市場經濟體貨幣兌美元則可大致維持穩定。

主要央行政策利率(%)



美元指數走勢圖 (1973年3月=100)



資料來源：彭博、中銀香港經濟研究

近期報告

1.	阿根廷政治風險驟增，溢出效應或有限	韓鑫豪	08.14
2.	低息環境料長期維持	蔡永雄	08.02
3.	香港經濟延續輕微增長	蔡永雄	08.01
4.	美國經濟面臨下行風險	鄂志寰	06.26
5.	2019年一季度香港經濟僅錄輕微增長	蔡永雄	05.02
6.	從香港就業市場結構看輸入人才計劃前景	蔡永雄	04.16
7.	香港住宅樓市出現回穩跡象	蔡永雄	04.02
8.	美國貨幣政策正常化快將完成	蔡永雄	03.21
9.	2019年全球經濟步入金融海嘯後最低增長	蔡永雄	02.19
10.	對近期人民幣匯率急劇升值的幾點看法	柳洪	01.17
11.	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
12.	伊斯蘭金融科技或成東南亞國家發展重點	劉雅瑩	11.23
13.	三季度香港經濟增長放緩	蔡永雄	11.16
14.	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
15.	美國房地產市場復甦步伐料趨放緩	蔡永雄	10.02
16.	美國加息，重回實質正利率環境	黃思華	09.27
17.	港匯急升預示港元利率上調漸近	卓亮	09.24
18.	從澳洲經驗看，美國能否長期持續擴張	蔡永雄	09.14
19.	全球經濟增長動力轉趨分歧	蔡永雄	09.04
20.	二季度香港經濟增長略遜預期	蔡永雄	08.13