

## 專題 2.1

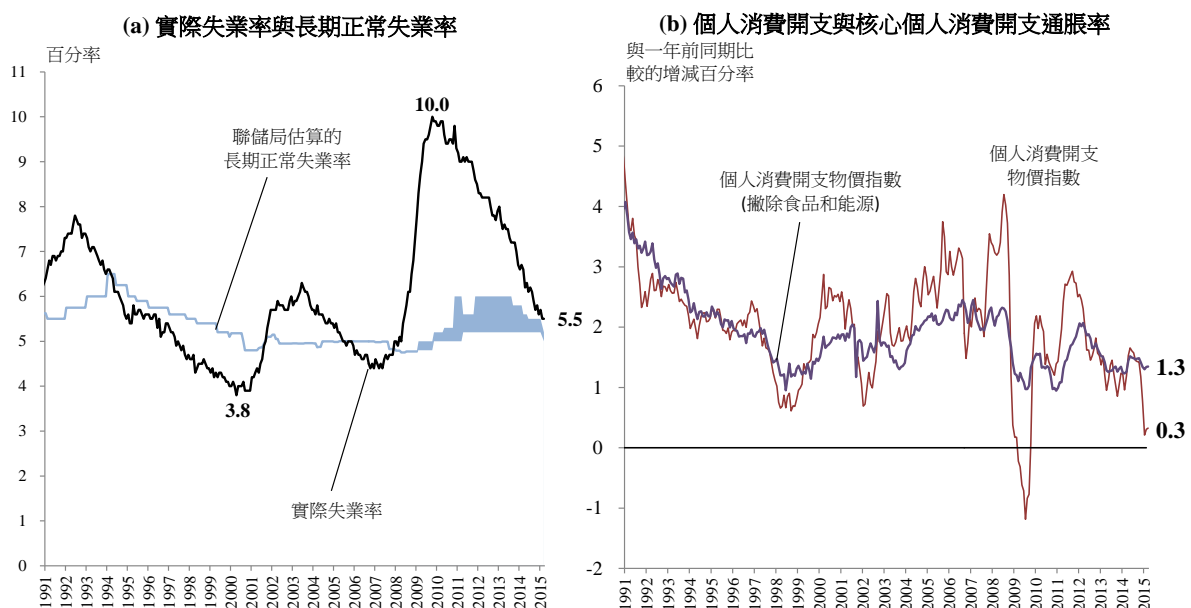
## 美國聯邦儲備局的政策目標和近期進展

維持全面就業和穩定物價，是美國聯邦儲備局(聯儲局)制訂貨幣政策時的要務。美國貨幣政策正常化的步伐，廣泛被視為現時環球經濟面對的一大不明朗因素。因此，本專題就關乎上述兩大要務的常用主要指標，檢視其近期表現和過往走勢。

全面就業與長期正常的失業率水平息息相關，這類失業率又稱為非加速性通貨膨脹失業率，即是在採取適當貨幣政策達至穩定物價時，經濟體會趨向的最低失業水平。然而，這類自然失業率難以直接計量，並可能隨時間因勞動人口結構的變動，或就業市場的其他變化而轉變。

聯儲局過往估算的長期正常的失業率大致介乎 5 至 6% 之間。二零一五年三月，聯邦公開市場委員會(委員會)委員的估算集中趨勢介乎 5.0 至 5.2% 之間，低於二零一四年十二月估計的 5.2 至 5.5% 範圍<sup>(1)</sup>。近年，職位持續增長，有助把失業率從二零零九年年中 10.0% 的高位，逐步降至二零一五年三月的 5.5%。根據這些長期失業率估算，聯儲局的全面就業目標似乎快將實現(圖 1 a)。

圖 1：失業率趨向長期水平，但通脹率仍處低位

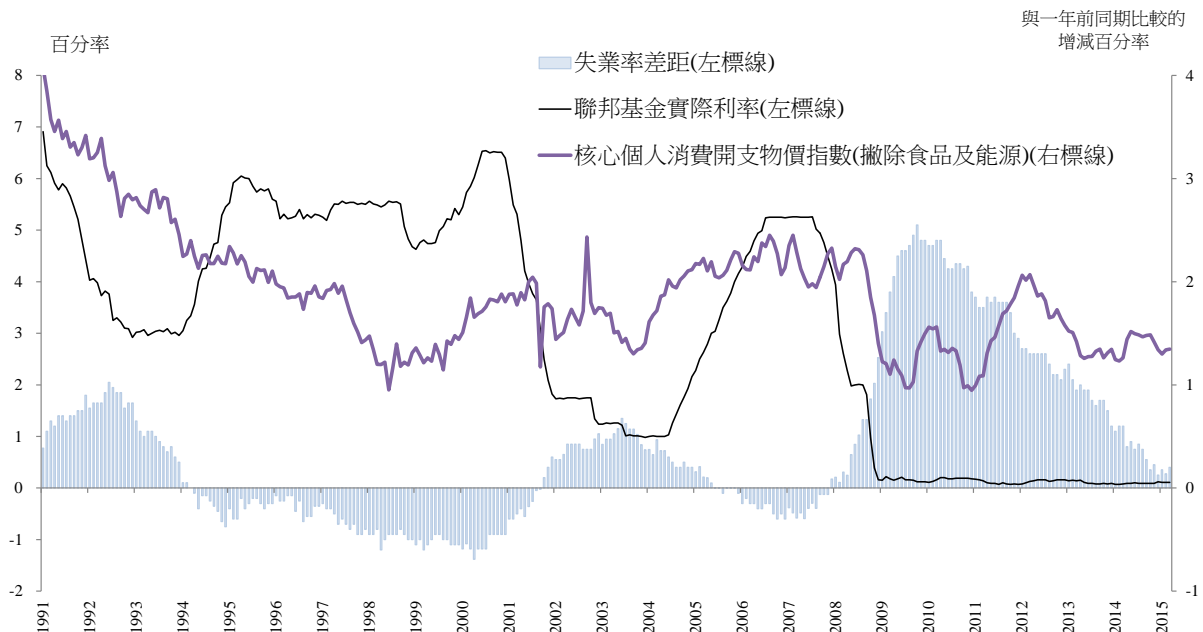


至於聯儲局兩大要務之一的通脹目標，由於原油價格在二零一四年下半年急挫，導致近月的整體通脹率維持在極低水平。根據聯儲局傾向採用的個人消費開支指標，二零一五年三月的按年通脹率僅為 0.3%。撇除食品和能源這兩個價格波動較大的項目，核心個人消費開支通脹率錄得 1.3%(圖 1 b)，仍低於聯儲局 2% 的明確目標。聯儲局在近期的政策聲明中表示，當「有合理信心」通脹率逐步貼近目標時，聯儲局便會上調利率。因此，假如勞工市場情況續見好轉，而能源及其他進口價格下滑的短暫影響減退，利率便有機會上調。

(1) 自二零零九年起，委員會按季公布與會者對長期失業率、實質國內生產總值增長和個人消費開支通脹率的預測。集中趨勢涵蓋撇除最高及最低三個數值的所有推算數字。二零零九年前的數據採用聯儲局職員的估算數字。

## 專題 2.1(續)

圖 2 並列顯示聯邦基金利率、核心個人消費開支通脹率，以及實際失業率與長期正常失業率估算的偏差(即失業率差距)。隨着經濟持續從二零零八至零九年間的衰退復蘇過來，加上接近零利率的環境，失業率差距近期幾近消失，但通脹率仍低於目標水平。兩者的進度參差，令政策制訂者更難以判斷何時是結束寬鬆貨幣政策的適當時機。短期而言，失業率下跌會否促使通脹率上升，仍然有不少討論和爭議。事實上，在上世紀九十年代中期，實際失業率數年來持續低於估算的長期正常的失業率水平，其間未見通脹升溫的跡象。

圖 2：上世紀九十年代以來的聯邦基金實際利率<sup>^</sup>、通脹率及失業率差距

註：（<sup>^</sup>）聯邦基金實際利率指存款機構隔夜拆借聯邦基金（存放在聯儲局銀行的結餘）所採用的利率加權平均數。實際利率主要由市場釐定，但同時受聯儲局為達到聯邦基金目標利率而在公開市場進行操作所左右。

參考上世紀九十年代中期的情況，可能表示暫緩上調利率的空間仍然存在。儘管如此，一些研究結果卻顯示，失業率與通脹率在九十年代所呈現的變化，是由於當時貿易開放程度加深、生產力日益提升、勞工市場效率提高等因素所致。因此，當年的經驗未必適用於今日的情況。對聯儲局來說，推行貨幣政策正常化若過於謹慎，或要在通脹壓力急劇反彈的情況下被迫迅速調升利率，繼而觸發金融市場震盪和削弱經濟增長，情況並不理想。相反，利率若上調過急，則會打擊得來不易的經濟復蘇，並可能須再度減息，有損聯儲局的公信力。

雖然市場現時預期年內開始加息，但聯儲局重申貨幣政策正常化的進程會循序漸進，而評估達至政策目標的進度仍以數據為依歸，除了取決於就業市場、通脹壓力及通脹預期等多項指標外，也要視乎金融市場和國際形勢的發展而定。

總括而言，美國貨幣政策正常化的開展與隨後的路徑，以及其政策路向與其他主要經濟體背馳，依然是環球經濟面對的重大不明朗因素，勢將加劇金融市場和資金流向的波動。近期美國多方面的經濟指標均顯示放緩跡象，令政策前景更難以預料。我們須密切留意往後的發展。