

## 專題 1.1

### 美國利率前景

美國聯邦儲備局(聯儲局)繼二零一六年十二月加息後，在二零一七年三月把聯邦基金利率的目標區間再度上調 25 個基點至 0.75-1.00%。這是自二零一五年十二月以來第三次加息。雖然聯儲局最近在五月初舉行的聯邦公開市場委員會會議上，決定維持聯邦基金利率不變，但美國利率正常化進程在未來數年料會持續，加息步伐將視乎美國經濟發展情況而定。鑑於美國利率與香港經濟息息相關，本專題概述美國利率前景的種種不確定因素。

市場對聯儲局往後利率決策預期的變化，或會導致資金流向出現重大轉變，令環球金融和外匯市場加劇波動，在主要央行政策愈見分歧的背景下，情況尤以為然。雖然聯儲局在二零一七年三月宣布加息時，不少人都認為此舉普遍符合市場預期，但其實市場人士在二月下旬時預期，三月只有四成左右的機會加息，儘管當時發布的經濟數據已大致向好。直至聯儲局官員暗示最早可能會在三月加息，市場預期利率即將調整的概率才大幅上升(圖 1)。如以同樣方法分析先前另外兩次加息，亦可發現類似現象。由以上情況可見，純粹分析金融市場的數據來揣測未來美國利率走勢，實在存在一定的不確定性。

美國利率前景如何，亦可從聯儲局的預測窺見一二。圖 2 顯示各聯邦公開市場委員會委員在今年三月會議時所預測的聯邦基金利率之間的差異程度。他們所預測的聯邦基金利率的中位數和眾數皆顯示，今年將會再加息兩次，而每次利率會上調 25 個基點。不過，隨後兩年他們的利率預測分歧擴大(在二零一八年年底，如撇除極端數值，利率預測介乎 1.50-1.75%與 3.25%之間；在二零一九年年底，如撇除極端數值，利率預測介乎 2.25-2.50%與 3.25%之間)。另外值得注意的是，雖然委員對未來兩至三年利率走勢的預期差異極大，但大多數委員認為美國聯邦基金利率長遠應在 3.0%左右，即較目前水平高約 2 個百分點。

圖 1：直至聯邦公開市場委員會決策前不久，金融市場的加息預期才與聯儲局一致

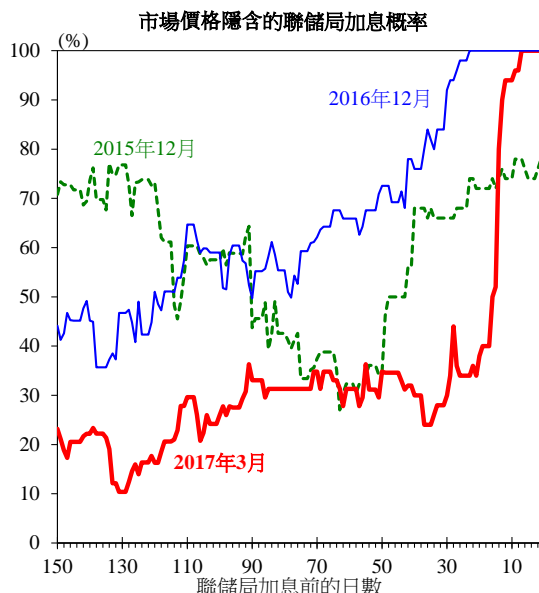
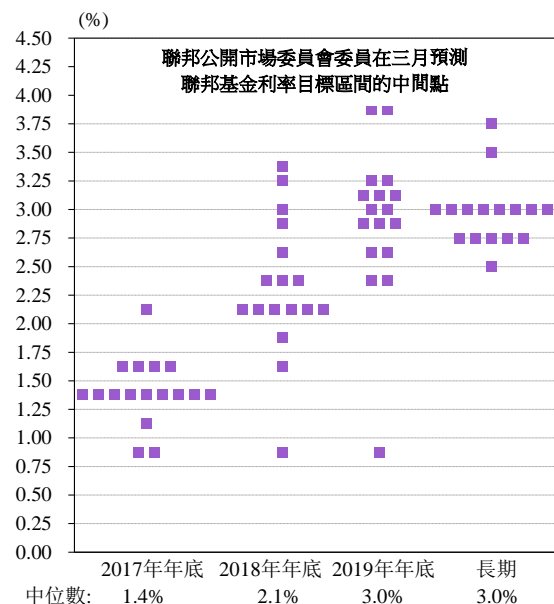


圖 2：各聯邦公開市場委員會委員對未來兩至三年利率走勢的預期有明顯差異



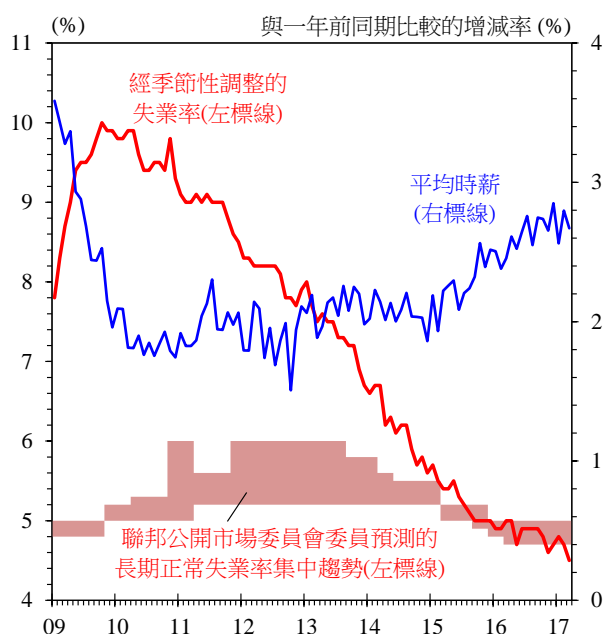
## 專題 1.1 (續)

雖然美國未來的加息步伐似乎仍有不確定性，但當地經濟正穩步邁向聯儲局所定的充分就業和穩定物價這兩大目標，這將繼續支持利率正常化的進程。具體而言，受惠於美國經濟持續擴張，當地勞工市場顯著改善，並已接近達至充分就業。非農業職位數目穩健上升，二零一六年平均每月增加 187 000 個職位，二零一七年第一季平均每月增加 178 000 個職位。失業率持續向下至三月的 4.5%，稍低於聯邦公開市場委員會委員預測的長期正常水平集中趨勢範圍。隨着勞工市場趨緊，平均時薪按年的升幅，由二零一六年第一季的 2.4% 逐步加快至二零一七年第一季的 2.7% (圖 3a)。

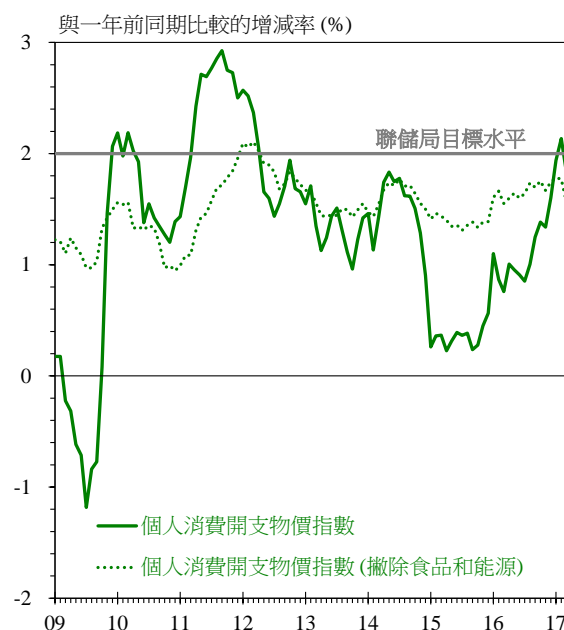
物價方面，根據聯儲局傾向採用的個人消費開支指標，通脹率受油價回升帶動，進一步靠近聯儲局 2% 的目標水平，由二零一六年第一季的 0.9% 逐步升至第四季的 1.4%，二零一七年第一季更升至 2.0%，而二零一七年第一季核心個人消費開支通脹率平均為 1.7% (圖 3b)。

圖 3：美國經濟穩步邁向聯儲局貨幣政策的目標，  
將為往後利率進一步正常化帶來支持

(a) 勞工市場持續改善



(b) 個人消費開支通脹率加快上升



市場普遍預期，美國經濟往後的增長會稍為提速。國際貨幣基金組織在四月預測，美國經濟在二零一七年增長 2.3%，二零一八年增長 2.5%，增幅高於二零一六年的 1.6%。美國經濟穩步擴張，加上勞工市場情況進一步轉強，應有助工資持續加快上升，繼而為通脹帶來上行壓力，故此加息步伐或會較快。

**專題 1.1 (續)**

然而，美國新一屆政府的政策仍有變數，為美國經濟前景及聯儲局貨幣政策步調增添不明朗因素。一方面，較早前提出的稅務改革、基建開支計劃和檢視金融規管的政策若能適時付諸實施，會為美國經濟增長帶來較強的支持。不過，美國長遠財政狀況的可持續性，或會局限相關政策的迴旋空間。另一方面，保護主義情緒可能升溫，以及美國或採取更為內向的外貿政策，均令人關注。美元的走勢亦令通脹情況變得更複雜。新一屆政府的經濟政策最終會如何影響美國經濟增長和通脹，以至利率的前景，還須拭目以待。

聯儲局貨幣政策正常化須密切注視的另一個事態是，聯儲局最終會縮減資產負債表。聯儲局在五月的政策聲明中再度表示，為保持金融情況寬鬆，現時長期資產證券的再投資政策料會持續，直至利率正常化上軌道為止。不過，根據聯邦公開市場委員會三月份的會議記錄，大多數委員認為在今年較後時間改變聯儲局現時的再投資政策(亦意味着縮減聯儲局的資產負債表)是合適的做法，但實施的確實時間仍未明確，將會視乎經濟及金融市場情況而定。由於縮減資產負債表方面有諸多變數，因此市場對聯儲局未來屬意的資產負債表規模和資產組成部分，以及開始縮減資產負債表的合適時機的猜測，都可能影響往後金融市況和資金流動性的情況。

雖然聯儲局未來加息的時間和步伐存在不確定性，以至金融市場有加劇波動的風險，但香港憑藉良好的經濟基調和穩健的金融體系，既有能力抵禦全球金融環境的風浪，也能應付大量資金進出。政府會繼續密切留意美國經濟和貨幣政策的發展，以及其對香港經濟可能帶來的影響。