

專題 2.1

主要先進經濟體貨幣政策的近期發展及其影響

環球金融危機爆發後，主要先進經濟體的中央銀行(央行)大幅減息，並推出多種非常規貨幣政策工具，以支持經濟和應對通縮風險。在主要先進經濟體之中，美國的經濟率先回復較為持續的復蘇勢頭，歐元區經濟改善的情況在近期亦更趨穩固。隨着這些經濟體的產出缺口以不同幅度收窄(圖 1a)，其央行開始縮減或撤回先前一些貨幣政策刺激措施。本專題概述各主要先進經濟體近期的貨幣政策發展及其影響。

美國的產出缺口在二零一四年收窄至潛在產出的-1%。隨着經濟持續溫和增長，近年產出缺口日漸縮窄，在接近零水平徘徊。勞工市場的改善尤其顯著，新增就業人數自二零零九年底累計超過 1 600 萬，失業率因而由二零零九年十月 10.0% 的高位下降至二零一三年十二月的 6.7%，在二零一七年九月進一步降至 4.2%。儘管如此，近月核心通脹回落，並繼續低於美國聯邦儲備局(聯儲局)的通脹目標(圖 1b)。

圖 1a：主要先進經濟體的產出缺口日漸縮窄，這在二零一六及二零一七年尤以為然

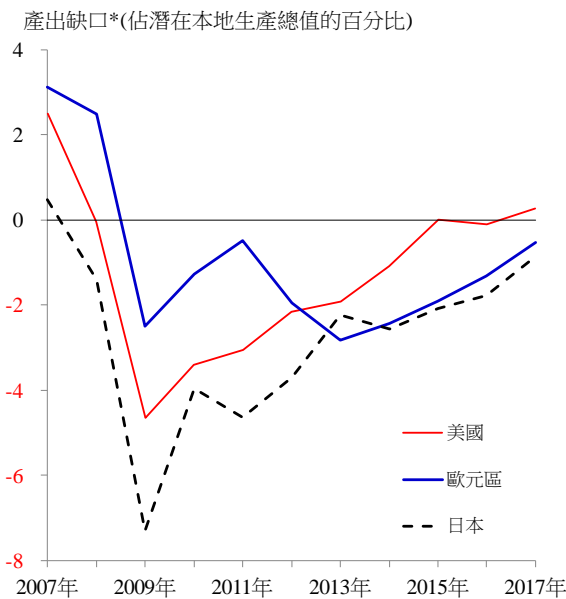
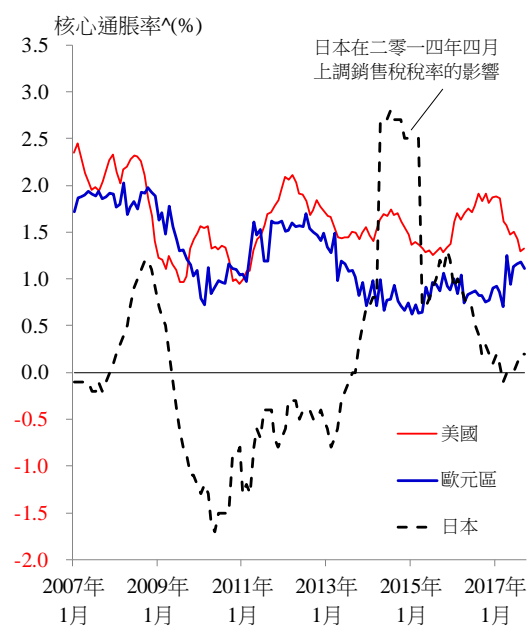


圖 1b：通脹仍然偏低，但通縮風險已大致減退



註： (*) 產出缺口(實際產出與潛在產出的差距)的估算來自國際貨幣基金組織的二零一七年十月《世界經濟展望》數據庫。

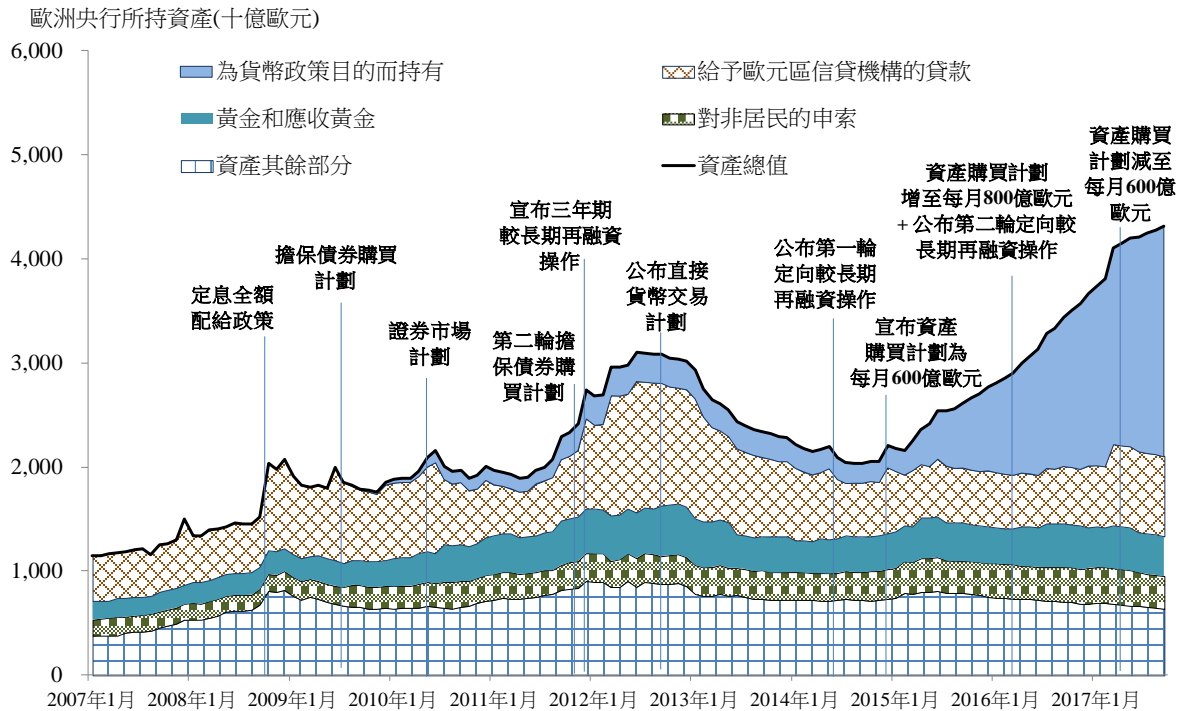
(^) 美國的核心通脹率是指不包括食品及能源的個人消費開支價格指數的按年增減率；在日本，這是指不包括能源及新鮮食品的消費物價通脹；在歐元區，這是指不包括能源、食品及煙酒的消費物價通脹。

在這背景下，聯儲局帶頭展開貨幣政策正常化，在二零一四年內縮減資產購買規模。聯儲局在二零一四年十月結束資產購買計劃後，在二零一五年十二月開始加息，迄今合共加息四次，每次上調 25 個基點。隨着利率循序漸進往上調的過程有一定進展，聯儲局在二零一七年十月開始縮減資產負債表，標誌着貨幣政策正常化的另一個里程碑。早前，《二零一七年半年經濟報告》所載的「美國聯邦儲備局的資產負債表正常化」專題文章，探討聯儲局在六月宣布的計劃及其影響。現時推行的計劃與先前公布的計劃相同。

專題 2.1 (續)

歐元區經濟復蘇進程則較為反覆。受歐債危機影響，歐元區經濟在二零一二至二零一三年間陷入衰退，在二零一四年，通縮的風險愈趨明顯。在此背景下，歐洲央行先後推出不同的貨幣寬鬆措施(圖 2)，最終在二零一四年六月推出負利率政策，並在二零一五年一月宣布擴大資產購買計劃。歐洲央行「為貨幣政策目的而持有」的資產規模由二零一五年起迅速膨脹。

圖2：歐洲央行推出多項措施，對抗通縮風險



資料來源：歐洲央行(綜合資產負債表)及彭博。

最近幾季，歐元區的經濟復蘇勢頭愈趨穩固，區內經濟廣泛改善。消費物價通脹雖然仍低於歐洲央行的目標，但自二零一六年六月起已回復正數，總體向上，可見通縮風險大致減退。因此，歐洲央行由二零一七年四月起把資產購買計劃下每月的淨資產購買規模縮減至 600 億歐元。二零一七年十月，歐洲央行宣布把資產購買計劃延長到至少二零一八年九月底，但淨資產購買步伐將由二零一八年一月起進一步減慢至每月 300 億歐元。

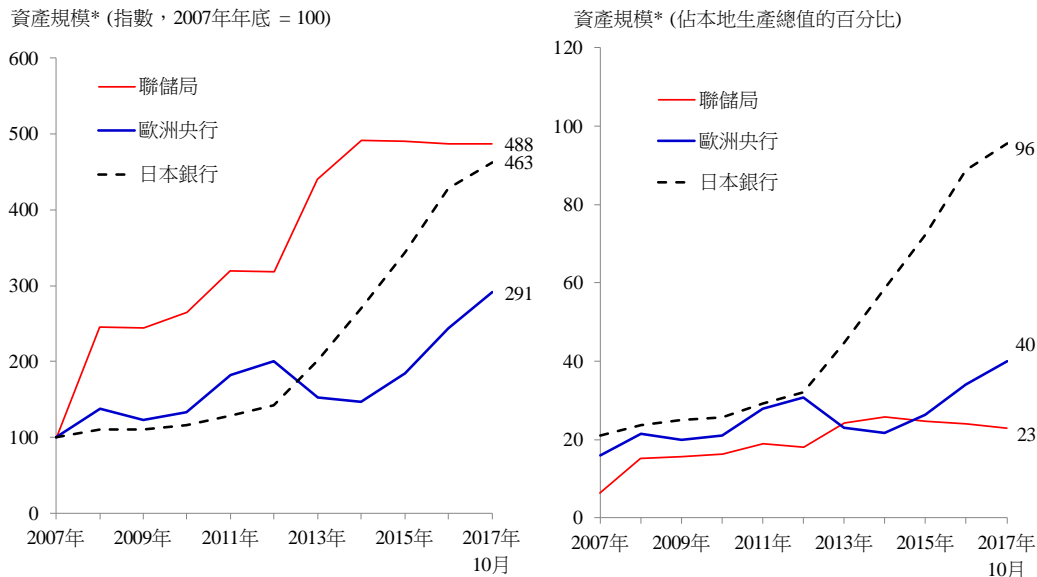
在主要先進經濟體中，並非只有這兩家央行削減先前實行的貨幣刺激措施。加拿大央行自二零一七年七月起已兩度加息，這是七年來首個加息行動。英國方面，近期通脹指標超出英倫銀行所訂的目標，失業率又跌至近數十年來的低位。儘管目前英國「脫歐」談判仍有不少變數，英倫銀行在二零一七年十一月會議把基準利率上調 25 個基點至 0.50%，是二零零七年以來首次加息。

專題 2.1 (續)

相比之下，日本銀行的立場較為審慎，原因是日本經濟近期雖有改善，但根基未穩，通脹亦持續遠低於目標。二零一七年十月底，日本銀行在「收益率曲線控制」政策下，把短期利率目標維持在-0.1%的水平，並把十年期日本政府債券收益率目標維持在 0% 左右，貫徹其超寬鬆貨幣政策的立場。資產購買方面，會議的聲明指出將維持每年購買約 80 萬億日圓的速度，但近期資產負債表的實際擴張步伐似乎略低於這個目標⁽¹⁾。

總括而言，大部分先進經濟體的央行已進入縮減或撤回先前的貨幣刺激措施的階段。這些非常規的貨幣政策過往有其重要性，透過降低政府債券收益率⁽²⁾和借貸成本以刺激需求，藉以營造更佳的經濟環境，推行結構性改革。可是，這些非常規工具在提高實質產出方面的實際成效難以量化⁽³⁾，而這些措施有否增加資產市場的泡沫風險仍有待商榷。無論如何，鑑於政策利率已處於極低水平，加上多家主要央行的資產負債表規模亦擴大至前所未見的程度(圖 3)，這些貨幣刺激措施的邊際效益應已遞減。一些分析員甚至擔心，某些央行可購入的政府債券已貼近上限。

圖3：多家主要央行的資產負債表規模已擴大至前所未見的程度



資料來源：CEIC 資料庫、聯儲局、歐洲央行(綜合資產負債表)和日本銀行。

註：(*) 聯儲局、歐洲央行和日本銀行的資產規模各按本身的貨幣計值。二零一七年十月的數字方面，資產規模是根據在二零一七年十月底可得到的資料計算。而美國的資產規模佔本地生產總值的百分比是運用二零一七年第三季經季節性調整後年化的名義本地生產總值計算得來，而歐元區和日本的數字則運用二零一六年第三季至二零一七年第二季名義本地生產總值的總和計算得來。

- (1) 在日本銀行的資產負債表中，歸類為「日本政府證券：債券」的所持資產在二零一七年十月二十日達 408.9 萬億日圓，較二零一六年十月二十日的 345.6 萬億日圓多約 63 萬億日圓。這項數字並未計及「國庫短期證券」。
- (2) Andrade, Breckenfelder, De Fiore, Karadi and Tristani (二零一六年)，《歐洲央行的資產購買計劃：初步評估》(“The ECB’s asset purchase programme: an early assessment”)，歐洲央行工作文件(九月)概述不同研究員就量化寬鬆計劃對當地十年期政府債券收益率造成的影響所找到的證據。
- (3) Borio, Zabai (二零一六年)，《非常規貨幣政策：重新評估》(“Unconventional monetary policies: a re-appraisal”)，國際結算銀行工作文件第 570 號(七月)綜觀不同研究員就大規模資產購買計劃對產出和通脹的影響進行的辯論。

專題 2.1 (續)

此外，國際貨幣基金組織在二零一七年十月的《全球金融穩定報告》⁽⁴⁾中指出，主要央行的寬鬆貨幣措施如持續推行，或會鼓勵投資者為求取得更高回報而提高槓桿或承擔額外風險，中期而言等同製造更大金融風險。這些影響可藉資金流溢出至先進經濟體以外的地區。舉例來說，按國際貨幣基金組織的模型估算，自二零一零年以來，美國的寬鬆貨幣政策，是推動證券投資資金流入新興市場經濟體的最主要原因，而撤回這些貨幣刺激措施可能會在未來數年減少證券投資資金流入新興市場經濟體⁽⁴⁾。在一個較嚴峻的情況下，倘若資金流向突然逆轉，經濟基調較弱的新興市場經濟體將承受壓力。此外，市場對環球金融市況收緊的憂慮倘若加劇，可能會令市場對風險重新定價，導致資產價格大幅波動，損害正在復蘇的環球經濟。

到目前為止，削減貨幣刺激措施對環球經濟增長的影響不大，部分原因是這些措施推出時正值經濟轉強，各主要先進經濟體的情況同步改善。此外，市場也普遍預期這些經濟體只會循序漸進把貨幣政策正常化。以美國為例，按照已公布的計劃，首 12 個月減持證券的上限約為聯儲局在二零一七年九月底所持證券總額的 7%。二零一七年十一月的政策聲明亦表示，利率往後仍會以循序漸進的步伐上調。歐元區方面，歐洲央行在二零一七年十月的政策聲明中指出政策利率將會在一段長時間內維持在現有水平，為時遠超淨資產購買的時期。此外，在淨資產購買完結後一段長時間內，歐洲央行會把資產購買計劃下到期證券所得的本金再投資。

不過，由於主要央行或會再有不同的政策舉措，環球貨幣環境已日趨複雜，而且瞬息萬變。從風險管理角度來看，須緊記主要先進經濟體貨幣政策正常化的步伐仍可隨時改變，而任何出乎預期的舉措都可能令環境轉差。再者，在聯繫匯率制度下，倘若美國持續加息，香港利率最終會跟隨美國利率上揚。因此，儘管香港金融體系穩健，經濟基調穩固，足以抵禦環球經濟起跌的風浪，政府仍會繼續密切注視環球貨幣政策的發展，以及其對本港經濟可能帶來的影響。

(4) 國際貨幣基金組織在二零一七年十月出版的《全球金融穩定報告》(Global Financial Stability Report October 2017)。連結：
<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/09/27/global-financial-stability-report-october-2017>

國際貨幣基金組織的模型估算了四個因素對證券投資資金流入新興市場自二零一零年的累計影響，包括聯儲局資產負債表的資產規模變動、市場對聯邦基金利率的預期、環球風險胃納，以及新興市場的自身因素。該模型顯示，首兩個因素(即量度美國貨幣政策寬鬆程度的因素)是期內帶動證券投資資金流入新興市場的主要動力。