

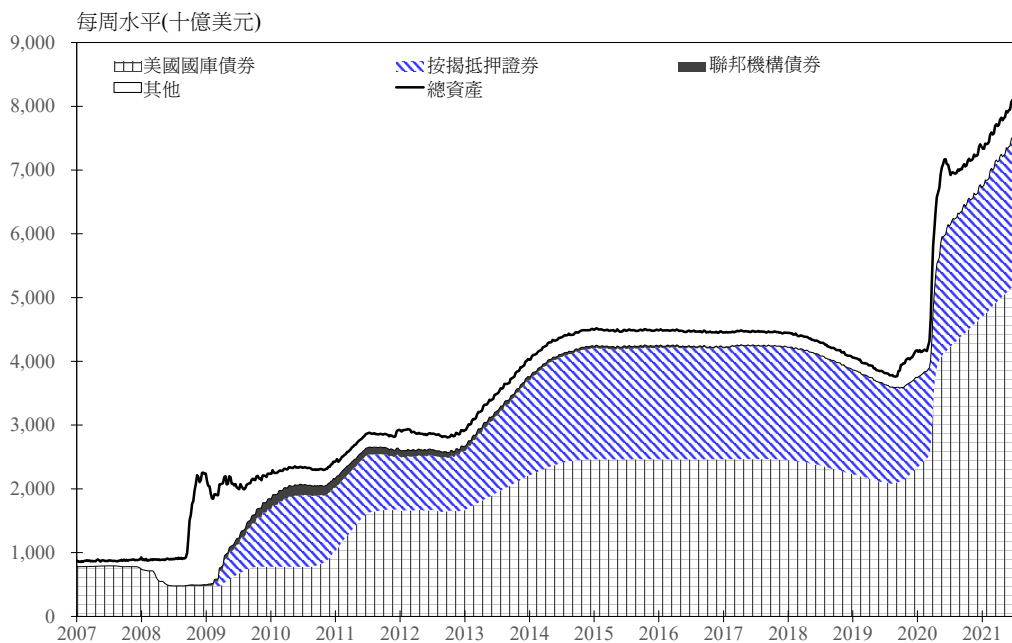
專題 2.2

美國近期的經濟和貨幣政策發展

在新冠病毒疫情下，美國經濟在二零二零年第二季陷入深度衰退。受惠於財政和貨幣政策的強力支持，美國經濟在二零二零年第三季呈現顯著的初步反彈，踏入二零二一年後增長動力更隨大規模疫苗接種開展而進一步增強。反映需求在經濟重啓下大幅上升、供應端制約以及去年基數極低，美國核心通脹在過去數月飆升，令市場關注美國聯邦儲備局(聯儲局)或會較先前預期更早開始調整其極度寬鬆的政策立場。本專題探討美國自新冠病毒疫情開始以來在經濟和貨幣政策上的發展，以及其對環球和本地經濟的潛在影響。

新冠病毒疫情在二零二零年年初爆發，嚴重打擊美國經濟。為了遏止病毒蔓延，政府實施封鎖和「居家令」等嚴格措施，導致經濟出現前所未見的收縮。為緩解經濟創傷和確保金融市場的穩定及流動性，聯儲局在二零二零年三月兩度調低聯邦基金利率的目標區間，合共下調 150 個基點至 0.00%-0.25% 的極低水平。聯儲局亦重啓量化寬鬆計劃，每月購買不少於 1,200 億美元的國庫債券和機構按揭抵押證券。截至二零二一年八月四日，聯儲局的資產負債表規模顯著擴大至 82,350 億美元，較二零二零年二月底疫情前的 41,590 億美元增加近一倍，並較二零一五年一月十四日 45,160 億美元的高位高出 82%(圖 1)。

圖 1：聯儲局的資產負債表規模在疫情爆發後顯著擴大



註：截至二零二一年八月四日的最新情況。
資料來源：紐約聯邦儲備銀行。

專題 2.2 (續)

除減息和量化寬鬆外，聯儲局在二零二零年八月底公布修訂後的《長期目標和貨幣政策策略聲明》。新框架採用平均通脹目標，意指鑑於通脹率已有一段時間持續低於 2% 的長期目標，聯儲局會容許通脹率在一段時間內溫和地高於 2% 後，才調整其政策立場。此外，聯儲局強調其決策取決於就業人數與最高水平之間的「缺口」而非「偏差」，反映聯儲局認為就業市場保持強勁亦不一定會導致通脹失控。因應聯儲局對通脹採取較為寬容的立場，市場一般預期接近零息和寬鬆的金融環境會維持較長時間。

部分受惠於非常寬鬆的貨幣環境，美國經濟顯著反彈，二零二一年第二季實質本地生產總值(初值)已超越疫情前的水平，儘管各個行業的復蘇步伐不平衡⁽¹⁾。勞工市場方面，雖然失業率由二零二零年四月 14.8% 的高位大幅下跌至二零二一年六月的 5.9%，但仍高於二零二零年二月時 3.5% 的水平。二零二一年六月的非農業職位數目為 1.458 億個，仍較二零二零年二月的水平少 680 萬個(圖 2a)。這顯示勞工市場需要更多時間才可全面復蘇。

圖 2a：非農業職位仍低於疫情前的水平

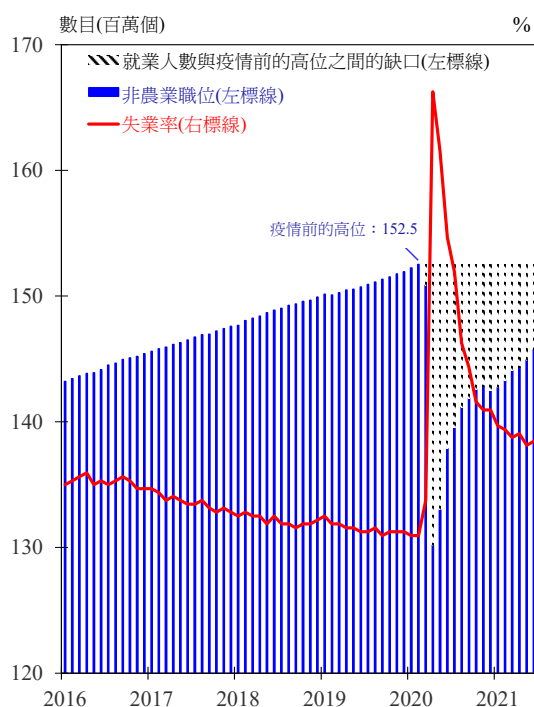
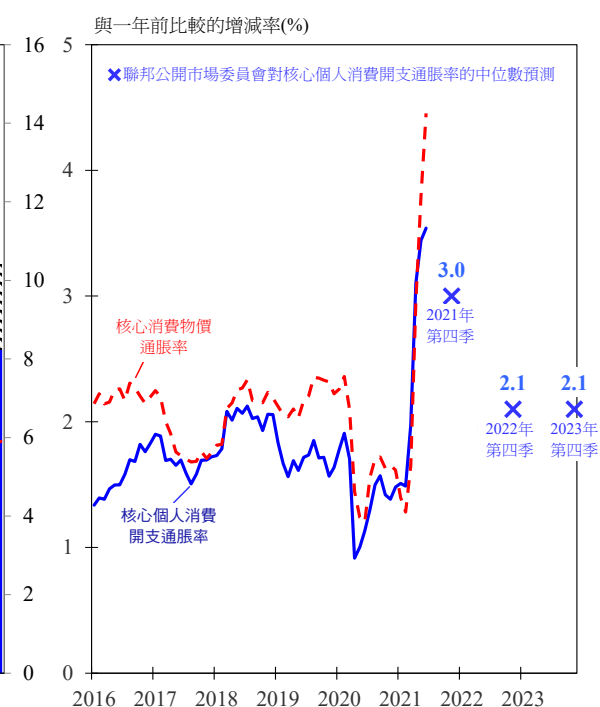


圖 2b：聯邦公開市場委員會的與會者預料近期通脹飆升屬短暫現象



資料來源：美國勞工統計局、經濟分析局和聯邦儲備局。

(1) 根據二零二一年第一季本地生產總值的詳細數據(最新數字)，藝術、娛樂及康樂業和住宿及膳食服務業等受疫情重創的行業的活動水平，依然明顯較二零一九年第四季的水平分別低 34.6% 和 19.9%。

專題 2.2 (續)

儘管經濟復蘇步伐不平衡，勞工市場仍存巨大缺口，但近月各項量度美國通脹的指標出乎市場意料之外大幅上升。核心個人消費開支通脹率(撇除食品及能源)由二月的 1.5% 飆升至六月的 3.5%。核心消費物價通脹率亦在六月加快至 4.5% (圖 2b)，為近三十年來的高位。這反映美國重啓經濟後需求激增及供應端出現瓶頸，儘管去年比較基數低亦是原因之一。這令市場更憂慮強力的貨幣和財政支援措施或已增加美國經濟過熱的風險和推高通脹的壓力。

二零二一年六月，聯邦公開市場委員會會議的與會者預料近期核心個人消費開支通脹率飆升屬短暫現象；委員會的中位數預測顯示，核心個人消費開支通脹率將會在二零二二年第四季回落至 2.1% (圖 2b)。與此同時，大部分與會者預期聯儲局到二零二三年才會開始加息，儘管較三月時的預測為早。聯儲局主席鮑威爾在七月中重申，他預料通脹在未來數月維持高企後便會緩和。然而，他也補充，若通脹率持續偏離聯儲局所訂目標，聯儲局將準備好調整貨幣政策立場。二零二一年七月底，聯儲局決定維持利率目標不變，以及把購買資產的步伐維持在每月不少於 1,200 億美元。鮑威爾亦提及，改變購買資產步伐的時間將取決於往後的數據，而在作出任何更改前將作預告。

不過，如美國通脹繼續高於市場預期，這或會加劇市場對通脹高企的憂慮，並推高過去十多年來一直十分平穩的較長期通脹預期。事實上，聯儲局在七月中發表的《褐皮書》顯示，不少企業預期投入成本和銷售價格在未來數月會進一步上升，並對供應端制約的問題能否得以紓緩表示不肯定或憂慮。各項量度短期和較長期通脹預期的指標在踏入二零二一年後普遍上升⁽²⁾，惟後者通常低於前者，這意味着通脹在短期以外會稍為緩和。由於聯儲局肩負雙重使命，既要致力令就業最大化，又要確保價格穩定，該局未來或要在遏抑通脹與創造職位之間權衡取捨。倘若較長期通脹預期趨向一個遠高於聯儲局目標的水平，聯儲局或需要較現時預計更早撤回貨幣支援措施，有可能因而限制經濟和就業增長。

(2) 舉例來說，根據紐約聯邦儲備銀行的消費者預期調查，未來一年和三年的通脹預期中位數在六月分別上升至 4.8% 和 3.5%，較二零二零年年底的水平上升 1.8 個百分點和 0.5 個百分點。密歇根大學的消費者調查結果顯示，未來一年的預期通脹率在二零二一年七月為 4.7%，大幅高於二零二零年十二月的 2.5%，而未來五年的預期通脹率在二零二一年七月平均為 2.8%，較二零二零年十二月的 2.5% 為高。根據費城聯邦儲備銀行二零二一年第二季的專業預測者調查，未來五年的整體消費物價通脹和個人消費開支通脹的中位數預測分別為 2.4% 和 2.2%，高於二零二零年第四季的 2.0% 和 1.8%。美國國庫債券所引申的未來五年損益平衡通脹率由二零二一年年初低於 2% 升至近期的 2.5% 左右。

專題 2.2 (續)

然而，減少購買資產和最終解除貨幣寬鬆措施須謹慎處理。市場對聯儲局貨幣政策的未來路向作猜測，或會觸發風險資產價值被重估或拋售，加劇環球金融市場波動，並影響投資和經濟氣氛。經濟基調較弱的新興市場經濟體出現資金外流和貨幣貶值的風險亦可能增加，為其經濟復蘇增添不利因素。

聯儲局何時撤回貨幣支援措施仍充滿變數，因為這取決於美國經濟復蘇的實際進展和通脹的走向。市場目前預料撤回貨幣支援措施的過程將會是循序漸進的。在聯繫匯率制度之下，香港利率不能大幅偏離美國利率，故美國利率一旦正常化，料會對本地利率構成上升壓力。儘管如此，香港經濟基調良好，加上金融體系穩健而具韌力，有能力應付資金大進大出和環球金融市況的波動。政府會密切監察美國貨幣政策的發展，並對香港經濟可能受到的影響保持警覺。