

《信報》專欄〈一名經人〉

美息美元看通脹 新興前景頗惆悵

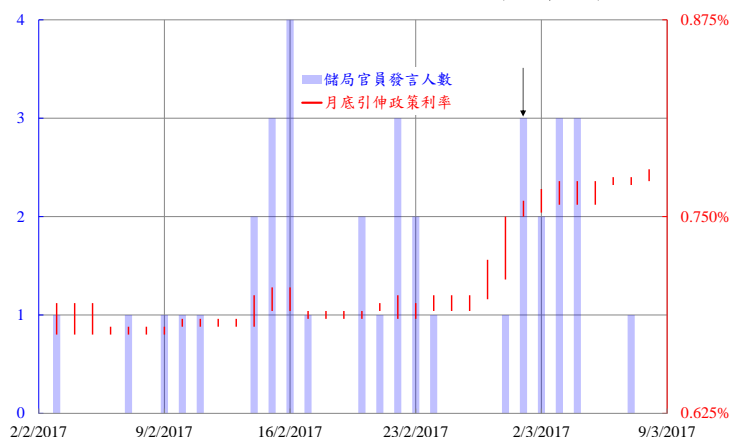
美國加息這長線議題上週有「新突破」，踏入3月一刻，市場忽然認為本月會加息（期貨引伸月底利率高於 $\frac{3}{4}$ 厘之加息門檻中值，意味看本月加息的資金比例已逾半），而全年則分分鐘加足三次（期貨引伸年底利率高於 $1\frac{1}{4}$ 厘之今年加第三次的門檻中值）。通常臨議息前市場有如斯確鑿看法，大概有人近水流台收到堅料，本月加應無走雞。

以前估加息較容易，因為格老年代已確立了規律的加息週期，開始一刻雖不易估，不過一開波後的時距、加幅均穩定，可測性高。那些年的息口政策被視為較具前瞻性，格老對自己眼光的膽色固然關鍵，但即使其判斷未必準確都好，由於他是帶住市場走，故某些市場甚至經濟數據一定程度上都跟着其政策而行，在數據上便見其前瞻性了。

反之，自伯南克後期的政策雖曰盡量減低個人眼光這主觀因素而由客觀數據主導，但因經濟數據的本質是有明確趨勢如失業率的多數滯後，而前瞻如投資類的則多飄忽，故因應經濟而微調的政策本已注定難測，再加上儲局大玩民主化下讓各官員各說各話，一錘定音帶住市場已一去不返。市場更趁此機會反牽儲局之鼻，兩者博弈更加難測。

當儲局的話語權漸失下，要說服市場接受加息便須更多費唇舌。觀圖所見，自上次2月初議息至今，幾乎每週有十位八位官員出來放話，連續幾日每日兩三人是等閒事。事後看來，當局可能在2月上旬即官員密集發言前一刻已有3月加息之想法【圖一】；記得當時有些近水流台的人物都曾提過別低估3月機會。到上月下旬第二輪密集發言，市場仍未有改變看法，直到由耶倫壓軸的第三輪，市場才稍「畀面」看機會大於一半，但近期才見百分之百。不難預計，往後的議息亦很可能待會前兩週才有較明確說法。

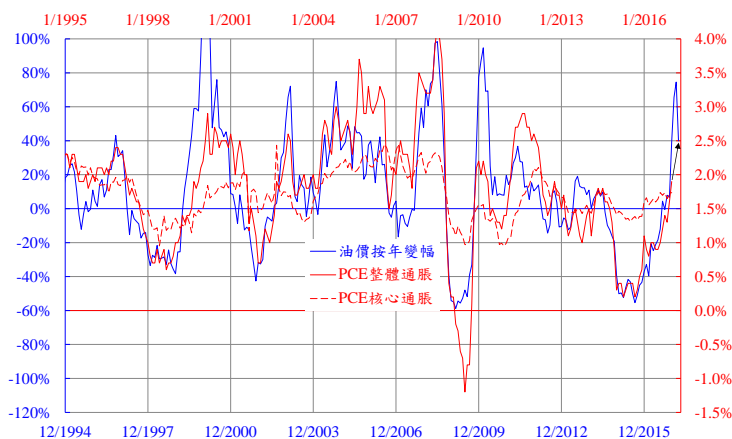
圖一：儲局官員發言人數與月底引伸政策利率



然而，上述都是預測短線息口的玩意，中線而言還有否加息壓力，那得回到數據。眾所周知是次加息是因通脹壓力，而通脹升溫亦是早在油價見底大反彈後已預計到的，

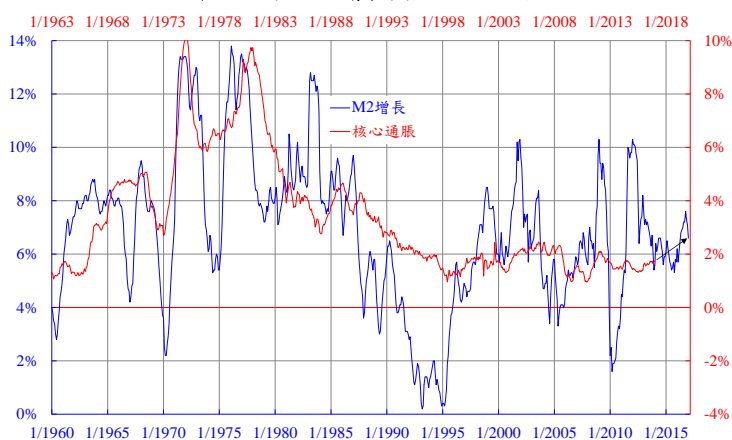
所以若問整體通脹壓力，首先便要聚焦油價。由1990年代中至今，聯儲局參考的PCE整體通脹與油價按年變幅甚為相關，但後者滯後前者約一個月【圖二】。如油價所料，通脹短期內衝上3%甚或以上不足為奇，但之後會隨油價升幅放緩而紓壓的。至於核心PCE通脹亦稍見升溫，但未到更遑論偏離2%之目標。看來息會加但步伐不會特別快。

圖二：油價按年變幅與美國PCE通脹

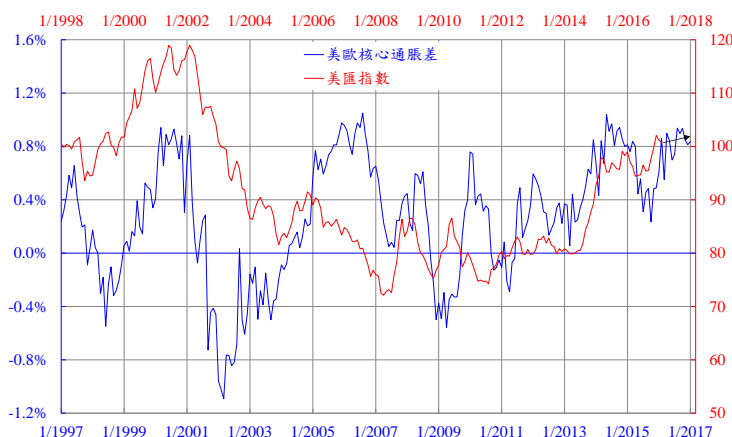


中長線有否通脹壓力不取決於油價（除非如1970年代般失控），而要視貨幣供應。從廣義貨幣M2增長與核心通脹所見，兩者在趨勢上相關，時差約三年【圖三】。近年，兩者關聯度縱有下降跡象，但趨勢上仍一致。從預示軌跡所見，通脹壓力不會很大。

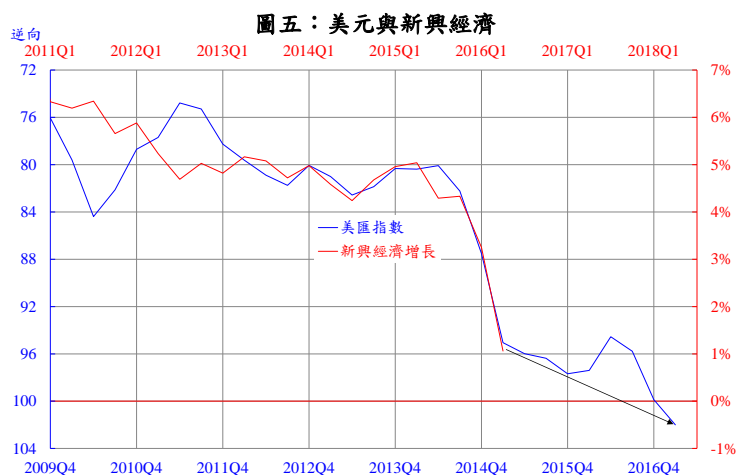
圖三：美國M2增長與PCE核心通脹



圖四：美歐核心通脹差與美匯指數



不過，核心通脹這堅的通脹壓力，確實實在在地主導着政策方向，而這政策方向，對匯價有實在的影響。美元上升主因是政策與外圍尤歐洲背馳，將美歐核心通脹相減，即見很大程度上可解釋美匯指數，甚至領先達一年【圖四】。按此預測，至明年次季，以國基會定義的新興經濟便會陷入衰退；而這還未計及美匯會進一步上升的那部分。



美匯升有何大不了？美國無事，但對美國以外則影響大了。可這樣說，新興在一、兩年前的經濟增長大瀉很大程度上是因美匯大升，大升後一、兩年就見功了【圖五】。近期乃至短線前景是美匯升勢放緩，結果頂多是新興經濟增長跌勢減慢，但方向依然。不只經濟，股市上亦見同樣現象：由有紀錄至今，美匯指數與MSCI先進（世界指數）對新興股市走勢相當一致，偶有偏離亦終歸趨同【圖六】。若按目前兩股指比例所見，較美匯所預示水平仍低一截。換言之，不是先進市場仍見折讓便是新興市已太貴了。

圖六：美匯指數與先進對新興股市指數



由通脹出發，一路的分析顯示美息仍會加但不會太快；不過在外圍通脹跟不上，美匯仍會趨升，而這對新興經濟所帶來的影響是很清楚的，前景亦不難料到。於是乎，我們實毋須讀遍聽勻儲局各官員的混亂訊息，也大概掌握到未來數季的約略前景了。

羅家聰
環球金融市場部