

《商報》專欄

經濟轉差 加息難也

美國大選剛過去，結果如何？截稿時仍未知道。不過，最明顯的是，大選完了後，焦點肯定又返回美國12月加息。然而，聯儲局下月加息幾無懸念，有什麼可分析呢？有的，現時聯儲局估計明年可加兩次，你信不信？

先回想耶倫過去對加息的態度，記得年多前聯儲局的傾向是每年加三至四次息，但後來由於油價持續向下，加上大國貨幣貶值與及今年中的英國脫歐公投，令環球市場氣氛不明朗，故聯儲局愈來愈鴿。但話說回來，去年加息時道指是17,800點左右（見圖一）。今年呢？除了今年5月及6月部分時間是低於這水平外，其他大部分時間都高於17,800點，耶倫又不加息？難以明白。



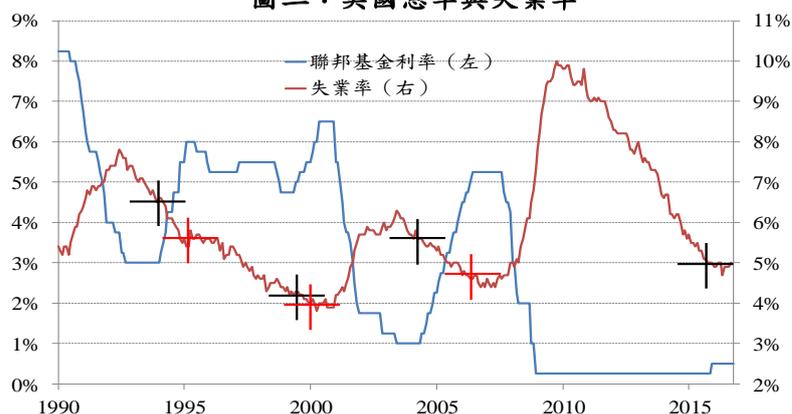
那明年呢？如果股市再上，聯儲局應會加息吧？這或許是其中一個條件，而圖一都見，以往在1994及2005年開始的加息期，股市都頗強勢。就算2000年道指在11,000點整固間，聯儲局都可以連加數次息。亦即是，就算來年股市或像今年只處上落市，聯儲局都仍有加息可能。加兩次息？似乎不是夢。

有看筆者文章的讀者都知，在下一直唱淡美國經濟。雖然不至會步入衰退，但經濟增長下滑已無可避免，當中失業率見底更似乎愈來愈明顯。大家試想想，如果失業率真是其中一個重要因素左右聯儲局加息步伐的話，那未來的加息步伐又是否如圖一所想的樂觀？

筆者把美國聯邦基金利率與失業率作對比，圖二見到由1990年計起至今的最近幾次加息週期上，通常失業率低至7%便會開始加息（黑十字）。如果以去年12月聯儲局加息時失業率已跌至5%下，聯儲局加息似乎真是遲了一點。

至於何時會停止加息呢？大家可能會想，當失業率升了好一段時間就會停止加息，但事實好像並不如此。圖二見到，除了1995年的那次加息週期外，2000年與2006年，聯儲局都是在失業率差不多在最低位時已停止加息（紅十字）。無他，加息與否是根據未來的預測，不是歷史數據。根據筆者一向對就業市場的預測是失業率或已見底下，聯儲局明年要加息？最多一次。最少？加不了。

圖二：美國息率與失業率



最後當然不能不提通脹，通脹升加息，反之亦然。除了1995年外，2000年與2006年聯儲局都是在通脹最高位時停止加息（紅十字），反映通脹高企未必一定令聯儲局無止境地加息，最終都要視乎聯儲局怎樣判斷往後的通脹形勢。以現時聯儲局對往後幾年的通脹預測的最樂觀程度都是2%下，與現時的1.5%相差不遠。似乎聯儲局就算要加息，幅度都十分有限。更何況，若油價反彈乏力，加上新興市場與美國經濟增長持續下滑，通脹仍會再上嗎？確實有點難度。

簡單而言，去年加一次息，今年或加一次，明年？若果大家認為明年美國經濟會比今年好，可能不止加一次，但筆者就不同意了。根據以上說法，最多加一次，甚或至是加不了。

圖三：美國息率與PCE通脹



劉振業
環球金融市場部