

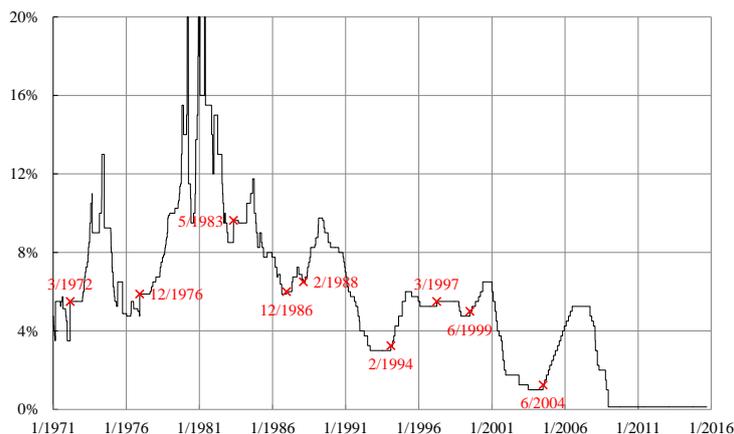
《信報》專欄〈一名經人〉

歷次加息看花旗 動手條件早具備

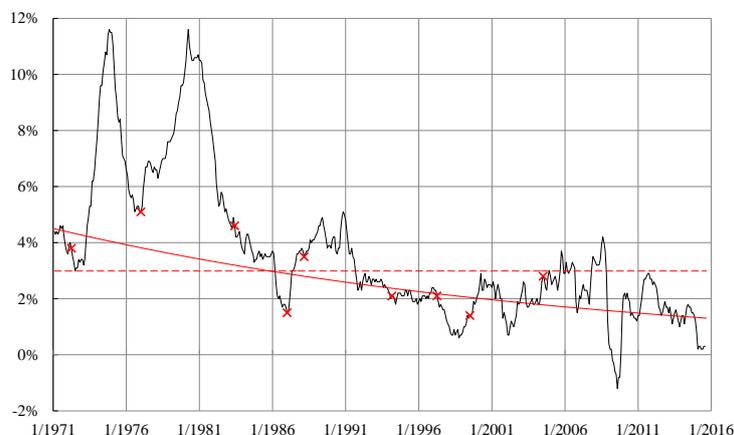
美國雖已復蘇多年，但對於目前應否加息，意見還是相當紛紜。對於既得利益者，固然恨不得 QE4 亦主張永遠零息，但根據實實在在的客觀數據作判斷者亦為數不少。究竟當前的情況是否「應該」加息，不同切入會得不同答案。今文從歷史角度出發。

回顧自 1971 年美元正式脫鈎金價至昨天為止，以聯邦基金目標利率計，數得出的「開始加息日子」有九個，當中不計兩次石油危機期通脹失控下的短時間內反覆翻加。計計時差，即見兩次連續的「開始加息日子」之間相距三年許至六年半不等【圖一】。不過，對上一次開始加息距今已逾十年，偏離了以往息口週期跟隨經濟週期的做法——經濟平均每四、五年一上落，與三年許至六年半的息口一上落時間上吻合。由是推敲，若聯儲局按過往反週期做法行事，大概 2009/10 年經濟自谷底回升時便應開始加息。

圖一：聯邦基金目標利率及開始加息



圖二：美國開始加息時的PCE整體通脹



有否遲加當然不應只數歷史時距，還得看基本因素。既然政策以通脹為首要目標，第一要看的自然是聯儲局素來參考的個人消費開支平減物價 (PCE deflator) 按年變幅。

那九次開始加息時的 PCE 整體通脹幾高？1990 年代前多在 4% 水平，但之後則多在 2% 【圖二；紅叉為加息日，虛線為紅叉平均值，實線為其半對數趨勢】。通脹趨勢雖跌，但近期數字卻較歷次開始加息時的通脹趨勢更低，故「目前不應加息」看來大條道理。不過眾所周知，數字之所以不尋常地低是因為油價作祟，未必代表通脹壓力真的低。

所以，格老年代傾向參考扣除食品和能源的核心 PCE 通脹，縱被人詬病為出術，但今天大家應知兩個數據各有好壞。將上述的整體通脹換上核心，即見儘管跌勢依然，但近期數字卻高於歷次開始加息時的通脹趨勢【圖三】。不加息變得沒太理直氣壯了。另要留意的是，有幾次開始加息時的通脹，無論整體或核心計均處跌勢而非在上升。

圖三：美國開始加息時的PCE核心通脹

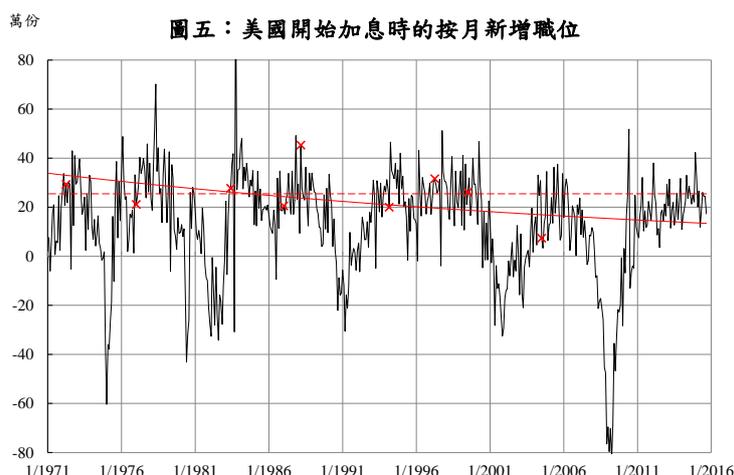


繼通脹後，加息的另一主要依據為就業，最大路的指標當然是失業率。驟眼所見，失業率並不如通脹般呈長期單一方向，是故半對數趨勢線未必有意義【圖四】。然而，歷年失業率低位在 4、5% 之間，當數據如目前般跌近 5%，有理由相信已近全民就業。誠然，昔日開始加息時，失業率僅由高位跌起 1% 上下，而非跌了一半還沒有行動的。

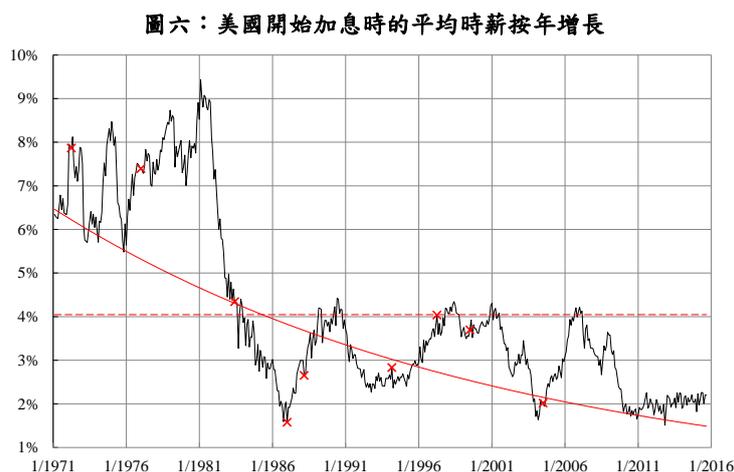
圖四：美國開始加息時的失業率



另一市場習慣參考的就業數據為職位增長，經季調按月計。須知道按月 20 至 40 萬份職位增長已是上世紀事；踏入千禧年代，按月 10 至 30 萬份才是常態，故論趨勢，大概 10 餘萬份已有條件開始加息，何況上次開始加息時連 10 萬份也不到呢【圖五】！其實除 1988 年特高及 2004 年特低外，目前職位增長跟歷次開始加息時的水平相若。



另一延遲加息的理據為薪金增長仍低。的確，海嘯後的增長水平徘徊在歷史低位，但其實之前也有兩次加息（1986及2004年）是始於這相若的低薪增長水平【圖六】。那兩次短暫見底V型反彈，但今次則長期低迷。不過，1990年代初也有過類似經歷，當時儲局同樣在低薪增長一段時期後於1994年加息，結果事後證明當時決定是對的。

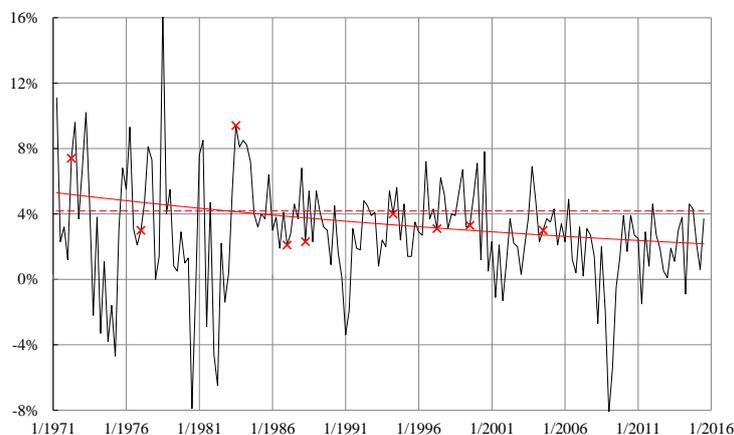


繼通脹、就業以外，現轉看最大路的數字：實質經濟增長。按年計算，今非昔比，目前增長顯然不易重返上世紀水平，但週期上已不算是低位，顯然已從低谷復蘇過來，況且昔日始加時亦未必等到增長見頂才動手【圖七】。再講，GDP本不是政策目標。



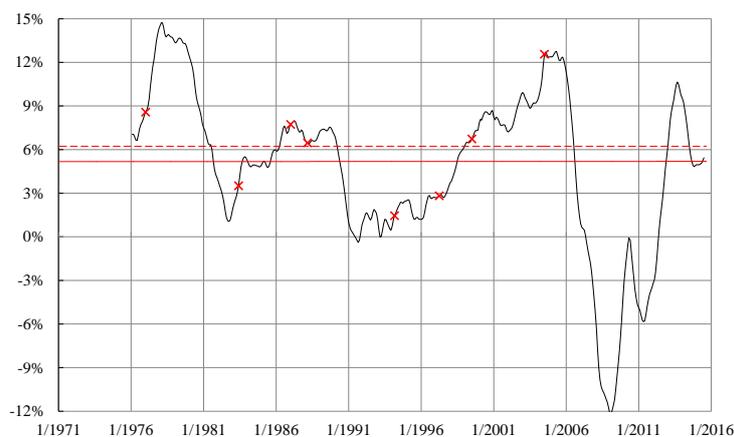
市場較關注的 GDP 增長還是頭條的季比數字。季比而言，增長跌勢是較線性的，而自 2010 年起季比增長已在趨勢線上【圖八】。事實上，按此官方也傾向的季比算法，目前增長比過往六次開始加息時都高，僅三次例外。這樣看，經濟增長亦支持加息。

圖八：美國開始加息時的按季經濟增長

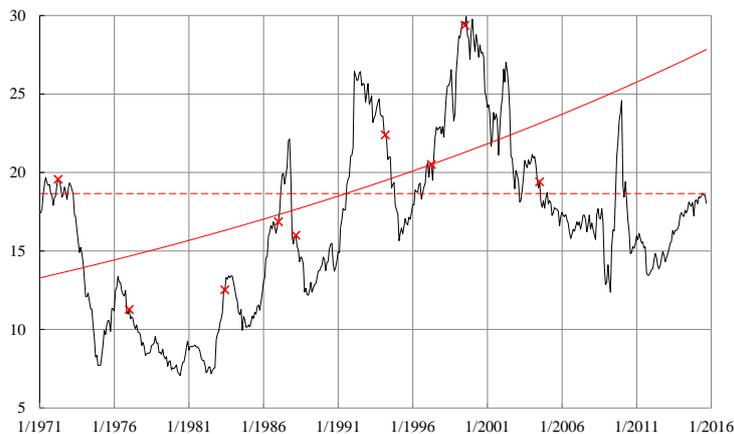


最後看看兩個市場。樓市是經濟的寒暑表，以房地美編制、遠至 1975 年的樓價，可見當前的增幅不高不低，跟過往開始加息時比，可謂比上不足比下有餘的【圖九】。歷次加息均在樓價上升時開始；今輪樓價上升已逾三年，這角度看亦具備加息條件。

圖九：美國開始加息時的樓價按年變幅



圖十：美國開始加息時的美股市盈率



另一個市場是股市。以往聯儲局在美股多貴時才開始加息？多貴由市盈率來決定，

首先從歷史所見，標指市盈率的長遠趨勢並非線性，有長升期也有長跌期的【圖十】。另外，近幾次開始加息時市盈率都在近 20 倍甚或以上，但七、八十年代時並不如此，反而最有機會開始加息之時，往往在市盈率處週期上高位附近；目前亦大概是如此。

今文回顧了歷次開始加息時的通脹、就業、經濟及市況。除儲局目標整體通脹外，其餘數據均見具備加息條件。所謂「具備條件」乃相對於昔日儲局做法而言，換言之，若是換上昔日儲局官員在今天坐鎮，大概早已開波去也。今天的委員不斷找藉口推遲，是怕了市場還是什麼不得而知。若只因整體通脹絆住，則倒要認真檢討這個指標了。

羅家聰
環球金融市場部