

《信報》專欄〈一名經人〉

加息符合大環境 不是鷹派是中性

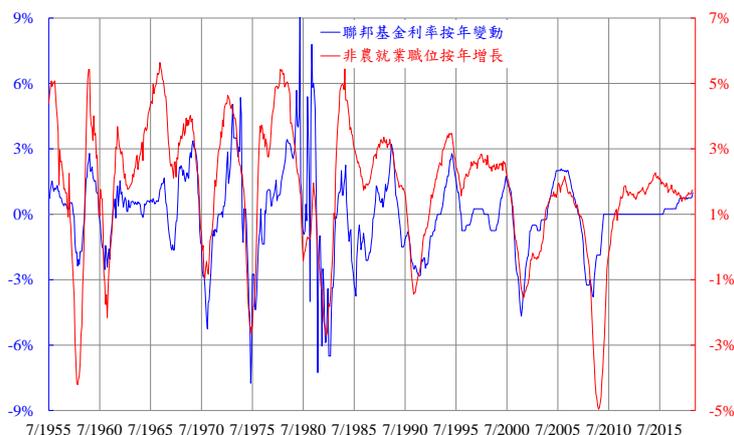
聯儲局今晨公佈議息結果，照計應無意外沒有動作，但（進一步）暗示下次加息。牌面上看，過去半年美國通脹起碼 2% 甚或稍高（PCE 計），而失業率起碼 4% 或稍低，按當局上次（9 月）的長線預測，通脹為 2%（當然要這樣寫，不然則長線也不達標），失業率為 4.5%，可見目前經濟顯然過熱。長線息口預測為 3 厘，這大概是均衡水平，問題只是過熱下要否短暫加至高於此水平才收手。換言之，正路估計至少再加四次。

其實上次的點圖都是這樣畫：中值和眾數的中值（因有三個眾數）都是再加四次，不過後年看法是可以停下來或再加兩次，而以後者看法稍強（中值則介乎這兩之間）。然而，這樣會否過份偏向過熱現狀而忽視可能突然轉差的情況？這是不少人所質疑的。今次我們從政策法則和領先指標判斷目前的加息週期是否過鷹或過鴿、太早或太遲。

圖一：美國息口與通脹



圖二：美國息口變動與職位增長



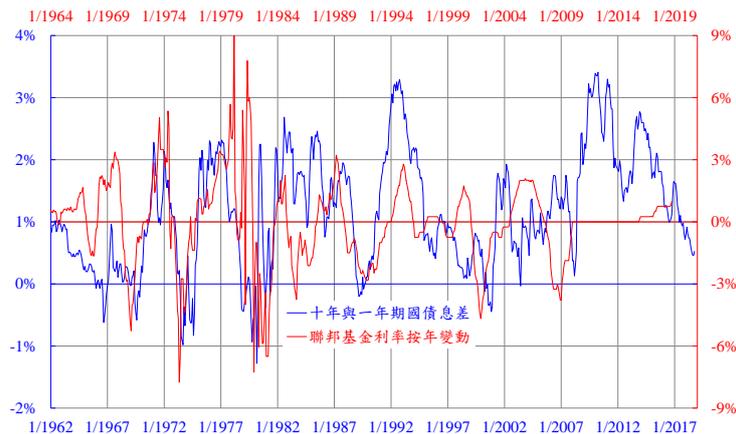
首個要看的基本因素當然是通脹；這裏取聯儲局計算目標所用的 PCE 整體數字。儘此，通脹是滯後的，而政策也不是針對滯後現象，而是先將之展望（即通脹預測），再對症下藥，通常展望期為年半至兩年。所以，要比較的是通脹與年半、兩年前的息口

【圖一】。如圖所見，1950、60年代的息口是合理的，1970至80年代中的則顯然滯後（藍線行後於紅），1990年代的過緊（息口有時高過通脹5%），2000年代的重返合理，但2010年代的顯然過鬆（實質負利率有時逾2厘）。現在追加雖已遲了但仍有必要。

另一個政策目標是就業。失業率是眾所周知滯後的，但職位卻稍為領先。實際上，職位增長與息口變動的關聯度頗高，而在經濟大轉角時尤甚【圖二】。比較兩者可見，早幾年的息口變動（零）確遠不及職位增長，但近年即使職位放緩仍能吻合息口增長。是故按聯儲局兩大目標辦事的話，起碼截至目前的加息仍相當合理，即有遲了起步。

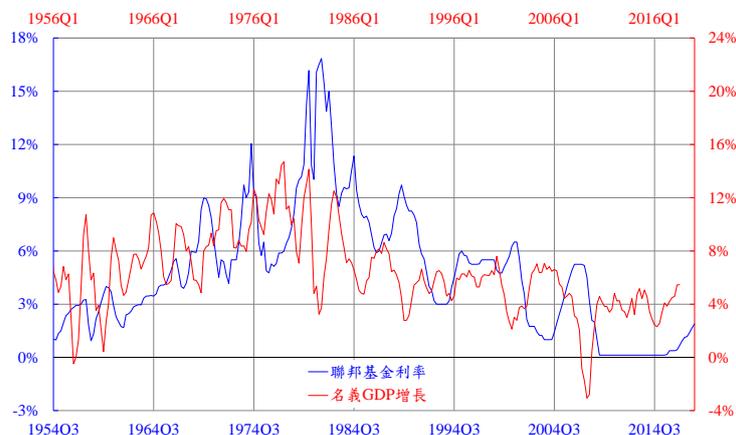
不過，之前遲了開始，現在又會否遲了結束加息週期？長短債息差測經濟的能力，相信迄今已無人質疑。若按息差行事的話，海嘯結束後便應旋即以五、七厘地加上去，之後慢慢減下來【圖三】。換着以前，息口跟息差是頗足的；固然，海嘯後沒這樣做，今天亦沒條件減下來了。不過，即使海嘯後加五、七厘然後慢減，目前亦怕有2、3厘，實際上與目前的息口水平未必相去太遠，只是過去十年息口的反週期做得不夠而已。

圖三：美國長短息差與息口變動



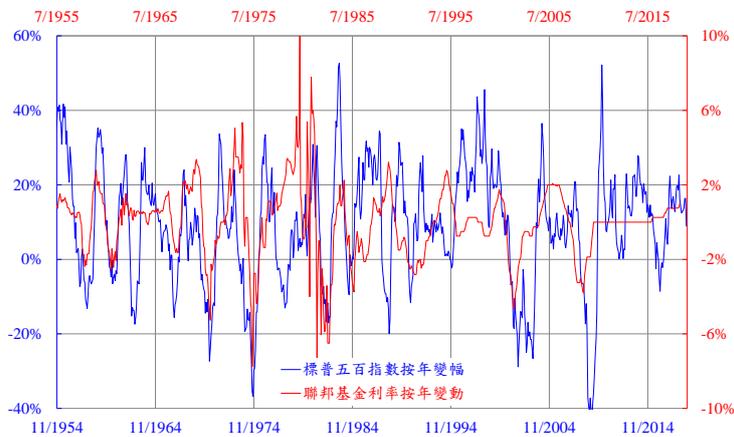
近年亦有倡議以名義GDP為政策目標（nominal GDP targeting），儲局也討論過。將名義GDP增長拆分實質GDP增長及其通脹（GDP deflator），即見這類似泰勒法則，分別只是前者將兩因素賦以相等權重，後者則對通脹看重於GDP（系數比例為3:1）。

圖四：美國息口與名義GDP增長



因此，以名義 GDP 為目標所預示的息口政策跟目前所做的方向上一樣，都是指向加息【圖四】。最後換上美股變幅來推算息口政策。以歷來關係再加上目前股市放緩推算，息口變動頂多由加快轉橫行，但按年變動仍稍高於零水平，即仍要繼續加息【圖五】。

圖五：美股與息口按年變幅



無論由政策目標或領先指標看，美息現水平合理，若看重通脹的話更可進一步加，這跟儲局點圖的息口預測相當吻合。故當局目前所為不能說成鷹派，反而頗為中性。

羅家聰
環球金融市場部