

# 《信報》專欄〈一名經人〉

## 中性利率難再削 加至年中儲彈藥

聯儲局下週議息，幾乎加硬，焦點已轉到其點圖所顯示的明年加息次數，因為按照9月議息會後說法，明年會加三次；但利率期貨卻一路預示兩次，上月中起減至一次。一次和三次的差距有半厘，在好景時無所謂，但經濟不好時多半厘就有分別了。所以，今次即管也大膽在聯儲局出新看法前展望一下，看看最終讓步的是市場還是聯儲局。

在特朗普很不客氣地施壓下，聯儲局是否轉了軀由鷹變鴿呢？說是得，不是亦得。說是者的證據，是時間上吻合得很：剛施壓後就改口風。然而，特朗普已不是第一次，而是很多次了。緣何過去幾次施壓後聯儲局無反應呢？須知幾次施壓的方式都差不多。還有，油價在10、11月間跌了三成半，當局政策所參考的整體通脹多少也會反映的；現剛2%符目標，來季理應低於此。何況股市回落經濟轉弱人所共見，轉鴿亦有其理。再講，在9月會後的利率預測下限已有相當於停加的2.1厘，可見此說非新【圖一】。

圖一：聯儲局9月議息會後預測較鴿的加息計劃

Variable	Median <sup>1</sup>					Central tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2018	2019	2020	2021	Longer run	2018	2019	2020	2021	Longer run	2018	2019	2020	2021	Longer run
Change in real GDP	3.1	2.5	2.0	1.8	1.8	3.0-3.2	2.4-2.7	1.8-2.1	1.6-2.0	1.8-2.0	2.9-3.2	2.1-2.8	1.7-2.4	1.5-2.1	1.7-2.1
June projection	2.8	2.4	2.0	n.a.	1.8	2.7-3.0	2.2-2.6	1.8-2.0	n.a.	1.8-2.0	2.5-3.0	2.1-2.7	1.5-2.2	n.a.	1.7-2.1
Unemployment rate	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5	3.7	3.4-3.6	3.4-3.8	3.5-4.0	4.3-4.6	3.7-3.8	3.4-3.8	3.3-4.0	3.4-4.2	4.0-4.6
June projection	3.6	3.5	3.5	n.a.	4.5	3.6-3.7	3.4-3.5	3.4-3.7	n.a.	4.3-4.6	3.5-3.8	3.3-3.8	3.3-4.0	n.a.	4.1-4.7
PCE inflation	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0-2.1	2.0-2.1	2.1-2.2	2.0-2.2	2.0	1.9-2.2	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0-2.3	2.0
June projection	2.1	2.1	2.1	n.a.	2.0	2.0-2.1	2.0-2.2	2.1-2.2	n.a.	2.0	2.0-2.2	1.9-2.3	2.0-2.3	n.a.	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.0	2.1	2.1	2.1		1.9-2.0	2.0-2.1	2.1-2.2	2.0-2.2		1.9-2.0	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0-2.3	
June projection	2.0	2.1	2.1	n.a.		1.9-2.0	2.0-2.2	2.1-2.2	n.a.		1.9-2.1	2.0-2.3	2.0-2.3	n.a.	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	2.4	3.1	3.4	3.4	3.0	2.1-2.4	2.9-3.4	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.0	2.1-2.4	2.1-3.6	2.1-3.9	2.1-4.1	2.5-3.5
June projection	2.4	3.1	3.4	n.a.	2.9	2.1-2.4	2.9-3.4	3.1-3.6	n.a.	2.8-3.0	1.9-2.6	1.9-3.6	1.9-4.1	n.a.	2.3-3.5

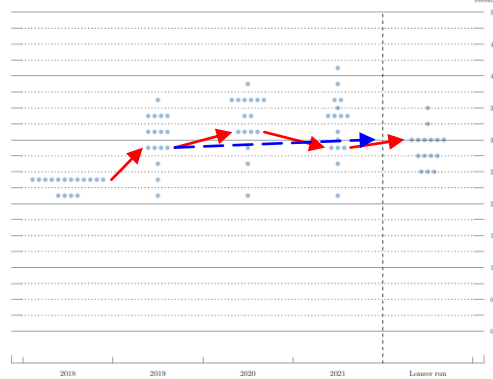
圖二：聯儲局上次議息會後紀要節錄

than their current expectations. However, a few participants, while viewing further gradual increases in the target range of the federal funds rate as likely to be appropriate, expressed uncertainty about the timing of such increases. A couple of participants noted that the federal funds rate might currently be near its neutral level and that further increases in the federal funds rate could unduly slow the expansion of economic activity and put downward pressure on inflation and inflation expectations.

11月會議的紀要（minutes）又更新了些看法，指目前聯邦基金利率已近中性水平【圖二】。行內皆知，所謂中性水平（neutral）乃均衡（equilibrium）或長線（long-run）

水平。從9月的點圖「第二眾數」所見，其實有另一「次主流」看法，乃明年加兩次，之後在3厘附近微調【圖三】。必要時明年加兩次後停下來，距3厘水平已僅剩 $\frac{1}{8}$ 厘，亦算達中性水平吧。這符合鮑威爾近期「明年停加」之說，亦跟9月點圖沒有矛盾。

圖三：聯儲局9月議息會後點圖較鴿的加息計劃



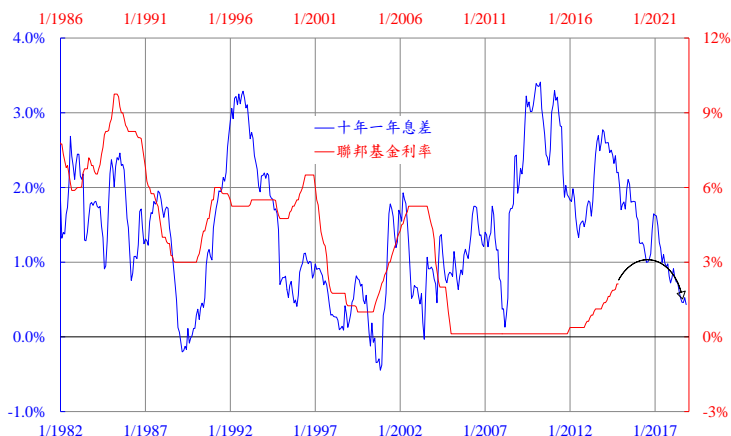
問題是，當局的長線利率水平是可以改的，由當初有點圖時的4 $\frac{1}{4}$ 厘減至今僅3厘，再減下去豈非現在已可結束加息週期？這要追溯到下調長線利率水平的原因；照估計，應不出通脹趨跌令當局懷疑有些宏觀因素出現結構變化。若將較反映趨勢的核心通脹，與滯後年半到兩年——即是央行所謂的「中期（medium term）」，現取其中值七季——的長期利率預測中值比較，即見吻合，可見儲局確以通脹走勢來定長線水平【圖四】。然而如圖所料，早前的核心通脹趨升正預示長線利率水平亦將跟隨，有半厘上調空間。近日有指鮑威爾其實未曾透露他心目中的中性利率，而實際上或如圖示般不斷在變。

圖四：美國核心PCE通脹和聯儲局長期利率預測中值



然而中性利率是長線的，在週期角度上，一旦經濟逆轉，卻不必加到這水平才停。近日，孳息曲線就彷彿預示將衰退了，果如是者，緊縮政策亦當逆轉。不過於此之上，兩者的時差十分關鍵。從1980年代大放緩起至今，長短息差其實領先政策利率達四年【圖五】！緣何時差會這麼長？因為息差看得很遠，通常預示一、兩年後的經濟狀況；至於息口政策一般參考通脹，但CPI增長又通常落後GDP增長約一年，政策滯後的話（如今個加息週期已是大滯後），幾個因素加起來便有四年了。現任政策要是偏鷹者，大可如所示軌跡般先稍加而後到衰退時再減——現在的加是為儲起日後要減的彈藥。

圖五：美國十年一年息差與聯邦基金利率



綜上所見，當局在表述上可以停加，但觀乎通脹、經濟前景（長短息差）等基本，則有條件續加。敝欄早已以鮑威爾在早年開會上的發言（transcripts）而斷定其鷹派，其近日姿態亦不見得鴿，加上他曾明言加息應定期進行，故不似會稍停後而翻手再加；所以一停，就是停了。但按圖三，市場、儲局各讓一步，加至明年中的機會應最大。

羅家聰  
環球金融市場部