

經濟專題

2017下半年加息一次

- 投資者信心改善，利率過低，資金很可能流入高風險資產，形成資產泡沫，貨幣政策有必要收緊
- 聯邦基金利率短期(至2017年底)應維持略低於PCE通脹，中期(至2018年底)應相等於2%的PCE通脹目標，長遠應略低於3%
- 特朗普稅改及基建計劃年內推行進度影響通脹，進而影響加息效果
- 12月議息會議加息0.25%至1.25%-1.50%機會最大

中原資產管理有限公司



盧景新

分析員

研究及組合管理部

michael.lo@centawealth.com

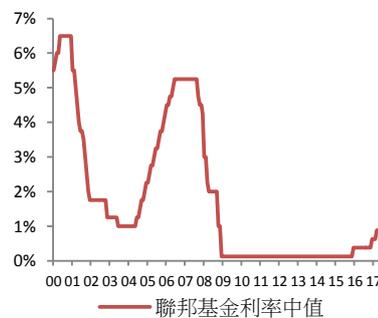
(852) 2106 3355

- 投資者信心改善，利率過低形成資產泡沫

為何要加息

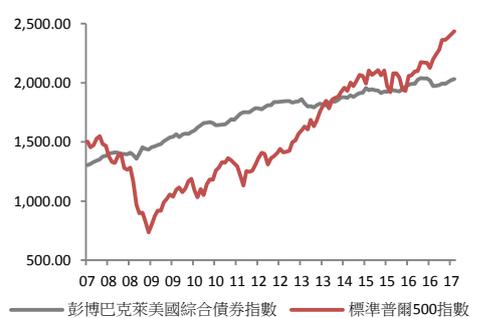
自2008年金融海嘯至2015年，聯邦基金利率(“FFR”)一直維持在0.00%-0.25%的最低位(圖1)。當經濟重回正常狀況，過低的利率過份鼓勵借貸，使資金過剩。隨著投資者信心改善，這些資金很可能流入高風險資產，形成資產泡沫。美國過去數年股債齊升的現象(圖2)，很可能反映資金已經過份充裕，故貨幣政策有必要收緊。

圖1: 聯邦基金利率目標中值走勢



資料來源: 彭博

圖2: 美國股、債指數十年走勢



資料來源: 彭博

- 經濟衰退，實際利率應低於自然利率，反之亦然

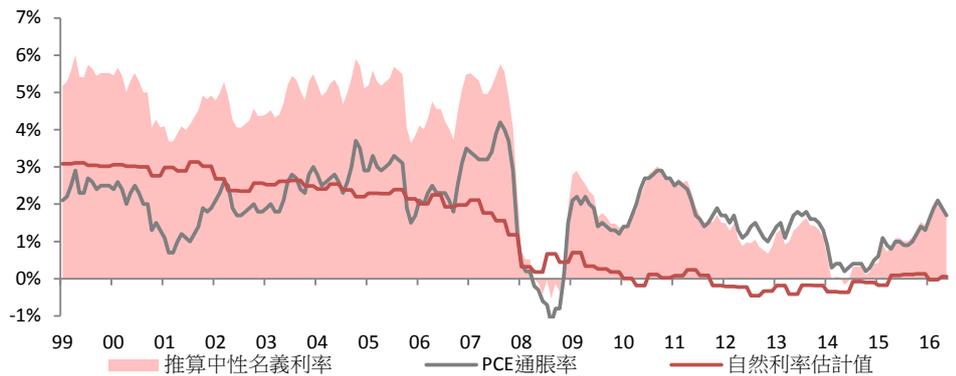
自然利率理論

美聯儲公開市場委員會(“FOMC”)的利率政策有兩大目標：(1)穩定物價及(2)達成充分就業。當經濟以正常情況運行，並達成以上目標時，經濟狀況並不需要以貨幣政策加以調整，故貨幣政策在此時應為中性，而對應的實際利率(或稱通脹調整後利率)稱為自然利率。

自然利率為FOMC加息的基準。當經濟衰退，須以寬鬆貨幣政策支持經濟，實際利率應低於自然利率。反之，當經濟蓬勃，實際利率應高於自然利率以免經濟過熱。

因自然利率為一概念，無法自然觀察，美聯儲經濟學家Thomas Laubach與John C. Williams(現為舊金山聯邦儲備銀行總裁)於2001年以實際GDP增長等可觀察數據建立了自然利率的估計模型(L-W模型)。

圖3:美國自然利率L-W模型估計值、PCE通脹率及推算中性名義利率



資料來源: 彭博

按其估計值為基礎，假如美國經濟按現時狀況發展，我們預期未來FFR走勢將循以下方向：

■ 短期目標 (至2017年底)

LW模型估計，現時美國自然利率水平約為0.05%，十分接近0%的水平。即如貨幣政策需為中性，FFR應定在通脹率。現時美國失業率為4.3%，充分就業基本已達成，但PCE通脹仍然與2%的目標有一定距離，故貨幣政策仍應保持一定程度寬鬆，FFR短期內應略低於PCE通脹。現時PCE通脹為1.4%，如預計其溫和上升，加息1次(至1.25%-1.5%)相當合理。相反，假如加息2次(至1.50%-1.75%)，FFR很可能觸及甚至超越通脹水平，恐怕過於進取。

■ 中期目標 (至2018年底)

就上文述，FOMC現對於PCE通脹的目標為2%，假設自然利率0%不變，FFR中期目標亦應為2%。據FOMC 6月13-14日議息會議的委員預測中位數顯示，委員預期PCE通脹將於2018年底達到目標的2%，相應地，FFR亦應於同期達到2%。

■ 長期目標 (2019年或以後)

亦有舊金山聯儲銀行的研究¹指出，在2%的經濟增長率下，長期自然利率將維持在1%左右。現時FOMC長期經濟增長預測中位數為1.8%，以此推論，FFR的長期目標應略低於3%。

不確定因素：特朗普施政進度

美國總統特朗普早於競選時提出了稅改及基建計劃兩項重大的擴張性財政政策。前者重點在大幅減稅，國民可支配收入因而增加；後者則增加政府支出，兩者均令通脹預期升溫。

雖然特朗普政府期望以上兩項政策今年內通過國會，但因醫改受阻、「通俄門」等事件影響，其成功與否目前仍為未知之數。假如進度與預期不符，很有可能再次改變通脹預期，令通脹波動，進而影響加息的效果。2017年下半年尚有4次議息，FOMC很可能暫時按兵不動至12月最後一次會議，待上述因素明朗化再決定加息與否。換句話說，11月或以前加息機會低。

■ 利率短期內應略低於 PCE 通脹

■ 稅改及基建計劃影響通脹走勢，加息待年底最終決定

¹ Lansing, K. J. (2016, Aug 29). Projecting the Long-Run Natural Rate of Interest. Retrieved from <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2016/august/projecting-long-run-natural-rate-of-interest/>.

預測

以上提及，年底前加息機會低，至於12月議息會議最終能否加息，以(1)政策能通過國會與否；及(2)市場預期劃分，可歸納為以下4個可能性：

- 可能性1：政策今年內通過國會，符合市場預期
- 可能性2：政策今年內通過國會，超出市場預期
- 可能性3：政策今年內不能通過國會，符合市場預期
- 可能性4：政策今年內不能通過國會，市場預期落空

從市場預期方面分析，是屆國會，共和黨於參眾兩院均為大多數，換言之，假如特朗普在黨內取得共識，政策應可通過國會。故問題癥結為特朗普是否能就上述兩項政策取得黨內共識。

雖然特朗普以來施政一直困難重重，以醫改為例，早前以些微優勢通過眾議院，卻未能於參議院取得足夠支持。主要原因為醫改涉及削弱對基層的醫療保障，損害部份民眾利益，而另一例子，入境禁令則可能涉及歧視，故推行即遭部份地方法院暫緩。

相對下，稅改及基建政策與該等政策相比，阻力應較低，因為大幅減稅惠及絕大部份國民，而增加基建則支持就業，亦對國民有利。其壞處是使政府財政困難，國民感受到的負面影響較低，故針對兩項政策反對聲音很難獲得民意支持。故預期政策能通過國會最為合理。可能性2及可能性3發生的機率十分低。而餘下的可能性1及可能性4：

- 可能性1：承上論點，發生的機率較大，預期通脹年內溫和上升，12月議息會議加息0.25%至1.25%-1.50%。
- 可能性4：承上論點，發生的機率較細，如發生，通脹將受打擊回落，12月議息會議息率維持現水平1.00%-1.25%。

結論

我們認為年底加息0.25%機會最大，貨幣政策收緊的步伐仍然溫和，雖然某些對利率敏感的資產，例如不動產，已存在價格泡沫。但年內利率上升緩慢，對其負面影響應低，投資者不必過份擔心。

- 稅改及基建計劃反對聲音較低，年底加息 1 次機會最大

免責聲明

本文件由從事證券及期貨條例（香港法例第 571 章）中第 4 類（就證券提供意見）受規管活動之持牌法團中原資產管理有限公司（「中原資產管理」）所發行，並准許由中原金融集團有限公司（「中原金融集團」）在香港派發。

本文件所載資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠編制，惟中原資產管理以及中原金融集團任何其他成員公司並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證。本文件內表達之所有意見均可在不作另行通知下作出更改。本文件純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本文件亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出證券的要約。本文件所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

本文件所列之任何價格僅供參考，並不代表對個別證券或其他金融工具的估值。本文件並無對任何交易能夠或可能在那些價格執行作出聲明，此外任何價格並不一定能夠反映中原金融集團的內部帳冊和記錄或以理論模型為基礎的估值，並且可能是基於若干假設。由中原金融集團或根據任何其他來源作出的不同假設或會產生截然不同的結果。

證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。

此外，謹請閣下注意本文件所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下于作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

中原金融集團和本集團的關聯公司、高級職員、董事和雇員（不包括負責本文件內容的分析員）將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。

中原金融集團的銷售人員、交易員及其他專業人員或會向有關客戶及中原金融集團之成員公司提供可能與本文件所表達意見不同的口頭或書面市場評論或買賣策略。中原金融集團或會作出與本文件所述投資建議或見解不符的投資決定。中原資產管理並無責任向接收本文件的任何人士提供該等其他買賣意見或建議。

中原金融集團或其任何董事、雇員或代理人概不就因使用本文件內所載資料而蒙受的任何直接或間接損失承擔任何責任。本文件只供內部參考使用，未獲中原資產管理事先書面同意前，不得複印、派發或發行本文件作任何用途。