



美國聯儲局加息前景及其對亞洲資產的影響(一)

我們離美國聯邦儲備局（聯儲局）加息還有多遠？美國加息對亞洲的證券市場有甚麼影響？洞察亞洲一連兩期，會為大家探討這些問題。

一個連貫統一的框架，能讓我們理解促成加息原因，是非常有用的——不是因為我們可參與其中，經營交易，而是因為當中的分析可以讓我們了解到怎樣才是最佳方法，為長遠的投資組合定位。這一期，我們會透過美國聯邦基金利率的模型，研究加息的時機和先決條件。第二期將提出研究框架，探究加息對亞洲證券市場可能會造成的影響。

我認為，聯儲局會避免重蹈瑞典中央銀行的覆轍，犯下他們曾犯的政策失誤。瑞典央行在2010年加息，沒有理會當時低於預期2%的通脹率、愈來愈差的歐洲經濟，以及金融政策專家的反對——他們對日本對抗通縮25年一事有深入的見解。

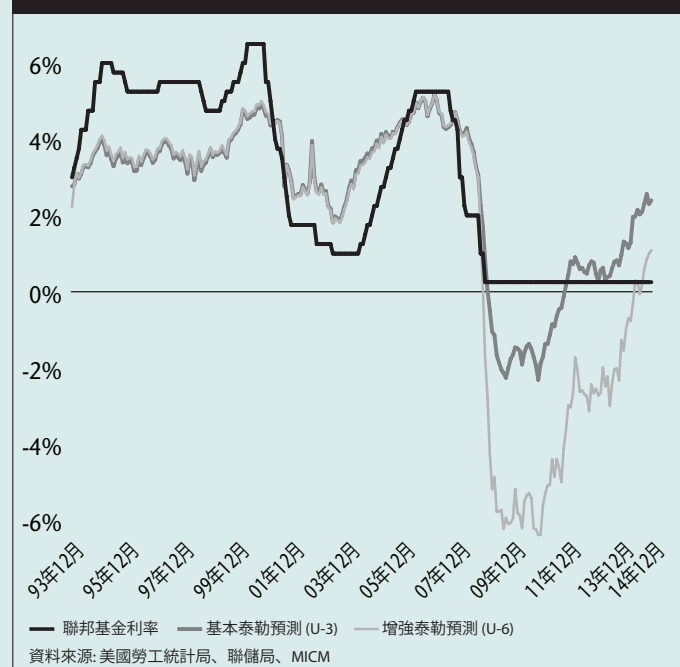
瑞典央行寧願選擇以經濟預測作為行動的基礎，與當時的經濟狀況背道而行。瑞典加息是預期會有通脹的反應，但在事後看來，即使當時頒布零利率政策，通脹也是不太可能發生的事。瑞典央行在2011年重返減息週期時，必須立即逆轉政策。然而，減息來得不夠迅速，令瑞典經濟在過去兩年飽受通縮之苦。

2015年2月，通脹鷹派不得不絕望地採取消極利率政策，以及宣布施行類似美國、歐洲和日本央行早已實施的買債量化寬鬆計劃。

美國聯邦基金目標利率自2008年12月以來已經處於零下限。一些市場人士認為，零利率政策(ZIRP)應該一早取消。也有人認為，低通脹率和疲弱的勞動力市場正繼續支持零利率政策。讓我們看看為何零利率政策可以實施達六年，並用此分析，對餘下的收益率曲線中加息的時機和影響，作出合理推測。

聯儲局有著保持價格穩定和充分就業的雙重使命（即是非加速通貨膨脹失業率）。這兩個目標可以是互相矛盾的。以史丹福大學教授約翰泰勒（John Taylor）命名的《泰勒規則》正式確認這種折衷，因為它牽涉到平衡聯邦基金利率。規則以當時的通脹率跟目標通脹率，以及當時的失業率和充分就業水平作比較。這規則為定立聯邦基金利率，提供有結構和具規範性的評估。

泰勒規則對聯邦基金的預測與實際情況的對比
1993年12月-2014年12月



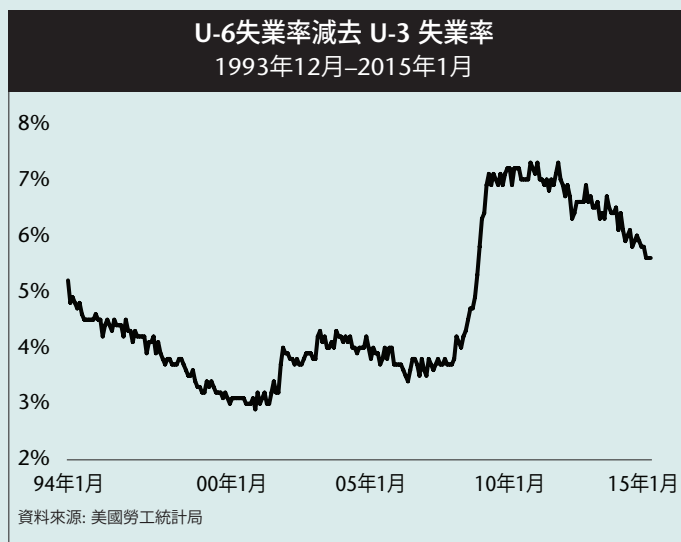
「聯儲局會避免重蹈瑞典中央銀行的覆轍，犯下他們曾犯的政策失誤。」

基本泰勒規則引用U-3失業率，解釋了零利率政策在2011年11月交叉點前出現。U-3是簡要的失業率，只計算那些100%沒有工作，也沒有積極尋找工作的人為失業。

那麼，為甚麼聯儲局還沒有加息？畢竟，2015年1月的U-3失業率為5.7%，跟大多數人預期的勞動力市場平衡水平差距不大。

U-3失業率的問題是，它沒有把已放棄找工作或尋找全職工作的兼職工人計算在內。U-6失業數據正好涵蓋了這範圍。截至2015年1月，U-6失業率為11.3%。當泰勒規則用上這個更廣泛失業率定義時，表示聯儲局應是在2014年的秋天，首次考慮加息。

聯儲局主席耶倫謹慎地對待U-6和U-3之間的差距。她的公開講話顯然反映了這一點。兩者的差距一直縮窄，但速度不足以令人擔心經濟過熱。此外，差距的絕對水平仍處於歷史高位，表示的貨幣政策保持寬鬆或會是更謹慎的做法，比起冒著令勞動力市場停止復蘇的風險較佳。



在2015年2月舉行的參議院銀行委員會聽證會上，耶倫將近期加息的可能性減低，她當時說：「… 勞動力參與率較大部份的預測趨勢都要低，而工資增長依然遲緩，顯示市場仍維持週期性疲軟。」

這觀察應該會令我們之間的通脹鷹派感到興趣。勞動力市場疲弱的最可靠指標是工資上漲，而聯儲局認為當中並未見危機。美國經濟似乎朝著非通脹下滑的方式，邁向充分就業。

在後沃爾克年代，聯儲局較為傾向充分就業而不是穩定價格。這是合理的，因為通脹屬於分佈廣泛的輕微痛楚，而失業率則是地區性以至個人的劇烈疼痛。聯儲局非常關注疲弱的勞動市場，而通脹的水平 and 趨勢則被認為是無害的。此外，油價暴跌帶來了通縮性的供應衝擊，賦予美國聯儲局較高的誤差幅度，減低出現過度寬鬆政策的可能性。

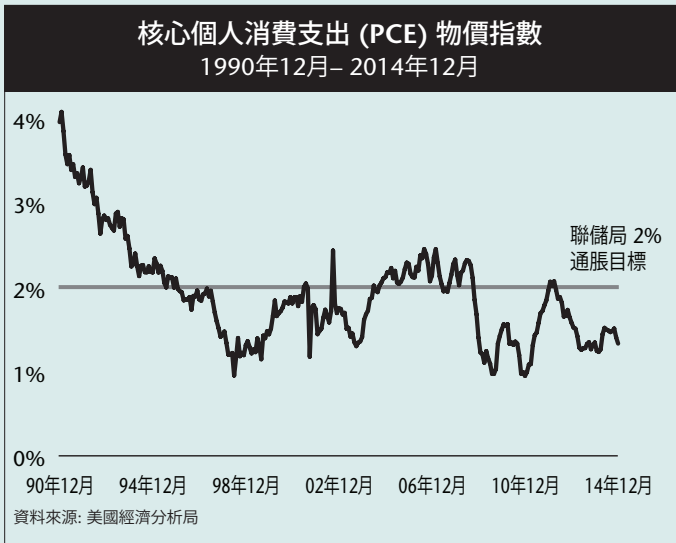
聯儲局要避免「第三軌」通縮的強烈慾望是根深蒂固的。2008年以來，價格變化與通縮已經足以消除對通脹的即時憂慮。「通脹主義者」真的在等待果陀。在2014年12月最新公布的核心個人消費支出（PCE）年度物價變化中，扣除食物和能源後為1.3%。個人消費支出平減物價指數只是0.8%。2008年以來72個月裡有69個月，通脹都低於目標的2%水平。

¹約翰威廉斯，更新「新的正常失業率是甚麼？」（三藩市聯邦儲備銀行，2015年2月10日）

³<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/yellen20150224a.htm>

³沃爾克：保羅沃爾克，美國聯儲局主席，1979–1987。

「聯儲局有著保持價格穩定和充分就業的雙重使命。
但是，兩者可以是互相矛盾的。」



在目前通脹溫和的背景下，聯儲局更有可能要等到勞動力市場出現牛市才會加息。U-6 和U-3 失業率的差距仍然很大，如果聯儲局在差距縮窄到至少5%之前就出手，實在會令人詫異。第二個先決條件或會是通脹率在2%或以上，持續維持一段時間。

與大眾的觀點相反，在這種環境下加息以阻止出現預期的通脹未必是有前瞻性、溫和或保守的做法。這可以是一個具風險以及進取的行動，正如瑞典央行在2010年的經驗一樣。當通脹處於低水平而且經濟疲弱時，提高政策利率以預期會有高通脹，或會引起難以舒緩的通縮壓力。

如果沒出現巨大的宏觀經濟亂局，例如烏克蘭戰事或希臘脫離歐元區，聯儲局認為在2015年是適當時候加息的可能性會增加，然而這並不意味著一定會加息。精確地測量疲弱經濟的水平和趨勢是相當困難的。即使數據充足，仍會有人反對其解釋和展望。

在下一期的洞察亞洲，我們會探討加息如何影響亞洲證券市場。

Gerald Hwang, CFA
基金經理
銘基亞洲



Matthews Asia

披露及備註

本文討論的觀點與資料反映於特定時間的意見及市況評估，可能出現變動。閣下不應倚賴本文件作為買賣特定證券或整體市場的建議。

本介紹所載述的資料取自從數個在編彙本檔時相信是可靠及正確的來源。銘基國際投資公司概不就使用本資料所造成的任何直接或相應而生的責任或損失承擔任何責任。

投資於國際及新興市場可能須面對額外風險，例如社會及政治不穩定、市場流通量不足、匯率波動、高波幅及監管制度不完善等。此外，單一國家基金由於集中投資特定的地理位置，可能較分散投資基金承受較高水平的市場風險。投資於中小型公司較投資於大型公司涉及更大風險，因為與大型公司比較下，中小型公司的股份可能較為波動，流通量亦較低。

本文件在新加坡，只提供予新加坡證券及期貨法第304節項下的機構投資者，以及新加坡證券及期貨法第305節項下的相關人士，兩者的定義均遵從有關法例所述。本文件不得在新加坡傳送或分發予散戶投資者。

本文件由Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資(香港)有限公司發出，並未經證監會審閱。如果您是屬於香港的專業投資者，請直接聯絡銘基環球投資(香港)有限公司，了解更多關於本基金的資料。

本文件在英國由Matthews Global Investors (UK) Limited發出。Matthews Global Investors (UK) Limited是Mirabella Financial Services LLP所委任的代表，而Mirabella Financial Services LLP則受英國金融管理局(Financial Conduct Authority, FRN 415559)授權和監管。

本文件未經任何監管機構審閱或批核。本文件只供機構/專業投資客戶參閱。

©2015 Matthews International Capital Management, LLC 銘基國際投資公司

G.MATAI—2015年3月

電話: +1 (415) 954-4510
電郵: globalfunds@matthewsasia.com
網站: matthewsasia.com

香港:
電話: +852-3901-0880
網站: hk.matthewsasia.com