

美國聯儲局在 7 月 27 日宣布再度加息 75 基點，是今年第四次調高利率。聯邦公開市場委員會的加息決定，對我們有何啟示？這對增長有何影響？環球首席經濟師兼環球宏觀經濟策略部主管 Frances Donald 及環球宏觀策略師 Eric Theoret 分享其最新的觀點。

聯儲局四度加息後，下一步有何行動？

聯儲局改變立場？我們認為不然

您可能認為，市場會對美國聯儲局如此進取的政策行動反應負面，但情況正好相反：股市上升，美元走弱，孳息曲線變得陡斜，以市場為基礎的通脹指標上漲。市場似乎已注意到，聯儲局將會轉向採取數據行事的利率決策方式，而非只著眼於「不惜一切代價抑制通脹」。

雖然市場目前已普遍接受，經濟增長將在今年餘下時間大幅放緩，但根據傳統智慧，未來數月的加息步伐理論上將會放緩。這個假設無疑合乎邏輯，但我們不會立即把上次議息會議的決策，視作聯儲局改變立場的轉捩點。

我們認為，聯儲局將保持強硬立場，即使整體通脹輕微回落，但仍處於令人不安的高水平，估計局方將繼續加息至年底。儘管如此，2023 年的情況將變得更加複雜，經濟增長和通脹水平可能在明年大幅放緩；屆時，我們才會預期聯儲局展開寬鬆周期。最終，聯儲局在未來的利率決策，以及指引當局考量的指標方面增添大量不明朗因素。聯儲局主席鮑威爾表示，聯

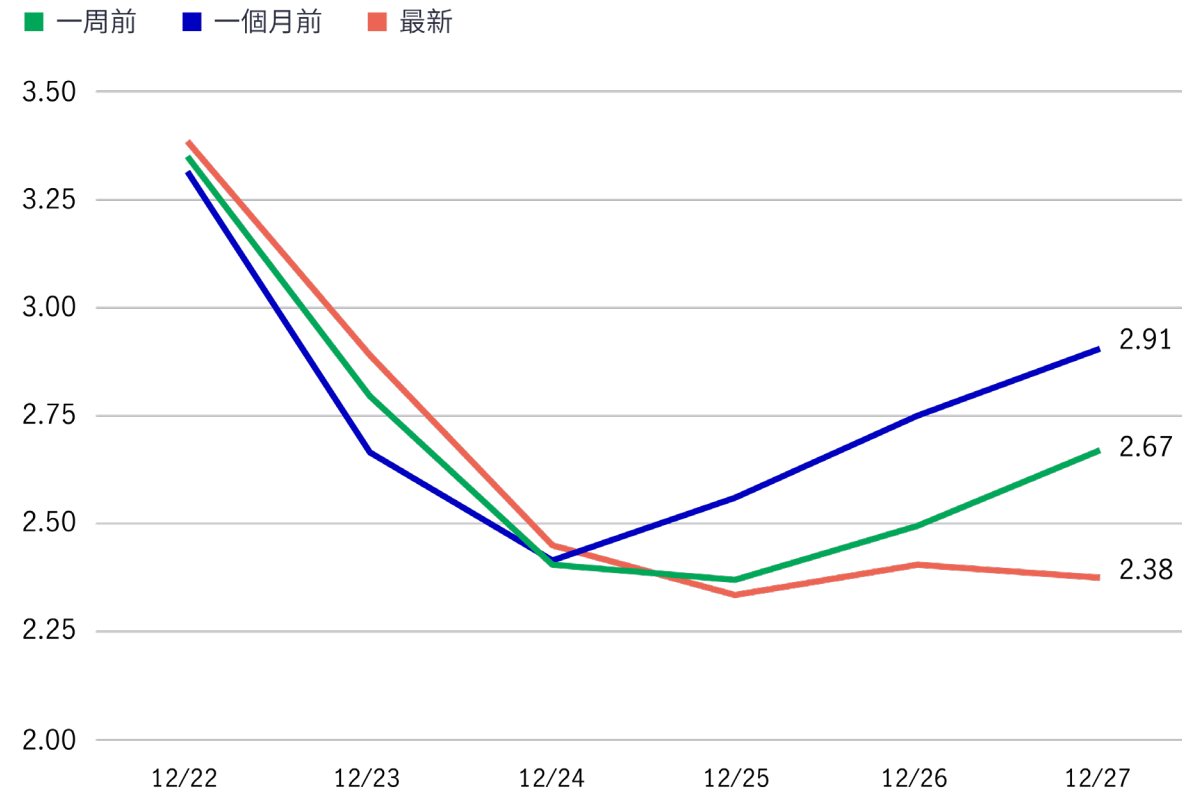
邦公開市場委員會將「靈活應對未來的經濟數據和不斷變化的前景」；經濟師和策略師也應如此。

回歸中性利率的重要性

7 月份加息的意義重大，因為此舉使聯邦基金利率處於聯儲局對中性利率的預測範圍內，即貨幣政策既非擴張也非收縮的利率水平。這次加息是一個重要的里程碑，原因有二。

第一，這意味此後的任何加息都會被視為限制經濟增長。不少聯儲局官員已明確表示，有必要將利率調高至中性以上，從而抑制通脹，這也是我們預期當局將在年底前繼續加息的原因之一。然而，目前聯儲局將日後加息的門檻設於甚高水平，我們預期未來加息的幅度將會較小。展望未來，投資者面對的關鍵問題是，聯儲局改變加息幅度（即由 75 基點減至 50 或 25 基點）的可能性有多大，以及在避免重創經濟的情況下，聯儲局加息空間還有多大？截至目前，我們預期聯儲局將在 9 月加息 50 基點，在 11 月加息 25 基點，在 12 月最後一次加息 25 基點，並結束加息周期；然而，我們的預測存在風險，隨着聯儲局逐步調高利率至中性利率之上，加息次數將會減少，幅度也會收窄。

圖 1：有抵押隔夜融資利率期貨



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 7 月 28 日。

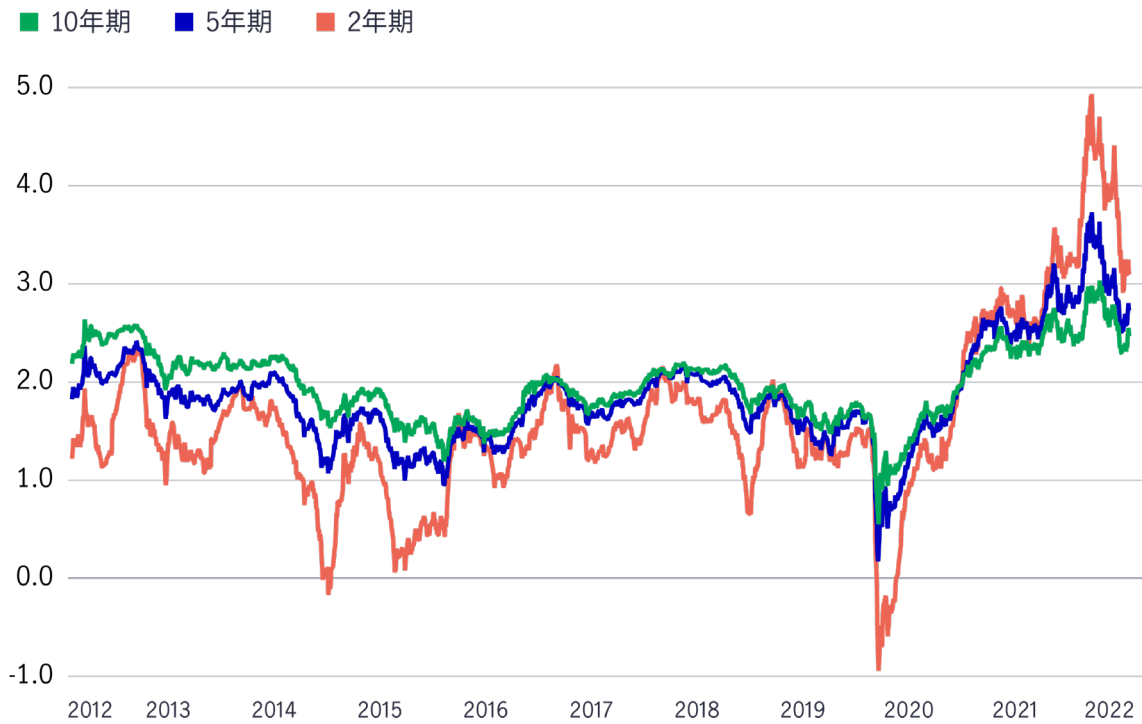
第二，回顧歷史，聯儲局難以把利率上調至遠高於中性利率的水平，而且不得不迅速逆轉利率走向。根據過去調整息率數據，最後一次加息相隔第一次減息的中位數時間為七個月。鑑於我們可能在 2022 年底和 2023 年初陷入高度衰退的經濟環境，市場正反映減息周期（以有抵押隔夜融資利率曲線衡量）將於 2023 年展開，並持續至 2025 年，這個觀點不無道理。我們亦預計聯儲局將在明年開始減息，但要待至年中才會展開，因為我們認為，儘管通脹放緩，但仍將居高不下，使聯儲局無法在年中前改變立場。此外，我們也預料減息幅度將超過市場目前的預期。

由前瞻性指引到數據行事

在 7 月份聯邦公開市場委員會公布議息決定後的新聞發布會上，鮑威爾暗示，聯儲局不再側重於提供前瞻性指引，而是逐次會議作出反映未來經濟數據的決定。問題在於：聯儲局正注視甚麼數據？當局根據甚麼因素才會改變由緊縮到寬鬆的貨幣政策？

一方面，鮑威爾在開場發言時重申，應對通脹仍是首要任務，並希望有確切跡象反映通脹降溫。他過往曾以整體通脹按月跌幅和通脹預期（消費者及市場）作為參考指標。就通脹預期而言，儘管以市場為基礎的通脹指標（即平衡通脹率）仍高於疫前水平，但已較年初大幅回落，或可讓聯儲局開始鬆一口氣。然而，官方整體通脹（消費物價指數和個人消費開支）可能在年底前繼續處於令人不安的高水平，令聯儲局靈活結束加息的空間不多。

圖 2：美國美債平衡通脹率



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 7 月 28 日。

另一方面，聯邦公開市場委員會在 7 月議息聲明承認，近期的經濟活動放緩，鑑於幾乎所有美國增長領先指標均呈下行趨勢，只有職位數據例外，因此當局的言論不無道理。在過去一年，聯儲局只需要顧慮雙重任務之一的通脹，但我們預期這個情況即將改變，原因是從首次申領失業救濟金人數等多項領先指標可見，美國勞工市場即將步入更波動的時期。事實上，我們相信美國將在 2023 年初正式陷入衰退，失業率會隨之攀升。聯儲局或會因而重新兼顧雙重任務。改變的種子已經播下，現時仍有待就業數據大幅逆轉，聯儲局才會確切（並持續）調整立場。

聯儲局著手縮表，但影響未明

聯儲局在疫情危機嚴峻時大規模擴張其資產負債表，買入美國國庫債券和按揭抵押證券，藉此為金融體系注入流動資金。有關資產購買計劃延續至經濟復甦期

間，於今年 3 月才結束。此後，聯儲局扭轉政策方向，目前正推行量化緊縮，縮減資產負債表規模，不會再投資於部份即將到期的證券。按照計劃，當局將逐漸加快縮表步伐，直至 9 月份每月縮減 950 億美元為止。

現時的挑戰在於，市場並未充分理解量化緊縮的影響，尤其是與加息和常規收緊政策的影響相比。聯儲局上一次（也是唯一一次）推行量化緊縮是在 2017 年至 2019 年間，當時正值股市加劇波動及孳息率走低。這情況為市場環境帶來顯著不明朗因素，我們需必考慮一些重要問題：在這種市場環境下推行量化緊縮，會否產生流動性問題？聯儲局是否有必要提前減慢加息步伐，以配合縮表政策？總括而言，聯儲局的政策前景充滿變數，投資者不應予以輕視。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。

556993