

專題 2.3

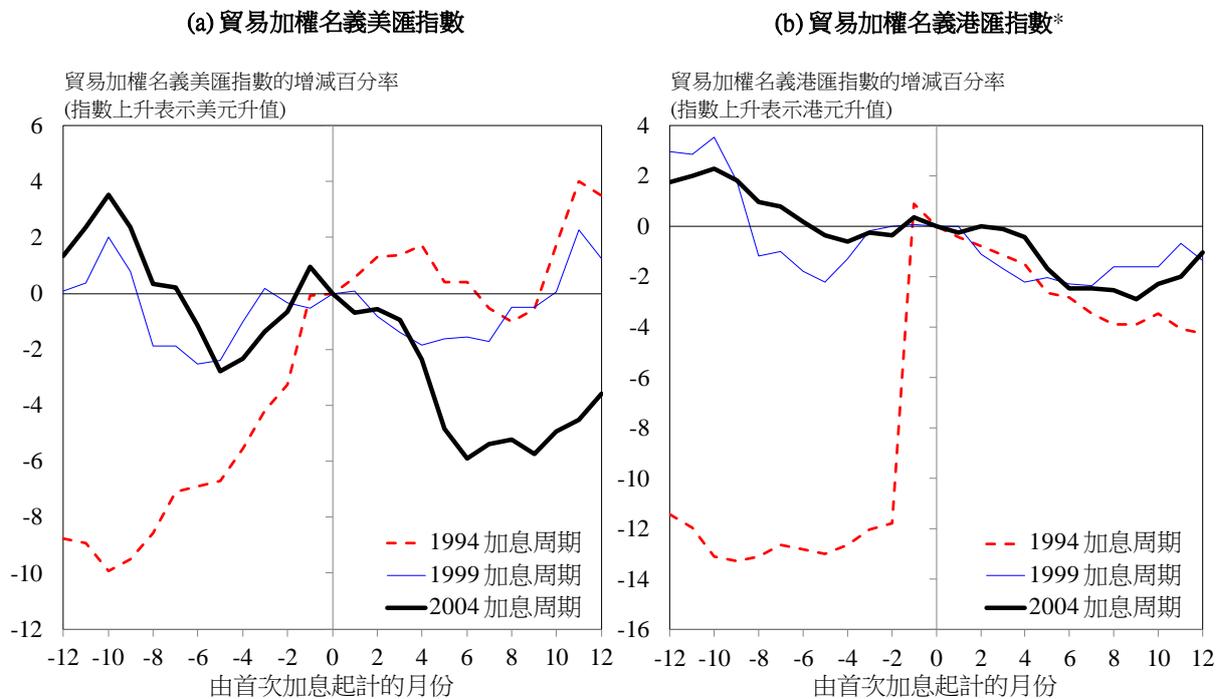
美國過往的加息周期有甚麼可以借鑑的經驗？

美國聯邦儲備局(聯儲局)在二零一五年十二月把聯邦基金目標利率調高 25 個基點到 0.25 厘至 0.50 厘的區間，標誌着超低利率政策的一個轉捩點。鑑於美國經濟地位舉足輕重，其貨幣政策的轉向不僅影響美國本身的經濟，對香港及世界各地自然也會有重大影響。因此，我們值得探討美國過往加息周期可以借鑑的經驗。

本專題涵蓋美國自九十年代以來的三個加息周期。美國第一個加息周期是在一九九四年二月至一九九五年二月，當時聯儲局逐步把利率調高共三個百分點至 6 厘。第二次是一九九九年六月至二零零零年五月，美國聯邦基金利率六度上調後升至 6.5 厘，一共調高 1.75 個百分點。最近一次是在二零零四年六月至二零零六年六月，其間聯儲局先後加息 17 次，把利率由 1 厘的低位調高至 5.25 厘。

在聯繫匯率制度下，港元兌其他貨幣的匯率變動會跟隨美元的匯率走勢。理論上，假設其他因素維持不變，美國短期利率上升會令美元轉強。美元強勢有機會削弱香港出口的價格競爭力，因此值得我們關注。不過，由於其他因素的影響，實際上過往美元在加息後走勢各異。例如，由於預期美國加息周期臨近，廣義貿易加權美匯指數在開始加息前六個月已經上升，反映市場普遍已把加息的預期影響計算在內(圖 1)。在二零零四年的加息周期，美元在首次加息後顯著下跌，這主要是因為市場憂慮美國經常帳赤字擴大，而商品投資暢旺和全球經濟強勁，亦令不少新興市場貨幣有升值壓力。

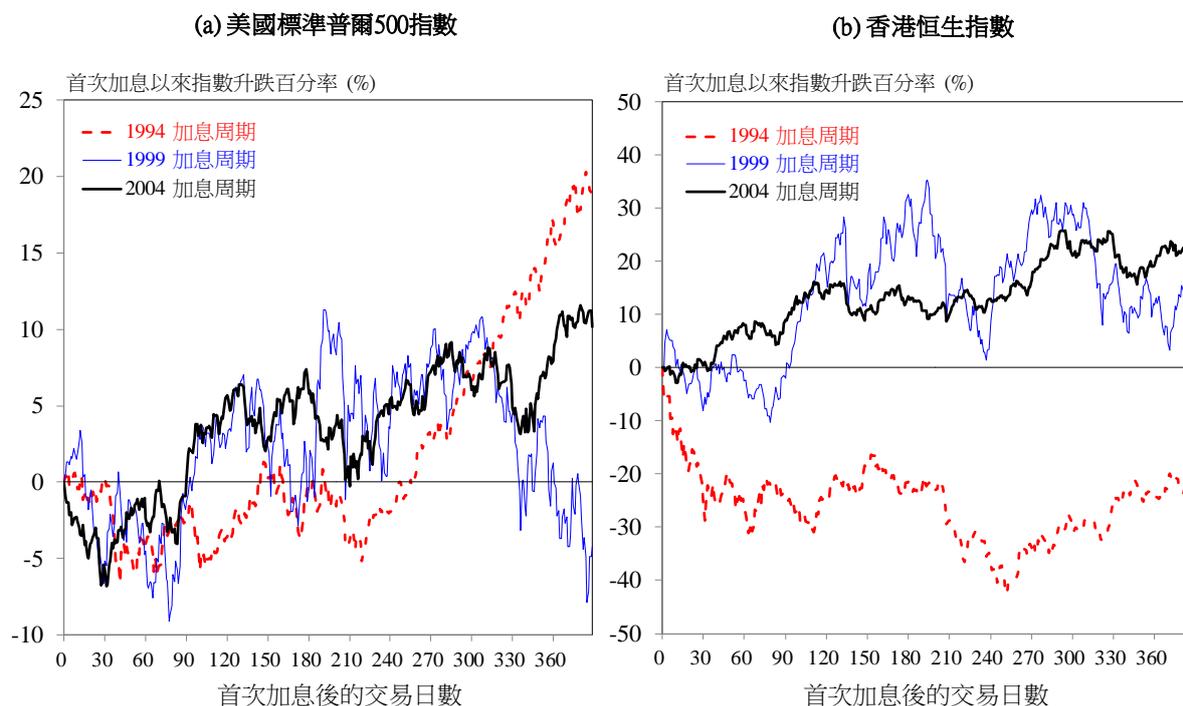
圖 1：在過往的加息周期內，貨幣在首次加息後一年的走勢各異



註：(*) 貿易加權名義港匯指數在 1994 年加息周期前大幅上升，主要原因是受到人民幣官方匯率與外匯掉期市場匯率並軌而作出一次性調整的影響。

專題 2.3 (續)

圖 2：股票市場在過往三個加息周期的走勢參差



至於股票市場方面，美國於一九九四年的加息周期來得頗為急速和突然，在十三個月內加了 300 個基點。資產組合配置急劇轉變，令香港股市顯著下跌（圖 2），金融及地產股尤其受壓。在另外兩個加息周期中，美國利率上升步伐較為溫和，而且正值環球經濟上行周期，這些利好因素有助企業盈利保持強韌，因而緩和了美國貨幣政策收緊對投資氣氛所帶來的負面影響。

在經濟表現方面，理論上利率上調本身會對本地私人需求有負面影響，值得特別關注。第一，利率上調增加借貸成本，直接削弱家庭及企業開支。國際貨幣基金組織近期一項研究指出，假設按揭息率上升 300 個基點，家庭消費將會減少百分之 7-8，而假設利率上升 300 個基點，企業投資亦會削減百分之 0.5-1⁽¹⁾。除此以外，利率上調的不利影響也會透過間接的渠道造成不利影響。資產價格會隨着利率上升而調整，透過負面的財富效應削弱私人消費。倘若美國利率突然上升並帶來環球劇烈震盪，對全球經濟及金融所造成的衝擊會進一步削弱本地的經濟表現。

比較美國過往三個加息周期，對香港經濟影響最為顯著的是在一九九四年二月開始的那一次。在該個加息周期中，利率急速上調令環球金融波動加劇。主要先進經濟體的經濟增長在這次加息周期的末段亦顯著減慢，因而進一步拖累香港的經濟表現。本地資產價格亦在首次加息後大幅波動，並透過財富效應影響消費情緒。

(1) 國際貨幣基金組織在二零一六年一月就中華人民共和國香港特別行政區發表的工作人員報告內所載的《專題二：利率調升對香港特別行政區內需的影響》。

專題 2.3 (續)

然而，在其他兩個加息周期中，由於其他正面發展帶來緩衝，減弱了加息對經濟的不利影響。在二零零四年六月開始的加息周期，環球經濟增長穩健，本港經濟剛經歷了一段長時間的不景氣後進入強勁的周期性反彈，因此，香港實質經濟增長於此次加息周期開展後依然強勁。在一九九九年六月開始的加息周期，香港的經濟增長在加息後更明顯加快，但這只不過是由於亞洲金融風暴所帶來的經濟衰退壓力有所消退。事實上，因為風險溢價降低，本地按揭息率剛好在美國加息周期開始前顯著下跌；與此同時，區內不少經濟體均於一九九九年從深度經濟衰退中強勁復蘇過來。這些正面因素令香港經濟在一九九九年得以擺脫之前一年的衰退，並強勁反彈。

總括過往經驗而言，美國加息所帶來的影響不僅取決於加息的步伐和幅度，其他宏觀經濟因素及其之間的互動也有着重要影響。目前，美國利率正常化未來的步伐仍然存在許多不確定因素，須繼續取決於經濟數據。聯邦公開市場委員會在一月底表示關注環球金融市場動盪，加上美國去年第四季經濟增長也顯著放緩，都大大減低市場對三月加息的預期。美國經濟增長動力未明，主要央行的貨幣政策愈趨不同、加上環球金融市場近期波動，均令美國息率前景更為複雜。倘若聯儲局的政策行動與市場預期有明顯的落差，透過錯綜複雜的金融渠道可能會進一步拖累環球經濟。

此外，美國這次加息是在異常的環球經濟形勢下開展的。具體而言，環球經濟在金融危機後似乎進入了漫長的低增長期；美國利率之前持續七年接近零；主要先進經濟體所採取的非常規貨幣政策令過剩的資金充斥環球金融市場，因而推升了世界各地的資產價格；經濟基調較弱的新興市場的脆弱性有所積累。此外，主要央行的貨幣政策分歧相當顯著，而環球金融市場的融合程度也是歷史前所未見的。

自二零一五年年中起，本地股票市場跟隨環球市場大幅調整，本地樓市近期亦出現整固。本地資產價格波動倘若持續，將會透過負面財富效應削弱消費需求。此外，過去一年美元轉強，如果這趨勢持續，將加添香港出口和訪港旅遊業的下行壓力。然而，我們主要的關注，還是這次美國利率正常化與異常的環球經濟形勢可能會發生惡性互動，以致世界經濟失速及環球金融紊亂，繼而嚴重打擊香港的經濟表現。

香港金融體系穩健，經濟基調良好，有能力應對金融環境和資金流突然逆轉的衝擊，能經得起環球經濟起伏的風浪。為預備利率最終會正常化，過去幾年所採取的宏觀審慎措施也加強了金融系統的抵禦能力。香港經常帳盈餘處於健康水平，政府沒有外債，加上對外金融資產淨值頭寸穩健，與世界其他經濟基本面較弱的地方有着顯著差異。然而，鑑於世界各地金融市場自年初以來大幅波動，從過去得到的一個重要經驗，就是要做好風險管理，在情況突然轉壞時能把不利的影響減至最低。