

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2018年2月13日

## 美國加息之路與貿易戰隱憂

黎麟祥

香港科技大學商學院經濟系教授

前美國達拉斯聯邦儲備銀行高級經濟學家及顧問

美國商務部公布1月非農新增就業人數為20萬，高於市場預期，12月新增就業人口亦由原初的14.8萬，上調至16萬，當月員工時薪平均為26.74美元，按年增長2.9%，為2009年6月以來最快增速。市場擔心聯邦儲備局加息步伐加快，美股道指大幅急挫660多點，到上周一（2月5日），更出現恐慌性拋售，道指收市報跌1175點，跌破25000點水平，周四（2月8日），指數再跌1032.89點，至23860.46點，累計跌幅巨大。

與此同時，2月5日聯儲局理事鮑威爾（Jerome Powell）宣誓就任為新一屆主席，接替前主席耶倫（Janet Yellen）。究竟在鮑威爾領導下美國加息之路如何推進？另一方面，中美貿易戰隱憂浮現，成為當前兩大市場風險來源。筆者於本文對此進行評析，供各方參考。

從美國貨幣政策重回正軌之路看，聯儲局於2017年10月開始縮減總值45,000億美元的資產負債表規模。此舉可被視為該國自2015年年底首次加息以來，最重大的「後大衰退」政策轉變。究竟「縮表」引發的轉變會有多大破壞性？問題的確很值得探討。

### 加息步伐緩慢 循序漸進退市

目前，聯儲局擁有的資產價值約45,000億美元（其中約25,000億美元為美國國庫證券，以及約18,000億美元為按揭抵押證券）。美國央行已明確表示，不再全數將到期債券回籠的資金重新投資。現有債券到期時，透過每月減少100億美元的投資，去縮減資產負債表規模。縮減金額將每季遞增100億美元，直至每月上限達500億美元，可見縮表步伐將非常緩慢。事實上，上屆聯儲局主席耶倫亦表示有關過程將需時數年。

談及「縮表」時，市場人士自然會把焦點放在息率和收益率的影響之上，但縮表與息率上調並無必然關係。2017年共加息三次，聯儲局官員預期在2018年加息三次，2019年及2020年則分別加息兩次及一次。聯儲局對加息時間表可以說透明不過。因此，息率的走向並不存在太大的不確定性。預期聯邦基金利率將分別

於 2017 及 2018 年度在 1.5% 和 2.25% 封頂，然後於 2019 年年底前升至最高 2.75%。再次加息後，2020 年年底的息率將不會超過 3%。

至於縮減資產負債表規模，聯儲局已承諾縮表步伐將會循序漸進，甚至會說明所涉數額。聯儲局大概會繼續向市場發放清晰訊息。因此，資本市場和資產價格的不確定因素應該不會太大。

## 金融市場料順利調整

部分人士或會憂慮緊縮政策會影響市場流動性，又或導致市場上的信貸減少，尤其是中小企信貸。然而，央行的資產負債表與中小企向銀行體系借貸的難易程度。並沒有直接關係。縮減資產負債規模將減輕央行的負債，即是說貨幣基礎 (monetary base) 也將會變小，體系的可用信貸因此有可能減少。

儘管如此，更重要的是留意利率走勢。聯邦基金利率（即政策利率）將繼續是美國貨幣體制中最重要的貨幣緊縮指標。換言之，利率將仍為最重要的影響借貸的成本的決定因素。資金成本將主要繼續由聯邦基金利率決定。息率上調，幾乎可以肯定會令投資減少，但這卻不代表會牽連企業盈利（不論是大型企業還是中小企的）。企業盈利仍需取決於一眾其他因素，例如消費需求、投資需求及外來需求。

聯儲局於 2015 年 12 月開始加息。至 2017 年 6 月，繼 2015 年 12 月後的第四次加息，美國股市已連番創下新高。然而，現時投資者正憂慮，縮表會否令股票市場面臨下行壓力。事實上，由於沒有相關先例可循，難以預計環球金融市場將如何發展。儘管如此，筆者估計，金融市場調整會順利進行。上屆聯儲局主席耶倫表示，縮減資產負債表行動將默默地進行，人們甚至不會察覺。耶倫並表示，資產負債表規模將顯著小於目前水平，但最終規模卻會較金融海嘯前為高（當時僅低於 1 萬億美元）。

## 債表規模難復舊觀

聯儲局開始縮表，是因為它認為美國經濟基礎非常穩固。央行對美國經濟穩健程度足以抵禦任何不確定性抱有很大信心。依筆者看來，資產負債表規模不大可能完全回復至金融海嘯前的水平。即使完成縮表，資產負債表可能仍將大於實施量化寬鬆政策以前，但實際相差規模如何卻是未知之數。部分經濟學家(如 Robin Greenwood、Samuel Hanson 及 Jeremy Stein)認為，由於市場對現金與類似現金的計息工具需求極高，商業銀行在聯儲局持有大量儲備（對商業銀行而言，它是政府債券的替代品），便能透過壓抑私營機構發行短期債務來提升金融穩定性。原

因是私營機構發行短期債務涉及的風險高於政府債券。如果這個論點獲得證實，聯儲局最終的資產負債表將遠大於金融海嘯之前。

如今耶倫卸任主席，並退出聯儲局理事會。繼任人鮑威爾在貨幣政策上被視為中間派。市場相信，由鮑威爾領導的聯儲局，將繼續奉行耶倫的低息政策，因為鮑威爾過往一直非常支持耶倫的決策。有人可能會認為，美國總統特朗普將介入聯儲局的決策程序。然而，聯儲局是獨立運作的中央銀行，美國總統亦無法輕易改變其政策。聯儲局在決定貨幣政策方面有自己的一套機制，決定權完全由理事會和地區聯邦儲備銀行的有投票權的成員掌握。

## 中美關係維持平穩

值得注意的是，美國總統特朗普日前發表上任以來的首份國情咨文，稱中俄挑戰美國的利益、經濟與價值觀。如今中美兩國關係如何發展，對當前的地緣政治和全球經濟走向影響巨大。

綜觀特朗普訪問亞洲之旅期間，中國國家主席習近平與特朗普共同見證雙方簽訂總值 2,530 億美元的合約。以達成的商務協議價值而言，是次訪華行程似乎別具歷史意義。然而，仔細看清楚，即使沒有是次訪華之旅，部分合約本來就即將簽訂，且當中不少合約是不具約束力的。事實上，是次簽訂的交易，很多只是互認備忘錄 (memorandum of understanding)，並不保證會執行。特朗普只想藉訪華之機顯示自己是一個出色推銷員，能把大量貨物和服務售予中國，符合其「美國優先」政策。可以看到，特朗普仍然是一個反對自由貿易的經濟民族主義者。

筆者判斷，在特朗普和習近平領導下，兩國的關係不會太密切。不過，由於兩國互相依賴，關係亦不會太差。

基於兩國之間的固有差異——中國是一個社會主義國家，美國則奉行自由資本主義，加上兩國文化差異及有一段互不信任的歷史，中美關係不會過分密切亦屬意料之內。另一方面，兩國同為全球最大經濟體；有人甚至說中國和美國是現今唯一兩個超級大國。在國際舞台上，兩國都需要互相依賴以解決各項國際問題。對美國來說，在北韓問題、巴基斯坦和緬甸等地的其他問題上均需要中國協助。因此，兩國關係亦不能太差。

## 中美貿易戰隱憂仍在

此外，特朗普在上任首天便宣布退出美國跨太平洋戰略經濟夥伴關係協議 (Trans-Pacific Partnership)，是美國有史以來首位共和黨總統退出由前民主黨總統

早已承諾的自由貿易協議（共和黨向來較民主黨更主張自由貿易）。事實上，直至今天，特朗普此舉仍令人頗為費解。在特朗普統領下，美國漸漸失去了自由貿易倡導者的地位；而諷刺的是，中國逐漸把自己定位為自由貿易的先鋒。美國政策的轉向，加上中國的一帶一路策略，令中國的地區性領導地位和全球影響力與日俱增。

綜合來看，英國脫歐後，該國民族主義情緒高漲。民族主義正在歐洲其他地方冒起，而歐洲和美國的保護主義亦正升溫。不過，即使中美貿易戰爆發，規模相信有限，因兩國需要在其他方面合作。儘管如此，中國和香港的出口商仍須為一旦出現的貿易戰做好準備。香港出口商應及早開拓其他東盟國家及一帶一路沿線國家的貿易市場；其中馬來西亞、印尼和泰國等發展中國家的市場均在迅速增長。此外，香港出口商應大大增加對研發、新科技及創新的投資，並通過與深圳企業合作或成立合資企業去拓展科技實力。（筆者 Edwin L.-C. Lai 網頁：<http://elai.people.ust.hk/>）