

交銀金融

2024年5月號 第191期

環球金融市場部研究組

美聯儲貨幣政策走向分析及預判

摘要

- ✦ 美聯儲在去年底正式向市場傳遞政策將轉向寬鬆的訊號，大幅推升資產價格。
- ✦ 目前美國經濟仍然穩健，消費需求保持強勁疊加中長期物價仍存上升壓力，或令美聯儲不急於在短期內將貨幣政策正常化。
- ✦ 影響美聯儲考慮降息的重要因素：一是美國金融資產價格有所回調；二是通脹與就業達到更好平衡；三是金融穩定性是否受到威脅。
- ✦ 預計美聯儲今年最多或降息一次，且將採取「邊走邊看、審慎降息」的策略，降息的漸進性、靈活性料將較為明顯。

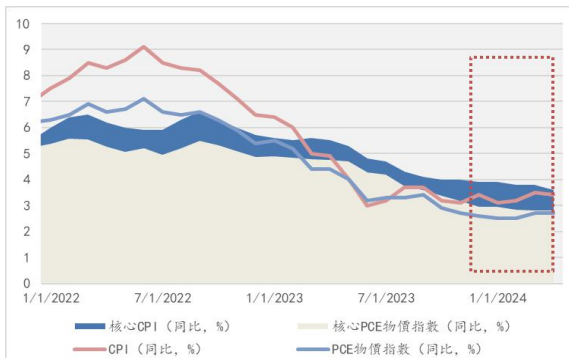
一、美聯儲去年底過早表態政策將轉向寬鬆，大幅推升資產價格及令通脹回升

- ✦ 去年底美聯儲向市場傳達政策將轉向寬鬆的訊號。美聯儲在2023年12月貨幣政策會議上正式傳遞政策利率已見頂及將降息納入考慮的鴿派訊號，並在點陣圖中預測2024年將降息3次，累計減幅達75個基點；市場視之為美聯儲由本輪緊縮周期轉向寬鬆的轉折點。去年美國通脹持續放緩，為美聯儲貨幣政策轉向寬鬆提供了理據。美國整體消費者物價指數(CPI)在2022年6月升至逾四十年高位9.1%之後，持續回落至2023年底的3.4%，並有穩步向美聯儲2%的通脹目標回落之勢。市場在去年底預測美聯儲今年將降息6次，累計降幅接近150個基點，較美聯儲去年12月點陣圖預測的3次降息更進取，推動美匯指數及美債息紛紛下跌，美股及國際大宗商品價格則進入新一輪強勁牛市。
- ✦ 但今年以來，美國通脹走勢不似預期。美國本土需求保持強勁和供應鏈持續修復令美國經濟較好地適應了高息環境，今年以來美國服務業及私人消費持續暢旺，製造業受產業政策及強勁需求拉動也再次回暖，加上國際大宗商品價格上漲，令美國通脹今年以來反覆回升。整體CPI的按年升幅由1月的3.1%

反覆升至4月的3.4%，另一美聯儲較為關注的通脹指標-個人消費支出物價指數（PCE）的按年升幅亦由1月的2.5%回升至3月的2.7%。通脹反覆回升，令美聯儲在減息方面趨於審慎，並在今年3月貨幣政策會議的點陣圖中削減了對明年減息幅度的預測，打壓市場的降息預期。至5月的貨幣政策會議，美聯儲主席鮑威爾更坦言今年以來的抗通脹缺乏進展，暗示將會維持高息環境一段更長時間，言下之意即美聯儲不急於短期內減息。

圖 1-1：2024 年市場不斷校正本年降息預期

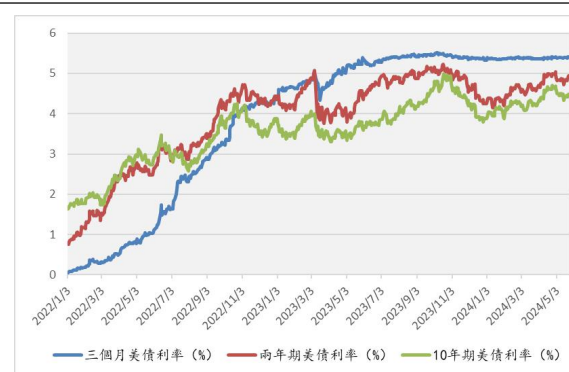
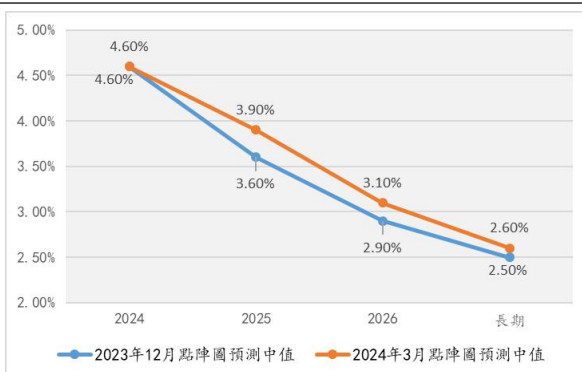
圖 1-2：2024 年起美國通脹回落進程出現反覆



數據來源：Bloomberg

圖 1-3：3 月美聯儲點陣圖較去年 12 月整體向廣

圖 1-4：2024 年各期限美債利率維持高位水準



數據來源：Bloomberg

（一）受減息預期推動，資產價格大幅飆升

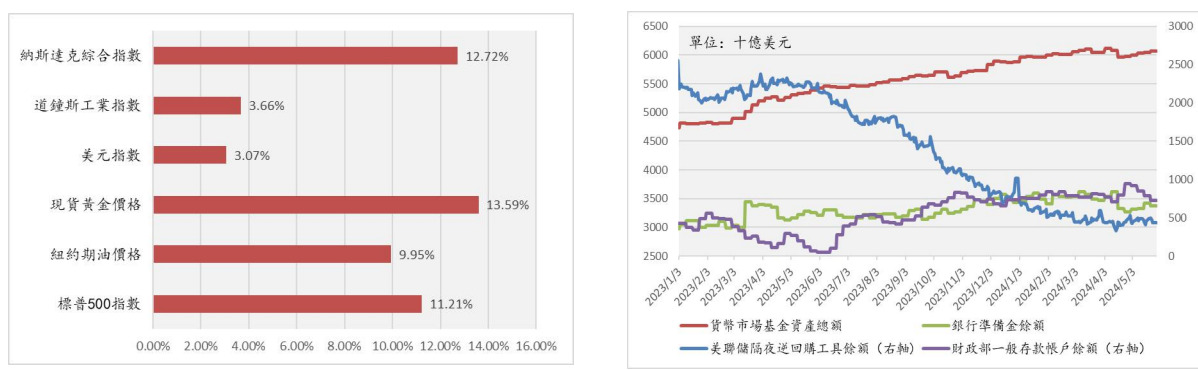
資本市場方面，美國股市今年以來持續創歷史新高。標普 500 指數於 5 月 23 日再創歷史新高至 5,341.88 點；道指在 5 月 16 日向上突破 40,000 點重大心理關口，並於 5 月 20 日續創歷史新高至 40,077.4 點；納指在 5 月 23 日也再創歷史新高至 16,996.38 點。截止 5 月 27 日，標普 500 指數、納指及道指年內累計升幅分別高達 11.2%、12.7% 及 3.7%，在全球主要股票市場表現前列。市場持續調整對美聯儲未來減息的時間及幅度的評估，美匯指數年初至今反覆上升 3.2% 至 104.595。國際油價受地緣政治局勢緊張及需求回暖所推動而繼續走高，紐約期油年初至今累計上升 8.5% 至 77.72 美元/桶。金價受惠於央行買金及避險需求升溫，今年亦屢創新高，現貨金在 5 月 20 日一度升至創

紀錄新高的 2,450.07 美元/盎司，年初至今累計升幅高達 14%。

銀行體系方面，截至 5 月 22 日，美國銀行體系準備金餘額為 3.375 萬億美元，高於過去五年的平均水平 3.108 萬億美元，顯示銀行體系流動性仍較為充裕。另外，去年 3 月美國地區銀行倒閉造成銀行存款流失，但情況在去年中開始出現逆轉，其後存款穩步回升；至今年 4 月底，美國商業銀行總存款已較去年同期增加近 2% 至 17.45 萬億美元。與此同時，美國經濟仍以穩健步伐擴張，推動商業銀行信貸增加；至今年 4 月底，美國商業銀行總信貸已較去年同期增長約 1% 至 17.53 萬億美元。其中消費信貸餘額較去年同期增長 1.2%，不動產貸款餘額更較去年同期增長 3.7%。

芝加哥聯儲公布的國家金融環境指數 (National Financial Conditions Index, NFCI) 持續下跌。今年初至 4 月底，芝加哥聯儲國家金融環境指數持續徘徊在低位 -0.5 至 -0.46 區間波動，較去年 10 月時的 -0.32 顯著下跌，顯示今年以來美國金融環境總體趨向寬鬆。截止 5 月 17 日，NFCI 指數已進一步跌至 -0.56，相當於金融環境的寬鬆程度已恢復至 2022 年 3 月美聯儲開啟加息周期前的水平，而且較過去十年的平均水平 -0.49 更為寬鬆。

圖 1-5：2024 年截止 5 月底大類資產進入一輪強勁牛市 圖 1-6：隔夜逆回購餘額下降，但銀行準備金仍維持高位

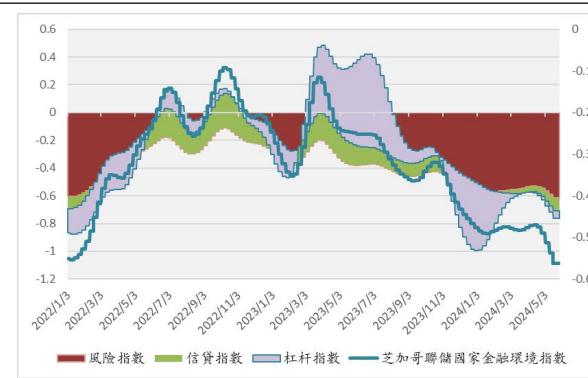


數據來源：Bloomberg

圖 1-7：商業銀行資金來源持穩，信貸重回擴張



圖 1-8：芝加哥聯儲統計數據顯示美國金融條件有所寬鬆



數據來源：Bloomberg

(二) 宏觀經濟表現超預期，通脹風險重燃

- ✦ **從主要經濟指標 GDP 來看**，今年以來，美國宏觀經濟表現超預期。今年第一季美國實際 GDP 環比增長 1.6%，雖然較去年第四季的增長 3.4% 有所放緩，但與歐洲、加拿大及日本等其他發達經濟體相比，美國經濟仍然較為強勁。分項來看，除淨出口為拖累之外，內需消費仍然穩步增長。由於資產價格上升帶來財富效應，加上勞動力市場持續偏緊，推動薪酬收入上升及令美國個人消費支出保持強勁；個人消費為 GDP 增長貢獻了 1.68 個百分點，是推動經濟增長的主要動力，特別是服務消費方面升幅更為顯著高達 4%。信貸條件改善及消費需求強勁帶動民間投資增長 3.2%，也為 GDP 貢獻了 0.56 個百分點，美國第一季製造業 PMI 指數維持在擴張狀態，工業生產也受財政刺激和私人投資增加兩方面拉動而回升向好。雖然國際貿易受全球需求轉弱而有所下跌，但美國本土經濟整體仍然非常強勁。
- ✦ **另一方面**，由於國際地緣政治局勢持續緊張及 OPEC+ 延長減產計劃，推動國際大宗商品價格上升，疊加美國內需消費強勁，令美國通脹今年以來反覆回升。美國整體 CPI 按年升幅由 1 月的 3.1% 反覆升至 4 月的 3.4%，美聯儲較為關注的另一個通脹指標整體個人消費支出物價指數（PCE）按年升幅亦由 1 月的 2.5% 回升至 3 月的 2.7%，顯示美國通脹壓力仍然頑固。分項來看，住房租金及運輸成本等價格持續高企，是推升今年通脹反覆回升的主要原因。但中長期來看，美國通脹走勢更將取決於一些深層次的結構性因素，例如人口結構及經濟結構等因素。
- **一是社會勞動力供給取決於人口結構、就業習慣、社會福利等多種長期因素影響**。截止 2024 年 3 月，美國職位空缺數目超過 800 萬個，且供需缺口普遍存在於整個產業鏈之中。2020 年以來，包括礦業、製造業在內的第二產業供需缺口顯著擴大，第三產業例如教育及保健、住宿餐飲、諮詢及金融等也存在明顯的供需缺口。過去數十年來，受惠於資產價格上升以及嬰兒潮人口積累了大量財富，令 55 歲以上人口的就業意願明顯降低，以致勞動參與率持續下降。此外，美國自 2016 年特朗普出任總統之後，為打擊非法移民持續收緊移民政策，加上提前退休、人口老齡化及移民流入減少等因素影響，美國勞動力市場供給緊張的總體趨勢料難以轉變。
 - **二是自 2008 年金融危機以來，美國家庭經歷了超過十年的去槓桿過程**，資產負債表較為穩健，購房需求及能力都在增強。與此同時，在過去十年，美國二手樓供給及庫存均處於較低水平，在供給不足及需求強勁的支撐下，美國房地產市場自 2016 年以來進入了上行周期，並持續推升房價，從而為中長期通脹帶來上行壓力。
 - **三是近年來白宮的產業政策強調引導製造業回流美國、加強本土基建投資及高新技術研發**，大量的財政刺激湧入相關領域，並帶動美國第二產業恢復景氣。今年以來，美國製造業在財政產業政策支持及需求強勁的

大背景下呈現回暖勢頭，製造業 PMI 指數再次進入擴張區域，生產、運輸及原料產業的就業人數持續增長並超越了疫情前的水平，民間固定資本投資更升至歷史高位。

- **四是地緣政治局勢顯著改變國際供應鏈，國際商品價格上行壓力加大。**從原材料方面來看，2024 年能源供應受中東緊張局勢、OPEC+ 延長減產計劃、氣候導致煉油廠關閉等因素影響而持續緊張。據國際能源組織在 4 月原油月度報告中預測，2024 年全球原油供給將平均每日增加 77 萬桶，低於 2024 年第一季度日均需求增長的 160 萬桶，這部分供不應求缺口料在 2024 年為能源價格提供上行動力。工業產品方面，2024 年 4 月，美國總統拜登宣稱將重啟對中國 301 條款下的貿易審查，為保護美國鋼鋁、造船、物流等產業，將對部分中國鋼鋁商品加徵高達當前稅率三倍的關稅。中國是美國第二大的貿易夥伴，2023 年美國從中國進口商品高達 4,272.3 億美元。若美國政府對從中國進口的商品徵收大規模高關稅，料將進一步推升美國物價及通脹壓力。另外，國際地緣政治局勢持續緊張，加劇了「去全球化」效應，令全球範圍內的資源無法以最有效方式配置，中長期必然推升商品價格。今年以來，美國進口價格指數及生產者物價指數(PPI)都反覆上升，顯示美國通脹壓力猶在。
- **五是近年美股持續攀升帶來財富效應，推動美國個人消費支出維持高增長。**截止 2023 年第四季，金融資產佔家庭資產比重從 2008 年的 62% 增長至 67%，非金融資產佔比則從 37% 回落至 33%。由於金融資產特別是股票市場近年持續攀升，帶來財富效應，並推動美國個人消費支出維持較高增長。雖然疫情相關的補貼政策對個人支出的拉動作用逐步消退，但這部分資產的增值連同勞動力市場結構性因素導致的薪資增長，仍在支持對消費品及服務的需求。

✚ **總的來說**，由於過去十多年資本市場持續增長，財富效應令居民及企業對融資及加槓桿意願增強，加上政府財政及產業政策的支持，以及社會需求強勁並拉動投資及產出增長，令美國經濟維持穩健增長；預計將為美國中長期物價走勢帶來上行壓力。

圖 1-9：2024 年美國宏觀表現超预期強勁

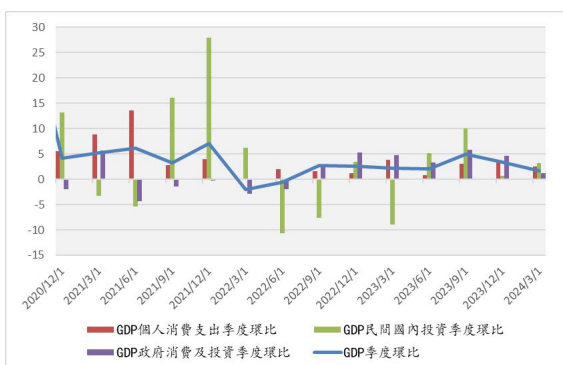
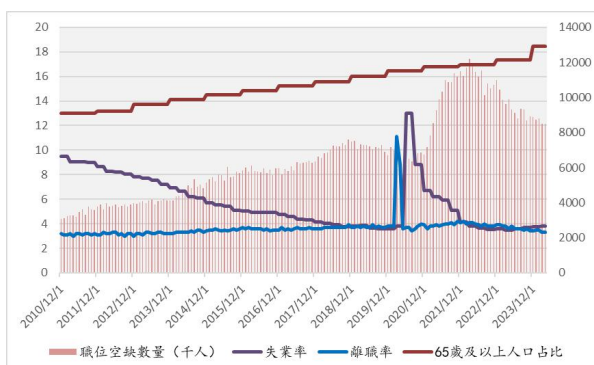
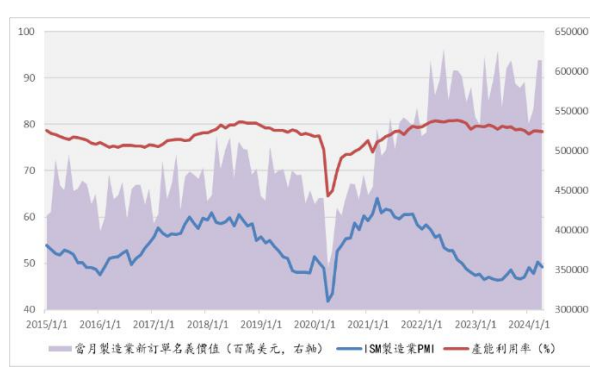
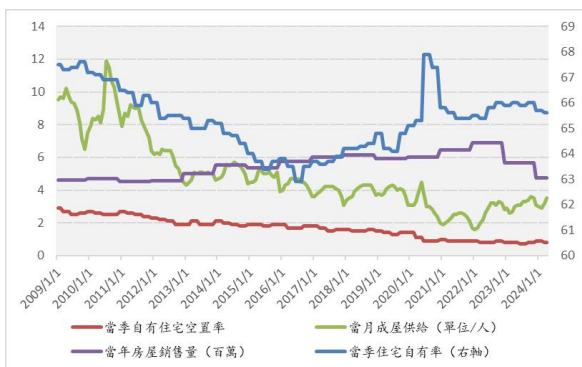


圖 1-10：美國勞動力市場供應偏緊是人口結構性問題



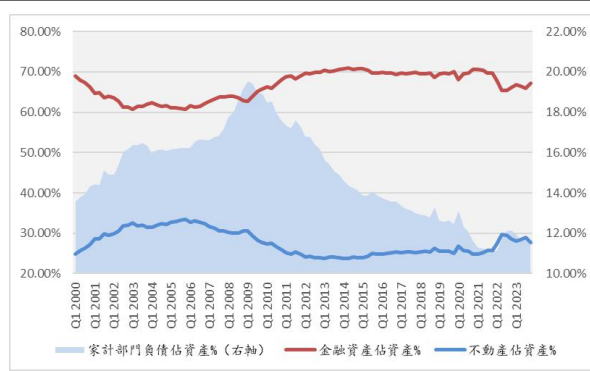
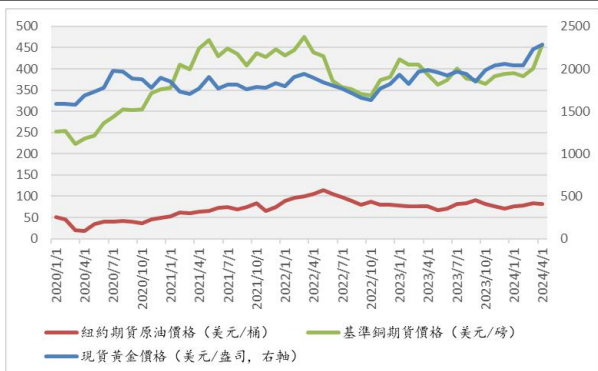
數據來源: Bloomberg

圖 1-11: 2009 年以來美國房地產進入供給偏緊階段 圖 1-12: 白宮產業政策及強勁需求引導製造業進入景氣區間



數據來源: Bloomberg

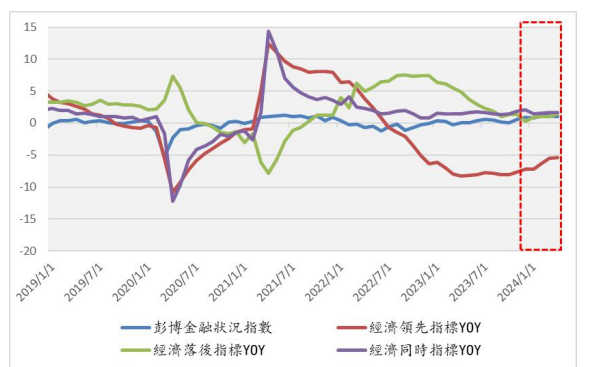
圖 1-13: 地緣政治改變國際供應鏈, 推升大宗商品價格 圖 1-14: 金融危機後美國家庭、企業負債率持續下落



數據來源: Bloomberg

圖 1-15: 美國個人消費持續火熱態勢

圖 1-16: 美國實際上處於經濟周期的擴張階段



數據來源: Bloomberg

二、未來美聯儲政策轉向的時機

✦ 影響美聯儲考慮降息的重要因素：從過往美聯儲降息的經驗來看，觸發降息因素包括物價下跌（通脹低於 2% 目標）或就業市場呈現放緩趨勢（失業率陡升）。例如在 2019 年美國通脹跌至 2% 以下，美聯儲為了推動通脹回升至 2%

的目標水平及為了應對全球經濟增長放緩給美國經濟帶來的下行風險，於當年採取了預防性及漸進式的降息。維持物價穩定及實現最大就業是美聯儲的雙重使命，為維護經濟增長與金融環境穩定，美聯儲近年越來越傾向將政策重心轉向實現「最大就業」，而對物價水平採取更具容忍性的態度。美聯儲未來的降息時機或將取決於以下三個因素：一是美國金融資產價格有所回調；二是本土通脹與就業能夠實現更好平衡；三是金融穩定性是否受到威脅。

✦ **從金融條件指標來看**，由於通脹反覆回升及經濟保持穩健增長，市場對美聯儲的減息預期有所降溫，推動不同期限的美債息今年以來反覆上升。但目前信用利差維持低位及美股處於歷史新高附近，不利貨幣政策過早轉向寬鬆。美聯儲或待美股升勢減緩、企業債信用利差回升及銀行信貸標準收緊，具備較佳的降息條件時才開始降息。

✦ **從通脹及就業指標的角度來看**，由於美聯儲越來越傾向就業優先，對通脹的容忍度似乎正在提高。美國CPI自2000年以來大部分時間在1%-4%區間波動，過去24年的平均值為2.6%，高於美聯儲2%的通脹目標。只要通脹維持在可控區域內（4%以下），即使通脹未能回落至2%目標水平，美聯儲採取額外行動來壓低通脹的意願則較弱。

✦ 另外，2024年為美國總統換屆的大選年，為避免貨幣政策影響選民立場，美聯儲較大概率在選舉前按兵不動。參考過往幾次美聯儲降息周期的情況，失業率開始回升通常與美聯儲首次降息時間間隔最長達三個季度，且開啟降息當月的失業率未必處於階段高位（如2019年7月美聯儲開始降息時，當月失業率為3.6%）。今年4月美國失業率為3.9%，較2023年4月的54年低位3.4%反覆回升已有一年。其他指標方面，職位空缺數量雖然還高居在850萬個附近，但正呈放緩趨勢，且已低於2020年以來的平均水平919萬個。若單從就業指標來看，美聯儲或已基本具備了貨幣政策正常化的條件。

✦ **從金融體系穩定性來看**，目前影響美國金融穩定性的因素仍在可控範圍內，中小型地區銀行流動性及資產質量等問題自去年3月銀行倒閉事件之後持續改善。國際貨幣環境方面，全球主要央行已經進入正常化或開始傳導政策即將轉向的訊號，全球貨幣政策環境總體趨向寬鬆（除日本之外）。地緣政治方面，俄烏衝突及中東緊張局勢持續，但美國直接派兵參與其中的機會不大，對美國本土經濟及金融市場造成的負面影響也較為有限。

✦ **總結而言**，雖然美國就業市場呈放緩跡象，但通脹壓力猶在、資產價格高企及金融體系相對較為穩定的情況下，預計美聯儲今年最多或降息一次，料發生在年底的機會較大；且美聯儲較大概率將會採取「邊走邊看、審慎降息」的策略，降息的漸進性、靈活性料將較為明顯。

圖 2-1: 2024 年名義利率上行, 但風險情緒高漲



圖 2-2: 本世紀 (除 2022/23 年之外) 美國通脹維持窄幅波動

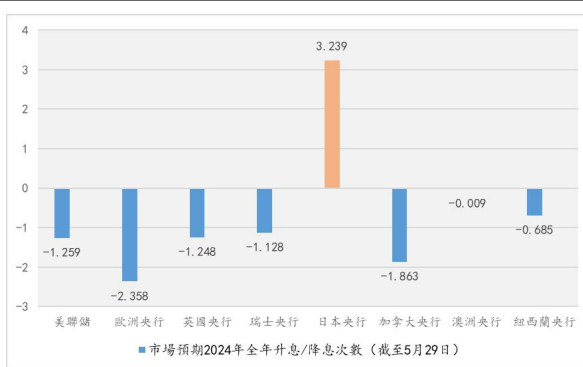
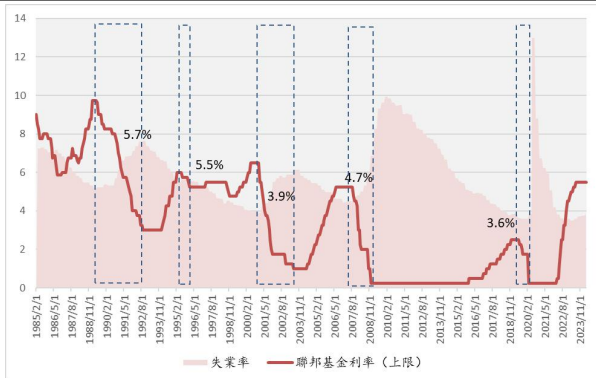


數據來源: Bloomberg

圖 2-3: 當前美國失業率已經達到 2019 年降息時水平

全球貨幣環境料將轉寬鬆

圖 2-4: 隨主要央行 (除日本央行之外) 邁入降息, 本年環



數據來源: Bloomberg

【 免責聲明 】

本文件所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本文件所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本文件並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本文件而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本文件並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本文件只供一般參考用途，本文件（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本文件內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。