

三大因素左右美退市時間

國際
視野

William Denyer

GaveKal 美國研究部總監

美國聯儲局主席伯南克希望在今年稍後時間開始從量化寬鬆政策上退市，引來市場關注。如果他能夠在明年2月1日交棒給繼任人前，至少開始逐步減少QE3的買債規模，那麼他將會在任期結束前贏得讚譽。

扭轉退市，或者以另一項計劃取代QE3，將會是下一任主席的事。後者可以有自己的主見，而不是簡單地繼承伯南克的政策。伯亦可能希望向後世顯示，有需要時他可以打開直升機門大曬金錢；但任務完成後，他亦會關閉艙門。

但伯南克也不想重蹈格老的覆轍，過早地高舉完成任務的旗幟。那麼，伯南克將會看什麼因素，作為他今年稍後時間安心地退市的依據？我們認為，有3個主要指標要看：

1. 銀行整體信貸增長達標

目前銀行業整體信貸增長的趨勢是支持逐漸退市。美國聯儲局看來是想透過調整「量化寬鬆」(QE)的規模，來保持銀行業的信貸總額增長(將銀行貸款和聯儲局所持證券之總和)於金融海嘯前的增長趨勢線(見圖1)。

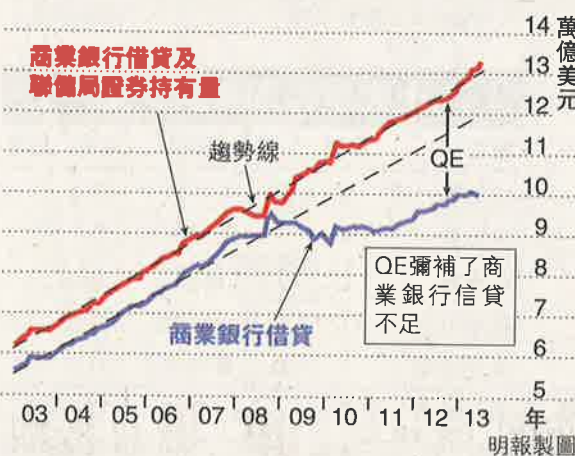
當商業銀行的資產負債表在2008年底收縮時，聯儲局就介入，以及擴大了自己的資產負債表。在這幾年間，買債計劃不時調整、暫停、重新開始，又再調整。但大致上，總信貸都保持在趨勢線上升。現在，多得QE3每月買債850億美元，銀行業的信貸總額增長速度略高趨勢。

若果上述趨勢持續，聯儲局就很可能會覺得QE3是落藥過多，而開始逐漸削減買債規模，同時觀察商業銀行有何反應，再以此為根據來調整退市的步伐。

2. 通脹過低 限制退市

目前通脹趨勢不利退市。聯儲局明確的通脹目標是2%，若通脹達到或超過這一數字，即會退市。根據現時的大部分數據，美國的通脹和通脹預期都低於這

圖1 總銀行信貸高於趨勢線



一水平。

反映通脹預期的最佳指標，是聯儲局經調整的5至10年通脹預期，一般在2.5%至3%之間。

過去幾年，當它低於2.5%時，聯儲局會推出更多的量化寬鬆政策。現持指標仍處低水平，若這數字不是反彈至顯著高於2.5%，聯儲局對於退市可能仍然會相當謹慎。

3. 勞動市場周期性動力不足

勞動市場周期性動力目前仍不足夠。伯南克曾表示，量化寬鬆的目的，是要在經濟和勞動力市場建立「動力」。之後，低的短期利率就會完成經濟復蘇的工作。

此外，他還提供了一些失業率方面的目標。例如，他表示，聯邦公開市場委員會(FOMC)預測，當QE下降至零時(當然，這要開始退市之後相當時間才會出現)，失業率將會在7%左右。聯儲局希望看到失業率至少下跌至6.5%以下，才會提高短期利率。

但伯南克周前提出了一個警告：如果失業率下跌有相當部分只是反映勞動力參與率的周期性下跌，而不是就業增加，聯邦公開市場委員會就不會將失業率下跌至6.5%以下，看成提高聯邦基金利率的充分理由。以此推測，這個原則也可能適用於7%失業率目標與完全退市的網羅。

圖2 25至54歲組別與人口比例上升



這是一個重要的警告，並反映了我們也曾告誡不要過於依賴以失業率作為指標的原因之一——因為失業率的高低有時是相當誤導的。

相反，我們建議，反映勞動力市場強弱的最佳周期性指標，應該是25歲至54歲這個核心工作年齡的就業和人口比例(見圖2)。不像失業率，這個指標不受伯南克強調的勞動力參與率的扭曲。

我們看到伯南克的言論，要完全取消量化寬鬆政策，聯邦公開市場委員會將需要看到失業率下跌至7%左右，以及有繼續好轉的積極勢頭。

完全退市 言之尚早

我們覺得，現在談論完全退市的時間，是有點言之尚早。我們反而希望作一延伸——若要開始退市，聯邦公開市場委員會也需要看到失業率有繼續好轉的積極勢頭。

現時，我們也看到有積極的勢頭，但不是很多。聯邦公開市場委員會在開始退市之前，可能需要看到更強的勢頭。當然，聯儲局正在注視各種數據。伯南克日前就強調，聯儲局將密切注視，按揭利率變動對於樓市會否產生重大影響。

沒有任何單一的貨幣政策指標可以反映和主宰所有事情。但我們認為，上述的3個關鍵指標，將會是伯南克開始退市與否的最佳指標。