



美國通脹走高的原因，走勢及影響

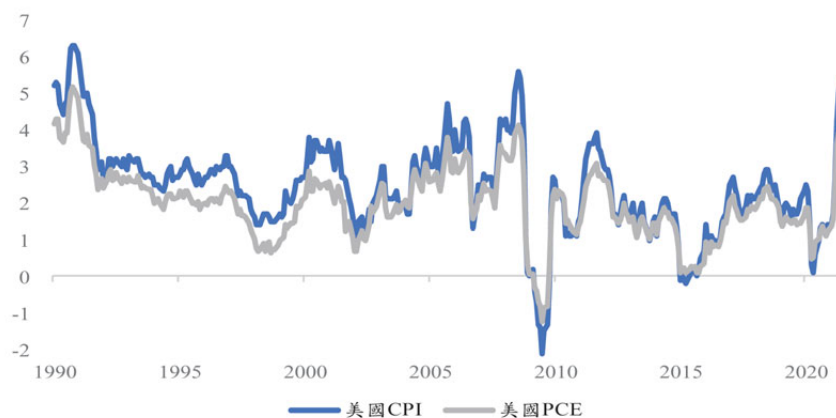
經濟研究員 陳蔣輝

美國通脹迅速走高引發市場高度關注和憂慮。本輪通脹走高除了低基數效應外，還在於新冠疫情衝擊下，美國寬鬆的貨幣政策和激進的財政政策使需求得到極大擴張，超過了供應鏈瓶頸下受約束的供給。雖然美聯儲一再強調目前只是暫時性高通脹，但我們認為美國今年下半年通脹將一直維持在較高水平，全年CPI同比增速或接近5%；展望明年，在高房價增幅的滯後效應帶動下，美國2022年通脹中樞也將有所抬升。預計在高通脹壓力下，美國或不得不加速退出QE的步伐，資本市場需警惕通脹壓力持續時間超預期的潛在風險。

一、美國通脹持續走高

近期以來，隨著美國疫情趨穩，民眾對消費品和其他生產物資需求增強，通脹迅速走高。今年6月CPI同比增幅高達5.4%，創近13年新高；CPI環比增幅0.9%，為2009年以來最大。剔除波動性較大的食品和能源，6月核心CPI同比增長4.5%，更創下1992年以來最高紀錄。以更能反映美國消費者實際購買情況的PCE指數來看，6月PCE同比增長4%，也是全球金融危機以來新高；核心PCE同比增長3.5%，繼續刷新近30年以來最快增速。在汽油、食品、汽車、住房和電腦等消費品價格全面上漲的大背景下，美國中下層民眾生活受到明顯影響。

圖1：美國CPI和PCE同比增速（%）



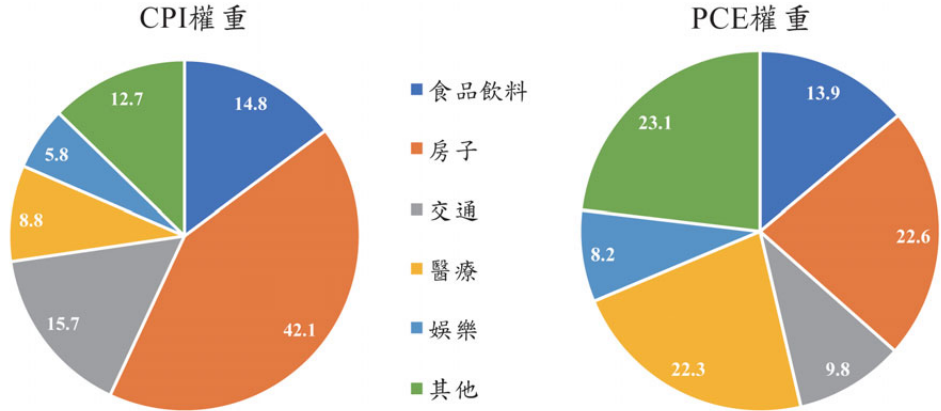
數據來源：Wind，中國銀行香港金融研究院

值得注意的是，CPI和PCE升幅不同，但趨勢相當一致，表明從不同角度衡量通脹持續走高已成大勢。消費者物價指數(CPI, Consumer Price Index)和個人消費支出(PCE, Personal Consumption Expenditure)都是衡量美國消費價格變動的指標，

兩者相關度很大，但仍存在區別。CPI 是衡量一組代表性消費商品及服務項目的價格水平隨時間而變動的相對數，是用來反映居民家庭購買消費商品及服務的價格水平的變動情況。CPI 的具體計算方法是先確定一籃子消費品和服務的權重，然後對其每一個項目的價格變化進行計算，並取其加權平均值。CPI 一個較大的缺點在於對一籃子貨物權重調整並不頻繁，而消費者習慣很難在一段較長時間內保持固定不變。

PCE 是衡量一國在不同時期內個人消費支出總水平變動程度的指數，是計算美國通貨膨脹率的常用指標。PCE 關注的是消費者如何分配自己的收入、具體的開支項目，測量的是人的消費行為。PCE 通常是由三個指數類別，分別是耐用品，其中包括汽車和電視等壽命較長的產品；非耐用品，包括衣服和汽油；服務，包括醫療保健和住房支出。每個類別的通貨膨脹貢獻是用其通貨膨脹率乘以其消費份額來近似計算。

圖 2：美國 CPI 和 PCE 權重比較 (%)

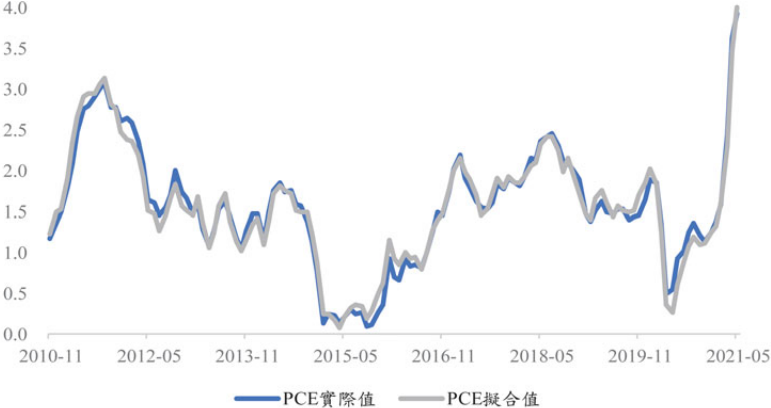


數據來源：BEA，中國銀行香港金融研究院

PCE 和 CPI 的區別主要有以下兩點。一是 PCE 的構成佔比與 CPI 不同，房子和交通在 PCE 指數中權重遠小於在 CPI 中的權重，醫療權重則遠高於 CPI；二是 PCE 能夠反映由於價格變動使消費者購買替代產品的價格，而 CPI 是基於一籃子的固定商品。剔除掉品牌忠誠度、價格敏感度低等因素，當消費品的價格上升，一個理性的消費者會去追求更加便宜的替代品。美聯儲認為 PCE 更優於 CPI，也正是因為 PCE 更能反映當前物價與實際消費支出模式。

從歷史數據來看，PCE 通脹數據常常低於 CPI，原因就在於商品價格上升時，消費者傾向於購買更加便宜的替代

圖 3：美國 PCE 實際值和擬合值



數據來源：Wind，中國銀行香港金融研究院

品。此外，PCE 的公布時間通常會晚於當月 CPI 和 PPI 半個月，但根據 CPI、PPI 的數據，大致可以測算出當月 PCE 同比增速。我們利用月度 CPI 和 PPI 同比增速對 PCE 同比增速進行了簡單的回歸，發現可決係數（R 平方）高達 0.975，擬合預測效果很好。鑑於 CPI 和 PCE 的高度相關性，本文之後的討論將以 CPI 為主。

加速上升的通貨膨脹引發了市場對於未來通脹走勢的擔憂。美國《財富》雜誌最新的一項調研發現，58% 的受調查者對美國未來的通貨膨脹“非常恐慌”。此外，根據紐約聯儲對消費者的調查，美國民眾對 1 年期和 3 年期通脹中值預期目前已分別躍升至 4.8% 和 3.6%，創下自 2013 年有紀錄以來的最高值，遠高於美聯儲認為對經濟增長而言健康的 2% 水平。具體來看，消費者預期未來一年內汽油價格將跳漲 9.2%，食品價格上漲 7.1%，醫療費用飆升 9.3%，大學教育價格攀升 7.0%，房租價格上漲 9.7%。在美聯儲 6 月的 FOMC 會議上，與會者上調 2021 年第四季度美國 PCE 通脹預期 1 個百分點至 3.4%。

二、通脹走高的原因

去年受疫情影響導致的低基數效應是最近幾個月通脹同比增速大幅上升的一個重要原因。受新冠疫情衝擊，美國去年第二季度按下經濟暫停鍵，消費活動大幅收縮，導致通脹走低。2020 年 4 月和 5 月美國 CPI 升幅分別只有 0.3% 和 0.1%，是 2020 年全年最低值，這是今年 4 月和 5 月美國 CPI 同比增速大幅走高的一個重要原因。2020 年 6 月 CPI 升幅為 0.6%，仍然處於相對較低水平，這對今年 6 月 CPI 的同比走高亦有所貢獻。PCE 的情況也比較類似。從 CPI 的分項上來看，對今年 6 月份美國 CPI 同比帶來拉動貢獻較大的分項是交通運輸和能源項，其中交通運輸分項同比增速為 21.5%，能源分項同比增速高達 24.5%，該兩項的高增速也與去年同期疫情衝擊下基數較低密切相關。

寬鬆的貨幣政策推升通脹走高。新冠疫情衝擊下，無限量化寬鬆政策成為美國最後的救命稻草，數萬億債務赤字開啟貨幣化進程。最新數據顯示，美聯儲資產負債表已經突破 8 萬億美元，是 2020 年 3 月啟動大規模資產購債計劃時的兩倍。無限量化寬鬆貨幣政策所帶來的天量貨幣大幅推升了資產價格。以房價為例，疫情以來，美國大量資金湧向房地產市場，標普 CoreLogic Case-Shiller 全國房價指數今年 5 月份同比上升 16.6%，增速為全球金融危機以來最快。此外，量化寬鬆也讓實物商品的價格迅速走高，截至 7 月底，國際原油價格年內上漲近 50%，銅價格上漲大約 30%，大宗商品市場年內走出一波牛市行情。資產和實物商品價格的走強，共同推升了美國通脹的走高。

激進的財政政策使得需求大幅擴張。2020 年，美國推出多輪財政刺激法案，總金額涉及 3.8 萬億美元，導致財政赤字躍升至 3.35 萬億美元，創歷史最高紀錄。今年拜登上台以來，也積極推出了一系列財政刺激計劃，包括 1.9 萬億美元的“美國救助計劃”，2.25 萬億美元的“美國就業計劃”，和 1.8 萬億美元的“美國家庭計劃”。這些財政資金用於對企業和地方政府提供資金支持，改善美國的基礎建設和經濟結構和彌補由於疫情導致的居民個人經濟損失，包括提供帶薪休假、稅收抵免、食品援助、失業救濟等。在一輪又一輪

激進的財政刺激下，美國社會的總體需求大幅上升，加劇了美國的通脹壓力。

供應鏈瓶頸約束供給。疫情爆發以來，生產暫時中斷和供應鏈錯位導致國際商品產能受限。原油等大宗商品供給受到巨大衝擊，是推升其價格上漲的最主要原因。而以半導體為代表的行業在全球範圍內出現供應鏈中斷或交貨延遲，大大影響了汽車等最終消費品的生產，導致相關產品物價上漲。此外，全球貿易也由於疫情影響而嚴重受阻，航運價格大幅飆升，目前集裝箱運費相較於去年同期上漲10倍，仍是一箱難求。今年5月，美國進口價格同比上漲11.6%，為2012年以來最快漲速。同時，疫情導致美國勞動力市場出現供需不平衡的結構性問題，很多企業為留住或吸引合格員工，被迫提高薪資或增加福利，但產出與疫情前相比仍然下降不少。

總而言之，近期美國通脹走高除了低基數效應外，還在於新冠疫情外部衝擊下，寬鬆的貨幣政策和激進的財政政策使得需求得到大幅擴張，超過了供應鏈瓶頸下受約束的供給。

三、通脹走勢展望

市場通脹預期變化可能會加速實際通脹上升。通脹預期是人們對於通貨膨脹率的心理預期。現實經濟運行中，各個經濟行為主體的通脹預期會對當前需求和供給決策產生影響，一旦消費者和投資者形成強烈的通脹預期，就會改變其消費和投資行為，從而加劇通脹，造成通脹螺旋式上升。當下美聯儲一直在強調，造成美國本輪通脹上升的因素是暫時性的，通脹壓力不會持續，美國不會出現惡性通脹，而資本市場目前基本上也大致相信這一判斷。但是，倘若之後通脹一直居高不下乃至不斷走強，可能會改變市場的通脹預期，進而存在引發更大通脹的風險。

美國通脹年內仍將維持在高位。從基數效應來看，今年下半年基數效應雖會有所減弱，但總體上仍會非常明顯。從財政貨幣政策來看，美國年內退出量化寬鬆政策的可能性很低，6月的美聯儲會議紀要顯示要等到2023年才會有第一次加息；而拜登政府圍繞基建、產業的一系列財政刺激計劃也將繼續在年內推進。此外，就全球供應鏈而言，目前

疫情仍在多國蔓延，全球供應鏈很難在短期內完全修復；而部分產能也需要一段時間才能有效提升。尤其是在原油供給上，OPEC+最新增產計劃仍有節制，今年下半年全球石油的供需緊平衡狀態或讓油價維持在相對較高的水平。預計美國CPI同比增速在年內仍將維持在高位，2021年全年CPI同比增速或將接近5%。

圖4：美國CS房價同比增速與CPI住宅項同比增速（%）



數據來源：Wind，中國銀行香港金融研究院

高房價增幅將拉升美國 2022 年通脹中樞。展望明年，基數效應消退，大宗商品價格或將企穩，但是高房價對通脹的滯後作用將逐步顯現。標普 CoreLogic Case-Shiller 全國房價指數今年 5 月份同比上升 16.6%，已是連續第 11 個月上揚。我們以滯後一年的美國 CS 房價指數對美國 CPI 住宅項進行回歸分析，發現兩者的相關係數大致為 0.091，即房價上漲 10 個百分點會拉動 CPI 住宅項上漲 0.91 個百分點。由於住房項在美國 CPI 中佔比為 42.1%，若房價上漲 10 個百分點就會帶動整體 CPI 上漲 0.38 個百分點。美國 2011 年至 2020 年這十年間 CS 房價指數平均漲幅為 4.7%，預計今年房價同比增速在 10-20% 之間，以平均值 15% 來計算，或拉動美國明年 CPI 同比增速中樞上移約 0.4 個百分點。

長遠來看，高通脹可能無法持續。決定通脹長遠走勢的最重要因素仍是供需關係，當生產供給低於有效需求時，物價總體上行，通脹走高；反之，通脹走低。過去幾十年全球通脹不斷下行，主要有三個原因：一是科技創新應用使得生產能力大幅提升；二是全球化下生產效率有了質的飛躍；三是全球資本“脫實向虛”，金融資產與不動產通脹取代了傳統意義上的實物通脹。從中長遠來看，全球碳達峰碳中和目標下，高能耗、高排放產能將持續受壓，對部分行業的供給側有所影響；美國基建等擴張計劃也會增加社會總體需求，這些都會在一定程度上拉高通脹中樞。但整體而言，人類社會的生產能力已大幅超過有效需求，只要全球供應鏈不大範圍脫鉤，通脹就沒有持續走高的基礎。

四、通脹走高的影響

高通脹或加速美國退出 QE 的步伐。就目前而言，市場仍然相信美聯儲“通脹暫時論”的說法，若高通脹持續時間超預期，“通脹暫時論”說服力減弱，美聯儲可能會加快退出 QE 的步伐。尤其是近幾個月美國就業回暖與通脹持續上升的情況已觸發官方的 Taper 討論，7 月 FOMC 會議美聯儲主席鮑威爾提到需要看到更多相關數據以確認經濟的復甦才能進一步採取行動。預計在通脹壓力不斷抬升的大背景下，美聯儲最快將於近期宣布 Taper 決定，並可能於明年上半年正式開始減少債券購買量，而首次加息或提前至 2022 年。

歐美不同通脹走勢將導致美元指數階段性走強。與美國通脹持續走高的情況不同，目前歐元區通脹大致在 2% 附近，7 月通脹率僅為 2.2%。此前，歐央行發布了新的貨幣政策策略，將中期通脹目標由此前的“低於但接近 2%”調整為“瞄準 2%”，表明歐元區對通脹指標走高的容忍度有所提升，消除了市場對於通脹走高後歐央行過快收緊政策的擔憂。預計在通脹走勢出現差異的大背景下，美國和歐洲退出 QE 的節奏將大為不同，美國會先於歐洲退出 QE，或導致美元指數階段性走強。美元走強也將使得全球資金加速流向美國，新興市場存在一定的匯率風險。

高通脹下，美債利率或重回上升通道，而美股估值面臨一定的調整壓力。由於寬鬆的貨幣政策為資本市場提供了巨量流動性，美國目前實際利率已是負值，導致美國債市，股市和樓市都處於歷史高位。倘若通脹居高不下，美聯儲不得不提前退出寬鬆貨幣政策，或導致全球資產價格出現顯著回調。具體來看，美聯儲加快退出 QE 會導致投資者要求更高的利率變動風險補償，將推升美債期限溢價，疊加通脹預期的回升，美債利率或重回上升通道。對股市而言，高通脹下投資者的風險偏好將顯著下降，美股估值面臨不小的調整壓力。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

	2019	2020	2020/Q4	2021/Q1
一. 本地生產總值 GDP				
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	27,997	26,277	7,138	6,975
升幅 (%) Change(%)	-1.2	-6.1	-2.8	8.0
二. 對外貿易 External Trade			2021/6	2021/1-6
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	40,961	39,275	4,066	22,915
進口 Total imports	45,714	42,698	4,471	24,371
貿易差額 Trade balance	-4,753	-3,422	-405	-1,656
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	-5.6	-1.5	33.0	30.0
進口 Imports	-8.1	-3.3	31.9	26.8
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	2.9	0.3	0.7	1.0
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	74,804	73,322	9,381	50,336
年升幅 (%) Change(%)	-5.5	-2.0	13.7	53.7
五. 勞動就業 Employment			2021/3-2021/5	2021/4-2021/6
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	139	259.1	23.3	21.3
失業率 (%) Unemployment rate(%)	2.9	5.5	6.0	5.5
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.1	3.1	2.8	2.5
六. 零售市場 Retail Market			2021/6	2021/1-6
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	-11.1	-24.3	5.8	8.4
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	-12.3	-25.5	2.8	7.1
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,590	356.9	6.2	33.7
年升幅 (%) Change(%)	-14.2	-93.6	-57.6	-99.0
八. 金融市場 Financial Market			2021/5	2021/6
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	779.3	775.2	776.2	776.7
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	2.6	30.1	29.6	36.2
M2	2.8	5.8	7.1	7.5
M3	2.7	5.8	7.1	7.5
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	2.9	5.4	7.3	7.9
港元存款 In HK\$	2.5	6.2	8.9	11.5
外幣存款 In foreign currency	3.2	4.6	5.7	4.2
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	6.7	1.2	0.9	5.2
當地放款 use in HK	7.1	1.7	2.1	8.6
海外放款 use outside HK	5.8	0.1	-1.9	-2.6
貿易有關放款 Trade financing	-0.7	-6.2	3.0	14.5
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	28,189	27,231	29,152	28,828