



中美通脹分化下香港通脹展望

經濟研究員 陳蔣輝

新冠疫情衝擊下，中美經濟出現錯峰，通脹走勢開始分化。自2021年以來，美國通脹持續走高，而中國物價則總體保持平穩。作為小而開放度高的經濟體，香港通脹兼受歐美和中國內地影響，其基礎物資主要來自中國內地，面對輸入型通脹的衝擊程度弱於亞洲其他三小龍，故通脹大體保持穩健。展望未來，中美通脹分化仍將持續一段時間，預計香港今年的通脹增幅會較2021年有所上升，全年通脹中樞或位於2-3%之間。

一、中美通脹出現分化

面對新冠疫情，中美採取了截然不同的抗疫政策和紓困措施。美國貨幣財政雙寬鬆，推動着美國本輪通脹的持續走高；而得益於強力的抗疫措施，中國經濟在過去兩年狀況良好，通脹也較為平穩。

1、美國通脹持續走高

自2021年以來，美國通脹持續走高。今年3月，美國CPI同比上升8.5%，創下1981年12月以來最高水平，通脹率目前已連續6個月超過6%，遠高於美聯儲設定的2%的平均目標。剔除食品和能源項，3月核心CPI同比上

圖 1：美國通脹情況（同比，%）

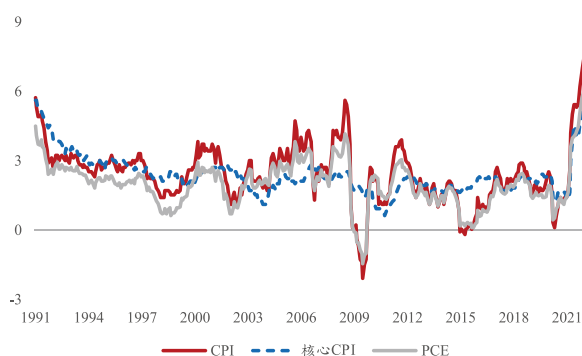
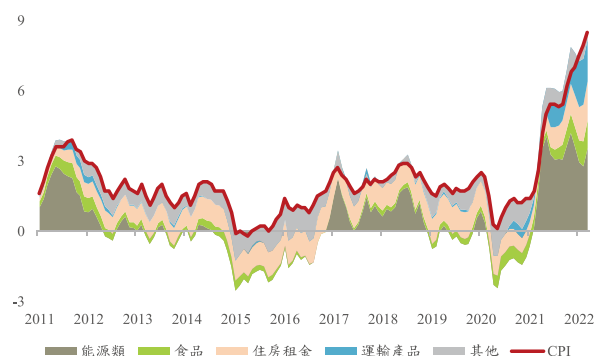


圖 2：美國通脹分項貢獻（%）



數據來源：Wind，中國銀行香港金融研究院

升 6.5%，也是近 40 年以來的最大增幅，汽車、家電、家具等耐用品價格上升較快，共同推動了 CPI 的不斷走高。以美聯儲更關注的 PCE 數據來看，也呈現類似的態勢。今年 3 月，美國 PCE 物價指數同比增加 6.6%，核心 PCE 同比上升 5.2%，迫使美國居民需要為大多數商品和服務支付比以往更高的價格。

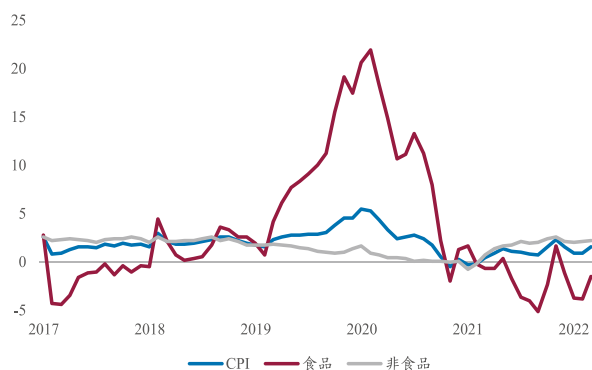
從通脹結構來看，食品、能源、交通和住房是本輪美國通脹走高的最重要四大分項。以 2022 年 3 月份的數據為例，美國能源價格同比上漲 48.3%，食品價格上漲 8.8%，住宅價格上漲 5.1%，交通運輸上漲 21.6%，分別貢獻了 1.2、3.6、1.8 和 1.7 個百分點，合計約 8.2 個百分點，佔 CPI 增速的 96%。美國通脹續創新高加劇了人們的擔憂，也反噬國民的消費潛力，美國密西根大學消費者信心指數在 3 月初跌至 59.4，是 2011 年以來的最低水平。NBC 最近的民意調查也顯示，62% 的美國人表示自己收入無法跟上不斷上漲的生活成本，美國民眾生活受到明顯影響。

多重因素共同促使美國通脹走高。貨幣財政雙寬鬆是推動美國本輪通脹持續走高的根本原因。2020 年 Q1 至 2021 年 Q4，美國 M2 同比增速均值高達 18%，其中激進的財政政策的貢獻佔一半以上，導致國內需求大幅擴張，拉升通脹。其次，疫情爆發以來，全球性的生產暫時中斷和供應鏈錯位導致國際商品產能受限，相關產品物價上漲。同時，疫情衝擊下，美國勞動力供需缺口走闊，產出與疫情前相比下降不少。而近期俄烏衝突則進一步推動了能源和食品價格上漲，使得美國通脹雪上加霜。最後，美聯儲之前對通脹壓力的誤判亦對當下的高通脹有所貢獻。在去年美國通脹問題初現時，美聯儲多次強調造成本輪通脹上升的因素是暫時性的，但隨後屢超預期的通脹數據表明美聯儲對通脹出現了誤判，最終導致市場預期改變，引發了更大的通脹。

2、中國通脹總體平穩

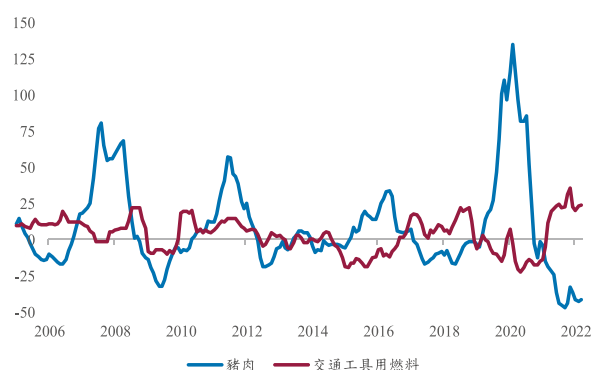
中國通脹總體保持平穩。2021 年，面對全球流動性氾濫、供應鏈瓶頸約束和國際大宗商品供需失衡的複雜環境，中國物價總體運行保持在合理區間，全年居民消費價格指數同比上漲 0.9%，低於全年 3% 左右的預期目標。進入 2022 年，中國消費品和服務的供給較為充足，雖然疫情的反覆對通脹產生了一些影響，但政府出台了多項政策做好重要民生商品和大宗商品保供穩價工作，整體供需情況仍基本處於均衡狀態。今年一季度，中國 CPI 同比上漲 1.1%，總體處於溫和上漲區間；扣除食品和能源價格的核心 CPI 同比上漲 1.2%，漲幅穩定。

圖 3：中國 CPI 和細分項（同比，%）



數據來源：Wind，中國銀行香港金融研究院

圖 4：中國豬肉和燃料 CPI(同比，%)



分項來看，物價出現分化。2021 年以來，食品項基本處於負增長區間，今年一季度，食品價格同比下降 3.1%，帶動 CPI 下降 0.59 個百分點，主要是由豬肉產品價格下降所致。豬肉價格在一季度同比下降 41.8%，目前已跌回到歷史低位，是中國 CPI 保持溫和的“定海神針”。同時，豬肉價格的下降也帶動了食用動物油價格下降 34.4%，羊肉和雞肉價格分別下降 3.5% 和 2.3%。而春節後服務類工作人員回歸崗位，也帶動服務價格下降。國際油價在俄烏衝突刺激下大幅上漲，帶動了中國成品油價格上升，成為拉升中國通脹的主要因素；一季度中國能源價格同比上漲 12.2%，影響 CPI 上漲約 0.84 個百分點，佔 CPI 總漲幅近八成。

值得注意的是，中國 CPI 分項中能源佔比不高，因此原油價格對 CPI 的總體影響較為有限。油價對中國 CPI 的直接影響主要體現在交通工具用燃料以及居住的水電燃料分項上，我們的模型推算兩者佔 CPI 的權重低於 9%。油價的間接影響方面則主要通過影響生產成本影響其他商品分項。以食品為例，農業生產所需的化肥以及工廠機械等生產資料需要消耗原油。理論上，原油價格升高會推動這些環節成本上升，促使最終消費品價格上漲，從而拉動食品分項 CPI 的上升。但是，油價上行對中國的輸入性影響主要體現在 PPI 上，最近這兩年中國生產資料向生活資料的傳導總體不暢，因此原油價格上升對 CPI 的間接影響較為有限，對 CPI 的波動影響遠不及食品項。

二、香港通脹穩中有升

新冠疫情衝擊下，香港經濟形勢面臨不小挑戰，通脹也穩中有升。剔除所有政府一次性紓困措施的影響，2021 年全年，香港基本消費物價通脹率為 0.6%，其中上半年為 0%，下半年為 1.2%。今年前 3 個月，香港整體消費物價分別同比上升 1.2%、1.6% 和 1.7%，通脹中樞繼續抬升，主要是由於疫情

致使不少跨境司機感染新冠病毒，本港食品供應短時間內大幅減少。同時，在高傳染性的 Omicron 變種病毒衝擊下，市民產生恐慌情緒，到處搶購物資，令蔬菜等日常消耗品價格上升，從而推升了本地通脹壓力。此外，受國際原油大幅上漲的影響，能源相關項目和交通項目的價格亦有不小升幅。

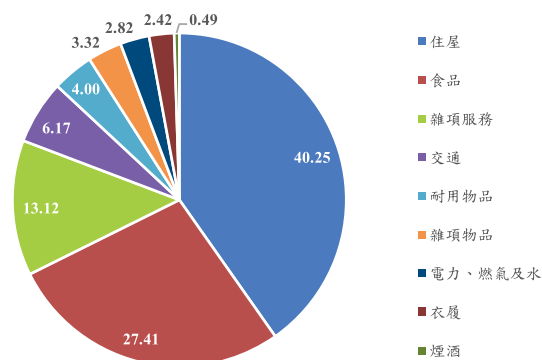
香港通脹兼受歐美和中國內地影響。但同樣作為小而開放度高的經濟體，中國台灣地區，新加坡和韓國的通脹在同時期要高很多。在 2021 年，中國台灣，新加坡和韓國 CPI 同比分別上漲 2.0%、2.3% 和 2.5%；2022 年第一季度，三個地區的通脹增速則分別提升到 2.8%、4.6% 和 3.8%。為何會出現這種情況？香港經濟與中國內地關係更為密切是主要原因。從數據上來看，在中國內地和美國通脹走勢趨同的年份，香港通脹情況基本與美國和中國內地的通脹走勢保持一致；在中國內地和美國通脹走勢相背離的時間段，香港的通脹走勢兼受兩者影響，相對而言受中國內地的影響更大一些。以今年第一季度為例，美國通脹同比上升接近 8%，中國內地 CPI 同比上升 1.1%，香港通脹則介於兩者之間，同比上漲約 1.5%。

圖 5：三地通脹情況（同比，%）



數據來源：Wind，中國銀行香港金融研究院

圖 6：香港 CPI 權重 (%)



香港基礎物資主要受中國內地的影響。香港每日消耗的基本生活物資，從自來水到活家禽和蔬菜，內地都是唯一或者最大提供方。廣東東江每年為香港輸送多達 8 億立方米的淡水，佔全港淡水總用量的 7-8 成。在活豬、活牛、活羊、活家禽方面，中國內地是香港唯一提供方。在食用菌類和絕大多數新鮮蔬菜方面，中國內地也是最主要的供給方。此外，在飲料方面，內地供應的茶葉和咖啡豆等也佔了絕對多數。同時中國內地已經是香港最大的燃油供應方，幾乎承包了全港石油氣和天然氣的供給。所以，香港基礎物資價格，很大程度上是取決於內地供港物資的數量與價格，這也是香港通脹深受中國內地通脹影響的根本原因。

面對輸入型通脹，香港物價受衝擊程度弱於其他亞洲三小龍。由於香港的基礎物資主要來自於中國內地，而中國內地的保供穩價體系又非常出色，大大減緩了國際輸入型通脹的衝擊。以近期大漲的國際能源和食品價格為例，俄羅斯和烏克蘭是全球重要的化石能源以及糧食產地，衝突爆發以來，歐美制裁導致全球能源項與食品項價格大幅上漲，產生輸入型通脹壓力。不過香港的能源和食品主要靠中國內地供給，而中國內地在管控物價方面具備較強行政執行能力。一方面，糧食價格相對穩定，煤炭價格被行政引導，原油在大幅上漲期間也會通過行政手段弱化其對中下游行業的傳導過程；另一方面，中國內地嚴格監控重點物資的投機，需求上不至於波動太大。輸入性通脹經中國內地消化後已減弱不少，因而香港物價受到的衝擊程度較小。

其次，新冠疫情對沖了美聯儲貨幣寬鬆對香港本地樓市的影響，香港房租價格總體保持穩定。從香港CPI的權重來看，住房是最大項，佔比40.25%，所以香港房租價格穩定是通脹保持平穩的最大保障。作為高度開放的國際金融中心，香港實行的是港幣與美元掛鈎的聯繫匯率制度，並無主動的貨幣政策，所以美聯儲貨幣政策對香港的資產價格，包括房租價格有很大的影響。歷史數據也表明，香港銀行間市場流動性與美聯儲寬鬆有明顯的正相關關係。過去兩年，美聯儲採取量化寬鬆政策，導致國際資金氾濫，利於推動香港樓價上升，同時也對房租形成上漲壓力。不過，新冠疫情衝擊下，香港百業蕭條，失業率大幅攀升，經濟陷入深度衰退；同時，由於新冠疫情，移入香港人口大幅下降，已離港的香港居民則滯留外地，疊加移民潮加速和老齡化加劇，導致香港人口出現較大幅度的減少，致使房租不升反降，在很大程度上降低了高通脹的風險。

三、香港通脹前景展望

展望未來，中美通脹分化仍將持續一段時間。目前美國的高通脹局面僅憑貨幣政策正常化恐無法徹底解決，還需要消除疫情反覆和國際局勢緊張等帶來的供應端問題。而中國內地的豬肉供給在年內依然充足，下半年豬肉價格有溫和上漲的可能，但對年內通脹影響總體依然可控。我們預計香港今年的通脹增幅會較2021年有所上升，但仍會保持較為平穩。具體而言：

美國通脹在年內將維持高位。俄烏衝突局勢的不確定性較大，美國能源與農產品價格在短期內仍有上升空間。美國已於3月初宣布禁止進口俄羅斯石油，或對能源項形成支撐，導致國內能源價格居高不下。食品方面，由於俄烏是重要的農業生產國，曠日持久的衝突勢必影響兩國糧食產量和出口，全球食品價格上漲壓力不小。美國的核心商品方面，紐約聯儲的全球供應鏈壓力指數

已連續數月回落，顯示全球供應鏈正在積極修復，同時美國也在考慮削減對華關稅，可能會共同帶動耐用品價格的下降。不過新冠變種病毒衝擊下，中國等地區疫情又起，或打斷全球供應鏈修復進程。核心服務方面，美國勞動參與率持續走低，勞動力供需缺口擴大致使美國居民工資上漲較快，將提升美國居民的支付能力，而房租彈性較低，在CPI中佔比最大的房租項有繼續上漲的壓力，導致美國CPI維持在一個較高水平。我們估計，美國在2022年的通脹將呈現前高後低的態勢，全年平均通脹或超過6%。

中國內地通脹則有望繼續保持穩健。雖然歐美對俄制裁可能繼續升級，油價仍有上升空間，但年內PPI對CPI的傳導恐很難改善，輸入性通脹對CPI的影響有限。食品方面，短期來看，豬肉供給充足，市場依然處在供過於求的階段，豬肉價格恐繼續承壓。到下半年，隨着生豬供應的逐步減少，豬肉價格有溫和上漲的可能，但對年內通脹影響總體依然可控。而新冠疫情衝擊下，服務業整體發展停滯，對今年的低收入人群收入增速形成壓力，將很大程度上抑制消費需求。不過，疫情一旦受到控制，各項管控措施將逐步放開，基建與房地產的刺激和寬信用帶來的廣義貨幣投放將提振通脹。尤其是考慮到政府今年已提出5.5%的經濟增長目標，相信信貸也會達到“與經濟增長基本匹配”的水平，或促使CPI適度走高。我們預計2022年全年中國內地CPI總體會較去年有所走高，但大概率不會超過3%，將呈現前低後高的態勢。

香港年內通脹也有上行的壓力。一季度本地嚴峻的疫情雖然重創各項經濟活動，但在中央政府的全力支持和幫助下，供港物資供應穩定，糧食和基本生活品短缺的情況大為緩解。目前，香港每日新增已大幅回落，各項管控措施正在逐步放開，疊加消費券計劃的刺激，本地居民消費開始提升。同時經濟逐步復甦下，本地樓價和租金也有望緩慢上升，或共同助推通脹的走高。此外，由於俄烏衝突以及由此引發的國際制裁與反制裁，短期內許多發達經濟體的通脹料會居高不下，或導致部分進口物品價格升幅加快，也對通脹形成上行壓力。

不過，香港年內通脹仍會較為平穩。中國內地強大的保供穩價體系下，香港受到的外部通脹衝擊壓力會小很多，糧食、能源、耐用品等價格在年內上漲幅度有限。另一方面，美聯儲會繼續收縮貨幣政策，最新的點陣圖顯示，美國年內將加息7次，到年底聯邦基金利率將達到1.75%-2%，這將加劇全球流動性收縮、新興市場資本外流、融資成本上升，最終壓制香港CPI住屋項的走高。綜合內外部因素，我們預計香港年內的物價會較2021年有所上升，但仍將較為平穩，全年通脹中樞或位於2-3%之間。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

	2020	2021	2021/Q4	2021/Q1
一. 本地生產總值 GDP				
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	26,716	28,426	7,692	N/A
升幅 (%) Change(%)	-6.1	6.4	4.7	-4.0
二. 對外貿易 External Trade			2022/03	2022/01-03
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
總出口 Total exports	39,275	49,607	3,728	11,460
進口 Total imports	42,698	53,078	4,100	12,087
貿易差額 Trade balance	-3,422	-3,471	-373	-627
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
總出口 Total exports	-1.5	26.3	-8.9	3.4
進口 Imports	-3.3	24.3	-6	2.9
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	0.3	1.6	1.7	1.5
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2022/04	2022/01-04
合約宗數 (宗) No. of agreements	73,322	96,133	4,852	18,589
年升幅 (%) Change(%)	-2.0	31.1	-47.0	-41.9
五. 勞動就業 Employment			2021/12-2022/02	2022/01-2022/03
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	259.1	250.9	16.2	18.9
失業率 (%) Unemployment rate(%)	5.5	5.5	4.5	5.0
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	3.1	2.7	2.3	3.1
六. 零售市場 Retail Market			2022/03	2022/01-03
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	-24.3	8.1	-13.8	-7.6
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	-25.5	6.5	-16.8	-10.4
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	356.9	9.1	0.2	1.1
年升幅 (%) Change(%)	-93.6	-97.4	-73.0	-30.5
八. 金融市場 Financial Market			2022/02	2022/03
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	775.2	779.8	780.8	783.1
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	30.1	8.0	2.3	5.4
M2	5.8	4.3	3.6	4.0
M3	5.8	4.3	3.5	4.0
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	5.4	4.6	3.9	4.5
港元存款 In HK\$	6.2	1.4	-1.4	0.9
外幣存款 In foreign currency	4.6	7.9	9.5	8.3
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	1.2	3.8	1.6	2.2
當地放款 use in HK	1.7	4.7	1.3	3.0
海外放款 use outside HK	0.1	1.7	2.1	0.4
貿易有關放款 Trade financing	-6.2	14.2	16.0	15.3
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	27,231	23,398	22,713	21,997