

進入疫後時代，伴隨着經濟的復甦步伐，人們對於通脹上行的預期逐漸得到增強，基礎原材料類的全球大宗商品價格將出現一定幅度的上漲，這無疑會引發全球通脹風險的升溫。今年全球通脹究竟會達到多高？

中美年內難加息



▲2020年前四個月中國CPI的同比增速都在3%以上，高基數效應將壓制今年CPI增速的走高。

察股觀經



李迅雷

中泰證券首席經濟學家

事實上，每個人心中都有一個自己認定的「通脹」水平，不管官方公布的PPI、CPI或PCE數據如何變化，都很難改變人們對通脹的看法。這背後的實質在於，全球為了應對疫情衝擊都在實施「貨幣大放水」。從美聯儲資產負債表來看，2020年美聯儲總資產由2019年末的4.2萬億美元飆升至7.4萬億美元，增幅高達76.8%，同期美國貨幣供應量（M2）增長25.4%，創下歷史新高。2020年歐元區和日本貨幣供應量（M2）增速分別錄得11.7%和9.1%，也均處於歷史上偏高的水平。貨幣氾濫的結果必然引發人們對通脹的恐慌。

但所處的收入階層不同，對於通脹的切身感受很可能也是完全不同，「分層」特徵決定了討論通脹問題時很難籠統地一概而論。早在2010年，筆者就提出把CPI作為平民通脹指數，把股價指數作為中產通脹指數，而把豪宅當作富人通脹指數。這實際上意在表達，實體經濟通脹與資本市場通脹預期，是截然不同的「兩個世界」。

實體經濟通脹可控

歷數近二十年以來中國的高通脹，我們發現，2012年至2013年是一道比較明顯的分水嶺。在2012年之前，中國先後在2004年、2007年至2008年和2011年經歷了三輪顯著的高通脹時期，這三個時期CPI同比增速都曾達到過5%以上，而與之相伴隨的是，PPI增速在同期也都出現了較大幅度的漲幅。但是在2012年至2013年之後，中國的高通脹開始步入「結構化」時代，高通脹時期CPI增速和PPI增速之間的聯動性下降。

這一次應該也不例外，由於全球原材料類大宗商品價格的上漲，給中國帶來的通脹壓力，事實上也是結構性的，表現為年內PPI增速的快速回升，但CPI增速或將波瀾不驚。

一方面，去年同期CPI增速的讀

數較高，2020年前四個月中國CPI的同比增速都在3%以上，高基數效應將壓制今年CPI增速的走高；另一方面，受到豬周期因素的影響，年內中國生豬供給預計較為充裕。一般來說，能繁母豬存欄變化領先豬價十至十二個月，根據能繁母豬存欄的數據來看，2021年下半年中國的豬肉供給相對於2020年同期要高出20%至30%左右，這意味着豬價在今年存在着下行壓力，而豬價是影響國內CPI增速走勢至關重要的變量，豬價的走低將會對CPI增速構成顯著拖累。

資產通脹出現回落

即便是在工業品價格內部，也存在着「結構性漲價」的特徵。一方面，全球定價的商品價格漲幅要明顯高出主要由國內定價的商品價格漲幅，比如今年以來鋼鐵和煤炭價格的上漲幅度要低於原油和工業金屬；另一方面，發達國家消費需求佔比較高的原油，今年以來的價格漲幅也要超過銅、鋁等工業金屬。這意味着從PPI同比增速上看，上行速度並沒有像個別商品價格漲幅所表現出的那樣劇烈。筆者預計，年內工業品價格的高點應該在第三季度出現，國內PPI同比增速下半年趨於回落，全年增速中樞相對溫和。

2020年受疫情影響，CPI高開低走，與此對應的是，居民可支配收入增速大幅下降，居民人均消費支出2.121萬元人民幣，比上年下降1.6%，扣除價格因素，實際下降4%。低收入群體所受到的影響更大，外出農民工收入增速比全國居民人均可支配收入增速要低7個百分點之多。但2020年中國奢侈品消費的增速卻大幅上升，估計奢侈品消費額的全球佔比，比2010年提升了一倍，即達到38%。此外，豪宅的漲幅遠大於全國商品房指數漲幅，尤其以深圳、上海等一線或新一線大城市房價漲幅為甚。

與中國類似的是，全球主要經濟體的股市和樓市在去年也是空前繁榮。這是因為，疫情衝擊了實體世界，而各國政府為了維持社會經濟穩定，大量投放貨幣和實施財政補貼，於是「貨幣之洪水」大部分流入到資

本市場，讓資本世界空前繁榮。這就是大家通常講的所謂「富人通脹、窮人通縮」。

主要經濟體通過超發貨幣和大規模舉債來刺激經濟的方式，實際上是在透支未來，加劇社會分化和激化社會矛盾。全球經濟的根本擔憂是長期和平下改革動力不足，遊戲規則不變使得社會結構扭曲。而各國央行和財政部門所採取的逆周期做法，似乎解決了流動性危機，屬於「無痛療法」，既保護了企業家（富人）利益，也補貼了窮人，但從數據上看，卻加大了貧富差距，因為資本收益遠大於補貼額。

但2021年的情形則與2020年發生了顯著變化，因為實體世界已經開始復甦，中國則率先收緊貨幣，出現了流動性拐點。那麼，資本世界的貨幣流動性放緩，甚至部分流向實體世界。原油價格是資本世界的「通脹之錨」，實體世界復甦越強勁，對資本世界的資產估值似乎越不利。既然這輪牛市主要不是靠盈利增長驅動的，而是估值水平提升驅動的，那麼，在經濟復甦的背景下，由原油等大宗商品漲價推高的通脹預期，顯著抬升了市場的無風險利率水平，進而就會拉低估值區間。

通脹不是加息理由

貨幣當局的利率政策通常是基於對未來經濟的變化預期去考慮，利率要與經濟增速的變化趨勢相一致，而物價的波動主要受供需關係影響，短期性因素較多。這輪全球經濟的復甦是因為疫情好轉和財政、貨幣政策寬鬆的共同結果，但並沒有解決疫情前各國存在的結構性問題。一方面，2020年全球經濟債務率水平大幅上升，2020年三季度美國、歐元區和日本非金融部門槓桿率水平較2019年底分別提高36.8個百分點、28.1個百分點和36.3個百分點；另一方面，正如前文所述，全球貧富差距也在繼續擴大。2021年經濟反彈之後，2022年可能重歸需求乏力的低增長中。因此，把通脹作為加息的理由並不充分。

就美國而言，人們對於疫苗普及後美國經濟的快速恢復抱有很大期待。但至少目前來看，美國經濟中佔比接近70%的服務消費整體仍在低位徘徊，服務業的就業狀況也不理想，從事服務崗位工作的失業率仍超過10%，不僅遠高於疫情前的個位數水平，也顯著高於製造業崗位工作的失業率水平。而且即使等到疫情對於經濟的限制解除，服務業的完全恢復可能也需要一個過程，並不是一蹴而就的事情。

因此，美聯儲對於經濟的呵護意願依然較強，強調「實現充分就業還有很長的路要走」，不僅關注於勞動力市場的整體狀態，也注意到失業在結構方面存在的問題。而對於通脹目

NFT成爲區塊鏈新寵

鏈能講堂



付饒

國際新經濟研究院高級研究員

數據顯示，至今整個NFT市場的總交易量為540多萬，而總交易額超過了5.5億美元。

NFT是異通證（Non-Fungible Token）的簡稱。NFT並非是近兩年產生的新鮮事物，其開始進入大眾的視線源於一款區塊鏈遊戲——加密貓（CryptoKitties）。2017年，在以以太坊創建的加密貓遊戲上線，用戶可以購買、收集、出售、繁殖虛擬貓咪。不同的貓咪具有獨一無二的屬性組合，例如每隻貓在眼睛、毛髮、尾巴、嘴巴，甚至表情等組合方面各不相同。正是每一隻虛擬貓咪的獨一無二，加上部分貓咪性狀的稀有性，使得遊戲內的貓咪形象成爲NFT，用來交易與收藏。在遊戲上線的初始階段，加密貓就貢獻了以太坊上3/10的交易量。

NFT之於藝術品，不單是確權和防偽作用，而是我擁有這幅作品的NFT價值，而你只擁有作品的拷貝。NFT藝術，這是一種主要運行在區塊鏈上的，以異通證技術、運用數字工具來製作的藝術品。一張名叫《彩虹貓》（Nyan Cat）的GIF圖片曾經賣出59萬美元；3月，佳士得的一場專場拍賣中，來自美國藝術家「Beeple」的純數字作品「Everydays: The First 5000 Days」以近7000萬美元的價格成交，刷新了數字藝術品的拍賣紀錄。

而這一熱潮早已不限於數字藝術品收藏，在體育、音樂、遊戲和其他以「粉絲經濟」爲驅動的行業，NFT技術的出現，已經爲投資帶來更多可能性。與同質化的通證相對，NFT的非同質化屬性體現在其稀缺、不可分割和獨一無

二。換句話說，每一個NFT都不一樣。通過將外部資產或權益「上鏈」，實現資產的數字化，由此新產生的代幣可在區塊鏈系統中進行轉移和交易。

每個NFT都擁有與眾不同的ID，涉獵領域包括藝術品、收藏品、DeFi、遊戲、虛擬空間、體育版面、公共設施等。可對標不動產、文化作品和藝術收藏品，並能體現抽象物的價值。特斯拉CEO埃隆·馬斯克是加密貨幣的狂熱粉絲，他於3月16日在推特上宣布，把一首以NFT爲主題的自創歌曲作爲NFT來出售。在歌曲的視頻背景中，一個NFT的獎盃在太空中旋轉，周圍圍繞着許多加密貨幣。

產業炒作風氣嚴重

傳統上，創作者通過數字內容獲利的路徑爲：內容創作者將數字作品上傳至數字媒體平台——平台通過訂閱、廣告等商業模式將內容貨幣化——平台向內容創作者支付一定比例的利潤。在這個過程中，數字媒體平台在創造商業價值方面起到關鍵作用，但這大大削弱了數字內容創作者的主導權。藝術不再僅僅是一種職業，讓人人皆可參與變成人人都能參與，參與NFT藝術的欣賞和製作是完全一體的，而從參與者的角色來看，不再有消費者和生產者之分，而是產消者（Prosumer）。而NFT支持點對點的去中心化交易，數字創作者無需依靠中介即可完成作品的售賣。

筆者觀察，現在的NFT市場不規範，魚龍混雜，投資炒作風氣嚴重。大量偽NFT的出現極有可能被用於炒作和欺詐。目前，眾多實體資產無法真正上鏈和純數字化。此外，「規模化的工業品」被賦予了較高的定價。隨着市場的快速發展和最近NFT銷售的價格過高，市場操縱也是一大風險。

「龍市一期」已確認

樓市新態



汪敦敏

祥益地產總裁

自從2009年金融海嘯後，西方國家的「牛熊理論」已經不適用於香港樓市，因為原本泡沫經濟的高泡沫、高借貸市場，已經改變爲高資金量、低借貸，配合了供應不足和日益濃厚的財富效應。很多人用了舊的觀念和技術分析而錯誤判斷時機，於是筆者創立了「龍市理論」，認爲中國資金和政策市場秩序下的樓市，會分「龍市一期」（上升周期）和「龍市二期」（調整期或被政策調整階段）兩期不斷交替，這個理論在過去十年也能準確反映市況，爲投資者在最少四次投資良機中發出正確訊息。

過去兩年面對人禍和天災接續發生下，「龍市理論」仍堅信住宅樓價受衝擊有限，且仍長遠處於上升趨勢，到了最近筆者認爲及確認住宅樓市再次進入「龍市一期」，除了上述經濟結構香港實質比兩年前更好外，我也根據以下圖表技術分析去確認（無論祥益、差估署及中原指數也一致反映）：

（1）樓市谷底早於去年上半年已確認；
（2）2020年下半年因疫情及負面心理因素拖延回升，卻形成了橫向凝聚購買力的態勢等待爆發；
（3）價格「上升通道」已形成，住宅樓價正式全面起動。

當「龍市一期」確定了的時候，投資者就可以掌握到入市時機，升幅多少？還有多少時間上升？也可得到推演上的參考。根據過往經驗，「龍一」確定後，樓價將提速破頂。現在雖然不是谷底，卻是「最安全入貨期」。

樓市指數反映不到樓價升幅，因為現時的買家借貸資格已被格式化，和二、三十年前不同，買家買樓除了要付出首期外，入息比率和壓力測試已規限了買家的交易銀碼。當樓價上升的時候，大多數買家未能就以上三項作出相應提升，所以較多的準買家只能降低要求去買質素略遜一籌的單位，令指數只能反映購買力，不能反映樓價準確升幅。

如果鎖定板塊去計算，幾個月內，屯門不乏住宅單位在過去三個月樓價上升了9%至14%，遠高於指數反映的。



標的修改，事實上也就意味著美聯儲不會把通脹的短期上行行爲作爲調整貨幣政策的理由，年內預計其將保持當前寬鬆的貨幣政策取向不變。

就中國而言，全年CPI和PPI增速估計都處在溫和通脹區間，並且也不會超過政府工作報告中關於CPI在3%以內的目標。而且央行自疫情過後事實上已經收緊流動性。

疫情之下，行政性調控的力度進一步加大，如兩會提出「定向調控、相機調控和精準調控」，估計對商業銀行的窗口指導也會加

強，在這種背景下，再上調利率，難免有畫蛇添足之嫌。

政策調整上這次強調「不急轉彎」，對於這一表述，有些人看到的是「不急」，有些人領會的是「轉彎」。實際上，政策轉不轉彎取決於經濟熱度，而且不是以短期經濟數據的冷熱爲依據，因為政策應該保持適度連續性和可預期性，不能說變就變。過去曾經提過貨幣政策的「出其不意」，現在則更強調預期管理。因此，沒有理由擔心今年政策會大幅收緊。