

當地時間5月11日，美國勞工部發布了4月消費者物價指數（CPI）報告。報告顯示，美國4月CPI同比增4.2%，錄得2008年9月以來最高值。數據公布後，10年期美債收益率短線跳漲，美國三大股指大幅下跌，亞太股市和歐洲股市亦受此拖累。與此同時，大宗商品期貨持續高漲，原材料成本上升，引發市場通脹焦慮。儘管美聯儲提高了對通脹的寬容度，但4月消費者價格指數較大幅度飆升，投資者擔心美聯儲迫於通脹壓力而提前收縮貨幣。

# 緊縮周期還有多遠？



▲分析指，美國通脹率上升迅速，就業率上升緩慢，經濟復甦不均衡，均給美聯儲的政策帶來挑戰。 新華社

## 大學之道

智本社社長

2021年一季度，隨着新冠疫苗接種率快速飆升，美國經濟復甦強勁，期內實際GDP環比上漲6.4%，高於前值的4.3%，略低於預期值的6.7%。然而，美國的經濟復甦並不均衡，結構性問題突出。總體來說，需求恢復強於供給，商品消費、地產投資恢復強於服務消費。需求的動力要比供給的動力更強，一季度，消費增長了7.9%，庫存反而下降了3.1%。在消費部門中，耐用品消費增長9%，非耐用品消費增長3.4%，但服務消費只有1.1%。商品消費和地產投資已經恢復到了疫情爆發前的水平，但是服務消費依然還有5.7%的缺口需要填補。

### 提振就業，還是抗擊通脹？

美國經濟不均衡復甦引發了菲利普斯曲線（通脹越高、失業率越低）失靈，主要矛盾集中在就業復甦的腳步跟不上通脹。美國4月CPI同比增4.2%，預期3.6%，前值2.6%；4月核心CPI同比增3%，預期2.3%，前值1.6%。但是，2020年3月至4月受新冠疫情衝擊，美國失去了2235萬個就業崗位，截至今年4月份已恢復了1307萬個，失業率依然高達6%左右。美國4月非農就業數據顯示，當月僅新增就業26.6萬，遠低於市場預期的99.8萬。

通脹率快速上升的主要原因包括，拜登政府1.9萬億美元刺激方案給市場注入大量的流動性，美國財政部給大多數美國家庭發放1400美元紓困現金支票，美聯儲每月以購債的方式直接向金融市場上注入的資金多達1200億美元。金融市場充沛的流動性刺激大宗商品價格大幅度上漲，而大規模的紓困現金和美國家庭較強的消費能力，使得上游大宗原材料價格順利地傳導到終端消費品市場，引發通脹率飆升。通脹率飆升的另外一個重要原因是，受巴西、智利等原料出口國疫情蔓延，長期關閉邊境，礦區停工停產，原材料短缺，大宗期貨價格飛漲。

就業復甦相對緩慢的主要原因在於疫苗接種存在時間差，服務消費復甦緩慢。目前，美國疫苗一針接種比例已經達到42%，兩針接種比例達到29%，超過大部分國家，但疫苗接種率達到70%左右才能實現群體免疫，時間預計在下半年。當前，美國各州尚未完全解除隔離性、限制性政策，而且疫情在局部出現一定的反覆，這對耐用品消費和非耐用品消費影響較小，惟很大程度上延緩了服務消費的復甦。服務業是就業的主要部門，服務消費的提振才能帶動就業率

上漲。一些學校沒有完全開放，許多母親還得在家照顧孩子，無法快速重返工作。數據顯示，4月女性就業新增人數明顯不如男性。另外，美國與歐洲的隔離解除還要一定的時日，國際旅遊等服務業的復甦受到抑制。美聯儲的貨幣政策陷入難題，到底是抗擊通脹，還是提振就業？美聯儲的貨幣政策有三大目標：通脹、就業與金融穩定。2020年底美聯儲刻意放棄了通脹目標，執著於充分就業目標。換言之，美聯儲試圖以犧牲部分通脹的方式，等待服務消費填補缺口及就業提振，以緩解不均衡復甦的風險。

一季度的消費者物價指數還未能觸動美聯儲採取行動。4月份的議息會議基調是不急於退出寬鬆政策，美聯儲繼續維持零利率區間與每月1200億美元的購債規模。但如果通脹率按當前的速度上升，美聯儲還是坐得住？

### 通脹危機，還是貨幣危機？

通脹率上升迅速，就業率上升緩慢，經濟復甦不均衡，這給美聯儲的政策帶來挑戰。目前，美聯儲需要等待「兩大」復甦：一是服務消費及就業復甦；二是其他國家，尤其是新興國家的復甦。新興國家復甦，礦區開工，原材料供應增加，全球供應鏈逐漸恢復，才能抑制大宗商品和消費品價格上漲。同時，歐洲及新興國家復甦，全球隔離性政策解除，有助於美國服務消費及就業提振。

但如今全球疫苗短缺，新興國家，尤其是印度新冠疫情突然大爆發，疫情控制難度大，經濟復甦任重道遠。如此，第二季度的挑戰頗為嚴峻，新興國家擔心輸入性通脹。中國是否面臨輸入性通脹？輸入性通脹必須滿足三個條件：一是被動接受國際大宗商品價格上漲；二是固定匯率；三是家庭部門消費能力強，價格傳導順暢。

中國基本上滿足第一和第二個條件，雖然中國內地不是固定匯率，但是人行想辦法維護匯價穩定；中國香港是固定匯率。問題是，大宗商品價格上漲能否傳導到終端？

這就取決於家庭消費能力。內地的家庭消費能力不足，價格傳導並不順暢，終端價格上漲導致需求萎縮，大通脹的可能性小。不過，這也不是什麼好事。終端消費不足和大宗價格上漲，形成兩頭打擊，對供給與製造構成打擊。內銷製造要比出口製造受到的打擊更大，出口製造還能將部分成本壓力傳導給歐美市場，但是內銷製造只能自己化解成本壓力。國家統計局發布的數據顯示，4月PPI同比上漲6.8%，CPI同比上漲只有0.9%，剔除食品後的CPI也只有1.3%。生產者物價指數（PPI）與CPI之間的剪刀差在擴大，這說明價格傳導不暢。

當然，需要注意結構性通脹。一些剛需產品，價格上漲的幅度會大一些。

與內地相比，香港是固定匯率，同時消費能力更強一些，價格傳遞要更加順暢，上游價格上漲一定程度上抬高終端價格。香港2、3月份的CPI均為1.9%。

其實，新興國家最需要擔心的不是輸入性通脹，而是貨幣危機，以及因貨幣危機而引發的全面通脹。新興國家的家庭收入不足、貧富差距大，缺乏足夠的消費能力推動普遍性通脹，但新興國家的貨幣信用危機可能引發普遍性通脹，發生的時間點往往出現在美聯儲緊縮美元之時。

如果二季度美國通脹率繼續上漲，美聯儲可能會提前啟動緊縮政策。如果市場加息預期強烈，二季度通脹勢頭趨弱，就業率上升，美聯儲也會在下半年進入緊縮周期。而歷史上，每一次美聯儲進入緊縮周期，新興國家都會爆發不同程度的貨幣危機。這次也不例外，或許會更嚴重。原因有二：一是2020年受新冠疫情衝擊，新興國家大規模超發貨幣，市場更加脆弱，存在大量的殭屍企業和劣質需求；二是在疫苗的幫助下，歐美經濟迅速復甦，但一些新興國家可能還深陷新冠泥潭，抑或被疫情圍困，經濟復甦緩慢。

美元一旦升值，利息成本增加，企業和政府債務負擔增加，甚至引發債務違約，這些脆弱的市場土崩瓦解。如土耳其大規模使用外幣發行里拉，政府外債率高。美元利率上升，政府債務違約，貨幣信用崩盤，股價匯樓「四殺」，通脹全面爆發。

2021年開始，新興國家最需要擔心的不是輸入性通脹，而是信用貨幣危機及其全面通脹後果。從時間上來看，二季度是新興國家最後的窗口期。新興國家必須在第二季度做好兩個準備以迎接美聯儲在下半年的貨幣轉向：一是印度等新興國家以最快的速度控制疫情，快速普及有效疫苗；二是嚴控貨幣及信貸開門，提前去槓桿，控制房地產泡沫風險。

實際上，美國金融市場已提前緊縮，實際市場利率逐漸上升。一些新興國家，如俄羅斯、巴西，也在「搶跑」，已提高利率。人行發布的數據顯示，4月末，廣義貨幣（M2）餘額226.21萬億元（人民幣，下同），同比增長8.1%，增速分別比3月末和上年同期低1.3個和3個百分點。4月社會融資規模增量為1.85萬億元，比上年同期少1.25萬億元。廣義貨幣和社會融資均回落，市場信用已提前收縮。

儘管市場預測美聯儲本輪的緊縮政策會更加溫和，但是考慮到大宗、債市、股市及房地產泡沫過大，貨幣緊縮一根輕輕的稻草，都可能壓垮一頭不堪重負的駱駝。

# 加密貨幣緣何跳水？

鍾能講堂



付饒

國際新經濟研究院高級研究員

北京時間2021年5月13日凌晨，加密貨幣集體大跳水。比特幣價格從55000美元附近回撤近10000美元，最低至45500美元，並帶動主流幣大幅下跌。近期大火的動物幣也大幅下跌，尤其是柴犬幣（SHIB）價格，相比5月12日晚的水平近乎腰斬。

筆者認為，加密貨幣大跌背後原因有三：

其一，特斯拉CEO馬斯克在社交媒體宣布，特斯拉暫停接受比特幣支付，原因是擔心比特幣挖礦和交易導致化石燃料，尤其是煤炭的耗用飛速增長，煤炭是所有化石燃料排放中影響最惡劣的。馬斯克的講話距離特斯拉美國官網開始接受比特幣付款還不到兩個月時間。兩周前特斯拉剛剛在財報中披露，今年一季度斥資15億美元買入比特幣，當季拋售部分比特幣，淨賺1.01億美元。特斯拉首席財務官（CFO）則在電話會議上表示，比特幣持有當季減少了10%，這部分減持對整個公司的季度業績增長略有幫助。

美國勞工部周三公布的數據顯示，美國4月整體消費者物價指數（CPI）同比大增4.2%，大幅超出此前3.6%的市場預期，增速創2008年9月以來新高；4月核心CPI同比大增3%，高於市場預期的2.3%，創1996年1月以來最快增長，這造成隔夜美國市場上演股債雙殺。以太坊創始人Vitalik Buterin自5月13日凌晨開始出售了大量空投給他的動物幣，Vitalik表示獲利將捐助給慈善機構。

其二，山寨幣對信仰的衝擊。2013年，比特幣價格急速上漲，巨大的財富效應引發了很多山寨幣的出現。

什麼是山寨幣？把比特幣的源代碼一改，到交易所上個市，就成了所謂的新虛擬貨幣。Adobe公司悉尼市場部的營銷專員傑克遜·帕爾默對此非常看不慣，打算用當時網絡流行的狗頭表情包做一個幣，以此來諷刺虛擬貨幣這場鬧劇，這就是狗狗幣（DOGE）。為了諷刺比特幣，馬庫斯故意把狗狗幣的總數設置為1200億枚，而且每年固定增發50億枚，數量永遠膨脹，年年超發。

## 市場散戶化嚴重

狗狗幣誕生後，因為其過於搞笑及便宜，吸引了很多幣圈內外人士的注意，雖然沒什麼市值，但用戶數一直居高不下，僅次於比特幣。比特幣是對傳統貨幣的反叛，狗狗幣是對比特幣的反叛。中本聰發明比特幣時，目的是想利用比特幣的去中心化屬性，打造一個不會通脹、不受任何國家央行控制的貨幣；狗狗幣等山寨幣則不具備不可替代性和稀缺性。一個馬斯克，就可以輕易的在虛擬貨幣領域創造共識和轉移共識。

山寨幣熱度之所以能持續，也反映出目前加密市場散戶化非常嚴重的現象。很多2021年進入加密市場的人既有FOMO（Fear of Missing Out，錯失恐懼症）情緒，也有對幣價的「恐高」焦慮，更有「韭菜接盤」的擔憂。隨便零花錢買個小幾百塊，就可以擁有幾千萬個山寨幣，再加上「如果幾年後漲幾十倍，就財務自由了」的僥倖心理，共同推動了山寨幣的發展和流通，也為比特幣的信仰蒙上陰影。

其三，以灰度為代表的美國華爾街資金建倉時間主要在去年四季度，其建倉比特幣成本價格約為2萬至3萬美元，遠低於近期大跌後的價格。而後續入場的散戶（建倉成本在5萬甚至6萬美元）主要來自中國等亞洲地區，此輪大跌也是美國華爾街資金對亞洲資金的收割。

## 比特幣近年走勢



# 資金忙避險 樓市進入大牛市

樓市智庫



陳永保

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁

美元自從踏入4月中以來，跌勢加劇。美國聯儲局主席鮑威爾強調，大多數聯儲局官員較早之前都認為，公開市場委員會（FOMC）到2024年都不會加息。美國財長耶倫表示，美國政府推出數以萬億美元計的刺激經濟方案，會帶動經濟通脹升溫，但加息只是其中一個工具選項。筆者估計，耶倫言論不會對投資市場有重大衝擊。

## 暫時性通脹 未達加息門檻

耶倫指出，美國刺激經濟方案推動經濟增長，會帶來通脹上升，可能需要溫和加息防止過熱。後來她澄清並非預期加息，利率只是聯儲局應對經濟過熱其中一個選項。她不預期通脹會成為一個問題，因聯儲局有措施解決通脹。

筆者認為現在距離「收水」及加息遙遠，投資者加快向樓市及股市推進，造成本港樓市近期價量齊升。美國總統拜登在推出1.9萬億美元量化寬鬆及2.3萬億美元拓展美國基建計劃之後，又準備加推1.8萬億美元新一輪經濟刺激計

劃。量寬浪接浪，亦反映美國經濟未站穩陣腳，聯儲局的「收水」以至加息言之太早。

鮑威爾近期議息之後表示，目前並非開始討論縮減買債的時候，時機成熟時才逐漸減少買債，現非「收水」時候，就業及通脹目標仍未接近出現實質進展。隨着重啟經濟，物價有上升壓力，但一次性物價上升，不太可能導致通脹持續。今年通脹出現暫時性上升，仍未達到需要加息門檻。

鮑威爾較早之前指出，加息行動取決於經濟進展，須等到通脹持續達到2%的目標，以及勞工市場完全復甦，當局才會考慮加息。他預料這兩個指標在明年底前，均不大可能達到。大多數聯儲局官員暫時都認為，FOMC到2024年都不會加息。當去年12月所定下的目標取得重大進展時，才是「收水」時機，距離實際加息還有相當長時間。

美元指數由4月份起展開跌浪，月中跌勢加劇，量寬威力漸見明顯，促使投資者加快尋找投資避風塘。向來樓市、股市及金市等投資市場都是資金靠泊之地，4月尾一及二手市況相當暢旺，豪宅銷路亦出色。預計今年5、6月份，樓市走勢維持向好，樓市經已進入大牛市。



塘，投資者加快尋找投資避風塘，近兩月香港樓市走勢維持向好。資料圖片