



美國通脹在聯儲局政策干預下似乎有所放緩，但市場不能過早樂觀。

隨著疫情的穩定，美國居民收入增長趨勢已回歸到疫情前水平並趨平穩，居民消費支出（Personal Consumption Expenditure, PCE）卻仍然高於歷史趨勢。展望未來，美國居民過剩儲蓄（財政補貼導致）耗盡之際，我們才可能看到個人消費逐步回落至歷史趨勢，從而根本上緩解通脹的壓力。

美高通脹韌性恐超預期

微觀經濟 周浩 國泰君安國際首席經濟學家

筆者認為，美國總體通脹率在年底會由6月高峰的9.1%降至7.4%，核心CPI通脹率預計也將穩定在6.4%左右，與過去幾十年高位（6.6%）大致相當。這也就是說，今年最後一季核心PCE平減指數將會保持在一個較高的水平。由於美聯儲關注核心通脹數據，尤其是核心PCE平減指數，所以除非核心通脹顯著下降，否則美聯儲仍將維持緊縮的貨幣政策。

大規模補貼刺激需求端

受到新冠疫情衝擊後，美國以大規模的經濟補貼來安撫民眾。從經濟學角度分析，如此規模巨大的經濟補貼，勢必導致嚴重的通貨膨脹。實際來看，疫情及貿易摩擦在某種程度上終止了全球商品供應的增長趨勢，而美國採用的經濟補貼式抗疫政策，卻變相地提高了居民需求，供需失衡下通脹也就自然發生。

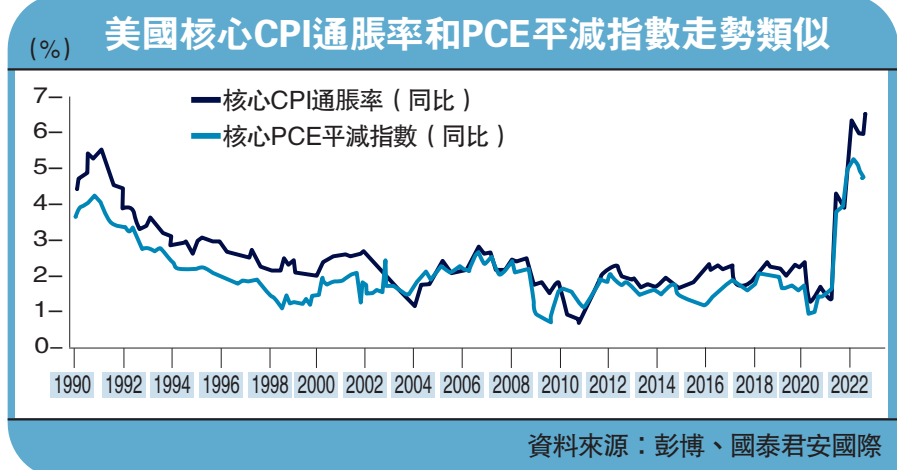
聖路易聯儲搭建了美國居民可支配收入與居民消費支出（PCE）之間的變化模型來探究美國通脹的現狀與預期走勢。自2020年3月以來，美國居民的可支配收入較疫情前累計增長高達1.5萬億美元，而其中超過8000億美元是政府在2020至2021年間向居民支付的「經濟補貼」。

雖然美國名義通脹率在近幾個月有所緩解，但是核心CPI通脹率已然攀升至40年來最高水平，這表明通脹壓力已從能源和食品價格向服務業蔓延。美聯儲在制定貨幣政策時更傾向於使用另外一個被廣泛應用的價格指標——核心PCE平減指數，因為它可以靈活地反映出物價對消費者行為的影響。這意味著衡量核心CPI通脹率和核心PCE平減指數之間的動態變化也很重要。

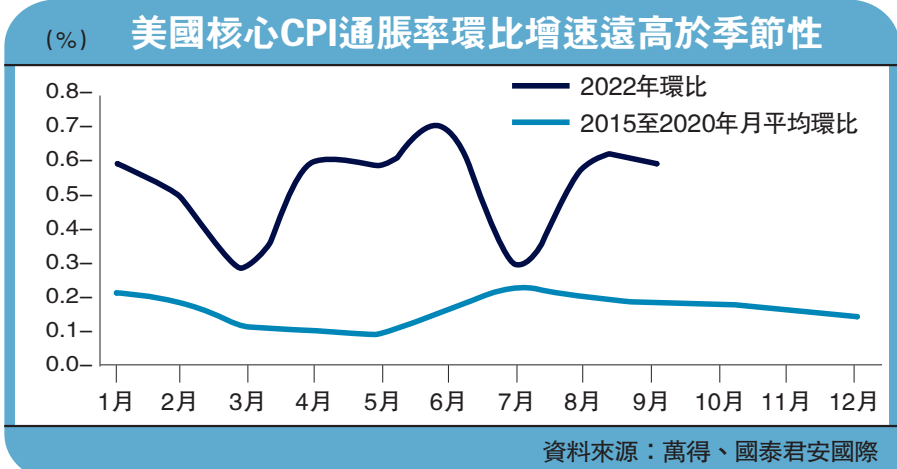
名義CPI通脹率和PCE平減指數是衡量通脹的兩個主要指標，它們都反映了當前市場商品和服務價格的變動，但名義CPI通脹率是由美國勞工統計局公布的，而PCE平減指數則是由經濟分析局公布。作為一個泛用指標，PCE平減指數也具有其獨特的優勢，即PCE平減指數中支出的構成是根據居民實際的消費行為進行靈活調整的，這使得PCE指標可以更及時全面地反映開支的變化。

回顧過去，上述兩個通脹指標互相追蹤。由於抽樣差異的存在，PCE平減指數走勢相對溫和，但從二者過去的相關性看，抽樣差異並沒有改變核心CPI通脹率和核心PCE平減指數的主要變化趨勢。另一方面，雖然在高基數效應的影響下，未來幾個月名義CPI通脹率可能會逐步下行，但核心CPI通脹率和核心PCE平減指數的峰值可能會有延遲。

從圖中我們可以看出，核心CPI通脹率的環比增速遠高於2015年至2020年的平均環比增速，也就是說目前的增速強於季節性，這也暗示了核心CPI通脹率至少在未來剩餘時間中可能會保持高位。相比之下，名義CPI



資料來源：彭博、國泰君安國際



資料來源：萬得、國泰君安國際

通脹率將在2022年最後一個季度大概率有所放緩。

從2016年到新冠疫情爆發之前，美國核心PCE平減指數長期維持在1.8%左右，疫情在2020年的突發將核心PCE平減指數壓降少許至1.5%。

後疫情時代，也就是2021年開始，核心PCE平減指數迅速攀升至5%並且持續走高。為了研究美國通脹的走向，我們將對核心PCE平減指數做進一步解構。

供應鏈斷裂 能源食品價難下

不同時期的PCE平減指數的變化都有其相應的推動因素，比如由疫情爆發引起的居民消費者支出轉變疊加全球供應鏈斷裂引起的耐用品價格上漲，是美國本輪通脹的始作俑者；而以食品和能源為代表的非耐用品價格上漲則進一步打開了本輪美國通脹的「潘多拉魔盒」，時至今日也依然居高不下；後疫情時代（2021年下半年以來），租房價格和服務價格的上漲又成為了通脹高企的「中堅力量」。

房租方面，根據美國上市房地產公司Zillow的統計數據，美國9月的租金指數按年上漲高達11%，遠高於新冠開始之前的3.8%；9月核心PCE平減指數中的房租項也創下了2008年以來的最大漲幅（7%）。

另外，勞動力成本的上漲也可能使得服務業通脹在中長期持續上漲。美國Qualtrics公司在今年8月及9月對超過1000名全職僱員進行了一項調查，結果顯示不斷升高的生活成本，使得他們尋求更多的方式來提高整體收入。在通脹顯著回落之前，筆者傾向於認為工資上漲可能會推動服務業通脹持續走高。

從數據上看，在美聯儲政策的干預下，美國通脹似乎有所好轉，但是市場仍不可以掉以輕心。通脹中醫藥價格的上漲可能比想像的更持久。與一般銷售商品不同，醫療相關服務及

商品的價格很難針對產品的質量及供需關係做出及時調整，醫療保健和健康保險價格的計算及反饋周期通常要以為年為單位。

2020年疫情爆發後，必然有部分病人選擇推遲看病或者手術時間，以盡量規避感染新冠的風險。在疫苗產生及疫情得到控制後，病人才會選擇恢復就醫。考慮到由此導致的醫療保健及保險服務價格調整會在一整年服務結束後發生，因此由2021年居民恢復就醫導致的醫療服務價格的調整在一年後才會逐步顯現。

統計數據也顯示，醫療相關CPI通脹率在2021年第四季度開始飛漲，並在2022年9月上升6%，創下至少20年最大漲幅。按照之前推算，醫療價格通脹率的快速攀升應該在今年第四季度告一段落。但醫療價格從高點回落也需要時間，同時因為醫務工作者工資上升，對其回落的幅度也不可過分高估。

總體而言，當下已知的醫療通脹高企、頻發的地區衝突導致的能源，以及供應鏈的不穩定仍然會成為通脹緩解的重大阻力，短期之內核心PCE平減指數很難降到美聯儲期望的理想水平。

展望未來，筆者認為市場的焦慮情緒並不會因為未來幾個月總體通脹的緩和而緩解。由於美聯儲關注核心通脹，尤其是核心PCE平減指數，所以除非核心通脹顯著下降，否則美聯儲仍將維持緊縮的貨幣政策。更重要的是，美聯儲還旨在將中期通脹率（核心PCE平減指數）恢復到2%。另一方面，即使短期內核心PCE平減指數有所改善，美聯儲也通常需要數個季度的時間來觀望以決定是否採取進一步措施。

總而言之，現階段筆者仍然建議市場對美國貨幣政策前景維持謹慎態度，並且考慮債券收益率存在的上行傾向。

低失業率助力美大手加息

實話世經 程實 工銀國際首席經濟學家、董事總經理

「有風方起浪，無潮水自平。」美國聯儲局9月將聯儲基金利率上調0.75厘，目標區間到3厘至3.25厘，連續第三個季度加息，並將借貸成本推至2008年以來最高水平。長期來看，美國內外經濟供需失衡導致本土「工資—價格」螺旋繼續上升，而價值鏈上企業的相對交易成本優勢又會支撐通脹保持在一定高位。從美聯儲主席鮑威爾的講話與最新加息預期來看，預計長期終端利率將超過4.5厘。

當前美國市場租金指數存在回落趨勢，美國二手汽車和卡車價格也出現見頂跡象（預計未來6個月存在30%以上的下行空間）。同時，1年期和3年期通脹預期中值近期回落，支持美聯儲避免激進加息1厘。但考慮到美國的通脹黏性仍然較高，加上進入冬季後歐元區面臨能源短缺威脅，可能會對美國帶來新一輪價格外溢影響。筆者認為，今年美國繼續保持強勁加息將毫無懸念。

基於預測模型，假設在樂觀情景下，即使美國消費者物價指數（CPI）環比增速9至11月平均每月下滑0.1個百分點，11月核心CPI按年升幅仍將保持在5.84%水平，而9至11月的核心通脹按年平均增速為6.1%，10至12月增速為5.77%。此外，據最新的聯邦公開市場委員會（FOMC）預測，美聯儲對美國失業率表現仍有信心（預料今年保持在3.8%，2023年預計上升至4.4%）。同時，美聯儲對當前生產和消費支出整體表現基本滿意。因此，較低的失業率和較高的核心通脹條件下，即使11月及12月兩次議息會議，美聯儲連續加息0.75厘，又或分別加息0.75厘和0.5厘也將被市場視為情理之中。

核心通脹之所以頑固，一方面源於美國勞動力市場失衡導致的「工資—價格」螺旋效應；另一方面，全球地緣政治危機抬升了美國企業在全球價值鏈上的定價權，企業定價權優勢消化了加息政策對通脹的時滯影響。美國企業的相對交易成本優勢未來能否延續，需要觀

察全球地緣矛盾是否持續動盪。基本假設如果全球（例如俄羅斯與歐洲之間）地緣矛盾進一步分化和持續，那麼美國企業將繼續保持現有的定價優勢，該優勢也給了聯儲局更大的加息決心，這也是為何本輪議息會議，美聯儲首次承認未來終端利率上調至超過4.5厘的可能。

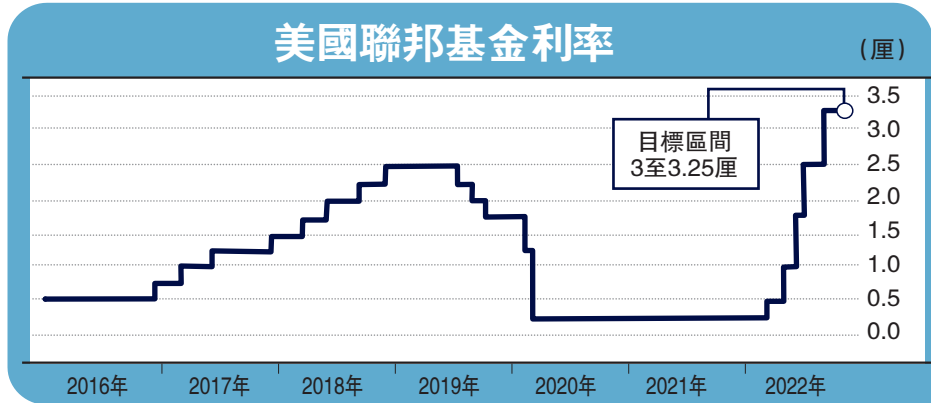
此外，當前美國部分經濟學家和一些美聯儲官員開始呼籲，上調美國名義中性利率至3厘。這應該是考慮到了美國勞動力市場和全球地緣政治對美國通脹結構性的內外深刻影響。筆者認為，一旦名義中性利率上調至3厘，未來美聯儲的加息幅度可能會超過市場預期。

通脹的頑固及低失業率導致斜率政策工具、尤其是前瞻指引的作用顯著下降。考慮到通脹黏性對廣泛服務業的滲透均具有較長的時滯性（通常為4至6個月），美聯儲的加息決議往往強調關注短期內的數據變動，降低了對通脹時滯影響的考慮。因此，在通脹高波動面前，美聯儲不得不在短期內快速加息，但加息幅度的快速累積將不斷固化市場預期，使得後期市場會對美聯儲重啟前瞻指引變得非常敏感。

短期不用期待鷹轉鴿

在本次美聯儲會議上，當記者問何時轉向寬鬆時，鮑威爾直接拒絕了給出前瞻指引，反映出美聯儲對前瞻指引的使用開始變得慎重。點陣圖的前瞻指引同樣略顯混亂，唯一能反映的事實是，短期內控制通脹已成為美聯儲共識。

關於斜率政策的影響，以史為鑒，儘管保羅沃克被譽為美聯儲歷史上最偉大的主席之一，但他也曾因前瞻指引失誤及政策急轉遇挫。當1980年5月，美國失業率開始快速抬升並突破7%時，此前採取加息政策以抑制通脹的美聯儲開始變得左右搖擺。保羅沃克很快調整市場預期，並宣布大幅減息7厘以穩定就業市場。然而，市場對前瞻指引的突然調整及加息政策急轉難以短期消化，反而導致美國通脹快速上升，美匯指數兩個月內快速下跌10%。儘管這段歷史因為保羅沃克打擊通脹的最終成功而被忽略，但美聯儲仍需以史為鑒，一旦失業率不確定上升，前瞻指引急轉帶來的後果不可估量。



多招吸海外人才 港樓市受惠

主樓布陣 布少明 美聯物業住宅部行政總裁（港澳）

新一份施政報告「出爐」，當中推出多項房屋扶持政策，同時亦多管齊下寬地建屋。筆者作為樓市中人，要數最「切身」的措施，首推各項吸納人才計劃、寬免海外專才置業的買家印花稅，以及各項重大基建「上馬」等，相信均對樓市帶來舉足輕重的影響。

施政報告中吸納人才的計劃包括：取消「優秀人才入境計劃」的年度配額、推出「高端人才通行證計劃」、「科技人才計劃」等，上述措施可為「及時雨」，相信可提升香港對海外專才的吸引力，提升競爭力，助香港從疫情重創中復甦。

筆者認為，一系列「吸人」舉措，有助補充本港的人才流失，尤其「高端人才計劃」可吸引未有工作經驗、但在世界百強大學畢業的「潛力」內地生到港；「科技人才計劃」亦吸引更多初創企業以本港為首選基地，吸納更多科技人才進駐香港。筆者預期「吸人」措施協助本港充實人才庫，亦有望帶來新的資金及人流，對經濟及消費市場帶來刺激，亦有利租賃市場。如能進一步產生「財富效應」，對樓市長遠利好。

新盤二手交投料回升

資料顯示，以「一般就業政策」、「輸入內地人才計劃」、「優秀人才入境計劃」、「非本地畢業生留港/回港就業安排」、「輸入中國籍香港永久性

居民第二代計劃」、「科技人才入境計劃」等六項入境計劃，於2016年至2022年上半年間獲批來港人士高達32.9萬人。當中最大機會入市的潛在置業需求，估計為居港已近5年或以上的人才。按此計算，合共亦有達18.4萬人。假設當中五成比例入市，置業需求將高達9.2萬宗；假設當中只有兩成比例入市，置業需求亦達3.69萬宗，數字相當可觀。

除此之外，北部都會區的長遠發展，以及各項大型基建加快進程，包括東鐵線科學園/白石角站、北都公路、沙田繞道、將軍澳一油塘隧道、港深西部鐵路、中鐵線以至將軍澳南延線等，所謂「財跟基建走」，預期各設施可加強本地各區聯繫，利於「人財」逐步遷入，對香港經濟及樓市產生新助力。

最後，筆者認為報告公布將消除市場「觀望」態度，預料第四季度樓價跌幅會放緩甚至回穩，鑒於目前樓價累計跌幅約8.6%，預計全年跌幅或在10%以內，一手及二手成交量亦有望回升。



▲施政報告消除市場觀望態度，預料第四季度樓價跌幅放緩甚至回穩。