

中國物價穩定 通脹溫和可控



宏觀經濟 溫彬

民生銀行
首席經濟學家

中國1月消費物價指數(CPI)按年上升2.1%，按月上漲0.8%，符合市場預期。

節日因素使食品價格按月上漲2.8%。2023年春節移至1月，在節日因素和需求回暖推動下，多數食品價格上漲。豬肉價格下行抵銷部分食品價格漲幅，1月豬肉價格延續前期集中出欄導致的下行趨勢，按月下跌10.8%。不過牛肉價格按月升0.9%，反映了冬季及春節的需求回升趨勢。鮮菜、鮮果漲幅較大，分別按月急升19.6%與9.2%，成為食品價格上升的主導因素。整體而言，當前食品價格並未反映節日因素外的超預期漲價因素，預計春節過後供應恢復，食品價格的壓力有望逐步回落。

能源價格溫和回落。1月全球能源價格在衰退預期充分定價和前期跌幅較大的情況下轉為上漲，不過對國內能源價格傳導相對滯後。1月上旬與中旬成品油分別上調和下調一次，整體按月小幅下降。體現在CPI中，交通工具用燃料按月下跌2.3%。

核心CPI升幅符預期

核心CPI恢復性反彈。春節期間中國各項消費復甦趨勢良好，推升核心CPI出現恢復性反彈，1月剔除食品和能源後的CPI按月上漲0.4%，比前值加快0.3個百分點；按年上漲1%，比前值加快0.3個百分點。從歷史春節看，核心CPI的按月漲幅相對溫和。

耐用消費品表現分化。耐用消費品三大件按月「兩升一降」，其中家用器具上漲0.2%，為連續第二個月上升，交通工具漲0.1%，通信工具下降1%，不過主因去年12月按月漲幅過大造成的基數影響。衣着按月下降0.5%，主要源於秋冬季尾聲的季節性促銷。

服務類價格受節日因素影響明顯反彈。服務大類整體按月上漲0.8%，其中家庭服務受春節影響最大，按月上升2.4%，不過與往年春節相比屬正常範疇。交通工具維修按月上漲1.9%，其他商品與服務按月上漲1.1%，源於節日期間旅館住宿和美容美髮等服務價格上漲。房屋租金按月下降0.1%，主因春節期間租房需求不足。

1月生產者物價指數(PPI)按年下降0.8%，按月下降0.4%，弱於預期。

1月國際大宗商品價格漲跌互現，全球經濟衰退預期充分定價並邊際改善，導致原油價格溫和反彈；暖冬與充

足儲備導致天然氣價格明顯回落至俄烏衝突前水平；經濟前景的邊際改善也促使主要有色金屬價格低位反彈。不過受傳導時滯的影響，國內工業品價格相對滯後於國際市場，輸入型通脹壓力相對有限。

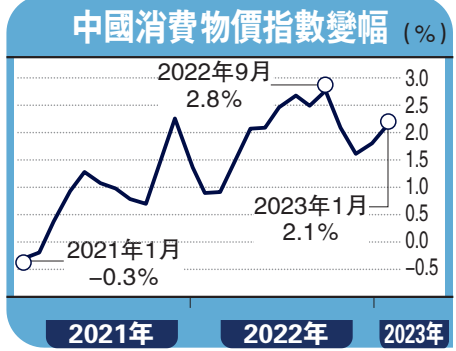
中上游生產資料價格按月保持回落。1月生產資料按月下降0.5%，按年跌1.4%，延續前期回落態勢。按月比較，採掘類下降1%，跌幅有所收斂，石油與天然氣開採下跌5.5%，金屬礦採選業轉升；原材料價格下降0.7%，燃料加工、化學原料、非金屬製品等均下降，但冶金類回升；加工類價格下跌0.4%，中游各類設備製造業出廠價格仍以下跌為主，汽車製造業持平。

下游生活資料出廠價格按月延續下降。1月生活資料按月下降0.3%，為連續第二個月按月下降，按年漲1.5%。按月比較，食品、衣着分別下降0.5%和0.3%，一般日用品持平，耐用消費品下跌0.1%。生活資料出廠價格回落主要是前期上游成本回落和庫存積壓所致，短期需求復甦雖然有利於價格回升，但傳導仍存在時滯。

1月核心通脹按月上漲0.4%，按年計也時隔半年回升至1%。一些研究認為，參考美、歐、日、韓及東南亞地區等國的核心通脹上升趨勢，中國未來經濟修復可能伴隨核心通脹的「超調反彈」，由此加大未來的通脹壓力。

筆者認為，核心通脹恢復性反彈可期，但「超調反彈」仍有待觀察。一是從1月的核心通脹來看，0.4%的漲幅與歷史春節月相比並未顯現「超調」因素。二是從核心通脹結構看，主要推動力來自於家庭服務、汽車維修、酒店住宿、美容美髮、旅行相關服務等，很多因素會隨着節日因素消退回落。而耐用消費品的復甦仍有空間，需要等待居民家庭資產負債表的進一步改善。三是中國並未出現歐美的就業市場緊張情況，相反仍存在一定就業壓力，這會對核心通脹的反彈產生抑制作用。

整體看，未來核心通脹更可能保持溫和反彈的態勢，而隨着能源、食品價格在保供穩價政策下保持穩定，預計未來的通脹壓力相對有限。



今年春節移至1月，在節日因素和需

港樓價展升浪 負資產料回落



談樓說按 王美鳳

中原按揭
董事總經理

香港金管局公布數據，2022年第四季度負資產住宅按揭宗數升至12164宗，屬18年新高。原因為何？負資產是指物業的當前市值低於未償還之按揭餘額，例如業主以680萬元購入物業，單位市值降至575萬元，但尚欠銀行按揭595萬元，由於按揭欠額多於資產價值，該單位便已列為負資產；負資產與樓價跌幅、高成數按揭數量，以及尚欠按揭餘額有關。

由於過去十多年樓價未有出現顯著跌幅，當去年樓價下挫達15%，而新造的九成按揭還本金不多，便較易列入負資產行列。去年截至第三季度樓價下跌約8%至9%，平均未跌穿一成，但第四季度樓價進一步下調達7%，故此負資產宗數便顯著上升。

其實單單負資產本身並不構成問題，亦不等於即時風險已增加，還得視乎按揭用家的還款能力有否轉差，就業

環境有否惡化而導致斷供率上升、銀主盤增加，才會增加實質負面影響。

現時負資產個案中，並無任何拖欠3個月以上的紀錄、供款負擔比率仍低、失業率降至3.5%的甚低水平，經濟就業環境進一步向好，即使負資產宗數上升，所帶來的實質信貸風險及市場風險仍甚低。

再者，今年香港與內地通關復常、逐步解除防疫措施，以及息率見頂等利好因素帶動樓市回暖，買家入市步伐加快，樓價止跌回穩並出現反彈跡象，首季新盤陸續推出將進一步鞏固買家信心，料樓價於首季重拾升軌，預期未來負資產數字將掉頭回落。

用家宜預留9個月供樓資金

供樓人士應對負資產首重保持按時供款，提防斷供至為重要，故此用家入市前宜先評估自己可持續供款的能力和穩定性，並預留不少於6至9個月供樓儲備資金，以應付萬一突變財政狀況，提高按揭供款防守力；而審計置業預算時，每月總供款佔入息比率以不高於40%較為理想。



長期來看，美元周期變化的影響力將可能減弱，其他主要貨幣的影響力可能進一步提升。

隨着美國聯儲局加息力度減弱，2023年美元可能將持續走弱，非美元貨幣貶值壓力將有所緩解。但考慮到經濟基本面修復、外部不確定性、貿易順差收窄等因素，預計非美元貨幣的升值幅度可能不會很大，不排除出現匯率波動幅度擴大的情形。以下為筆者對今年全球匯市走勢的具體展望。

加息周期近尾聲 美元料走弱



金融觀察 鄧宇

上海金融與發展實驗室
特聘研究員

美元：強勢格局終結 貶值預期增強

2022年美元的強勢表現持續全年，主要受到多重外部不確定性影響，美聯儲激進加息疊加俄烏衝突共同推動美元持續走強。自2022年6月以來，美國通脹水平穩步下降，消費物價指數(CPI)升幅由6月的9.1%下降至12月的6.5%，預計2023年通脹將進一步走弱，加息力度亦明顯走低。總體判斷，今年總體處於「弱美元」格局，此輪美元加息周期基本接近尾聲。但考慮到全球經濟存在進一步放緩趨勢，地緣政治局勢不穩，美元將維持震盪走勢。

今年美元走勢的影響因素涉及兩點：美債違約風險及新一輪「去美元化」浪潮。一方面，美國未償還債務逼近上限。2022財年末，美國未償還國債總額接近31萬億美元，佔GDP比重高達121.5%。如果潛在的美債違約風險繼續上升，加上美元加息周期可能結束，市場對美國長期國債信心不足，美債投資需求可能下降。另一方面，石油美元體系將遭遇「去美元化」的挑戰。以沙特阿拉伯、伊朗和俄羅斯為核心的能源國家加快推動非美元(包括黃金)石油結算，並將石油美元資產轉化為黃金或其他非美元儲備資產，預計會削弱美元價值。

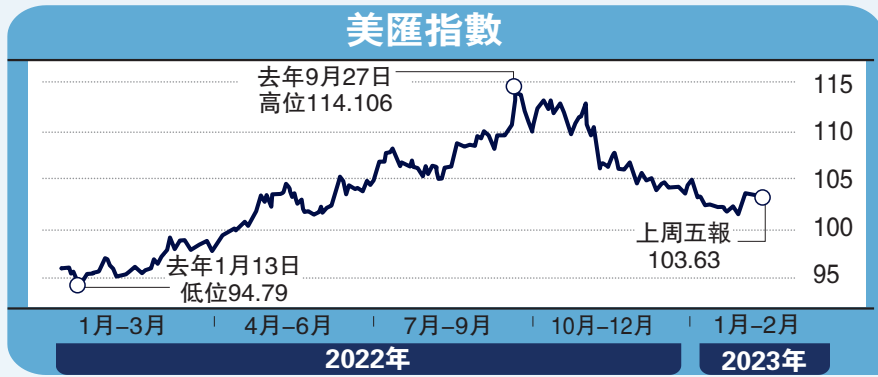
歐元：走出疲軟態勢 波動幅度增大

2022年歐元大體上表現較弱，主要原因在於歐元區經濟遭遇能源通脹危機，引發了歐元的持續貶值，加上強勢美元削弱了歐元的地位。目前歐洲能源通脹壓力減輕，歐元區經濟表現也不弱，推動歐元走出持續貶值的陰霾。考慮到2023年上半年，歐元區通脹壓力仍較大，歐央行可能在未來延續較大力度的加息規模，但加息幅度可能在下半年減弱，加上俄烏衝突等地緣政治存在不確定性，歐洲金融市場仍可能出現階段性恐慌。國際貨幣基金組織(IMF)預計2023年歐元區經濟增速為0.7%，低於美國和日本等發達經濟體。

從能源危機態勢來看，儘管2022年歐洲因暖冬及節能計劃而安然度過，但未來在擺脫俄羅斯能源依賴外，能否完全找到替代能源還是未知數，而且美歐圍繞美國《通脹削減法案》展開的博弈將對歐元區經濟和金融市場造成壓力。

日圓：扭轉弱勢表現 升值空間有限

日圓的走勢和美聯儲加息的節奏保持基本一致。從2022年6月至2022年11月初，日圓持續大幅貶值，幅度一度超過30%，在全球主要非美元貨幣中表現最差。由於日圓具有很強的投機功能，匯率波動劇烈，而且與美元的關聯度頗高，受到美聯儲貨幣政



策的極大影響。同時，日本經濟的對外依存度較高，能源進口和貿易出口均依賴全球市場，因能源價格飆升和日圓貶值，2022年日本貿易赤字不斷擴大，貿易逆差創下1979年有可比統計以來的最高紀錄。

展望2023年，筆者預計日本國內通脹將繼續走高，適逢4月份日本央行行長換屆，未來不排除調整寬鬆貨幣政策的可能。日央行一旦加息，將扭轉日圓持續貶值的局面，日圓逐漸升值的信號將會出現。IMF預測2023年日本經濟增速將達到1.8%，高於日本政府1.5%的預測值。但考慮到日本經濟的長期困境並未解除，人口老齡化對勞動生產率的提升和科技創新產業發展帶來挑戰，日本央行的貨幣政策正常化面臨的壓力更大，驅動力圓走出弱周期的動力明顯不足。

人民幣：貶值壓力減輕 保持雙向波動

2022年人民幣匯率經歷了從年初升值(1至3月)到貶值(4至10月)再到升值(11至12月)的變化。筆者預計2023年人民幣的總體表現是漸進走強且維持雙向波動，貶值壓力將減輕。過去3年多來，人民幣匯率經受住了市場考驗，無論是穩健性還是匯率彈性均有所增強，能夠適應外部環境的變化。數據顯示，2022年12月，境外機構主要券種託管規模按月增加571億元人民幣(11月減少451億元人民幣)，是連續10個月減持後第一次轉為增持。

展望2023年，中國經濟的基本面持續改善，特別是消費復甦表現將超預期。擴內需戰略的大力實施，科技創新和新型基礎設施投資擴容提質，對人民幣匯率將形成較好的支撐作用。同時，隨着中國高水平開放進程加快，預計人民幣資產的吸引力不減，海外投資者持人民幣資產的信心將增強。但考慮到國內經濟復甦基礎仍不牢固，而且外部形勢仍有不確定性，海外需求走弱將造成出口不確壓，貿易順差將有所下降，人民幣匯率仍有可能出現階段性貶值，應理性看待人民幣升值預期。

英鎊：經濟面臨萎縮 趨向大幅貶值

2022年英鎊的表現疲軟，主要因為英國經濟飽受高通脹困擾，2022年9至12月CPI按年計連續數月在兩位數以上，2022年全年CPI均值在9%左右，經濟加快衰退，加上國內政局不穩定及「脫歐」負面影響持續衝擊。IMF預計2023年英國經濟將面臨萎縮，預計GDP增長為-0.6%。雖然英

國2022年全年加息八次，金融環境持續緊縮，造成金融市場波動，英國國債市場流動性嚴重不足，多重因素累積下迫使英鎊持續大幅貶值。截至2022年12月末，英鎊兌美元比年初貶值近12%。筆者預計2023年英國的通脹壓力將減輕，但仍處於高點，通脹高企對英國消費者信心將帶來持續的負面影響。

展望2023年英鎊表現，因英國經濟衰退預期增強，流動性趨緊，投資者增持英鎊的信心不足，支撐英鎊匯率穩定的動能偏弱，英鎊將可能出現階段性大幅貶值走勢。中長期來看，英國經濟的「空心化」問題日益突出，金融業和服務業佔比過高(近80%)、製造業和創新產業佔比偏低(2021年不足10%)，由此導致英國經濟極易受到外部環境影響，而英鎊的波動性隨之擴大，2022年9月爆發的英鎊危機折射了英鎊的脆弱性。

未來前景

短期而言，傳統的國際貨幣體系仍維持以美元為主導的「布雷頓森林體系2.0」，美聯儲貨幣政策對全球金融市場仍有較強影響力，因而全球非美元貨幣的匯率波動很大程度上受到美元周期的影響，強美元對全球非美元貨幣匯率構成嚴峻挑戰，而地緣政治等不確定性又加強了美元的避險資產屬性。但從長期來看，美元周期變化的影響力將可能減弱，其他主要貨幣的影響力可能進一步提升。

一方面，全球範圍內「去美元化」將加速，貨幣區域化合作進程加快，預計將會更多的區域貿易聯盟、雙邊或多邊貿易使用非美元貨幣，歐元、人民幣等全球主要非美元貨幣將在貿易結算、大宗商品計價、外匯資產幣種配置等各領域發揮作用；另一方面，全球數字貨幣的興起將會推動「去美元化」，中央銀行數字貨幣(CBDC)的研發進展將加快。隨着貿易「陣營化」和區域貨幣聯盟的出現，數字貨幣領域的跨國合作將會有新的動作。以美國、歐洲和日本等為代表的發達國家很可能會加快CBDC國際規則的制定，新形勢下新興市場國家如何維護本國幣值穩定性，將是影響國際貨幣體系變局的重要因素。

總而言之，全球外匯市場出現的劇烈變化再次折射出傳統國際貨幣體系的困境，預計接下來國際貨幣體系的調整將會加快，而在過渡到新的國際貨幣體系的漫長過程中，全球主要非美元貨幣的表現將迎來「布雷頓森林體系3.0」，貨幣國際化可能衍生出新的模式，CBDC將扮演重要角色。(本文僅代表個人觀點)