

CPI符預期 人行今季料減息



宏觀經濟 溫彬

民生銀行
首席經濟學家

中國去年12月居民消費物價指數(CPI)按月上漲0.1%，按年降0.3%，符合市場預期。預計隨着擴內需政策發力，疊加春節因素，今年2月CPI按年變幅能回升至上漲區間。

寒冷天氣推升蔬菜等食品價格但幅度有限。12月食品按月上漲0.9%，與歷史12月平均按月降幅基本持平，按年降幅收窄至3.7%。12月中上旬中國部分地區突發的寒冷天氣，影響了鮮活農產品生產儲運，造成一定的價格上漲壓力，但下旬天氣轉暖後有所緩解。

肉類繼續拖累食品價格。豬肉方面，受到前期產能去化緩慢影響，供給依舊充裕，節日與冬季因素下消費好轉但改善不明顯，價格整體保持低位，12月按月下降1%，不過依靠上年基數下降，按年降幅收窄至26.1%。其他肉類漲幅弱於季節性，牛肉按月跌0.4%，羊肉按月漲0.4%。整體看，肉類消費供給充沛而需求不旺仍是主要特徵。

鮮菜、鮮果水產品受天氣影響按月上漲。受寒冷天氣影響生鮮食品轉運，12月鮮菜按月上漲6.9%，略高於6.5%的歷史平均12月漲幅，但按年漲幅回落至0.5%；鮮果按月上漲1.7%，但低於2.9%的歷史平均12月漲幅，受上年高基數影響，按年由11月上漲2.7%轉為下降0.3%；水產品按月漲0.9%，按年降幅收窄至0.6%。

整體看，儘管寒冷天氣一度推升部分生鮮食品價格，但隨着天氣好轉，負面影響基本消退。從全國和全月平均溫度看，12月平均氣溫較歷史水平略高，依舊呈現暖冬特徵，再疊加豬肉價格低迷，食品價格的反彈力度低於預期。

能源價格明顯保持回落。12月國際能源價格呈現先跌後漲的V形走勢，中國成品油價格調整略滯後，全月累計兩次下調，2023年第四季度共下調6次，對CPI能源分項形成較大向下壓力。其中，交通工具用燃料按月下降4.5%，按年下跌1.4%。居住項下，水電燃料按月上漲0.1%，低於0.2%的歷史平均12月漲幅。

核心CPI保持平穩。12月份剔除食品和能源的核心CPI按月上漲0.1%，按年上升0.6%，與11月份漲幅相同。服務與非食品消費品整體表現符合季節性規律。

耐用消費品表現分化。「耐消三大件」按月兩升一降。其中，家用器具按月上漲0.6%，按年降幅收窄至0.6%；通信工具按月漲3.1%，按年降幅明顯收窄1.4個百分點至2.3%。從原因看，主要是「雙十一」等活動結束後折扣力度減弱。不過12月交通工具依舊按月下降0.7%，按年降幅擴大0.4個百分點至5.4%，主要是新能源汽車產能不斷擴張，並衝擊傳統汽車市場，導致汽車價格戰持續激烈。

服務價格季節性小幅回升。12月服務價格按月上漲0.1%，冬季與節日因素推升需求小幅恢復，基本符合季節性規律，按年上漲0.1%，與11月持平。

整體看，12月CPI按月與按年表現符合預期。非核心方面，食品與能源一漲一跌有所抵銷，其中食品受寒冷天氣影響有所上漲但幅度有限，肉類價格依舊保持低位也限制食品漲幅，能源價格則受外部傳導和持續保供穩價政策按月下行。核心CPI表現平穩，按月表現符合季節性，按年則與11月持平，繼續處於較低的歷史10%分位附近。

下月CPI有望回升

從全年看，2023年CPI漲0.2%，並未出現年初預期的疫情放開後的通脹回升現象。其中，既有豬肉對食品的拖累，也有全球大宗商品價格下行的影響。同時，核心通脹回升幅度不及預期，保持在歷史偏低的位置，反映了居民消費需求依舊不足。

在2023年末召開的中央政治局會議再次強調「着力擴大內需」，要發揮消費拉動經濟增長的基礎性作用，通過增加居民收入，擴大消費，通過終端需求帶動有效供給，把實施擴大內需戰略同深化供給側結構性改革有機結合起來。要提振汽車、電子產品、家居等大宗消費，推動體育休閒、文化旅遊等服務消費。

貨幣政策方面，隨着美聯儲加息結束，上半年有望開啟減息，對中國的掣肘逐漸減弱。從去年第四季度貨幣政策委員會例會來看，人民銀行將會「更加注重做好逆周期和跨周期調節，更好發揮貨幣政策工具的總量和結構雙重功能」，上年末國有銀行和股份銀行下調存款利率，負債成本下降為貸款利率下調打開了空間，2024年第一季度減息的概率正在上升。預計隨着擴內需政策逐步發力，疊加春節錯位因素影響，2024年2月CPI按年表現大概率能回升至上漲區間。



中國去年12月居民消費物價指數按年降0.3%。

港P加幅溫和 按息上升明顯



談樓說按 王美鳳

中原按揭
董事總經理

美國聯儲局在2023年12月的議息會議維持利率不變，市場普遍相信這次加息周期已經結束。回顧美國是次加息周期自2022年3月中啟動，美國以打擊逾40年新高的通脹率作為主要目標下，同步以行動將過往十多年的超寬鬆貨幣政策扭轉及領向利率正常化，因此2022年美國大幅加息7次累計達4.25厘，2023年加息步伐放緩，加息共4次合計達1厘。

至於本港2022上半年在銀行體系結餘處於逾3000億元的高度充裕水平下，銀行同業拆息上升步伐明顯落後於美息；在加息期歷程下，隨着美息持續上升、港美息差拉闊，2022年下半年銀行體系結餘逐步回落，拆息則持續上升，遂令銀行於9月啟動上調最優惠利率(P)，2022年銀行加P共三次，累計達0.625厘，2023年銀行加P兩次共0.25厘。總結在這次加息周期，本港最優惠利率則上調共5次累達0.875厘。若以是次整個加息周期已見頂計，港P息率加幅屬歷年最溫和。

在是次加息周期，雖然本港最優惠利率累積加幅僅0.875厘，但市場實際按息由2022年初約1.5厘逐步上升至現時4.125厘為主，加幅累達2.625厘，主要是因為按息之加幅除了來自最優惠利率之加幅，亦結合了拆息(HIBOR)加幅及銀行上調新造按息的幅度。詳見以下三項：

1) H按屬於市場主流按揭計劃，初期基於拆息上揚，帶動按息上升，拆息升幅共達1厘，按息亦逐步由1.5厘上升至2.5厘，按息觸及以P按息計之封頂息率。

2) 當H按息觸及P按為基準之封頂息率之後，每當最優惠利率上升，按息亦會隨之上揚，最優惠利率累計加幅0.875厘，按息亦由2.5厘上升至3.375厘。

3) 第三項是基於銀行在2022年11月及2023年9月期間先後上調新造按息，累計共達0.75厘。由於最優惠利率上調幅度不大，再加上拆息水平高於按息亦反映銀行面對資金成本壓力增大，故此銀行需上調按揭計劃的新造按息以減輕按揭息差壓力；而受影響的僅限於銀行上調按揭計劃息率生效後之新造按揭人士。



▲香港是高度開放經濟體，目前面臨的經濟問題，與全球的宏觀經濟形勢變化密不可分，其中美息變化更直接影響短期資金流向。

近期，有學者提出香港國安法讓國際投資者「充滿戒心」，建議調整國安法以吸引外資回流、改善特區政府財政盈餘。從理論和現實兩個維度嚴謹分析，這一觀點不合邏輯、不符事實，既解決不了香港當前面臨的問題，更不利於香港的長期穩健發展。

法治與穩定 香港吸引投資的核心



實話世經 程強

工銀國際首席經濟學家
董事總經理

回歸祖國以來，「一國兩制」實踐在香港取得舉世公認的成功。二十餘年來，東方之珠一步一個腳印，扎扎實實地成長成為一座生機勃勃、活力綻放的國際金融都會。回顧發展之路，社會穩定與商業自由的完美平衡是香港經濟金融的活力源泉和成功秘鑰。基於「一國兩制」、「愛國者治港」的制度框架，香港優良穩健的法治優勢得以充分發揮，為香港高度自由的商貿和資本政策提供了有力保障。香港國安法的實施，更是香港完善法治、維護穩定、保障自由的關鍵一步，其力挽狂瀾的中流砥柱作用可謂有目共睹。

根據國際權威的列格坦繁榮指數(Legatum Prosperity Index)，香港在「投資環境」方面，從2019年的全球經濟體第五位，一路穩步提升，到2023年首次榮登全球第一位，從一個側面反映出國際有識之士也紛紛認可國安法對於香港投資環境的長期加持。2023年，有香港境外母公司的駐港公司數目達到9039間，已經恢復到疫情前水平，企業的「用腳投票」也在體現出香港投資環境的持續向好。

保障投資者安全與收益

首先，從經濟常識和全球經驗看，法治與穩定對於吸引投資具有關鍵意義。投資者在確定投資流向時，考慮的無非是兩方面因素——安全與收益。社會的法治水平，對於保障投資安全乃至整體經濟發展，都有着至關重要的決定性影響。人們提到20世紀人類經濟社會的經濟繁榮，都會將法治作為制度層面的根本原因。相反，單單強調資本自由而忽視法治與穩定，卻是無法持續吸引資金流入、推動產業繁榮的，歷史上失敗的教訓不一而足，一些新興市場經濟體都曾受其拖累。

香港國安法的實施，從理論上講，有效填補了香港特別行政區在國家安全法律方面的空白，不再給別有用心者破壞香港穩定以可乘之機；從實踐來看，及時遏制了黑暴亂象，恢復了社會秩序，讓企業僱員可以正常上班，公共交通能夠有序運轉，辦公場所不受暴徒侵擾。這難道不是任何一個在商言商的國際投資者所需要的麼？怎麼會反而成為外資流出的原因？在邏輯上講不通，在事理上更是站不住腳。

誠然，當前的確存在一些外資流出香港的情況，但與此同時，香港銀行存款仍在增加，截至2023年11月末，香港銀行業存款規模按年增長4.7%，顯示資金只是離開資本市場，並未離開香港金融體系。任何經濟現象的歸因都不能過於簡單、武斷，更應該透過現象尋找本質，看到



真實的原因所在，而不是盲目指責、胡亂投書。

短期走資歸因加息與避險

作為典型的高度開放經濟體，香港面臨的經濟問題，總是與當前全球的宏觀經濟形勢密不可分。一方面，當前正處在美聯儲加息周期的頂點。自2022年3月本輪加息周期啟動以來，美聯儲在過去兩年已經加息共11次之多，累計加息達到5.25厘。本輪加息的頻率和利率攀升的陡峭程度史上罕見，特別是在進入2023年之後美聯儲仍然進行了4次共1厘的加息，令2023年初市場偏鴿的預期落空。

而歷次美聯儲加息周期均會導致非美市場面臨資金外流和金融緊縮的壓力，例如1982年的拉美債務危機、1994年的墨西哥比索危機，其大的背景都是美聯儲加息周期。此次也不例外，美聯儲的超預期激進加息，導致發達經濟體與部分新興經濟體之間的利率差異有所放大，中美利差也出現了短期倒掛的現象，而香港市場作為敏感的國際資金活躍點，也不可避免地會受到貨幣變局所引致的資金外流壓力。

另一方面，百年未有之大變局正以意料之外的方式徐徐展開，全球地緣政治動盪加劇，進而使得全球市場避險情緒處於相對高位。如此背景下，歐美資金通常都會出現回流本國市場的趨勢，具有避險屬性的美元資產和黃金投資也往往更受到國際資金的追捧。

在上述加息周期和避險情緒雙重因素疊加影響之下，香港資本市場面臨短期的資金外流壓力是正常的經濟現象，恰恰說明香港市場的資金進出仍然高度自由。因此，經濟周期和利率周期作用下的國際資金流動，自有其形成機理和內在規律，將短期資金流動歸因於長期法制環境變化，顯然本末倒置。

此外，從實證的角度看，國安法導致資金外流的觀點更是站不住腳。眾所周知，國安法於2020年實施。而根據彭博的數據，在2020年初，除中國以外的新興市場整體曾經有過較大幅度的股市、債市資金流出情況，而中國市場卻並未出現。而在2020年下半年也就是國安法推出之後，包括香港在內的中國市場也並未出現大幅資金流出的情況，並且同全球新興市場

一樣，處於資金淨流入狀態。再從美聯儲開啟加息周期之後的數據來看，根據國際貨幣基金組織(IMF)的報告，自2022年以來新興市場整體在多數時候處於資金淨外流的狀態，可見香港的情況並非特例。因此，無論是在香港國安法剛發布的時期，還是在2022年以來的美聯儲加息周期，國際資金的流向在中國市場和除中國外的新興市場並沒有顯著差別。國際資金流動主要由全球宏觀經濟環境決定，把經濟現象簡單政治化是缺乏邏輯的。中國有句古話，「雄雞一唱天下白」，顯然公雞打鳴並不是早晨天亮的的原因，現象並存並不意味著互為因果。僅僅因為國安法實施與加息周期下的資金外流，二者在時間上存在一些重疊，就說二者存在因果關係，是沒有道理的。

至於特區政府財政結餘的變化，則是另外的話題了，也並不是由外資進出能夠起到決定性影響的。近期特區政府財政赤字確有所擴大，但主要是由於土地相關收入和印花稅收入不及預期所致，背後是樓市和股市的雙雙不景氣，大的宏觀環境則是新冠疫情疤痕效應的存在和全球經濟的整體疲軟。

實事求是地看，財政壓力和債務風險的放大，也是當前全球大多數經濟體所面臨的普遍挑戰，並不是香港獨有的情況。一些經濟體在過去幾年中以增稅來緩解財政壓力，而香港並沒有這樣做，這也從一個側面反映出特區政府以民為本的信念和維護香港簡單低稅率環境的決心。

長治方能久安 全力拚經濟

總之，不管從邏輯出發，還是從實證來看，國安法的實施對於香港的法治與穩定均有着關鍵的促進意義，對於進一步改善香港的投資環境、維持香港長期繁榮起到了重要的積極作用。短期內國際資金的進進出出，是全球宏觀經濟周期起起伏伏的伴生現象，不宜牽強附會地過度解讀。唯有團結自信、開拓進取，香港才能在即將到來的全球減息周期中吸引來更為豐富、更加多元的外資流入。物長宜放眼量，「長治」方能「久安」，身處2024年全球經濟和貨幣環境的重要拐點，我們相信，致力於拚經濟謀發展、惠民生添幸福的香港一定能夠爬坡過坎、行穩致遠。