



▲阿根廷經濟過度依賴農產品和資源出口，去年農產品價格回落，惡化了貿易收支和財政狀況。另外阿根廷比索兌美元五年累貶95%。

通脹難下 美6月降息機會微



東吳宏觀 陶川

東吳證券首席宏觀分析師

今年美國的通脹數據，漲出了「板塊輪動」的感覺。1月份是醫療、住房等服務價格漲價，2月份則輪到了能源，能源以及相關的交通運輸服務價格成為通脹環比增速遲遲未能下來的重要原因。但由於美聯儲更看重核心通脹，市場似乎對這一份超預期的重視程度不足，至少美股的表現體現了這一點。

能源通脹難道真的不算通脹嗎？筆者覺得未必，一方面從更廣義的指標看，通脹的黏性不容忽視；另一方面我們依舊要警惕通脹「板塊輪動」的風險，鮑威爾的降息「不遠」，依舊有不小的距離。

評估美國通脹指標顯示潛在的通脹在不斷「邁」向2%，剔除異常波動後的通脹持續回落。但筆者認為當前佐證通脹前景的最核心指標——亞特蘭大聯儲黏性CPI回落緩慢，顯現出通脹更具有持續性。這也是通脹所需要走的「最艱難、最後一段路」。

最後一段路，誰在「拖後腿」？很明顯通脹回落的堵點在於「需求型通脹」和「周期型通脹」。具體來說，當前的通脹韌性主要是由房租租金及住宿、醫療保健和交通等服務塑造的。

從細項上看，住房和汽油價格是導致2月份通脹同比上升的主要原因。具體來看：

汽油價與房租租金上升

首先，根據美國汽車協會數據，普通汽油價格較一個月前上漲約20美分，漲幅超過6%，成為能源價格反彈的主要原因。雖然能源在一攬子CPI中佔比並不是最大的，但是油價不僅影響着商品價格，也會延伸到其他服務價格。例如交通運輸服務，在本月同比錄得全項目最大漲幅，高達10%；環比增速也有所抬升，從1月的1%漲至1.4%。

其次，房租租金仍是最大「貢獻者」，但增速有所放緩。2月住房分項CPI環比上升0.5%，住房通脹的韌性仍是核心CPI的主要拉動。但相對於1月住房分項增速的跳漲，2月增速明顯有所放緩。房租環比也從1月0.6%下降至0.4%，有所降溫。不過近期美國房價指數同比增速有所回升，謹防後續對住房類CPI的持續傳導。

超級核心通脹使美聯儲政策轉向更加「糾結」。2月美聯儲鍾愛的指標——超級核心通脹環比上漲0.5%，雖然相較於1月環比上漲的0.85%有所放緩，但仍高於疫前水平。且同比上漲高達4.5%，創下近一年以來的最大上漲幅度。服務業的韌性依然是美聯儲抗通脹路上的最大「絆腳石」。從分項上看，2月除醫療護理服務環比下降外，

運輸服務（環比1.4%）、休閒服務（環比0.5%）、教育和通訊服務環比增速（環比0.5%）均呈現加速趨勢。

2月份非農報告顯示薪資環比大幅降溫至0.1%，這對於通脹來說無疑是「好消息」。但鑒於勞動力供給緊俏情況尚未完全好轉，美國企業漲薪的趨勢在短期內快速逆轉仍有待觀察。2月薪資同比增速達4.3%，距離目標水平仍有距離。且從行業來看，採礦業、製造業、運輸業、金融業及其他服務業的同比薪資增速仍高達5%的水平。

再者，核心商品環比增速的轉正也是後續通脹回升的一大「隱患」。雖然2月核心商品同比增速延續負增長，助力核心CPI繼續下行。但從環比增速上看，2月在二手車（環比0.5%）的帶動下，核心商品環比增速一度結束了去年6月以來持續的負增長，給後續核心通脹的回升埋下隱患。

通脹不僅擾動着美聯儲，同樣是美國總統拜登的一大「心結」。因為從通脹和失業角度來看，當總統任期內發生高通脹和高失業率時，一般連任失敗。截至目前，雖然拜登四年任期內失業率控制的較好，但平均物價水平卻仍舊與連任成功的2.9%有差距。因此若想要連任成功，通脹還需要再加把勁兒。而相比於美聯儲「無法保證通脹會持續降至聯儲目標2%」，拜登顯得更有「信心」，他在費城競選活動上公開「打賭」預測降息，這在歷史上還是頭一次。

鑒於通脹當前對美聯儲加息的指引性更強，根據我們此前的測算，通脹如果不能連續保持「好」的環比下降標準，那麼將在上半年小幅反彈。這也符合鮑威爾及其他票委此前的判斷：通脹將以一種崎嶇的方式回落。因此需要物價以「令人信服」的方式放緩，這一要求便是環比穩定在0.3%的增幅以下，或者更低。顯然本月核心通脹環比上漲的0.4%，離着「好」的方向遠了一步。

至於降息何時開啟？上周鮑威爾曾表示，如果通脹走勢符合預期，降息的過程「將會在今年開始」。筆者認為這一標準是CPI至少要持續下降三個月，美聯儲才會認可通脹的下降趨勢。由於本月通脹的小幅反彈，美聯儲需要更多份數據的支持才能對降息更有「信心」，6月降息越來越難。



▲鮑威爾上周曾表示，若通脹符預期，降息將在今年開始。

受全球經濟金融變局、新冠疫情及阿根廷自身局勢動盪等多重因素影響，阿根廷經濟社會面臨的問題愈加嚴重。2023年11月，極右翼領導人米萊當選阿根廷新一任總統後，計劃對經濟實施全面美元化。阿根廷陷入經濟金融困局的原因是什麼？美元化真的能使阿根廷擺脫危機嗎？

阿根廷推美元化 恐得不償失



全球瞭望 王有鑫

中國銀行研究院 高級研究員

米萊的當選反映了阿根廷民眾對社會現狀強烈不滿，希望通過新的領導人推動社會變革，改變當前國內面臨的經濟金融困局。目前，阿根廷經濟呈現高通脹、高外債、本幣持續貶值、資本外流等特點。

一是經濟增長逐漸失速的問題。阿根廷經濟單一化程度較高，出口高度依賴大宗商品，產業結構存在「去工業化」問題。上世紀70年代至90年代，阿根廷經歷兩次「去工業化」浪潮，製造業佔國內生產總值（GDP）比重從1975年的29%下降到1998年的17.1%，目前則保持在16%左右。當前，阿根廷不少工業品依賴進口，沒有獨立的工業體系。在此背景下，阿根廷經濟易受國際大宗商品價格波動、貿易保護主義等因素影響，整體穩定性較差。

政局波動也是導致阿根廷經濟長期低迷的重要原因。阿根廷國內政權頻繁更迭，不同黨派以及左右翼領導人採取的經濟策略截然不同，使得經濟發展穩定性難以延續。過去四十多年，阿根廷經濟持續低迷，GDP年均增速僅為1.8%。新冠疫情後，受全球經濟下行等不利因素影響，阿根廷經濟增長潛力持續惡化，初步估計2023年GDP增速為-2.7%，比2022年下降7.7個百分點。

二是匯率持續大幅貶值，國內物價水平飆升，呈現惡性通貨膨脹。阿根廷比索兌美元匯率從2018年末的1美元兌38比索左右貶至2023年12月12日的1美元兌366.5比索，米萊公布匯率調整措施後，比索匯率進一步大幅貶值，目前已貶至826，近五年累計貶值幅度超過95%。

通脹出現嚴重失控

與此同時，根據阿根廷國家統計局數據，2023年累計通脹率高達211.4%，是1990年以來最高值。受此影響，阿根廷國內市場信心急劇下滑，比索拋售浪潮持續蔓延。目前，阿根廷國內呈現「通脹高企—拋售比索—搶購生活必需品—進一步刺激通脹—市場信心繼續下滑」的惡性通脹循環模式。為控制通脹，阿根廷央行2023年加息六次，將基準利率從年初的75%上調至133%。但在內外交困的背景下，政府短期內僅依靠加息和外匯管控等措施，難解決通脹問題。

三是外匯儲備持續下降，外債違約風險上升。嚴重通脹和貨幣大幅貶值導致資本大量外流。去年7月阿根廷居民和企業在境外的資產規模達4286億美元，約為外債的1.5倍。

在資本持續外流背景下，阿根廷國際儲備匱乏問題凸顯，外債償付能力下降。截至2023年底，阿根廷持有的國際儲備資產僅為230.7億美元，較2022年底下降48.3%。其中，外匯儲備資產僅為168億美元，較2022年底下降52.5%。為償付到期債務，阿根廷政府除向國際貨幣基金組織尋求美元貸款、推動債務展期外，還採取了一系列非常規手段，包括利用人民幣互換額度向國際貨幣基金組織償還



資料來源：Wind，中國銀行

美元外債等。

財政赤字居高不下

阿根廷目前面臨的經濟金融困局並非偶然現象，而是結構性問題、周期性因素，以及長期以來政府錯誤決策的集中體現。

首先，阿根廷經濟多元化程度嚴重不足，容易受到外部市場波動影響。阿根廷經濟結構單一，過度依賴農產品和資源出口。根據阿根廷農業發展基金會發布的數據，2022年農業部門出口佔國家出口總額的67%。

受全球經濟下行影響，2023年農產品價格逐漸從高點回落。聯合國糧食及農業組織發布的數據顯示，2023年全球食品價格指數平均為124點，比2022年均值下降13.7%。這在很大程度上影響了阿根廷農產品出口，惡化了貿易收支和財政收支狀況，拖累了經濟增長。

其次，債務問題嚴重，美聯儲緊縮貨幣政策加重了阿根廷資本外逃和匯率貶值壓力。當前，阿根廷債務問題嚴重，外債規模由1982年的438億美元擴大至2023年第三季度的2835.2億美元，增長了5.5倍左右。

鑒於阿根廷歷史上曾發生過九次主權債務違約，2023年惠譽將阿根廷美元計價債務評級下調兩級降至「C」，嚴重影響了阿根廷在國際市場開展融資。

最後，阿根廷政府財赤居高不下，官員腐敗問題難以得到有效解決，破壞了社會信任和穩定。長期以來，阿根廷社會深受「庇隆主義」影響，「庇隆主義」主張「政治主權、經濟獨立和社會正義」，推崇實行社會福利，改善勞工條件。在此思想影響下，政府在過去幾十年財政支出居高不下，長期依靠借債維持政府運轉。

阿根廷政府官員貪腐問題也較為嚴重。2022年阿根廷全球清廉指數僅為38分（滿分100分），在180個接受評估的國家中排名第94位。腐敗問題不僅導致政府資源浪費，破壞了社會信任和穩定，還嚴重侵蝕了阿根廷金融體系，使資金流失和洗錢現象屢禁不止，進一步加劇了經濟下滑和通脹飆升問題。

外匯儲備明顯不足

在總統競選期間，米萊曾提出關閉央行、廢除比索、全面轉向美元化、大幅削減國家支出等經濟主張，以應對目前的經濟危機。其激進姿態引發市場擔憂。米萊在獲得初選勝利後，阿根廷比索一度暴跌。因而，米萊上台以後，考慮到市場早前的反應，暫緩推行美元化，而是採取「休克療法」來緩解危機。

不過，米萊政府並沒有放棄經濟全面美元化的主張。阿根廷財政部長卡普托去年12月曾表示，等到財政危機解決後，米萊總統仍計劃推行美元化。然而，美元化真的能讓阿根廷擺脫經濟危機嗎？

從國際經驗看，一國或一個地區實施美元化將主要有兩種操作方式：一種是直接利用美元取代本幣，美元將在該國或地區承擔計價、支付、流通和貯藏等貨幣職能，使用該種模式的主要有巴拿馬、厄瓜多爾、薩爾瓦多等國。巴拿馬從1907年開始把美元作為流通貨幣，是除美國外，世界上首個使用美元作為法定貨幣的國家。

另一種則是該國或地區實施類似中國香港的聯繫匯率制度或貨幣局制度，繼續使用本幣，但承諾本幣與美元之間以固定比率進行兌換，本幣的流通需要足夠的美元儲備作基礎。

從米萊現有表態看，其主觀上可能更傾向於採取第一種方式。但從具體實施條件看，上述兩種方式首先都需要阿根廷政府擁有充足的美元儲備和流動性。

阿根廷政府目前僅有總額約168億美元的外匯儲備，雖然經過匯率大幅貶值，阿根廷經濟社會流通的比索現金從之前的約合200億美元降至約109億美元，外匯儲備似乎可以覆蓋流通中的現金轉換需求，但如果考慮到在貨幣轉換期可能出現的恐慌性購匯潮，美元兌換需求將遠高於流通中的現金兌換需求。

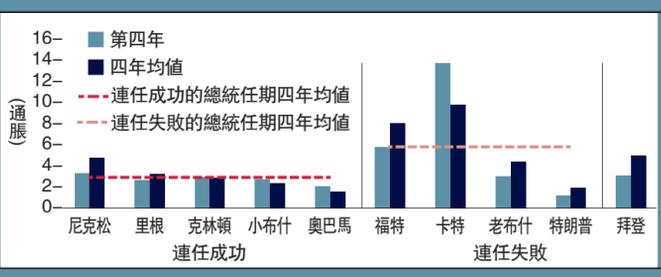
而且阿根廷政府還有約4200億美元的公共債務需要償還，2024年總計需要償還900億美元的本幣債務和250億美元的外幣債務，如果政府在2025年前後實施經濟全面美元化，其擁有的美元流動性遠遠不夠。

即使未來阿根廷具備了實現經濟全面美元化的條件，恐怕也難以達到預期的政策效果，美元化將進一步加劇阿根廷經濟波動。美元化的主要優點是可以提供貨幣穩定性，降低通貨膨脹的風險，促進貿易和投資的便利等，但廢除央行、全面美元化將令阿根廷徹底失去自主的貨幣政策，一旦再度陷入經濟危機，阿根廷政府將無法通過降息或財政擴張來刺激經濟。

此外，阿根廷美元流動性獲取渠道和能力也面臨不確定性，如果未來美國經濟和阿根廷經濟呈現周期分化，在美國經濟向好、實施緊縮貨幣政策周期，阿根廷經濟將因為國內利率中樞跟隨走高而陷入更深的衰退。

因此，米萊實施全面美元化政策需要付出巨大的經濟代價，也無法實現預期的政策效果，將使阿根廷經濟陷入更加劇烈的動盪之中。

控制通脹對於美國總統能否連任至關重要



數據來源：彭博，東吳證券

香港零售服務業應以質取勝



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

最近有內媒用「現金奶牛」形容北上消費的港人，可想而知消費額十分龐大。事實上，港人一直喜歡外遊，以往熱門目的地可能是中國台灣、星馬泰、日韓等地，現在則因為內地服務質素提升，於是大家都轉而北上，加上兩地交通配套完善，出行的頻率亦較高。

無可否認，內地近年在硬件及服務水平都令人眼前一亮，性價比亦高。飽受過去幾年疫情折磨的港人，想在周末輕鬆一下，又不想用太長時間，北上到大灣區可說是不二之選，加上有用家的口碑加持，漸成港人第二個生活圈。本港商家可能會抱怨被搶生意，但

其實想激活香港經濟，只靠本土消費實在不夠，必須加上外地人來港旅遊消費才可以。任何遊客到一個國家或城市，都較願意消費。筆者樂見來港個人遊城市增添西安與青島，兩市合共2200萬常住人口，假設每名市民每年到港一遊，香港全年遊客量增加2200萬人次，已差不多是去年訪港旅客總人數的六成半。

特區政府和市民必須做好配套及提升服務質素。基於成本及人手問題，香港始終不能夠像大灣區一樣，每項消費都以低廉為賣點，而是要透過增加獨特的景點吸引遊客，並且重新包裝「飲食天堂」的美譽，以高品質取勝。

畢竟，香港是中國最具國際化的城市，有着不可取代的優勢及獨特性，所以不應「鬥門」，而是要「物有所值」；就如這裏的房地產，同樣因為有着獨特的優勢，所以「貴得有理」。