

走低，由於內地房地產週期下行，推動人們的資產價格預期持續走低，改變消費投資行為，壓低通脹預期。



全球經濟進入「大分化」時代，中美通脹分化是重要體現。儘管黃金、銅、石油等大宗商品價格大幅上漲，中國廣義貨幣供應超300萬億元人民幣，而通脹卻始終在低位運行，究竟是什麼因素在起作用？

引導內地通脹預期 樓市為關鍵

中金點睛 魏冬 繆延亮

中金公司分析師



通脹預期並非真實通脹，但與真實通脹密切相關，在通脹週期中扮演重要角色。一方面，通脹預期具有「自我實現」特徵，可以通過改變經濟主體的消費、儲蓄和投資行為影響真實通脹。另一方面，真實的通脹水平變化又可以影響通脹預期，二者之間存在相互加強的正反饋機制。

通脹預期的重要性，也體現在對貨幣政策效力的影響上。如果降低利率不能改變公眾的通脹預期，那麼即使名義利率降到0%附近，實際利率可能仍然偏高。當前，中國進入金融週期下半場，增長和通脹的下行壓力上升，引導和管理通脹預期變得更加重要。

在分析通脹之前，我們首先需要相對準確的衡量通脹預期，經濟學中常用的方法很多，其中最簡單、直接的方法是調查統計測算法。中國人民銀行每個季度進行全國性的居民儲蓄問卷調查，受訪者為50個城市的儲蓄網點隨機抽取的2萬名城鎮儲戶，其中有關物價看法的問題是「您預計未來3個月的物價水平將比現在如何變化」，設計的選項包括「上升」、「下降」和「基本不變」（2009年第二季起增設了「看不準」選項）。

我們分別利用淨差額統計測算法，以及基於高斯、均勻、Logistics三種分布形式的Carlson-Parkin概率測算法對百分比數據進行了處理，並取均值得到居民短期通脹預期數據。配圖中可以看到，2022年以來居民短期通脹預期逐漸走低，低於2%左右的歷史平均水平，觸及2015至2016年（工業生產者出廠價格）PPI連續54個月為負時的預期水平，但仍高於1998至2002年亞洲金融危機後的物價預期最低點水平。

影響通脹預期的機制很多，我們認為過去幾年中國通脹預期下行、尤其受到微觀主體的預期和行為影響：資產價格預期變動引致微觀主體行為調整，壓低真實通脹水平，導致通脹預期下行。

房產佔居民資產近六成

過去幾十年，影響宏觀經濟基本面及微觀經濟體財富和收入最重要的資產之一就是房地產。數據顯示，房產在居民資產配置中的佔比近六成，是微觀主體投資組合中最高為關鍵的資產。因此，房地產價格預期是當前居民和企業行為的重要依據。鑒於此，對於中國通脹預期走低的一個合理解釋可能是：微觀主體的房價預期走低，居民資產配置開始調整——降低房產配置，提高定期存款佔比，減少消費和投資。這些經濟行為導致真實通脹走低，最終又會強化微觀主體對低通脹的預期。

那麼，為什麼增加貨幣投放卻沒有拉升通脹預期呢？我們認為關鍵在於資產價格預期改變了經濟主體消費投資行為。貨幣投放形成通脹預期的必要前提是，貨幣能夠最終流入到實體經濟中，信用得以擴張或貨幣投放

的速度大於信用萎縮的速度。不同於貨幣投放，信用的擴張或萎縮是市場自發的行為，根本在於消費者和投資者對未來是否有信心。如果外部政策衝擊沒能成功更新微觀主體的資產價格預期，改變其資產配置行為，仍繼續存款或買理財，房地產、股市等信用擴張的重要載體缺失，資金「不轉」或在金融系統內「空轉」套利，信用無法明顯擴張，通脹預期也難以扭轉。

以日本為例，1990年代資產泡沫破滅後，日本採取零利率和量化寬鬆政策，但民眾的資產價格預期沒有根本扭轉，前日本銀行行長黑田東彥也曾提到「通貨緊縮的影響留在日本人的思維方式中」，失去的三十年中，日央行擴張約15倍，但日本消費物價指數（CPI）累計漲幅卻不足10%，通脹水平一直低位運行，通脹預期也一直低於日本央行2%的目標水平。

近期大宗商品價格上漲帶動通脹預期，則是由於商品只佔通脹籃子的一小部分。當地產下行、資產預期調整改變大部分居民的投資消費行為時，社會總需求不足，僅靠大宗商品上漲難以逆轉這一通脹的負向循環。中國歷史上出現過兩輪物價向下壓力較大的時期：1998至2003年，其間CPI、PPI最多曾連續27月、24月為負，負增長累計達39月、44月，最低值分別為-2.2%、-5.7%；2012至2016年，其間PPI連續54個月為負，最低值為-5.9%，CPI仍為正且均在2%左右。

當前中國通脹雖走低，但PPI也僅連續19個月為負，CPI也轉正。然而，不同維度測算的通脹預期水平數據卻都觸及甚至低於以往歷史低位，究其原因，可能反映中國金融週期進入下半場，地產迎來結構性拐點，私人部門難以加槓桿，增長下行壓力持續時間可能較長，微觀主體的投資、消費行為發生轉變，資產配置從地產轉向儲蓄，導致通脹預期面臨持續時間更長、力度更強的下行壓力。

與中國所處形勢相反，海外主要經濟體處於金融週期上半場，則容易形成結構性通脹上行壓力。中美金融週期分化，導致兩國通脹走勢分化。

對於低通脹預期，市場上也存在其他解釋。有觀點認為，中國已於2013年前後經過了劉易斯第二拐點，城鄉勞動力市場基本統一，勞動力市場進入均衡狀態，通脹與產出缺口的關係變得緊密。疫情衝擊，經濟增長放緩，實際產出低於潛在產出水平，負向產出缺口擴大，壓制了通脹。

我們認為上述觀點可以部分解釋當前通脹現狀，但並不完整。首先，

日本結束負利率 擺脫結構性通縮



實話世經 程實

工銀國際首席經濟學家 董事總經理

「十年磨一劍，霜刃未曾試。」日本央行近期決定結束長達8年的負利率政策，旨在說明日本徹底擺脫長期結構性通縮。中長期來看，如果薪資增長能夠進一步推動日本勞動力市場供需再調整，從而支持日本居民最終消費支出可持續增長，那麼日本或將中長期擺脫結構性通縮。

首先，「工資—價格」螺旋效應將決定日本能否最終走出結構性通縮。從日本企業調研資料來看，日本通脹水平趨勢上升的傳導可分為四個階段：第一階段，企業在進口商品價格抬升的影響下提高銷售價格，輸入性通脹抬升物價水平；第二階段，總體物價水平上漲，勞動者要求更多的工資以維持同品質的生活水平，即勞動收入提升購買力平價，進一步推升物價水平；第三階段，受勞動力成本抬升的影響，企業進一步提高銷售價格以轉移成本，強勁的勞動力市場形成；第四階段，企業定價策略傾向多元化和差異化（而非類似新興市場走低價競爭策略），高性價比的產品和服務有助於提升企業長期生產率，使得企業對「工資—價格」螺旋攀升的容忍度提高。

隨著負利率政策結束，在「安倍經濟學」財政與貨幣政策的累積影響下，日本「工資—價格」螺旋形成基礎概率有所抬升。2024年「春鬥」中，勞工會爭取的工資增幅達到歷史性的5.28%，有理由支持日本通脹已經邁入第二階段，即「居民購買力平價提升」階段。同時，在價格因素影響下，企業利潤呈上升趨勢。下一階段，如果薪資增長支撐強勁勞動力市場的形成，從而支撐企業盈利可持續，日本擺脫長期結構性通縮將是可能的。

其次，日本當前退出大規模貨幣寬鬆政策利大弊。日本央行近期決定結束長達8年的負利率政策，目的在於說明日本徹底擺脫長期結構性通縮。結束負利率政策對日本各經濟部門的影響是複雜的。

一是，歷史上當日本基準利率由正轉負，家庭部門持有的存款和其他資產的利率下降，抵押貸款和其他借款的利

率也隨之下降。家庭總體存款額大於抵押貸款負債，因此淨利息收入與央行實施常規利率時期相比萎縮了數萬億日圓規模。與之相反，如果利率回歸常態，持有金融資產多於負債的家庭部門的淨利息收入整體上有所改善。

二是，實施負利率政策幫助企業部門減少了債務，積累了手頭資金，但弱化了企業轉型的積極性。本輪日本基準利率提升至0%對企業的正負面影響均有限。從金融機構來看，當利率回升，金融機構利潤率惡化的邊際程度將遞減。雖然短期內可能會面臨一定的壓力，但與持續負利率環境下相比，銀行更容易找到盈利的方法。

抬升全球資金成本

不過，結束負利率政策並提高利率水平預期還會引發一些擔憂，包括金融機構持有的長期債券是否會面臨未實現損失，以及一些借款人是否會因為需要支付更高的利息而拖欠貸款。從影響來看，由於企業利潤率表現強勁，因此負利率政策的結束不一定直接會衝擊企業利潤。

最後，日本退出負利率政策，全球資金成本或邊際抬升。從全球資產配置的角度來說，日本負利率貨幣政策一直以來為全球投資者提供了大量低成本資金，退出超寬鬆政策意味著縮減全球市場流動性，導致全球資金成本邊際上升，將對依賴低成本資金的投資機構和經濟體構成一定壓力。

日圓方面，理論上日本央行加息將會引導部分日圓回流，日圓迎來趨勢升值的可能增加。而本次日本央行宣布加息之後，日圓匯價反而下跌。實際上，過去日本兩輪的加息周期（2000年與2006年），日圓兌美元也都發生了階段性貶值。長期來看，日圓兌美元的趨勢扭轉不僅取決於日本國內的通脹路徑，也取決於美聯儲的政策走向。

日債方面，日本央行雖然結束了收益率曲線控制政策，但是仍然保留了臨時購債等政策工具，以保證債券市場穩定。因此，短暫拋售日債行為對金融市場的影響有限。

對於日本股市而言，本輪利率回歸常態對企業實質性影響有限。日本央行表態仍然偏鴿，日美利差持續，日圓仍然處於低位，日股估值在外匯影響下仍有支撐。



日本央行結束負利率政策，說明日本徹底擺脫長期結構性通縮。圖為日本央行總部。

住屋需求殷切 租金升勢未止



樓語縱橫 楊永健

世紀21 Q動力 總經理

近年整體樓市氣氛稍為回軟，即使有多個新盤陸續登場，但銷售成績放緩。5月新盤銷售約1400伙，較4月的1800多伙再跌逾兩成。不過，發展商對後市審慎樂觀，部分新盤定價已明顯較早前進取，始終在過去三個月，新盤銷售大幅增加，個別發展商已稍為調高部分新盤的定價。

無可否認，過去三個月多新盤銷售已逼近8000伙，大幅超越去年下半年的總數。貨尾量亦回落，據統計新盤貨尾量已降至2.2萬伙水平，較高峰期的2.6萬伙顯著減少。

貨尾量減少的同時，租賃市場持續暢旺，不少地區租賃市場均出現缺盤現象。即使新入伙的屋苑，租金亦有所回升。以大埔白石角Silicon Hill為例，入伙近兩個月已錄得逾40宗租賃成交，平均呎租達40至42元。最新一個開放式單位，成交呎租近50元，明顯較同區租金高出一成以上。

租賃市場缺盤，支持租金水平上揚。按差餉物業估價署的數據，租金指

數去年持續上升，直到今年1月及2月才稍作調整，3月再展升勢，4月租金指數最新報186.9點，創2019年底以來的近5年高位。

相信大家亦明白，連月來租金顯著回升，基於多個因素所致。新冠疫情後，香港全面通關及經濟重啟，不少內地生重新來港升學，加上特區政府實施的高才通計劃，吸引不少海外以至內地專才來港，以及暑期效應臨近，租盤變得特別搶手。再者，近期有發展商調升旗下服務式住宅的租金，個別加幅較年初高約兩成。

此外，本港最新失業率維持3%的低水平，就業市場持續緊張，企業自然需要調整薪酬來搶人手、搶人才，扣除部分人轉工，目前市場已幾近全民就業，本地生產總值亦維持升幅。

回報率上揚 吸引收租客買樓

在現時高息環境下，租金上升的情況或許會維持一段時間。雖然銀行高息存款比起物業回報率高，但相信隨着物業租金回報率上升，未來買樓收租的選項再度變得吸引。6月份市場仍然是尋寶市，個別新盤仍然以低於市價推售，同樣二手市場亦有不少低於銀行估價的筍盤，買家趁機尋寶。