

目前美國供給端的潛在風險是油價上漲，地緣政治衝突成為通脹上行的潛在變數。



經濟觀察家

關稅成本抬升之下，美國通脹卻遲遲未到，原因幾何？筆者認為，本輪通脹弱於預期的核心矛盾在於需求端支撐不足。當前美國經濟正處於深度的「K型」分化，廣大中低收入群體的資產負債表尚未得到有效修復，其購買力修復均面臨較大約束。

# 美通脹意外低企 揭示消費疲弱



民生國計  
林彥

早在去年4月特朗普徵收對等關稅之後，筆者在系列報告中分析了短期關稅未導致美國通脹出現快速上行的核心原因：

一方面，企業避稅行為成為抑制通脹快速上行的重要支撐。美國國內企業為規避關稅提升的風險，紛紛提前搶進口相關商品，由此積累了大量廉價庫存；同時，保稅區暫存的商品也形成了隱性庫存緩衝，有效平抑了短期內商品價格的上漲壓力，延緩了通脹上行節奏。

另一方面，企業對關稅成本的內部消化，進一步削弱了通脹上行的動力。面對關稅的上升，美國企業並未將全部成本轉嫁至居民消費端，部分企業通過壓縮自身利潤空間消化了部分關稅壓力，這使得終端消費品價格上漲幅度可控，進而抑制了通脹的快速攀升。

## 企業提價空間受限

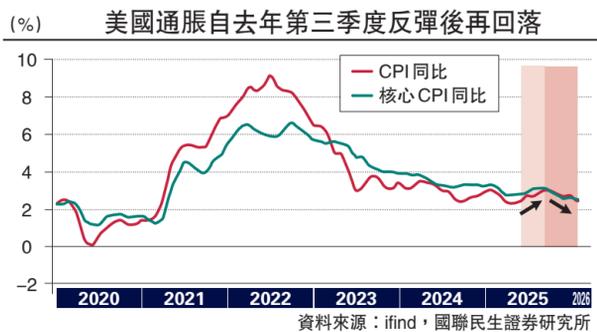
但上述抑制通脹的因素均缺乏持續支撐基礎，因此我們看到美國核心通脹在去年三季度出現了脈衝式上漲態勢，這正是前期各項抑制因素邊緣減弱的直接體現。但核心問題在於，這一上漲勢頭並未持續，到年末便突然「熄火」，隨即回歸至相對溫和的運行區間。

上述超預期結果也讓市場倍感「詫異」。表面上看，關稅對通脹似乎並沒有產生實質性的抬升效果，此前市場廣泛擔憂的二次反彈、黏性高企等情景均未兌現。但我們認為，這一變化並非完全是短期供給壓力的一次性緩和，關稅對通脹也並非完全沒有影響，通脹疲弱的背後或反映出美國經濟更深層次的問題。

我們在此前報告中指出，當前美國經濟最顯著的特徵是K型分化，這一格局直接導致經濟增長與就業收入/通脹嚴重背離，成為通脹持續偏弱的核心推手。

K型分化的核心邏輯在於，高收入群體與中低收入群體的收入、資產、消費能力呈現兩極分化。高收入群體依託股市、房產等核心資產增值，財富效應顯著，消費能力持續強勁；但更廣泛的低收入群體則受就業質量不高、信貸成本抬升、負債壓力較大等多重因素影響，可支配收入增長乏力。一個典型例證便是，休閒商品、國際旅行等高端商品服務消費持續景氣，而服裝、食品飲料等低端耐用用品領域需求相對疲軟，物價漲幅明顯偏弱。

與此同時，商品與服務消費的結構性分化，也表明整體需求端復甦乏力，難以支撐關稅抬升所帶來的成本與價格上行壓力。自貿易摩擦加劇以來，供給衝擊下，儘管美國核心商品通脹一度上行，但服務通脹卻呈現趨勢性走弱格局。在高利率與高生活成本的雙重擠壓下，居民購買力與可負擔能力顯著弱化，持續壓制購房及相關服務需



求，拖累服務消費修復節奏，導致了整體通脹回升並不明顯。

而CPI的持續回升，恰恰需要全面、均衡、廣譜的消費需求支撐，但K型分化下，僅靠高端消費的韌性無法帶動整體物價上行。中低端消費和服務需求偏弱，使得終端物價缺乏廣泛、持續的需求基礎，企業提價空間受限，成本傳導受阻，最終導致美國通脹呈現「局部強勢、整體溫和」的疲弱態勢。

那麼，隨着1月CPI延續低迷走勢，今年美國通脹是否還有潛在上行的風險點？我們認為，供給端關稅對通脹的持續傳導、地緣衝突加劇帶來的油價上行壓力，以及中低收入群體需求的邊際修復，均可能成為階段性推升通脹的潛在因素。

首先，從供給端來看，關稅對通脹的影響仍是市場關注的焦點。但我們認為，關稅帶來的輸入性成本衝擊已進入「最後一公里」，對通脹的傳導效應或在下半年進入拐點：

一方面，美國整體關稅稅率的峰值大概率已過。此前美國整體平均有效關稅率一度達16%，為數十年以來新高，但隨着對等關稅與芬太尼關稅同步終止，政府轉而啟用第122條款實施臨時關稅，這使得整體稅率已經回落至13.7%。此外，受選舉政治壓力約束，特朗普政府需優先應對通脹上行風險以穩固民意，不排除對鋼鋁等民生與產業關聯度較高的商品進一步擴大關稅豁免，因此整體關稅水平更難重返前期高位。

另一方面，從企業關稅成本轉嫁節奏來看，本輪成本傳導或已進入下半段，拐點大概率於年中出現。根據耶魯實驗室測算，不同方法下，關稅對消費者價格的傳導已經達到了40%至76%左右，剩餘未傳導的成本空間逐步有限，而且在需求疲弱的背景下，關稅成本向終端消費品價格的傳導效率也會有所下降。

而根據美聯儲的相關研究，關稅對於美國通脹的傳導主要集中在前四個季度，後續會逐步減弱，這也意味着關稅對於通脹的主要衝擊可能會在今年上半年逐步釋放，下半年影響趨弱。再加上上半年的低基數因素，美國通脹整體可能會呈現前高後低的情況，拐點或在年中出現。

## 地緣為通脹帶來變數

目前美國供給端的潛在風險則是油價上漲，近期的地緣政治衝突成為通脹上行的潛在變數。隨着美伊衝突

的升溫，今年以來油價已經明顯反彈，而市場對霍爾木茲海峽長期封鎖的擔憂也愈發嚴重，油價上行風險顯著。

最後，從需求端來看，通脹回升的持續性與強度，關鍵還是取決於中期選舉周期下美國財政對中低收入群體的支撐力度。不過可惜的是，從2月份特朗普國情咨文表態來看，政府年度政策重心明顯偏向外交、能源與貿易保護等領域，並未將去年底以來市場關注的保就業、保民生類政策納入年度議程，包括信用卡利率上限、居民關稅補貼支票、推動兩房增持MBS（住房抵押貸款證券）以壓低房貸利率等舉措均未落地。

## 財政擴張不及預期

此外，當前美國政治分裂加劇，共和黨內部在關稅與財政擴張議題上存在明顯分歧，國會博弈顯著抬升政策落地成本，年內推出大規模民生類財政支出的難度加大，面向居民的直接補貼與纾困政策難以快速出台。疊加前期關稅政策面臨司法挑戰、存在退款風險，政府利用關稅收入向居民發放補貼的設想也受到嚴重制約，可執行性大幅下降。

即便後續相關政策有所推進，也大概率僅作為中期選舉前的短期選舉工具，難以在2026年內有效改善居民資產負債表、提振整體消費能力。因此，財政政策對總需求與通脹的支撐作用整體有限，難以改變美國通脹結構性偏弱的核心格局。

綜上，我們認為基準情形下今年美國的通脹壓力相對有限。節奏上，上半年通脹可能溫和回升，但下半年逐步減輕。從驅動因素來看，供給端地緣衝突與油價波動帶來的擾動相對可控，而需求端財政刺激、K型分化則是主導通脹偏弱的更重要邏輯，如果這一結構性矛盾無法緩解，那麼通脹整體難以形成持續上行趨勢。

對應貨幣政策，美聯儲降息節奏或將呈現「前慢後快、審慎後置」的特徵。上半年通脹仍有階段性黏性，疊加地緣與油價擾動，以及關稅的最後階段衝擊，美聯儲將以數據觀望為主，以鞏固通脹回落成果，短期快速降息的概率較低；下半年隨着通脹壓力緩解，在鮑威爾交出主席位置後，新主席或依然存在降息空間，維持全年降息1至2次的判斷。

（作者為國聯民生證券研究所首席宏觀分析師）

# 油價高企 聯儲幣策兩難



財經點評  
張瑜

受中東地緣衝突升級導致油價再度大漲，以及謹慎偏鷹的聯儲議息會議基調的影響，市場對於美國降息預期再次大幅「縮水」，年內降息次數預期從1次降至約0次，即不再定價今年會有降息。

在地緣衝突和油價高度不確定性的背景下，對今年的降息路徑，我們提出一個思考的框架：除非地緣衝突快速平息、油價迅速回落，才可能存在溫和的降息路徑；反之，油價越高且持續時間越久，可能越沒有溫和路徑，要麼降不了息（Not to Be）甚至加息，要麼需要更大幅度的降息（Be More）。兩者的核心區別在於，高油價是否會導致中長期通脹預期的明顯回升（出現通脹預期脫錨的風險）。

若中長期通脹預期隨油價暴漲而明顯上行，美聯儲今年可能確實難以降息，甚至需要加息。許多聯儲的研究均表明，通脹預期脫錨不是與就業下行對等的普通風險，而是系統性、持久且代價更高的威脅。雖然雙重使命的權衡非常複雜，但保持通脹預期錨定是首要目標，在脫錨風險上升時，政策或需保持鷹派立場，即便存在短期就業的代價。

若在高油價衝擊之下，中長期通脹預期保持基本平穩，今年美聯儲可能仍需要降息；油價越高、持續時間越長，需要的降息幅度可能越大。邏輯是：高油價持續越久，對美國居民的生活成本和消費衝擊可能越大。關於這點，我們提供兩個定量的靜態參考視角：

其一，油價上漲對消費的負面影響。微觀層面，據美國汽車協會2022年的調查，汽油零售價突破4美金/加侖（對應布油價約110美金/桶以上）之後，64%的受訪者改變了駕駛習慣或生活方式，比如減少開車（首要選擇）、合併繁瑣出行、減少購物/餐飲等。宏觀層面，汽油零售價上漲10%，拖累汽油消費量下降約2%至3%，而汽油佔個人消費支出約2%至3%，則對消費的拖累約0.06個百分點。截至3月16日當周，相比2月底，汽油零售價已上漲約43%（衝突持續，仍可能繼續上漲），靜態估算對消費的拖累約0.27個百分點。若考慮汽油名義支出上升對其他消費的擠出效應，拖累或更大。

其二，油價大漲，市場波動率攀升、流動性趨緊，風險資產承壓下跌的

財富效應損失。核心是美股下跌可能衝擊目前最有韌性的高收入群體的消費。目前美股總市值約70萬億美元，下跌10%的財富損失是7萬億，按照高收入群體的邊際消費傾向靜態估算（股權財富增長1美元，額外消費0.8美分），對消費的拖累大約0.3%（若不區分消費群體，邊際消費傾向高達4至5美分，拖累可能會更大）。

## 市場資金先賣再看

在上述框架下，跟蹤中長期通脹預期的變化非常重要。這涉及到兩個問題，一是選擇什麼樣的預期指標？二是多大的上行幅度可能引發聯儲的擔憂？

關於問題一，鑒於市場時效性的要求和常用性，金融市場定價的中長期通脹預期指標更適合跟蹤，即5年/5年期美元通脹互換利率和10年期盈虧平衡通脹率。

關於問題二，上述兩個指標接近2.8%至3%（對應短期快速上行約50基點），可能引發美聯儲的擔憂。美聯儲官員並未明確公開表達過通脹預期錨的量化閾值，可參考2022年的經驗，彼時高通脹和俄烏衝突帶來的油價飆升，通脹預期脫錨風險被廣泛討論。根據鮑威爾在2022年3至7月及11月議息會議上的公開表態，以當時的最高值為參考，2022年3月份，5年/5年期美元通脹互換利率和10年期盈虧平衡通脹率升至2.8%到3%，較當年2月份快速提高50基點左右。而當下仍在2.4%左右，相較今年2月份基本平穩。

最後，「Be More」或「Not to Be」，對風險資產意味着什麼？3月份以來，市場降息預期基本跟隨油價而波動，在地緣不確定性和「高油價—高通脹—難降息」的擔憂下，「先賣再看」，市場呈現出明顯的流動性衝擊，除原油系價格和美元之外，風險資產和黃金同步承壓，黃金可能因籌集流動性需要而被拋售，導致跌幅更大。

展望後續，若中長期通脹預期指標保持平穩，待流動性衝擊的風險出現緩解跡象（最簡單的是觀察VIX指數是否再度回落），我們認為降息預期可能再度回籠、明顯升溫，由此帶來一輪與當下反向的大幅修正的降息交易；如果中長期通脹預期快速上行並保持高位，那麼當下市場的定價是否已完整，可能需依據具體情況和美聯儲的表態來動態評估。

（作者為華創證券首席經濟學家）

# 美息按兵不動 無礙港樓炙熱



樓市朝陽  
馬泰陽

近月樓市氣氛持續回暖，用家與投資者爭相入市，大手買家亦積極搶貨，市況可謂旺上加旺，連帶短線轉售的賬面獲利個案數目亦同步顯著增加。

據美聯物業研究中心綜合土地註冊處資料顯示，2月持貨年期1年或以以下轉售個案合共錄得187宗註冊登記，較1月份的90宗高出近1.1倍；當中賬面獲利錄得161宗，佔比高達86%，繼1月後再次創下撤辣後新高，已經連續第二個月破頂，顯示短線獲利機會正與日俱增。

值得注意的是，雖然短線轉售情況活躍急升，但與1997年炒風極盛時期相比，當時單筆確認人登記（持貨時間更短）每月平均超過900宗，全年接近1.1萬宗；現水平明顯遠未達「過熱」甚至「成風」階段，市場仍屬健康回升而非過度投機。

地緣政治陰霾持續籠罩全球，環球金融市場短期波動勢必加劇，美國聯儲局維持「一動不如一靜」的態度，如市場預期宣布維持利率不變。正如專欄早前分析，當下樓市強勢已成「氣候」，聯儲局按兵不動對樓市影響有限。相反，樓市剛需持續強勁釋放，一手正成為最「大熱」板塊，刺激整體氣氛進一步升溫。

根據美聯物業研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料及市場消息，3月首17日一手成交量已錄1101宗，每月逾千宗的紀錄進一步延長至連續14個月，並創自2013年一手住宅物業銷售條例生效後的最長紀錄，一手之熱絡

可見一斑。金額方面，期內一手成交總額高達553億元，較去年首季約356億元按年急升約55%，吸金力極強勁，充分反映需求殷切，估計首季一手整體「吸金」有望挑戰680億元的紀錄季度高位。

## 需求旺 今年樓價料升15%

眾所周知，息口走勢向來是左右樓市的關鍵因素之一。根據聯儲局最新「點陣圖」顯示，市場普遍預測今年年底將減息0.25厘，明年再減0.25厘。雖然地緣政治的不確定性依舊存在，美息走勢仍存變數，但總大方向屬於「穩中向寬」，對本港樓市構成穩固支持。

綜合而言，息口徘徊低位、經濟持續復甦、租金穩步地上升、供應及貨尾量減少等多重利好因素疊加，估計今年樓價及樓市將繼續回升勢頭。最新「美聯樓價指數」報139.74點，本年迄今升約3.73%，較去年低位累升10.66%，並創逾兩年新高。展望全年，樓價有望升約10%至15%，樓市將延續「欣欣向榮」的理想局面。

（作者為美聯集團行政總裁（住宅））



▲本港樓市近月氣氛持續回暖，連帶短線轉售的賬面獲利個案數目亦同步顯著增加。