

外媒炒作「中國輸出通脹論」站不住腳

財經評述

龐瀟 華興證券(香港)首席經濟學家兼首席策略分析師

當通貨膨脹已成為美國經濟復甦過程中的主要風險因素之一時，近來不少境外媒體和機構卻紛紛提出和炒作「中國輸出通脹論」。筆者認為，這一論斷完全站不住腳。大宗商品和原材料近期的價格上漲，既反映了疫情下供應的階段性錯配問題和流動性過剩問題，更反映了長期的結構性變遷問題，而中國在其中並非主因。

得益於疫情防控和疫苗接種方面的進展，部分發達經濟體疫情趨於緩和，居民商品消費需求回暖和投資需求的快速復甦疊加經濟復甦預期強化，在需求端推動了商品價格的上漲；與此同時，新冠肺炎疫情對部分原材料生產國和全球供應鏈依然造成了較大的擾動和影響，部分新興經濟體的疫情防控態勢拖累了復工復產進程，能源開採、原材料出口和工業生產部門產能均難以滿足國際市場需求，從供給端抬升了商品價格對需求變化的敏感性。

中國謹慎財策體現擔當

更重要的是，在過去一年間，發達經濟

體為應對疫情衝擊而採取了大規模的寬鬆貨幣政策和財政刺激政策，尤其是美國多次出動數以萬億元計的經濟刺激計劃，美國聯邦儲備委員會也實行零利率、無上限的量化寬鬆政策，直接導致全球流動性嚴重過剩並推高以美元定價的商品價格，這是全球通脹風險背後最重要的驅動力。相比之下，中國的財政政策和貨幣政策較為克制謹慎且正率先開始逐步實現政策正常化，這恰恰體現了中國負責任的態度。

全球通脹與華關聯度低

從長期來看，未來全球通脹中樞的確存在着上行風險，主要原因包括：第一，過去十多年間中國的過剩產能在很大程度上抑制和緩和了全球商品價格上漲趨勢，但目前中國產能過剩的狀況已得以緩解，並逐漸逼近達至產能瓶頸的時間點；第二，全球範圍內大宗商品和原材料生產和供給領域的寡頭壟斷特徵越來越明顯，相關資本開支的下降和供給的受限，將繼續提升供不應求的商品的價格剛性；第三，全球

低碳減碳的綠色轉型趨勢，意味着降低碳排放的成本將會在全球範圍內體現在各類商品的成本和價格中；第四、包括美國在內的發達經濟體的貨幣政策修改了目標框架，提高了對通脹水平的容忍度，未來對通脹壓力作出的政策應對存在不及時、不得力等隱憂。除了第一點之外，上述其他各點與中國的關聯度也並不高。

刻意譴責為搪塞卸責

由於疫情防控、疫苗接種與重啟經濟節奏的顯著差別，全球各主要經濟體尤其是主要出口國和進口國的供需錯配、復甦錯峰、復甦步伐不對稱，導致經濟修復的速度放緩、時間延長，某些國家開始通過尋找外部因素來進行卸責，這恐怕是「中國輸出通脹論」出台的根本原因。

中國內地經濟在新冠疫情後率先企穩復甦，而且為全球供應鏈和商品貿易承擔了更大份額和責任，因而獲得更高的全球關注度。受疫情影響，各國居民部門的消費中出現了貨物消費對服務消費較大比例的

替代，這些國家的普通民眾對外國貨物潛在的通脹傳導比較重視，甚至在「中國輸出通脹論」的炒作下感到焦慮和擔憂，這也是可以理解的。但是，對各國政府來說，要減輕本國民眾的焦慮和擔憂，要有效解決通脹壓力，從根本上說還是應當更多地從自身找原因、想辦法、看行動，而不應該以中國為借口來搪塞、敷衍、卸責。不妨以美國為例，拆解一下和美聯儲2%的通脹目標掛鉤的個人消費支物價指數的具體分項和權重。事實說明，中國商品出口的價格傳導在其中的影響並不大。

美消費支出服務權重大

根據美國個人消費支出的數據，可以近似推算美國個人消費支物價指數的分項與權重：服務和商品的權重比例約為2:1；指數權重中約有20%來自住房及水電氣支出，2%來自能源，4%來自能源商品與服務，8%來自食品及飲料，6%來自食品服務和住宿，17%來自醫療保健服務，8%來自金融服務費用與開支，這些合計的

近70%的份額中絕大多數不受中國商品出口影響；在剩下的30%權重中，經常出現在媒體報道裏的中國出口大部類，也不過機動車及零部件的4%、文體用品的4%、傢具和家用設備的3%和服裝的2%等寥寥數項而已。

外媒操弄信息欲蓋彌彰

如果一意炒作「中國輸出通脹論」，沒有客觀地看到中國出口企業已經承擔了相當部分的原材料成本和人民幣升值壓力，沒有建設性地着手解決本國通脹壓力的根本來源，這背後反映出的是知識缺失、信息屏蔽乃至刻意忽略。某些媒體和機構，恰恰無視了以美國為首的發達經濟體經濟政策給全球經濟帶來的流動性過剩與通脹風險的危害性。對發達經濟體來說，通脹這種「隱形稅收」對普通民眾、工薪階層和中產階級的利益造成了損害。在美國通脹壓力高企之際，美式資本主義在起點公平與結果公平之間的種種撕裂和痛楚，或許更值得某些媒體和機構深思。

關注美聯儲議息 市場趨觀望

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美聯儲下周舉行的議息會議受市場密切關注。近期經濟數據表現不一，決策者也有不同想法，即將公布的美國通脹數據是焦點。此前美匯指數波幅有限，繼續圍繞90水平震盪，缺乏方向。不過，十年期美國國債收益率加速回落，隔夜跌至1.5%水平以下。美聯儲官員盡量緩和大家對通脹的擔憂，表示上升是暫時的。下周會議美聯儲是否會釋放鷹派信號將會是重點。

其他央行方面，取向亦備受關注。加拿大央行維持利率不變，符合市場預期，將維持利率至少到2022年下半年。加元有不斷走高的油價支持，不過，美元兌加元從五月中開始在1.2水平之上窄幅震盪，缺乏明確的方向。歐央行也將宣布議息決定。歐元周三走高，一度高見1.2218，但之後收窄漲幅，最終升0.06%至1.218。

歐元從四月開始反彈，但近期上行動能明顯減弱，陷入調整狀態。現在就看歐央行的態度，歐元隨時擴大波幅。

事實上，整體市場的波幅變化，部分亦可見恐慌指數VIX，其於五月非常波動，最高逼近30水平，六月開始跌回15至20的運行區間。一度回測區間支持，但本周連續上漲兩日至17.89。



●美聯儲下周舉行的議息會議受市場密切關注，其中會否釋放鷹派信號將成為焦點。資料圖片

投資者密切關注美國通脹數據，在此之前觀望氣氛濃，各類資產波幅有限。

金價仍處上行趨勢

投資者既然以相對觀望為主，金價最為明顯。金價從去年八月高位一路回落，直到今年三月幾度失守千七水平，好在四月開始開啟反彈，連漲兩個月，基本收復了今年來的失地。近日圍繞千九震盪，等待方向。

金價連續下跌第二日，20日線支持反覆被考驗，金價波幅隨時增加，整體還在上行趨勢中。

白銀從四月開始跟隨黃金反彈，但近期上行動能有限，保持在28美元下方震盪，缺乏明確的方向。今年來也就2月一度升穿30美元，之後就遲遲未能

突破。短線只能耐心等待，突破的可能性不小。

鉑金料下試支持位

鉑金現在下行壓力增加，離50和100日線越來越遠，周三下跌0.92%至1,151.8美元。整體還在1,100至1,300美元的運行區間，短線有測試區間支持的可能，但不至於有太大的跌幅。

鉑金同樣面對壓力，週阻50日線，本周已經連續下跌三日，至2,772.8美元，有機會下試2,700美元支持，但百日線附近承接相信還是有力的。考慮需求前景，對鉑金和鉑金後市都不至於悲觀。

其他大宗商品方面，紐油在高位面對一些壓力，不過升勢並未破壞。昨日高

見70.62美元，但最終收窄漲幅，回落0.13%至69.96美元，未能守住70美元水平。

油價漲幅可期

布油已經能夠企穩70美元，不過周三在高見72.87美元之後，最終收平在72.22美元。調整後還是有漲幅可期。

倫銅則繼續在一萬水平附近震盪，波幅較窄，周三反彈第二日至9,978.5美元，但下方50日線承接有力，現在只能耐心等待調整結束。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及／或本人之聯繫人並無持有上述股份；本人所管理基金持有美股及港股。)

實現大灣區商務氣泡 疫苗接種率成關鍵

史立德 香港中華廠商聯合會會長

近日有人力資源機構公布本港第三季就業展望調查，結果顯示有26%受訪僱主表示下季有意增聘人手，比前一季調查上升4%，一定程度反映市場對未來經濟展望趨樂觀。不過，香港一日未通關，經濟也不能完全復甦。

經過接近一年半的抗疫生活，隨著疫苗面世及不斷完善的防疫安排，香港有望真正清零，未來最重要的工作是鼓勵更多人注射疫苗，因此最近各大地產商、商會、企業甚至政黨，紛紛推出抽獎及優惠，為市民製造接種疫苗的誘因，現時有關獎賞已經合共超過1.2億元。而根據政府公布，預約注射疫苗的人數亦不斷增加。

廠商亟盼早日通關

對商家及製造商而言，越多人注射疫苗，經濟前景就越樂觀，因為如果香港能夠實現高的接種率及起到群體免疫效果，對於再向中央及廣東省反映希望早日通關會有莫大幫助。眾所周知，過去一年多的時間，香港廠商受制於檢疫安排，未能親自北上內地的廠房管理及視察業務，影響公司運作。因此，早前筆者建議先開通大灣區的商務氣泡，容許已接種兩劑新冠疫苗的商人，免檢疫即日來回香港與大灣區。

港整體經濟存暗湧

在嚴峻的疫情下，醫療保健當然不受影響。與商務、零售、旅遊及飲食業相比，金融業受影響相對較少，而且受惠於低息環境及量化寬鬆，股市及樓市交投已經反映有關情況。此外，因應疫情及社會的新常態發展，數碼科技行業亦出現強勁需求，今年3月有財務及人力資源企業雲端應用程式供應商的企業調查報告指出，本港92%企業正積極推動數碼化及技術轉型。

然而，香港是外向型的經濟體，旅遊業是帶動經濟的一大動力。即使經濟有重拾升軌的勢頭，但目前亦有航空公司需要進行內部重組以精簡架構，而另一間去年獲政府注資的航空公司，則需要政府延長過渡貸款融資的可提取期限。因此，整體經濟仍然存在暗湧。

「氣泡」助創更多職位

疫情是全球的事，沒有地方能獨善其身。以香港與新加坡的「旅遊氣泡」為例，去年第一次「氣泡」爆發是因為香港出現第四波疫情，而今年第二次爆發則因為新加坡疫情有惡化跡象。與其望天打卦，取捨捨近，不如盡力提升本地疫苗接種率，實現大灣區氣泡，讓香港各行各業受惠，從而創造更多工作職位，逐步走出疫情陰霾。

「半導體競賽」如何影響供應鏈？

艾西亞 法國外貿銀行亞太區首席經濟學家

從人工智能(AI)到電動汽車，世界正在迎來一個新的科技時代，其中半導體是這一發展的核心，就像上一次工業革命中的石油一樣重要。因此，在中美戰略競爭日益激烈的背景下，晶片在供應鏈安全方面扮演著關鍵角色。

隨著新技術湧現，晶片的週期性和結構性需求都會繼續保持強勁。短期來看，新冠疫情帶來的需求增加、中美貿易戰和供應短缺等因素導致了晶片短缺，進而導致價格飆升。生產商計劃產能和全球通脹趨勢將要面臨的一個重要問題是，半導體的需求激增是否只是暫時趨勢？雖然目前晶片短缺一部分是由積壓的需求推動，並且更多的投資也有

助於增加供應，但中期來看，5G技術、電動汽車和加密貨幣的發展都會帶來結構性的需求增長，對通脹也有潛在影響。

關鍵設備集中製造成瓶頸

此外，晶片短缺為世界意識到半導體供應鏈的脆弱性敲響了警鐘，一些生產的關鍵環節集中在少數公司和地區，尤其是光刻設備的製造。美國政府（從特朗普到拜登）試圖遏制中國的弱點，即在半導體領域對世界的依賴，令供應鏈問題變得更加尖銳。中國和歐盟近期都急於向晶片生產注入資金，但單一經濟體不太可能實現完全的垂直一體化，畢

竟半導體生產是分工十分複雜的科技「交響樂」。

鑒於一些政府和公司宣布進行大規模投資，一個潛在的擔憂是會否出現供過於求的情況。如果我們以記憶體晶片為例，潛在的大量需求推動企業大量資本支出，但最終結果是產能過剩，2018年記憶體晶片的價格暴跌了50%。不過從中期來看，半導體行業正在迎來競爭更加激烈的新時代。

高端晶片方面，潛在的瓶頸在於光刻機設備供應十分有限，但卻是納米級競賽的核心，對於人工智能(AI)、數據中心、高級駕駛輔助系統(ADAS)、高性能計算、5G通信和智慧手機等高端行

業都至關重要。新來者進入這一領域面臨很高的壁壘，供應鏈的穩定性亦存在不確定性，這些都是造成半導體行業潛在瓶頸的因素。

地緣政治左右供應鏈重組

最後，受地緣政治影響的供應鏈安全問題，將是影響政府政策最重要因素。雖然很難預測各國政府會在多大程度上推動半導體供應鏈重組，重組程度不同對經濟增長和通脹產生的影響也不同，但我們知道中美之間的戰略競爭對半導體生產有巨大影響，這必然會促進不同經濟體之間的聯盟和投資流動，半導體供應鏈最終可能會出現分化。(節錄)

探索香港創科之路(五之三)

鄧淑明 香港大學工程學院計算機科學系、社會科學學院地理系及建築學院客座教授

大灣區的發展促進了區內人口和資源的匯聚。2019胡潤財富報告指出，廣東省擁有600萬元人民幣資產的「富裕家庭」以三千萬元資產的「高淨值家庭」合共近百萬戶；即使2020年受疫情影響，這些家庭戶數減幅不大，數量仍居全國第二，主要集中於大灣區的深圳、廣州和佛山，他們對財富配置有重大需求。隨着大灣區的融合日益增多，區內居民不論讀書、就業、旅遊以及探親等都往來頻繁，但要成就一體化生活圈，現時的配套明顯不足，這些缺口可為本港創科帶來不少機遇，尤其是內地最近提出「新基建」概念，務求以創新科技把基建智能化，促進新經濟，大灣

區正扮演重要角色，而香港作為大灣區的一分子，應該積極參與，當中尤以金融科技和基礎科研這兩方面可以充分發揮所長。

港金融科技助力跨境支付

在金融科技方面，香港近年在金融科技發展上有不少進展，如能在跨境金融等領域加倍努力，不但可配合大灣區的經貿發展，更有利本港金融科技企業在灣區大展拳腳。例如方便大灣區居民相互「即時、穩定、低成本及高效」的轉賬工具、覆蓋區內各地的保險產品和服務、以內地物業為抵押品的跨境按揭貸款等，以上種種跨

境金融服務暫時仍未能實現。猶幸金管局最近就跨境支付有不少進展，除了與泰國中央銀行研究如何利用央行數碼貨幣及區塊鏈平台去解決跨境支付的各種問題外，還致力把「轉數快」拓展至香港人常到的外地旅遊熱點作支付工具；並且與中國人民銀行數碼貨幣研究所研究使用數碼人民幣進行跨境支付的技術測試，為未來內地與香港居民零售消費支付增添一個選項。

大灣區市場龐大利成果轉化

在基礎科研上，港產「獨角獸」商湯科技的行政總裁徐立曾表示，香港科研基礎頂尖，是內地有所不及的。而且確，香

港在高階的基礎研究，即上游部分在區內以至國際都享負盛名，更屢獲殊榮。獲獎的科研成果中，不少貼地實用，可持續發展，具有市場潛力，惟研發中下游部分，即商品化發展，缺乏空間與資源。而大灣區擁有龐大的市場，又附有轉化科研成果的生產能力，正正與香港互補長短，能為香港科研成果帶來出路，成就大灣區的創科產業鏈。

河套地區發展締造多元機遇

實際上，政府正全力推動河套地區的港深創新及科技園發展項目，建立重點科研合作基地，將會成為香港歷來最大的創科

平台，促進大灣區技術夥伴加強區內的科技創新合作，締造多元機遇，可滿足區內夥伴對國際科技資源、知識產權、金融及其他專業服務的需求。而且，大灣區提供了宜居的生活環境，有利吸納全球頂尖創意人才和資源，深化產學研合作和交流，傳承知識與技術，有潛力打造《粵港澳大灣區發展規劃綱要》所提及的「全球科技創新高地和新興產業重要策源地」，而香港創科產業正可借助大灣區的機遇，充分發揮科研實力，以提升本港競爭力。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。