

通脹失業俱升 美經濟非過熱

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

不久之前，美國公布連串通脹數據，不論消費者物價指數（CPI），抑或是生產者物價指數（PPI），甚至是美聯儲官員最重視的個人消費開支物價指數（PCE），皆在顯示，通脹在去年下半年整體回落後，在近兩三個月再度升溫。然而，早前在議會議後後的記者會上，美聯儲主席鮑威爾回應提問，當時明確說加息是不太可能。何故？

這裏不只一次分析道，全球通脹預期在過去兩年的觸發，有三大深層原因，遠因是量寬多年的必然結果，近因是近年自由貿易受打擊，導火線是全球疫情影響供應鏈云云。如此一來，要壓低通脹至中長期目標水平2%，並不容易。

靜觀其變有先見之明

誠然，過去數個月，通脹有一定升溫，但這一點，相信所有投資者都有一定心理準備，恐怕連局方大員心底裏亦知道有難度，才會在投資大眾去年底一面倒呼籲馬上大幅度減息之際，仍然堅持數據為本，認為未有足夠數據說明此通脹回落趨勢可持續，而不用額外的貨幣政策干預。

畢竟，局方官員明白，選擇靜觀其變，皆因有必要留意通脹回落趨勢過程，這裏那裏都可能有枝節有沙石，不見得一帆風順，不至於馬上觸發任何行動，當然可以等到真有數據說明趨勢在己方，才真的動手減息。

如今看來，當然是有先見之明，但之前對局方決策多番批評的外界論者，如今當然對此避而不談，以免尷尬。這一點，市場參與者以至外界評論的，當然不會太在意，可偏偏這才是技術官僚的決策思維，亦是本欄一直堅持必須考慮在內的局限條件。



◆美國最新就業數據不如預期，失業率意外上升，國內生產總值增長亦放慢，反映當地實體經濟未如市場樂觀估計般強勁復甦。圖為美國一超市。

改變通脹目標不可取

顯然，能夠進退退之中，漸漸趨近目標，已經算不錯，要真正到達2%中長期目標，實非易事。是的，嚴格來說，這個2%不是什麼神聖不可侵犯的數字，從學理上，未必有絕對的理由去死守，但從實務上，央行與市場的互動，當中總有一些貓是必須緊盯着的，重點倒不是數字本身，而是目標水平不能一改再改，以免造成先例和市場預期央行將迫於現實壓力而不斷改變。

觀乎美國最新公布的經濟數據，非農數據遠遜預期，失業率意外上升，若配合上早前的國內生產總值（GDP）增長放慢，整個圖畫會相當清晰，外去年底說的所謂經濟過熱，不知從何說起？

維持預測年內減息兩次

是的，就業相關的數據若不濟，有機會令央行口風再放軟一些。目前經濟若走低，而通脹即使偶有回升，但最終仍回到下降趨勢，則年底減息的概率，始終是高於加息，這一點倒可肯定。

道理很簡單，只要保持目前的勢頭，通脹沒有大升，整體經濟增長放慢，失業增加，則最終兩害取其輕之下，減息仍是有可能，只是由去年底大家一面倒的認為大幅度馬上減息，變為年底前有最多一兩次減息而已，後者是筆者去年底維持至今的看法。（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

探討香港首季負資產破3萬宗原因

曹德明 經絡按揭轉介首席副總裁

日前金管局公布最新負資產數字，今年首季負資產個案錄得32,073宗，涉及金額1,653.49億元，對比去年第四季錄得的25,163宗及1,312.97億元，宗數及金額按季分別增6,910宗（27.5%）及340.52億元（25.9%），宗數創2004年第一季後（40,020宗）的季度新高，金額更創下自2001年第三季有紀錄以來的季度新高。

負資產再創新高，主要是因首季樓價再度下行，根據差餉物業估價署數字顯示，今年首季私人住宅售價指數報305.3點，連跌3季，與2021年第3季的歷史高位397.9相比更急挫逾二成（23.3%）。而自2019年政府開始放寬按揭保險成數的樓價上限，新取用按揭保險宗數曾於2021

年攀升至歷史年度新高（23,846宗）。而根據經絡按揭轉介內部資料顯示，早幾年前採用八成或以上按揭的買家比重亦顯著增加。由於樓價由高位回落超過二成，大部分於2019年至2022年樓價高企並採用高成數按揭入市的業主會較大機會跌入負資產，使今年首季負資產個案有所上升。

準買家宜預留半年備用資金

雖然負資產數字高企，但不代表業主無力供款，過往十多年來本港業主還款能力一直處於穩健水平，根據金管局3月住宅按揭統計調查資料顯示，超過3個月及6個月未償還按揭貸款的拖欠比率分別報0.09%及0.06%，即屬超低水平，

顯示絕大部分業主的供款能力仍穩健，銀行借貸風險可控。有意置業之士仍要衡量自身經濟及供款能力，避免借太盡，緊記按時供款以及預留至少半年的後備資金。

至於未來負資產走勢會如何？自3月份政府全面撤辣後，樓市交投即時上升，樓價亦開始稍微回升，最新3月份私人住宅售價指數報305.7點，按月升逾1%，結束10個月連跌。雖然樓價有輕微回穩，不過一手貨尾積壓，發展商繼續以低價策略推售新盤，使二手樓價受壓而保持偏軟，銀行估價仍偏向審慎，相信樓價短期內未必出現顯著回升，料上半年樓市呈「價穩量升」的狀態，筆者料負資產宗數於下半年才有機會高位回落。

夏季暑熱是否因美國通脹加劇而提前到來？

施羅德投資環球無約束固定收益投資團隊

隨著環球經濟增長趨於穩定，我們的問題是，近期美國一系列通脹數據超出金融市場預期，是「重大轉捩點」還是「前進路上的障礙」。

我們的基準預測是美國經濟將實現「軟著陸」。然而，我們意識到由於美國一系列通脹數據超出金融市場預期，以及環球製造業周期可能好轉，這將有機會推升大宗商品價格，經濟「不着陸」情景的風險增加，可能迫使各國央行在較長時間內維持較高利率，以應對持續高企的通脹。

美國經濟可能「不着陸」

由於經濟增長強勁導致通脹風險增加，經濟「不着陸」的可能性上升。「經濟軟著陸」意指經濟增長放緩、通脹壓力緩和的情景；「經濟硬著陸」意指經濟活動急劇下降的情景，導致必須進一步減息；「經濟不着陸」意指通脹持續不斷，利率可能需要在更長時間內維持較高水平的情況。

美國通脹超出預期是重大轉捩點還是前進路上的障礙？簡單來說，我們認為最近美國通脹數據強勁的原因似乎介於兩者之間，儘管一系列經濟數據上升，但仍未能排除美國聯邦儲備局（聯儲局）可能在2024年稍後時間減息的可能性，但這無疑會讓當局有理由停下來思考，目前來看，在2024年6月減息的可能性相對較低。

從聯儲局主席鮑威爾的首選通脹目標（即不包括住屋的核服務）來看，過去幾個月的趨勢確實令人感到擔憂。在最新發布的經濟數據中，這項「超級核心」通脹指標已按月上升0.7%，目前三個月年化通脹率已高於8%。從廣泛的數據指標來看，實際情況是目前通脹過高，聯儲局無法在短期內實施寬鬆的貨幣政策。

通脹壓力仍存在

儘管如此，美國通脹問題並非全是壞消息。作為固

定收益投資者，我們認為有更多理由對當地勞動市場持樂觀態度。從多項經濟指標來看，美國勞動市場似乎正在回復平衡，工資增長呈下降趨勢，職位空缺逐漸減少，更重要的是僱員離職率繼續下降。離職率是工資增長的領先指標，其下降使企業吸引及留住僱員的壓力減小，從而限制工資增長速度。

環球經濟周期改善，反映經濟將實現「軟著陸」，但存在一些通脹風險。過去一個月，環球製造業前景持續改善。近期中國內地亦傳來正面消息，這可能在未來幾個月大幅度促進歐元區的經濟增長。儘管這些經濟數據有助於實現經濟「軟著陸」，但我們應該謹慎對待大宗商品價格的不斷上漲，因為這可能加劇未來通脹壓力，並對2024年減息的觀點帶來挑戰。

那麼，這對我們的資產類別觀點有何影響？儘管估值更具吸引力（更便宜），但金融市場對宏觀經濟的觀點反映收益率將會上升，以及聯儲局將採取更為審慎的態度。有見及此，我們對存續期（或利率風險）持中性看法，但較看好加息率曲線變得更陡峭（即就短期債券跑贏長期債券作出投資配置）。就跨市場交易而言，相對於德國及加拿大等市場，我們較看好英國，認為當地通脹有望「趕上」美國及其他國家的水平。

過去一個月，我們更看好平衡通脹（即用於捕捉通脹調整後的實際收益率相對於名義收益率的表現）持更正面的看法。我們認為，大宗商品價格的上行風險及各國央行在一定程度上放寬政策，將會利好平衡通脹率。

信貸方面，基於估值偏高及表現進一步上升的空間有限，我們調整了對歐洲投資級別債券前景的觀點。我們仍偏好較短期期的債券，因為這類債券仍具備投資價值。由於美國投資級別債券息差接近歷史最低水平，與較穩健的政府債券相比，投資企業債券的風險所帶來的潛在回報較少，因此我們維持負面看法。

日股節節上升提振投資者樂觀情緒

Dina Ting 富蘭克林鄧普頓交易所買賣基金及環球指數投資組合管理部主管



◆日圓貶值加上日本藍籌股受到追捧，東京市場的樂觀情緒。

去年，日圓貶值加上日本藍籌股受到追捧，激發了東京市場的樂觀情緒。宏觀經濟從預期的通縮環境轉向通脹，強勁的企業盈利以及日本企業的治理改革，例如更大的股東主導權，正在進一步助燃2024年的樂觀情緒。

儘管日本在2023年第三季出人意料地出現技術性衰退，經濟排名更被德國超越，滑落至世界第三大經濟體，但日本市場仍然樂觀。儘管日本的私人消費和資本支出依然低迷，但薪資增長前景樂觀，將為經濟帶來支撐。

去年日本薪資的增幅達到令人鼓舞的3.6%，是30年來最高的增長率，但經濟學家預計，2024年的薪資增長將會更進一步。事實上，日本工會領袖一直呼籲加薪幅度超過去年水平，日本首相岸田文雄也敦促商界維持更廣泛、更持續，並且高於通脹的加薪幅度。

由於價格上漲以及美國經濟穩健支撐汽車和機械銷售，日本上市製造商的淨利潤總額在4

淺析日央行外匯市場干預

黃偉棠 時富資產管理董事總經理、特許金融分析師、註冊會計師、大學資深講師

日本央行最新數據顯示，日本上周實施第二次外匯市場干預，這是日政府加強支撐日圓又一跡象。據日本銀行賬戶和貨幣經紀行預測，東京市場的干預規模可達至3.5萬億日圓（約225億美元）。日本央行周四（4月25日）報告稱：由於財政因素，預計當前賬戶在下一工作周的星期二將下降4.36萬億日圓。這與貨幣經紀預測平均值相比，如果沒有干預，這個數字將是8,300億日圓。這數字在美國交易時段結束後不到一天便被公布，亦表明日本當局在聯儲會議後迅速採取行動，當時投資者仍在消化相關消息。日本財政部的積極態度預示着一場長期支撐日圓之戰。

隨着日本假期和美國4月份就業數據公布，目前是日政府打擊投機行為的好時機，這將對市場產生巨大影響。市場普遍預期當局有強烈決心捍衛每美元160日圓底線。日圓最新波動跟上一周突然跳漲類似，央行賬戶顯示，周一的干預行動約5.5萬億日圓，接近2022年10月創下的5.6萬億日圓的紀錄。在紐約時間周三晚和東京時間周四早行動前，已有分析師預測，由於政府債券發行和稅收支付等財政因素，日本銀行當前賬戶餘額將下降7,000億日圓。基於這些估計和央行賬戶比較，計算出數字只是一個大致估計，而不是確切數額。類似分析也證明，在2023年10月市場緊張時，日本依然沒有干預買入日圓。這些計算還估算了2022年10月21日干預規模約為5.5萬億日圓，與實際數量非常接近。每月干預規模官方數字將於5月31日公布，而市場需要等到8月份或更晚才可看到每日具體操作數據。

日本最高貨幣官員上周四拒絕評論財政部是否進行干預，而當時日圓對美元急劇升值，美元兌日圓從157.50水平上升，短暫觸及153.04。在2022年9月上一輪干預時，財政部在日本銀行記者會結束後約30分鐘便買入日圓。一個月後，又進行連續兩個工作日干預。日本官員拒絕評論是避免投資者作太多部署揣測，從而影響干預行動結果。缺乏即時的明確性以解投資者的疑惑，使他們不願意以日圓作賭博，從而令市場以更自由的方式運作而不需要特別干預。

160或是日圓隱含底線

根據目前統計數據、趨勢和動向，每美元160日圓的最低點似乎是一個隱含底線。如再觸及附近水平，相信日本央行可能會進行某些「操作」，投資者可利用此基礎來調整外匯投資組合定位，但一定要緊貼市場，注意那些非預期之內的公告或行動。



◆日本早前實施對外匯市場干預，這是日政府加強支撐日圓又一跡象。

月至12月期間的年化增長超過20%。事實上，當時日本RIC Capped指數今年已上漲了5.8%，最大漲幅正是來自以汽車為主的非必需性消費行業。

由於繼續對中國市場表現失望，投資者已將投資轉向其他亞洲市場。儘管面臨人口挑戰（其他高收入國家也面臨着相同的挑戰），但日本不僅受益於企業利潤持續增長的氛圍，還受益於比台灣和韓國等以半導體為中心的市場更多元化的環境，台灣和韓國市場的資訊科技產

業分別佔其股市標準的63%和33%。

追蹤日股ETF可關注

這並不表示日本半導體產業的重啟無關緊要。相反，這是我們認為其市場可能存在更多潛在上行空間的另一個原因。正如其他國家政府一直強調需要發展國內晶片產業，日本官員也一直在推動重建先進晶片的本土製造業領導地位。

我們認為，這些趨勢可能為日本企業打下基礎，延續薪資增加的良好循環，最終說服該國央行退出其負利率政策。對於目前正在重新評估其環球資產配置的投資者來說，我們認為要成本效益較高的投資方法提高日股配置，追蹤日本股市的ETF值得投資者考慮。

（摘錄）

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。