

通脹及息口關係，加息下投資部署

本文先會為大家介紹通貨膨脹的定義、其相關指標及其發生原因，然後解釋為何本輪通貨膨脹較難控制。通貨膨脹持續下各央行頻頻加息，文章亦會就有關周期下各大宗資產的表現及其關係進行分析，最後提出在現有周期下的建議投資策略。

通貨膨脹定義

通貨膨脹指一國物價持續、普遍、不可逆的上漲，通貨緊縮則是物價普遍下跌情形。一般而言，通貨緊縮會造成經濟惡性循環，以及帶來失業率攀升的局面。因此，國家一般傾向接受溫和通脹率（通脹率約在2%至3%之間），以防止經濟萎縮風險。

(i) 常見通貨膨脹指標

常見通脹指標	意思	反映領域
消費者物價指數(CPI)	居民購買商品以及服務的價格	居民消費
核心CPI	剔除了石油和食品，更反映宏觀經濟運行	居民消費
生產者物價指數(PPI)	企業購買物品和勞務的價格	企業消費
核心PPI	剔除了石油和食品，更反映宏觀經濟運行	企業消費
國內生產總值(GDP)平減指數	綜合反映企業和居民的購買力水準變動	經濟核算

(ii) 常見通脹發生原因

通脹指標	意思	例子
1) 成本推動型	需求端穩定但供給端快速收縮（或者生產商壟斷），最終導致價格上漲	70年代的兩次石油危機
2) 需求拉動型	供給端穩定，但需求端快速擴張導致價格上漲	80年代中國需求旺盛，導致通脹不斷發生
3) 貨幣放水型	貨幣供應量大幅超過實物生產量，導致價格上漲	委內瑞拉通脹
4) 結構通脹型	部分商品出現供需不平衡情況	疫情期間口罩等用品

是次全球通脹主要由供給端主導，因此較難處理。而全球通脹高企原因主要分為三大原因：

(1) 流動性氾濫、(2) 供應鏈問題、(3) 全球碳中和。

1) 疫情後美元流動性氾濫

為了應對2020年疫情的衝擊，全球各國紛紛大力刺激經濟，全球貨幣特別是美元放水大幅推通脹水平，而疫情後全球經濟低迷，美元作為全球最主要儲備貨幣，美元供應遠超正常經濟運轉的需求。

當各國放水，七大工業國組織(“G7”)貨幣供給大幅增加，則相對以美元計價的比特幣貶值，因此疫情後比特幣等數字貨幣大幅走強，直至2021年12月美聯儲加快收緊流動性，比特幣才正式步入熊市。

2) 全球供應鏈混亂、生產製造成本上升

過往全球經濟國多以增量合作為主，但是近年來全球經濟步入蕭條，增速放緩下國家開始轉向博弈，去全球化愈演愈烈，亦間接解釋了中美就各領域的持續角力。除此之外，俄烏衝突除了加劇國家間的不信任外，以上與疫情衝擊亦讓各國更加重視自身供應鏈安全、避免自身產業鏈發生中斷情形，部分國家甚至自建部分產業鏈，減低了各國比較優勢，間接推升生產製造成本，加劇去全球化壓力。在全球生產效率下滑的情況下，供應端成本壓力上升。

3) 碳中和推升全球製造成本

「碳中和」已成為全球共識，並已有136個國家製定碳中和目標。現階段，清潔能源的使用成本仍然偏高，同時傳統能源如石油及煤炭等板塊亦因不受政策支持而出現資本開支大幅下降，傳統能源和傳統資源供給端持續偏緊下，相關價格將難現大回落。碳中和一定程度上推升了全球製造成本。

應用 — 通脹數據解讀

8月美國CPI同比8.3%，預期8.1%，前值8.5%；核心CPI同比6.3%，預期6.1%，前值5.9%。8月美國CPI同比回落幅度未符合市場預期，但是核心CPI同比上行幅度超過市場預期。

分開而言

- 1) 非核心：受**國際油價**下跌影響，汽油價格下跌10.5%；**食品價格**上漲0.8%創今年以來最低漲幅。
- 2) 核心商品：耐用品中的汽車、傢俱和耐用設備漲幅有所擴大。
- 3) 租金：住所及自有住房等價租金分別上漲0.7%，繼續維持高位。
- 4) 其他服務：週期性服務中的醫療保健服務、教育服務價格漲幅稍擴大；交通服務價格跌幅收窄，食品和住宿服務價格由跌轉升。

小結

以租金為代表的核心通脹明顯，由於以上數據粘性較強，因此大幅減低市場對美國通脹下行的樂觀預期。展望未來，由於勞動力市場維持強勁及薪金幅上漲，疊加歐洲能源危機愈演愈烈，今年第四季度能源價格仍有反彈的風險，美國今年內通脹回落速度將會較慢。由此推斷下，美聯儲加息壓力依然大。

加息將如何影響全球資產

需要先了解市場對於美國經濟前景、通脹以及美聯儲加息節奏的預期，方可判斷美聯儲加息如何影響各類資產價格的走勢。其後，在數據公布後可因應實際情況與預期比較，繼而進一步推測美聯儲在議息會議上釋放的有關信號。

息口與各類資產的過往走勢及關係

(i) 原油 → 先升現稍回落

原油為消費者物價指數CPI的其中一個考量因素，早前高油價為通脹其中一大主要因素，而近日原油價格的高位回落能使通脹預期進一步減弱。與息口一般呈正向關係。



(ii) 美元指數* (美元) → 曾一度下跌現上升

* (綜合反映美元在國際外匯市場匯率的指標，用來衡量美元對一籃子其它主要國際貨幣的匯率走勢)

過往下跌原因：

- (1) 假設通脹如預期下行，美聯儲則缺乏持續加息的理由，後面加息幅度將會減弱
- (2) 市場預期9月份加息(75個點子)已為高點，年內11月及12月份的加息幅度大概率低於9月加息水平。



投資者認為美元指數階段性高點出現，因此引發美元指數階段性下跌。不過，美聯儲利率點陣圖顯示，預計今年底聯邦基金利率為4.4厘，6月時預料為3.4厘，意味着今年餘下兩次會議將合共加息1.25厘；由於美元為避險貨幣，預料美元續強勢下，在其他新興市場的資金續被抽走，利好美元後市發展。與息口一般呈正向關係。

(iii) 黃金、白銀 → 上漲

由於黃金、白銀是貨幣等價物（以美元結算），美元走弱，黃金、白銀就走強。不過，白銀擁有商品屬性，因此漲幅比黃金大。與息口一般呈反向關係。



(iv) 比特幣 → 大漲

由於比特幣擁有黃金與白銀相同的貨幣屬性。由於比特幣產量有限，因此價格彈性較上述兩者更大。與美元指數呈反向相關。



總結

美國8月通脹高於預期但較上月數據低，因此預料美元指數將保持震盪，其它大類資產因資金大量流入美元匯市下，大概率出現小幅回調。短期而言，美聯儲利率點陣圖的發酵下或帶來美元指數再衝高，期後仍需密切留意美國經濟相關指標及數據的發展，若然數據反映美國經濟未明顯減弱，那大宗資產如商品、股市、黃金及白銀等在下跌後仍可望出現小幅反彈過程。