

聯儲局主席鮑威爾早前宣布對政策作出微調，反映當局對就業、通脹及利率的取態出現預期之內的重要變化，並對投資者帶來深遠的影響。宏利投資管理首席經濟師 Frances Donald 就此分享其觀點。

## 市場焦點：美國通脹的動力

當聯儲局宣布決定採用「靈活的平均通脹目標」，實際上確認當局希望通脹超越其 2% 的官方通脹目標時<sup>1</sup>，市場的反應不大。然而，我們不應誤以為華爾街的反應冷淡是由於市場對此不感興趣，因為這次的政策方針轉變與投資者的關係密切——特別是那些關注通脹動態（主要是未來三至六個月通脹意外上升）的投資者。我們認為，聯儲局的溫和取態及通脹數據轉強，實際上推高通脹預測，令實質利率下降。

從本質來說，通脹相對通縮未必是二元對立的課題；當中充滿微妙的差別、反作用力量和多項未知的因素。事實上，通脹及通縮的壓力同時發揮作用，而隨著這兩股相反的力量反覆波動，在某些期間投資者會對通脹感到憂慮，在另一些期間會為通脹感到煩惱。這些是必須考慮的重要投資因素，因為它們能帶來不同的影響，從而導致不同的投資結果。我們認為有關通脹的討論都建基於四個關鍵概念。

### 確立通脹討論的框架：四個關鍵概念

#### 1. 時間問題

我們認為導致美國通脹前景非常混亂的主因，在於難以從長期通脹趨勢推斷其短期軌跡。每時期都存

在通脹及通縮兩股力量，但在不同時刻難免重此抑彼。

#### 2. 市場預期

通脹水平並非市場唯一關注的因素：形成的通脹種類（成本推力對比需求拉力），以及實際通脹偏離預測的程度亦不容忽視。此外，值得注意的是：各人對「無法接受的高通脹率」都有不同的理解，如千禧世代及 Z 世代便從未經歷高達 3% 的通脹率。關鍵的是，我們須明白溫和至適度的通脹未必利淡股市。

#### 3. 機制轉變

造成通脹的因素可能正出現結構性的機制轉變。我們預期未來的通脹主要由積極的財政政策及去全球化所主導，而較少由貨幣政策所帶動。因此，傳統通脹模型的參考價值遠不如過往般重要，亦不應以此預測未來的通脹壓力。這反映傳統的相關性指標已不像過往般有用，例如菲利普斯曲線（Phillips curve）。請緊記：經濟學家普遍不精於預測（或理解）通脹。

#### 4. 量度方法問題

另外，我們亦應注意常用於量度通脹的消費物價指數（CPI），在過去一段時期已不能準確計算美國的生活成本。這已非一個新的課題，而我們認為該指數現

時的準確性甚至更低。決策官員正設法解決這個問題，而量度通脹的官方及非官方指標或須在未來數年作出調整，特別是住屋成本及資產價格方面，這可能會推高已量度的通脹率。

## 十項短期價格壓力（未來三至六個月）

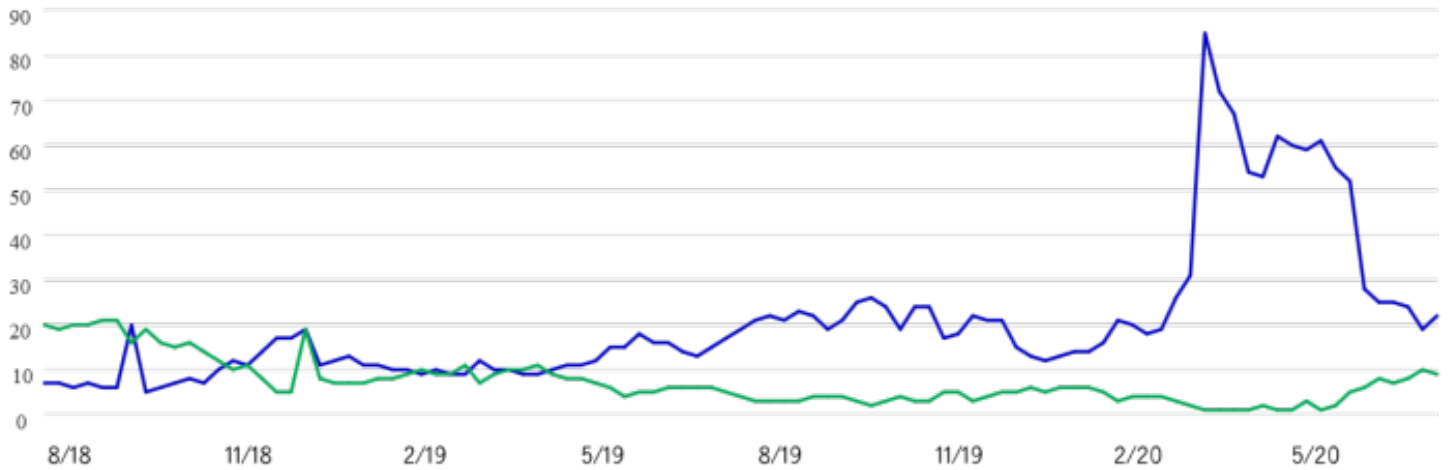
鑑於美國經濟正經歷明顯的衰退，若說通脹壓力將在未來三至六個月內升溫，似乎顯得不合常理。經濟衰退不是理應導致需求緊縮，而通縮不是通常與顯著的產量差距有關嗎？理論上是的，但是經濟現時受到的衝擊本質上與常見的經濟衰退不同，我們認為有十項短期通脹壓力可能導致通脹在年底前迅速回升至 2% 或以上的水平。由於經濟增長乏力，我們認為把這個短期戰術性時期稱為「滯脹」更為準確。

- 1 雖然美國及全球大部份經濟體的需求正面對重大衝擊，但大部份數據顯示需求回升的速度比供應更迅速。有別於過往的經濟衰退，我們預計供應將受到更長期和更嚴重的衝擊。從本質而言，以上情景將形成通脹，雖然當產量差距仍存在，而需求頗為疲弱時，通脹上升的幅度有限。
- 2 聯儲局轉為採取平均通脹目標應可把通脹預期維持在接近 2% 的水平，為價格的潛在跌幅設定下限。此外，聯儲局（及多數經濟學家）一直認為通脹預期對未來的實際通脹率有一定影響。<sup>2</sup>
- 3 美國政府推出發放現金支票及擴大失業保障等刺激措施，令美國消費者在過去數個月積累了可觀的個人儲蓄，我們預期他們將動用這些款項，這或會暫時提升貨幣流通速度。

- 4 供應鏈中斷及貿易活動減少導致供應下降，而一些核心產品的庫存不足更加劇其影響。我們預計以上情況要到商業信心於 2021 年回升時才會結束。在此之前，成本將會推動通脹上升，為美國經濟帶來新挑戰。過去數年實施的進口關稅亦可能支持價格上漲。
- 5 消費物價指數籃子的關鍵成份價格（例如：航空運輸、酒店及服裝）在 7 月見底<sup>3</sup>，反映疫情初期造成的通縮效應正逐漸減弱，不再直接導致按月通脹數據下跌。
- 6 在過去四個月，木材、銅材和鐵礦等商品價格已大幅上漲，油價以按年計亦不再下跌。
- 7 美元從 3 月的高位貶值約 7%<sup>3</sup>，將有助推動美國通脹輕微上升。
- 8 有證據顯示勞動成本正在上漲，這是由於企業透過加薪來挽留主要員工和吸引僱員復工。儘管這可能是通脹壓力的過渡時期，但我們認為投資者亦應考慮聯邦最低工資可能在明年上調。
- 9 在供應減少下，我們預期企業的定價能力將會更強，特別是貨品業，但不同行業的效應參差。換言之，半製成品及勞動力等投入成本的升幅至少可以局部轉嫁予最終消費者。
- 10 受惠於低息環境，美國樓市繼續表現良好，我們預期住屋成本將會上升。外界亦普遍預期，消費物價指數可能低估了美國樓價通脹，而統計局亦已經討論改良計算方法。值得注意的是，住屋佔消費物價指數籃子的 34%。

## 市場數據反映的通脹機會率 (%)

消費物價指數高於 3% 的機會率 | 消費物價指數低於 1% 的機會率



資料來源：明尼阿波利斯聯邦儲備銀行，宏利投資管理，截至 2020 年 8 月 18 日。

儘管市場可能已經意識到通脹上升的論述，但亦有證據顯示通脹可能仍被低估。雖然美國債券市場已略為上調通脹預測，但我們認為這主要受到流動性及期限溢價改善有關，而非由於投資者預期物價將會急升。此外，明尼阿波利斯聯邦儲備銀行量度市場對通脹預期的指標（仍極不對稱，反映通脹有 22% 的機會率跌至低於 1%，而高於 3% 的機會率只有 9%）及花旗集團通脹意外指數（仍低於 0）均有明顯上升空間。

### 對市場的影響

鑑於聯儲局已正式轉為採取平均通脹目標，債券市場至少目前未必會能將通脹上升與名義利率上升聯繫起來。因此，隨著通脹趨升，即使實質利率進一步降至負數，名義孳息率亦可能維持在現水平附近。

與此同時，我們亦預期孳息率曲線將繼續走峭，特別是在中期債券及長期債券之間。聯儲局經常表示要控

制孳息曲線，雖然尚未執行，但已發揮壓低短期債券孳息的效應。最後，溫和的通脹歷來與股票正面重估估值存在相關性（直到通脹升至約 3%）。我們認為投資者不應將通脹視為導致股市下跌的原因。就目前而言，儘管我們會感到有點無所適從，投資者應該開始適應新的現實環境，習慣略高的名義通脹水平。

### 通脹何時上升

我們不妨從三個不同階段審視通脹和通脹放緩壓力的演變情況：未來三至六個月內、未來 18 個月內，以及三年以後。鑑於宏觀環境持續變化，我們認為投資者應該明確區分長期的通縮壓力及短期的通脹壓力。

<sup>1</sup> [“New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review.”](#) federalreserve.gov，2020 年 8 月 27 日。

<sup>2</sup> [“Measures of Expected Inflation.”](#) 克里夫蘭聯邦儲備銀行，於 2020 年 8 月 27 日評估。

<sup>3</sup> 彭博資訊，截至 2020 年 8 月 27 日。

## 通脹展望

	主要觀點	通脹壓力	通脹放緩壓力
<b>短期</b> (3 至 6 個月)	成本推動通脹上升，逆轉通縮壓力，並帶動通脹接近（甚至可能高於）2%	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 主要由供應造成的衝擊</li> <li>● 釋放儲蓄</li> <li>● 美元轉弱</li> <li>● 新冠肺炎的影響減退</li> <li>● 商品價格上升</li> </ul>	需求受到衝擊，產量差距顯著
<b>中期</b> (18 個月)	需求拉動通脹上升（2021 年／2022 年）至接近 3.0%，但隨著通脹放緩力量再次主導而見頂	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 2020 年第二季的通縮基本效應減退</li> <li>● 在重建庫存的支持下，增長於 2021 年初再次增速</li> <li>● 潛在的投資帶動需求上升</li> <li>● 財政政策的積極作用開始浮現</li> <li>● 貨幣政策反應滯後</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 工資增長放緩</li> <li>● 產量差距仍然存在</li> <li>● 結構性力量局限通脹的上升幅度</li> <li>● 之前上升的實質利率開始在期末拖累增長表現</li> </ul>
<b>長期</b> (3 年以上)	在相反的力量之下，長期通脹介乎 1.5% 至 2.0%	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 財政政策引發的通脹壓力持續；去全球化／企業回流帶動價格上升</li> <li>● 「未雨綢繆」的儲蓄增加，削弱需求</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 債務問題持續、人口結構及數碼化的影響令人關注，令需求受壓</li> </ul>

## 免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。