

## 透視全球通脹飆升

2021年第二季度

全球消費物價通脹飆升，引起激烈爭議，有人認為這僅是反映異常低基數效應的短暫現象，亦有人認為現象會維持更長時間。我們認為通脹在短期內存在上行風險，但我們認為通脹是個過程，而不是單一事件。雖然我們看到長期下來可能使我們步入更高通脹機制的初步轉變，但目前未能確定是否有系統性因素在改變通脹過程本身。

消費物價上漲(消費物價指數)在近幾個月內普遍大幅上升。4月份美國消費物價指數通脹率按年急升至4.2%，是2008年以來的最高水平，而核心通脹指標按年升至3.0%，是1995年以來的最高水平。絕大多數央行(尤其是已發展市場的央行)在面對通脹率上升時幾乎沒有表現出憂慮。考慮到過去十年持續的通脹「赤字」，暫時性的通脹超標被視為理想的結果。

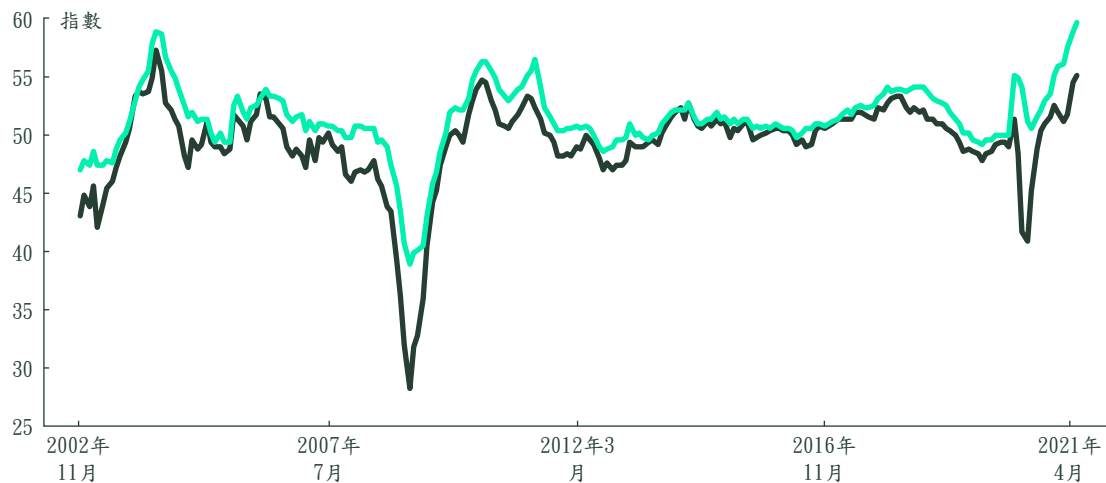
此乃美聯儲平均通脹目標(AIT)新政策框架的目標。央行可能是正確的，目前通脹飆升的情況大多屬暫時性質。然而，即使整體來說這的確沒錯，但仍可能出現短暫而比目前預期更嚴重或需更長時間減退的通脹飆升現象。而「短暫」是否等於在三個月、六個月或十二個月內回復正常？抑或需要更長時間？

### 追蹤全球通脹指標

大多數領先的通脹指標(包括商品價格或運輸成本)仍與之前衰退後的復甦模式相符，且尚未有中斷跡象。然而，有少數人士認為當前有更激烈的現象出現。例如，現時的全球製造業供應鏈似乎比全球金融危機過後更加緊張，全球製造業的產能利用率處於創紀錄高位，積壓量亦達到2004年以來的最高水平(圖1)。儘管產能利用率錄得創紀錄高位，但積壓量亦處於高位，確實證明目前的需求仍然強勁。

圖1  
全球製造業供應鏈捉襟見肘

■ 製造業PMI積壓工作指數  
■ 製造業PMI產能利用率指數

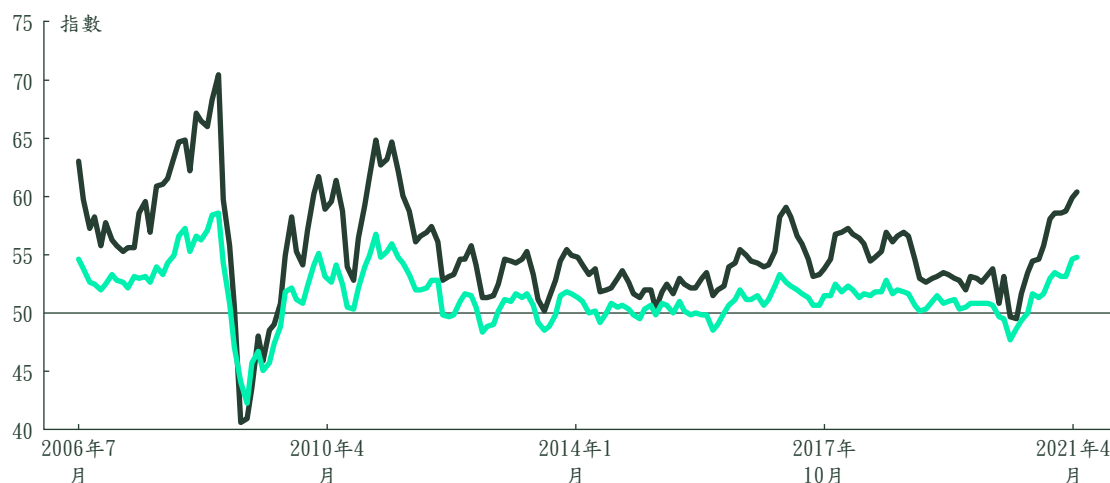


資料來源：IHS Markit, 道富環球投資管理亞洲有限公司, 數據截至2021年4月1日。

最主要的環球匯總指標亦存在重大分歧。例如，雖然新興市場IHS Markit綜合採購經理人指數(PMI)的投入及產出價格指數恰好達到或接近後全球金融危機時期的高位(圖2)，但已發展市場的相同指標早已超過該等水平(圖3)。換句話說，與歷史數據相比，此等特定領先已發展市場通脹指標正發出自全球金融危機以來更危急的紅色警報。

圖2  
綜合PMI價格信號 — 新興市場

■ 綜合(M+S) PMI投入價格指數  
■ 綜合(M+S) PMI產出價格指數



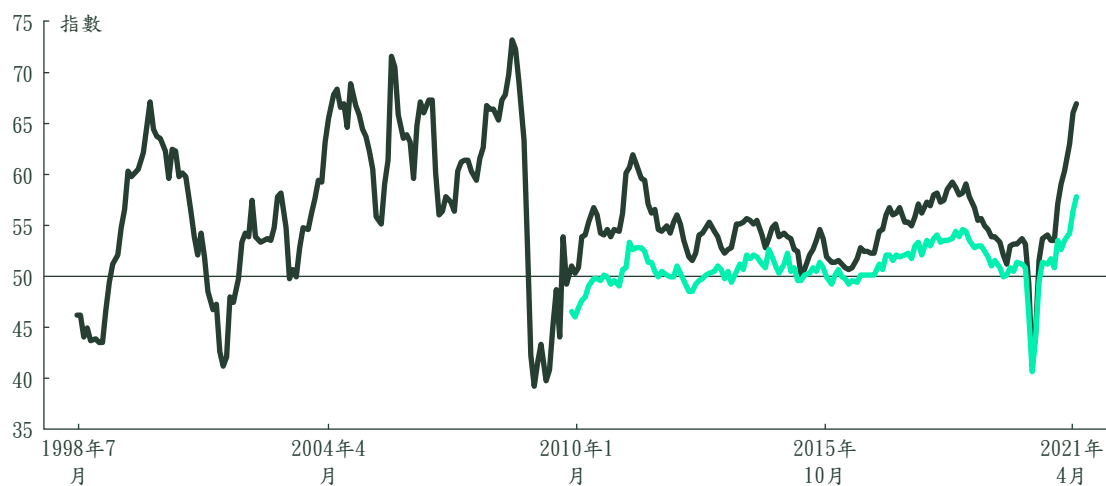
資料來源：Macrobond, IHS Markit, 道富環球投資管理亞洲有限公司, 數據截至2021年4月1日。

已發展市場的週期性通脹壓力似乎更為嚴重，出乎意料打破過往數據，但考慮到已發展市場在疫苗推出方面有領先優勢，加上其在危機時期提供更積極的財政 / 貨幣政策支援，此乃屬合理結果。今時今日，美國家庭擁有近3萬億美元的流動儲蓄(截至第四季度，推行上一輪刺激措施之前)，充分說明了需求背景，亦暗示當今企業的定價能力。

定價能力的確可能是後新冠肺炎危機及後全球金融危機時期通脹之間的最關鍵區別。不僅是美國，連歐洲亦出現前所未有的高水平家庭儲蓄，令消費者能更容易吸納和抵禦價格上漲。由於供應鏈情況極為緊張、投入價格飛漲，加上勞動力供應受到嚴重限制，許多企業可能別無選擇，只能提高價格。

圖3  
綜合PMI價格信號 —  
發展市場

■ 綜合PMI投入價格指數  
■ 綜合PMI產出價格指數



資料來源：IHS Markit, 道富環球投資管理亞洲有限公司, 數據截至2021年4月1日。

有廣泛傳聞證據顯示情況正往此方向轉變。ISM調查的受訪者評論表明各供應鏈面臨廣泛而緊張的價格壓力，正迫使企業將部分漲價轉嫁給客戶。《華爾街日報》最近引用巴菲特的話：「我們在加價，其他人對我們加價，而市場正在接受這種現象。」<sup>1</sup>

通脹從高位回落的速度主要視乎市場接受這種現象的時間維持多久。我們傾向延長周期性通脹壓力的緩解時間，因為要耗盡龐大的積壓需求將要用上幾個季度以上的時間。即使製造業的通脹壓力最終消退，但隨着我們達到全面正常化時，服務業亦可能會出現新一波壓力。疫情期間受擾亂的租賃市場終會復甦，明年通脹水平應該也不會太低。

## 通脹過程在改變嗎？

在作出最佳戰術性資產配置決策時，對未來幾個季度通脹的全週期性強度有正確認識固然重要，但長期投資者最關心的是結構性通脹背景。他們在這方面與中央銀行家頗為相似，因為中央銀行家亦不重視短期通脹波動性，但關注長期趨勢。畢竟，如果導致現時通脹率上升的主因是積壓需求及供應鏈壓力的話，我們知道這些問題最終會得到解決，亦不會再成為考量因素。因此，我們必須問的是：未來還有什麼會推高通脹？

我們過去經常重申一點：通脹是個過程，而不是單一事件。為評估通脹是否存在結構性變化，我們必須考慮通脹「過程」本身是否在持續地改變。幾項趨勢變化顯示我們確實可能處於這種變化的邊緣。然而，挑戰在於這些變化都是最近才開始，因此無法確切推算到未來發展。此外，許多變化同時受到政治風險所影響，導致該等變化可能會在未來數年放緩或加速。

這種對政治結果的依賴性尤其重要，因為通脹預期本身就是通脹過程的核心。除非企業和消費者都認為推動通脹上升的因素會持續存在，否則通脹預期不太可能持續走高。此外，在未出現更高通脹預期的情況下，通脹本身極不可能保持高企。

儘管這種情況或令人沮喪，但現實是結構性通脹問題根本未有解決方法。不只是對我們、對一般投資者，甚至對政策制定者亦如是。這是場觀望博奕，一切都是貨幣與財政政策制定試驗式新方針的一部分，並在新冠肺炎經濟衰退期間被廣泛接受。對投資者而言，最好的方法或許是願意接受即將出現新通脹制度的可能性，並積極監測可預示這種轉變確實正在發生的未來數據和政策行動。

那麼我們在監測什麼？以下列表並不全面，但列出了部分我們認為具高度影響力的因素，該等因素亦是相對過去15年轉折點的指標。

- 1 **宏觀經濟政策的試驗式新方針**。AIT / 現代貨幣理論(MMT)的組合與適切宏觀政策的舊思考過程截然不同。到目前為止，美聯儲是唯一一家正式採納AIT的央行，但更多人認為政策設定應該基於實際經濟結果，而不是模型驅動的預測。財政政策亦如是：人們對可持續債務水平的看法不斷變化，並且更願意軟化過往嚴格的財政紀律規則。

重要的是我們並不需要一路遵循MMT才能產生實際的影響。問題的癥結在於當前的宏觀政策取向比過往的復甦時期更為溫和。經濟似乎有望變得更熾熱並維持更長時間，預計或會因而產生更大的通脹壓力。

- 2 **公平及共融是既定的宏觀經濟目標**。政策制定者正在擴大經濟政策的目標和追蹤其進展的指標。一個很好的例子是美聯儲不斷變化的「全民就業」目標，變成具有更多層面的定義，其中共融性是新的優先事項。對共融性和公平增長的強調已滲透到宏觀政策的各個領域，包括 稅收和勞工政策。

目的就是透過收入重新分配等方式縮小經濟差距。倘若這些行動不是用於節省資金，而是將更多資金投放到可能花費的地方，則由此引致的需求增長可能產生通脹效應，至少在供應調整帶來新平衡之前會有這個可能。

- 3 **全球供應鏈轉移／全球化高峰期**。全球化一直是過去20年來通脹減緩趨勢的主要成因。全球供應鏈轉移至成本較低的地區（由中國主導的結構性轉移）讓企業可以在毋須提高售價的情況下緩衝利潤率。然而，中國與已發展國家之間的勞工成本差距已大幅縮小，而未來數年獲得額外通脹減緩效益的可能性亦大幅降低。

印度的經濟崛起可能會提供另一個巨大的通脹減緩機會，但不會在近期發生。在中美戰略競爭加上新冠肺炎危機暴露出供應鏈弱點背景下，我們預期未來幾年供應鏈會逐步轉向成本較高而非成本較低的地點。提升自動化或其他類型的技術升級能否抵銷增加的勞工成本仍然未有定論。儘管如此，全球化高峰期看似會引發通脹。

- 4 **向綠色經濟轉型**。加速向綠色經濟轉型有可能會在過渡時期引發通脹。這種轉型將無可避免地使部分現有資本存貨被淘汰，並需要並行開發替代的生產程序。隨着企業轉型，經營成本很可能會暫時增加。同樣，這些增加的成本會否以加價方式轉嫁給消費者目前未能確定，但我們還面臨另一個造成通脹上升的潛在因素。

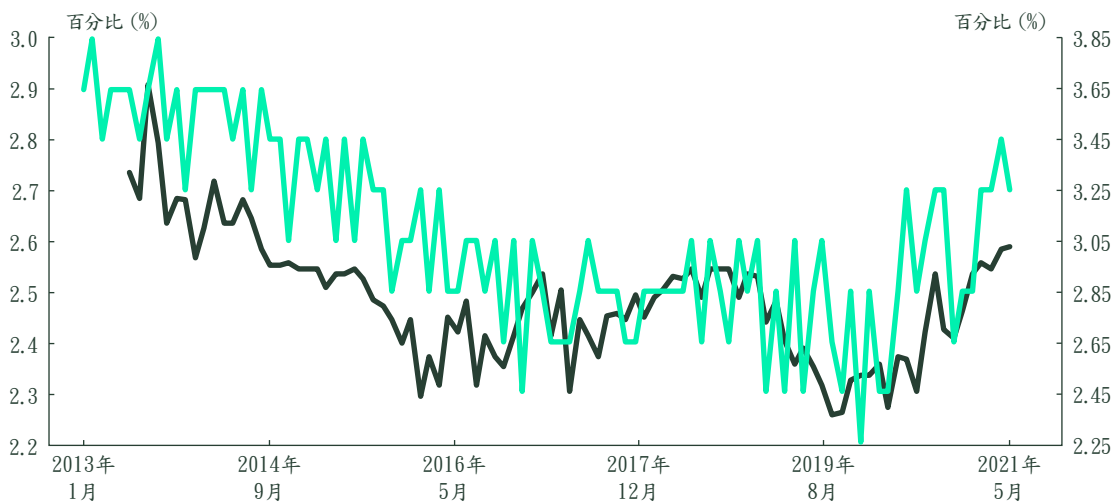
- 5 **通脹預期**。最後，我們正密切關注通脹預期是否在走高。通脹預期的改變可能會改變消費者的行為，並創造一個幾乎與上述其他因素無關而更易引發通脹的環境。現在斷言通脹預期會持續上升仍為時過早，但通脹預期已明顯脫離低點。

全球金融危機後持續多年的通脹預期下降的確似乎已經結束（圖4）。美聯儲主席鮑威爾指出通脹預期已經接近與央行通脹目標一致的水平。當中有兩重意思：通脹預期需要進一步上升，並需要維持在高位。

圖4  
美國消費者的通脹預期  
似乎已經見底

■ 紐約聯儲·消費物價指數  
期望值,未來3年[1]中位  
數,SA(右軸)

■ 密芝根大學預期通脹率變  
動,5年(左軸)



資料來源：密芝根大學，紐約聯儲，道富環球投資管理亞洲有限公司，數據截至2021年4月1日。

## 通脹持續上升是否無可避免？

儘管上文討論過通脹的因素，但我們不認為通脹持續上升的情況無可避免。因為在結構性通脹促成因素可能加劇的同時，該等因素亦面臨強大的結構性通縮因素。技術、人口和債務是高通脹的有力制約因素。此外，高通脹終究是一種政策選擇，政策設定可以並很可能會獲調整，使通脹保持受控。畢竟，AIT框架只允許通脹暫時超標2.0%以上。

## 投資影響

考慮到圍繞通脹的多項變動因素（短期和長期），可以合理地預計未來通脹預期的波動將會加劇。在此情況下，收益率對未來通脹衝擊的敏感度實際上可能會下降。原因是隨着較高通脹預期環境中出現更多通脹衝擊，每次類似事件的信號成分應該會減少，因此應該會造成較小的收益率反應。

較高通脹的環境（尤其是在需求強勁的背景下）可能會對股票產生廣泛的支持作用。這似乎對企業來說是個有利的定價環境，並因此對企業盈利發生支持作用。然而，一如既往，投資者必須明白並非所有經濟行業（當然也不是所有企業）都能在這種有利的宏觀經濟背景下獲得好處。在適當的行業找到能充分利用有利環境的企業可能不容易，但必然有利可圖！

## Endnote

- 1 Kang, J. (2021年5月9日)。更高的價格讓消費者感到壓力(Higher Prices Leave Consumers Feeling the Pinch)。《華爾街日報》。



ssga.com/etfs

#### 重要資訊

道富環球投資亞洲管理有限公司，  
香港中環金融街8號，國際金融中心  
二期68樓，電話：+852 2103-  
0288。傳真：+852 2103-0200。

本資料所表達的觀點是Simona  
Mocuta於截至2021年4月30日止  
期間的觀點，並且可能由於市場和  
其它狀況而有所變化。

本文件可能載列某些被視為前瞻性的  
陳述。本文件所載涉及SSGA預  
期、相信或預計將來會或可能發生  
的活動、事件或發展的所有陳述  
(歷史事實除外)均為前瞻性陳述。  
該等陳述乃基於SSGA根據其經驗  
及對過往趨勢、現時狀況、預期待  
來發展及其認為在有關情況下屬恰  
當的其他因素而作出的若干假設及  
分析，當中許多詳情已於本文詳  
述。該等陳述涉及多項假設、風險  
及不明朗因素，當中許多事項不在  
SSGA的控制範圍內。

請留意此等陳述並不保證未來的任  
何表現，且實際表現或發展可能與  
前瞻性陳述中的預期有重大分歧。

所提供的資訊不構成投資意見，並  
且不得作此依賴。

本資料不得被視為證券的購買招攬  
或出售要約。

並未考慮任何投資者的特定投資目  
標、策略、稅務狀況或投資年期。

您應該諮詢您的稅務和財務顧問。

所有資料均來自據信為可靠  
的來源。

不對該等資訊的準確性作出任何聲  
明或保證，並且道富對於依據該等  
資訊作出的決策概不負責。

股票證券的價值可能會因個別公司  
的活動以及一般的市場和經濟狀況  
而波動，並可能大幅下跌。

國外投資比一般投資涉及更大風險，  
當中包括政治及經濟風險以及貨幣  
波動的風險，而所有該等風險在新  
興市場可能更大。

商品投資涉及重大風險，並不適合  
所有投資者。

商品投資涉及重大風險，因為商品  
價格可能由於範圍廣泛的各種因素  
而極端波動。

其中少數因素包括整體市場變動、  
實際或感知的通脹趨勢、商品指數  
波動率、國際、經濟和政治變化、  
利率和匯率變化。

投資外國成立的證券可能涉及不利  
的貨幣價值波動、預扣稅、公認會  
計準則差異或其他國家經濟或政治  
不穩定性導致的資本損失風險。

與已發展市場投資相比，新興或發  
展中市場投資可能更加波動及欠缺  
流動性，並且可能涉及多元化及成  
熟程度不及已發展國家的經濟結構，  
以及穩定性低於已發展國家/地區  
的政治制度。

投資涉及風險，包括本金損失  
的風險。

未獲SSGA的事先書面批准，不得複  
制、分派或傳送本文件的全部或  
任何部分或將其任何內容披露予第  
三方。

過往表現並非未來業績的保證。

所有此資料提及的指數表現僅供比  
較之用。

它們不應被假定為代表任何特定投  
資的表現。

預測特徵乃基於估計，並反映主觀  
判斷及假設。

概不保證發展會跟隨預測走向，亦  
不保證估計的準確性。

本文所述的商標及服務標誌為其各  
自擁有人的財產。

第三方數據提供者不會就有關數據  
的準確性、完整性或即時性作出任  
何性質的保證或聲明，亦不會就與  
使用該等數據相關的任何損害承擔  
責任。

© 2021年 State Street Corporation.  
保留所有權利 ID582052-  
3642537.1.1.APAC.RTL 0621  
到期日：31/03/2022