

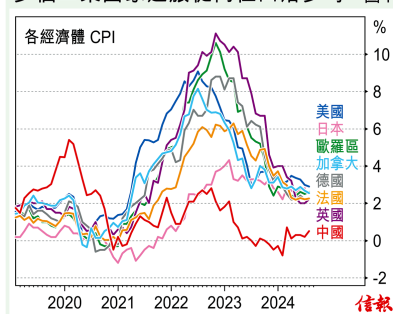
[« 返回前頁](#) | [列印](#)

2024-08-22 00:00

沿圖論勢 呂梓毅

美通脹放緩趨勢非理所當然

多個工業國家通脹從高位回落多時 圖 1

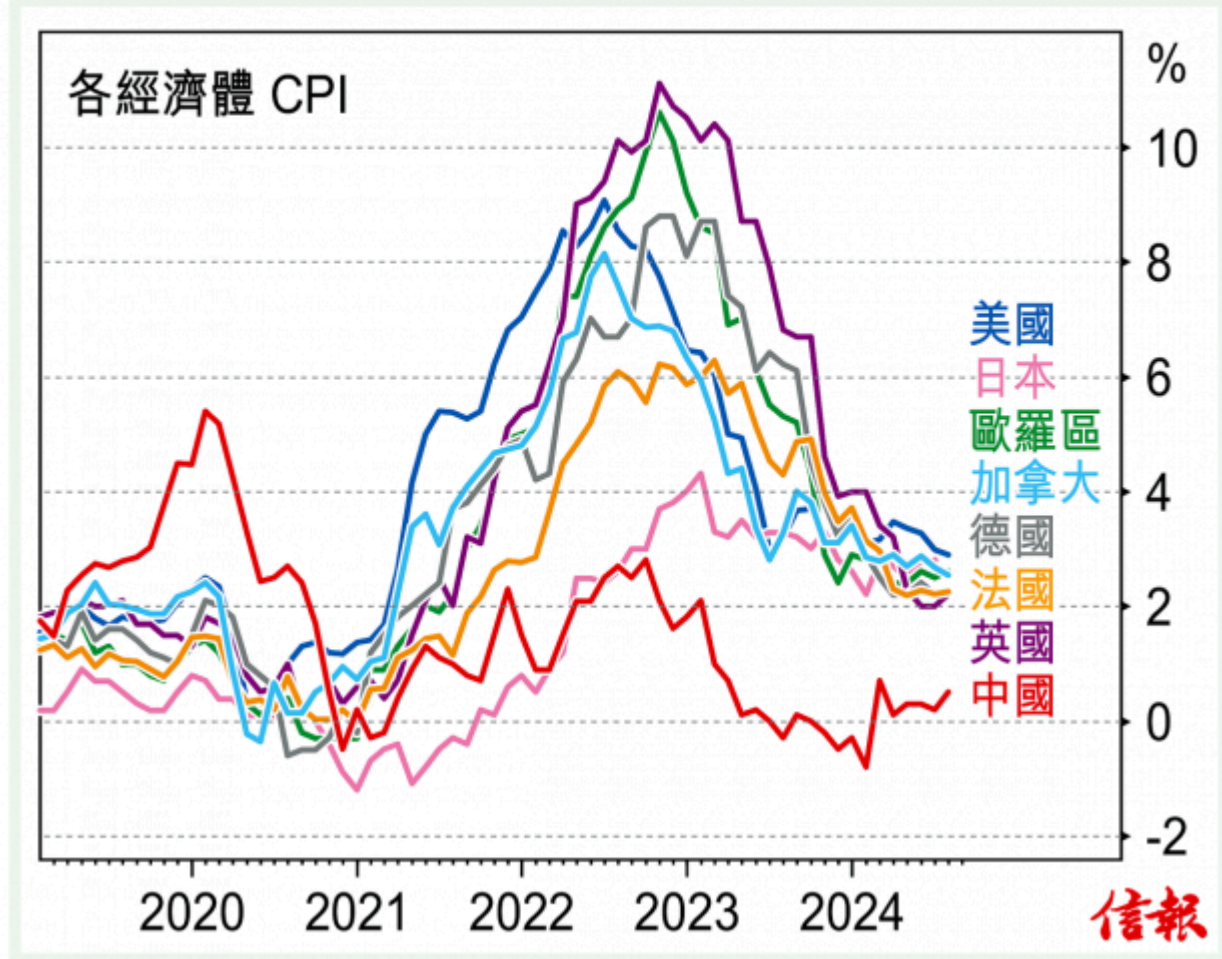
[放大圖片](#)

最新利率期貨價格顯示，投資者依然對聯儲局減息步伐期望極高，姑勿論這是否藉此唱好股市的伎倆，顯然某程度反映市場估計通脹穩步回落，最少也代表對物價維持低企信心滿滿（這才可讓聯儲局有較大減息空間）。不過，從另類的運輸數據所顯示，現時通脹放緩（Disinflation）趨勢並非理所當然，且對後市潛在影響不容忽視。

經濟未衰退難大手減息

隨着近年環球物價輾轉回落【圖1】，多個主要經濟體央行都先後開始下調利率，相對落後的聯儲局，在美國7月份消費物價指數（CPI）按年升幅下滑至不足3%，再配合近期局方官員「偏鴿」言論，9月份議息會議啟動減息周期的時機應已成熟。

多個工業國家通脹從高位回落多時 圖1



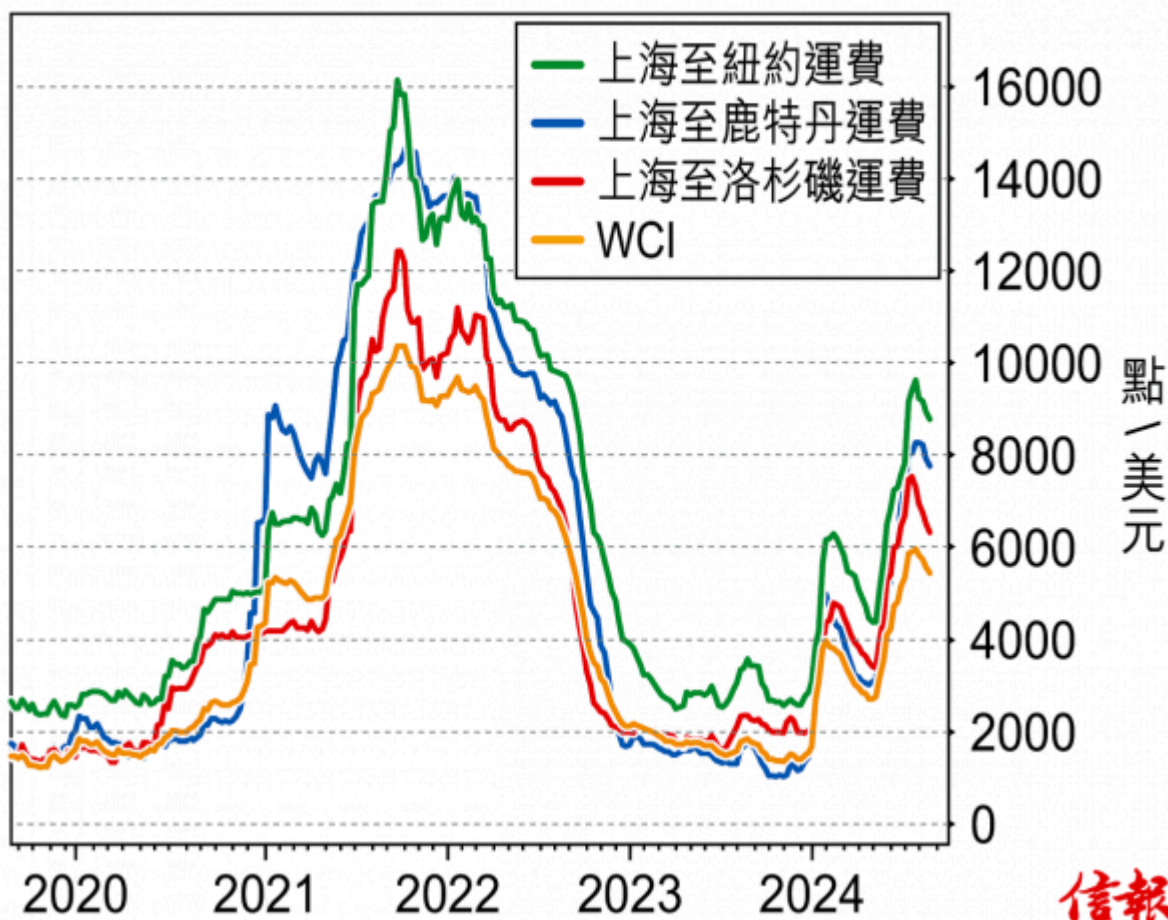
問題是，根據利率期貨資料，市場預計聯儲局今年底將累計減息達1厘，明年7月底前則有超過一半機率讓聯邦基金利率進一步降到3.25厘至3.5厘之間，即較現水平低2厘！在美股尚處於高位、金融市場流動性正常（即尚未出現系統性風險），加上近月來美國經濟數據亦非一面倒轉弱狀況，顯示暫沒有確切訊號於短期內經濟陷入衰退下，足見市場在預期減息步伐方面，有甚高以至過高的期望。

當然，這很大程度上代表投資者對往後物價繼續回落，以至較長期保持低位充滿信心（當然，亦不排除是大行借勢吹噓「炒減息」推高股市）。不過，聯儲局減息步伐需參考通脹的變化。從傳統物價指標，例如CPI和核心個人消費開支平減指數（Core PCE）等，目前通脹正朝着下行的理想方向發展，似為減息提供有利條件，只是若然觀測一些具前瞻性的物價數據，通脹前景能否一如預期持續下行態勢，其實存在不確定性。

運費短期未必明顯回落

根據海運諮詢機構Drewry編製的數據，今年初開始，由中國上海到美國紐約、洛杉磯、荷蘭鹿特丹的40呎貨櫃運費，大致反覆上揚，令世界貨櫃運費指數（WCI）由去年12月下旬不足2000點低位，上漲至本月中的約5550點，即升幅超過2倍【圖2】。

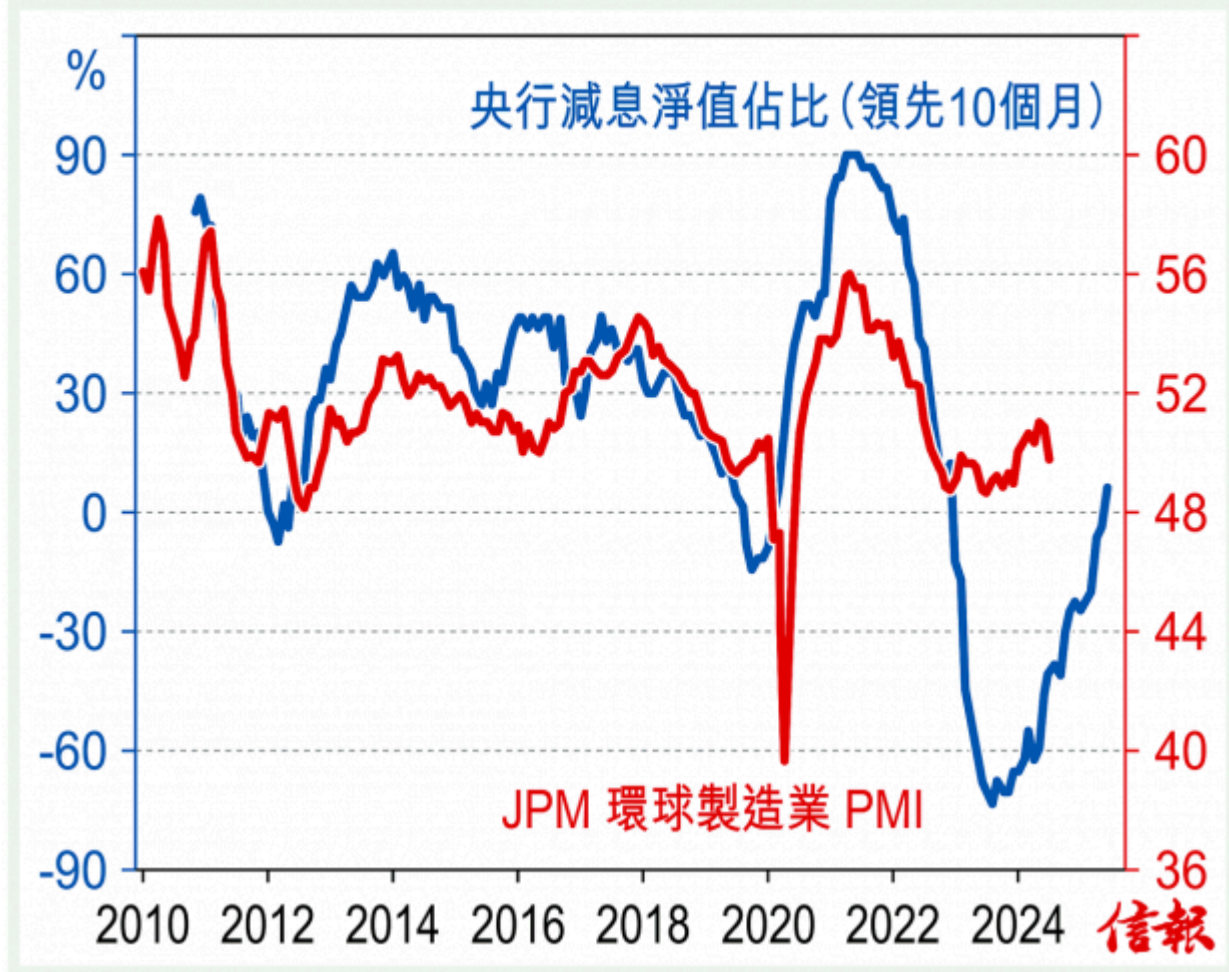
年初至今不同運費指數反覆上漲 圖2



雖然最新WCI（及個別主要幹道）較上月初有所回軟，與疫後高位還有一定距離，惟當前貨櫃運費成本增加，很大程度是由於中東地緣局勢持續緊張，令蘇彝士運河運輸量急劇下降，加上亞洲部分港口中斷，以至庫存補充帶動需求。當中，尤其是中東緊張局勢的衝擊暫難以得到緩解，令運費短時間內未必能明顯回落。

值得注意的是，環球所有央行減息與加息淨值佔比（下簡稱「央行減息淨值佔比」，數值上升代表更多央行開始減息，反之亦然）顯示，去年底開始愈來愈多央行進入減息周期，而該數據與環球經濟活動關係密切；例如，「央行減息淨值佔比」與JPM環球製造業採購經理指數（PMI）有甚高相關性，只是領先約10個月【圖3】。換言之，由於央行減息淨值佔比將保持目前勢頭攀升機率甚高，純按兩者關係推算，可以預見明年初環球經濟活動有望從目前相對偏弱狀態，再度轉趨活躍，進而推高已處於上行趨勢的貨櫃運費。

「央行減息淨值佔比」預示製造業將趨活躍 圖3



恐複製1966年後物價軌跡

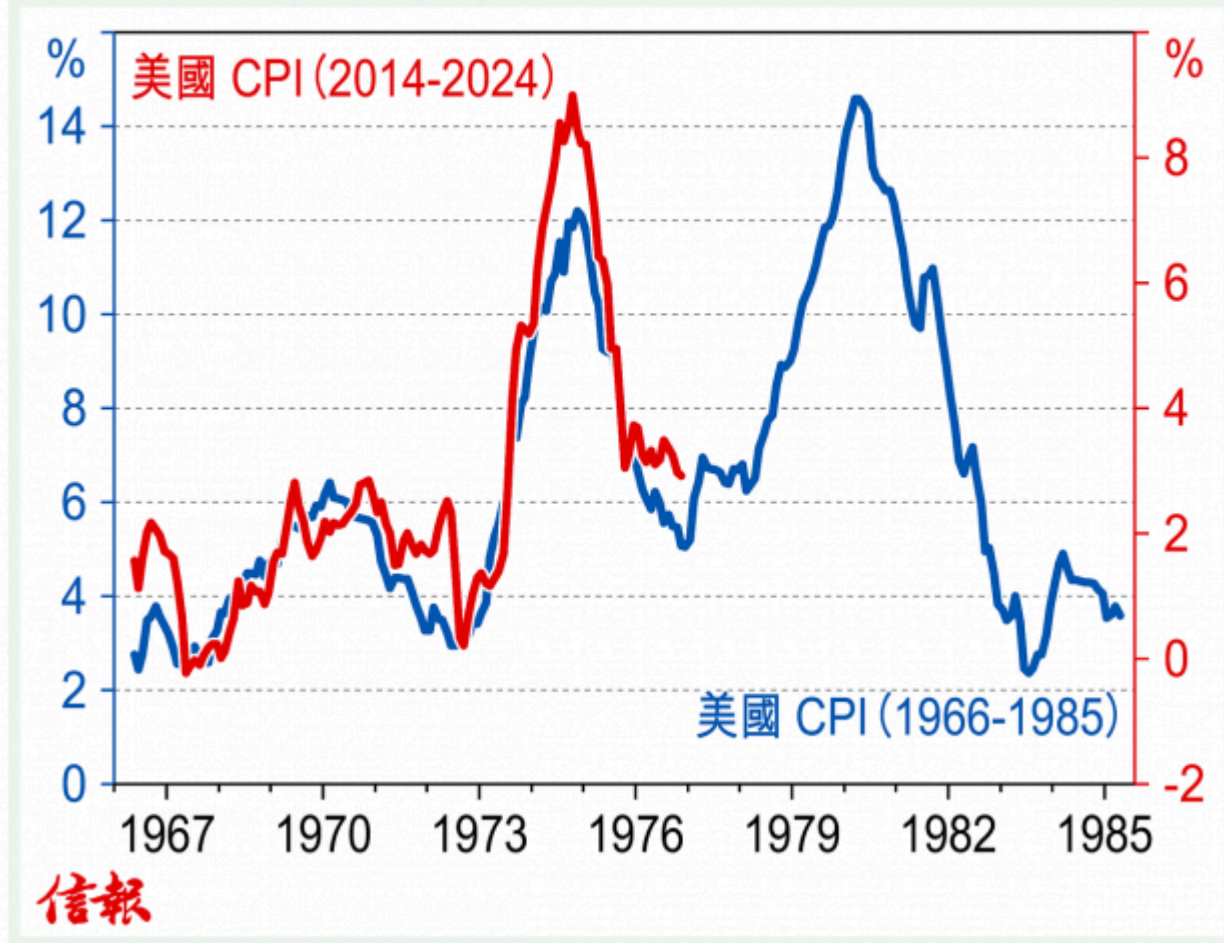
那麼，WCI對美國通脹有何啟示呢？從歷史角度看，美國CPI與WCI關係密切，只是後者領先約30周（約7個月），過去約10年數據關連系數約達0.88甚高水平。由於今年初WCI已由低位輾轉上揚，預料對美國通脹的影響於下半年較後時間開始浮現，尤其倘若WCI如前分析由現在水平上升【圖4】。因此，當前美國通脹下行趨勢或將於今年較後時間便結束，甚至有再度逆轉回升的風險。

WCI指數與美國通脹關係密切 圖4



不知是巧合抑或歷史有其重複的特性，倘若把1966年至1985年的CPI表現，跟過去10年的通脹作一比較，不難發現兩者走勢異常相似（關連系數達0.9以上甚高水平），而且若按1996年後的通脹軌跡發展，意味美國通脹可能在短期內將啟動新一輪、較第一波更強烈的升浪【圖5】，這跟前述的結論吻合。往後是否重演當年情況？無論如何，WCI漲勢未確認逆轉前，甚至配合環球央行減息效應將於今年底開始逐漸顯現，運費有望上揚的壓力，進而令美國通脹止跌回升的風險不能完全抹殺。

過去10年似重演1966年後的通脹形態 圖5



總括而言，當前市場預期聯儲局將大刀闊斧減息，某程度是建基於對通脹逐步下行的信心；不過，觀乎WCI踏入今年初便大致維持反覆上揚趨勢；而且隨着中東地緣緊張尚未有完結跡象，WCI短期易升難跌的機會頗大，這或預示今年較後時間，通脹有重拾升勢風險。

換言之，美國物價反覆回軟的趨勢並非必然。慎防今年較後時間通脹重燃。這會否令明年貨幣政策逆轉（加息），還有待觀察；惟減息幅度不及預期般激進，機會似乎頗大。由於這與當前市場對息率的預期有巨大落差，屆時美國股債回調壓力將不輕。換個角度看，當前Disinflation的趨勢，並非理所當然。

（編者按：呂梓毅《港股追勢36計——入市必讀重要指標》現已發售）

歡迎訂購：實體書、電子書