

Frances Donald  
首席經濟師

美國1月通脹數據高於預期，使部份市場人士預計聯儲局3月將會加息50基點，一些主要分析師目前更估計，今年將加息多達七次。<sup>1</sup>從通脹數據來看，市場的反應是否合理？我們認為不然。環球首席經濟師兼環球宏觀經濟策略部主管Frances Donald相信，基於四個原因市場出現反應過度。

## 市場是否對美國1月份通脹數據反應過度？

### 不必要的恐慌？

美國1月通脹數據令人憂慮：消費物價指數按年躍升7.5%，高於市場普遍預期的按年7.3%。核心消費物價指數（已剔除食品及能源等相對較波動項目）亦同樣強勁，按年上升6.0%。對通脹持鴿派觀點的人士表示，價格壓力主要仍源於新冠疫情造成的干擾，我們也認同這個看法。同時，對通脹持鷹派觀點的人士指出，消費物價指數正進一步走高，服務業活動也出現價格壓力，這亦是事實。

市場迅速作出反應，預期3月份加息50基點的可能性升至70%，兩年期利率亦上揚。聖路易斯聯邦儲備銀行行長James Bullard是眾所周知的鷹派人士，他已改變立場，主張「7月1日前加息100基點已成定局」。與此同時，大型投資銀行調高預期，估計今年將加息多達七次。

順理成章，孳息曲線繼續大幅走平，若美國聯儲局並無顯著轉向鴿派政策，預料孳息曲線將於六個月內出現倒掛，這通常被視為經濟即將衰退的訊號。從市場反應來看，您或會認為我們突然面對大量全新資訊，使每個人都需要改變其基本情況預測。

### 我們認為市場反應過度的四個原因

我們承認聯儲局和白宮的確面對越來越大壓力（坦白說，全球其他央行和政府亦然），迫於採取一些行動：生活成本上漲可對普通家庭造成重大影響。當然，消費物價指數按年上升 7.5%，必定為聯儲局的鷹派官員提供更多理據，使他們更強烈主張加息。但反駁點是：我們認為有四個原因反映市場對 1 月通脹數據反應過度。

1. 美國勞工統計局在發表1月份數據的48小時前，公布了每項通脹類別於消費物價指數內的最新比重。這是每兩年實行一次的舉措，以反映消費物價指數的市場籃子變化。經仔細分析後，我們發現有關修訂使貨品（主要

<sup>1</sup> 彭博資訊，截至 2022 年 2 月 14 日。

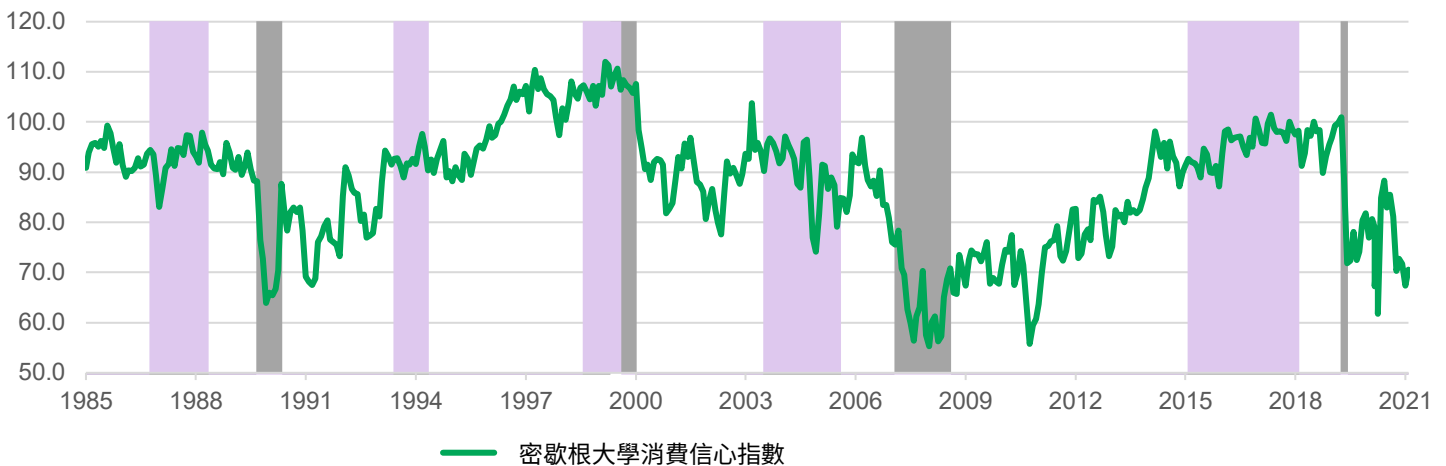
的通脹來源)的重要性增加,而服務(較弱的通脹來源)的重要性減少。這些調整意味1月份的預測將會稍微上升;但同時亦反映到了年底,當貨品價格出現通脹放緩/通縮,而服務通脹上升時,通脹很可能面對下行壓力。正如我們每月的表述,消費物價指數的計算並不完全反映現實,按基點作計算和調整,可能會誤把市場雜音當成訊號。

2. **對聯儲局來說,重要的是通脹下跌的幅度,而非通脹見頂的水平。**當審視數據時,我們理所當然會尋找新資訊,特別是價格尚未反映的事態發展。我們大多數人曾預計1月份消費物價指數將高於7%(基於能源業的情況,2月份數字可能更高)。我們認為這應反映當局將在3月加息,但2022年加息次數將取決於通脹減慢的速度,而非通脹見頂的水平。聯儲局已表明預期通脹將於2月後按月下跌。如果我們改變對聯儲局的看法(同樣地,如果

傾向較緩慢加息步伐的鴿派官員改變觀點),這將會是源於我們對未來通脹的預期過低。實際上,堪薩斯聯邦儲備銀行行長Esther George表示「這個通脹數據並不使人意外」。

3. **我們仍認為目前通脹實際狀況,不會迅速地受聯儲局行動影響。**我們早前已指出,美國通脹的主要來源(即汽車和能源)都對利率敏感。也許更重要的是,我們預料在沒有任何政策干預下,這個特定範疇的大部份通脹壓力都會逐步消散。相反,對利率敏感的範疇(整體服務業和房屋)通常在一年或兩年後才會對加息作出反應。我們認為如果聯儲局在非會議期間加息(並無聯儲局官員建議或支持這個做法),甚至在3月16日會議上加息50基點,都只是一場表演,而非緩和第二季通脹數據的必要或有效方式。
4. **1月份通脹數據公布時正值消費信心處於衰退水平。**密歇根大學消費信心指數已跌至相

## 聯儲局甚少在消費信心仍然疲弱下展開加息周期



資料來源: 彭博資訊、Macrobond、密歇根大學、宏利投資管理,截至2021年2月14日。聯儲局是指美國聯儲局。灰色範圍代表美國經濟衰退。紫色範圍代表聯儲局加息周期。

當於經濟衰退多於經濟過熱的水平。值得注意的是，聯儲局從未在消費信心如此疲弱，或經濟動力正在減慢的環境下展開加息周期。在3月16日聯邦公開市場委員會會議上，我們相信聯儲局在面臨財政緊縮措施帶來的巨大阻力之際，將同時面對採購經理指數回落、消費信心疲弱，以及小型企業信心下跌的情況。根據單一數據預測聯儲局的決定只是憑直覺判斷，事實上當局會全面審視經濟狀況。當然，正常化是必要的過程，但需要循序漸進地推行。

## 聯儲局持極端鷹派立場所帶來的可能後果

概括而言，我們的基本情況預測並未因1月份通脹數據較預期高20基點而改變。我們認為這個數字（至少在數學上）未能準確反映通脹壓力。我們仍認為聯儲局希望在3月16日加息，並有意盡快結束量寬措施及展開量化緊縮政策。但隨著即將發表的第一季和第二季增長數據惡化，例如採購經理指數下跌、消費市場轉弱、財政緊縮措施的影響，以及全球收緊貨幣政策的滯後效應，我們認為聯儲局將在第二季若干時間調整政策。我們預料聯儲局將強調溫和推行正常化過程的必要性，估計會在2022年再度加息一至兩次，然後在2023年繼續溫和加息。這應會導致孳息曲線重新走斜及整個周期延長，整體上應有利股票和風險資產表現。

我們希望這個看法正確，因為如果聯儲局認為有必要在每次會議上都加息，並積極推行量化緊縮政策，孳息曲線很可能出現倒掛，繼而增加2023年經濟衰退的可能性，使承險的資產市場面對更艱難的宏觀前景。

## 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。