

# 南商財經洞悉

## NCB Economic Insights

經濟研究處

Economic Research Division

第 47 號 2021 年 4 月 12 日

### 美國通脹中長期受控 短期或走高

經濟研究員 陳雅彥

美國十年期國債收益率近期持續高企，市場預期通脹不斷走高，資產價格被市場重估引發科技股、增長股遭受投資者拋售。再者，美國聯儲局主席鮑威爾近日曾表示，若經濟復甦的目標取得重大進展，就會逐步減持購入的國債和按揭抵押貸款。若未來通脹因經濟復甦而走高，令聯儲局開始探討縮小買債規模，市場或會再次震盪。本文將探討數個因素說明長期的高通脹難以來臨，但短期物價可以繼續上漲。

#### 貸款增長較貨幣供應增長慢

自聯儲局 2020 年 3 月開始展開一系列的救市措施，當中以購買國債及抵押貸款規模最大，佔聯儲局的資產負債表高達 9 成。聯儲局的資產負債表由 2020 年 2 月底的約 4 萬億美元大幅上升約一倍至 7.7 億萬美元。量化寬鬆的操作以買債為主，聯儲局購入國債及抵押貸款，把資金注入零售銀行或投資銀行，而銀行多了存款，便可以再次把資金借貸給個人或社會不同團體，從而刺激實體經濟。

貨幣數量論(Quantity Theory of Money) 指出在其他條件不變的情況下，如果一個經濟體的貨幣數量翻倍，價格水平也會翻一番。當中分析的公式是  $MV=PY$ ，M 為流通貨幣總量，V 為貨幣流轉速度，P 為價格水平，Y 為實質 GDP。當前的問題，公式內的變量會不停變化，貨幣流轉速度(V)是會隨經濟周期而有所變化。在經濟受挫時，貨幣流轉速度多數下降，部分原因是銀行的貸款審批會較為審慎，擔心壞賬率影響收益。在經濟繁榮時，銀行的貸款審批則會寬鬆一點，希望在經濟周期上行時獲得更多利潤。

因此，量度量寬對通脹的影響，不僅要看 M2 貨幣供應增長，還要看貸款增長。2 月份的 M2 貨幣供應按年增長高達 27%，令市場深信通脹即

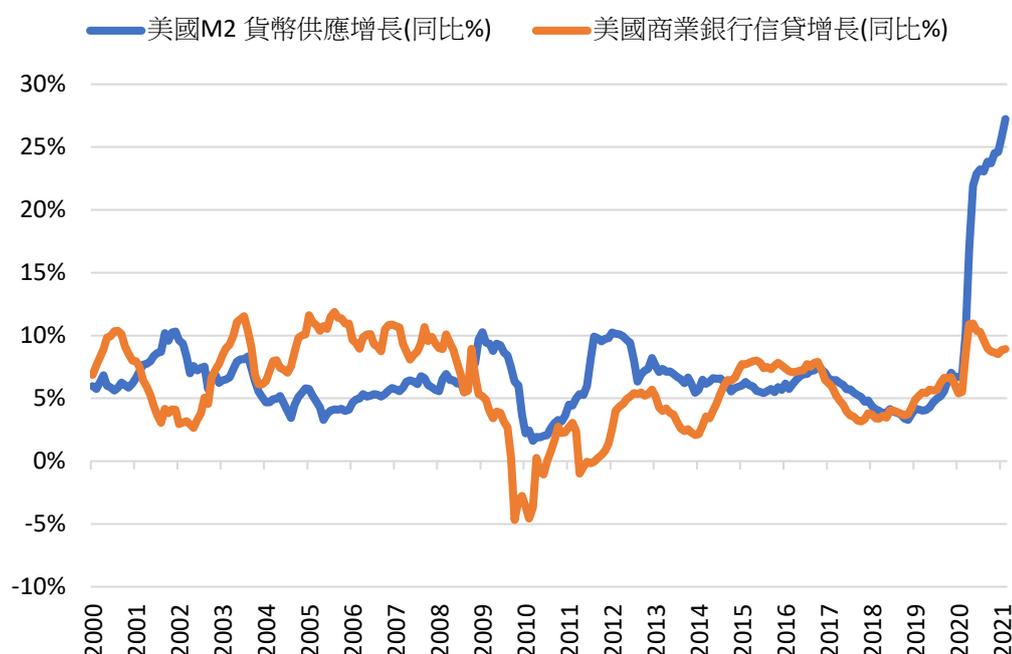
# 南商財經洞悉

## NCB Economic Insights

將來臨。可是同期，商業銀行信貸按年增長比 M2 貨幣供應增長低不小，2 月份為 9%，反映量化寬鬆對經濟活動是有支持，但並不如 M2 貨幣供應增長般強勁。所以，單從 M2 貨幣供應增長簡易地量化對通脹的影響，恐怕或會高估通脹上升的幅度。

事實上，貸款增長速度較 M2 貨幣供應增長慢的現象，反映美國經濟沒法吸納聯儲局通過量化寬鬆政策創造的流動性。當中與聯儲局的超額存款準備金利率政策有關，銀行的超額準備金放在聯儲局帳戶中，可以享有超額存款準備金帶來的利息，令龐大的流動性資金提供零風險的回報。在全球利率下降的大環境下，相對上，這些利息回報都有一定的吸引力。

圖一 美國商業銀行信貸增長與美國 M2 貨幣供應增長(%)



資料來源：彭博、南商經濟研究

### 紓困措施對物價的刺激 還看居民消費意願

除了 M2 貨幣增長以及貸款增長對通脹有影響，紓困措施及大型的開支計劃都常被視為貢獻部份通脹的成因。然而，紓困措施對物價的影響，受居民的消費意願牽動。大型的開支計劃對物價的影響，則視乎刺激力度。

剛通過的 1.9 萬億透過直接派發 1,400 美元紓困支票以及每星期 \$300 美元的失業救濟金，兩者分別令政府支出 4,500 億美元以及 3,000 億美元，佔該輪紓困措施總開支近 40%。實証研究指出，個人邊際消費傾向大約會在 0.33 至 0.67 兩者之間，而基層家庭住戶的邊際消費傾向會較富裕家庭

# 南商財經洞悉

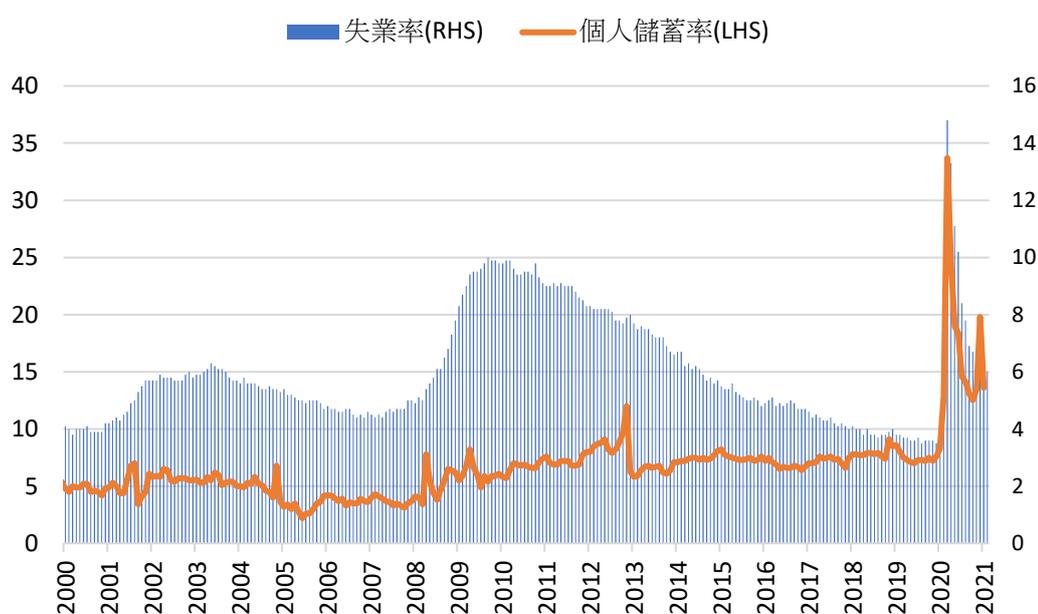
## NCB Economic Insights

住戶為高，加上累計的邊際消費增長會隨時間慢慢消逝，所以紓困支票對經濟影響會偏向一次性。另外，本輪紓困措施放棄納入全國最低工資增至時薪 15 美元的方案（原來為最低時薪 7.25 美元），令早前擔心工資上漲的憂慮消失。因此，紓困措施對物價短期或會有小幅度的上升壓力。

拜登近日還宣佈總值 2.25 萬億美元的 8 年基建計劃，將增加公司稅率，由原本 21% 提高至 28%，增加的稅收將用來抵消部分基建開支，加稅部分預計在 15 年內分階段實施。雖然基建計劃開支總值達接近去年 GDP 的 11%，但平均而言，因分攤 8 年，所以實際只佔平均每年約 1% GDP。加上政府將增加稅收去彌補開支，對經濟有壓抑效果，預期不會對長期物價有上漲壓力。

長期而言，通脹要看美國經濟的基本因素。雖然零售銷售受惠於紓困支票的影響而逐步回升，但個人儲蓄率仍然高企。經濟不景時，民眾的儲蓄率都會提高，以應對突如其來的轉變，例如失業、資金周轉等問題。美國最新的 2 月個人儲蓄率達 14%，當中部份是紓困支票導致的一次性上升，但也反映民眾透過增加更多備用儲蓄，以應對經濟前景的憂慮。另一方面，勞動市場仍未回到疫情前的水平，3 月的美國失業率在 6%，仍然較疫情前的 3.5% 高出不小。因此，儲蓄率和失業率要回復到疫情前的水平，相信仍要一段時間。

圖二 美國失業率及個人儲蓄率(%)



資料來源：彭博、南商經濟研究

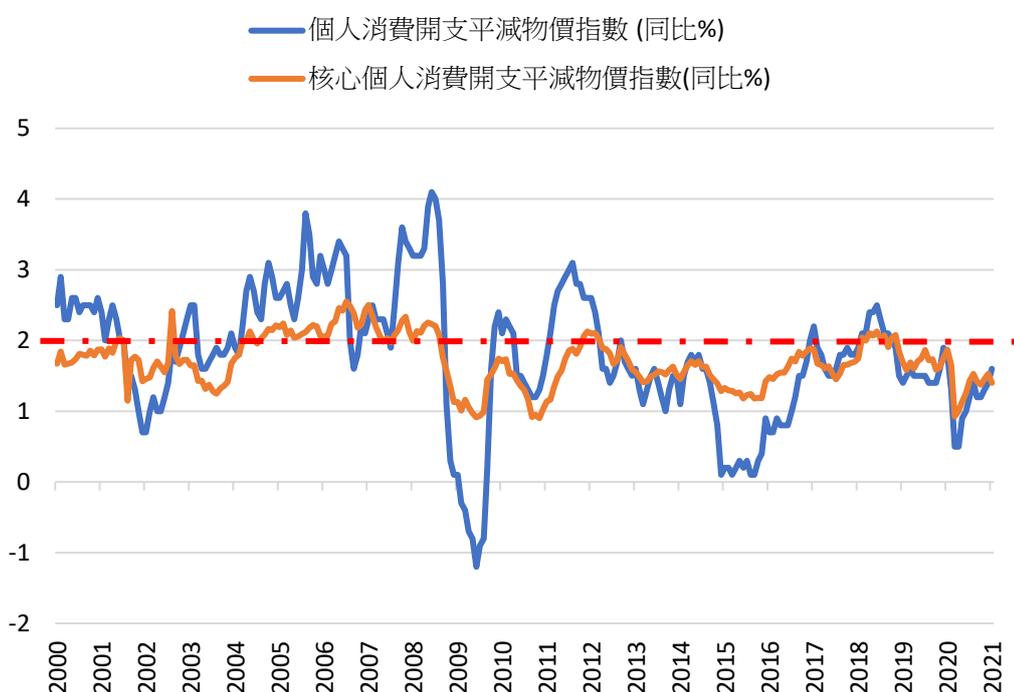
# 南商財經洞悉

NCB Economic Insights

## 聯儲局通脹指標長期在 2% 水平以下

回顧過去多輪的量化寬鬆，聯儲局側重的通脹量度指標(個人消費開支平減物價指數)大多數維持在 2% 水平以下。對政策決定更具參考價值的核心理個人消費開支通脹率，同樣偏低。即使在 2008 年金融海嘯後推出的量化寬鬆亦不足以令通脹指標長期超越 2%。在過去十年，只有 13 個月的核心理通脹率超越 2%，最長的時間也不超過半年。因此，經濟從疫情中復甦，也不意味通脹高於 2% 是一個長期現象。

圖三 聯儲局側重的通脹量度指標 (同比%)



資料來源：彭博、南商經濟研究

長期而言，通脹還受到一些宏觀因素壓抑，例如人口老化以及全球化，以下將說明這些因素對通脹的影響。

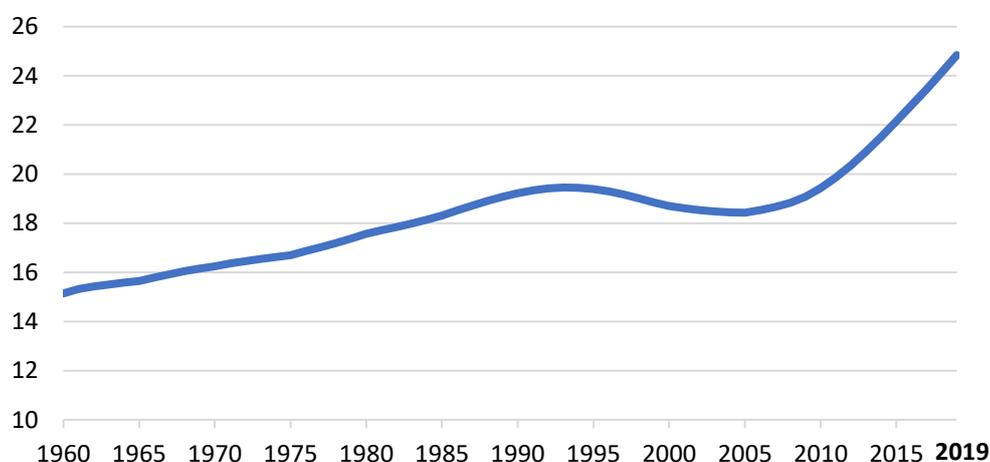
### 人口老化是低通脹原因之一

已發展中國家的出生率不斷下降、勞動人口的老年勞工比例上升、高齡人口扶養比例上升，都對經濟增長構成壓力，使總體需求受壓。以美國為例，高齡人口扶養比例在 2019 年已經升至 25%，代表每四位勞動年齡層的人口需要照顧一位 65 歲以上的老人。這個扶養比例由 2005 年的 18% 一直上升到現在，新增的移民或可以緩衝人口老化的問題，但長遠而言，老年化社會是一個不爭的事實，住戶和政府的負擔只會逐漸增加。

# 南商財經洞悉

## NCB Economic Insights

圖四 美國高齡人口扶養比例(65 歲及以上老人與 15 至 64 歲人口之比，%)



資料來源：彭博、南商經濟研究

### 物價因全球化或持續受壓

全球化加快了貿易一體化的發展，減少了外國生產者進入本地市場的障礙。這往往會加劇國內市場的競爭並增加進口，導致許多產品生產線會轉移至具有比較優勢的國家。結果，在競爭下，商品的價格通常會比一般價格水平有所下降。因此，全球化的演變會或令通脹持續受壓。

### 美國通脹短期或走高 長期突破 2%難度大

多項紓困措施、大宗商品價格上漲以及量化寬鬆的大環境下，美國通脹短期突破 2% 的機會不小。可是，通脹在人口老化以及全球化的趨勢下，作出結構性改變並不容易，通脹率要長期超出 2% 的水平，或需要更大的改變因素。