

交銀金融

2023 年 3 月號 第 177 期

環球金融市場部研究組

全球通脹概況及展望

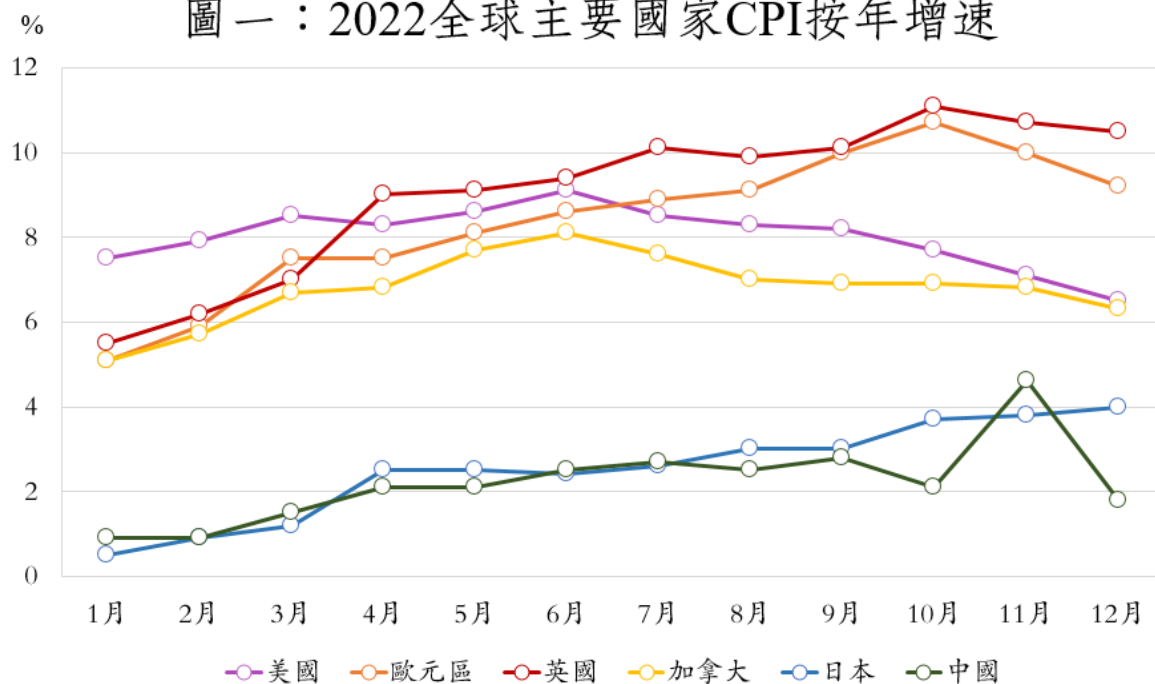
摘要

- ✚ 2022 年疫情影響供應鏈及俄烏衝突引發能源危機，導致全球多國通脹飆升至歷史新高或數十年高位。全球主要央行先後開啟加息周期，持續大幅加息令通脹在第三季開始呈現見頂回落跡象。
- ✚ 美國內生通脹壓力頑固，遏制通脹存在難度，料短期難以徹底逆轉。
- ✚ 歐元區整體通脹雖呈放緩跡象，但核心通脹尚未見頂。加上俄烏衝突持續，顯示通脹壓力仍然較大。
- ✚ 亞洲總體通脹水平較低，但不同經濟體物價漲幅各異。中國內地與歐美經濟周期出現分化，物價維持在合理範圍內波動。
- ✚ 展望 2023 年二季度，持續加息下美國整體 CPI 或有望放緩，但預計歐洲通脹仍將維持在高位水平；亞洲物價雖受輸入型通脹衝擊較小，但亦需關注其未來走勢。

2022 年全球通脹回顧

- ✚ 2022 年全球經濟經歷了嚴峻挑戰，疫情影響供應鏈以及俄烏衝突引發的能源危機，推動多國通脹飆升至歷史新高或數十年高位。據統計，2022 年全球有近一半國家（43%）的通脹率高於 10%。在通脹高企下，全球主要經濟體央行先後開啟加息周期，貨幣政策逐步收緊令需求側降溫，在燃料及大宗商品價格回落的帶動下，歐美等主要發達國家的通脹自 2022 年第三季度開始顯現觸頂回落跡象。盡管如此，剔除能源、食品價格後的核心通脹率卻仍處於高位，顯示通脹壓力已滲透經濟的各個領域。
- ✚ **各個經濟體通脹壓力的來源也具有明顯差異：**如歐元區主要為地緣政治引發的輸入型通脹，美國則主要是由勞動力市場錯配導致的內生型通脹。與之相對，亞洲地區的通脹率普遍較低，日本通脹雖創 41 年新高，但與歐美相比整體水平依然溫和，中國通脹也處於合理區間。

圖一：2022全球主要國家CPI按年增速

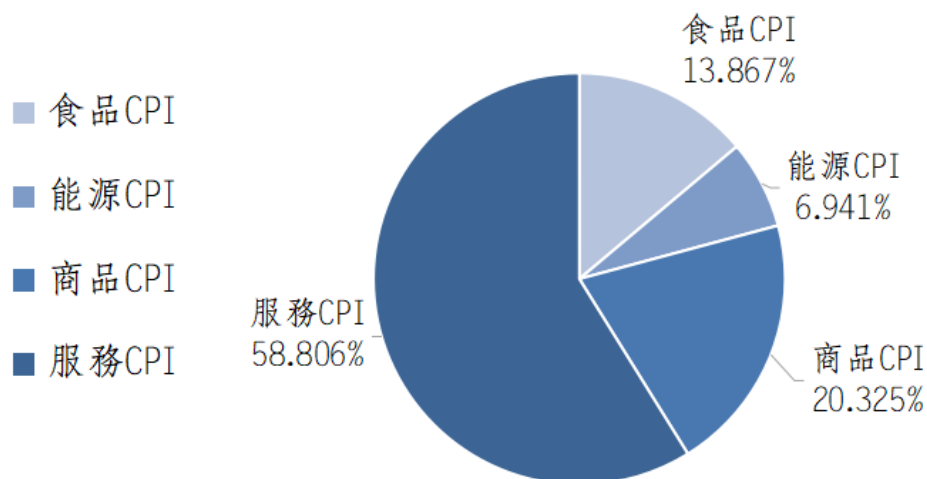


數據來源：美國勞工部統計局

美國：內生通脹壓力頑固，遏制通脹存在難度

2022 年上半年，從汽油到食品，美國物價全面飆升。下半年隨著美聯儲持續加息，CPI 漲幅收窄，但核心 CPI 依然處於歷史高位。一般而言，美國 CPI 分類採取八分法的方式，即包含 8 個一級分項（食品飲料、住宅、服裝、交通運輸、醫療保健、娛樂、教育和通信、其他商品和服務）；而 CPI 數據本身又可細分為食品 CPI、能源 CPI 和核心 CPI 三項。下文將從各分項的角度來分析美國通脹形勢。

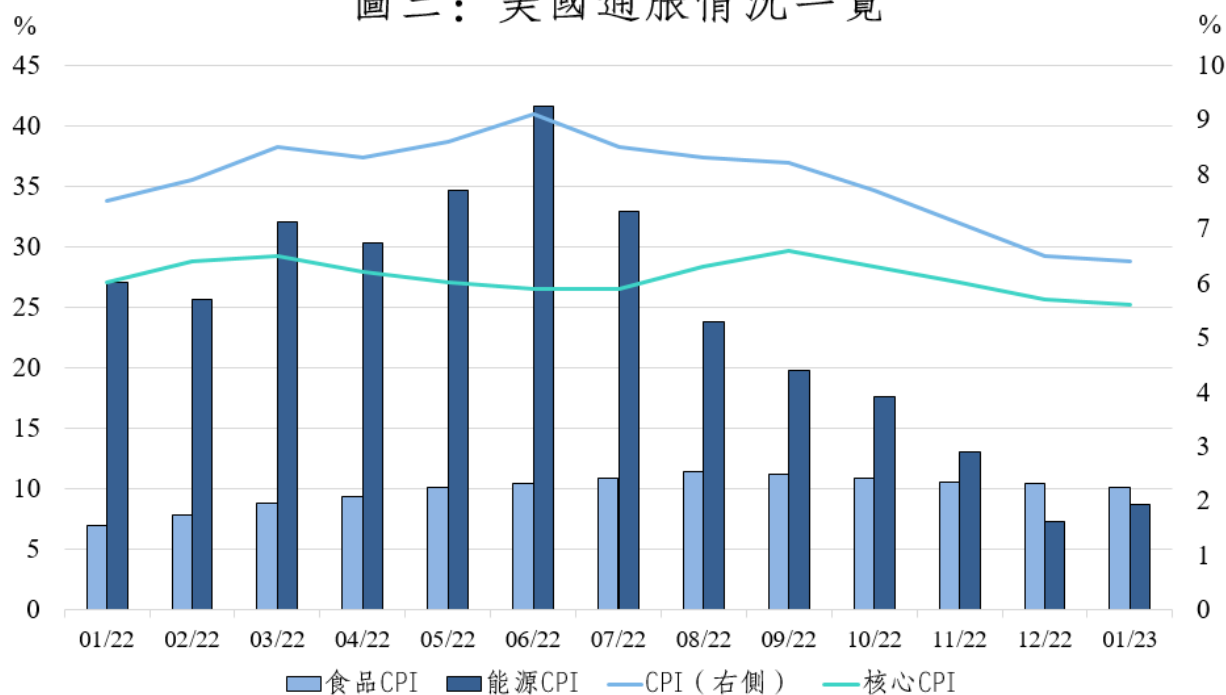
圖二：美國CPI組成（分項權重調整前）



數據來源：致富證券

- 全球油價飆升，能源項主導 2022 年上半年美國 CPI 走升：**受俄烏衝突影響，俄羅斯減少能源供應，加上西方國家對俄羅斯實行，包括原油禁運在內的大規模制裁，推動全球油價飆升。美國能源 CPI 自 2 月起上漲，6 月按年增長已高達 41.6%；同時，俄烏衝突還引發國際糧價上漲並大幅推升 CPI 中的食品項，6 月食品項按年漲幅錄得 10.4%，繼而推動美國當月整體 CPI 按年升幅高達 9.1%，創 1981 年以來的新高。
- 2022 年下半年 CPI 漲勢放緩，但核心 CPI 仍維持在高位：**伴隨美聯儲持續加息及能源價格回落，2022 年 7 月至 9 月美國能源 CPI 按月變幅連續錄得負增長，令美國整體通脹按月漲幅明顯收窄，但核心 CPI 仍居高不下，尤其是居住成本維持在高位，反映通脹壓力已從核心商品擴散至更為廣泛的經濟領域，也意味著美國通脹具備強粘性，短期內難以徹底逆轉。

圖三：美國通脹情況一覽



數據來源：Bloomberg

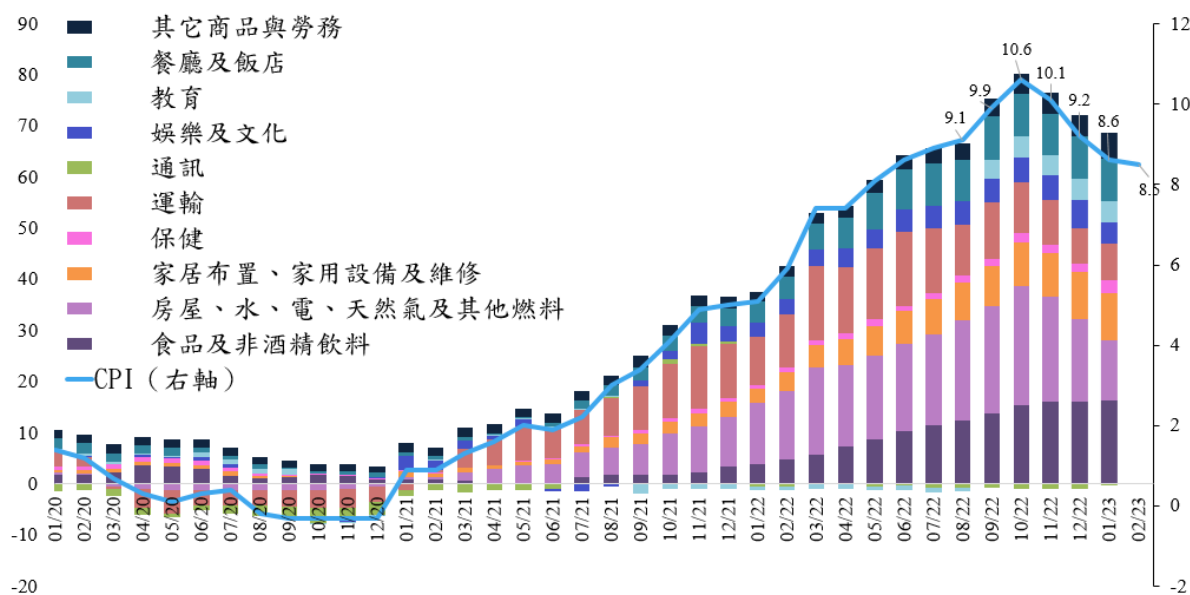
- 物價分項權重調整，對通脹數據的短期及長期有不同影響：**美國勞工統計局根據居民最近的購買模式，調整了 CPI 中不同商品和服務的權重。食品項、能源項、核心商品項權重被下調，而核心服務項權重則有所上調，其中主要為住宅服務項（Housing）權重由之前的 43.008% 上調至現在的 44.384%；交通權重從 17.737% 下調至 16.744%；食品權重從 13.867% 下調至 13.531%。預計本次調整將帶動通脹的短期上行，不過將會有助於壓低長期通脹率。權重調整後，2023 年 1 月美國 CPI 錄得按年增長 6.4%，高於預期 6.2%；核心 CPI 按年增長 5.6%，亦高於預期 5.5%。儘管調整權重不會從根本上改變通脹走勢，但或會增加通脹的額外波動。

- ✦ **其他影響因素還包括對 CPI 季調因數的調整：**2 月 10 日，美國勞工局對 2018 年以來的季調因數進行調整，結果顯示近幾個月的通脹數據都有所上修。例如，去年 12 月 CPI 環比季調增速由下跌 0.1% 轉為增長 0.1%，10 月、11 月環比增速也有所上修。

歐元區：整體通脹呈放緩跡象，但核心通脹尚未見頂

去年年初爆發俄烏衝突推高國際能源及食品價格，作為能源淨進口的歐元區持續面對輸入型物價上漲的強大壓力。歐元區 2022 年全年 CPI 按年上漲 8.36%，10 月 CPI 按年升幅更創歷史新高至 10.6%。面對能源供應短缺，歐元區成員國政府採取一系列措施來開源節流，加上下半年秋冬氣溫偏高，歐洲暖氣需求減少，能源供應不足的問題得以緩解，歐洲天然氣價格也開始持續下降，從而推動整體 CPI 回落。2023 年能源危機有所緩和，歐洲經濟表現優於預期，多項活動指標重新進入擴張區域，引致核心通脹壓力持續，為歐洲央行未來加息路徑帶來不確定性，特別是當貨幣政策緊縮效應完全傳導至實體經濟後，歐洲經濟增長可能面臨整體放緩的風險。

圖四：2020年至今歐元區CPI分項變動情況（%）



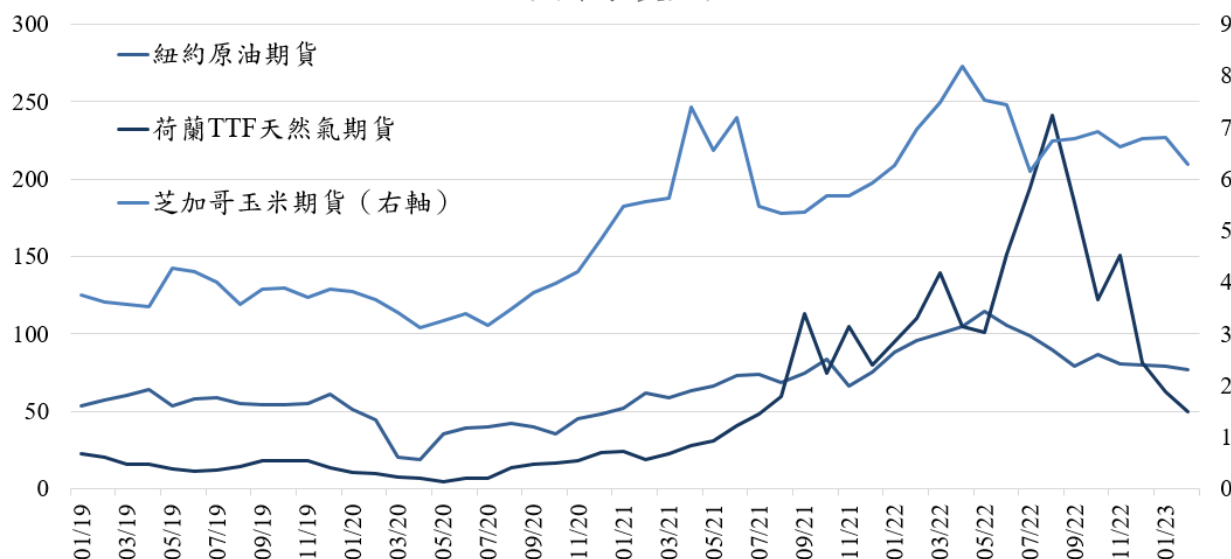
數據來源：Bloomberg

- ✦ **受能源價格回落影響，歐元區整體 CPI 呈放緩走勢：**在地緣政治持續緊張的情況下，高企的能源及食品價格仍然是歐元區通脹的主要因素。2023 年 2 月，歐元區 CPI 按年上漲 8.5%，雖然是連續第四個月回落，但仍高於市場預期的 8.3%。其中 1 月電力、天然氣及其他燃料分項同比增長仍高達 24.9%，食品分項按年上漲 16.3%，顯示通脹壓力仍然較大。不過，歐洲天然氣價格於去年 8 月創歷史新高至 342 歐元/兆瓦時之後，持續回落；截至 2023 年 2

月 28 日，歐洲天然氣基準荷蘭 TTF 主力合約收盤價格回落至 46.67 歐元/兆瓦時，低於俄烏衝突爆發前，而今年前兩個月累計跌幅已高達 38.85%。儘管市場認為目前天然氣供需仍處於非正常狀態，但短期來看，隨著歐洲地區進入夏季，歐洲能源供需錯配對價格帶來的上行壓力料將繼續減弱。

圖五：國際主要糧食及能源價格變動情況

(單位：美元)



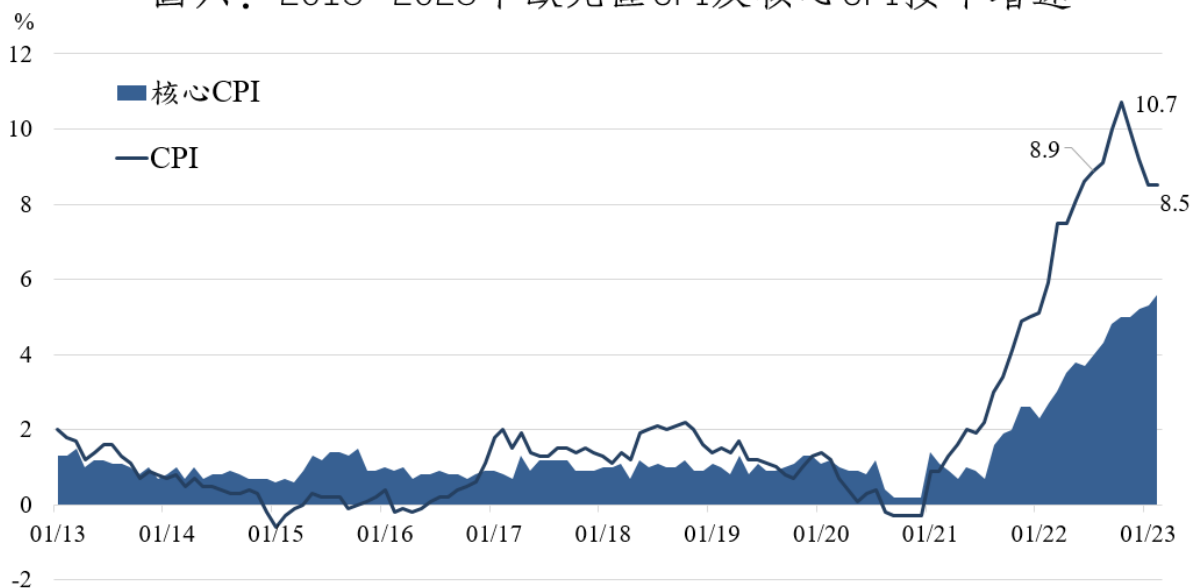
數據來源：Bloomberg

歐元區經濟表現優於預期，核心通脹壓力仍然存在：2023 年 2 月，歐元區核心 CPI 按年上升 5.6%，高於預期及前值的 5.3%，顯示物價壓力仍然頑固。核心 CPI 主要受非能源及食品的工業產品價格走高所驅動，非能源工業產品價格按年升幅高達 6.8%，不含能源、食品、酒精及煙草的核心商品分項按年上升 5.6%。今年以來歐元區總體經濟表現優於市場預期，多項活動指標開始回升，如 2 月份歐元區綜合採購經理人指數 (PMI) 從 1 月的 50.3 進一步升至 52.0，服務業 PMI 指數也從 1 月的 50.8 擴張至 52.7，顯示該地區總體經濟特別是服務業正處於擴張狀態。此外，今年 1 月歐元區失業率報 6.7%，仍處於歷史低位。歐元區核心通脹指標顯示通脹壓力仍然較大，歐洲央行 3 月進一步加息 50 個基點。當貨幣政策緊縮效應完全傳導至實體經濟後，預計歐元區核心 CPI 最遲將於第二季左右見頂回落，以及歐元區經濟增長將於下半年放緩，或進一步壓制物價升幅。

區內主要國家通脹形勢仍不容樂觀：德國：2 月 CPI 按年上升 8.7%，再創歷史新高，且是連續第 6 個月升幅超過 8%。法國：2 月 CPI 進一步上升 6.3%，是 1985 年 6 月以來的新高。意大利：2 月 CPI 上升 9.2%，雖然受益於電力價格下降而有所放緩，但仍處較高水平；而且按月走勢反覆波動，顯示通脹風險仍較大。西班牙：2 月 CPI 再超預期反彈至 6.1%，核心 CPI 更飆升至 7.6%，再創歷史新高。

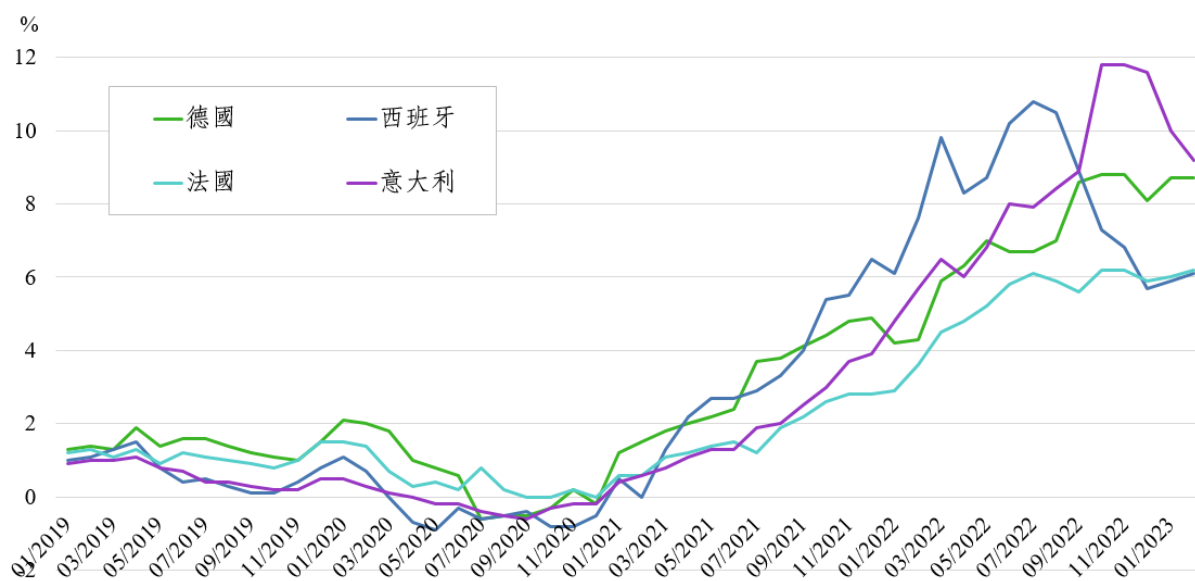
- ✚ **物價指數分項權重調整或影響 CPI 路徑：**2023 年歐洲統計局對物價指數分項權重也進行了調整。其中，食品及能源權重分別從 15.14% 及 6.59% 下調至 14.68% 及 6.12%，而物價籃子中的服務分項權重則從 2022 年的 41.67% 調升至 43.53%。本次權重調整在夏季等消費旺季或將對核心 CPI 構成一些支撐，而在年初消費淡季則或為 CPI 帶來一些下行壓力。

圖六：2013–2023年歐元區CPI及核心CPI按年增速



數據來源：Bloomberg

圖七：2019年至今歐元區主要國家CPI按年增速



數據來源：Bloomberg、意大利能源監管局

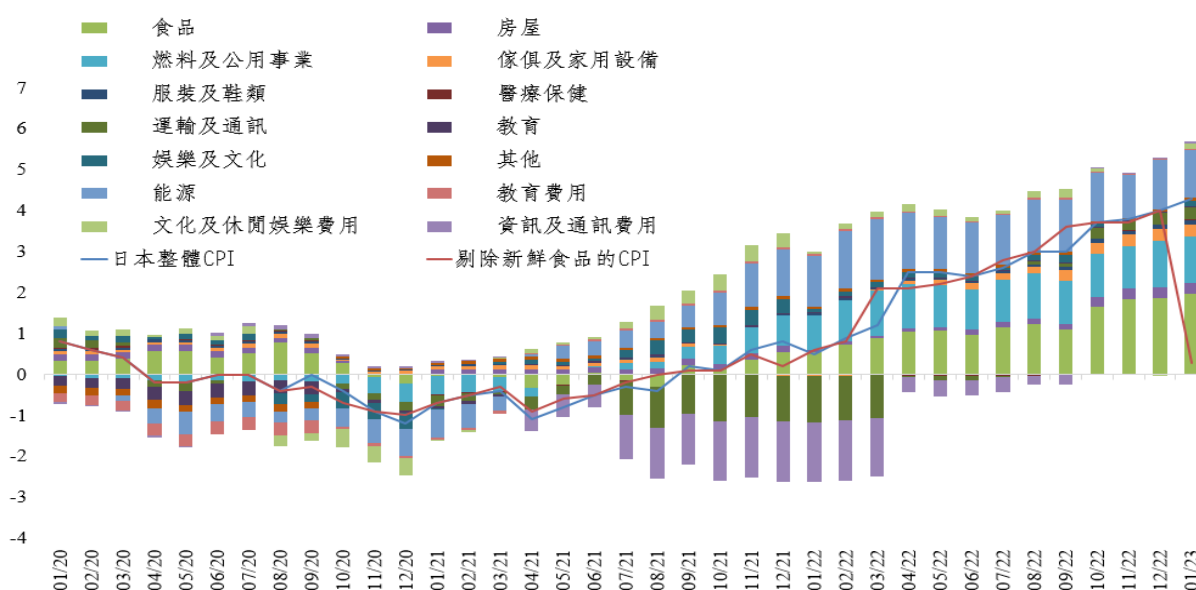
亞洲：總體通脹較低，不同經濟體物價水平差異大

2022 年以來受地緣政治衝突影響，國際能源及食品價格飆升，加上歐美通脹外溢影響，亞洲地區也面對廣泛物價上升的壓力，但相對歐美國家仍能保持較低的通脹率。亞洲地區的發達經濟體，如日韓、新加坡等資源淨進口國家受到輸入性通脹的影響較為直接，但當地政府實施物價調控及補貼政策等，有效將通脹控制在相對較低的水平。而中國則受到國內需求放緩、原料供給衝擊及經濟預期轉弱等因素影響，消費情緒較低迷，所以通脹壓力也相對較低。

✚ **輸入性通脹加上日圓貶值，推升日本通脹升至 41 年高位：**日本對食品及能源進口依賴度高，輸入性通脹壓力明顯。2022 年 2 月俄烏衝突爆發，導致國際能源及食品價格飆升，日本整體通脹從當時的 0.9%，持續攀升至今年 1 月的 4.3% 的 41 年高位。其中，能源、燃料及公用事業、食品價格升幅最為顯著，1 月食品分項按年升幅由前值 7% 進一步加速至 7.3%，是 1980 年 9 月以來的新高；而燃料及公用事業分項按年升幅更高達 14.9%。不含新鮮食品的 1 月核心 CPI 按年升 4.2%，連續第 10 個月高於日本央行 2% 的通脹目標，而且創 41 年的新高。

✚ 面對持續高企的能源價格，日本政府於 2022 年 10 月底推出能源補貼措施，以舒緩通脹壓力。被視為全國整體通脹領先指標的東京核心 CPI，2 月按年升幅從 42 年高位 4.3% 大幅放緩至 3.3%，或預示日本通脹未來數月會有所放緩。此外，預計新任央行行長植田和男將逐步調整現在的超寬鬆貨幣政策，不排除上調 10 年期國債收益率目標上限，甚至取消摺息率曲線控制等政策的可能，美日利差有望逐步收窄，帶動日圓走強，進而舒緩日圓貶值帶來的通脹壓力。

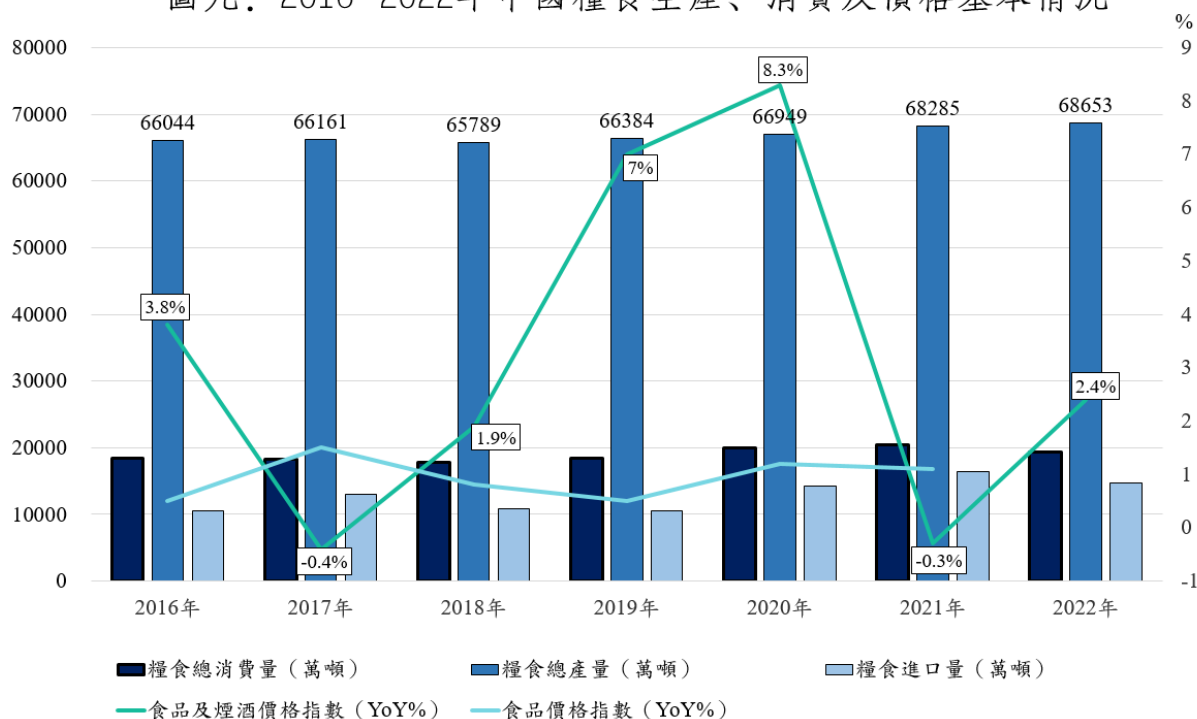
圖八：2020年至今日本消費者物價指數按年增速變動情況（%）



數據來源：Bloomberg

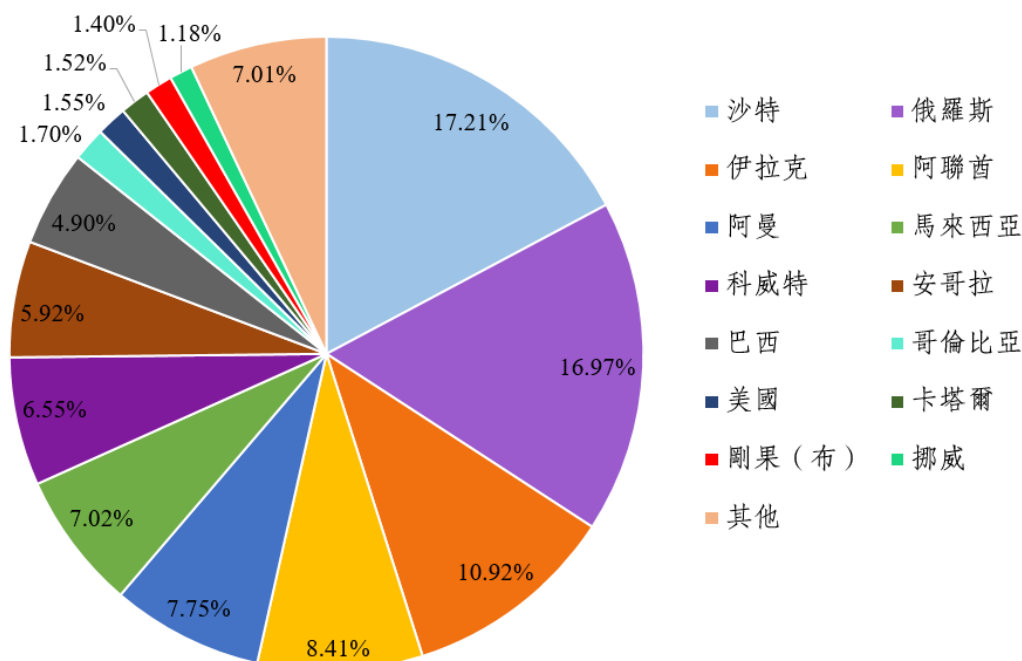
- ✚ **內地與歐美經濟周期呈分化，內地物價壓力較溫和：**2022年，內地受到供應鏈衝擊、需求收縮及經濟預期轉弱三重壓力，實體經濟產投活動不活躍，消費情緒較低迷，與歐美經濟周期出現分化。歐美國家的通脹持續高企，但內地物價增長相對溫和；內地今年2月CPI按年上升1.0%，而扣除食品和能源價格的核心CPI按年升幅卻只有0.6%。與此同時，受到國際原油價格波動及國內煤炭價格下行影響，工業品價格持續下降，導致2月生產者物價指數（PPI）跌幅進一步擴大至1.4%，是連續第5個月下跌。
- ✚ **內地較高的食物自給率及多元化的能源供應格局，舒緩輸入性通脹壓力：**2022年內地糧食進口量按年進一步下降10.7%，佔全國糧食總量21.4%。而作為全球最大能源進口國，目前原油進口格局已向更多元化的方向發展。2022年中國前五大原油進口來源國分別為沙特、俄羅斯、伊拉克、阿聯酋、阿曼，特別是中俄於去年2月簽署為期10年、涉及產量達1億噸的原油供應協議，進一步加強能源領域合作，使內地較少受到輸入性通脹影響，通脹壓力因而較為溫和。而進入2023年，受益於政府防疫措施優化及多項經濟支持政策發佈落實，內地經濟進入復甦通道，消費情緒獲得提振；在維持穩健貨幣政策下，料內地通脹將繼續維持在較溫和水平。

圖九：2016-2022年中國糧食生產、消費及價格基本情況



數據來源：Bloomberg、中國國家統計局、中國海關總署

圖十：2022年中國原油進口佔比



數據來源：Bloomberg、中國國家統計局、中國海關總署

✚ 其他發達經濟體情況與日本相似，主要由商品價格上升驅動：南韓 2 月 CPI 及核心 CPI 按年均上升 4.8%；新加坡 1 月 CPI 按年上升 6.6%，核心 CPI 按年加速上升 5.5% 及創 14 年新高，顯示通脹壓力仍然較大。不過，香港及台灣地區的整體物價水平仍然相對較為溫和，香港 1 月 CPI 按年升 2.4%，台灣地區 2 月 CPI 按年升幅也放緩至 2.4%。

2023 年全球通脹展望

2022 年以來歐美等主要央行先後通過大幅加息來壓抑通脹及需求，全球通脹今年或有望進一步放緩。國際貨幣基金組織（IMF）預計，2023 年全球通脹將由去年的 8.8% 回落至 6.6%，明年或將進一步降至 4.3%。

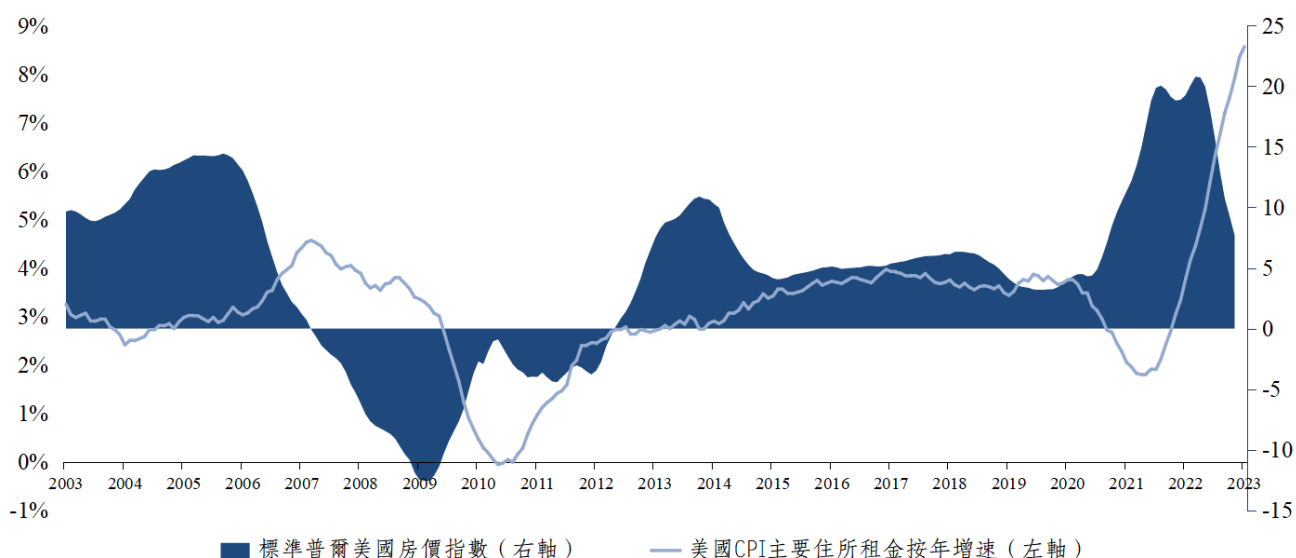
✚ 美國調整 CPI 權重推升短期通脹壓力，但中長期料有助降通脹：美國勞工統計局今年 2 月初宣佈調整 CPI 權重，住房租金權重從 32.9% 增加至 34.4%；而目前房屋租金仍然是推升美國通脹主要因素之一，由於住房租金粘性較高，房屋權重上調將意味著將會增加短期通脹的上行壓力。民眾簽訂租房合約時，一般會一次性簽訂 6 至 12 個月的合約，因此房價轉移至消費者一般存有一定的滯後性。美國標普 CoreLogic Case-Shiller 全國房價指數於 2022 年 3 月及 4 月均錄得按年上升 20.8% 之後，呈見頂回落走勢，12 月全國房價

指數升幅進一步放緩至 5.8%。參考歷史，美國房價指數一般領先住房租金約 12 至 18 個月，因此預計住房租金上漲壓力將至少持續至今年第二季。但隨著美聯儲持續大幅加息推升按揭利率，美國樓市已明顯降溫。美聯儲短期或進一步加息，預計按揭利率將維持在高位一段時間，樓價料將進一步放緩，住房租金亦有望於下半年開始有所回落，屆時將有助於壓低通脹。

✚ **歐洲高通脹問題或持續更長時間：**歐元區通脹於 2022 年 10 月升至創紀錄新高 10.6% 之後，呈放緩走勢。但需留意，俄烏雙方衝突持續，仍未就重要爭端議題達成任何共識，預計歐元區通脹未來仍將繼續受食品及能源供應不足等因素影響，放緩速度不會很快。再加上，歐洲各國碎片化的問題嚴重亦增加壓制通脹的難度。歐洲各國之間的通脹情況差異較大，儘管歐洲央行表明進一步加息來壓抑通脹的決心，但持續大幅加息或引發部分歐洲國家再次出現債務甚至財政危機，潛在的債務風險或將限制歐洲央行的緊縮空間，令當局控制通脹的難度更大，或將導致歐洲高通脹問題持續更長一段時間。

✚ **亞洲受輸入型通脹衝擊影響較小，但亦不可掉以輕心：**受惠於燃料補貼及相關政策影響，亞洲發展中國家及新興經濟體受到油價飆升的衝擊相對較低。但隨著中國經濟開啟復甦進程，能源需求增加，國際能源市場或面臨新一波供需摩擦，在俄烏衝突未能在短期內解決的背景下，天然氣及原油價格有所回升，屆時或對發達經濟體及能源淨進口地區物價帶來一些壓力，特別是日本、韓國及香港等地區，在應對輸入型通脹方面亦不可掉以輕心。

圖十一：美國房價指數及主要住所租金按年增速



數據來源：Bloomberg

【 免責聲明 】

本檔所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本文件只供一般參考用途，本文件（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本文件內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。

本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。