



經貿時事短評

2021年第七期(總第319期)

- 內地原材料漲價加速工業品通脹
- 美債孳息率急升恐衝擊新興市場
- 各國研推疫苗護照為通關做準備

1. 內地原材料漲價加速工業品通脹

國家統計局日前公佈了2021年3月份的中國製造業採購經理指數(PMI)，項下主要材料購進價格指數錄得69.4，已連續5個月處於60以上的擴張區間。

短評

官方公布的PMI分項指數於去年5月份突破50榮枯分界線，之後一路大幅飆升，顯示內地製造業企業購入原材料價格在過去大半年面臨較快上升的勢頭。中國物流與採購聯合會公佈的調查結果發現，3月份受訪企業認為原材料成本高的比重上升至60%的歷史高位。事實上，近期不少在內地經營的港資企業亦反映，2020年下半年以來內地多項工業原材料價格，包括紙價、銅價、塑膠、集成電路等均出現了不同尋常的大幅上漲。踏入2021年之後，工業原材料價格的普漲趨勢仍未能得以控制，在春節過後更是迎來新一輪快速上漲的勢頭。

究其原因，此輪工業原材料價格的持續大幅飆升在很大程度上是因為疫情之下全球經濟復甦在供應端與需求端的不同步所致。去年下半年以來，各地在疫情初步受控後相繼重啟經濟，帶動對商品消費需求的大幅反彈。作為世界工廠的中國內地因疫情一早受控而走上復產復工的最前端，不少海外訂單加速從印度、東南亞等疫情較為嚴重的製造基地回流內地，令內地出口貿易迎來大幅反彈，外貿企業對工業原材料需求大增。但另一邊廂，許多海外國家在上游原材料行業的產能恢復緩慢，加上國際船運班次及海運物流能力遭受到疫情重創，令許多國家的港口均面臨貨櫃難求及運費飆升的情況，導致一些進口原材料因物流受阻而出現大量短缺，加劇了內地上游原材料的輸入通脹以及所生產的工業用品的漲價壓力。

其次，今年是國家「十四五」規劃實施的開局之年，各地方省市政府積極佈署實施一批重大投資項目。據國家發改委的統計，截止今年3月底，浙江、天津、湖南等20多個省市公佈今年的重點建設項目清單，總規模高達近30萬億元人民幣。隨著各地大型投資項目在「兩會」過後陸續上馬，對上游原材料、工業中間產品的需求拉動出現「井噴式」增長，亦由此帶動相關市場的漲價壓力浮現。

此外，新冠肺炎一役暴露了全球供應鏈的脆弱一面，令過去國際間廣為流行的以「低庫存」、「即時生產」等為代表的精益生產模式(Lean Production)遭到質疑和挑戰。在疫情衝擊下，企業的庫存管理行為亦產生了潛移默化的改變，令許多企業通過增購原材料「補存庫」，以盡可能保障供應鏈的穩定以及減輕原材料價格波動對企業生產造成的負面影響。但也必須看到，伴隨著越來越多的中下游採購商、生產廠商對增購原材料出現恐慌性的搶貨行為，又會反過來加劇原材料市場在短期內的供需失衡，進

一步導致內地原材料價格上漲陷入「惡性循環」。

也就是說，當前內地原材料價格快速上漲乃多方面因素的共同作用。值得注意的是，內地工業生產者出廠價格指數(Producer Price Index, PPI)的同比增速在今年初重返正數區間，結束了此前長達 11 個月萎縮，並從 1 月的 0.3% 加快上升至 2 月的 1.7%。隨著工業領域的大宗原材料價格維持上漲勢頭，並透過成本端逐步將加價的壓力傳導至中下游廠商，預計內地未來幾個月的工業品通脹將迎來加速上揚。

2. 美債孳息率急升恐衝擊新興市場

近期美國 10 年期國債孳息率持續走高，一度突破 1.75%，創 14 個月以來的新高。

短評

從走勢上來看，美國中長期國債的孳息率自去年第四季度以來已逐步走高，進入 2021 年後的上升速度明顯加快。例如，向來被稱之為全球無風險資產「定價之錨」的 10 年期美國國債，其孳息率從今年初的 0.9% 左右節節上揚，於 3 月中旬一度突破 1.7% 的高位，隨後經短暫調整又再呈上行走勢。

從基本面因素來看，此輪美國中長期國債的孳息率急速攀升，直接推動因素之一正是近月美國經濟加快復甦以及國內通脹預期升溫。幾個月來，美國民眾接種疫苗的速度在發達國家中遙遙領先，至今已接種逾 1 億劑疫苗；加上早前國會通過 1.9 萬億美元的財政紓困計劃以及拜登政府又公佈 2 萬億美元涉及交通基建的投資計劃，經濟復甦步伐有望進一步加快。美國製造業 PMI 指數連續多月保持在 50 榮枯分界線以上，3 月份上升至 64.7，創下 1983 年 12 月以來新高；消費物價水平亦水漲船高，CPI 的同比增長率上升至 2 月份的 1.7%，為近 13 個月以來新高。

另一方面，美聯儲雖然在 3 月初議息會議中表示，「美國經濟復蘇速度雖快於預期，但美聯儲不會立即改變貨幣刺激政策，任何加息或縮減資產購買的步伐只會逐漸地、透明地進行」；惟聲明中亦提到，「留意到美國國債收益率上升的現象，但不會進行干預」。儘管聯儲局堅稱「鴿派」的論調，對當前國債孳息率走高則維持一定的容忍度，未如外界預期般立即啟動「扭轉操作(Operation Twist)」，透過在公開市場上買入長期國債、賣出短期國債等手段遏制中長期國債孳息率的上升。

基於上述的原因，不少分析預計美國中長期國債的孳息率將在未來一段時間維持震盪上行的偏強走勢，有可能在今年內突破 2% 的整數關口。同時，近月來美元指數亦暫時擺脫去年以來的頹勢，今年第一季度大幅反彈近 4%。從過去的經驗來看，美債孳息率和美元指數的同步上漲往往會觸發海外資金加速回流美國，對新興市場國家的外匯市場和股票市場帶來劇烈調整的壓力，加劇國際金融市場的動盪甚至威脅到資金流出地的金融和經濟體系穩定。

近期中國內地和香港的股票市場已出現調整，人民幣及港元均面臨不同程度的貶值壓力。巴西、土耳其、俄羅斯等「脆弱」國家的央行更紛紛宣佈加息，提前應對本幣匯率貶值和資金外流的風險。值得指出的是，去年疫情期間以美國為首的西方國家推出史無前例的量化寬鬆措施，央行資產負債表的擴張規模遠超過往，釋放出來的巨額流動性在全球範圍內四處流竄。一旦國際資金的流動轉向，其造成的外溢效應不容小覷；新興市場經濟體在務必嚴陣以待，做好「防風」的各項準備。

3. 各國研推疫苗護照為通關做準備

近期，世界上多個國家和組織陸續推出「疫苗護照」計劃，研究逐步恢復跨境人流。

短評

「疫苗護照」是指紀錄持有者的新冠疫苗接種狀態的健康證明。隨著多款疫苗面世，越來越多民眾完成接種，多國政府紛紛研究「疫苗護照」計劃，冀早日恢復國際間人員流動，以促進社會復常和經濟復元，特別是挽救岌岌可危的酒店、航空及旅遊業。綜合公佈的信息，部分經濟體例如冰島、歐盟、以色列及泰國等均計劃對持有「疫苗護照」的入境旅客豁免強制隔離或檢測限制；而一些國家例如中國則為持證人員提供便利的簽證安排，但他們在入境隔離安排方面並不享有特殊待遇。

與此同時，國際間對「疫苗護照」的質疑聲音亦陸續浮現。首先，目前針對新冠肺炎的疫苗五花八門，其有效性及保護時效並不相同，短期內難以建立一套「放之四海而皆準」的國際監管機制；加之不同國家在批准使用疫苗時還夾雜錯綜複雜的政治、經濟考量，彼此間要就疫苗認可達成共識並非易事。其次，當前疫苗的整體供應尚未充足，不同國家乃至一些國家內部民眾之間的分配出現「僧多粥少」情況，甚至被指有特權階級優先的現象發生。同時，新冠疫苗研發較為倉促，對副作用的觀察時間偏短，有些民眾因自身身體素質或是出於其他原因而未必適合在現階段接種疫苗；若只准許有抗體的民眾才可恢復自由活動，或會牽涉到社會公平性的問題。再者，除少數國家之外，目前多數國家在接種疫苗的進度上並不理想，甚至有落後於當地疫情改善速度的情況；若以「疫苗護照」作為通關的決定性準則甚至前提條件，恐會矯枉過正，反過來拖累各國商討跨境人流恢復的進度。

以歐盟為例，當地早前提出推行「數碼綠色證書」，希望最快於 2021 年中在成員國之間實現民眾自由流動。據報導，目前該計劃獲希臘及西班牙等倚賴旅遊業的國家支持，但法國、德國卻以該做法帶有歧視性以及大部分歐盟公民未接種疫苗等為由而持保留意見。此外，歐盟至今尚未正式認可中國、俄羅斯的疫苗，但匈牙利、塞爾維亞等國早已率先引進和大規模採用。可以看到，即便是歐盟這種經貿聯繫高度緊密的一體化組織，在推行「疫苗護照」的過程中亦引發了紛紜的爭論，其他國家要達成多邊、區域性或者全球性的接種計劃互認機制恐會難上加難。

最近，隨著香港的第四波疫情逐步受控以及疫苗接種計劃的推行，社會上對「疫苗護照」的討論亦急速升溫；行政長官林鄭月娥日前表示，香港已有電子（「智方便」）和紙張版本的「疫苗護照」，並呼籲市民接種，以盡快享用出行的便利。從當前本港自身狀況以及國際間推行「疫苗護照」的進度來看，香港加快恢復通關的務實之策應雙管齊下：一方面繼續爭取與本港疫情管控水平相若的經濟體建立普惠型的旅遊氣泡（Travel Bubble）；另一方面是以「疫苗護照」作為補充手段，藉此與選定地區（例如與本港社會經濟聯繫緊密的經濟體）構建有限度的「綠色通道」，並充當「旅遊氣泡」完全開通前的先行或優先計劃。例如，本港與澳門及內地「封關」已逾一年；特區政府不妨與兩地商討，除了預設更清晰的通關前提條件（例如連續清零或維持低新增個案的天數）之外，還可允許疫苗護照持有者享有防疫措施的豁免，例如縮短入境後隔離天數等；這除了有助加快實現通關外，亦能為本港疫苗接種的普及提供更具吸引力的誘因。

以上資料由香港中華廠商聯合會秘書處編寫，內容僅供內部參考；如有任何查詢，請聯絡政策研究部。
電話：2542 8611；傳真：3421 1092；電郵：research@cma.org.hk