

人民幣升值對香港通脹的影響

本文由經濟研究部范尚禕提供

各界越漸關注假使人民幣兌美元再度升值可能對香港通脹造成的影響。金管局近期研究顯示，不論是人民幣實際或預期升值，其透過進口價格及整體需求的變動對香港通脹造成的影響應屬輕微，但透過流動資金狀況及資產價格方面的變化所造成的影響可能較顯著。

引言

自2008年中以來，內地當局將人民幣兌美元匯率大致維持穩定。隨着環球經濟從金融危機中逐步復甦及亞洲出口回升，各界對人民幣兌美元匯率會否在短期內升值越來越感關注，而人民幣匯率的變動對香港的貨幣及金融穩定有重要意義。

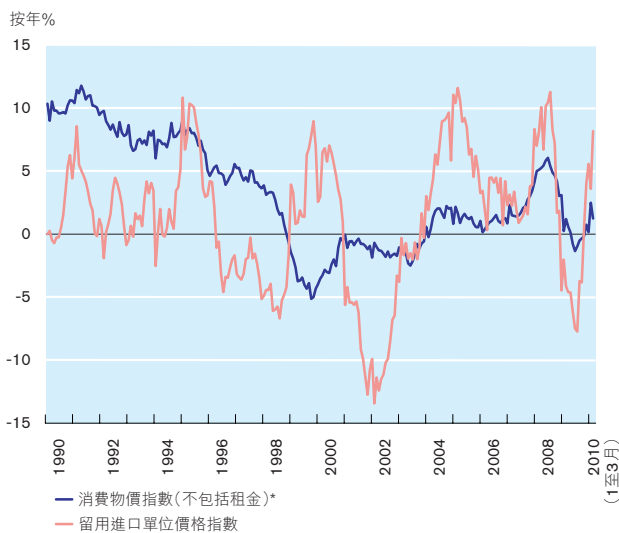
理論上，人民幣升值會透過改變本港的進口價格直接影響本港的消費物價通脹，亦會藉着影響我們的整體需求及貨幣狀況間接影響本地通脹。本文分析人民幣升值如何透過進口價格、整體需求，以及流動資金狀況與資產價格這三個渠道影響本港通脹。

輸入通脹

人民幣升值影響本港消費物價通脹的最直接途徑，就是透過來自內地的進口貨品的價格變動。香港屬細小而開放的服務型經濟體系，大多數的生活必需品也是從其他國家及地區進口，因此進口價格順理成章會是本港通脹其中一個主要成因。但金管局的研究顯示從內地輸入的通脹壓力，並不如想像般嚴重，影響香港通脹走勢更重要的反而是本地因素。¹ 過去20年間，本港消費物價通脹與進口價格變動之間並無重大相關，只有2008年例外，這是由於當時全球商品價格飆升是造成高通脹的主要原因(圖1)。另一方面，自上世紀90年代後期起，消費物價通脹一直與住宅物業價格變動緊密相連，只是時間上略見滯後而已(圖2)。這反映本地因素對本港通脹的影響可能較外圍因素更重要。

¹ Leung and Chow (2007) 估計，人民幣每升值10%，將會導致香港通脹率最多上升0.4個百分點。Liu and Tsang (2008) 估計，進口價格對通脹的影響系數約為0.3，而單位勞動成本的影響系數則高出近一倍，反映帶動香港通脹變化的似乎以本地因素為主。

圖 1
消費及進口價格通脹



* 由於消費物價指數內的租金項目包括新簽及現有租約，而租約期限固定令租金項目的變動往往滯後於市值租金的走勢，因此在計算通脹率時扣除了這項目。

資料來源：政府統計處、差餉物業估價署及金管局職員估計數字。

圖 2
消費及住宅物業價格通脹



* 由於消費物價指數內的租金項目包括新簽及現有租約，而租約期限固定令租金項目的變動往往滯後於市值租金的走勢，因此在計算通脹率時扣除了這項目。

資料來源：政府統計處、差餉物業估價署及金管局職員估計數字。

人民幣升值對本港通脹造成的直接影響，關鍵在於內地貨品佔本港消費籃子的比重及進口價格對消費物價產生傳遞效應的程度。前者取決於本港的留用進口有多少是來自內地。根據政府統計處的數據，2008年

來自內地的留用進口佔本港留用進口總額的比重估計為11.9%。這比例較歐元區及日本等其他貿易夥伴為小，並且只略高於新加坡及南韓(表1)。

表 1
2008年來自主要貿易夥伴的留用進口

	按來源地劃分的進口 ^(a) (十億港元)	按來源地劃分的轉口 (十億港元)	轉口毛利率 ^(b) (%)	留用進口 ^(c) (十億港元)	佔零售進口總額的比重 ^(d) (%)
歐元區	356	205	9.0	170	22.1
日本	306	218	9.0	108	14.0
中國內地	1,413	1,708	22.6	92	11.9
新加坡	105	29	9.0	79	10.2
南韓	148	87	9.0	69	9.0
美國	136	93	9.0	52	6.7
台灣	205	178	9.0	43	5.6
馬來西亞	82	56	9.0	31	4.0
印度	67	43	9.0	27	3.5
泰國	66	47	9.0	23	3.0
其他	139	69	9.0	76	9.9
總計	3,025	2,733	17.5	770	100

註：

- (a) 由於四捨五入，數字相加後與總計略有出入。
 (b) 政府統計處調查顯示，2008年內地以外貿易夥伴的平均轉口毛利率為9.0%。
 (c) 留用進口的計算公式：進口貨額 - 轉口貨額 x (1 - 轉口毛利率)。
 (d) 由於四捨五入，數字相加後與總計略有出入。

資料來源：政府統計處、貿易發展局及金管局職員估計數字。

然而，根據金管局較早前的研究，由於轉口毛利率或被低估，因此官方估計的源自內地的留用進口所佔比重可能較實際為低。² 政府統計處的調查顯示，近年轉口毛利率約為23%。我們利用2008年的數據，並因應不同的轉口毛利率假設來重新計算，結果所得的留用進口估計比重由13%至18%不等。因此，作為本港留用進口的來源地，內地很可能較日本重要，但仍遠遠落後於歐元區。上述估計顯示，假設匯率變動完全傳遞至消費物價通脹，則人民幣兌港元每升值10%，便會令本港消費物價通脹上升0.4至0.6個百分點。³

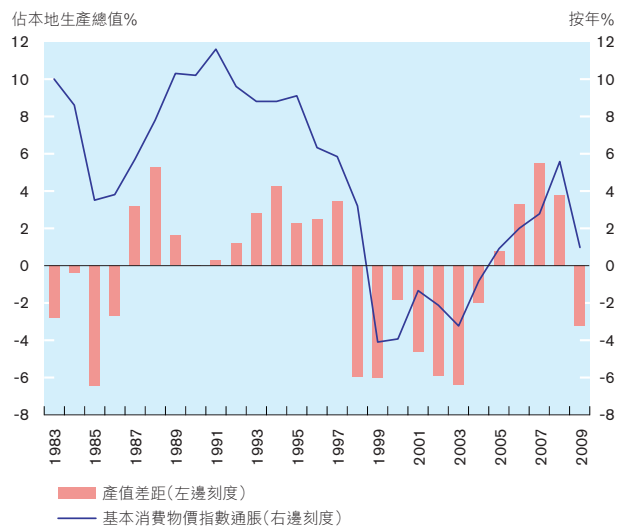
香港亦可將某些原本從內地輸入的進口貨品改由其他來源地輸入，以減少輸入通脹的影響。雖然內地供應商在新鮮及未煮食物等濕貨方面可能享有較大的市場優勢，但由於新鮮肉類、蔬菜及海鮮在本港消費物價指數籃子中僅佔4%左右，人民幣升值後因該等貨品漲價而對整體通脹的影響應屬有限。儘管如此，由於食品佔低收入家庭開支的比重較大，因此基本食品價格上升將會對他們造成較大影響。

整體需求

人民幣升值可以透過影響整體需求，從而對本港通脹造成間接影響。若人民幣升值導致產值差距擴大，本港物價水平的上調壓力將會增加；反之亦然(圖3)。我們的分析顯示，由於人民幣升值透過貿易渠道對本港整體需求造成的負面作用，預期足以抵銷其造成的

正收入及財富效應，因此人民幣升值對本港整體需求以至通脹或會造成輕微的負面影響。

圖 3
香港產值差距及消費物價通脹



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

貿易渠道

作為內地的轉口港，香港的出口收益非常倚賴內地經由香港與世界各地進行的貿易。本港約有五成半的跨境商品及服務貿易是與內地有關的。儘管人民幣升值或會對內地的淨出口造成負面影響，其對香港出口收益的影響並不明確，原因是出口收益受到整體貿易額影響，即使在內地淨出口減少的情況下後者仍可能上升。⁴ 然而，分析各類與內地相關的貿易數據結果顯示，人民幣升值對整體需求以至通脹可能造成負面影響。

² 參閱 Leung and Chow (2007)。

³ 貿易貨品在綜合消費物價指數籃子中約佔三成。人民幣每升值10%對該指數通脹造成的影響計算如下：
10% x 13% x 30% 或 10% x 18% x 30%

⁴ 金管局以往的實證研究顯示，人民幣升值造成的消費轉移效應會削弱內地出口，導致貿易平衡轉差及整體需求減少(Shu and Yip, 2006)。

商品出口及貿易相關服務

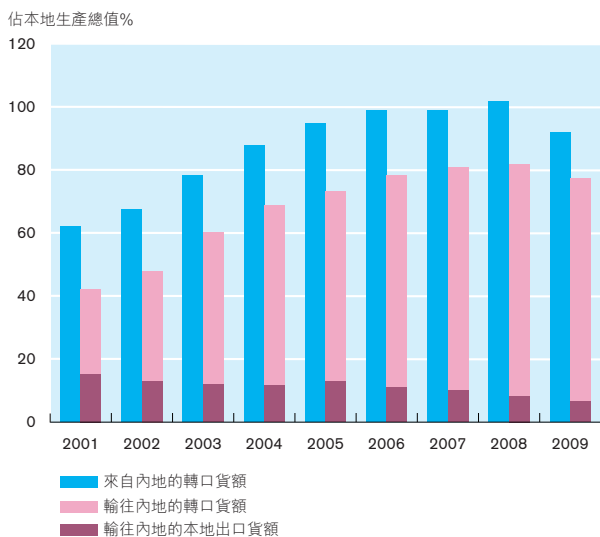
由於內地出口的競爭力減弱，全球其他地區對來自內地的香港轉口貨品需求可能受到不利影響。另一方面，內地對來自全球各地的香港轉口以及香港本地出口的需求，則可能受惠於內地進口商的購買力的提升。兩者相抵的淨效應視乎相對的貿易額、匯率變化對內地出口價格的傳遞影響的程度，以及內地進出口貨品的價格彈性而定。

從圖4可見，來自內地的轉口貨額持續高於輸往內地的轉口及本地出口的合計貨額。更重要的是，對本地生產總值有所貢獻的只是轉口毛利，而不是轉口貨額。過去幾年，來自內地的轉口貨品毛利，約相當於

輸往內地的轉口毛利與本地出口貨額合計數字的2.5倍(圖5)。這主要是由於來自內地的轉口毛利率約達23%，遠較來自其他地區的轉口貨品的平均毛利率9%為高。因此，若毛利率維持不變，輸往內地的出口升幅，必須至少相當於來自內地的轉口跌幅的2.5倍，才可使整體出口收益增加。

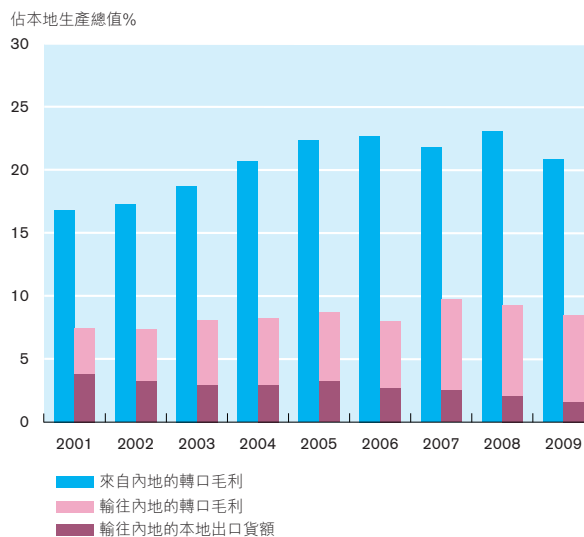
這意味着人民幣升值對香港與內地相關的商品出口收益可能造成負面影響。此外，由於海外市場對內地貨品的需求有所減少，香港為內地貿易及製造業公司提供的貿易相關服務亦可能減少(相對於人民幣匯率不變的基準假設而言)，但由於有關款額只佔2008年本地生產總值的3.5%，因此影響應該輕微。

圖 4
香港與內地的商品貿易



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 5
香港與內地商品貿易的出口收益



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

輸出旅遊及金融服務

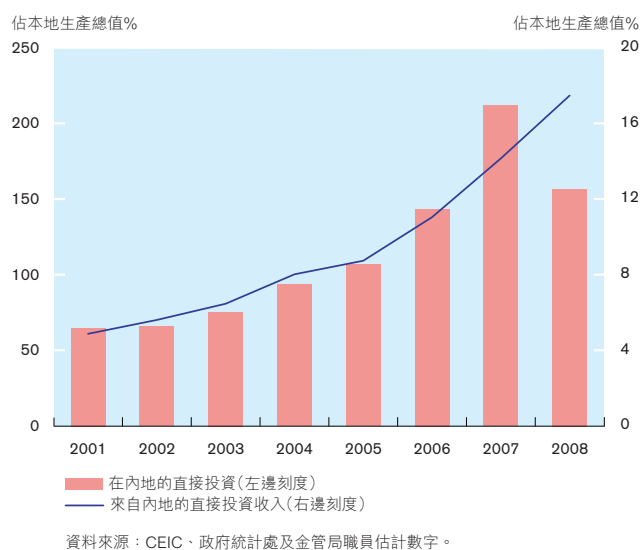
人民幣升值會增加內地遊客的購買力，因此可能令他們對本港旅遊相關服務的需求相應提高。相反，港人在內地的消費或會減少，促使旅遊服務輸出淨額上升。然而，在2008年內地相關旅遊服務的輸出及輸入額佔本地生產總值分別只有4.9%及2.7%，反映人民幣升值透過旅遊業對本港整體需求的影響可能不大。

輸往內地的金融服務方面，由於人民幣升值會提高本港服務供應商的價格競爭力，因而或會惠及這類服務輸出，其中以人民幣計的上市與經紀費用及其他金融服務收費減少，再配合本港股市回升(如下)，可能吸引更多內地企業利用本港資本市場上市及集資。這亦可增加銀行、法律等其他業務相關服務的需求。然而，在2008年，輸往內地的金融及其他商業服務總額佔本地生產總值少於1%，因此對本港整體需求的正面影響可能很小。

收入及財富效應

鑒於內地是本港主要的投資目的地，亦是重要的投資收入來源地，因此香港的對外投資收益可受惠於幣值重估，儘管人民幣升值可能不利於內地經濟增長，致使以人民幣計的投資收入或會減少。此外，人民幣升值亦可增加港人所持有的內地投資的市值，從而藉着財富效應對本港整體需求帶來正面影響，並助長通脹。在2008年，香港在內地的直接投資額達26,250億港元(相當於本地生產總值157%)，從中獲得的投資收入有2,930億港元(相當於本地生產總值17.5%) (圖6)。

圖 6
香港在內地的直接投資



人民幣升值後，港人所持有的其他內地資產，如H股、紅籌股、人民幣存款及房地產等亦會相應升值，其所造成的正財富效應可有助於刺激本地需求，對本港消費物價通脹構成上升壓力。然而，金管局過往的研究顯示，這種財富效應不會太大(如Liu et al 2007)，其對整體需求的重要性亦可能不如對貿易渠道般大。

流動資金狀況及資產價格

人民幣顯著升值可能會為本港資產價格帶來支持。而市場對資產價格的前景樂觀，並預期人民幣會進一步升值，可能吸引資金流入香港。即使人民幣匯率實際不變，市場預期人民幣最終會大幅升值，亦足以吸引資金流入香港。在貨幣發行局制度下，流動資金增加會遏抑港元利率。假如貨幣供應超越實際需求，通脹壓力便會上升。利率下降亦會鼓勵過度借貸及刺激資產價格。

本港股市及物業市場亦可能受惠於內地準買家的增加，特別是本港資產價格相對內地的資產價格下降，或會增加前者的吸引力。圖7及圖8顯示股票及物業價格的變動與名義港匯指數的變動呈負相關，當中原因可能是港元偏軟，令以外幣計的資產價格對境外投資者更形吸引。

本港物業市場一直以來有個現象，就是住宅物業價格上升會迅速傳遞至市場租金。而自上世紀90年代後期起，消費物價通脹一直與住宅物業價格變動密切相關，只是時間上略見滯後而已(圖2)。這反映住屋這個環節在消費物價指數籃子中佔的比重最大，接近30%。由於住宅物業價格對左右整體通脹水平相當重要，資產價格可成為人民幣升值(或預期升值)影響本港通脹前景的主導性渠道。

總結

人民幣升值可以透過進口價格的上調直接為消費物價通脹帶來上升壓力，亦可藉着影響整體需求、流動資金狀況及資產價格間接影響本港通脹。即使人民幣現貨匯率大致上沒有太大變動，純粹市場預期人民幣將會顯著升值，已可能會增加資金流向，從而影響本港的貨幣狀況。本文通過分析各個影響香港通脹的渠道後，可見因進口價格及整體需求的變化而造成的淨影響可能較小，但因流動資金增加而透過資產價格通脹的影響可能較顯著。

圖 7
名義港匯指數與股市指數的變動



圖 8
名義港匯指數與住宅物業價格的變動



(參考資料見英文版。)