

《商報》專欄

美國通脹未升完

美國聯儲局近日議息，市場預料當局最快在9月開始縮表，但因通脹近月回落，利率期貨顯示投資者開始懷疑其能否於年底前再加一次息；而反映利率政策的短期國債孳息也漸回落。那麼美國通脹前景究竟如何？雖然眾所周知，油價按年增長是影響通脹的重要因素之一，不過若只看其走勢，只會得出全球通脹的大方向，並未能仔細反映一個國家因內需而引起的核心通脹前景，因此本文將從美國消費力角度推測其通脹前景。

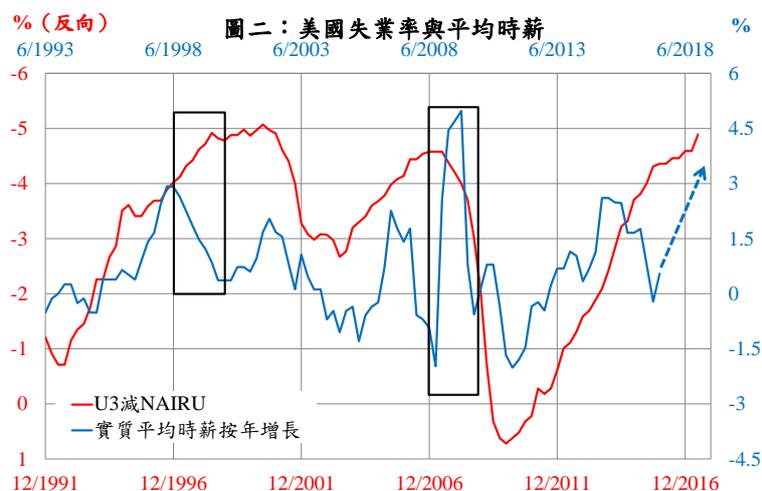
工資是市民消費力主要來源，那麼先觀察美國勞工市場狀況。從圖一可見，當地聘請率與職位空缺率走向大致相同，前者更一直高於後者。不過在金融海嘯蘊釀期間，經濟增長低迷下，企業為了縮減成本而減少職位空缺，空缺率跌幅大於聘請率跌幅。然而金融海嘯後，前者升幅明顯，可見市場對勞工需求急升，但後者卻一直維持平穩，直至近三年（圓框），空缺率開始高於聘請率，可見企業難於招聘人手。這現象很有可能反映勞工人口缺乏企業所需的專業技能，或是勞工不願搬至空缺較多的城鎮。這個問題將因美國移民政策趨緊和嬰兒潮一代陸續退休而更加嚴峻，可見勞工市場正轉趨緊張。



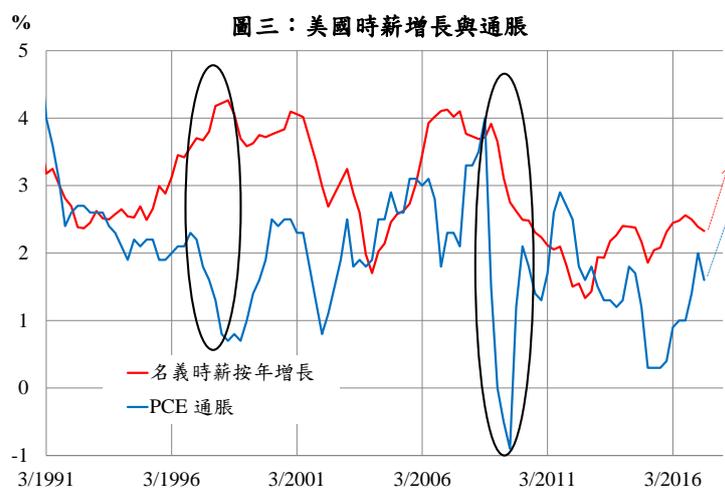
美國勞工市場將處於過熱狀態。目前官方公佈的U3失業率數據屢創新低，在扣除美國國會預算局所估計的非加速通脹失業率（NAIRU），這「失業率缺口」正處於近十年低位，可見美國接近全民就業。於此，企業聘請率維持穩定，而空缺率處於高位下，要解決人才不足，企業需要加薪來留住勞工或來吸引新勞工。

因此，圖二顯示失業率缺口及實質平均時薪按年增長走勢呈明顯反比關係，前者走勢更領先後者約六個季度。基本上，除了大型金融危機時期如1997年亞洲金融危機及2008年全球金融海嘯時兩者走勢出現背離外（黑框），整體反向關係明顯，由此推論，

實質平均時薪按年增長在未來一年多將見上升壓力，升幅直指3—4%。



收入見增長下，個人消費力將增強，生活質素也會提升，從而刺激消費，進而推升物價。從圖三可見，除了大型金融危機時期（黑圈）外，平均時薪按年增長與 PCE 通脹長期同升同跌。因此綜合圖二得出的結論，估計美國平均時薪按年增長在未來將見上升下，PCE 通脹也同步上揚；從藍色虛線可見，料該水平能處於聯儲局通脹目標 2% 以上，支持當局維持收緊貨幣政策。



其實從失業層面來看，美國就業市場一直強勁，只是工資增長在過去一段時間都未見跟隨，市場普遍認為消費開支及物價將維持在溫和增長的狀態。不過綜合以上可見，美國薪金仍有進一步上升空間，通脹在未來一年多仍見升溫壓力。

袁沛儀
環球金融市場部