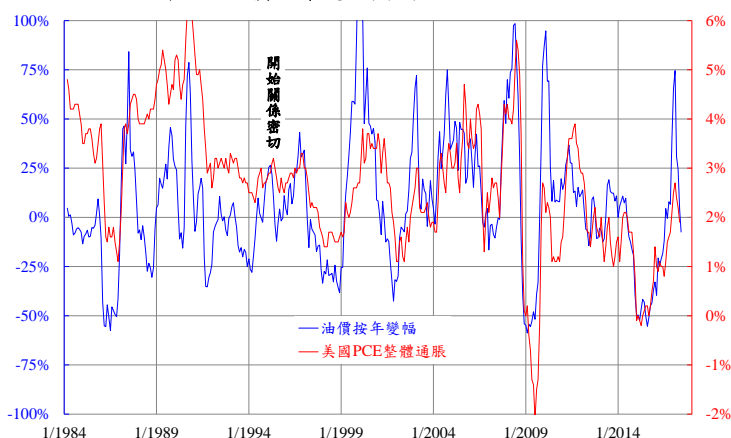


## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 油價樓價定息口 美國壓力冠全球

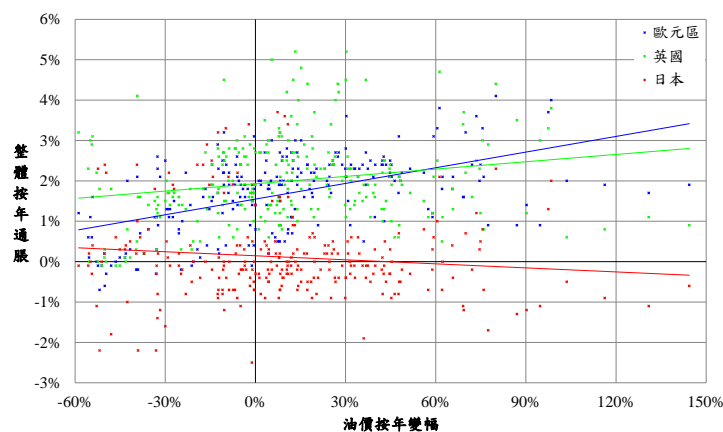
隨着美國近月公佈的通脹數據回落，市場炒聯儲局加息步伐放慢，耶倫亦如是說。不過另一邊廂，非美體系的政策卻於現在才由鬆轉緊，彷彿通脹由美國全數對外出口。歸根究底，美國整體通脹放緩很大程度是因為油價由谷底抽升的基數效應已接近殆盡；但照理這不單影響美國，其餘先進體系的通脹理應見類似放慢。現先檢視這一部分。

圖一：油價按年變幅與美國PCE整體通脹



首先，油價升幅與美國通脹的關係並非由來不變。以聯儲局參考的 PCE 通脹計，大概 1995 年起至今油價變幅每上或落 25%，PCE 通脹對應行 1%，但在此前並不如是【圖一】。既知這點，下一問題是自 1995 年起，其他地方的通脹關係又是否跟油價？

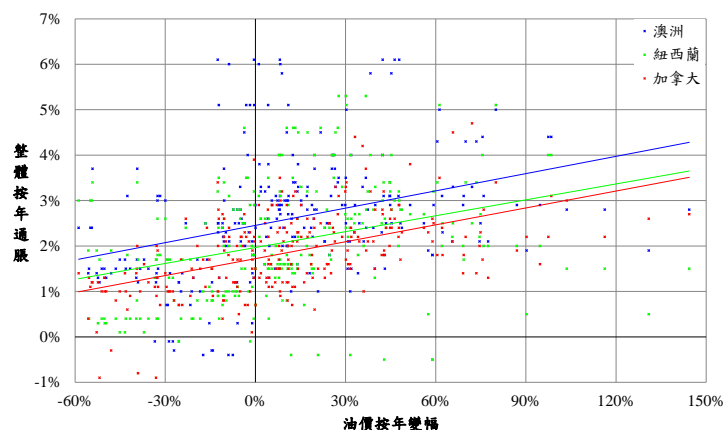
圖二：油價變幅與歐日CPI整體通脹關係，1995-2017



先看非美三大幣體。觀圖所見，三地中僅歐元區通脹較明顯地跟隨油價變幅上落，但計算顯示，油價變幅要升 78% 才令通脹升 1%；如此油價升幅下美國通脹已升 3%了【圖二】。英國方面效應更弱，油價要升 167% 才令通脹升 1%；如此升幅美國通脹已升 7%了。至於日本，油價變幅與通脹關係更稍成反比。無怪乎油價從低位大幅反彈下，歐、日恍若視而不變繼續量寬；今天基數效應消退，難道非核心通脹壓力現才出現？

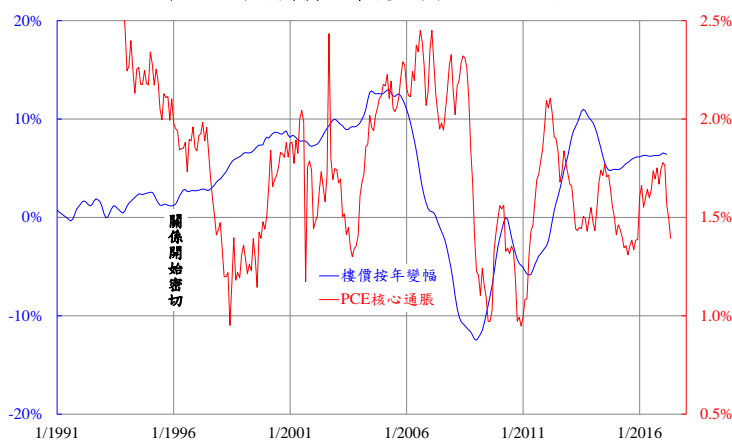
其實，油價帶動通脹的壓力在商品國反而較清晰見到。在澳、紐、加三國，1995年起的油價變幅及其通脹關係十分相似，同皆是油價變幅每升約80%，便推升通脹1%【圖三】。由此可見，論通脹壓力，歐、澳、紐、加怎也不及美國，如今美國欲收油，其餘幾大非美又可以踩得幾盡？縱要加息，頂多象徵式兩、三次然後隨美國停下來。

圖三：油價變幅與澳紐加CPI整體通脹關係，1995-2017

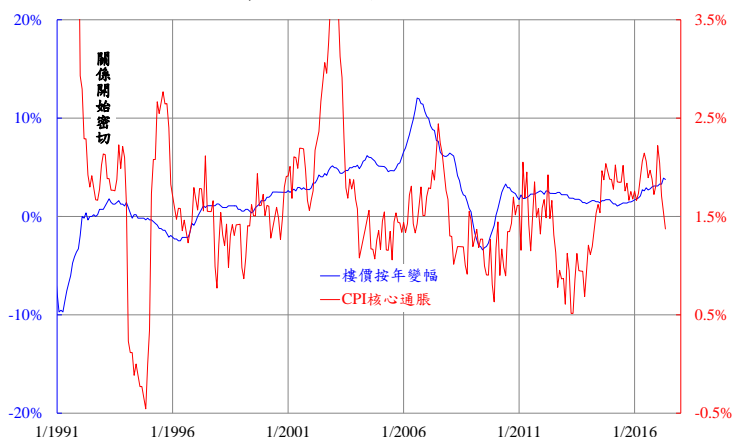


看過通脹的非核心部分後，餘下篇幅看看核心通脹壓力。直觀而言，起碼在美國，通脹最大壓力來自住房。順理成章，樓價變幅應與通脹相關；數據顯示近廿年來如是，但之前不然【圖四】。從樓價變幅稍領先通脹的關係所預示，美國核心通脹壓力平穩。

圖四：美國樓價按年變幅與PCE核心通脹



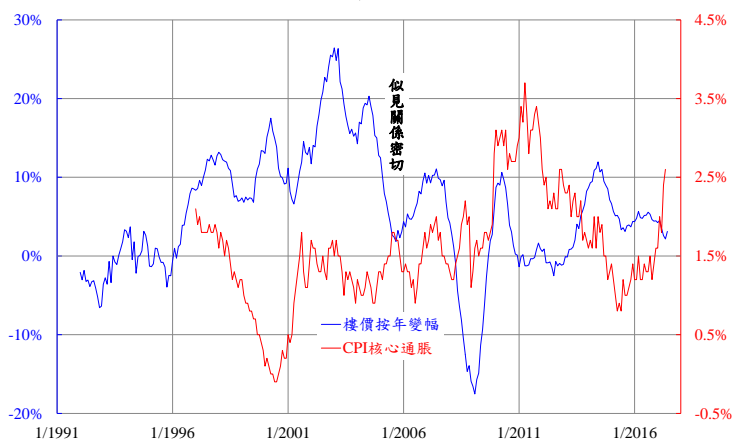
圖五：加拿大樓價按年變幅與CPI核心通脹



至於在其鄰國、已隨美國加息的加拿大，則見樓價變幅與通脹關係亦自廿年前始見【圖五】。如圖所見，加國樓價升幅加快，在在預示核心通脹的壓力也將隨之而增加。

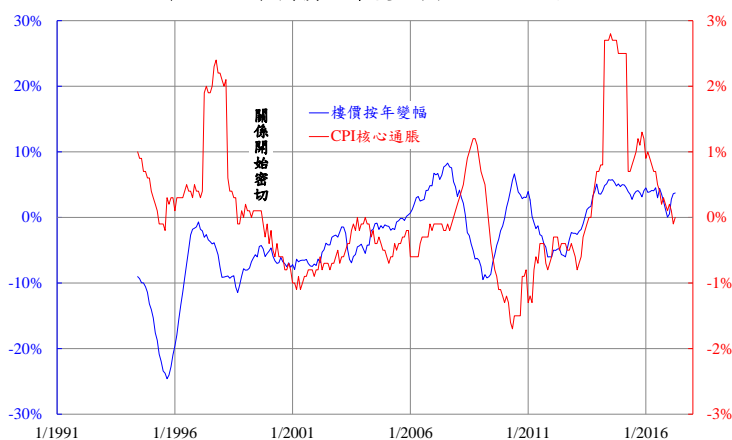
英國方面，核心通脹跟樓價變幅的關係顯然不太明顯，且近十年才見到【圖六】。英國情況另類，無論油價、樓價變幅對通脹的影響皆不太大；而歐元區沒單一樓價。

圖六：英國樓價按年變幅與PCE核心通脹



最後在日本，核心通脹除在加消費稅下兩度短暫飆升外，其餘日子均隨樓價變幅，且後者領先前者接一近年【圖七】。按樓價變幅所預示，日本核心通脹走勢亦將平穩。

圖七：日本樓價按年變幅與PCE核心通脹



從油價出發，我們見到美國整體通脹對油價變幅的反應遠大於其餘幾大非美體系。既然油價從谷底反彈不能大幅推高美國通脹，要推升其他非美體系的通脹便更困難了，何況油價反彈基數效應已過。至於核心通脹壓力，除英國較另類外，其餘幾地包括美、加、日的均隨樓價變幅。然而這幾國的樓價升幅呈輕微加快趨勢，故核心壓力有的。

由此可見，美國在核心通脹壓力稍趨升下，應該仍有加息壓力，儘管步伐或減慢。至於非美體系，核心通脹同見緩和壓力，但非核心通脹壓力則未見，故仍有加息壓力，但卻不見得比美國快。推論下去，美匯不見得會單邊大升或跌，而是上落橫行。

羅家聰  
環球金融市場部