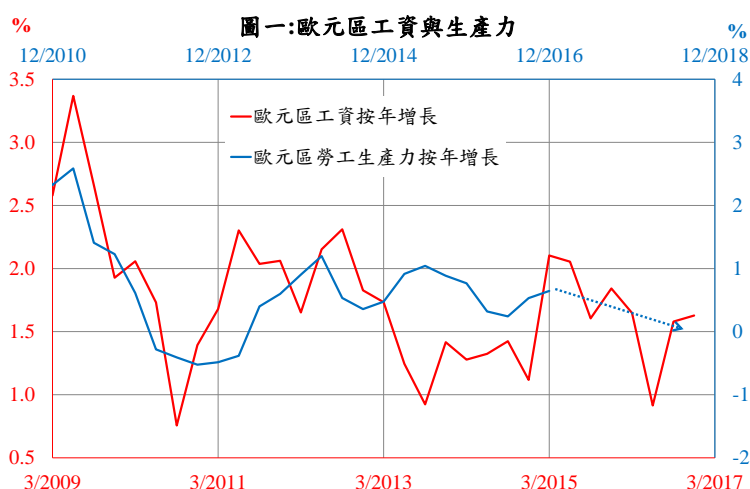


《信報》專欄〈圖理滿文〉

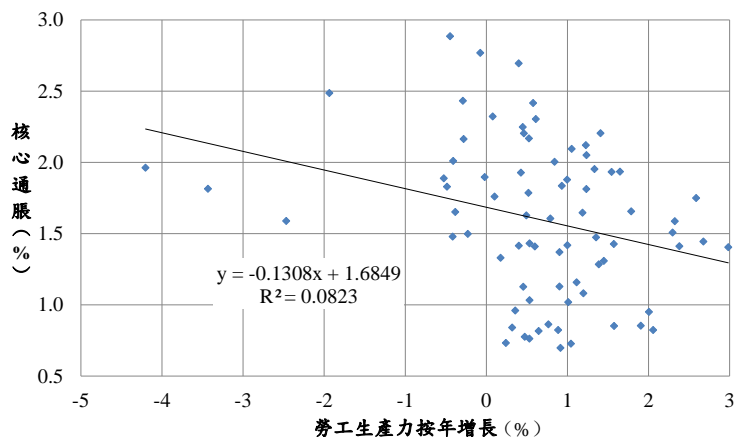
工資通脹皆乏力 歐洲收水豈積極

歐洲央行今日議息，目前歐元區實質經濟增長強勁，走勢自2013年開始追上美國，因此不少投資者已轉為看好歐元區前景。不過經濟向好的同時，歐洲央行真的有必要退出寬鬆貨幣政策麼？其實衡量貨幣政策方向的重要條件，是觀察歐元區通脹反彈是否處於可持續的狀態。然而從近期基本面情況來看，當局似乎沒有急切性收緊。



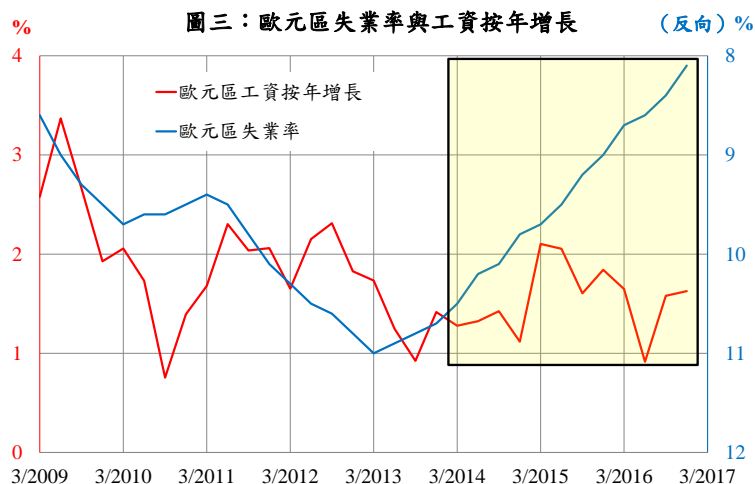
先看勞工市場。從【圖一】可見，工資與生產力按年增長呈正比關係，同時前者走勢領先後者約七個季度。然而，工資按年增長自2015年開始呈下降趨勢，因此料勞工生產力按年增長將見放緩。其實以整體走勢來看，歐元區工資自金融海嘯後平均按年無增長，生產力自然下降。生產力也是影響通脹因素之一，其按年走勢可能受商業週期所影響，因此以較長的一段時間研究其走勢。

圖二：歐元區生產力與通脹（1998-2017）



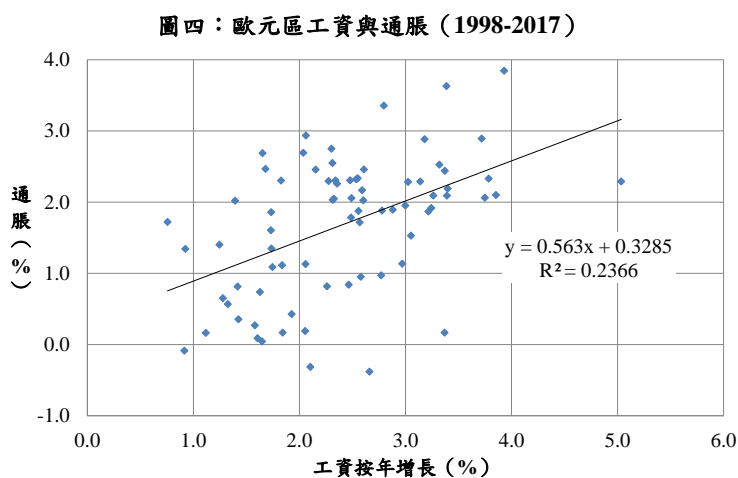
生產力增長放緩理論上會增加勞動力成本的增長，為了抵消利潤下跌，企業需要提

高價格，因此通脹面臨上升壓力。從【圖二】可見，歐元區生產力增長與核心通脹成反比關係，但不太強。其實歐元區的生產力雖見增長，但與全球相比，歐洲仍處於劣勢。綜合上兩圖可推斷，歐元區通脹將會持續但較為溫和。



另外，歐元區失業率降至八年低點，其中主要經濟體的失業率均重返金融海嘯前水平，德國失業率更再創新低。就業情況表面造好，不過實際並非如此。【圖三】可見，失業率快速下降，但工資增長疲弱，黃框可見兩者在近四年走勢明顯脫節。然而【圖四】可見，工資按年增長與通脹有著正比關係，因此綜合兩圖，估計在市民消費力沒有增加的環境下，通脹其實難以加速上升。

由是觀之，從通脹趨勢來看，在核心通脹率顯示出持續上升的跡象之前，估計歐洲央行很可能保持耐性。加上6月中開始歐元區將與英國正式商討脫歐程序，在貿易前景未明下，為實體經濟帶來的衝擊仍存不確定性，因此料歐洲央行最快等到9月才宣佈明年初逐步減少資產購買規模。



袁沛儀
環球金融市場部