

《信報》專欄〈文人經略〉

黃金右腳疑跪低 儲局成無腳雀仔

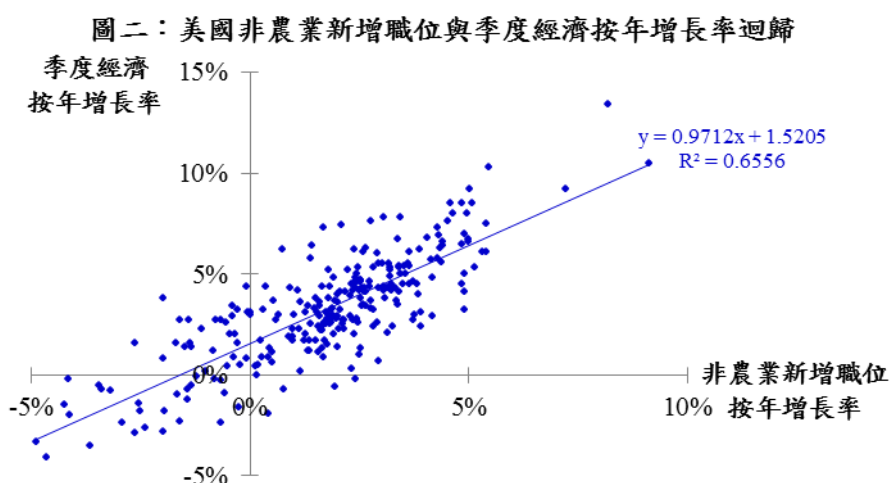
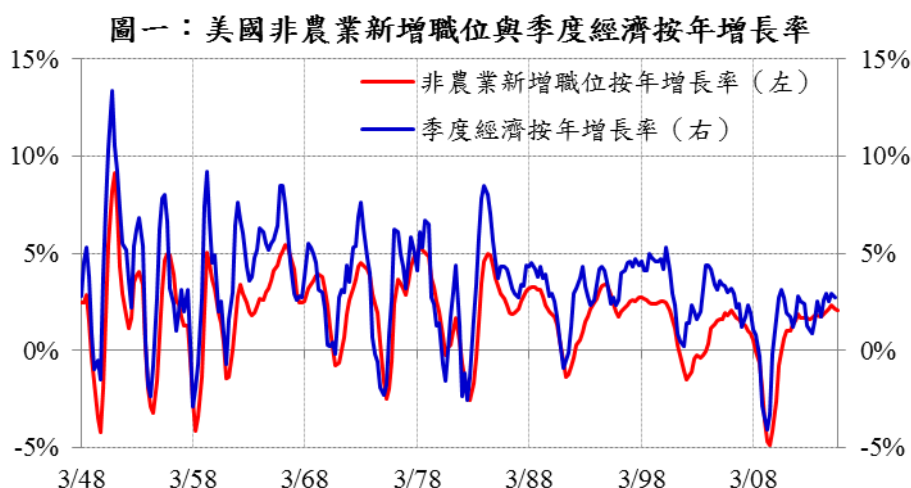
「我聽人講，呢個世界有種雀仔係有腳嘅，佢只可以一直咁飛呀飛，飛到劫個陣就喺風入面馴覺；呢種雀仔一世只可以落地一次，個次就係佢死嘅時候。」阿飛哥哥悄然落地雖已十餘載，但每念及有腳雀仔落地，始終難以釋然。上週美國最新非農就業數據一出，市場揣測耶倫姥姥由鷹轉鴿，大開香檳。不過鷹好鴿好，終歸是雀，一旦有腳，如何落地？

是什麼腳？作為女掌門，姥姥當然只有兩隻腳而不是三隻腳——不要想歪，說的是聯儲局 dual mandate 下的「最大就業」腳和「物價穩定」腳。有媒體認為 9 月議息聲明為聯儲局的任務多添「國際形勢發展」一腳，不盡然也；由始至終，姥姥及裙下眾臣所關注的，不過是國際形勢發展對美國兩腳有何溢出效應，即會否如筆者在 7 月 30 日所言，燒埋佢老美自己個疊。

眾所周知，自從 2009 年復蘇以來，美國經濟一直都以一條腿走路。2011 年初至去年年中通脹勉強達標，但失業率未達伯南克時期訂下的 6.5% 門檻；到了失業率在去年中開始達標，卻輪到通脹插水，迫得聯儲局將加息的通脹門檻由「預測未來一至兩年通脹高於 2.5%」大幅放寬至「有合理信心中期通脹將回到 2%」，但仍不肯定能否達標。因此，可以說聯儲局去年收水與放風今年加息，很大程度上是由就業這隻黃金右腳一腳獨撐。

可是，最新非農業新增職位遠差於預期，加上 8 月職位亦大幅向下修訂，是數據自 2012 年第二季歐債危機以來首次連續兩個月低於 15 萬份。去年的非農業新增職位平均值高達 26 萬份，是支持聯儲局收水的有力數據；今年「本應」是加息年，但數據的九個月平均值反而跌穿 20 萬份（僅 19.8 萬份），近兩個月更遠低於此數，反映外圍市況波動下，美國股市表現以及企業經營實難獨善其身，姥姥熊抱抱有理。

非農業新增職位表現不佳，影響有幾大？很大！圖一及圖二所見，過去近七十年來，非農業新增職位（三個月平均數）與美國季度經濟兩者的按年增長率可謂「啱晒嘴形」。再者，1948 年至今，非農就業數據與美國經濟增長的相關性高逾 0.8，前者可解釋後者逾六成半走勢，說非農就業數據是美國經濟增長的溫度計，絕不為過。

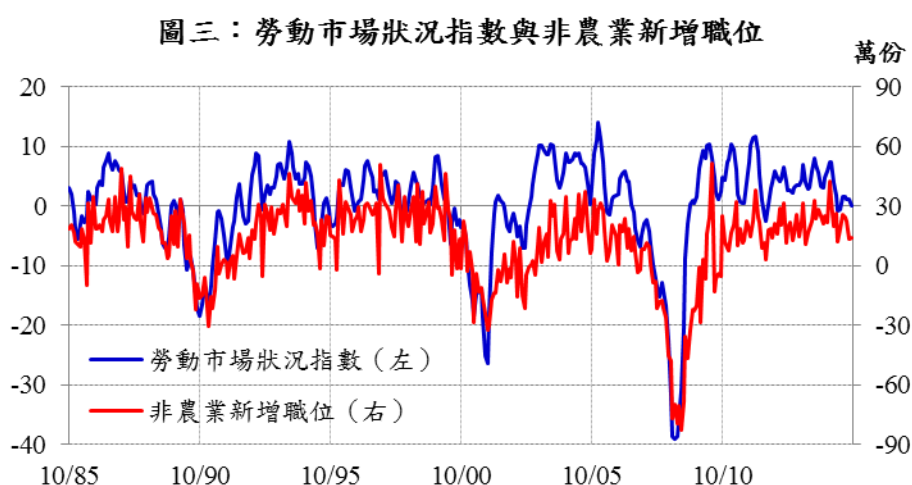


事實上，自從去年 10 月 QE3 完全收檔後，聯儲局明顯對非農業新增職位數據益發重視。筆者翻閱去年的議息聲明，發現原來在 10 月之前，議息聲明對就業市場的提述僅在於失業率和勞動資源使用率；但自從 10 月開始，議息聲明突然在描述失業率之前加入「with solid job gains」的字眼，而且一直沿用至今。這個字眼上的變化看似細微，但一粒沙可以看世界；聯儲局對於非農業新增職位的重視程度，顯然大大提升，甚至較 dual mandate 裡的失業率更為優先。

翻查記錄，在 2008 年 12 月前，議息聲明根本從無提過就業；對勞動市場的關注，僅始於 2009 年 1 月，可說是相當近期的發展。聯儲局近年對勞動市場的評估方式，由最大路的失業率到新增職位，再到自行編制包含近廿個指標的勞動市場狀況指數（LMCI）等，持續優化；當中以新增職位最為領先，因而愈來愈受委員和市場重視。

事有湊巧，就在聯儲局於議息聲明加入「job gains」字眼後才三個月，明尼亞波利斯聯儲銀行的助理副總裁及政策顧問 Kenneth Beauchemin 突然發表一份僅得八頁紙的研究備忘（註），表示將非農業新增職位數據納入其修訂的 MF-VAR 模型後，該模型的預測準確度大大提升逾五成，尤以聯儲局季度經濟預測內的個人消費物價通脹和中長期實質經濟增長這兩個變項為甚。

由此可知，聯儲局對非農業新增職位的「忽然重視」，並非純粹出口術之用，可能是真正納入其預測模型，以作決策之用；LMCI 與非農業新增職位數字餅印一樣（圖三），可見對後者的重視。



可惜的是，觀乎非農新增職位、觀乎近日美國企業的裁員消息，就業這隻支撐聯儲局棄掉零息政策拐杖的黃金右腳，隱現跪低風險。通脹腳跛、就業腳跪低，聯儲局政策正常化這隻雀仔，何時有落地的一日？

註：Kenneth Beauchemin, 'Research Memo: Adding Nonfarm Employment to the Mixed-Frequency VAR Model', Federal Reserve Bank of Minneapolis, January 2015.

何文俊
環球金融市場部