

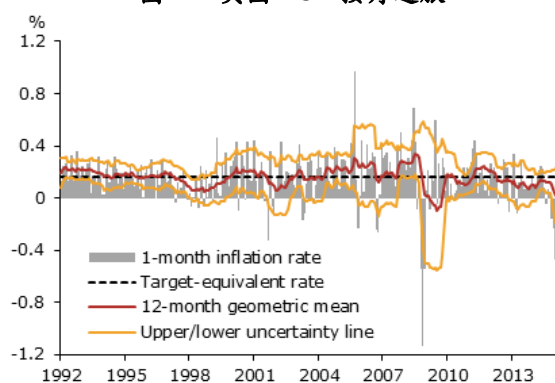
## 《經濟日報》全版專欄〈一名經人〉

### 通脹過低定合理 基本因素答到你

美國通脹持續低企，無論 PCE 或 CPI 計均僅近零，跟聯儲局的 2% 目標相去甚遠。是否客觀形勢或政策失當致使通脹偏離目標？聯儲局人提出理據予以反駁（見參考）。

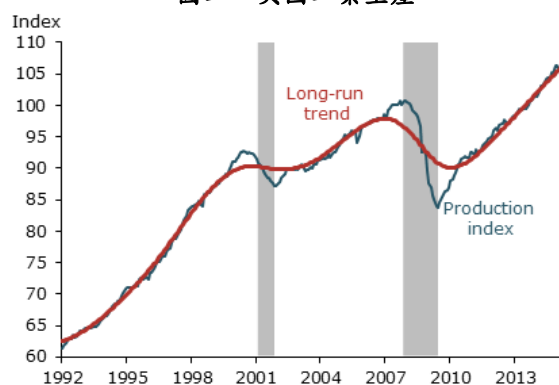
首先提出的理據都算有趣。觀乎每月公佈的通脹數據，頭條數字（headline figure）皆按月計，大多月份都是升 0.1%、0.2%，研究員計算自 1992 年起至今年的按月通脹，平均為 0.165%，如圖一虛線所示。原來將之年化（ $= (1+0.165\%)^{12} - 1$ ），正好是 2%。玩數字遊戲嗎？非也。若計 1992 年起，按年平均也 1.9%，按月平均僅頻密計算而已。

圖一：美國 PCE 按月通脹

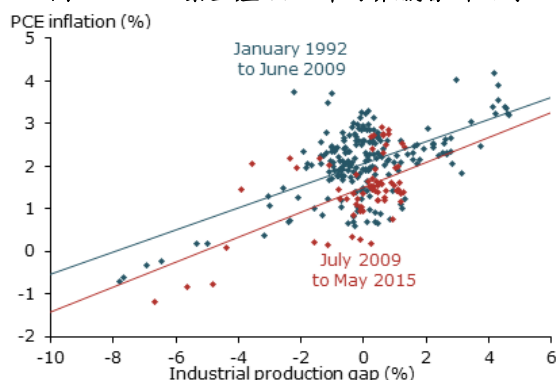


要知通脹是否過高或過低，比較準則應相對於實質活動，概念源自菲臘普斯曲線。近代的新凱派菲臘普斯曲線從全均衡模型中推導出來，不會如舊派模型般被批為隨意。圖二所見，以工業生產指數為例，高於或低於趨勢部分（gap）才該與通脹相關連的。

圖二：美國工業生產

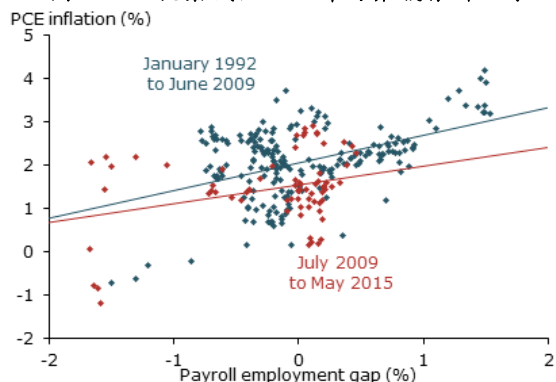


圖三：以工業生產缺口計的菲臘普斯曲線



圖三顯示海嘯結束前後兩者之關係，皆正比的，即通脹壓力來自高於趨勢的生產。海嘯前計，生產無缺口、即處生產潛力水平（橫軸於零）時，通脹約 2%（藍趨勢線）。海嘯後至今的基本因素（生產潛力）引伸的合理通脹水平僅 1.5%。將產出換上就業，圖四所見，零缺口或潛力水平所引伸的通脹，也由海嘯結束前的 2% 跌至近年 1.5%。

圖四：以就業職位缺口計的菲臘普斯曲線



由此可見，只要 PCE 通脹在 1.5% 水平浮游，通脹已經符合基本因素，不算低了。故 2% 不應作死板演繹。

參考：Kevin J. Lansing (2015), "Assessing the Recent Behavior of Inflation," FRBSF Economic Letter 2015-24, July 20.

羅家聰  
環球金融市場部