

## 《商報》專欄

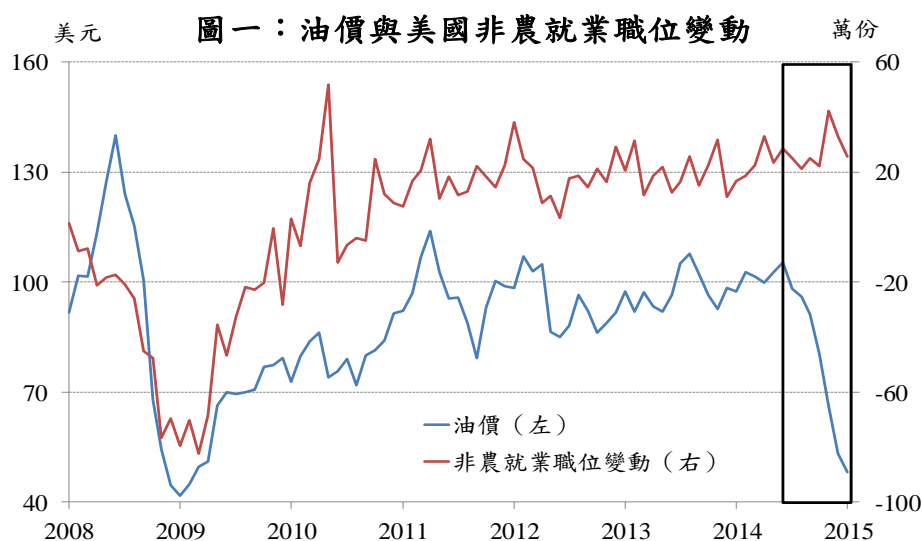
### 耶倫扮鴿仔 就業露玄機

失業率再跌，非農職位大增又如何？一大班鴿仔仍在。無論耶倫說什麼，市場都會形容為在放鴿。當然，耶倫亦是智慧過人，過往一年常用不鷹不鴿的言辭來影響市場預期，然後大家各取所需，為的是避免一旦加息對市場所帶來的震撼。不過，耶倫要小心了。愈這樣做就愈易玩出火，因為市場明顯地一面倒炒鴿仔了。

話說回來，就業市場復蘇力弱一向是耶倫擔心所在；當然，低通脹亦阻礙加息進度。但耶倫已多番指低油價是塞錢入你袋，即低油價可鼓勵市民消費並帶動經濟向上。她亦預期油價不會長時間維持低水平，中期通脹將可回升。如斯情況下，似乎耶倫不太同意年內美國仍會持續低通脹。

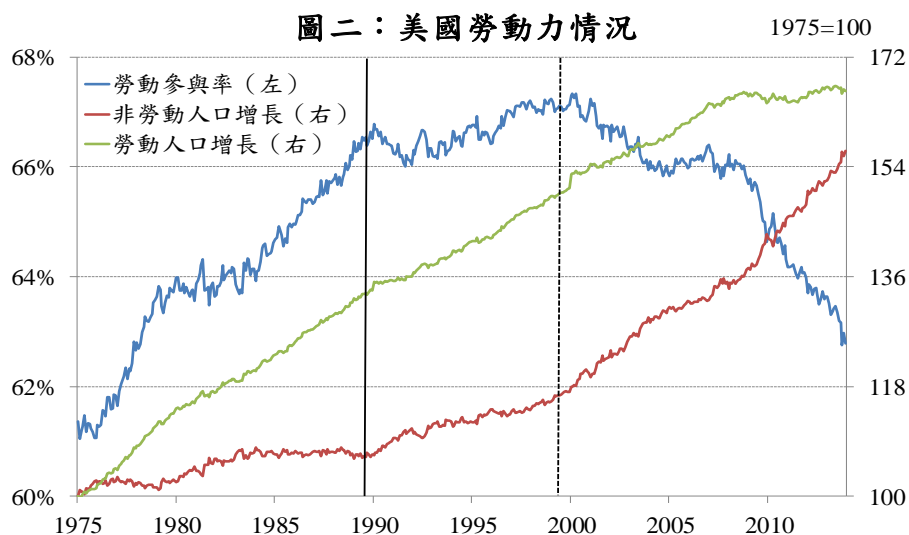
至於就業市場方面，復蘇情況就更明顯。耶倫說話大家可以不信，但數據就不可不相信，例如失業率明明就由2009年底高峰10%下跌至最新5.5%，足足跌近一半，亦與金融海嘯前低位4.4%相差不遠，可見就業市道顯然不差。

其次，近期更有人爭拗自從油價於去年大跌後，美國油企需要裁員止血。加上美元強勢，對於倚賴海外盈利的企業將會出現兌換損失並需裁員來減低成本，從而扯高失業率。雙重效應下，聯儲局絕不應加息。圖一見到，在近年油價續升下，非農就業新增職位持續造好，就算油價於去年中急速下滑，亦不見得掉頭回落，去年11月更錄得自2011年來增加最多的42萬3千份職位。故此，就算一眾鴿仔要反駁加息論，似乎都要點道理。



耶倫確是醒目，懂得利用期望管理把鷹鴿兩派管理得頭頭是道。但如上文所言，現時市場仍集中炒耶倫的鴿派論，當中勞動參與率低企、兼職人士數目眾多及薪酬增長緩慢向來被視為加息擋箭牌。可能一眾讀者都相當同意，因為只要出自耶倫口中就是對，但事實是否如此？

先前筆者已談過兼職人士數目眾多問題，至於勞動參與率（下稱參與率）方面，其實耶倫往年甚少提及參與率低企問題，而近來卻又再重申參與率低企反映就業市道復蘇速度未合乎預期。但圖二見到，耶倫及坊間所講的參與率下滑並不是近年現象，而是始於2000年。1990年前，參與率大升是由於勞動人口升幅高於非勞動人口。然而，1990年後，勞動人口升幅放緩，非勞動人口數目緩緩上升，2000年後升幅更急，完全與1990年前情況大相徑庭。但無論如何，勞動參與率雖跌，但整體勞動人口仍持續向上，似乎代表美國勞動市場正健康發展。



市場總愛在雞蛋裏挑骨頭，常言參與率下降代表就業復蘇情況未如理想，當中更指部分搵工者因為長時間找不到工作而退出勞動市場（這類人士稱 discouraged workers，即放棄找工作者並對前景失去信心），反映現時失業率下滑只是一個「騙局」。

首先，近年無論勞動或非勞動人口皆一同上升，如上文所言，這可能反是代表了長期就業人口結構正健康發展。至於何解參與率下跌，圖二見到明顯是由於非勞動人口近十多年來急升所致。非勞動人口大升原因眾多，其中為人擔憂是一眾 discouraged workers 仍然充斥市場。但筆者可以肯定不是他們令到非勞動人口大升。何解？無錯，discouraged workers 數目曾經在2010年初大升，但其後已經反覆回落，現時更跌至自2009年後低位。在這班放棄搵工人士數目不升反跌下，大家應不能夠就此得出美國勞工市場仍然疲弱的結論吧。

非勞動人口數目大升牽涉很多因素，筆者唯一結論是可能因為退休人士、學生及家庭主婦等人數上升拉高了非勞動人口數值。若果退休人士及家庭主婦也可重回職場，另外學生增加更代表未來勞動人口活力增強，那豈不是更利好未來就業市場的發展嗎？無論如何，筆者得出結論就是：參與率下跌並不反映就業復蘇緩慢，而更可能顯示未來勞動人口結構可能因此而獲得優化，避免現時一眾先進體一直擔心的職場人口老化問題。

由此可見，現時市場極為看淡耶倫加息的理據似乎不太足夠。最起碼，油價大跌令美企削人手的理據仍然疲弱。再者，2011年油價見頂至今，與油價關係較密切如製造業或零售行就業人口增長走勢一直平穩，可見油價回落是否令美國經濟轉壞仍然難下定論，而其他耶倫最擔心會窒礙就業市場復蘇的因素如勞動參與率低企似乎統統不成立。筆者不信耶倫不清楚實際情況，由此推斷，究竟耶倫葫蘆裡賣什麼藥？耶倫愈要淡化加息預期，小心市場愈是相信。但最後若果卻是如期6月加息，那會有什麼後果？大家想想。

劉振業  
環球金融市場部