

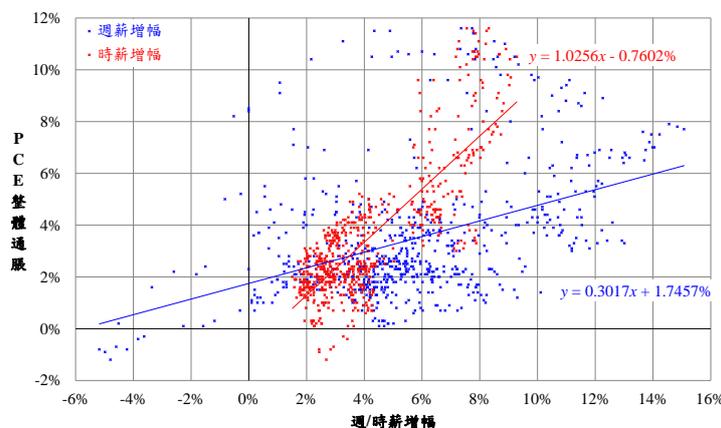
《信報》專欄〈一名經人〉

菲線效果未必無 只是油價更霸道

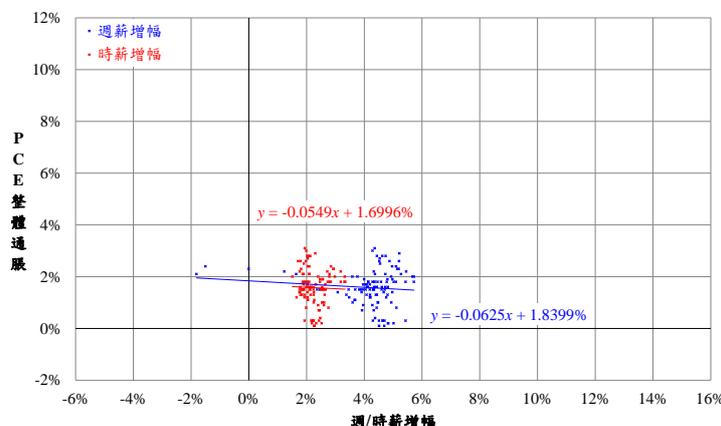
近年最教人費解的現象之一，是美國就業市場早已過熱，而工資增長亦開始加快，但通脹總是上不起來。傳統的理论不是這樣的。幾十年前菲臘普斯曲線 (Phillips curve) 已指通脹、失業率成反比，最起碼短線而言成立。即使 1970 年代的滯脹潮後有所質疑，今天最新版本的「新凱菲線 (New Keynesian Phillips curve)」也原則上保留這反比關係——只是將通脹與失業反比寫成通脹與產出正比，而失業與產出反比關係則另行確立。當代所討論的，乃是否這更新版本的曲線也告失效。今文找來相關數據以了解一下。

就業過熱、工資增長加快，這點人所共知。現在要問的是，緣何工資增長加快後，通脹也未見顯著升溫。工資的典型數據有平均週薪和平均時薪，若由有紀錄起看至今，其與通脹是的確有顯著正比關係的【圖一】。時薪較週薪更能推升通脹的原因很簡單：時薪升，週薪必升；但反之週薪升，可以是每週工時長了，而時薪未必升。由是之故，週薪升有時是假象，但時薪升則真有通脹壓力。無論如何，兩者歷來都有通脹壓力。

圖一：美國週、時薪增幅與通脹，1965-2018



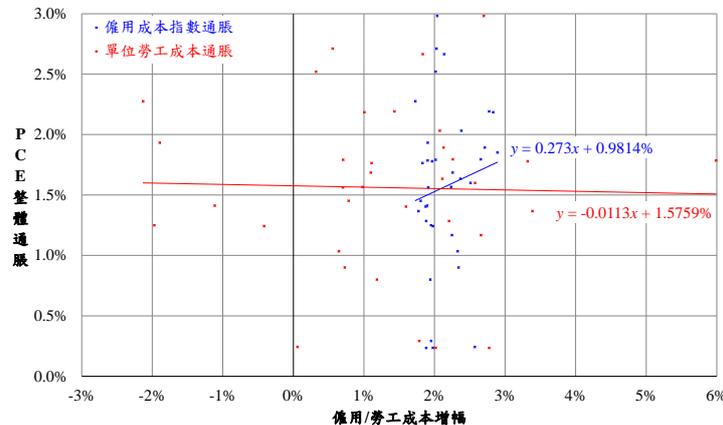
圖二：美國週、時薪增幅與通脹，2010-2018



不過，若只看 2010 年起至今的數據，情況大不同了，再看不出正比關係【圖二】。

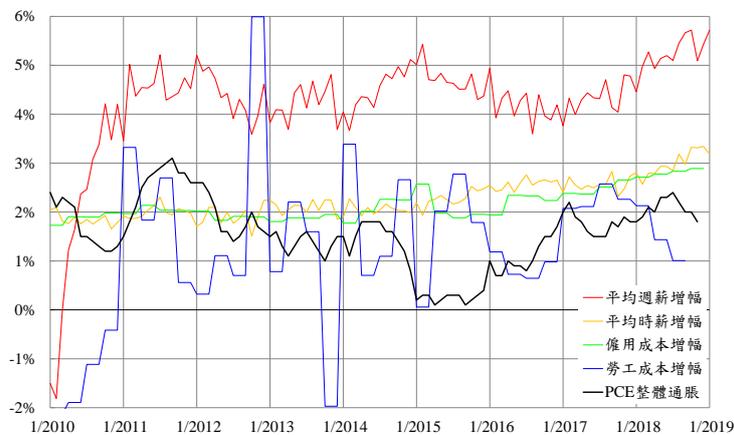
要是2009年起還有，2010年起就無了。這個現象似乎不關工資怎樣量度怎樣計的事。假使將週或時薪換上另兩典型的工資數據——僱用成本指數（ECI）和單位勞工成本，兩者的增長也難與通脹成反比【圖三】。前者驟看與通脹正比（藍線），但斜率不顯著，而實際上數點是垂直散佈的。鑒於PCE通脹跟CPI的走勢接近，再換實也分別不大。

圖三：美國僱用、勞工成本增幅與通脹，2010-2018

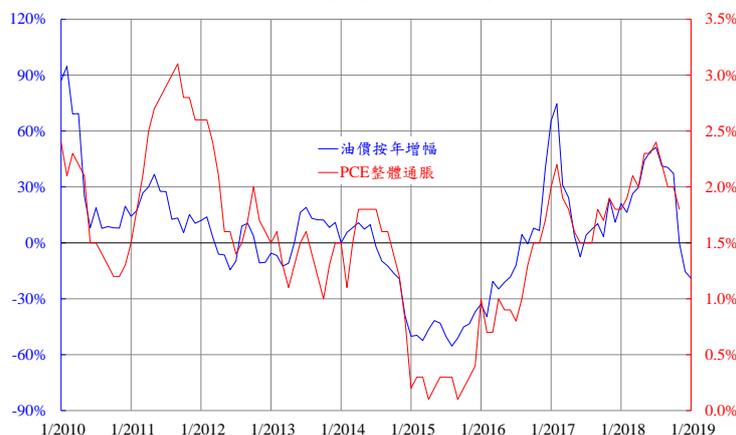


將上述提到的四項工資增長與通脹比，即見自2010年以來，無論水平還是上落，之間都不多脗合，僅單位勞工成本增長水平稍似【圖四】。不敢貿然說傳統理論失效，或者工資增長仍有推升通脹的可能，只是不及其他因素影響般大，這個推測又如何？

圖四：美國工資增幅與通脹



圖五：油價增幅與美國通脹



將油價增長與通脹一比，即見近幾年尤 2012 年起至今的關係相當密切，遠勝工資【圖五】。須知聯儲局就是參考這個通脹來制定政策。但無可否認，這通脹甚受油價等「非核心項目」所主導。故說了一輪，未必是什麼傳統理論失效，只是油價影響太大，即使傳統理論依然成立但仍被蓋過。如此一來，今後問息口，或先要問油價前景了。

羅家聰
環球金融市場部