

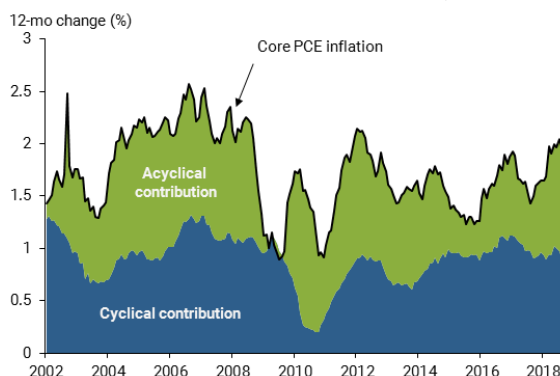
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 通脹壓力或短線 就業過熱風險現

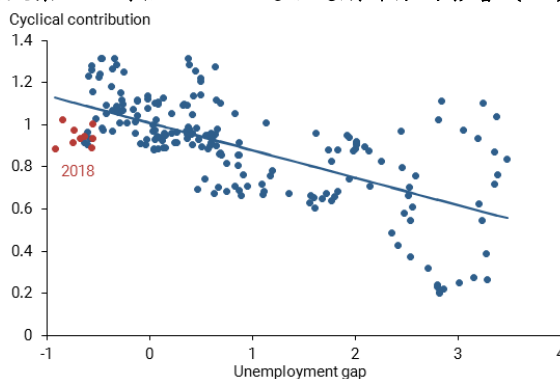
聯儲局鷹轉鴿，誠然過去半年整體通脹亦顯著回落，CPI 通脹由 2.9% 跌至 1.9%，PCE 通脹由 2.4% 跌至 1.8%。不過，核心通脹雖也回但顯然較硬，核心 CPI 通脹 2.2%，核心 PCE 通脹 1.9%。雖說政策目標是整體（PCE）通脹，但要可靠地判斷中期趨勢，還得參考扣除波動項目後的核心數字。核心通脹還會續跌嗎？單憑觀圖顯然難有結論，畢竟經濟數據不能套上技術分析。要是基本分析，倒大把入做。最近聯儲局便有研究，其中兩篇分別剖析核心通脹，和審視通脹、失業間的關係，今文借圖一談（見參考）。

首先，研究員將核心 PCE 通脹分為週期與非週期兩部分。週期部分反映整體經濟，較受貨幣政策所影響；而非週期部分則由偶發、個別因素帶動。觀圖所見，週期部分自 2012 年起穩定圍繞 1% 上落，而非週期部分則上落較大，近期也佔另外的 1%【圖一】。直觀而言，若較受貨幣政策影響的核心通脹週期部分穩定，照計也毋須刻意收水應對。那麼非週期部分包括什麼？研究指包括手機和金融服務等價格變化，但都一次性的。

圖一：美國核心 PCE 通脹的週期與非週期部分



圖二：美國失業缺口對核心 PCE 通脹週期部分的影響（%），2002-2018

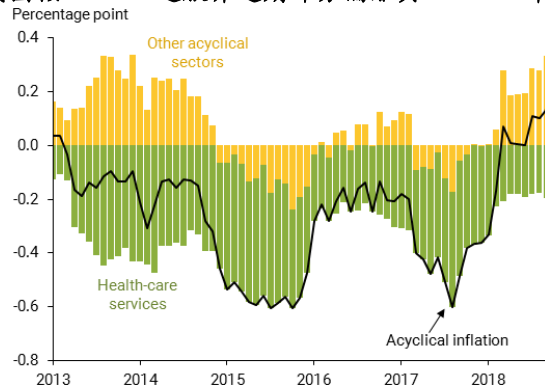


核心通脹的週期部分怎受政策影響？這要看菲臘普斯曲線，因為貨幣政策所做的，

其實只是在通脹與就業兩者間作取捨。如圖所見，十多年來兩者大致成反比【圖二】。即使去年通脹偏低，但仍處趨勢線的可信區間，而低於趨勢線意味通脹有升溫壓力。

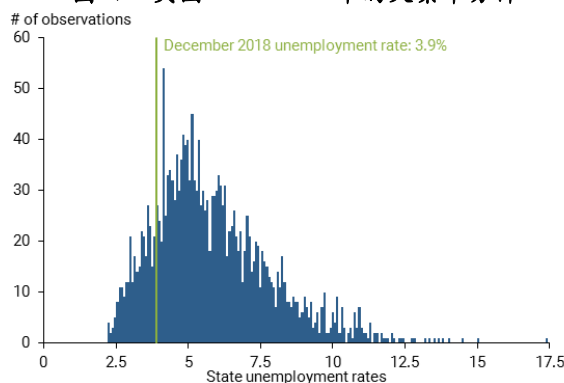
將非週期部分再拆細，即見近年主要由「其他非週期環節」帶動升溫，而另一大類「保健服務」則持續通縮【圖三】。然而，那些「其他環節」一般為時不久便會減退。從剛述所見，核心通脹的週期部分稍有升溫壓力，但非週期部分的升壓則料將短暫。

圖三：美國核心 PCE 通脹非週期部分偏離其 2002-07 年趨勢之程度



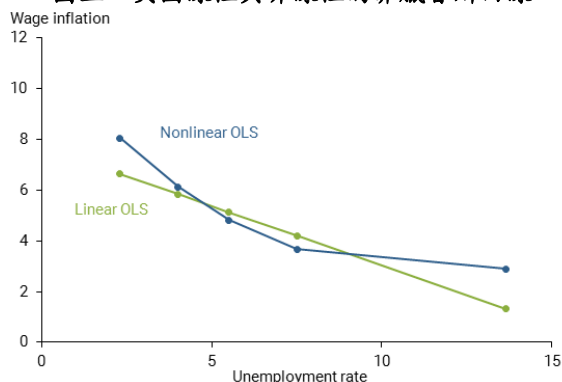
另一份研究亦從通脹、就業兩者的取捨出發。研究員首先做的，是點算打從 1991 年起的失業率分佈（之前數字受滯脹影響）。以此看，近期失業率屬過低水平【圖四】。學術界普遍相信通脹源頭主要兩個：一是失控的貨幣政策導致失控的通脹，屬惡性的；二是就業過熱所致，屬良性的，亦是核心性的。按道理說，核心通脹壓力將在後頭。

圖四：美國 1991-2016 年的失業率分佈



若再估算菲臘普斯曲線來判斷通脹，結果發現，教科書的線性版本傾向低估通脹，以目前 3、4% 失業率計，工資通脹僅 6、7%；但若按非線性的估算，則可高達 6 至 8%【圖五】。留意工資通脹一般較整體通脹高，以最新數字計，各類資薪增長介乎 3.x% 至 4.x%，高出整體通脹 2%。無論如何，6 至 8% 估算工資增長已高出實際數字，換言之，核心通脹是有升溫壓力的。而這發現和結論竟跟上述另一研究（圖二）的不謀而合。

圖五：美國線性與非線性的菲臘普斯曲線



目前唯一可對通脹樂觀的是仍僅限於非週期部分，但亦難保會否演變成週期部分。因此，今天炒結束加息週期一回事，他朝會否因通脹升溫而被迫翻手追加亦難講矣。

參考：

1. Adam Shapiro (2018). “Has Inflation Sustainably Reached Target?” FRBSF Economic Letter 2018-26, November 26.
2. Sylvain Leduc, Chitra Marti, and Daniel J. Wilson (2019). “Does Ultra-Low Unemployment Spur Rapid Wage Growth?” FRBSF Economic Letter 2019-02, January 14.

羅家聰  
環球金融市場部