

台北外匯市場發展基金會委託計畫

疫情後美國通膨上揚現象分析與通膨 展望

研究人員*：謝才雄

日期： 中華民國一一二年一月

*中央銀行外匯局研究人員感謝任職單位長官與委託單位的指正與建議，本研究僅代表個人觀點，不代表中央銀行立場。

摘要

本次 COVID-19 疫情造成美國經濟及通膨遭遇歷史性的劇烈波動，從疫情爆發初期，美國經濟衰退幅度及速度亦前所未見，失業率升至二戰以來新高，經濟活動急凍。惟在美國經濟衰退後不到一年多的時間內，美國經濟快速復甦且呈現過熱跡象，通膨創 1980 年代以來新高，其中，有很多因素導致通膨持續上揚，惟在通膨上升的初始階段時，市場普遍認為通膨上行壓力不至於太高，2021 年甚至連 Fed 官員都認為通膨上揚僅為“暫時性”，2021 年 FOMC 經濟估測預期，2022 年僅會升息 4 碼，與 2022 年實際的升息 17 碼有極大落差，顯見 Fed 對通膨前景有著極度嚴重的誤判。

本次推升通膨之眾多因素，大致均可區分為需求面及供給面兩類。在需求面，大規模財政刺激政策致可支配所得大幅增加，及受惠極度寬鬆貨幣政策的房價、股價上漲帶來的財富效果及疫苗接種率提高後的解封政策，均推升消費者對商品及服務的需求。在供給面，全球供應鏈受明顯衝擊，包括運輸成本及運輸期間明顯增加、商品庫存大幅下滑、廠商難以取得關鍵零組件導致無法生產等；此外，美國前所未有的勞動市場缺工情況亦加劇了薪資成長及通膨上行壓力。

惟 2022 年起全球供應鏈中斷情況明顯舒緩，包括供應商交貨時間、塞港情況均有改善，另在美國與疫情相關財政刺激政策逐步退場，及相關疫情因素淡化所致的消費行為由商品轉向服務支出，使商品通膨約於 2022 年上半年觸頂後開始明顯放緩，惟整體通膨仍相當強勁，主要來自服務通膨強勁成長，其中，勞動市場持續緊俏帶動薪資強勁成長，使服務通膨變為後續支撐整體通膨的關鍵因素。

若將美國核心通膨拆分成核心商品通膨及核心服務通膨來看，目前看來，核心商品通膨很高機率已在 2022 年 2 月見頂，惟核心服務通膨仍持續扮演著推升核心通膨的關鍵角色。相對於核心商品，核心服務通膨占核心通膨約 2/3，致核

心通膨仍維持在相對高檔。影響美國核心服務通膨主要有 3 項因素，包括醫療保健通膨、住房通膨及薪資成長，目前預估醫療保健通膨 2023 年仍有上行風險，惟住房通膨將於 2022 年冬季或 2023 年第 1 季放緩，而薪資成長將是影響服務通膨及整體通膨後續走勢的關鍵因素。

本文主要分為四大部分：第一部分為介紹本次 COVID-19 疫情對經濟及通膨造成的衝擊，及與過往景氣循環不同之處；第二部分探討本次疫情期間，全球供應鏈中斷對美國通膨之影響，及後續供應鏈中斷緩解後通膨的變化；第三部分將通膨拆解為商品通膨及服務通膨，並分析影響服務通膨之主要因素；最後一部分則為整篇報告之總結。

目 錄

壹、本次 COVID-19 疫情對美國經濟及通膨均帶來前所未見的衝擊.....	3
一、無論是供給面或是需求面均遭遇巨大衝擊.....	3
二、本次疫情期間，經濟衰退與復甦相較過往景氣循環主要不同之處.....	5
貳、分析全球供應鏈中斷對美國通膨之影響	7
一、全球價值鏈重要性提高，致供應鏈更為分散且易受衝擊.....	7
二、本次疫情期間，供給面受限之主要因素探討.....	8
三、全球供應鏈深受半導體產業所影響.....	9
四、俄烏戰爭造成通膨壓力進一步上升.....	13
五、2022 年供應鏈中斷情況逐漸得到舒緩，商品通膨轉為下行.....	14
參、美國服務通膨分析及展望	17
一、美國勞動市場及薪資成長分析.....	17
二、左右核心服務通膨之主要因素.....	22
肆、結論及心得	26
參考文獻.....	30

圖目錄

圖1、美國整體通膨及核心通膨.....	3
圖2、美國個人名目可支配所得.....	4
圖3、全球供應鏈壓力指數.....	4
圖4、美國服務消費距衰退前高點之幅度.....	5
圖5、美國耐久財消費距高點幅度.....	6
圖6、美國IHS Markit未完成訂單.....	6
圖7、美國IHS Markit供應商交貨時間.....	6
圖8、全球價值鏈相對全球貿易總額.....	7
圖9、美國汽車庫存.....	8
圖10、航運運費價格.....	9
圖11、美國汽車產量及新車價格.....	10
圖12、美國未完成訂單與PPI通膨.....	11
圖13、美國供應商交貨時間與PPI通膨.....	11
圖14、美國依賴/未依賴半導體作為原料之產業.....	12
圖15、美國商品及耐久材價格年率.....	14
圖16、美國零售業庫存銷售比(不含汽車).....	15
圖17、受供應鏈瓶頸影響商品對美國核心通膨之貢獻.....	16
圖18、美國失業率及勞動力參與率.....	17
圖19、美國職缺數及職缺數相對失業人口比.....	19
圖20、美國核心通膨及分項.....	22
圖21、美國新建住宅推升住屋供給.....	23
圖22、美國租金年增率(依人口密度區分).....	24

前言

本次 COVID-19 疫情於 2020 年初數月間快速擴散全球，為抑制疫情進一步升溫，各國當局採取各類封鎖措施，使人流、物流受到明顯限制，導致經濟活動驟降，供給及需求急遽下滑，有別於過往經濟衰退普遍為典型的需求衰退，本次疫情所引發的經濟衰退係由供給面中斷所引起並快速延伸至需求面，衰退幅度亦前所未見。

在本次 COVID-19 疫情引發的經濟衰退後一年多不到的時間內，美國經濟快速復甦且呈現過熱跡象，通膨創 1980 年代以來新高，其中，有很多因素導致通膨持續上揚。惟在通膨上升的初始階段時，市場普遍認為通膨上行壓力不至於太高，2021 年甚至連 Fed 官員皆誤判通膨上揚僅為“暫時性”；當時 FOMC 經濟估測顯示，預期 2022 年全年會升息 4 碼，直到 2022 年承認錯估通膨情勢，遂以激進升息方式(2022 年共升息 17 碼)來壓低通膨，而本次推升通膨之因素，主要可區分為需求面及供給面兩類。

在需求面，大規模財政刺激政策致可支配所得大幅增加，及受惠極度寬鬆貨幣政策的房價、股價上漲帶來的財富效果及疫苗接種率提高後的解封政策，均推升消費者對商品及服務的需求。

在供給面，全球供應鏈受明顯衝擊，包括運輸成本及運輸期間明顯增加、商品庫存大幅下滑、廠商難以取得關鍵零組件導致無法生產等；此外，美國前所未有的勞動市場缺工情況亦加劇了薪資成長及通膨上行壓力。

惟目前市場對於供應鏈及其他管道對通膨影響程度並無一致共識，對此，Giovanni, Julian di (2022)分析¹，自 2019 年至 2021 年美國通膨上揚，約 60% 來自對商品需求的增強，其餘來自供給端因素，進一步擴大高需求對價格的影響。整體而言，疫情後通膨急遽上升，係同時受供給面及需求面因素所致；另指出，僅靠財政刺激政策及其他需求面因素，而未發生與疫情相關之供給端限制，是無法將通膨推升至如此高水準。

¹ Giovanni, Julian di (2022), “How much did Supply Constraints Boost U.S. Inflation?” *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, Aug. 24.

2022 年初市場原預期，隨著經濟逐步解封、疫情相關的財政刺激政策退場及疫情因素淡化，勞工料逐漸重返職場，有助舒緩勞動力短缺、供應鏈瓶頸問題，商品價格將朝疫情前趨勢回落，並進一步壓低通膨；惟 2022 年 2 月底發生俄烏戰爭導致能源及農糧價格急速上漲，並使供應鏈中斷情況惡化，令通膨壓力居高不下。

儘管 2022 年中左右，隨著供應鏈逐漸緩解，二手車、新車、電子產品、家電等先前供不應求的商品，轉為供過於求，亦使相關商品價格確實出現明顯回落，惟服務通膨開始轉為推升通膨的主因。2022 年 12 月 FOMC 會議，Fed 將政策利率目標區間提高至 4.25%~4.5%，且預期 2023 年持續將政策利率維持在高檔一段時間。

目前市場普遍預期，在 Fed 持續執行強力緊縮貨幣政策下，通膨將持續回落，有鑑於商品通膨朝疫情前水準的下行趨勢已明顯成形，惟服務通膨僅略為趨緩且占比偏高的房租反映相對滯後，致服務通膨對整體通膨仍有相對支撐力道，後續整體通膨放緩程度或將很大程度取決於服務通膨發展。

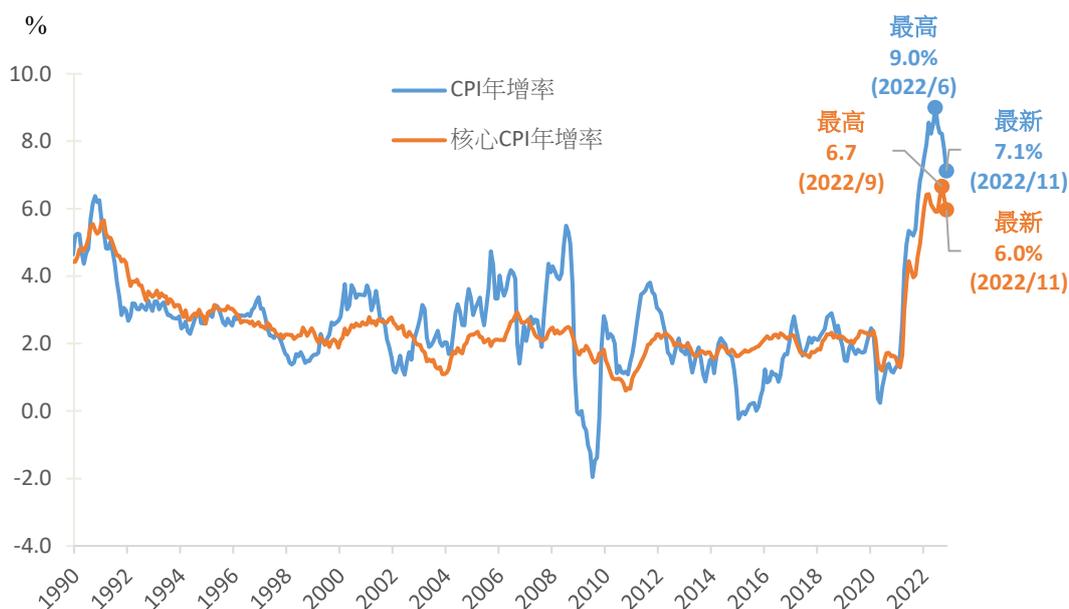
壹、本次 COVID-19 疫情對美國經濟及通膨均帶來前所未見的衝擊

一、 無論是供給面或是需求面均遭遇巨大衝擊

本次 COVID-19 疫情所引發的經濟衰退及後續復甦，相較於過往經濟衰退均是前所未見的，主要係因疫情及相關政策所導致消費行為的改變。封鎖措施意味著民眾移動減少，無論是工作、休閒、外食或娛樂等活動，導致經濟活動驟降，供給及需求急遽下滑，美國經濟衰退速度及幅度均是相當罕見的。

然而，在本次 COVID-19 疫情引發的經濟衰退後一年多不到的時間內，美國經濟快速復甦且已有過熱跡象，通膨創 1980 年代以來的新高(圖 1)，其中，有很多因素導致通膨持續上揚，主要可區分為需求面及供給面兩類。

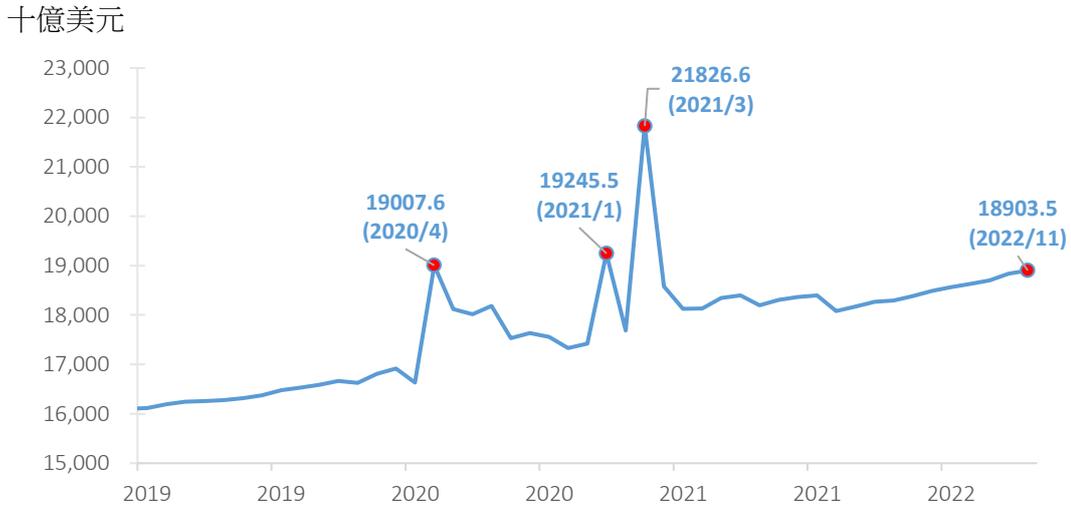
圖 1 美國整體通膨及核心通膨



資料來源：FRED, St. Louis Fed

在需求面，大規模財政刺激政策致可支配所得大幅增加(圖 2)，及受惠 Fed 極度寬鬆貨幣政策的房價、股價上漲帶來的財富效果，及疫苗接種率提高後的解封政策，均推升消費者對商品及服務的需求。

圖 2 美國個人名目可支配所得



資料來源：FRED, St. Louis Fed

在供給面，全球供應鏈受明顯衝擊，導致供應鏈瓶頸惡化²(圖 3)，包括運輸成本及運輸期間明顯增加、商品庫存大幅下滑、廠商難以取得關鍵零組件導致無法生產等；此外，美國前所未有的勞動市場缺工情況亦加劇了薪資成長及通膨上行壓力。

圖 3 全球供應鏈壓力指數



資料來源：NY Fed, Bloomberg

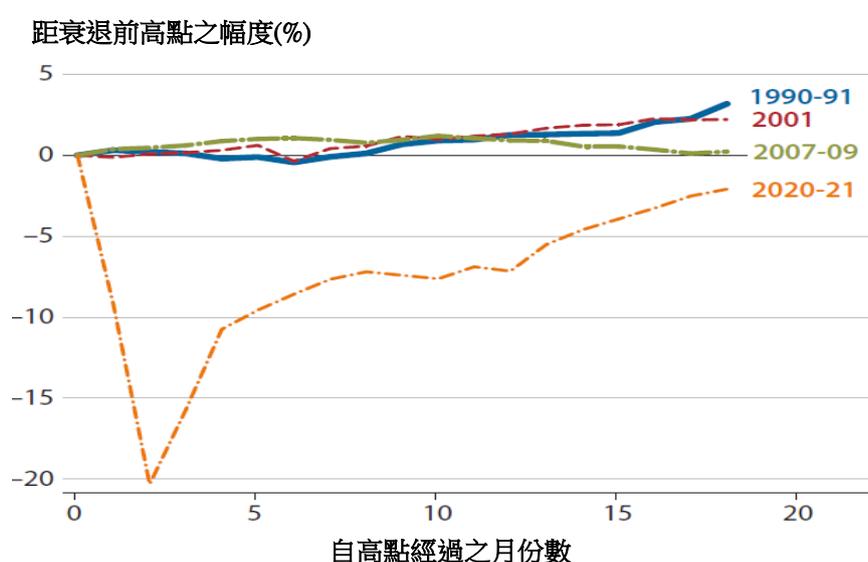
² 此處以 NY Fed 編制之全球供應鏈壓力指數作為衡量全球供應鏈中斷情況，主要考量運輸成本、與供應鏈關係密切國家之經理人採購指數中的供應商交貨時間、未完成訂單及庫存等項目。

二、 本次疫情期間，經濟衰退與復甦相較過往景氣循環主要不同之處

(一) 受疫情影響，消費型態明顯不同

首先是消費型態轉變，消費支出由服務消費顯著地移轉至耐久財消費。與過往 3 次美國經濟衰退期間服務消費平穩的情況相比，本次經濟衰退初期伴隨著嚴重的服務消費衰退，惟隨著封鎖措施放寬及疫苗接種率提高，服務消費開始穩步回升(圖 4)。

圖 4 美國服務消費距衰退前高點之幅度



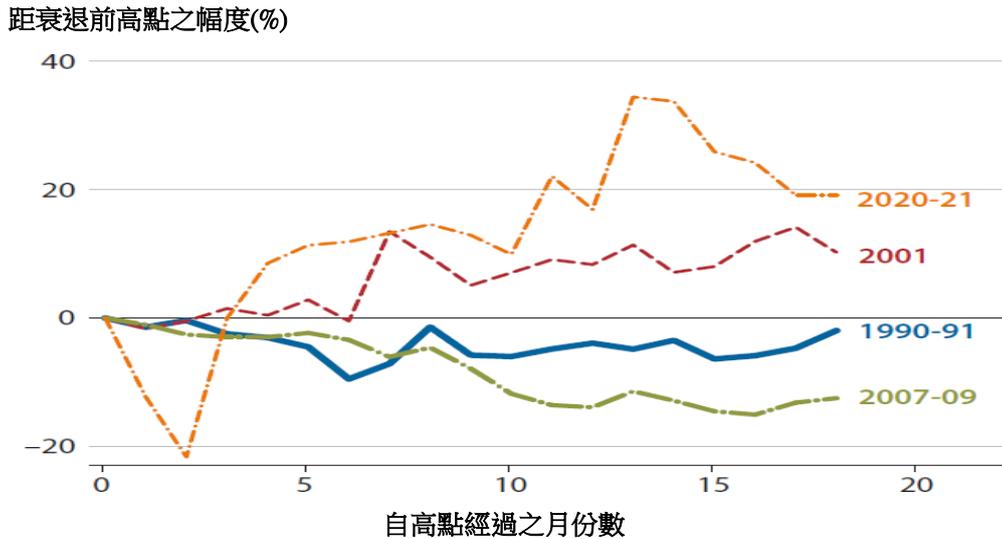
資料來源：St. Louis Fed

(二) 本次耐久財消費快速復甦且異常強勁

一般而言，過往美國經濟衰退時期，耐久財消費傾向滑落並在經濟復甦初期持續維持於低檔，因消費者在經歷經濟衰退後，可支配所得降低且消費信心低迷，以致傾向延後消費此類商品。

惟本次經濟衰退不久後，由於大規模財政刺激政策使可支配所得大幅增加及超寬鬆貨幣政策所創造之財富效果，加以疫情改變之生活型態，消費行為由服務大幅移轉至商品支出，導致耐久財消費即快速復甦並呈強勁成長(圖 5)。

圖 5 美國耐久財消費距高點幅度



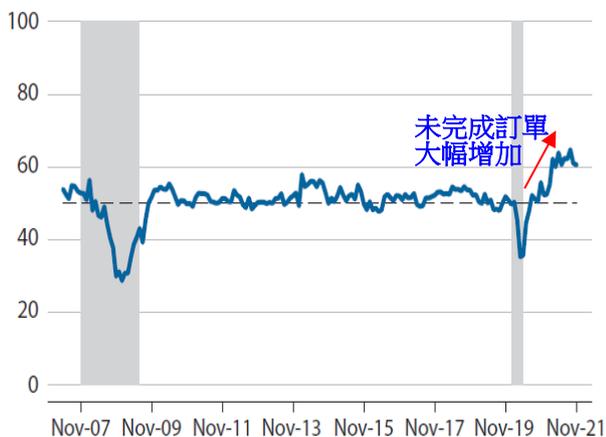
資料來源：St. Louis Fed

(三) 全球供應鏈中斷嚴峻情況乃前所未見

除消費的移轉外，耐久財需經複雜的供應鏈製造，亦是導致供應鏈瓶頸惡化的因素之一。本次疫情衰退期間未完成訂單(Backlogs)及供應商交貨時間(Supplier Delivery Times)，與 2008 年全球金融危機期間明顯不同。

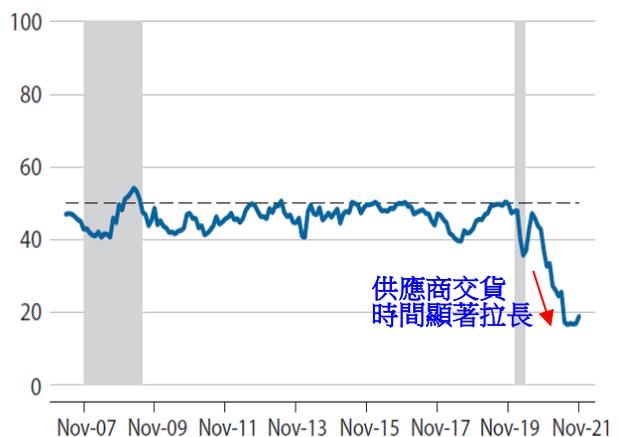
過往經濟衰退普遍為典型的需求衰退，因此，在經濟衰退期間，供應商交貨時間縮短、未完成訂單減少，並在經濟復甦後，未完成訂單回升、供應商交貨時間延長，2 指標僅大致回復至衰退前水準；惟本次景氣復甦後，因受供應鏈中斷的嚴峻衝擊，供應商交貨時間顯著拉長、未完成訂單增速亦遠高於疫情前水準(圖 6、圖 7)。

圖 6 美國未完成訂單



資料來源：St. Louis Fed

圖 7 美國供應商交貨時間



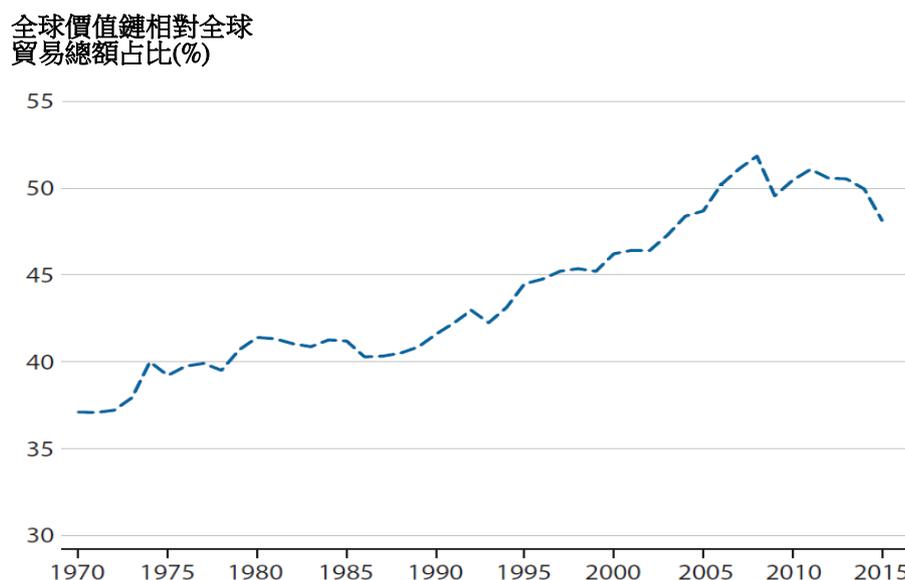
資料來源：St. Louis Fed

貳、分析全球供應鏈中斷對美國通膨之影響

一、 全球價值鏈重要性提高，致供應鏈更為分散且易受衝擊

對耐久財需求的快速攀升，以及疫情散佈全球暴露出該類商品生產鏈的脆弱性。過去數十年來，耐久財生產鏈變得較為分散，嚴重依賴全球價值鏈(Global Value Chain, GVCs)，相較於在本國製造所有零件，企業可將部分生產過程外包至其他國家，自 1970 年代以來，全球價值鏈相對全球貿易總額占比持續上升，儘管近 10 年自高檔略為回落，惟整體而言，全球價值鏈已在全球貿易上扮演重要角色(圖 8)。

圖 8 全球價值鏈相對全球貿易總額



資料來源：St. Louis Fed

儘管全球價值鏈深化帶來利益，因企業可藉由外包部分生產取得更多利益，惟當生產過程的特定階段受到衝擊時，衝擊將順著全球價值鏈傳播並對下游企業造成影響。上述風險確實發生於全球採取封鎖措施的疫情期間，部分新興市場國家的低疫苗接種率、高額運輸成本及主要港口中斷，均對供應鏈造成額外壓力。

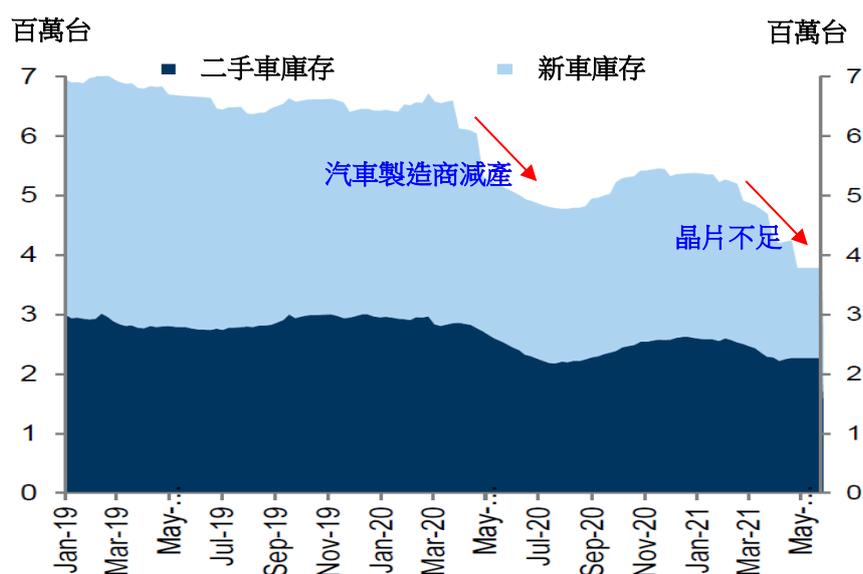
尤其是當供應鏈嚴重依賴一個或少數區域的特定原料(input)，上述風險將更加惡化。以半導體為例，絕大多數產品的技術進步，導致半導體成為整個經濟中極其重要的原料。然而，半導體的生產極度仰賴少數國家，例如，臺灣及中國大陸。

二、 本次疫情期間，供給面受限之主要因素探討

對以半導體作為原料的產品需求急遽增加，導致半導體相關產業產生嚴重的供應鏈瓶頸。有鑑於供應鏈遍布全球的特性，即便是需求微幅增強，亦可透過供應鏈特定部門擴散，並導至供應鏈嚴重受阻。Hatzius et al. (2021)指出³，本次疫情期間，供給面受限主要來自下列 3 因素：

1. 在疫情初期，企業因預期經濟將陷入衰退，選擇大幅縮減產能，甚至有一部分因疫情因素而直接停止生產。例如，汽車製造商在 2020 年中疫情初期即減少生產(圖 9)，並降低購買微晶片數量，亦導致晶片製造商亦壓低生產。

圖 9 美國汽車庫存

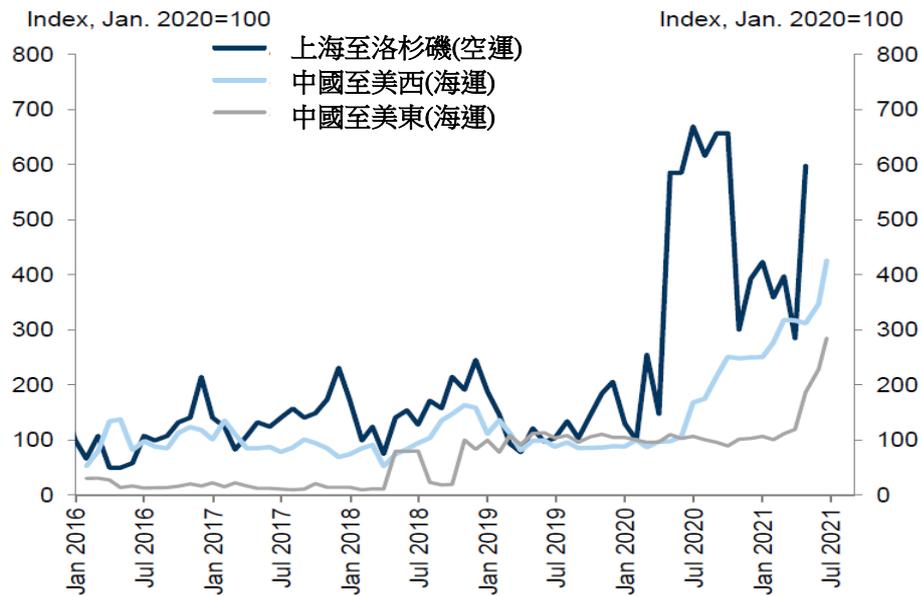


資料來源：Goldman Sachs

2. 供應鏈中斷抑制生產，尤其是全球半導體短缺，影響許多消費品，包括電子產品、家電及汽車。晶片短缺導致汽車產量於 2021 年再次下滑，加以強勁的需求，使汽車(含新車及二手車)整體庫存降至極低水準(圖 9)。
3. 全球航運產業在疫情期間遭遇諸多問題，包括船舶不足、蘇伊士運河阻塞、塞港及重要港口爆發疫情，均導致航期拉長並大幅推升運價(圖 10)。

³ Hatzius et al. (2021), "Supply Chain Disruptions and the Inflation Outlook," *Economics Research*, Goldman Sachs, Jun. 27.

圖 10 航運運費價格(2020 年 1 月 = 100)



資料來源：Goldman Sachs

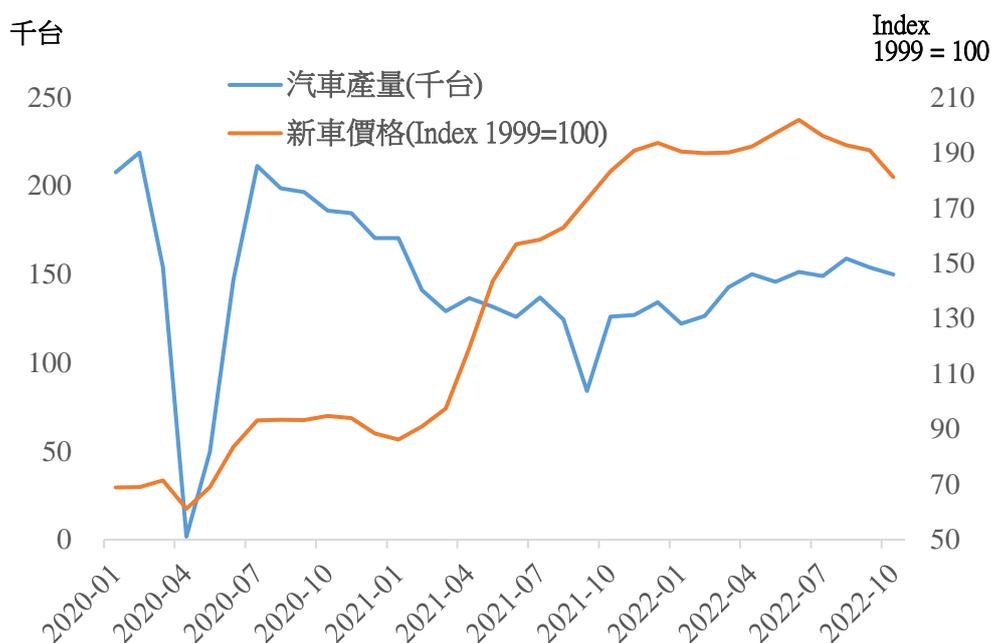
三、 全球供應鏈深受半導體產業所影響

針對本次疫情期間，全球供應鏈瓶頸最嚴重的領域，Leibovici and Dunn (2021)指出⁴，在探討供應鏈中斷對通膨影響時，半導體產業為其中重要因素，因(1)半導體或是微晶片廣泛用於電腦、玩具及汽車等商品，據統計，在 226 個製造業部門中約有 1/4 使用半導體為直接原料，且該等部門產出占製造業總產出 39%；(2)在許多部門中，半導體為生產的關鍵零件，即便半導體僅占原料成本的小部分，惟缺少半導體將導致相關商品的生產停止，因半導體並無其他的替代品且要提升產能相當耗費成本，因此，依賴半導體生產的產業在短期內對於半導體缺貨無能為力。

以汽車為例，儘管每輛車的微晶片價值僅數百美元，占整車價格比例極低，卻無法在沒有晶片的情況下生產，本次疫情期間，半導體的缺貨導致汽車產量嚴重受限，並大幅推高汽車價格(圖 11)。

⁴ Leibovici, Fernando and Jason Dunn (2021), "Supply Chain Bottlenecks and Inflation: The Role of Semiconductors," *Economic Synopses*, No. 28, Federal Reserve Bank of St. Louis, Dec. 16.

圖 11 美國汽車產量及新車價格



資料來源：FRED, St. Louis Fed

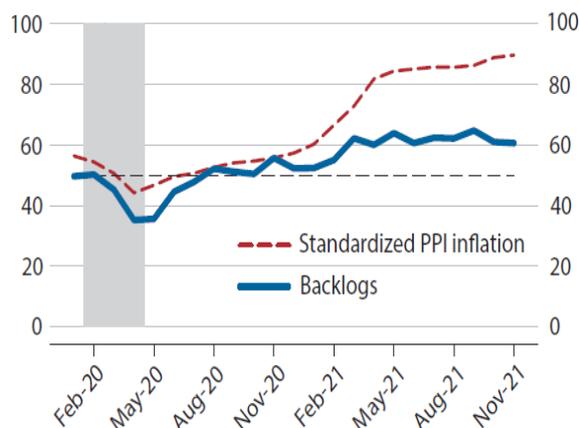
(一) 以採購經理人指數(PMI)檢視供應鏈中斷情況

Santacreu and LaBelle (2022)衡量供應鏈中斷情況⁵，主要藉由 IHS Markit 採購經理人指數中的未完成訂單及供應商交貨時間。未完成訂單偏高通常代表著需求正以生產廠商無法因應的速度增加；反之，若未完成訂單偏低則很可能意味著需求疲弱，導致廠商存在閒置產能，供應商交貨時間亦適用類似的邏輯，交貨時間越長意味著供不應求的情況越嚴重，將導致貨品價格及通膨上行壓力增加。

有關本次疫情期間的供應鏈中斷，主要有以下特色：(1)由未完成訂單及供應商交貨時間 2 項指標可知，供應鏈瓶頸主要於 2021 年 1 月開始惡化；(2) 2 指標與生產者物價指數 (Producer Product Index, PPI)通膨指標相關性高，自 2020 年 1 月至 2021 年 11 月，2 指標與 PPI 相關性皆高達約 90%(圖 12、圖 13)；(3)供應鏈中斷及其對 PPI 通膨的影響，在各產業表現不一，例如，製藥業的供應鏈瓶頸相對穩定；惟科技設備、汽車產業及汽車零組件等部門的供需不匹配情況相當嚴重。

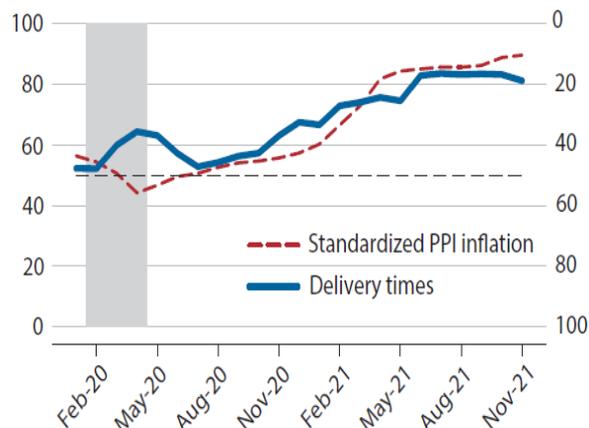
⁵ Santacreu, Ana Maria and Jesse LaBelle (2022) “Global Supply Chain Disruptions and Inflation During the COVID-19 Pandemic,” *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Apr. 21.

圖 12 美國未完成訂單與 PPI 通膨



資料來源：St. Louis Fed

圖 13 美國供應商交貨時間與 PPI 通膨



資料來源：St. Louis Fed

(二) 越依賴斷鏈嚴重國家進料之產業所受衝擊及通膨壓力更大

Santacreu and LaBelle (2022)指出⁶，若美國某產業更依賴從供應鏈中斷嚴重的國家進口中間財，則該產業更易受到供應鏈中斷所衝擊，並且該產業 PPI 通膨更為顯著。

該研究顯示，本次 COVID-19 疫情期間供應鏈中段情況是前所未見的，消費支出大幅移轉至耐久財，且高度依賴外國供應商製造該類商品，導致供需失衡最終推升價格；另越依賴供應鏈中斷嚴重的國家進口原料的產業經歷更明顯的 PPI 通膨上行壓力。

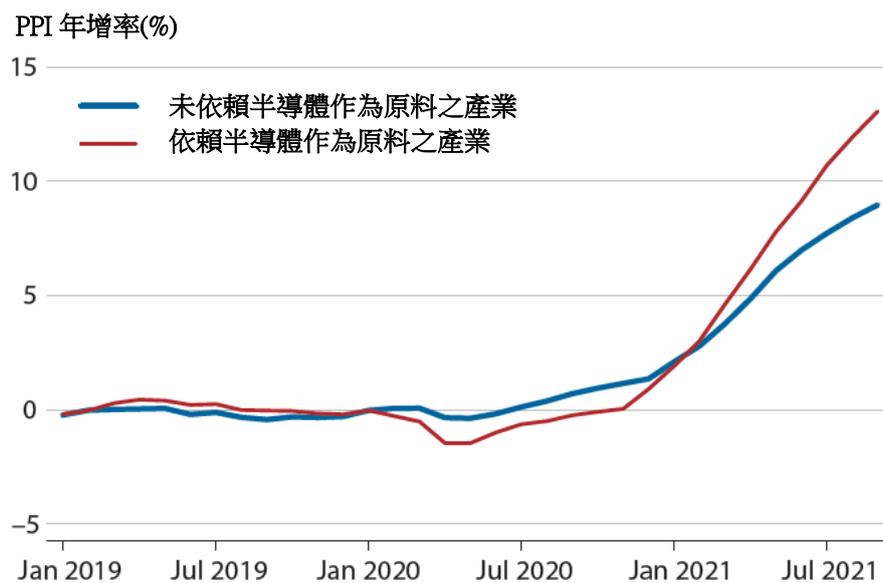
儘管供應鏈中斷對美國產業影響甚鉅，惟不同產業亦遭遇程度不一的供應鏈中斷影響，以製造業(汽車、汽車零組件、科技產品)及非製造業為例(製藥業)為例，疫情期間的生活型態改變、財政刺激措施及供應鏈中的關鍵原料(半導體)短缺，導致電腦、電子產品及汽車等供需失衡情況加劇，引發價格及相關產業 PPI 通膨更陡峭地上升；相反的，製藥業供應鏈瓶頸及 PPI 通膨均相對穩定。

針對疫情期間，全球供應鏈中斷對美國產業 PPI 通膨的影響，該研究指出，對國外供應鏈瓶頸的暴險，在供應鏈中斷對美國物價影響的傳遞效果上確實扮演重要角色。越依賴那些受供應鏈中斷影響嚴重的國家進口原料的產業，將因無法因應需求而發生價格大幅上漲的情況。然而，無論由供應鏈中斷所引發的通膨是暫時性或更持久的，均取決於供應鏈中斷復原的情況是否足以因應需求。

⁶ 同註5

Leibovici and Dunn (2021)亦有相似之研究⁷，該研究針對美國(1)未使用半導體作原料的 170 個製造業及(2)使用半導體作原料的 56 個製造業，比較兩類製造業之價格變動。研究顯示，自 2019 年初至 2020 年底，兩類製造業價格變動相似；自 2021 年起，儘管兩類製造業價格均有所上升，惟使用半導體作為原料之產業 PPI 價格增速明顯較快(圖 14)。

圖 14 美國依賴/未依賴半導體作為原料之產業



資料來源：St. Louis Fed

⁷ 同註4

四、 俄烏戰爭造成通膨壓力進一步上升

2021 年美國通膨受供應鏈瓶頸衝擊已導致通膨大幅上升，並於 2022 年 2 月底俄烏戰爭爆發後進一步上揚。有鑑於俄羅斯為重要原物料生產國，如鈹、煤、鎳及鋁等礦產、燕麥、小麥等農糧及石油、天然氣等能源。

其中，俄羅斯天然氣及石油產量分別占全球總產出 17% 及 11%，皆為全球第 2 大生產國；而上述諸多礦產亦為重要工業金屬；由於俄羅斯和烏克蘭合計小麥、玉米及向日葵油出口之全球占比分別為 29%、19% 及 80%，外界對俄烏戰爭影響該 2 國農糧產量之擔憂，亦導致國際農糧價格大幅上漲。

因此，俄烏戰爭對全球經濟衝擊，主要係藉由能源及大宗商品價格上漲推升通膨。自俄烏戰爭爆發後，相關大宗原物料供應受阻，以致能源、金屬及農糧價格勁揚，引發各國輸入性通膨壓力，並對全球通膨帶來極大壓力。

Shapiro, Adam Hale (2022) 研究即顯示⁸，長期而言，美國通膨變動主要受供給面衝擊之影響，例如：2008 年及 2022 年全球原物料價格大幅上漲，供給面衝擊明顯使通膨上揚；而 2015 年全球能源價格急跌，供給面衝擊對通膨轉為負向影響；惟美國經濟衰退期間需求面衝擊對通膨呈負向影響；並指出，2022 年通膨主要反映俄烏戰爭及全球供應鏈瓶頸等供給面衝擊之影響。

另一方面，需求面衝擊對美國整體 PCE 年增率之影響相對較小且穩定，惟美國經濟衰退期間需求面衝擊對通膨明顯呈負向影響，例如，2020 年 4 月至 6 月通膨下滑主要即是受需求面衝擊影響。

⁸ Shapiro, Adam Hale (2022), "How Much Do Supply and Demand Drive Inflation," *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Jun. 21.

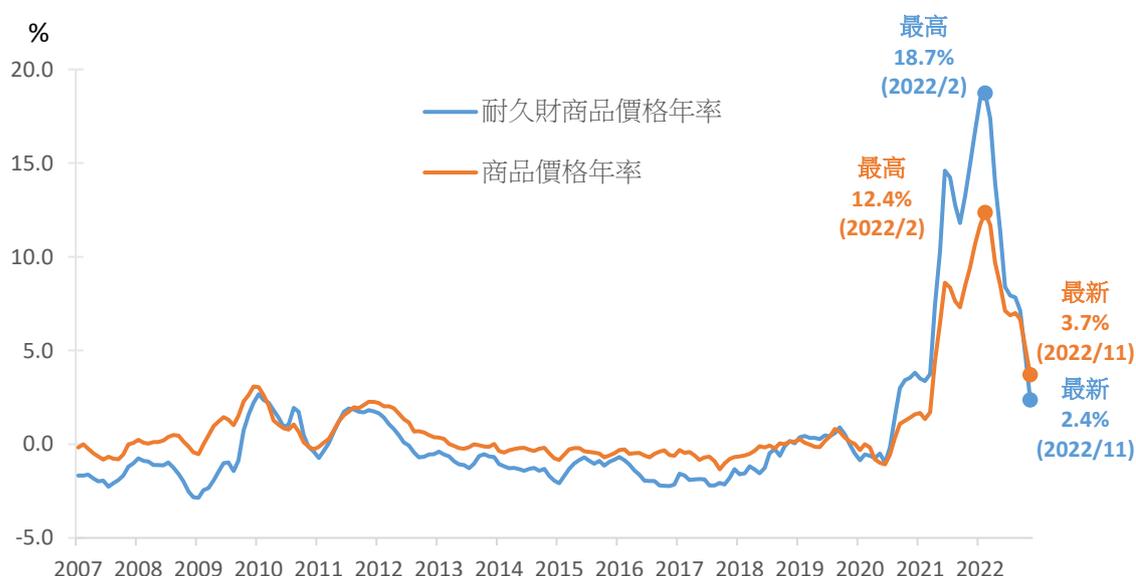
五、 2022 年供應鏈中斷情況逐漸得到舒緩，商品通膨轉為下行

疫情所導致的供應鏈中斷，使二手車、新車、消費性電子商品、家電、家俱等部分商品價格明顯高於疫情前趨勢，2022 年該等商品價格隨著供應鏈緩解，正逐漸重返或至少部分回復至疫情前之趨勢，意味著先前一次性價格衝擊所導致的通膨，日後將變成壓低通膨的因素。

在美國在疫情期間推出的財政刺激政策逐步退場，及疫情因素淡化後消費支出由商品大幅移轉至服務下，商品供需由原先的供不應求轉為供過於求，此亦反映在近幾個月美國商品價格快速回落上。

此外，在需求面，疫情期間下游廠商因缺乏部分原料，導致出現重複下單的情況，在 2022 年下半年供應鏈中斷明顯緩減後，皆紛紛開始取消訂單，目前已可見到無論是消費性商品或耐久財商品價格均出現明顯回落現象(圖 15)。

圖 15 美國商品及耐久財價格年率



資料來源：FRED, St. Louis Fed

由於本次疫情期間，企業為因應耐久財商品需求暴增，致供應鏈中關鍵產業透過大幅擴廠或購置機台等提高產能，例如，半導體產業在 2022 年下半年或 2023 年開出大量產能，或是因疫情因素而導致塞港或物流阻塞，使航運業訂購大量船隻(預期在

2023 年大量交船)，皆將導致在 2022 年耐久財商品需求明顯趨緩後，進一步強化價格的下行壓力。

(一) 美國供應鏈已有顯著改善⁹

目前看來，隨著全球供應鏈瓶頸逐漸緩解，美國核心商品通膨率似於 2022 年 6 月達到高峰，首先，美國供應商交貨時間已顯著改善，包括 ISM 製造業材料製造商平均交貨時間已由 100 天下降 6 天至 94 天，惟仍高於疫情前趨勢的 60 天；另先前美國港口嚴重擁塞情況亦大幅改善，目前洛杉磯港已幾乎沒有正在等待入港的停泊船舶，大幅低於 2021 年底的平均 40 艘，港口平均等待卸貨噸位數亦已自高峰下降近 75%。

再則，美國商品零售庫存已自疫情期間低迷水準回升(圖 16)，自 2021 年第 2 季起商品需求正常化，商品消費支出(年化後)減少約 1,370 億美元，累計降幅達 2.4%，並使零售商庫存增加。

圖 16 美國零售業庫存銷售比(不含汽車)



資料來源：Goldman Sachs

此外，半導體產業為本次供應鏈中斷最主要因素之一，使得該產業致力於提升產能利用率及擴產，連帶資本支出亦大幅增加，而疫情期間產出嚴重受阻的汽車產業亦

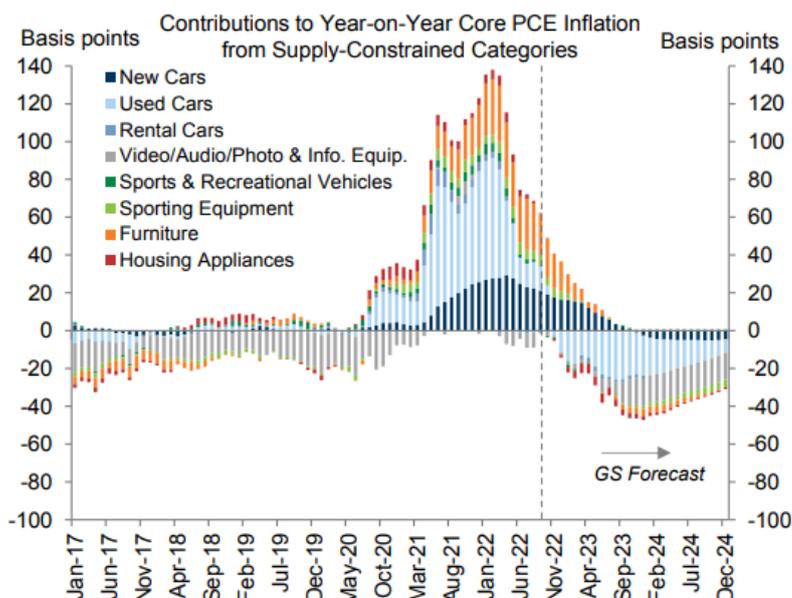
⁹ Hill, Spencer et al. (2022), “2023 Inflation Outlook: Finally Falling,” *US Economics Analyst*, Goldman Sachs, Nov. 13.

受惠於半導體產能改善，致汽車產量增加及庫存水準回升，美國汽車價格已有明顯下滑，尤其是二手車。

車用半導體出貨量恢復至長期趨勢水準，目前全球車用品片供應量已自 2019 年水準成長 40%，考量車用半導體相對汽車生產之領先關係，美國汽車產量還會進一步增加。2022 年在新車供應逐步增加下，二手車價格已自同年 1 月峰值回落 5%；且另根據拍賣價格資訊，二手車價格料進一步下跌，至 2023 年底時，價格年率降至-15%。新車相較於二手車的價格溢價，在二手車價格回落後逐漸恢復正常，應有助於壓低新車價格。

Hill, Spencer et al. (2022)預期¹⁰，受供應鏈瓶頸影響之相關商品類別對美國核心通膨貢獻，將由 2021 年~2022 年正貢獻至 2023 年轉為負貢獻(圖 17)，另大宗原物料價格下跌及強勢美元亦將壓低核心通膨；整體而言，預期供應鏈瓶頸緩解後相關產品價格將持續走跌，對核心通膨的拖累效果將持續 1 年以上；其中僅汽車價格下降拖累通膨幅度可能縮小 50%，其餘產品的拖累效果則幾乎沒有消退，此暗示未來可能出現更大幅度的商品通縮。

圖 17 受供應鏈瓶頸影響商品對美國核心通膨之貢獻



資料來源：Goldman Sachs

¹⁰ 同註9

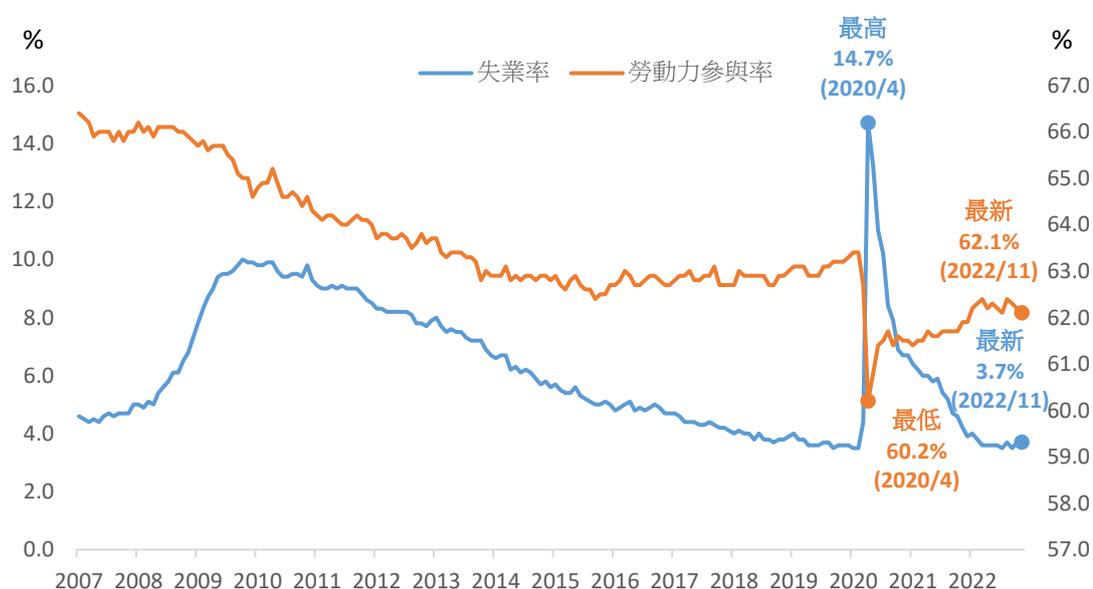
參、美國服務通膨分析及展望

一、美國勞動市場及薪資成長分析

鑑於美國經濟成長動能有絕大多數來自內需消費，因此，美國勞工所得及薪資成長將是決定民眾消費能力的關鍵因素。本次疫情對全球各國，包含美國勞動市場造成前所未見的巨大衝擊，儘管部分衝擊在疫情因素淡化後或可恢復至疫情前狀態，惟仍造成許多不可逆之結構性改變，例如，大量勞工於本次疫情期間提前退休、企業在疫情期間創造新營運模式、及遠距上班等模式，均可能造就勞動市場供需及薪資成長的新常態。

受本次疫情影響，美國勞動市場供需出現不尋常的劇烈變動。首先 2020 年疫情爆發初期，美國政府祭出大規模防疫管制措施因應，致物資及人力流動短期內快速停滯，勞動市場情況亦急遽惡化，上千萬勞工面臨失業或退出勞動市場，使失業率於 2020 年 4 月一度飆升至 14.7%，創二戰以來新高，勞動力參與率則下降 3.2 個百分點至 60.2%，創 1970 年代以來新低(圖 18)。

圖 18 美國失業率及勞動力參與率



資料來源：FRED, St. Louis Fed

惟隨著美國疫苗接種率擴大、經濟逐步解封及各類需求回溫下，勞動需求強勁回升，失業率大幅下滑，惟仍有數百萬勞工尚未重返勞動市場，導致目前勞動力參與率

仍顯著低於疫情前水準，主因除人口結構老化外，亦反映提早退休人數大幅增加、生活型態改變及其他種種因素；在供需顯著不對等下，近期美國勞動市場面臨空前緊俏情況，勞工獲得更高的議價能力，導致勞動市場出現高職缺率、高離職率及巨大的薪資上漲壓力。

美國勞動市場緊俏亦對美國供應鏈瓶頸及通膨造成顯著影響。例如，在勞工招聘不易，美國物流行業勞工，如卡車司機、港務人員及碼頭工人等嚴重短缺；勞動市場持續緊俏，勞工議價能力大幅上升，企業因雇用成本增加，透過轉嫁消費者維持其獲利能力，令市場擔憂物價薪資螺旋式上升引發惡性通膨。

惟美國在疫情風險緩解、民眾超額儲蓄耗盡，及疫情相關財政補貼措施逐步退場之際，或有更多勞工於不久將來重返勞動市場，有助勞動力參與率回升，並舒緩勞動市場緊俏情勢，令薪資增速及通膨在一段時間後放緩至相對具可持續性的水準；然而，薪資成長何時放緩及放緩速度如何卻仍充滿變數，並左右著未來通膨走勢，尤其是占相當比例的服務通膨。

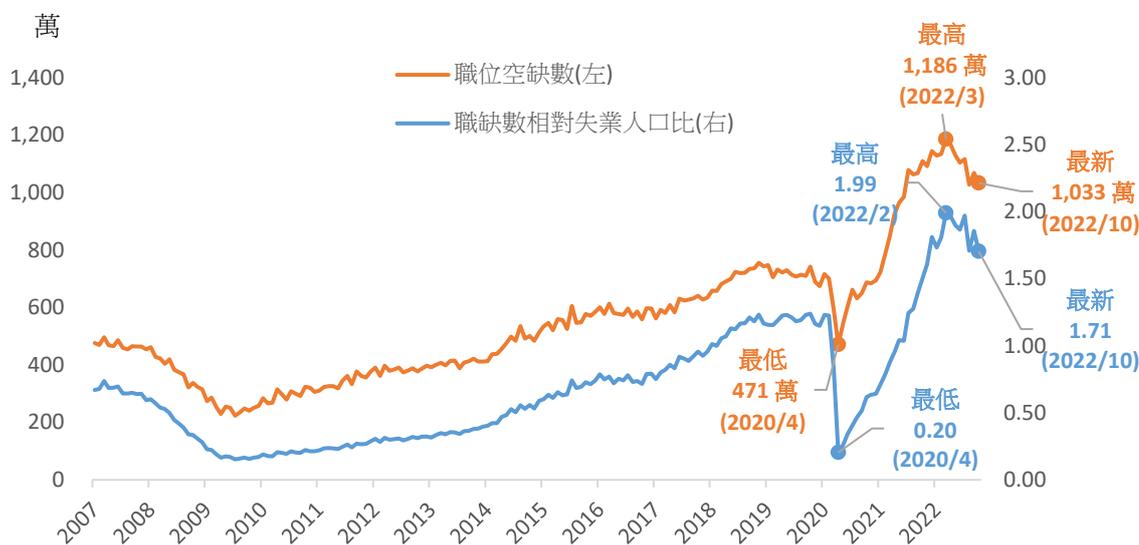
(一) 疫情爆發後約一年多，美國出現「大離職潮」(Great Resignation)現象¹¹

1. 本次疫情導致美國勞動市場結構出現劇烈變化，首先疫情爆發初期，相關防疫管制措施、疫情導致的生產鏈中斷，使企業大規模實施無薪假或裁員，上千萬勞工面臨失業或直接退出勞動市場。
2. 惟後續隨著美國疫苗接種率提高、經濟逐步解封及需求回溫下，企業用人孔急，勞動市場極度緊俏，勞動力供需顯著不對等，導致部分美國勞工以前所未見的速度轉職，以尋求更高薪及優渥的工作條件，亦導致雇主需支付更高的薪資招聘新職缺或是留住現職員工。
3. 上述現象導致美國離職數及離職率於 2021 年底升至歷史高位，最多約有 450 萬勞工自願離職；雇主因缺工而大量招聘，職缺數相對失業人口比於 2022 年 4 月最高升至將近 2，意即 1 位失業勞工對應 2 個職位空缺數(圖 19)；

¹¹ Faccini, Renato et al. (2022), "The Effects of the "Great Resignation" on Labor Market Slack and Inflation," *Chicago Fed Letter*, Federal Reserve Bank of Chicago, Feb..

平均時薪增速亦攀升至 5%~6% 左右之強勁水準，種種跡象均顯示，美國勞動市場陷入空前緊俏狀態。

圖 19 美國職缺數及職缺數相對失業人口比



資料來源：FRED, St. Louis Fed

(二) 惟強健的就業及薪資成長於 2022 年底出現放緩跡象¹²

1. **Fed 及市場普遍預期 2023 年失業率將攀升**：在聯準會(Federal Reserve, Fed)以 1980 年代初期以來最快步調升息來對抗通膨下，美國經濟卻已出現放緩，而升息效果正在傳遞至招聘及薪資中。根據勞動部數據，2022 年 11 月失業率為 3.7%，僅略高於 2022 年初的半個世紀來的低點。在 2022 年 12 月發布的經濟預測中 Fed 官員預期，失業率將於 2023 年第 4 季升至 4.6%。

美國失業率於 2022 年曾降至 2019 年及 2020 年疫情爆發前所創下的半個世紀來的低點。2022 年 11 月失業率略高於 2022 年 7 月及 9 月創下的低點 3.5%。一些私部門經濟學家預期失業率上升幅度將超過 Fed 預期。

2. **部分企業計劃或以開始縮減職位**：儘管 2021 年至 2022 年上半年，受惠於解封帶動的巨大服務需求，導致休閒與旅宿業、交通運輸及零售業等就業表現相當亮眼，惟 2022 年下半年招聘步調放緩，數家大型企業實施裁員或是計劃裁員，包括高盛集團、Meta 及亞馬遜，儘管該等企業措施並未導致 2022

¹² Mena, Bryan (2023), "Robust Job and Wage Growth Showed Signs of Cooling in Late 2022," *Wall Street Journal*, Jan. 1.

年底裁員人數普遍增加，然而，華爾街日報秋季調查的經濟學家預測，整體美國企業將在 2023 年縮減職位。

3. **薪資追蹤指標開始放緩**：根據 Indeed 公布的薪資追蹤指標顯示，近幾個月低薪產業薪資成長出現放緩跡象，該指標並指出 2022 年 11 月 82% 的產業薪資成長率低於 6 個月前，若保持目前趨勢，則薪資成長將於 2023 年下半年恢復至疫情爆發前水準。
4. **勞動市場供需缺口縮小**：支撐 2022 年薪資成長的一個因素是許多雇主在招聘上遇到困難。根據勞動部數據，2022 年整年職位空缺數超過失業人口及求職者的總和，目前該差距已有縮小。
5. **勞動力參與率相對低迷**：美國勞動力參與率，即就業或求職者占勞動力人口的比率，仍尚未恢復到疫情爆發前水準。主要工作年齡層勞工(年齡介於 25 歲至 54 歲之間)勞動力參與率在 2022 年夏季接近疫情爆發前水準，惟近幾個月有所下滑，在 20 歲出頭的勞工中，勞動力參與率仍相對低。

(三) 美國薪資情勢及對通膨之影響

鑑於近期勞動市場高度緊俏，勞工議價能力大幅提升，其中所伴隨的勞動成本及薪資上揚，將影響中長期通膨走勢，且若通膨預期形成，使通膨預期未良好錨定在 Fed 通膨目標，恐造成薪資物價螺旋式上升(wage-price spiral)，通常被視為需求拉動型的通膨徵兆，經濟成長恐因此而受到負面衝擊，有鑑於此，Fed 對於平穩的通膨趨勢及錨定通膨預期相當重視。

因此，無論是貨幣政策當局或外界均相當本次疫情期間，勞動市場極度緊俏情勢所導致的薪資及通膨壓力是否會在疫情因素淡化後基本恢復疫情前狀態，或是僅部分恢復而形成新常態。

1. 若本次勞動市場緊俏情況主要係疫情因素所致，例如，要求更具彈性的工作條件、染疫風險、與疫情相關之財政刺激政策及照護需求等，則推升薪資及通膨的效果或較為短暫。
2. 相反的，若本次疫情導致勞動市場或工作型態出現結構性變化，例如，大量

勞工選擇提早退休，而不願重返職場將導致勞動供給明顯短缺；或工作型態更普遍地轉為遠距模式，勞工更能擺脫地域限制，尋找條件更優渥的就業機會，將可更持續地推升通膨；或是雇主在疫情期間改成以較少勞工的模式營運，並在疫情過後持續適用，將可能導致勞工薪資成長放緩。

儘管目前失業率仍處於相當低水準，惟多項勞動市場指標(離職數、職缺數及薪資成長等)顯示，勞動市場緊俏情勢已有部分緩解，其中包括零售及休閒服務業的就業缺口大幅縮小，或有助於薪資成長及通膨放緩，可能主要來自於疫情相關因素：

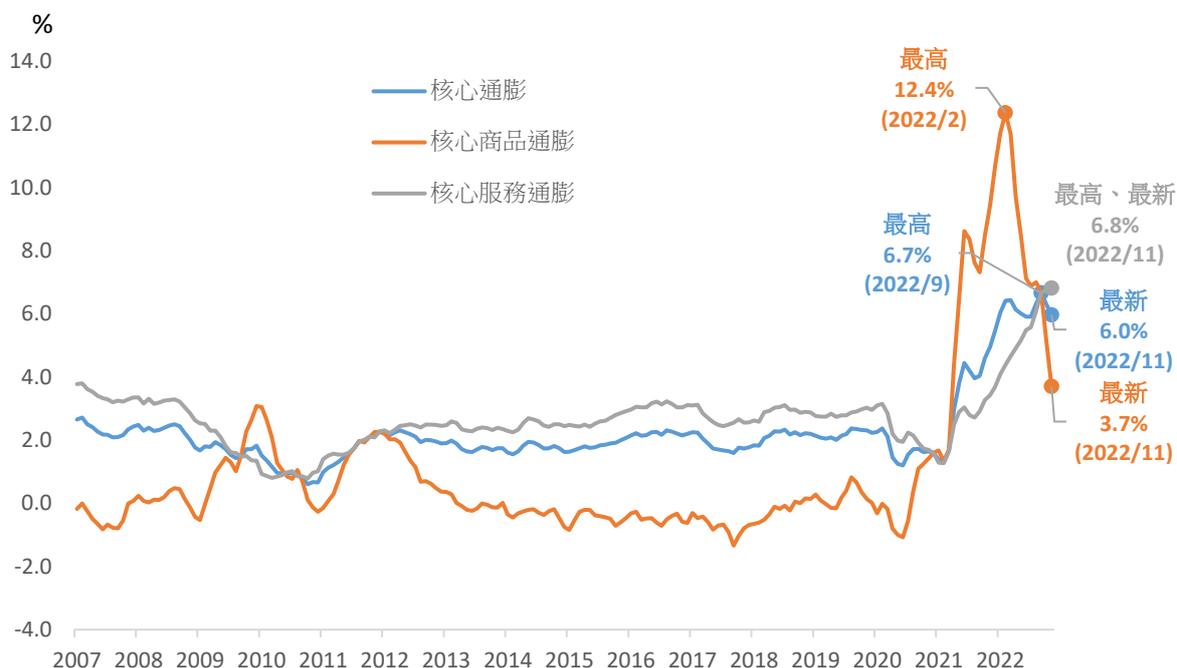
1. 與疫情相關的財政刺激政策逐步退場，美國民眾可支配所得減少，降低對商品的消費需求；此外，商品庫存堆積，下游廠商不願積極拉貨。
2. 疫情因素淡化後，染疫風險及照護需求降低，勞工重返職場意願提高，使勞動供給增加。
3. 供應鏈已明顯緩解，相關產品價格走低、產業降低產能利用率，雇主可降低支付疫情期間高於常態的薪資報酬。

儘管在 2021 年至 2022 年間，美國商品通膨很大程度主導整體通膨走勢，惟在疫情爆發初期，2020 年 4 月至 6 月服務通膨因消費價格顯著下跌及消費數量大幅降低，對美國整體通膨影響較大，可以注意到該期間，儘管商品通膨已快速復甦，惟整體通膨仍受服務通膨放緩而下跌；以及 2022 年美國消費行為由商品轉回服務支出後，加以勞動市場持續緊俏帶動薪資強勁成長，服務通膨變為後續支撐整體通膨的關鍵因素，其中又以住房通膨為主要貢獻項目。

若將美國核心通膨拆分成核心商品通膨及核心服務通膨來看，目前看來，核心商品通膨很高機率已在 2022 年 2 月見頂，惟核心通膨仍持續走高，直至 2022 年 9 月達 6.7% 高點後，使略為回落至 2022 年 11 月之 6.0%。

其中，核心服務通膨即扮演著持續推升核心通膨的關鍵角色。核心通膨自 2020 年 3 月疫情爆發後持續下滑至 2021 年 2 月才落底，後續一路走高至今，且相對於核心商品，核心服務通膨占核心通膨約 2/3，致核心通膨仍維持在相對高檔(圖 20)。

圖 20 美國核心通膨及分項



資料來源：FRED, St. Louis Fed

二、左右核心服務通膨之主要因素¹³

影響美國核心服務通膨主要有 3 項因素，包括醫療保健通膨、住房通膨及薪資成長，目前預估醫療保健通膨 2023 年仍有上行風險，惟住房通膨料於 2022 年冬季放緩，而薪資成長將是影響服務通膨後續走勢的關鍵因素

(一) 醫療保健通膨 2023 年存在上行風險

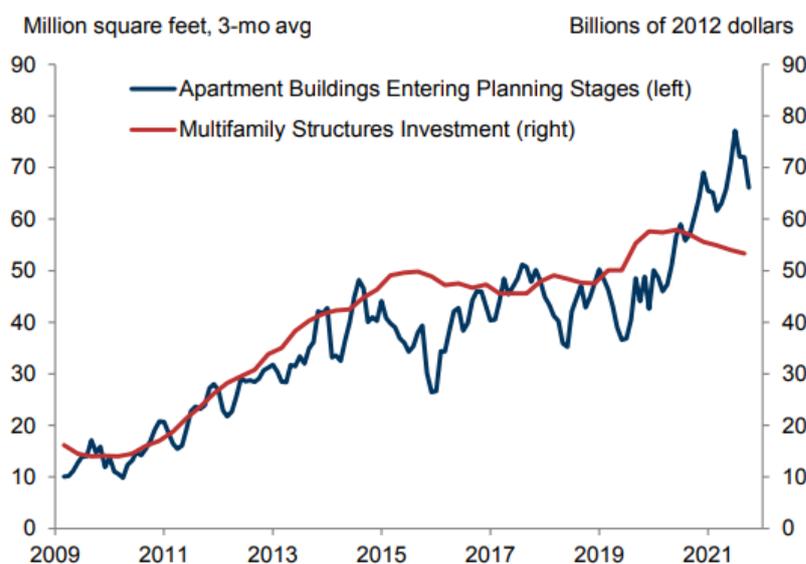
1. 受疫情影響，醫療保健產業勞動力嚴重不足，儘管目前疫情已明顯緩和，惟勞動力缺口仍未明顯縮小；
2. 美國聯邦醫療保險及補助服務中心(CMS)將於 2023 年 10 月 1 日調高醫療保險年費 4.3%，為 2006 年以來最大升幅，將直接影響醫療保險支付及間接影響私人保險公司費率，顯示 2023 年醫療保健通膨將大幅攀升。

¹³ Hatzius, Jan et al. (2022), “Services Inflation: How Hot in 2023?” *Goldman Sachs US Economics Analyst*, Sep. 26.

(二) 住房通膨料於 2022 年冬季或 2023 年第 1 季放緩，惟目前仍在上揚階段

1. 近期 PCE 住房通膨大幅上漲，主要反映現有租約租金朝新租約租金快速靠攏：相關房租替代指標於 2021 年下半年大幅上漲，現有租約重新續約或換新約，使舊租金逐漸向新租金靠攏；近期新租約通膨已大幅下滑，如替代租金(CoStar、Zillow 及 Yardi 平均漲幅)顯示 2022 年第二季房租年化漲幅僅 3%，隱含 COVID-19 疫情後重新開業對房租通膨產生的上漲壓力已結束，預期當新租約通膨放緩速度足以抵銷設算租金時，整體房租通膨將放緩
2. 目前高盛住房通膨追蹤指標(Shelter Inflation Tracker)已於 2022 年第 1 季觸頂並於近期出現放緩，且該追蹤指標過往皆較 PCE 住房通膨數據領先數個季度，故預期 PCE 住房通膨將於 2022 年冬季達到高峰。
3. 美國房屋供給增加應有助於房租通膨下滑，已進入規劃階段之公寓建設及多戶住宅(multifamily structures)投資均高於長期趨勢(圖 21)：當前約有 100 萬戶公寓已進入建設階段，係 1974 年以來最多，預期部分住房將於 2023 年進入市場並增加租屋供給¹⁴。

圖 21 美國新建住宅推升住屋供給

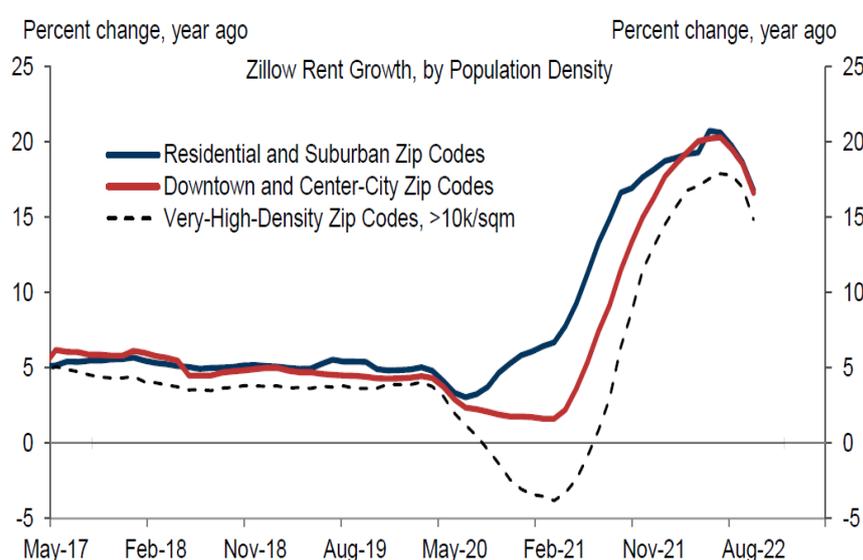


資料來源：Goldman Sachs

¹⁴ 同註9

4. 租屋空置率(rental vacancy rate)開始回升：不動產資料供應商 CoStar 預期，2023 年租屋空置率將恢復至 COVID-19 疫情前水準。
5. 疫情爆發後，人口大量由城市往郊區移動，導致住房通膨主要來源的城市公寓租金明顯放緩；在疫情放緩後，人口重返城市導致城市租金快速走高，惟近期該跡象已在減緩，顯示城市租金年增率已過高峰，並可能在後續拉低住房通膨(圖 22)。

圖 22 美國租金年增率(依人口密度區分)



資料來源：Goldman Sachs

(三) 美國薪資成長為影響服務通膨走勢之關鍵因素

1. 部分服務類別產業價格對薪資成長具高度敏感性，特別是聘用較低技術勞工之產業，較高的薪資成長將連帶提高服務價格。由於疫情初期，此類勞工為企業主要解雇對象，因此，在疫情舒緩後，此類勞動力缺口顯著，亦導致低薪勞工薪資成長格外強勁，使服務通膨面臨額外的上行風險。
2. 非必需服務類別通膨較大程度取決於薪資成長。非必需服務類別 (Discretionary Service) 係服務類別排除醫療保健、住房及金融與保險，主要由餐飲服務、教育服務及廣電服務組成，約占核心 PCE 之 29%，占核心服務的 40%。由成本結構分析，每一美元非必需服務支出，包含中間產品與服

務(44 美分)及直接勞動成本(36 美分),其中中間產品與服務仍包含額外勞動成本,故非必需服務通膨前景較大幅度取決於薪資成長。

整體而言, Hatzius, Jan et al. (2022)指出¹⁵, 核心商品通膨已觸頂, 核心服務通膨亦必須回穩, Fed 才能實現通膨回落至 2%之目標, 其中核心服務通膨將受到醫療保健通膨、住房通膨及薪資成長所影響; 除非美國發生經濟衰退, 否則服務類別通膨較難於 2024 年前對通膨回落有所貢獻。

¹⁵ 同註13

肆、結論及心得

較過往典型的需求面所引發的經濟衰退，本次 COVID-19 疫情所伴隨的經濟衰退及疫情後的復甦有很大的不同，主要係疫情因素、封鎖措施等導致人流、物流停滯，並由供給面中斷所引起並快速延伸至需求面，在短時間內對供給及需求造成巨大傷害，使經濟活動驟降，失業率升至二戰以來新高，亦使美國經濟出現歷史罕見的衰退速度及幅度。

為避免經濟衰退嚴重程度進一步惡化，美國當局推出大規模財政刺激政策及極度寬鬆的貨幣政策救市，前者包括每人合計發放最高 3,200 美元紓困金、擴大失業保險救濟等，致家庭部門可支配所得大幅增加，後者包括實施無限量 QE 及多項流動性與信貸支持機制等，穩定金融市場，並藉由推升資產價格創造財富效果；加以後續美國疫情逐步趨緩、防疫措施放寬及疫苗接種率提高，帶動消費需求增加，尤其是耐久財等商品需求。

在供給面，全球供應鏈受明顯衝擊，導致供應鏈瓶頸惡化，包括運輸成本及運輸期間明顯增加、商品庫存大幅下滑、廠商難以取得關鍵零組件導致無法生產等；此外，美國前所未有的勞動市場缺工情況亦加劇了薪資成長及通膨上行壓力。

上述種種情況導致在本次 COVID-19 疫情引發的經濟衰退後一年多不到的時間內，美國經濟快速復甦且已有過熱跡象，通膨創 1980 年代以來的新高，其中有很多因素導致通膨持續上揚，惟在通膨上升的初始階段時，市場普遍認為通膨上行壓力不至於太高，2021 年甚至連 Fed 官員都誤判通膨上揚僅為「暫時性」，當時 FOMC 經濟估測顯示，預期 2022 年全年會升息 4 碼，直到 2022 年承認錯估通膨情勢。

而 Fed 為避免長時間過高的通膨形成高通膨預期，對美國經濟造成嚴重負面影響，進而採取前所未見的激進升息步調，以抑制通膨持續攀升。目前看來，Fed 官員認為，美國經濟軟著陸的可能性仍不高，意味著美國經濟很可能會因此而硬著陸，如何在經濟成長與抑制通膨間權衡，將是 2023 年 Fed 貨幣政策艱鉅的挑戰。

本次疫情爆發，除導致消費行為由服務大幅移轉至商品支出外，耐久財需經複雜的供應鏈製造，亦是導致供應鏈瓶頸惡化的因素之一。本次疫情衰退期間未完成訂單及供應商交貨時間，與 2008 年全球金融危機期間明顯不同。

過往經濟衰退普遍為典型的需求衰退，因此，在經濟衰退期間，供應商交貨時間縮短、未完成訂單減少，並在經濟復甦後，未完成訂單回升、供應商交貨時間延長，2 指標僅大致回復至衰退前水準；惟本次景氣復甦後，因受供應鏈中斷的嚴峻衝擊，供應商交貨時間顯著拉長、未完成訂單增速亦遠高於疫情前水準

自 1970 年代以來，全球價值鏈的重要性持續攀升，耐久財生產更為專業化及分散化的結果，當生產過程的特定階段受到衝擊時，衝擊將沿著全球價值鏈傳播並對下游企業造成影響。上述風險確實發生於全球採取封鎖措施的疫情期間，部分新興市場國家的低疫苗接種率、高額運輸成本及主要港口中斷，均對供應鏈造成額外壓力。

Hatzius et al. (2021)指出¹⁶，本次疫情期間，供給面受限主要來自下列 3 因素，其中供應鏈扮演重要角色：(1)疫情爆發初期，企業因預期經濟將陷入衰退而選擇大幅減產；(2)供應鏈瓶頸，尤其是全球半導體短缺；及(3)球航運產業在疫情期間遭遇諸多問題，導致全球物流明顯停滯。

針對本次疫情期間，全球供應鏈瓶頸最嚴重領域，Leibovici and Dunn (2021)指出¹⁷，在探討供應鏈中斷對通膨影響時，半導體產業為其中重要因素，因(1)半導體或是微晶片廣泛用於各類商品；(2)在許多部門中，半導體為生產的關鍵零件，即便半導體僅占原料成本的小部分，惟缺少半導體將導致相關商品的生產停止，因半導體並無其他的替代品且要提升產能相當耗費成本，因此，依賴半導體生產的產業在短期內對於半導體缺貨無能為力。

本次疫情期間，由於消費者對耐久財需求的快速攀升，以及本次疫情擴散至全球暴露出該等商品生產鏈的脆弱性，尤其是當供應鏈嚴重依賴一個或少數區域的特定原

¹⁶ 同註3

¹⁷ 同註4

料，供應鏈中斷風險將更加惡化。以半導體為例，絕大多數產品的技術進步，導致半導體成為整個經濟中極其重要的原料，而半導體的生產極度仰賴少數國家，例如，臺灣及中國大陸。Leibovici and Dunn (2021)研究即指出¹⁸，在美國，相較於未使用半導體作為原料的製造業，使用半導體作為原料之產業 PPI 通膨增速明顯較快。

Santacreu and LaBelle (2022)研究亦指出¹⁹，鑑於本次 COVID-19 疫情期間供應鏈中段情況是前所未見的，消費支出大幅移轉至耐久財，且高度依賴外國供應商製造該類商品，導致供需失衡最終推升價格；另越依賴供應鏈中斷嚴重的國家進口原料的產業經歷更明顯的 PPI 通膨上行壓力。

另 2022 年 2 月底俄烏戰爭爆發後進一步推升通膨上揚。有鑑於俄羅斯為重要原物料生產國，如鈹、煤、鎳及鋁等礦產、燕麥、小麥等農糧及石油、天然氣等能源，導致市場預期心理推升相關原物料價格，並透過貿易管道引發各國輸入性通膨壓力，並對全球通膨帶來極大壓力。此外，戰爭因素亦導致供應鏈中斷情況進一步惡化，亦加劇了通膨的上行壓力。

惟在 2022 年後，全球及美國供應鏈均有明顯改善，包括美國供應商交貨時間、港口壅塞情況均有相當程度的改善，在美國在疫情期間推出的財政刺激政策逐步退場，及疫情因素淡化後消費支出由商品大幅移轉至服務下，商品供需由原先的供不應求轉為供過於求，此亦反映在近幾個月美國商品價格快速回落上。

Hill, Spencer et al. (2022)預期²⁰，受供應鏈瓶頸影響之相關商品類別對美國核心通膨貢獻，將由 2021 年~2022 年正貢獻至 2023 年轉為負貢獻，另大宗原物料價格下跌及強勢美元亦將壓低核心通膨；整體而言，預期供應鏈瓶頸緩解後相關產品價格將持續走跌，對核心通膨的拖累效果將持續 1 年以上。

商品供需失衡是否改善為短期通膨放緩的關鍵因素；薪資成長趨勢及房租上漲壓力則為影響中長期通膨走勢之重要因素；另一旦通膨預期形成，恐易加速消費行為而產生通膨

¹⁸ 同註4

¹⁹ 同註5

²⁰ 同註9

自我實現效果，亦為當前觀察重點。鑑於美國經濟成長動能有絕大多數來自內需消費，因此，美國勞工所得及薪資成長將是決定民眾消費力道及服務通膨的關鍵因素。

儘管在 2021 年至 2022 年間，美國商品通膨很大程度主導整體通膨走勢，惟在疫情爆發初期，2020 年 4 月至 6 月服務通膨因消費價格顯著下跌及消費數量大幅降低，對美國整體通膨影響較大，可以注意到該期間，儘管商品通膨已快速復甦，惟整體通膨仍受服務通膨放緩而下跌；以及 2022 年美國消費行為由商品轉回服務支出後，加以勞動市場持續緊俏帶動薪資強勁成長，服務通膨變為後續支撐整體通膨的關鍵因素，其中又以住房通膨為主要貢獻項目。

若將美國核心通膨拆分成核心商品通膨及核心服務通膨來看，目前看來，核心商品通膨很高機率已在 2022 年 2 月見頂，惟核心通膨仍持續走高，直至 2022 年 9 月達 6.7% 高點後，始略為回落至 2022 年 11 月之 6.0%。其中，核心服務通膨即扮演著持續推升核心通膨的關鍵角色。核心通膨自 2020 年 3 月疫情爆發後持續下滑至 2021 年 2 月才落底，後續一路走高至今，且相對於核心商品，核心服務通膨占核心通膨約 2/3，致核心通膨仍維持在相對高檔徘徊。

整體而言，因疫情相關因素，服務通膨滯後於商品通膨，商品通膨在 2022 年顯著放緩後，火熱的服務通膨已成為支撐美國通膨的主要因素。過去 1 年多來，美國勞動市場極度緊俏及薪資強勁成長，引發 Fed 擔憂通膨恐長時間過高使通膨預期未能良好錨定，進而引發薪資物價螺旋上升以及停滯性通膨等問題，致 Fed 採取空前緊縮的貨幣政策。

影響美國核心服務通膨主要有 3 項因素，包括醫療保健通膨、住房通膨及薪資成長，目前預估醫療保健通膨 2023 年仍有上行風險，惟住房通膨料將於 2022 年冬季或 2023 年第 1 季放緩，而薪資成長將是影響服務通膨及整體通膨後續走勢的關鍵因素。整體而言，核心商品通膨高機率已於 2022 年中觸頂，惟核心服務通膨亦必須回穩，Fed 才能實現通膨回落至 2% 之目標，其中核心服務通膨將受到醫療保健通膨、住房通膨及薪資成長所影響；目前看來，除非美國發生經濟衰退，否則服務類別通膨較難於 2024 年前協助通膨回落做出貢獻。

參考文獻

1. Faccini, Renato et al. (2022), “The Effects of the “Great Resignation” on Labor Market Slack and Inflation,” *Chicago Fed Letter*, Federal Reserve Bank of Chicago, Feb..
2. Giovanni, Julian di (2022), “How much did Supply Constraints Boost U.S. Inflation?” *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, Aug. 24.
3. Hatzius et al. (2021), “Supply Chain Disruptions and the Inflation Outlook,” *Economics Research*, Goldman Sachs, Jun. 27.
4. Hatzius, Jan et al. (2022), “Services Inflation: How Hot in 2023?” *US Economics Analyst*, Goldman Sachs, Sep. 26.
5. Hill, Spencer et al. (2022), “2023 Inflation Outlook: Finally Falling,” *US Economics Analyst*, Goldman Sachs, Nov. 13.
6. Leibovici, Fernando and Jason Dunn (2021), “Supply Chain Bottlenecks and Inflation: The Role of Semiconductors,” *Economic Synopses*, No. 28, Federal Reserve Bank of St. Louis, Dec. 16.
7. Mena, Bryan (2023), “Robust Job and Wage Growth Showed Signs of Cooling in Late 2022,” *Wall Street Journal*, Jan. 1.
8. Santacreu Ana Maria and Jesse LaBelle (2022), “Global Supply Chain Disruptions and Inflation During the COVID-19 Pandemic,” *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, Apr. 21.
9. Shapiro, Adam Hale (2022), “How Much Do Supply and Demand Drive Inflation,” *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Jun. 21.