

台北外匯市場發展基金會委託計畫

美國貨幣政策前景及經濟展望

研究人員*：翁尚伯

日期：中華民國一一三年十一月

*中央銀行外匯局辦事員。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(2024)年 9 月 FOMC 會議上，Fed 正式啟動降息循環，將決策重心由穩定物價轉向充分就業，以維持美國經濟韌性。而本年美國舉行總統大選，預期明(2025)年政黨輪替後美國政策將可能出現重大轉變，導致政策不確定性大幅上揚，亦可能影響未來美國與全球通膨、經濟成長、貨幣政策前景及匯率走勢。

美國移民於上(2023)年底大幅增加至每月 35 萬人，另根據移民相關之統計查，有 80%移民的年齡在 16 歲以上，且多能逐漸融入美國勞動市場，成為美國勞動力與就業人口。年初移民淨流入人數的大幅增加，大約使美國的勞動力人口每月額外增加 10 萬人，並使就業人口每月額外增加 9 萬人。近年移民淨流入人數的大幅增加，則約使美國勞動力人口額外增加 1 個百分點，同時使就業人口額外增加 0.9 個百分點。

根據當前已提出的關稅政策政見，未來美國可能針對中國及所有貿易夥伴加徵額外關稅，並導致貿易夥伴採取報復措施，美國通膨可能上揚 1.2 個百分點，經濟成長則可能下滑 0.6%；全球通膨平均將可能上揚 0.5%，經濟成長平均則可能下滑 0.9%，並促使全球貨幣政策出現重大分歧，預期明年 Fed 將可能暫緩降息，明年底 Fed 與全球其他央行的平均政策利率水準差距將可能擴大 1.3 個百分點。

美國總統大選後導致政策不確定性大幅上升，中美貿易爭端亦可能再度升溫，將影響全球貿易、通膨、經濟成長與金融環境。儘管美中關係可能再度惡化並進一步脫鉤，惟考量全球經濟仍關係密切，金融市場亦緊密連動，未來宜密切注意各項美國政策與國際因素之發展，以及全球金融市場與經濟情勢將可能遭受之影響。

目 錄

壹、美國當前貨幣政策與經濟情勢發展與現況.....	1
一、美國通膨發展與現況.....	1
二、Fed 貨幣政策發展與現況.....	2
三、美國勞動市場發展與現況.....	4
四、美國經濟成長發展與現況.....	6
貳、美國移民大幅增加對勞動市場之影響.....	7
一、美國每月移民淨流入人數之估計.....	7
二、美國移民淨流入對勞動力與就業人口之影響.....	10
參、美國加徵關稅對全球物價與經濟之影響.....	15
一、美國加徵關稅的有效稅率與影響管道.....	15
二、美國加徵關稅對美國本身的影響.....	19
三、美國加徵關稅對全球其他經濟體的影響.....	20
肆、美國經濟前景預期.....	28
一、美國通膨與核心通膨預期.....	28
二、Fed 政策利率水準預期.....	28
三、美國失業率預期.....	29
四、美國經濟前景預期.....	30
伍、結語.....	31
參考文獻.....	32

壹、美國當前貨幣政策與經濟情勢發展與現況

2022 年 Fed 為應對新冠疫情後的通膨飆升問題，於同年 3 月啟動升息循環，總計大幅上調政策利率目標區間 5.25 個百分點，使政策利率目標區間由 0%~0.25% 上升至 5.25%~5.5%，並於上(2023)年 7 月完成最後一次升息後，持續將政策利率維持於具限制性之水準，而隨著通膨逐漸回落至 2% 目標水準，其進展逐漸趨於停滯，同時勞動市場則開始出現放緩跡象。

本(2024)年 9 月 FOMC 會議上，Fed 正式啟動降息循環，決議將政策利率目標區間調降 0.5 個百分點至 4.75%~5%。Fed 主席 Powell 表示，考量美國通膨上行風險已趨緩，惟勞動市場下行風險逐漸增加，Fed 決定適時調整政策立場，以確保經濟韌性，顯示當前 Fed 在考量充分就業與穩定物價之雙重目標時，已逐漸由控制通膨移轉至避免勞動市場過度疲軟。

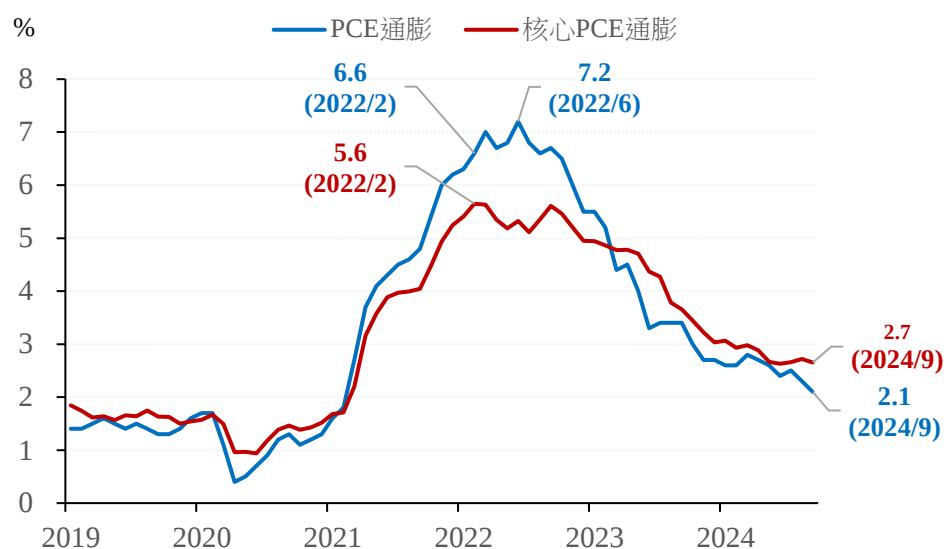
本年正值美國總統大選年，美國前總統川普再度當選美國總統，預期明(2025)年政黨輪替後，美國政策將可能出現重大轉變，導致政策不確定性大幅上揚，如加徵關稅可能再次推動物價上揚，限縮移民政策則可能減緩勞動力成長，並對美國經濟產生顯著的影響。當前 Fed 預先降息以避免勞動市場過度放緩，同時亦需要考量未來政策變動以調整貨幣政策。

一、美國通膨發展與現況

自 2021 年起，隨著新冠肺炎(COVID-19)疫情逐漸緩和，經濟活動亦隨之復甦，家計部門於疫情期間累積大量儲蓄，並於疫情趨緩與防疫措施逐步解封後大幅推升對商品的需求。惟同期間廠商產能的復甦步調則較為緩慢，難以立即恢復到疫情前的生產水準，導致商品供需出現嚴重失衡，整體通膨迅速攀升，隨後俄羅斯對烏克蘭宣戰，更進一步推升能源成本，加劇商品市場供需失衡。美國

PCE 通膨及核心 PCE 通膨於 2022 年 2 月攀升至 6.6%及 5.6%，同年 3 月 Fed 正式啟動升息循環對抗通膨。截至本年 9 月，美國 PCE 通膨及核心 PCE 通膨已逐漸回落至 2.1%及 2.7% (圖 1)。

圖 1 美國 PCE 通膨及核心 PCE 通膨



資料來源: Bloomberg

二、Fed 貨幣政策發展與現況

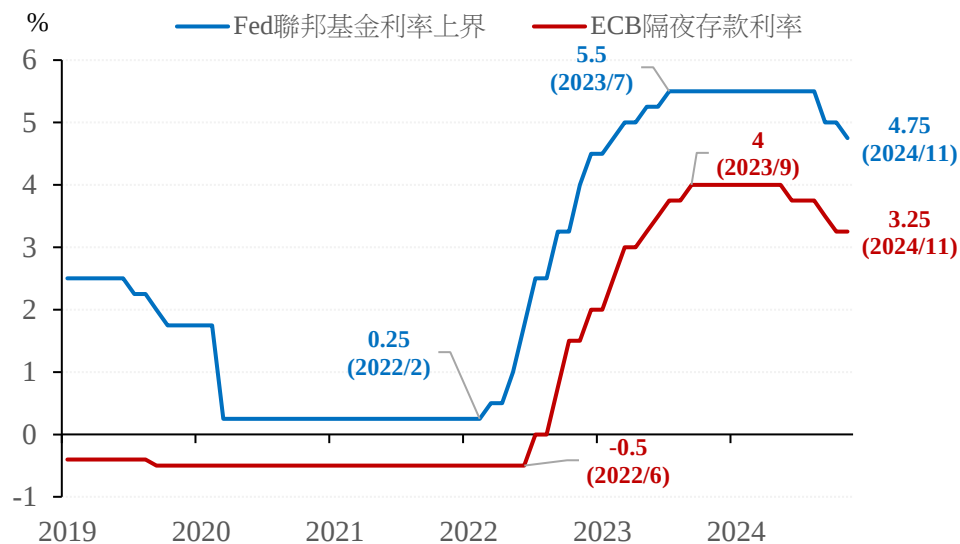
(一) 政策利率水準

2022 年 3 月，Fed 正式啟動升息循環對抗疫情後飆升的通膨，並於上年 7 月結束完成最後一次升息，累計升息 21 碼，將政策利率目標區間由 0%~0.25% 上調至 5.25%~5.5%。而在限制性政策利率水準維持長達 14 個月後，隨著通膨逐漸回落至近 2%目標水準，加以勞動市場出現放疲軟跡象，Fed 於本年 9 月啟動降息循環以維持經濟韌性。截至本年 11 月，Fed 已降息 2 次，累計降息 3 碼，將政策利率目標區間由 5.25%~5.5%下調至 4.50%~4.75% (圖 2)。

同期間全球央行多採行相同貨幣政策，調升政策利率水準以對抗通膨，如 ECB 於 2022 年 7 月啟動升息循環，累計升息 18 碼，並將政策利率維持於具限

制性水準 8 個月後，於本年 6 月啟動降息循環。截至本年 11 月，ECB 已降息 3 次，累計降息 3 碼，將政策利率水準由 4% 下調至 3.25% (圖 2)。

圖 2 Fed 及 ECB 政策利率水準



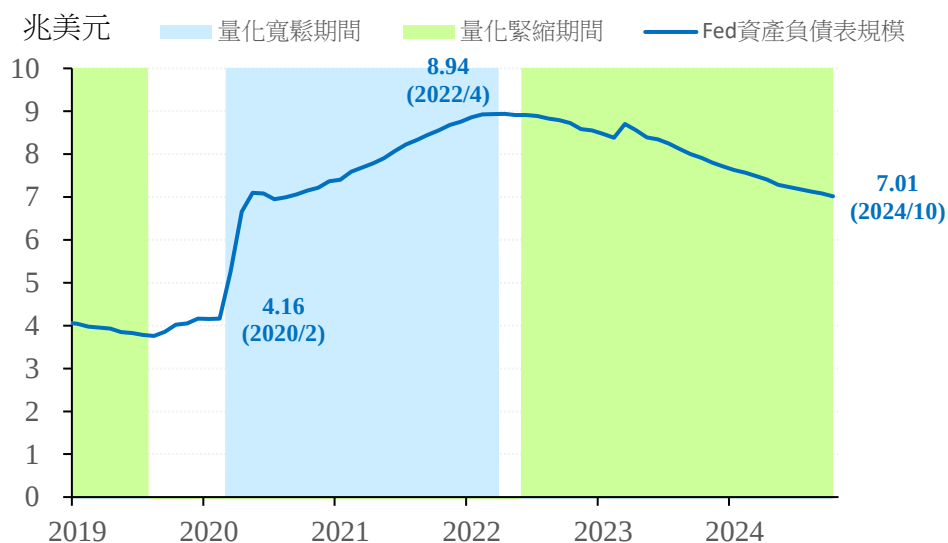
資料來源: Bloomberg

(二) Fed 資產負債表規模

2020 年 3 月 FOMC 會議，Fed 因應新冠疫情，推出史上最大規模的量化寬鬆，使 Fed 資產負債表規模由 2020 年 2 月的 4.16 兆美元，大幅增加 4.78 兆美元至 2022 年 4 月的 8.94 兆美元(圖 3)。

Fed 正式啟動升息循環後，於 2022 年 5 月 FOMC 會議宣布將於同年 6 月開始縮減資產負債表規模，逐步減少 Fed 所持有的美國公債及 Agency MBS 部位。而在本年 9 月正式啟動降息循環前，Fed 先於本年 5 月 FOMC 會議宣布將開始放緩縮減資產負債表規模，規劃自本年 6 月起將美國公債每月縮減上限由 600 億美元調降至 250 億美元，Agency MBS 縮減上限則維持於 350 億美元。截至本年 10 月，Fed 資產負債表規模約縮減至 7.01 兆美元，相較於疫情期間的高峰 8.94 兆美元，縮減約 1.93 兆美元(圖 3)。

圖 3 Fed 資產負債表規模



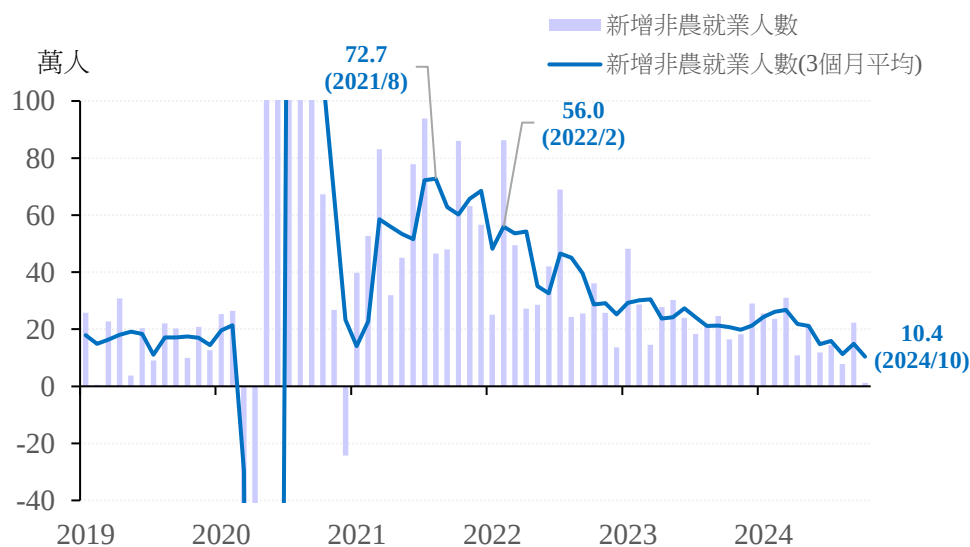
資料來源: Bloomberg

三、美國勞動市場發展與現況

(一) 新增非農就業人數

自 2022 年 3 月 Fed 啟動升息循環後，美國勞動市場逐漸降溫，新增非農就業人數亦開始逐步放緩，3 個月平均新增人數由 2022 年 2 月的 56 萬人減少至本年 10 月的 10.4 萬人(圖 4)。

圖 4 美國新增非農就業人數



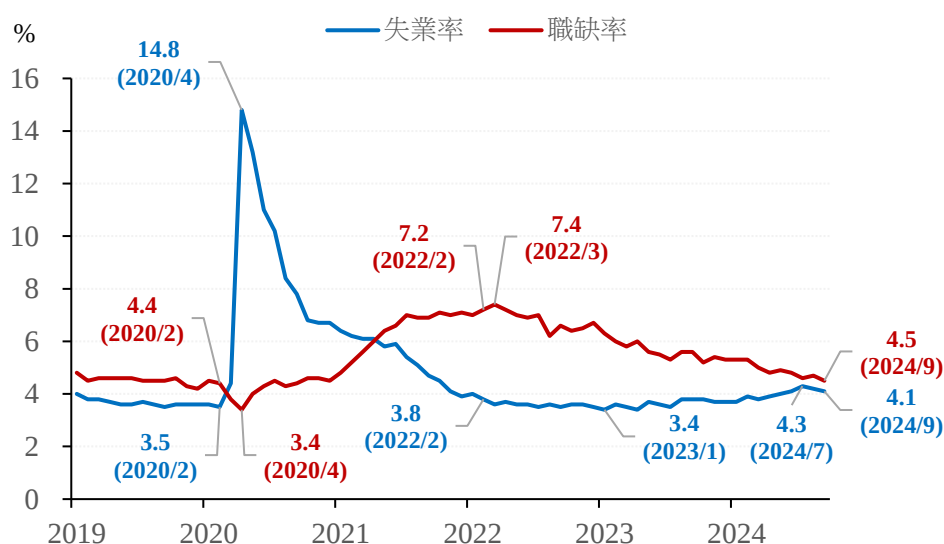
資料來源: Bloomberg

(二) 失業率

美國失業率在 Fed 啟動升息循環前已逐漸自疫情衝擊恢復，失業率由 2020 年 4 月的 14.8% 大幅下滑至 2022 年 2 月的 3.8%，已相當接近疫情前水準，並在 Fed 啟動升息循環後，於上年 1 月進一步下滑至 3.4% 低點，近期則小幅上揚至本年 9 月的 4.1%。美國職缺率則由 2020 年 4 月的 3.4% 上揚至 2022 年 3 月的 7.4%，遠高於疫情前水準，而儘管在升息循環後開始緩步下滑，本年 9 月仍維持略高於疫情前水準的 4.5%，顯示美國勞動市場仍具韌性(圖 5)。

儘管數據仍相對良好，惟本年 7 月美國失業率則上揚至 4.3%，加以職缺率持續呈現下滑趨勢，且當月非農新增就業人數初值下滑至 11.4 萬人，大幅低於預期的 17.5 萬人，市場擔憂美國勞動市場是否可能過度疲弱，Fed 亦開始將貨幣政策目標重心轉移至勞動市場，促使 Fed 於本年 9 月啟動降息循環。本年 9 月美國失業率則回落至 4.1%，並未如市場擔憂的持續或加速上揚。

圖 5 美國失業率與職缺率



資料來源: Bloomberg

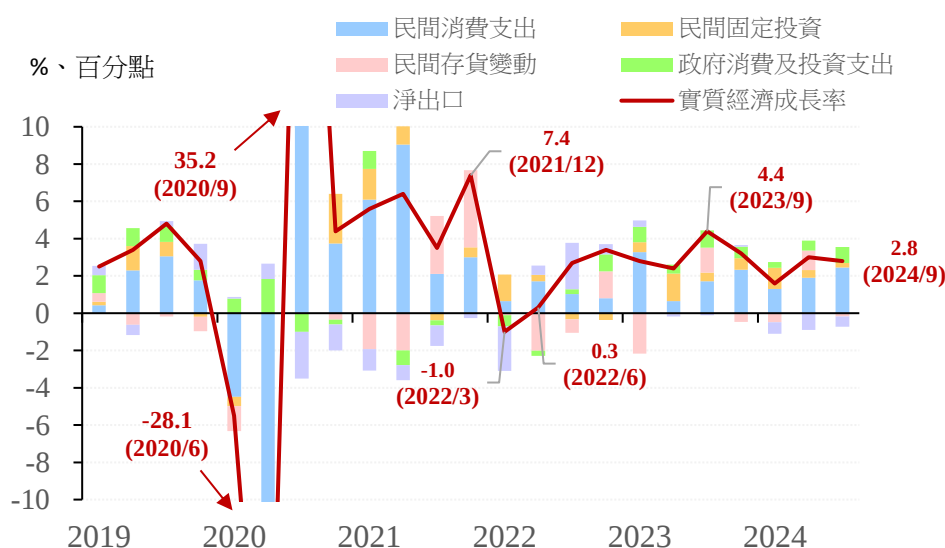
四、美國經濟成長發展與現況

2020 年美國經濟成長受到新冠疫情嚴重干擾，經濟成長出現劇烈波動，同年第二季 GDP 季增年率大幅下滑至-28.1%，第三季則隨著經濟復甦再大幅上漲至 35.2%，而在疫情緩和與防疫措施鬆綁後，美國經濟活動逐漸恢復至穩定的正成長，2020 年第四季至 2021 年第四季平均成長率約為 5.5%。

2022 年下半年，美國經濟成長放緩相對顯著，加以 Fed 正式啟動升息循環，引起市場擔憂美國經濟是否將陷入衰退，根據 2022 年 7 月 28 日美國公布的經濟成長數據，2022 年第一季及第二季 GDP 季增年率分別為-1.6%及-0.9%，連續 2 個季度出現負成長，似符合技術性衰退之條件(另依據當前最新數據，經修正後 2022 年第一季及第二季 GDP 季增年率分別為-1.0%及 0.3%)。

然而，美國經濟活動持續展現韌性，在美國 Fed 與全球貨幣當局緊縮貨幣的環境下，經濟數據仍維持溫和成長，2022 年第三季至 2024 年第三季平均成長率達 2.9%，顯示美國經濟並未如市場擔憂陷入衰退(圖 6)。

圖 6 美國實質 GDP 季增年率及支出面貢獻度



資料來源: Bloomberg

貳、美國移民大幅增加對勞動市場之影響

一、美國每月移民淨流入人數之估計

移民一直是美國政治中極具爭議性的議題之一，特別是透過美國與墨西哥邊界非法進入美國之移民，引起關於人道主義、治安犯罪與美國公民權益之間衝突的討論，這些議題涉及國家安全、社會穩定與法律政策執行，故經常成為美國總統大選中的攻防焦點。

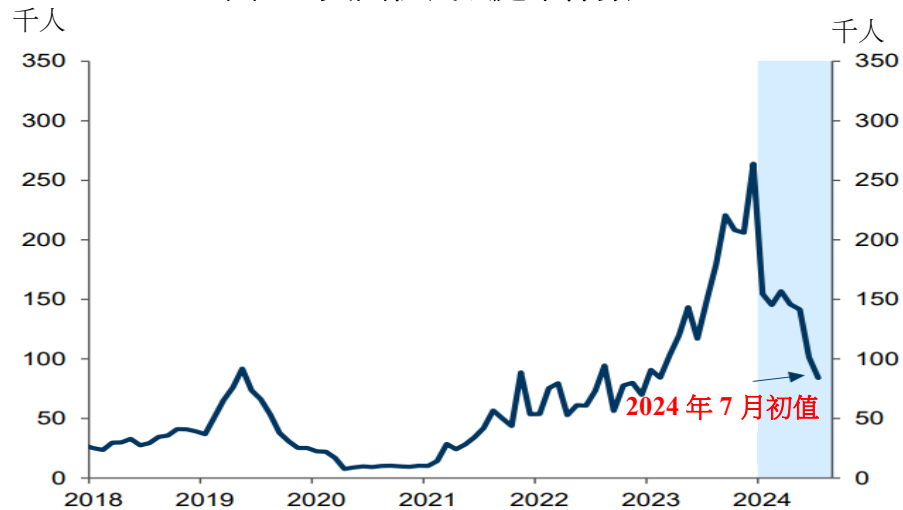
然而，移民對美國社會的影響並不僅限於政治層面，移民的湧入亦會增加美國勞動力與消費人口，同時對各項經濟數據造成顯著影響，惟目前美國移民人口之統計數據，僅以年為單位發布，頻率較低且延遲時間較長，較難以與每月發布之就業數據相互參照。

(一) 使用發布頻率較高的每月數據

可用於估計移民淨流入人數，且與就業數據發布頻率一致之每月數據包含(1)美國國會辦公室(Congressional Budget Office, CBO)統計的移民法庭案件數，以及(2)美國海關及邊境保護局(Customs and Border Protection, CBP)公布的邊境移民遭遇數。

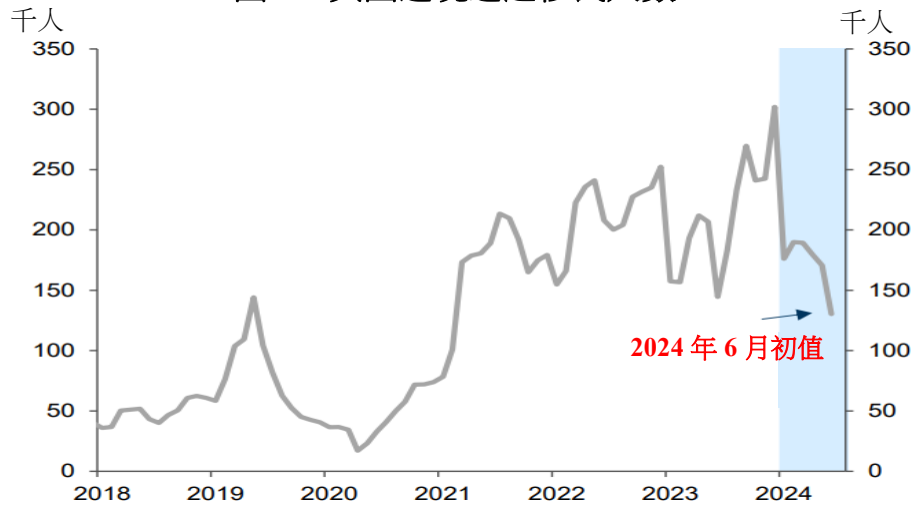
移民法庭案件數與邊境移民遭遇數之變化趨勢具有正向相關性，兩者自去年以來均顯著增加，且遠逾新冠肺炎疫情前水準，而此趨勢於去年底達到高峰後，於今年上半年開始大幅回落(圖 7、圖 8)。

圖 7 美國移民法庭案件數



資料來源: Goldman Sachs

圖 8 美國邊境遭遇移民人數



資料來源: Goldman Sachs

(二) 對移民身份別進行分類

有效估計每月進入美國的移民人數，可依據移民是否已獲得授權將其分類。其中，未經授權移民(unauthorized immigration)主要透過移民法庭案件數與假釋期間移民人數估計，此部分移民大多已自拘留中釋放，並開始等待移民法院的裁決結果，以決定渠等是否具有資格申請庇護或其他救濟措施，係較可能進入美國勞動市場並成為勞動力的數據；而授權移民(authorized immigration)則可依 CBO 公布的永久居民(permanent residents)及臨時簽證移民(immigrants with temporary visas)之年度數據進行估計。

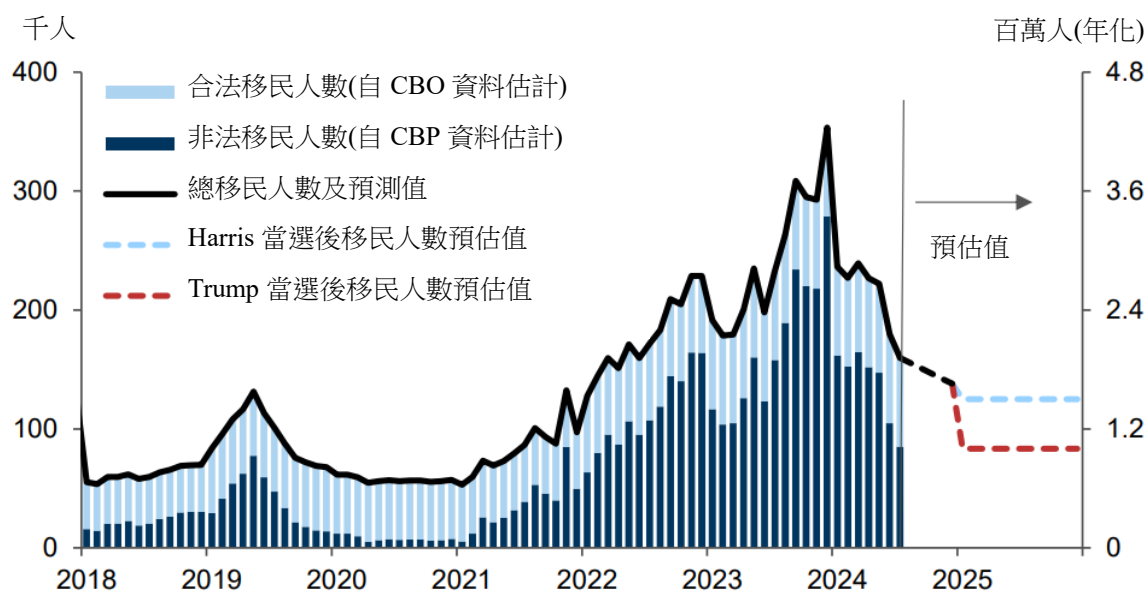
(三) 移民淨流入人數與移民政策高度相關

移民法庭案件數與邊境移民遭遇數分別於本年 1 月及 6 月同步大幅下滑，且在兩次數據大幅減少前，均有移民相關法案或行政命令簽署：(1) 上年 12 月 18 日德州州長 Abbott 簽署法案，允許執法人員逮捕或驅逐非法移民；(2) 本年 6 月 4 日美國總統拜登(Joe Biden)簽署行政命令，限縮越過南部邊境的非法移民獲得庇護。移民政策的緊縮可能直接降低移民進入美國的動機，並使得部分移民在邊境遭遇巡邏隊後隨即遭到驅逐，進而減少進入移民法院的案件數量。

(四) 過去 2 年之移民淨流入人數大幅上揚

利用前述資料估計，美國移民淨流入人數自 2022 年初的每月 10 萬人，於上年底大幅增加至每月 35 萬人，並於過去幾個月中急劇放緩至每月 16 萬人。若以年為單位計算，且假設美國移民政策並未出現重大變革，預期移民淨流入人數將由上年增加至 290 萬人後，本年將減少至 220 萬人，並於明年下滑至 150 萬人，仍高於過去長期平均值的每年 100 萬人(圖 9)。

圖 9 美國每月淨移民人數及未來預估值



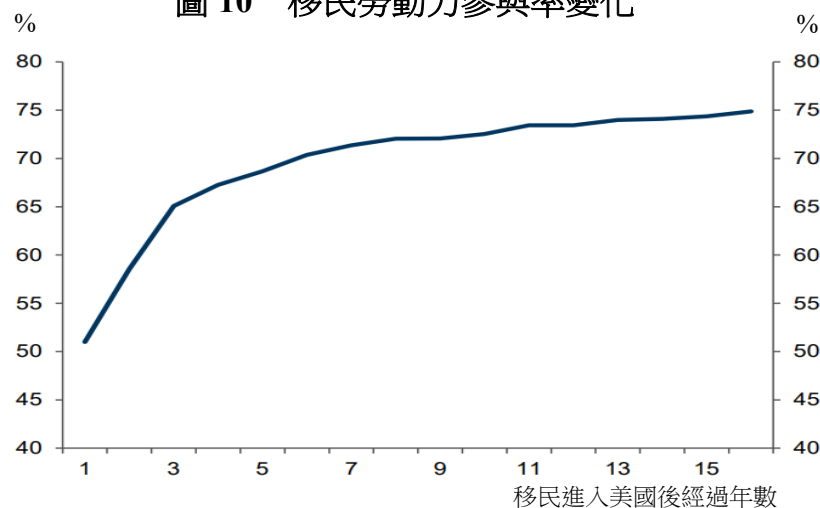
資料來源：Goldman Sachs

二、美國移民淨流入對勞動力與就業人口之影響

(一) 美國移民具潛力融入美國勞動市場

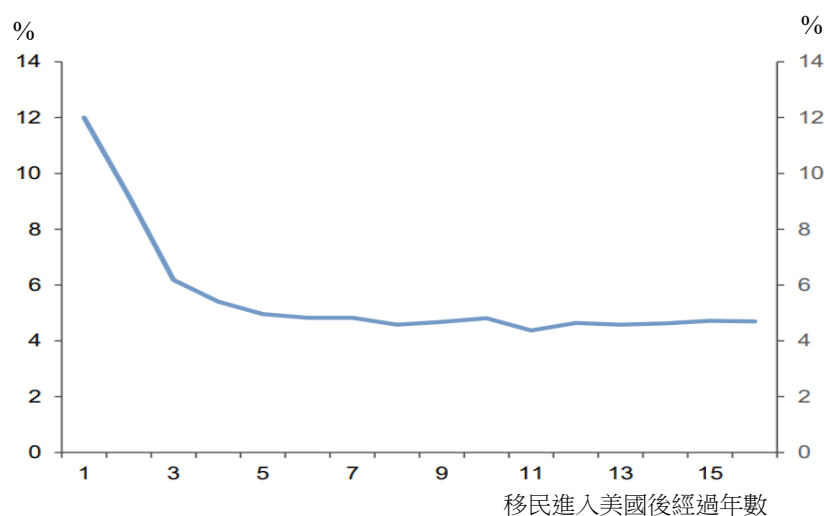
根據 2022 年與上年移民法院的移民年齡概況統計，約有 80% 移民的年齡在 16 歲以上，表示渠等將有潛力成為美國的勞動力與就業人口。另根據美國社區調查(American Community Survey)，移民在進入美國後，大多能逐漸融入美國勞動市場；自移民進入美國後，渠等勞動力參與率由第 1 年的 50% 上揚至第 3 年的 65%，並逐漸上升至接近 70%~75% (圖 10)；失業率則由第 1 年的 12% 下降至第 3 年的 6%，隨後逐步收斂至全體平均水準(圖 11)。

圖 10 移民勞動力參與率變化



資料來源: Goldman Sachs

圖 11 移民失業率變化



資料來源: Goldman Sachs

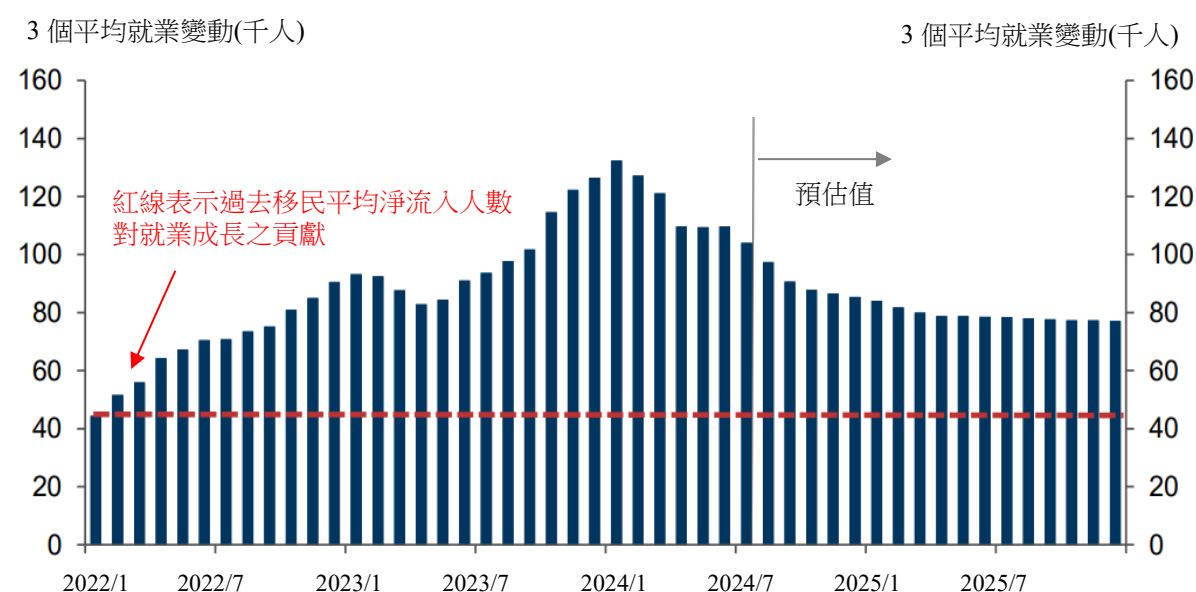
(二) 過去 2 年之移民淨流入推升美國勞動力及就業人口

藉由前述各項數據：每月進入美國的移民人數、16 歲以上移民的比例，以及勞動力參與率及失業率的時序變化資料，可以估計移民對美國勞動力與就業人口貢獻的變化。

本年初移民淨流入人數的大幅增加，大約使美國的勞動力人口每月額外增加 10 萬人，並使就業人口每月額外增加 9 萬人。當前每月額外增加的就業人口數已減少約 3 萬人，即每月額外增加 7 萬人，預期至明年初將進一步減少 2.5 萬~3 萬人，即每月額外增加的就業人口將放緩為 4 萬~4.5 萬人(圖 12)。

根據上述數據估計，近年移民淨流入人數的大幅增加，約使美國勞動力人口額外增加 1 個百分點，同時使就業人口額外增加 0.9 個百分點。

圖 12 移民對美國就業成長之貢獻



註：假設 2025 年淨移民人數為 150 萬人，且 80%移民的年齡已達 16 歲以上。

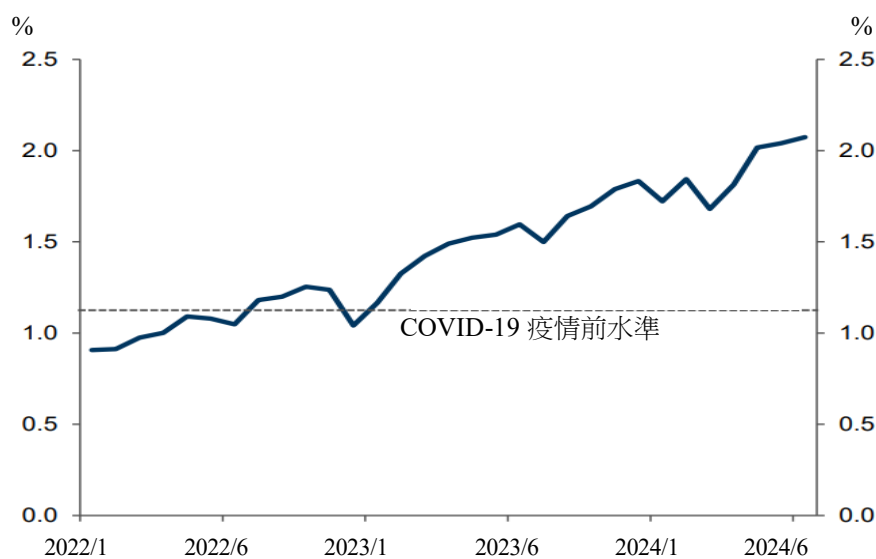
資料來源：Goldman Sachs

(三) 家計部門調查可反映移民的勞動力占比與失業率

根據家計部門調查，於過去 3 年中，移民於美國勞動力中的占比持續上升，已逾疫情前水準 0.9 個百分點(圖 13)。前述調查結果僅略低於高盛估計的 1 個百

分點，表示儘管家計部門調查可能低估勞動力與就業人口的成長情形，惟對移民的抽樣比例仍相對準確，並未出現嚴重的取樣不足(undersampling)現象。由於家計部門調查係依抽樣調查，難以直接反映美國移民大幅增加的現象，故可能低估美國上年與本年的勞動力及就業人口，較準確數據則需等待非農就業報告於明年 1 月修正基期，屆時才能正確反映移民數量大幅增加對總人口的影響。

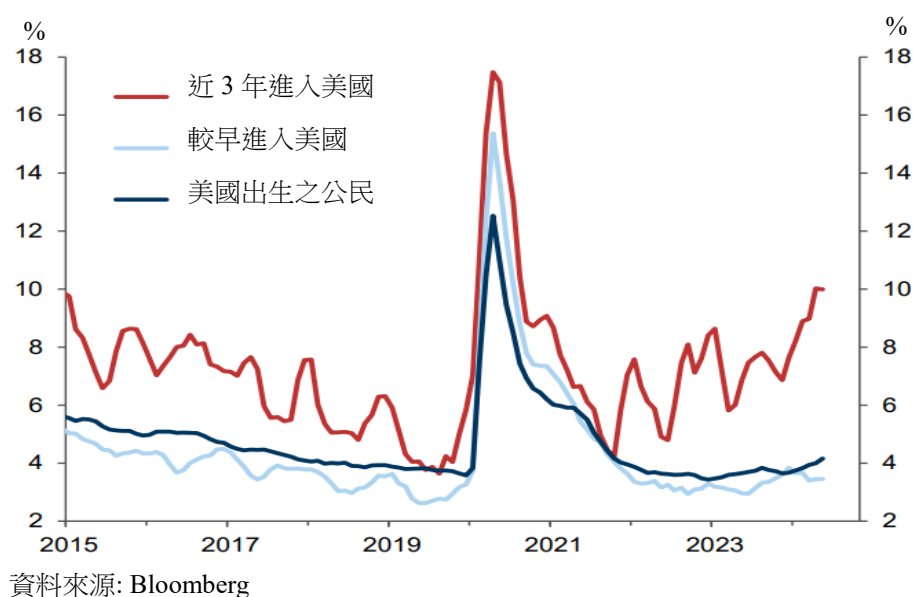
圖 13 移民占美國勞動力之比率



資料來源: Goldman Sachs

另利用家計部門調查結果，並以進入美國後經過的時間長短分類，可發現近 3 年進入美國的新移民，其失業率於過去 3 年中持續上揚(圖 14)。此現象除了源自勞動需求減弱外，亦反映新移民中的非法移民比率持續增加，已持有工作簽證的移民比率則相對減少，導致新移民相較於較早進入美國的移民有較高的失業率。

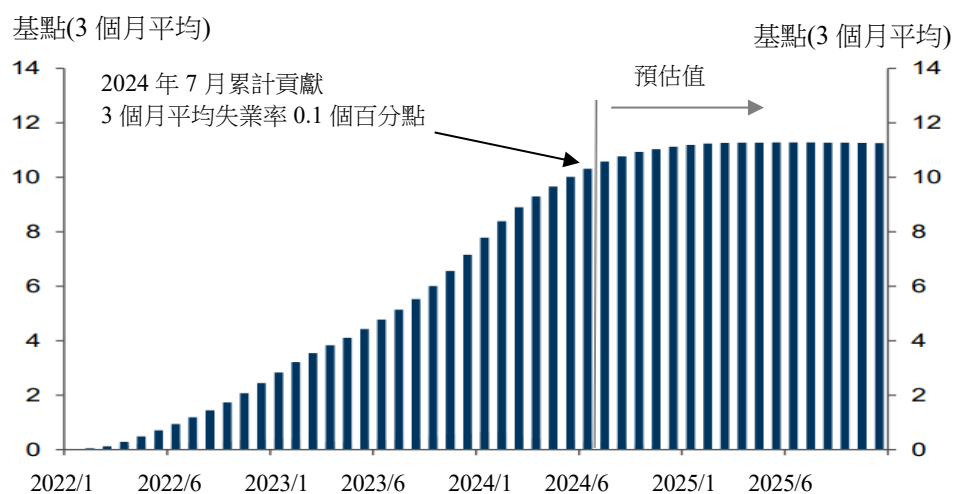
圖 14 移民身分別失業率



(四) 過去 2 年之移民淨流入亦使美國失業率上揚

綜合上述趨勢估計，新移民直接導致美國整體失業率額外增加 0.1 個百分點，惟隨著移民逐漸融入美國勞動市場，加以移民淨流入的速度放緩，預期移民引起的美國失業率變動趨勢將逐漸趨於穩定(圖 15)。此外，移民淨流入人數的大幅增加，可能排擠其他勞工的就業機會，進而導致美國整體失業率上升，惟目前仍缺乏研究證實此現象確實存在。

圖 15 移民淨流入人數高於過去平均對美國失業率之累計貢獻

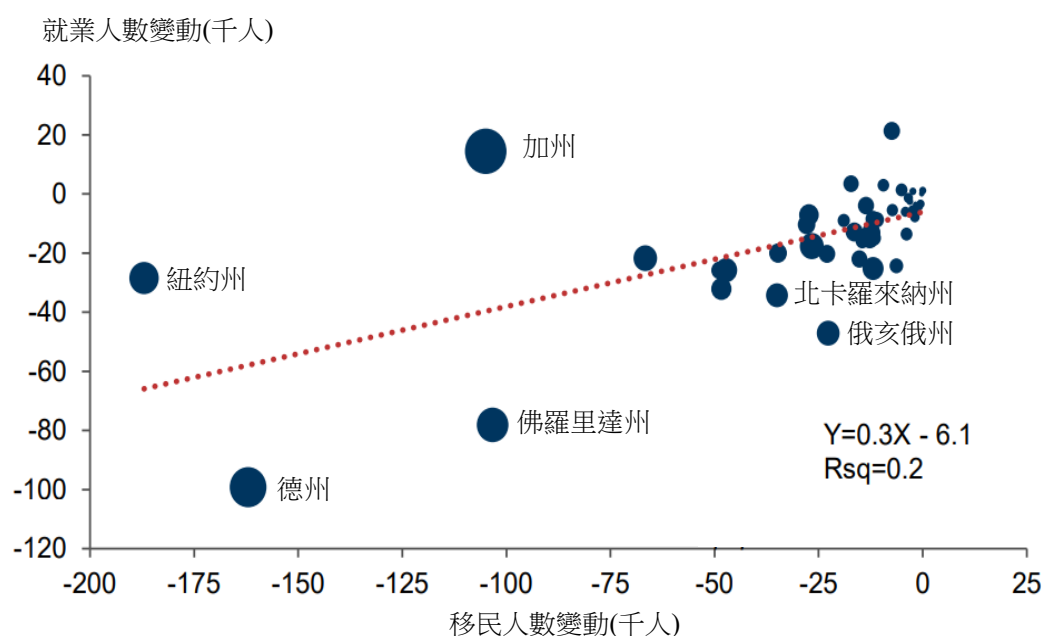


資料來源: Goldman Sachs

(五) 州別數據顯示移民淨流入與薪資成長有關

另根據各州數據，於過去 6 個月中，移民人數減少與薪資成長放緩呈現正相關(圖 16)。此外，州別數據亦顯示，自去年底移民淨流入人數達到高峰後，目前每月移民淨流入人數已減少約 15 萬人，並導致每月因移民額外增加的就業人口數減少 4.5 萬人，此數據高於高盛估計的每月減少 3 萬人。

圖 16 美國州別移民與就業人數變動關係



註：移民人數與就業人數之變動係與 2023 年底值比較，並以年化值表示；
2023 年州別人口數為迴歸分析之控制變數，並以圓形比例大小表示之。
資料來源：Goldman Sachs

(六) 未來預期

若美國移民政策並未出現重大變革，預期明年每月移民淨流入人數將放緩至 12.5 萬人，每月額外增加的勞動力與就業人口將放緩至每月 3.3 萬人，額外增加的失業率則將持穩於 0.12 個百分點。

參、美國加徵關稅對全球物價與經濟之影響

本屆美國總統大選於本年 11 月 5 日舉行，共和黨於本年 7 月 15 日再度提名美國前總統川普競選美國總統，並再次提出加徵關稅政見，引發市場擔憂中美貿易爭端將再度升溫，進而影響美國與全球經濟前景。

前次中美貿易衝突約發生於 2018 年至 2019 年間，時任美國總統川普宣稱，中國竊取美國智慧財產權與商業機密，要求對來自中國的進口商品加徵關稅，並先後對價值約 3,500 億美元的中國進口商品課徵 25% 關稅，中國亦採取報復措施反制，對中美雙方與全球經濟均造成顯著影響。

而在川普卸任美國總統後，現任美國總統拜登並未直接取消對中關稅，亦曾於本年 5 月 14 日宣布，對價值約 180 億美元的中國進口商品加徵關稅，以提振美國關鍵產業的生產製造，並指控中國透過竊取技術及低價傾銷等不公平貿易行為，傷害美國的企業與勞工，顯示民主黨對中態度亦屬強勢，未來兩黨的關稅政策均可能加劇中美貿易爭端。

一、美國加徵關稅的有效稅率與影響管道

(一) 美國加徵關稅的可能情境與有效關稅稅率

根據當前已提出的關稅政策政見，未來美國將可能對來自中國的所有進口商品加徵 60% 關稅，以及對所有貿易夥伴的所有進口商品加徵 10% 關稅，再針對特定產品或特定國家訂定不同關稅稅率，惟具體細節仍未定案，且相關關稅法案是否能得到美國國會批准亦充滿不確定性。

若美國確定對中國加徵關稅，預期可能性最高的手段為採取針對關稅，若以 2018 年至 2019 年時貿易爭端的關稅清單劃分，清單 1 及清單 2 關稅將加徵 60 個百分點，清單 3 關稅將加徵 35 個百分點，清單 4a 及清單 4b 關稅則加徵額外

10 個百分點及 5 個百分點，經加權計算後，美國對中國的有效關稅稅率將額外增加約 18.9 個百分點；而若美國確定對所有貿易夥伴加徵關稅，則可能對所有進口商品加徵關稅 10 個百分點，惟實際上全面實行的可能性則相對較低(表 1)。

表 1 美國加徵關稅的可能方案

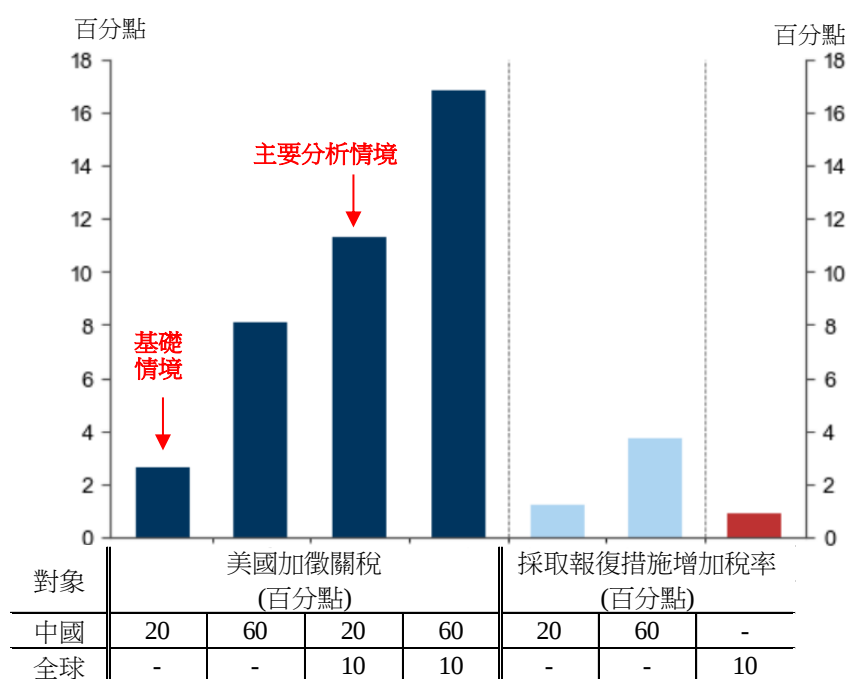
對象	項目	規模 (億美元)	現行稅率 (%)	加徵稅率 (百分點)	最終稅率 (%)
中國	清單 1 清單 2	400	25%	60	85
	清單 3	1,200	25%	35	60
	清單 4a	900	7.5%	10	17.5
	清單 4b	2,000	0%	5	5
全球	所有進口商品	31,000	2.7%	10	12.7

資料來源：Goldman Sachs

為簡化分析，後續估計所使用的主要分析情境，將假設美國對中國所有進口商品加徵關稅 20 個百分點，並對所有其他全球貿易夥伴加徵關稅 10 個百分點，美國整體進口商品的有效關稅稅率將大幅上升 11 個百分點(圖 17)。

而若美國對中國所有進口商品加徵關稅 60 個百分點，並對所有其他全球貿易夥伴加徵關稅 10 個百分點，美國整體進口商品的有效關稅稅率將大幅上升 17 個百分點；另由於美國出口商品占比較低，即使貿易夥伴全面採取報復措施，貿易夥伴的有效關稅增加幅度亦相對較小(圖 17)。

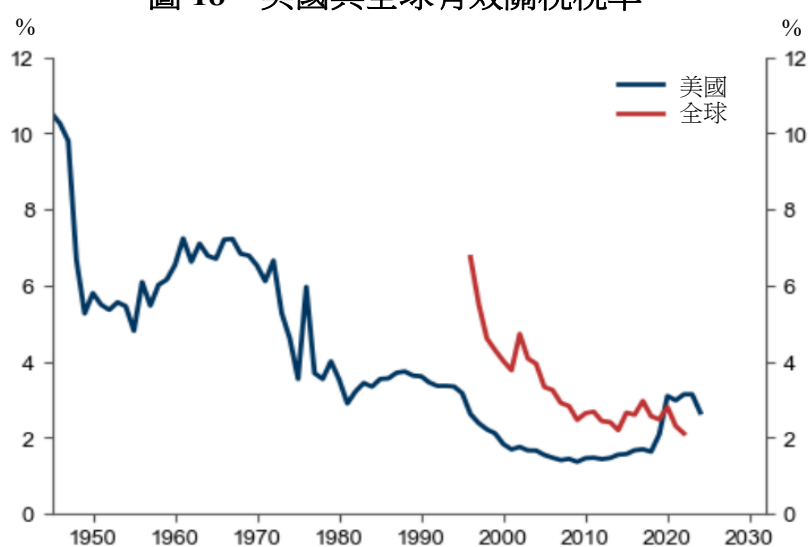
圖 17 美國加徵關稅及報復措施的有效稅率



資料來源：Goldman Sachs

而在較溫和的基礎情境下，美國將僅針對中國特定進口商品加徵關稅 20 個百分點，美國整體進口商品的有效關稅稅率將增加約 2.6 個百分點。在此情境下，即使中國全面採取報復措施，仍不足以對其他國家產生影響，惟存在全球擴大加徵關稅的風險，並導致有效關稅稅率再度轉為上揚(圖 18)。

圖 18 美國與全球有效關稅稅率

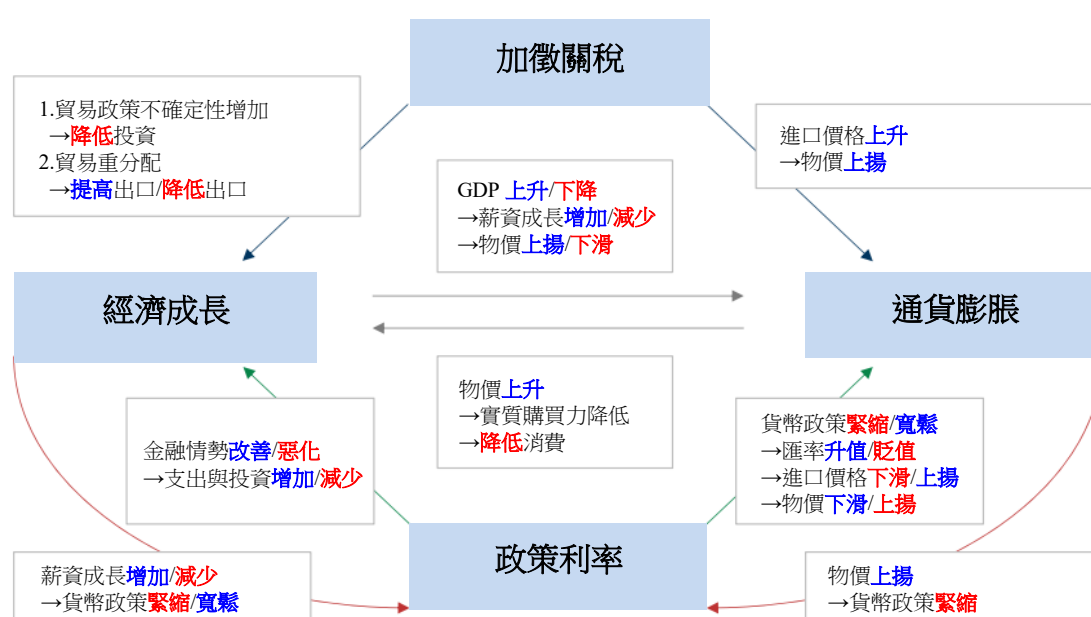


資料來源：Goldman Sachs

(二) 加徵關稅對通膨及經濟成長的影響管道

前述關稅政見將促使中美貿易爭端升溫的風險增加，並將對美國及全球的經濟成長、通膨及貨幣政策前景產生重大影響；加徵關稅將可能導致美國與歐元區等主要經濟體的通膨再度上揚，抑制消費並使經濟成長放緩，此外貿易政策的不確定性增加，可能使廠商傾向延後投資，或選擇轉換貿易對象規避高額關稅，或對中國及部分出口依賴國家造成嚴重衝擊(圖 19)。

圖 19 加徵關稅影響通膨、經濟成長及政策利率的管道



資料來源：Goldman Sachs

加徵關稅對通膨的影響管道可分為：(1)可能直接提高消費者價格，並藉由提高中間財價格，間接提高消費者價格；(2)可能導致美元升值，間接影響進口商品價格，美元升值亦可能引起利率變化；(3)可能抑制經濟成長，導致薪資成長放緩，進而影響消費者價格。

加徵關稅對經濟成長的影響管道可分為：(1)可能提高消費者價格並抑制消費，惟若政府將關稅收入用於減稅，則將抵銷部分影響；(2)可能導致貿易政策不確定性增加，抑制商業投資；(3)可能導致消費由進口轉向國內商品，或轉向

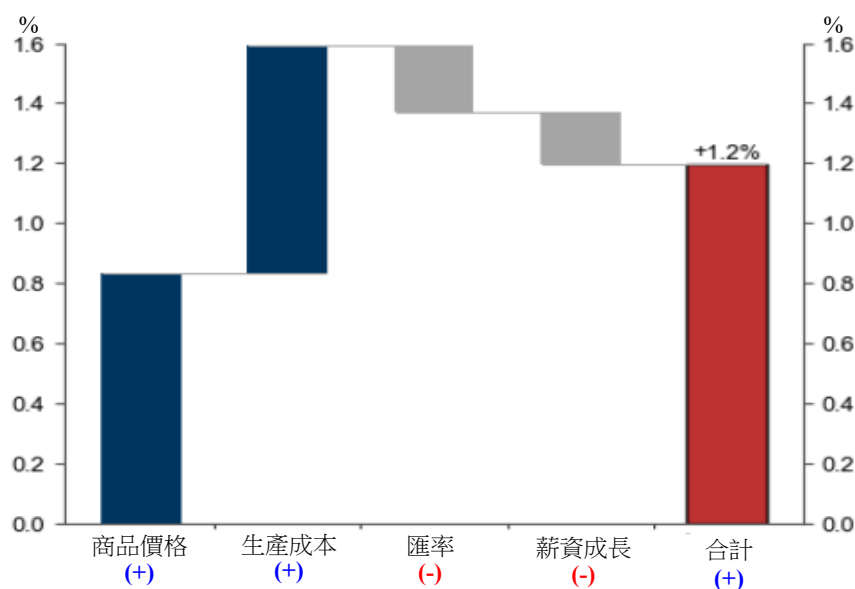
受關稅影響較小的國家進口商品；(4)關稅引起的利率變化可能導致金融情勢改變，進而對經濟成長產生外溢效果。

二、美國加徵關稅對美國本身的影響

(一) 美國加徵關稅對自身物價的影響

根據估計，當美國整體的有效關稅稅率每提高 1 個百分點，將導致美國核心 PCE 物價水準提高約 0.1%，而在主要分析情境下，美國整體的有效關稅稅率提高約 11 個百分點，預期將導致美國核心 PCE 物價水準將提高約 1.2% (圖 20)。

圖 20 美國物價水準受加徵關稅影響拆解

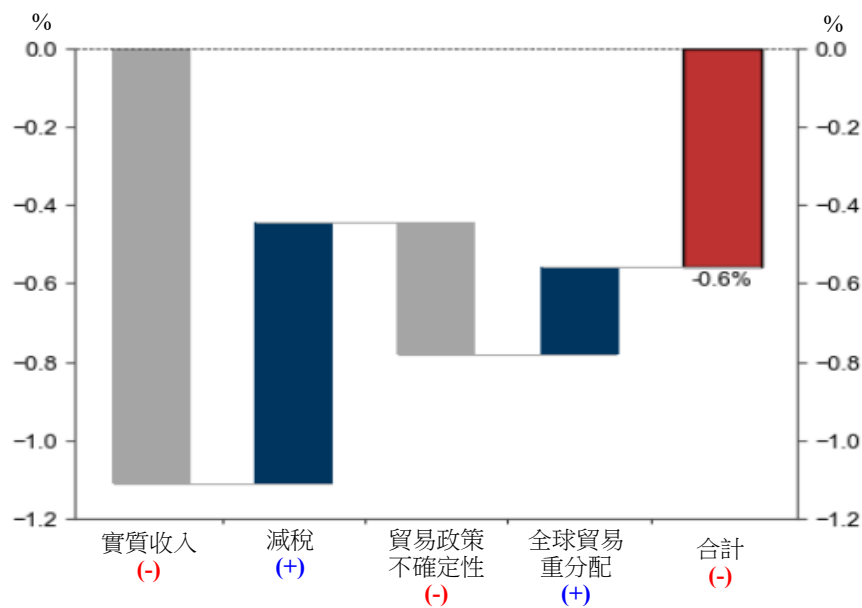


資料來源：Goldman Sachs

(二) 美國加徵關稅對自身經濟成長的影響

另根據估計，當美國整體的有效關稅稅率每提高 1 個百分點，將導致美國 GDP 規模減少約 0.05% 至 0.15%，主要差異來自關稅收入回饋至減稅的程度，以及其他國家是否全面採取報復措施；在主要分析情境下，美國整體的有效關稅稅率提高約 11 個百分點，預期美國 GDP 規模將減少約 0.6% (圖 21)。

圖 21 美國經濟規模受加徵關稅影響拆解



資料來源：Goldman Sachs

根據前述估計結果，美國通膨雖明顯上升，惟考量加徵關稅僅會使物價水準的上升，而非導致通膨趨勢再度走揚，且上升幅度相對有限，似不足以促使 Fed 再度升息。因此在主要分析情境下，Fed 較可能選擇延後降息，加以考量明年美國將持續受到通膨放緩的影響，將部分抵銷關稅造成物價上漲的影響，Fed 應可避免被迫再度採取激進的緊縮貨幣政策。

三、美國加徵關稅對全球其他經濟體的影響

(一) 加徵關稅對全球通膨的影響

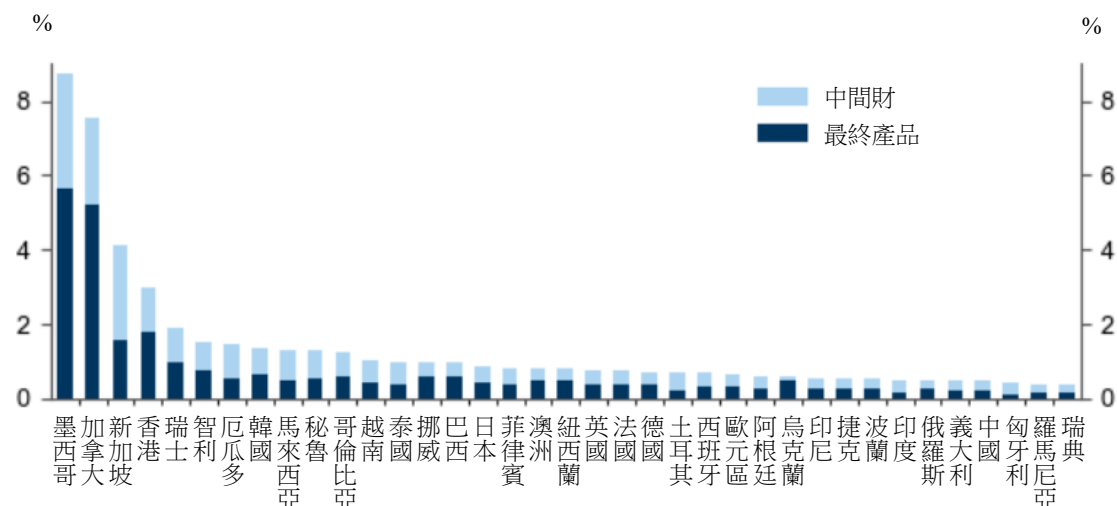
假設美國加徵關稅後，所有貿易夥伴皆對美國採取報復措施，對美國加徵關稅亦將透過前述 3 項管道影響全球通膨：

1. 消費價格與中間財價格

關稅將提高來自美國的進口商品價格，並透過中間財價格上漲進一步推升消費價格，另參考 2018 年至 2019 年中美貿易爭端經驗，可以假設進口價格上漲將完全轉嫁至消費者；計算結果發現，由於美國進口商品占全球消費的比例

較低，多數國家比重不足 1%，故除了加拿大與墨西哥所受影響較大外，美國進口商品價格上漲僅會對全球通膨帶來輕微壓力(圖 22)。

圖 22 全球物價水準受商品價格管道影響拆解

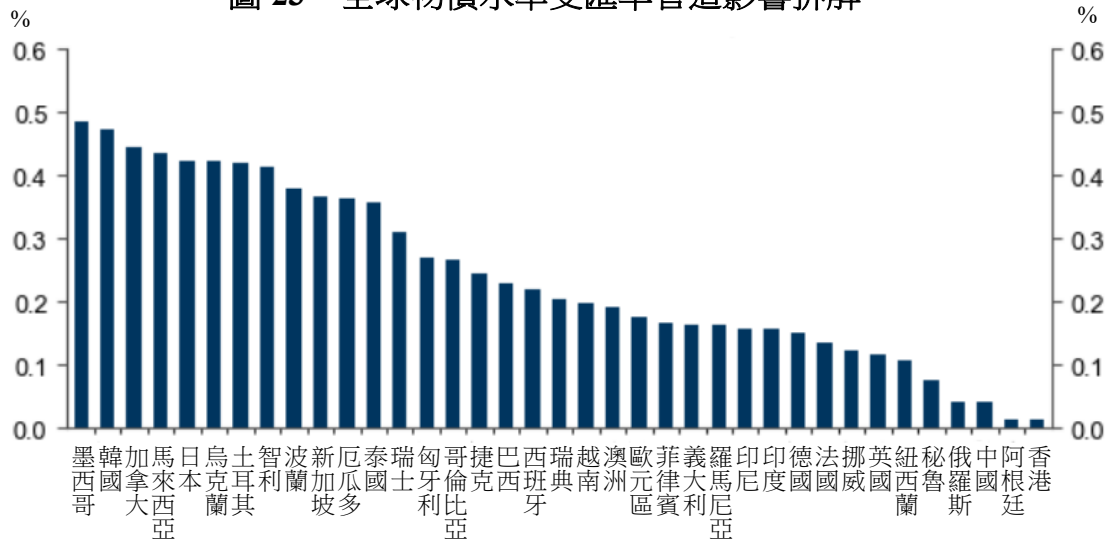


資料來源：Goldman Sachs

2. 美元升值

由於關稅對匯率的影響較難量化，分析將著重於關稅引發物價上漲，導致 Fed 放緩降息所造成的美元升值，並考量外幣匯率對美國利率的敏感性，發現當經濟體具有以下特性：(1)進口商品以美元計價比例較高(2)該國貨幣對美國利率與美元指數變動較敏感，該經濟體將較容易受到與美國利差影響而導致通膨上揚；根據估計，當 Fed 政策利率每上調 1 個百分點，與加拿大、墨西哥及部分新興市場國家的通膨可能大幅上揚 0.3 個百分點至 0.5 個百分點(圖 23)。

圖 23 全球物價水準受匯率管道影響拆解



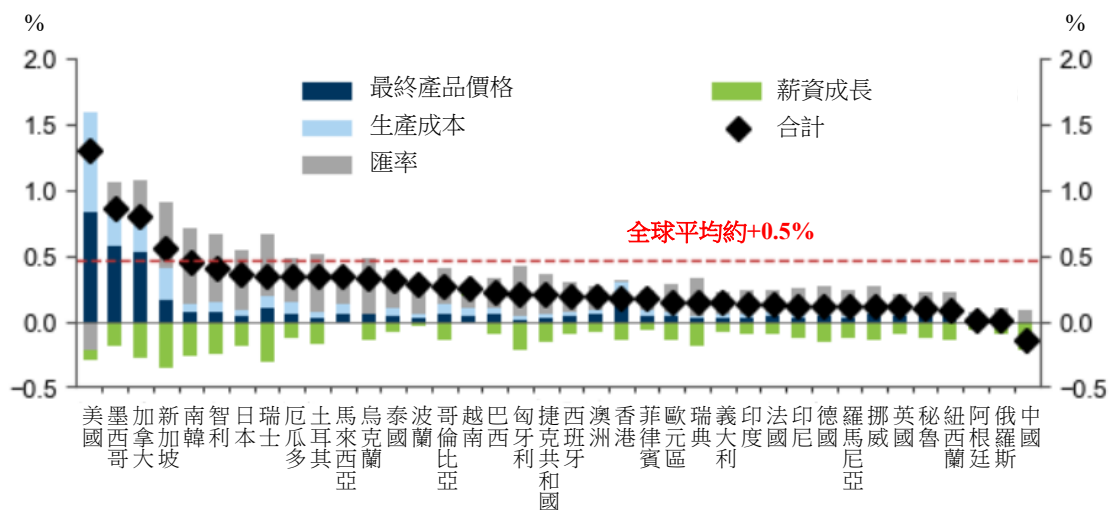
資料來源：Goldman Sachs

3. 薪資成長

關稅導致物價上漲，將可能抑制消費與經濟成長，並透過菲利浦曲線效果傳導至薪資成長放緩，進而影響通膨降溫；根據估計，當 GDP 規模每減少 1%，通膨將下滑 0.15 個百分點。

綜合前述 3 項管道，在主要分析情境下，預期全球平均物價將上漲 0.5%，多數已開發經濟體所受影響將較小，對新興市場經濟體影響則相對較大(圖 24)。

圖 24 全球物價水準受加徵關稅影響拆解



資料來源：Goldman Sachs

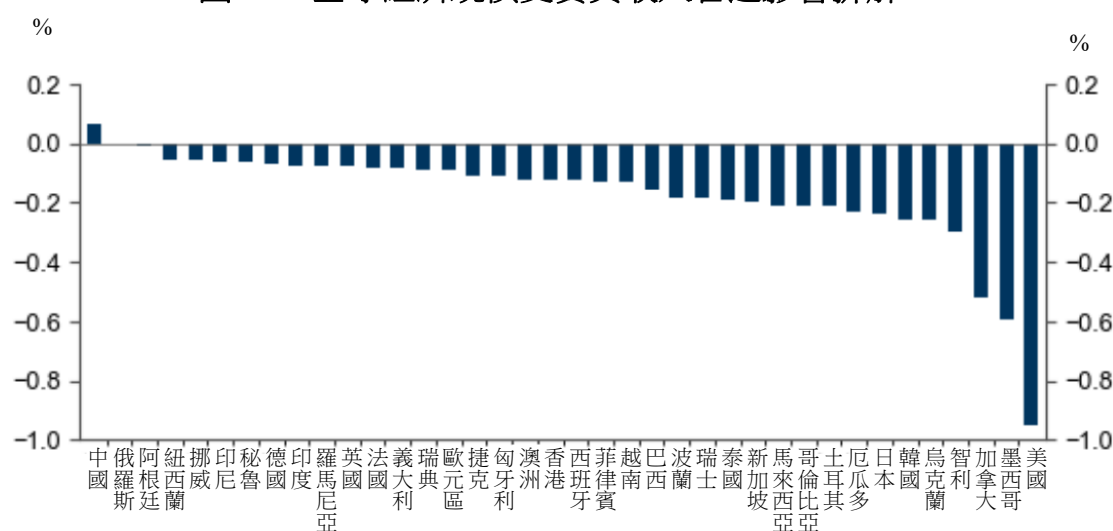
(二) 加徵關稅對全球通膨的影響

假設美國加徵關稅後，所有貿易夥伴皆對美國採取報復措施，對美國加徵關稅亦將透過前述 4 項管道影響全球經濟成長：

1. 實質收入與減稅

關稅導致的價格上漲，將造成家計部門實質收入下滑，並大幅影響消費傾向較高的低收入家庭；預期關稅對實質收入與消費支出的拖累，將導致幾乎所有經濟體的 GDP 規模降低，其中又以北美經濟體所受影響最強烈(圖 25)。

圖 25 全球經濟規模受實質收入管道影響拆解



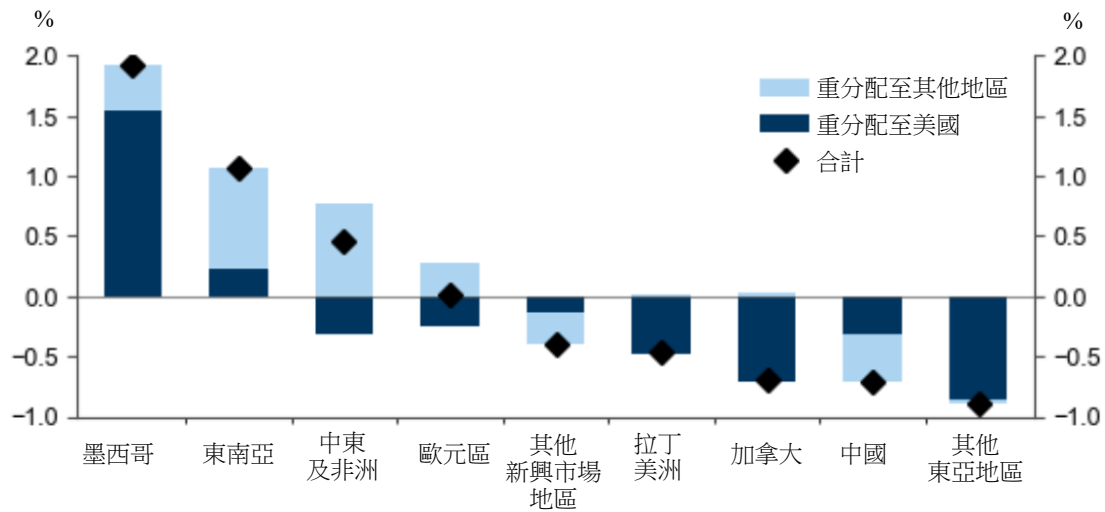
資料來源：Goldman Sachs

而加徵關稅亦將增加各國政府的關稅收入，若政府決定將稅收透過減稅移轉至家計部門，將可部分抵銷關稅對實質收入降低的衝擊，並將以較大比例分配至消費傾向較低的高收入家庭。

2. 貿易重分配

加徵關稅將改變經濟體的貿易模式，進口商將傾向移轉至關稅較低的地區，墨西哥及東南亞經濟體可望從中獲得較多利益，預期 GDP 規模將增加 1%至 2%；而中國與其他東亞經濟體，則將因貿易轉向低成本經濟體而面臨阻力(圖 26)；另根據 2018 年至 2019 年經驗，前述影響預期將持續 3 年才會完全反映。

圖 26 全球經濟規模受貿易重分配管道影響拆解

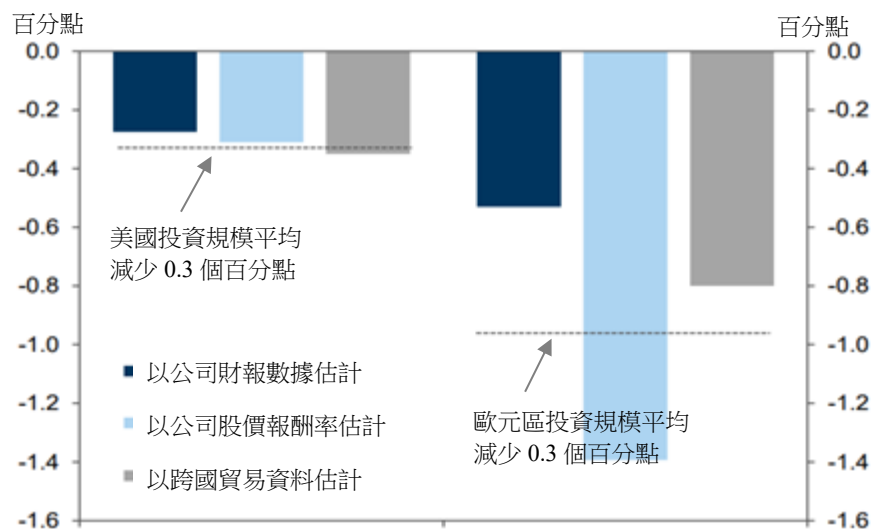


資料來源：Goldman Sachs

3. 貿易政策不確定性

關稅造成的貿易政策不確定性增加，將可能於短期內影響廠商投資意願，並延後出口導向的投資決策，歐元區等較依賴出口的經濟體將受到較大衝擊，預期經濟成長率約下滑 0.9 個百分點；美國等較封閉的經濟體所受影響則較小，預期經濟成長率約下滑 0.3 個百分點(圖 27)。

圖 27 美國及歐元區投資規模受貿易政策不確定性影響



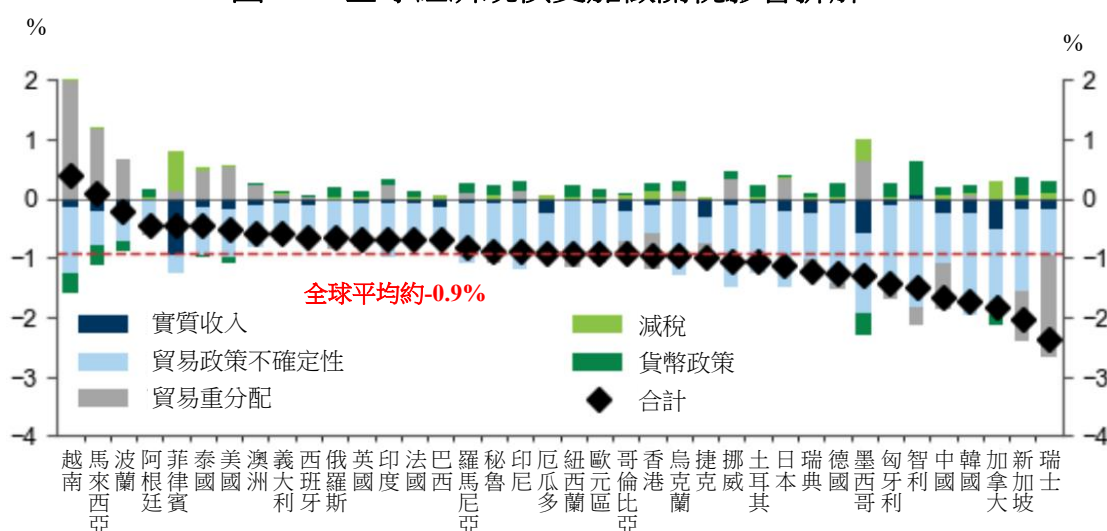
資料來源：Goldman Sachs

4. 金融情勢

由於加徵關稅可能同時導致通膨上揚與經濟成長放緩，兩者對中央銀行貨幣政策將產生相反的決策影響，部分效果將互相抵銷，惟最終仍將影響政策利率前景，而利率變化亦將導致金融情勢改變，進而對實體經濟產生影響。

綜合前述 4 項管道，在主要分析情境下，預期全球平均經濟成長率將下滑 0.9 個百分點，加徵關稅將導致絕大多數經濟體受到衝擊(圖 28)。

圖 28 全球經濟規模受加徵關稅影響拆解



資料來源：Goldman Sachs

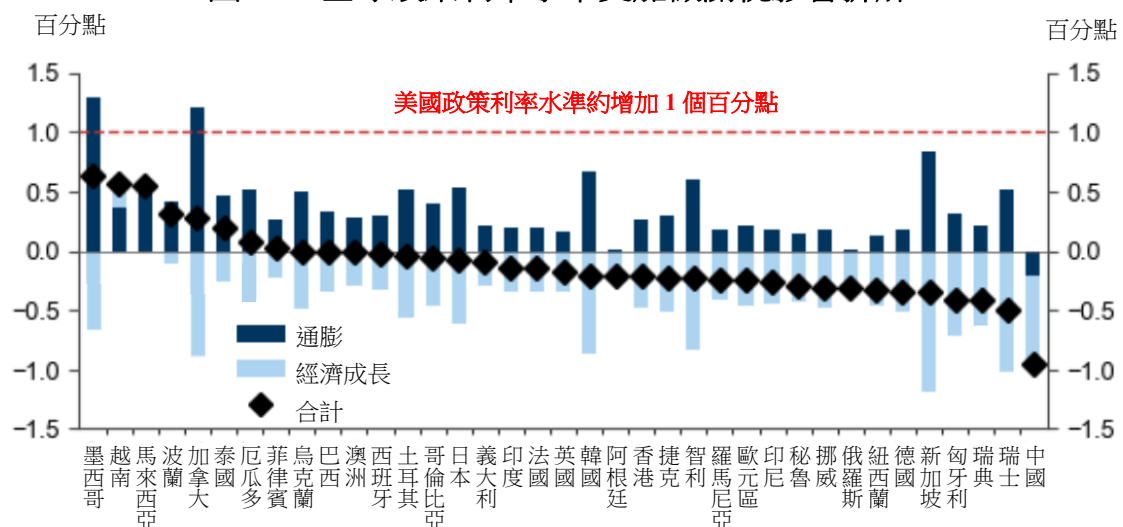
(三) 加徵關稅對全球央行貨幣政策的影響

根據前述估計，加徵關稅將導致美國物價水準上升，經濟成長所受衝擊則相對輕微，預期將促使 Fed 於明年維持政策利率水準不變；而當前市場預期與本年 9 月 FOMC 點陣圖均顯示，Fed 將可能於明年降息 4 碼。透過比較兩者的差異，相當於加徵關稅將導致 Fed 於明年提高政策利率水準 1 個百分點。

對於歐元區等已開發經濟體，在主要分析情境下，其物價水準所受影響較小，經濟成長則相對明顯放緩，預期渠等貨幣當局將傾向於維持降息步調，以刺激經濟成長。而新興市場經濟體則可能受惠於貿易重分配，有利經濟成長，惟同

時面臨貨幣對美元匯價貶值，承受較大的通膨壓力，貨幣當局或將被迫停止降息或轉為再度升息。整體而言，加徵關稅將可能導致全球貨幣政策出現更大的分歧，預期明年底全球貨幣當局平均將降息 0.3 個百分點，而 Fed 則將減少降息 1 個百分點，相當於 Fed 與全球其他央行的平均政策利率水準差距將可能擴大 1.3 個百分點(圖 29)。

圖 29 全球政策利率水準受加徵關稅影響拆解



資料來源：Goldman Sachs

(四) 其他情境與小結

儘管在前述主要分析情境中，假設美國將對中國所有進口商品加徵關稅 20 個百分點，並對所有其他全球貿易夥伴加徵關稅 10 個百分點，惟實際上美國採取的關稅政策可能較為溫和，或僅針對中國特定商品加徵關稅 20 個百分點，並維持其他全球貿易夥伴的關稅不變。在此情境下，貿易政策不確定性較低，約為 2018 年至 2019 年貿易爭端的一半，Fed 亦僅會暫緩降息 2 個季度(按主要分析情境下為 1 年，即 4 個季度)，預期美國物價將上漲 0.4%，GDP 將減少 0.2%；全球物價將上漲 0.1%，GDP 則將減少 0.4% (表 2)。

惟若美國最終決定採取更加激進的關稅措施，或對中國所有商品加徵關稅 60 個百分點，並對其他全球貿易夥伴加徵關稅 20 個百分點。在此情境下，國際緊張情勢將迅速升溫，貿易政策不確定性大幅上揚，約較 2018 年至 2019 年提高 50%，預期美國物價將上漲 1.9%，GDP 將減少 0.7%；全球物價將上漲 0.6%，GDP 降低 1.3% (表 2)。

根據前述各項分析情境，可發現美國加徵關稅將對不同經濟體產不同影響，美國則較可能面臨相對高的物價上漲與相對小的產出減少，此組合將強化 Fed 暫緩降息的可能性，並與其他主要已開發經濟體的貨幣政策產生分歧。

表 2 美國加徵關稅的可能方案

情境	加徵關稅情形	美國		全球	
		物價	GDP	物價	GDP
主要	● 對中國特定商品加徵關稅 60 個百分點(有效稅率約為 18.9%，取 20%計算)。 ● 對全球貿易夥伴所有商品加徵關稅 10 個百分點。	+1.2%	-0.6%	+0.5%	-0.9%
基礎 (溫和)	● 對中國特定商品加徵關稅 20 個百分點(有效稅率約為 2.6%)。 ● 對全球貿易夥伴所有商品加徵關稅 10 個百分點。	+0.4%	-0.2%	+0.1%	-0.4%
激進	● 對中國所有商品加徵關稅 60 個百分點。 ● 對全球貿易夥伴所有商品加徵關稅 20 個百分點。	+1.9%	-0.7%	+0.6%	-1.3%

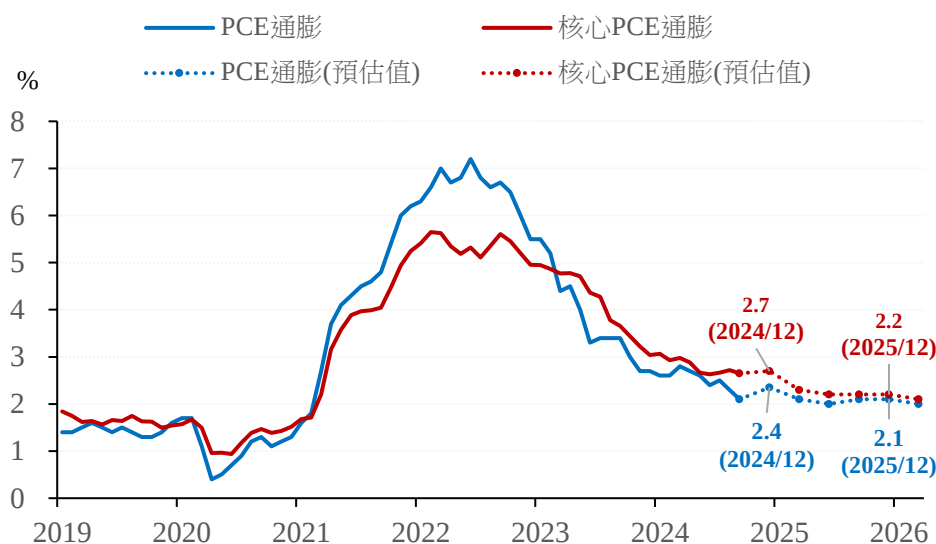
資料來源：Goldman Sachs

肆、美國經濟前景預期

一、美國通膨與核心通膨預期

當前市場預期，美國 PCE 通膨預期將於本年底降至 2.4%，明年底降至 2.1%，核心 PCE 通膨則預期將於本年底降至 2.7%，明年底降至 2.2% (圖 30)，惟考量當前美國通膨仍具黏性，通膨回落至 2% 目標水準的步調放緩，加以美國政策前景存在不確定性，通膨仍存在上行風險。

圖 30 美國 PCE 與核心 PCE 通膨預期

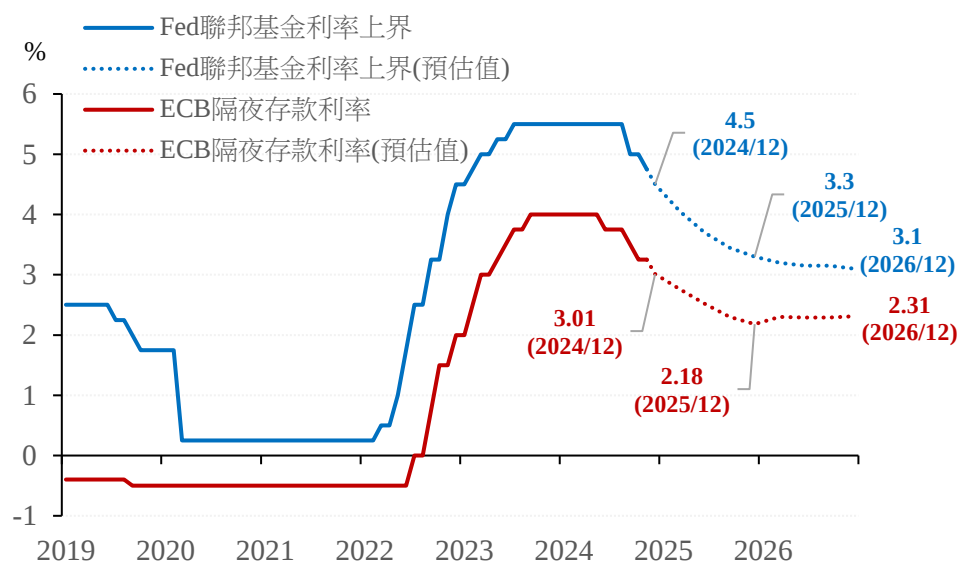


資料來源: Bloomberg

二、Fed 政策利率水準預期

當前市場預期，Fed 將於本年底將政策利率調降至 4.5%，相當於本年將再降息 1 碼，本年累計降息 4 碼；明年底及 2026 年底再將政策利率調降至 3.3% 及 3.1%，相當於明年及 2026 年分別再降息 3 碼及 1 碼。同期間，市場預期 ECB 將於本年底將政策利率調降至 3.01%，相當於本年將再降息 1 碼，本年累計降息約 4 碼；明年底及 2026 年底再將政策利率調降至 2.18% 及 2.31%，相當於明年約再降息 3 碼，2026 年則可能升息 1 碼(圖 31)。

圖 31 Fed 及 ECB 政策利率水準預期



資料來源: Bloomberg

三、美國失業率預期

當前市場預期，美國失業率預期將於本年底小幅上揚至 4.3%，至明年底亦將維持於 4.3% (圖 32)，美國失業率似將持穩，而不會於短期內大幅上揚，惟考量當前美國勞動市場逐漸降溫，加以經濟前景具有較多不確定性因素，美國失業率仍存在上行風險。

圖 32 美國失業率預期

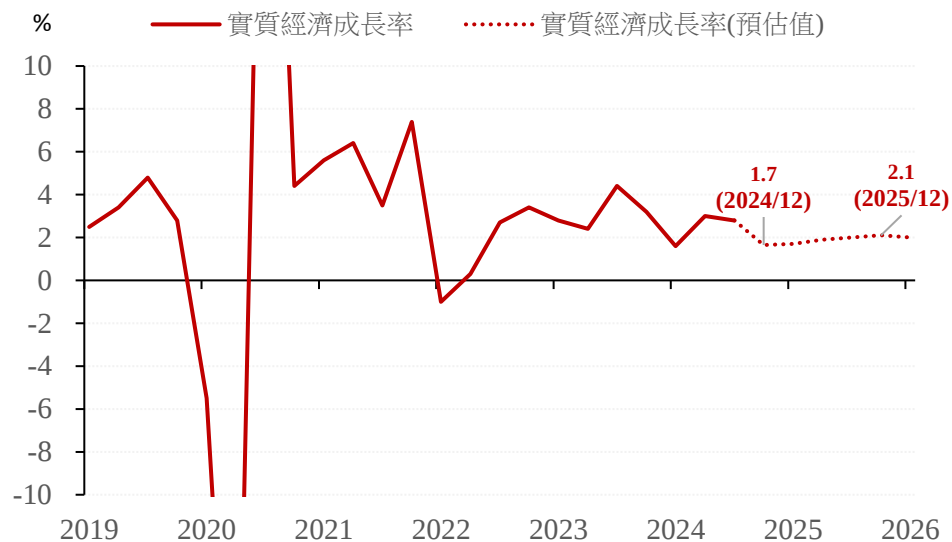


資料來源: Bloomberg

四、美國經濟前景預期

當前市場預期，美國經濟成長率將於本年第四季放緩至 1.7%，並於明年第四季回升至 2.1% (圖 33)，顯示美國經濟仍具韌性，惟考量美國政策前景不確定性已大幅上揚，美國經濟成長仍具有下行風險。

圖 33 美國經濟成長預期



資料來源: Bloomberg

伍、結語

過去數年間美國與全球經濟體經歷通膨飆漲與回落的過程，近期則面臨經濟過度放緩的下行風險，主要經濟體貨幣當局先後啟動降息循環，以避免經濟陷入衰退，惟當前美國總統大選後政策不確定性大幅上升，且中美貿易爭端可能再度升溫，並影響全球貿易、通膨、經濟成長與金融環境，除了可能導致全球貨幣政策出現分歧，亦可能惡化部分經濟體的通膨與經濟前景。過去數年中國際上出現的去全球化、去美元化已導致國際局勢升溫，儘管美中關係可能再度惡化並進一步脫鉤，惟考量全球經濟仍關係密切，金融市場亦緊密連動，未來宜密切注意各項美國政策與國際因素之發展，以及全球金融市場與經濟情勢將可能遭受之影響。

參考文獻

1. Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “USA: FOMC Cuts 25bp; Minimal Changes to the Post-Meeting Statement,” Goldman Sachs Economics Research, Nov. 7.
2. Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “USA: Hurricanes and Strikes Slow Payroll Growth; Unemployment Rate Remains at 4.1%,” Goldman Sachs Economics Research, Nov. 1.
3. Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “USA: Employment Cost Index below Expectations in Q3; Core PCE in Line With Expectations; Initial Claims Fall,” Goldman Sachs Economics Research, Oct. 31.
4. Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “USA: Q3 GDP Rises 2.8% on Strong Domestic Demand; ADP Employment Well Above Expectations; Raising September Core PCE Estimate to 0.26%,” Goldman Sachs Economics Research, Oct. 30.
5. Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Tim Krupa, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “USA: FOMC Lowers Fed Funds Rate By 50bp; Median Dot Shows 50bp More Cuts This Year and 100bp Next Year; Economic Projections Show Higher Unemployment Rate,” Goldman Sachs Economics Research, Sep. 18.
6. Phillips, Alec, Jan Hatzius, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Tim Krupa, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “Potential Trade Policy Outcomes in a Second Trump Administration,” *US Daily*, Goldman Sachs, Aug. 15.
7. Briggs, Joseph, Devesh Kodnani, Jan Hatzius and Giovanni Pierdomenic (2024), “The Global Impact of Higher US Tariffs,” *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, Aug. 15.
8. Hatzius, Jan, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Tim Krupa, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “The Immigration Surge and the Labor Market: Timing the

Impact on Labor Supply, Job Growth, and the Unemployment Rate,” *US Daily*, Goldman Sachs, Aug. 14.

9. Abecasis, Manuel, Elsie Peng, David Mericle, Jan Hatzius, Alec Phillips, Ronnie Walker, Tim Krupa and Jessica Rindels (2024), “Why We’re Less Worried About the Rise in the Unemployment Rate,” *US Economics Analyst*, Goldman Sachs, Jul. 28.
10. Hatzius, Jan, Joseph Briggs, Devesh Kodnani and Giovanni Pierdomenico (2024), “: Implications of Higher Tariffs for Euro Area and US Monetary Policy,” *Global Economics Comment*, Goldman Sachs, Jul. 2.
11. Krupa, Tim, Alec Phillips, Jan Hatzius, David Mericle, Spencer Hill, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “How Much Could Immigration Decline Before and After the Election?” *US Daily*, Goldman Sachs, Jun. 9.
12. Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Tim Krupa, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “USA: FOMC Announces Start of Tapering; Notes ‘Lack of Further Progress’ Toward 2% Inflation Target in Recent Months,” Goldman Sachs Economics Research, May. 1.
13. Peng, Elsie, Ronnie Walker, Jan Hatzius, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Manuel Abecasis, Tim Krupa and Jessica Rindels (2024), “Do the Official Statistics Fully Capture the Recent Surge in Immigration?” *US Daily*, Goldman Sachs, Apr. 17.
14. Walker, Ronnie, Jan Hatzius, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Manuel Abecasis, Tim Krupa, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “The Effect of Tariffs on Government Revenue, Growth, and Inflation: Lessons From the Last Trade War,” *US Economics Analyst*, Goldman Sachs, Apr. 6.