

台北外匯市場發展基金會委託計畫

美國通膨回顧、現況、展望及Fed貨幣政策分析

研究人員*：卓世峻

日期：中華民國一一四年一月

*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

本篇報告主要目的在於分析疫情後美國通膨發展、現況及未來展望，並藉此評估未來 Fed 貨幣政策之可能走向。2020 年迄今，COVID-19 疫情及俄烏戰爭等衝擊，加以疫後美國政府大規模擴張財政政策及寬鬆貨幣政策，在供給及需求面衝擊交互影響之下，美國核心 PCE 通膨一度於 2022 年 2 月攀升至高點 5.6%；2022 年 3 月起，聯準會 (Fed) 遂大幅升息以抑制通膨，當前美國經濟仍具韌性，且核心 PCE 通膨放緩至 2.8%，惟仍逾 Fed 之 2% 通膨目標，尤其 2024 年下半年以來更具黏性，加以各界多預期川普 2.0 加徵關稅、限縮移民、鬆綁監理及減稅等措施，雖可能帶動美國經濟成長，惟亦推升通膨壓力，因而使 Fed 降息步調放緩，如以最新 FOMC 經濟估測觀察，通膨回落至 2% 目標時點可能延後至 2027 年底，且通膨上行風險有所增加，預期 2025 年全年降息幅度由原預估之降 4 碼縮減為降 2 碼；另市場預期亦迅速反映更鷹派 Fed 降息路徑。未來全球經濟恐面臨高度政策不確定性，可能加劇全球金融市場波動，宜密切關注未來新進經濟數據發展及川普 2.0 新經貿政策走向。

目錄

壹、前言.....	1
貳、回顧 2018 年迄今美國通膨發展	3
一、疫情期間全球通膨上揚，主因供給面及需求面衝擊之交互影響.....	3
二、供給面及需求面衝擊對全球商品及服務通膨之影響.....	4
參、美國通膨現況	7
一、近期 Fed 於達成 2%通膨目標方面已取得進展，惟 2024 年下半年以來 通膨較具黏性.....	7
二、核心 PCE 通膨率之三大主要項目—核心商品通膨、住宅通膨及核心服 務(不含住宅)通膨之最新發展	8
三、勞動成本在服務通膨中扮演重要角色，隨著美國勞動市場供需更趨平 衡，薪資成長放緩，通膨亦將隨之趨緩.....	11
四、New York Fed 模型隱含美國通膨僵固性有所舒緩.....	15
肆、 未來美國通膨及聯邦資金利率之展望	18
一、川普 2.0 經貿政策不確定性牽動全球經濟走向.....	18
二、FOMC 經濟估測隱含美國經濟穩健且通膨具黏性，降息步調恐放緩	23
三、市場及主要投銀普遍預估本年降息步調放緩.....	26
伍、結語.....	28
陸、參考文獻	29

圖目錄

圖 1 供應鏈瓶頸及俄烏戰爭，造成全球通膨物價上升及產出減少	3
圖 2 供給面及需求面衝擊對美國 PCE 通膨之貢獻	4
圖 3 全球商品與服務之價格及產出趨勢	5
圖 4 2018 年迄今美國 PCE 商品及服務物價指數年增率	6
圖 5 美國整體 PCE 及核心 PCE 物價指數年增率	7
圖 6 美國核心 PCEPI 之 3 個月及 6 個月變動年率	8
圖 7 核心 PCE 通膨主要項目年增率	9
圖 8 核心 PCE 通膨主要項目貢獻度	9
圖 9 核心 PCE 通膨主要項目 3 個月變動年率	10
圖 10 美國非農就業人口	11
圖 11 美國失業率	12
圖 12 美國貝弗里奇曲線	13
圖 13 美國平均時薪年增率	14
圖 14 MCT 通膨、整體 PCE 通膨及核心 PCE 通膨走勢	16
圖 15 MCT 通膨較疫情前水準變動幅度及其主要項目貢獻	17
圖 16 高盛預估，川普 2.0 加徵關稅政策對美國通膨之可能影響	20
圖 17 美國實質 GDP 規模之情境分析(關稅政策)	21
圖 18 美國通膨率之情境分析(關稅政策)	22
圖 19 美國實質 GDP 規模之情境分析(移民政策)	22
圖 20 美國通膨率之情境分析(移民政策)	23
圖 21 2024 年 12 月 FOMC 政策利率點陣圖	24
圖 22 市場預期 2025 年 6 月及 12 月聯邦資金利率區間之機率分布	26

表目錄

表 1 川普 2.0 政策對 2025 年全球主要經濟體經濟及通膨之可能影響	19
表 2 2024 年 12 月 FOMC 經濟估測	24
表 3 市場預期政策利率、2 年期及 10 年期美國公債殖利率	27

壹、前言

2020 年迄今，COVID-19 疫情及俄烏戰爭等外部衝擊，造成全球供應鏈瓶頸，並導致總合供需失衡，加以疫後美國政府大規模擴張財政政策及寬鬆貨幣政策，使美國核心 PCE 通膨率大幅攀升至 2022 年 6 月高點 5.6%，遠逾疫情前(2018~2019 年)平均水準之 1.8%，創下數十年新高。

貨幣政策方面，2021 年初美國聯準會(Fed)誤判通膨上揚屬於「暫時性」現象而錯失升息良機¹，渠等認為通膨上揚主要反應與疫情相關需求變動、供應鏈瓶頸及勞動供給下滑等短期因素有關，因而隨著疫情趨緩，前述現象亦將隨之緩解。

然而，2021 年底隨疫情再次升溫，加以全球供應鏈瓶頸並未完全緩解、勞動市場緊俏程度大幅攀升及家計部門需求仍強勁之下，帶動通膨居高不下。2022 年 2 月俄烏戰爭爆發，進一步加劇能源及大宗商品通膨壓力。2022 年 3 月 Fed 啟動強力升息循環，將聯邦資金利率目標區間由 0~0.25%大幅上調 21 碼(5.25 個百分點)至 5.25~5.50%²。自 Fed 大幅升息以來，美國經濟在高利率水準下仍具韌性，上(2024)年 11 月核心 PCE 通膨已較高點大幅放緩至 2.8%；另部分指標顯示，勞動市場亦降溫至疫情前水準。

上年 9 月 Fed 研判通膨上行風險已趨緩，惟勞動市場下行風險上升而啟動降息 2 碼，之後於 11 月及 12 月再各降息 1 碼(上年全年合

¹ Powell, Jerome (2023), "Monetary Policy Challenges in a Global Economy", Opening Remarks, Policy Panel at the 24th Jacques Polak Annual Research Conference, Hosted by the IMF, Nov. 9.

² 2022 年由於美國通膨率處於相對高檔，Fed 共升息 7 次(其中 2022 年 6 月至 11 月曾連續 4 次每次升息 3 碼)，合計 17 碼，聯邦資金利率目標區間由 0%~0.25%上調至 4.25%~4.50%；之後於 2023 年 2 月、3 月及 5 月各升息 1 碼，6 月則暫緩升息，而 7 月再升 1 碼至 5.25%~5.50%。

計降 4 碼)，惟 12 月 Fed 主席 Powell 於 FOMC 會後記者會指出，當前 Fed 已處於或接近適合放緩降息步調之時點，利率點陣圖(SEP)預估本(2025)年全年僅降息 2 碼(原預估 4 碼)，主要反映：(1)當前美國經濟成長仍具韌性；(2)勞動市場穩健成長，且勞動市場下行風險已趨緩；(3)上年以來通膨較高且預期未來通膨仍將居高；(4)通膨展望具高度不確定性。

本文第貳章首先回顧 2018 年迄今通膨發展；第參章說明通膨現況；第肆章則探討未來美國通膨及聯邦資金利率之展望，並概要彙整各界對川普 2.0 政策對美國經濟可能影響之評估；最後則為結論。

貳、回顧 2018 年迄今美國通膨發展

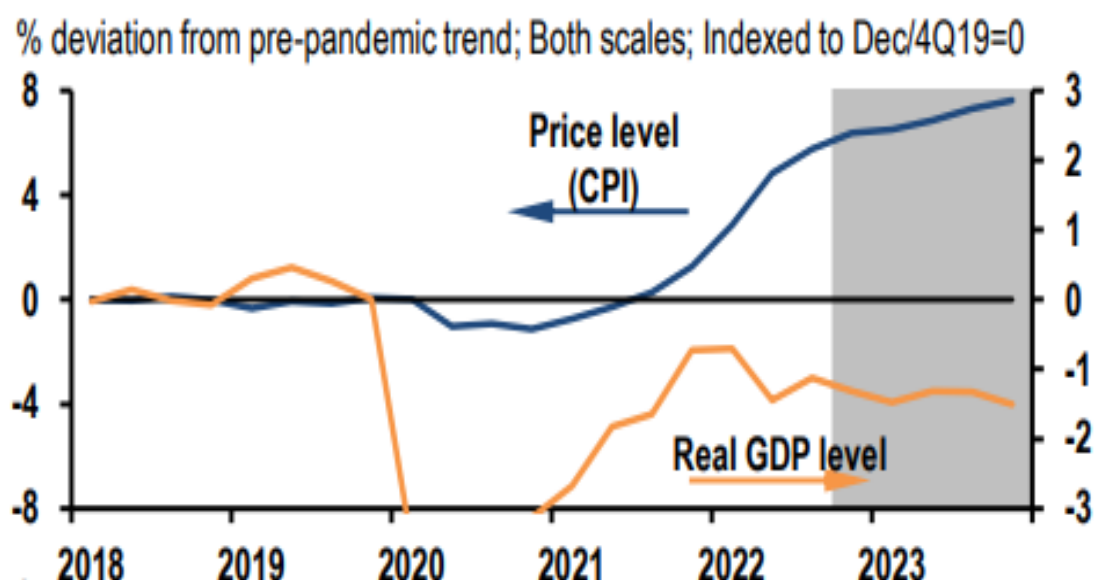
一、 疫情期間全球通膨上揚，主因供給面及需求面衝擊之交互影響

(一) Lupton and Kasman (2023)指出³，2018 年迄今由於供給面及需求面衝擊之交互影響，使全球商品及服務價格不斷變動，進而對全球通膨產生衝擊，疫情期間之全球高通膨現象可歸因於兩大主要因素：

1. 全球主要經濟體政府採取極度寬鬆貨幣政策⁴及擴張性財政政策⁵帶來正面的需求衝擊，其效果為物價上升及產出增加；
2. 全球供應鏈瓶頸及俄烏戰爭之負供給衝擊，其效果為物價上升及產出減少。

(二) 由於疫情期間全球呈現通膨上揚及產出減少(圖 1)，顯示前述負向供給衝擊之影響大於正向需求衝擊之影響。

圖 1 供應鏈瓶頸及俄烏戰爭，造成全球通膨物價上升及產出減少



資料來源：Lupton and Kasman (2023)

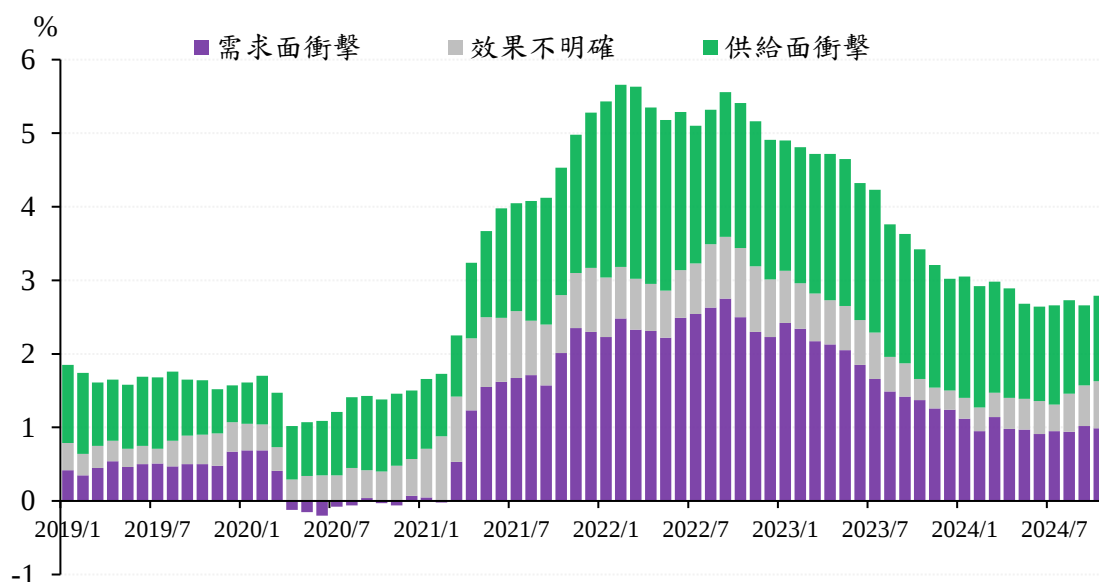
³ Lupton, Joseph and Bruce Kasman (2023), "Identifying The Shocks Underlying Global Inflation," J.P. Morgan Research, Feb. 3.

⁴ 其中 Fed 除降息至 0~0.25% 之外，亦包含量化寬鬆(QE)、前瞻指引及多項流動性及信貸支持措施等非傳統貨幣政策。

⁵ 包含擴大政府支出、中小企業優惠利率貸款、提高失業補助、發放現金及減稅等措施。

(三) 另 San Francisco Fed 研究顯示⁶，倘若將美國 PCE 通膨拆解為需求面衝擊、供給面衝擊及效果不明確等項目之貢獻，疫情初期(2020 年初至 2021 年初)美國 PCE 通膨主要受供給面衝擊影響較大(圖 2 綠色直條為主)，惟 2021 年起供給面及需求面衝擊交互作用(圖 2 紫色直條亦大幅增加)，帶動美國 PCE 通膨大幅上揚。

圖 2 供給面及需求面衝擊對美國 PCE 通膨之貢獻



註：倘若既不屬於需求面，亦不屬於供給面衝擊，則歸類為效果不明確。

資料來源：San Francisco Fed

二、供給面及需求面衝擊對全球商品及服務通膨之影響

(一) 供給面及需求面衝擊對商品通膨之影響分析

2020 年疫情期間，全球商品需求大幅增加(正需求衝擊)，加以全球供應鏈瓶頸之影響(負供給衝擊)，造成全球商品價格上升及商品產出增加(圖 3 藍線)；疫後則因供應鏈瓶頸緩解及商

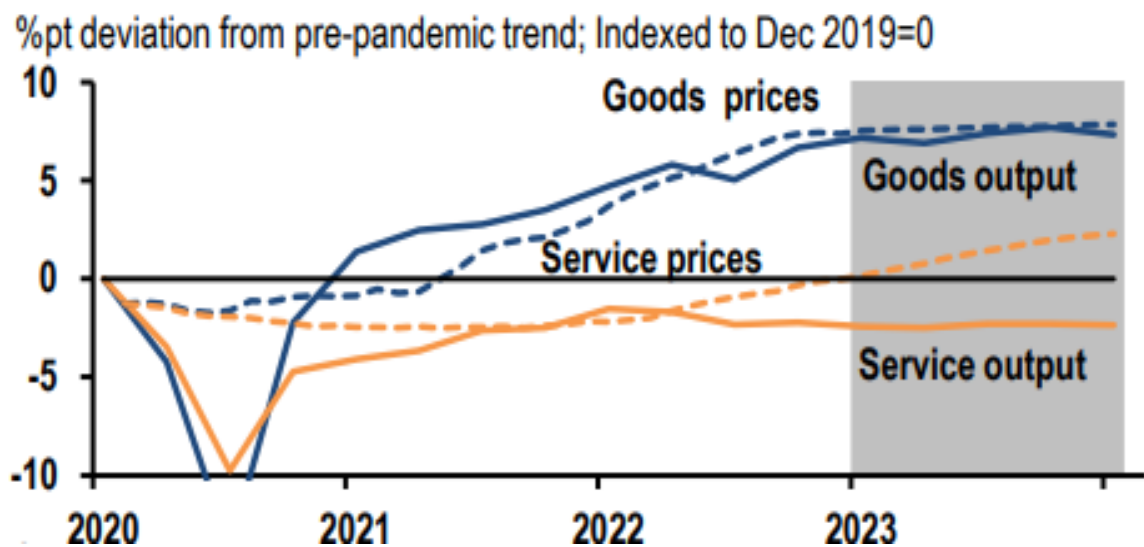
⁶ Shapiro, Adam Hale (2023), “Decomposing Supply and Demand Driven Inflation,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2022-18*.

品需求略微減少，全球商品通膨逐漸緩和，之後在全球商品需求維持穩定的情況下，供應鏈瓶頸緩解帶動全球商品通膨放緩。

(二) 供給面及需求面衝擊對全球服務通膨之影響分析

疫情期間，鑑於全球服務需求大幅減少(負需求衝擊)，造成全球服務價格下降及服務產出下滑(圖 3 橘線)；之後全球服務需求回升(正需求衝擊)，加以全球勞動市場緊俏程度因勞動供需失衡而大幅攀升(負供給衝擊)，導致全球服務價格上揚，服務產出則持續低於疫情前之長期趨勢。隨疫情舒緩，經濟逐步正常化，倘若全球勞動市場亦緩步降溫，薪資增幅趨緩之下，服務通膨亦將持續放緩。

圖 3 全球商品與服務之價格及產出趨勢



資料來源：Lupton and Kasman (2023)

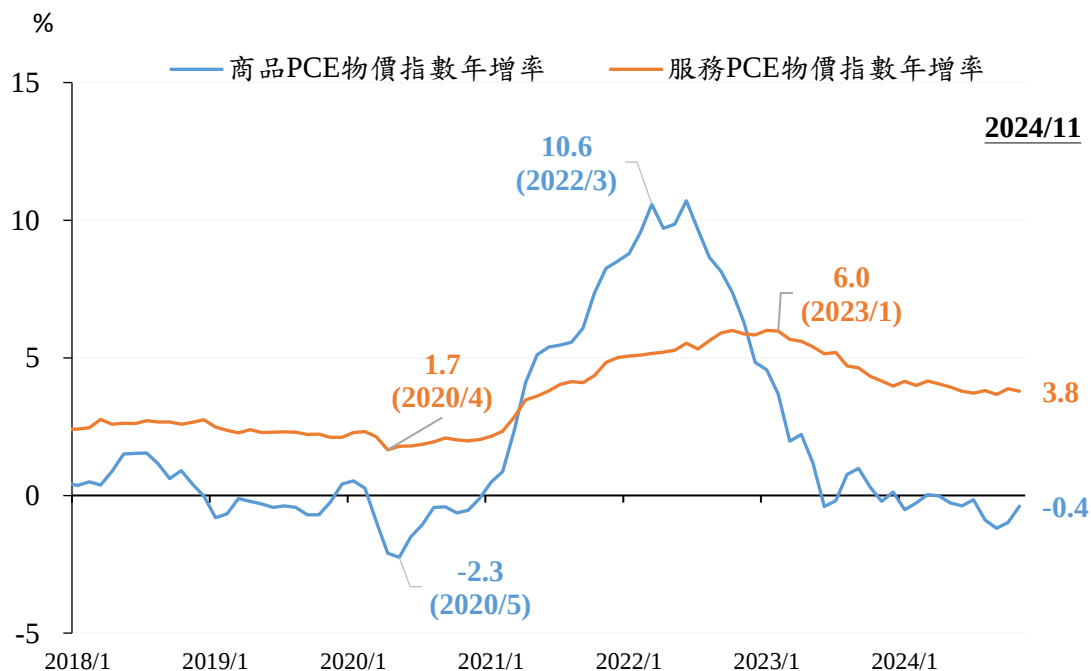
(三) 以美國為例，疫後商品通膨呈現先升後降，並已恢復至疫情前水準；惟服務通膨仍具黏性，仍逾疫情前水準

1. 疫情期間商品需求強勁、供應鏈瓶頸、俄烏衝突及勞動供給恢復緩慢等因素，導致美國 PCE 商品通膨迅速由 2020 年 5 月低

點-2.3%攀升至 2022 年 3 月高點 10.6%；同期間 PCE 服務通膨則呈現緩步上揚，由 2020 年 4 月低點 1.7%上揚至 2023 年 1 月高點 6.0%(圖 4)。

2. 之後隨疫情漸緩，經濟逐步正常化，PCE 商品通膨呈現大幅回落，並於 2023 年中降至疫情前水準；惟疫後服務需求強勁，加以美國勞動市場十分緊俏，導致服務通膨仍居高不下(圖 4)。

圖 4 2018 年迄今美國 PCE 商品及服務物價指數年增率



資料來源：Bloomberg

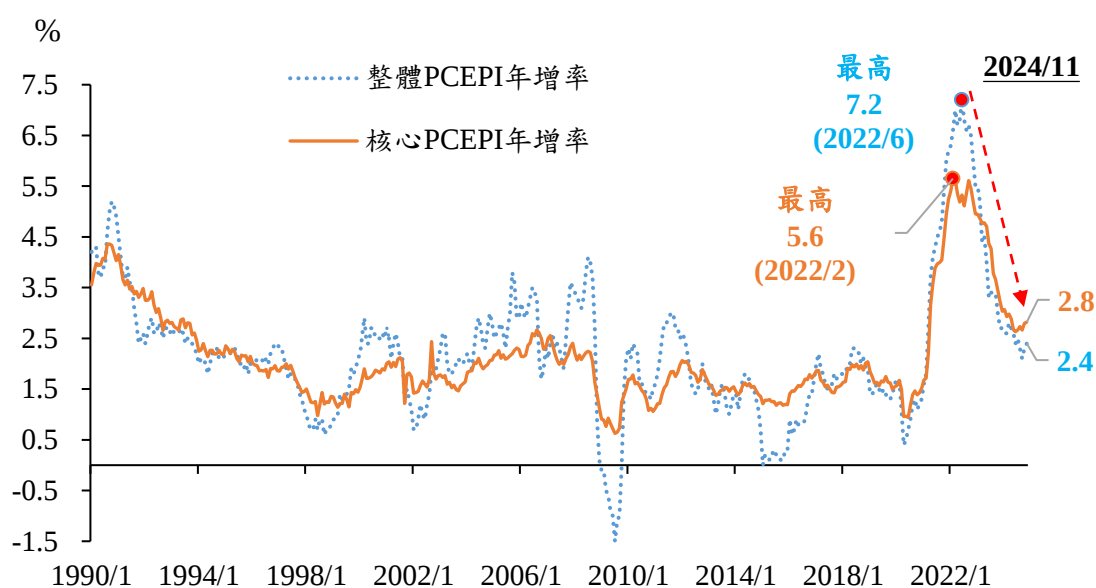
參、美國通膨現況

一、近期 Fed 於達成 2% 通膨目標方面已取得進展，惟 2024 年下半年以來通膨較具黏性

(一) 當前美國整體個人消費支出物價指數(PCEPI)及核心 PCEPI 通膨均已較 2022 年高點大幅放緩(圖 5)

1. 上年 11 月整體 PCEPI 年增率由 2022 年高點 7.2% 降至 2.4%，低於市場預期之 2.5%；核心 PCEPI 年增率亦由 2022 年高點 5.6% 降至 2.8%，低於市場預期之 2.9%。
2. 同月整體 PCEPI 及核心 PCEPI 月增率分別為 0.1% 及 0.1%，兩者亦低於市場預期。

圖 5 美國整體 PCE 及核心 PCE 物價指數年增率



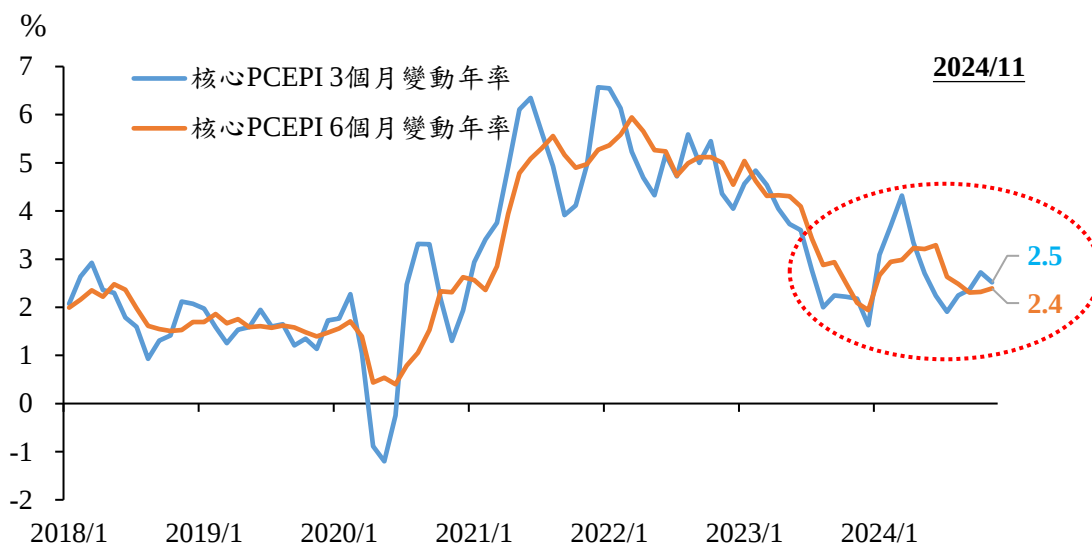
資料來源：Bloomberg

(二) 由 PCEPI 之 3 個月及 6 個月變動年率觀察，上年以來通膨較具黏性(次頁圖 6)

—上年 11 月核心 PCEPI 之 3 個月及 6 個月變動年率分別為 2.5%

及 2.4%，雖已較 2022 年高點大幅放緩，惟相較 2023 年底而言放緩幅度有限，顯示近期通膨放緩有所停滯。

圖 6 美國核心 PCEPI 之 3 個月及 6 個月變動年率



資料來源：Bloomberg

二、核心 PCE 通膨率之三大主要項目—核心商品通膨、住宅通膨及核心服務(不含住宅)通膨之最新發展

(一) 上年以來核心商品通膨呈現通縮，住宅通膨則持續回落，惟核心服務(不含住宅)通膨較具黏性，且後兩者仍遠逾疫情前水準

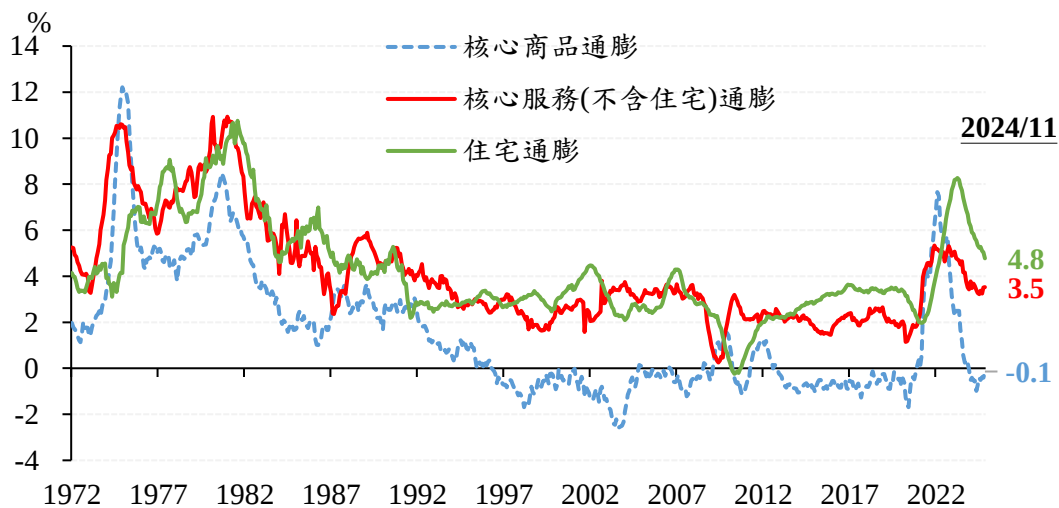
1. **核心商品通膨**：上年 11 月年增率已由 2022 年 2 月高點 7.7% 降至 -0.1%(次頁圖 7);2022 年 3 月曾貢獻核心 PCE 通膨 2.1 個百分點，之後隨核心商品通膨下降，致其對核心 PCE 通膨貢獻度逐漸遞減，11 月則貢獻核心 PCE 通膨 -0.04 個百分點(占比約 -1%)(次頁圖 8)。

2. **住宅通膨**：上年 11 月年增率已由 2023 年 4 月高點 8.3% 持續回落至 4.8%(次頁圖 7)，創下 2022 年 3 月以來新低，惟仍遠逾疫情前(2015~2019 年)平均水準之 3.3%，主要反映租金調整之滯後

效應，且可能需費時多年調整，惟此並非完全反映當前通膨壓力，部分係反映過去通膨壓力較大；另同月貢獻核心 PCE 通膨 0.84 個百分點(占比約 30%)(圖 8)，亦創下 2022 年 3 月以來新低。

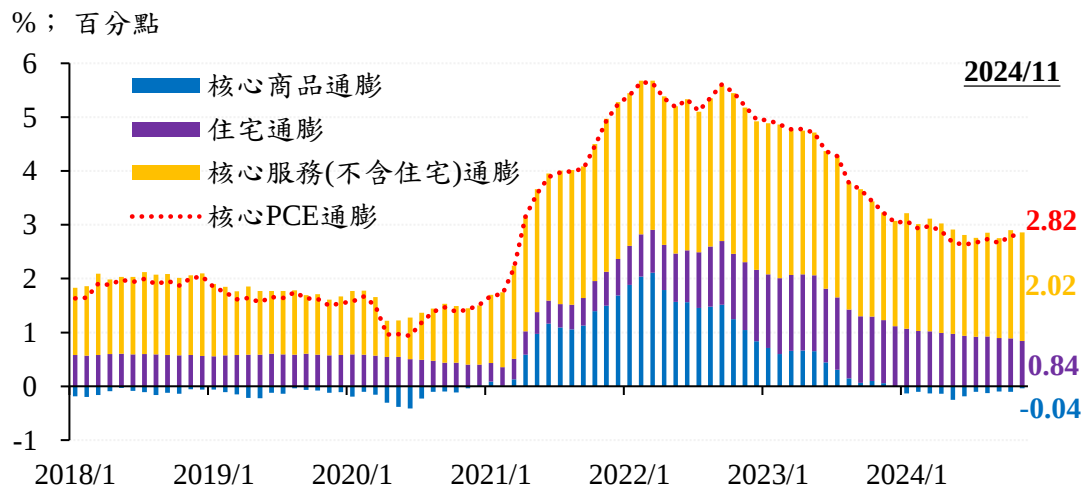
3. **核心服務(不含住宅)通膨(supercore inflation)**：上年 11 月年增率由 2021 年 12 月高點 5.3%降至 3.5%(圖 7)，連續 14 個月跌破 4%，且創下 2021 年 3 月以來新低，惟仍遠逾疫情前平均水準之 2.0%；同月貢獻核心 PCE 通膨 2.02 個百分點(占比 71%)(圖 8)。

圖 7 核心 PCE 通膨主要項目年增率



資料來源：BEA、Bloomberg

圖 8 核心 PCE 通膨主要項目貢獻度

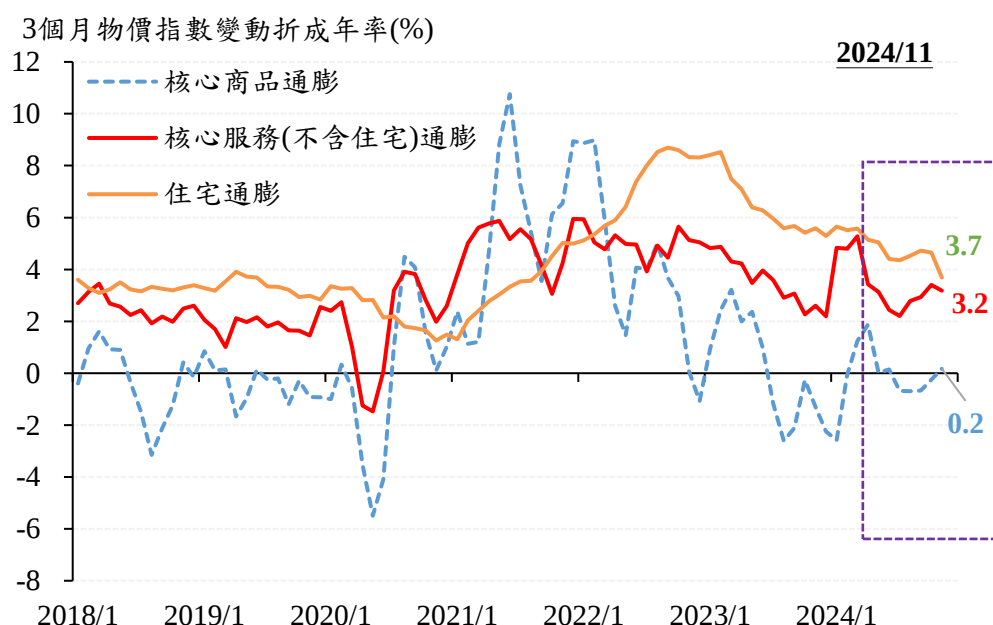


資料來源：BEA、Bloomberg

(二) 由核心 PCE 通膨率三大主要項目之 3 個月變動年率觀察，近期核心服務(不含住宅)通膨放緩進展有限

1. 2023 年下半年迄今，商品通膨核心商品之 3 個月變動年率多呈現通縮，惟近期則略微上揚至 0.2%(圖 9 藍線)。
2. 2023 年下半年迄今，核心服務(不含住宅)之 3 個月變動年率並未呈現明顯下滑趨勢，且上年下半年以來反而略微上揚，11 月為 3.2%(圖 9 紅線)，鑑於核心服務(不含住宅)占整體 PCEPI 權重近五成，宜密切關注此項目後續發展。
3. 住宅價格之 3 個月變動年率則持續自 2022 年高點放緩，上年 11 月已降至 3.7%(圖 9 橘線)，應有助於強化 Fed 對於通膨趨緩之信心。

圖 9 核心 PCE 通膨主要項目 3 個月變動年率



資料來源：Bloomberg

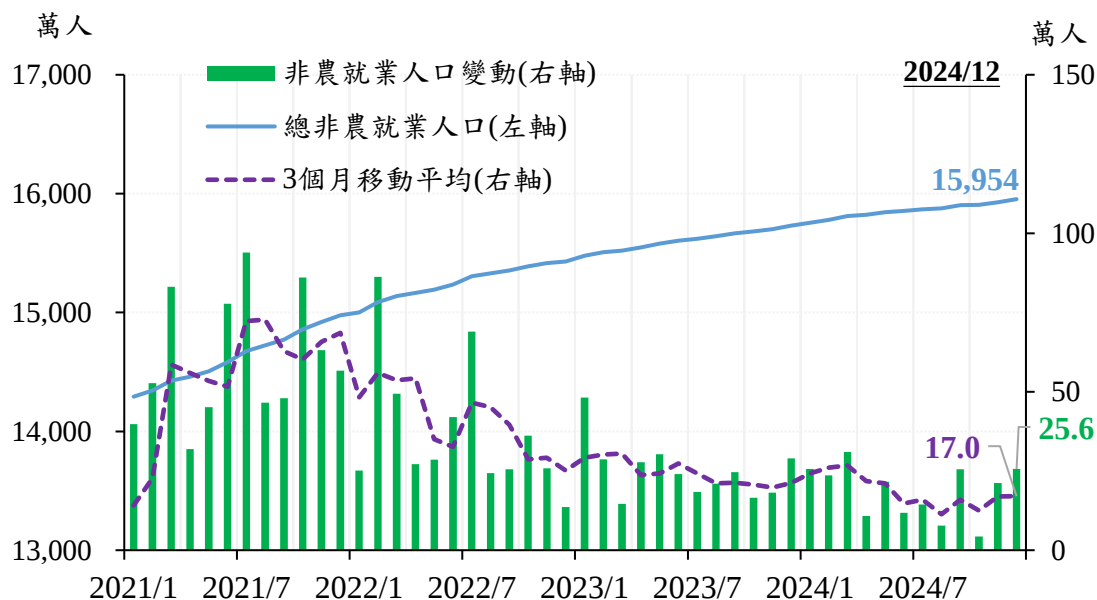
三、 勞動成本在服務通膨中扮演重要角色，隨著美國勞動市場供需更趨平衡，薪資成長放緩，通膨亦將隨之趨緩

(一) 近期美國勞動市場緊俏程度已較 2022 年放緩，惟仍具韌性；

上年 11 月美國非農就業數據強勁，如新增非農就業人數遠逾預期，且失業率下滑至 4.1%。

1. 上年 12 月非農就業人數增加 25.6 萬人(圖 10)，高於 11 月之增加 21.2 萬人，且遠逾市場預期之增加 16.0 萬人，顯示美國就業成長動能仍強勁；10 月及 11 月新增非農就業人數合計下修 0.8 萬人。
2. 過去 3 個月及 12 個月非農就業人數平均分別增加 17.0 萬及增加 18.6 萬。

圖 10 美國非農就業人口

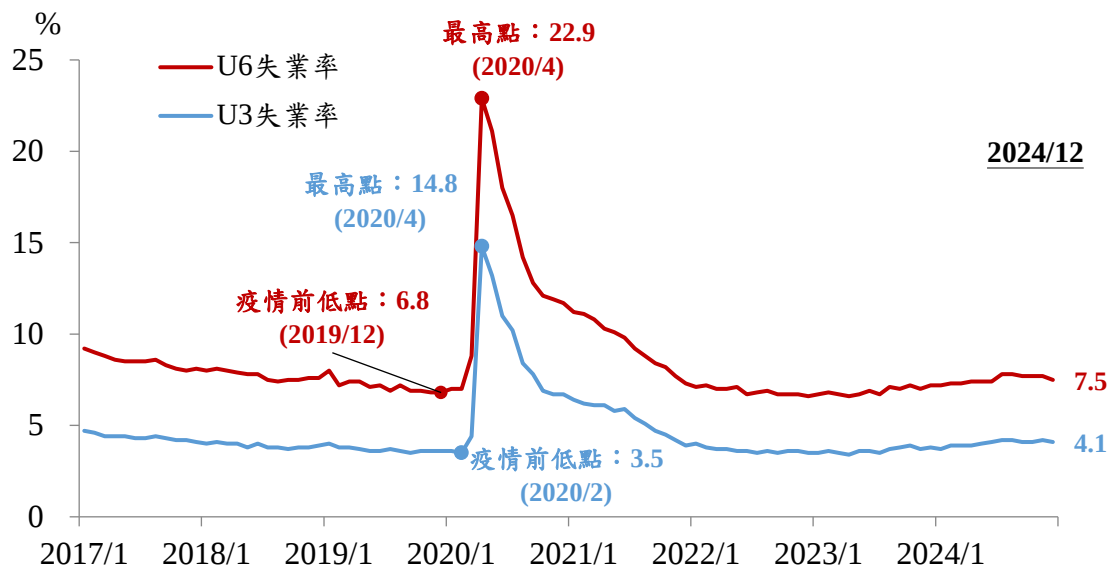


資料來源：Bloomberg

3. 上年 12 月 U3 失業率由 11 月 4.2%下降 0.1 個百分點至 4.1%，較波段低點(2023 年 1 月之 3.4%)上升 0.7 個百分

點；上年 12 月 U6 失業率由 11 月 7.7%下降 0.2 個百分點至 7.5%，兩者均位於相對低點，亦顯示當前勞動市場仍穩健(圖 11)。

圖 11 美國失業率



資料來源：Bloomberg

(二) 部分勞動市場指標則顯示，當前美國勞動市場已較疫情前疲軟

1. 2022 年 3 月 Fed 大幅升息以來(至上年 11 月)，美國職缺率由 7.4%大幅下降至 4.8%，惟失業率僅由 3.7%小幅上揚至 4.2%(次頁圖 12)，美國職缺對失業比率由約 2.0 降至 1.1，已回落至疫情前水準⁷，顯示勞動市場緊俏程度已有所舒緩；然倘若職缺對失業比率進一步下滑，可能出現職缺率小幅下降，惟失業率大幅上揚之現象。

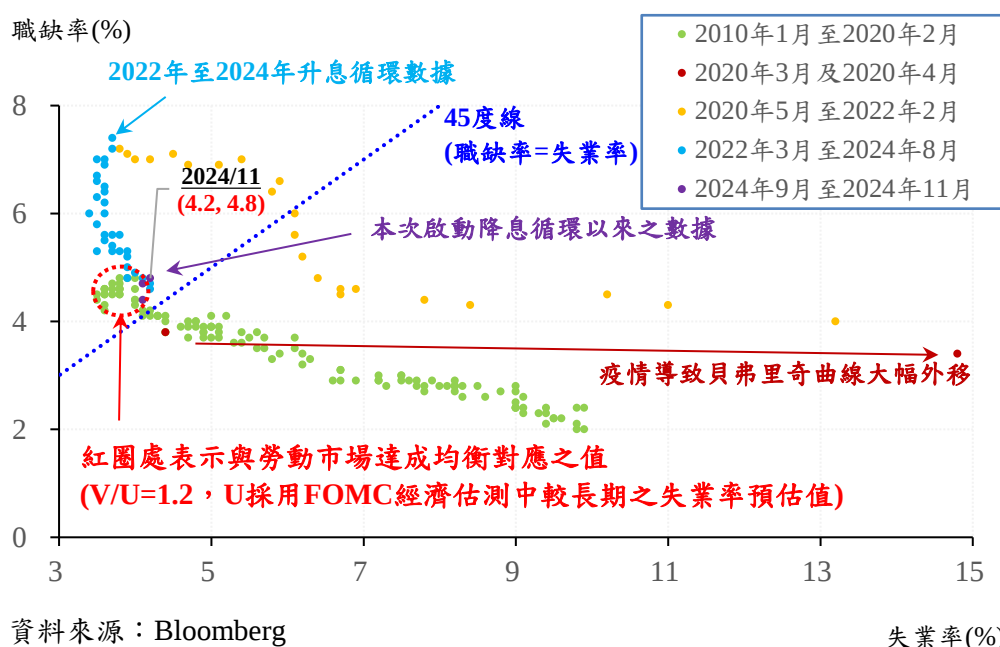
2. 另上年 11 月離職率由 2022 年 4 月高點 3.0%下滑 1.1 個

⁷ 美國整體職缺失業比等於1，可作為觀察美國通膨及勞動市場情勢之門檻值。倘若小於該門檻值，則供給及需求面衝擊對經濟及就業之影響較大，過慢鬆綁緊縮性貨幣政策或寬鬆力道不足，進而抑制經濟活動及就業成長之風險可能相對較大(Benigno, Pierpaolo and Gauti B. Eggertsson (2024), "Revisiting the Phillips and Beveridge Curves: Insights from the 2020s Inflation Surge," Jackson Hole Economic Policy Symposium, Aug)。

百分點至 1.9%，低於疫情前水準之 2.3%。

3. 美國 Conference Board 勞動市場差異指標亦顯示⁸，美國勞動需求放緩，勞工認為工作難找比例有所上升，如上年 12 月前述指標由 2022 年 3 月高點 47.1 大幅下滑至 22.2，遠低於疫情前水準之 33.2，顯示勞工認為工作難找比例有所上升，亦佐證勞動市場有所降溫。

圖 12 美國貝弗里奇曲線

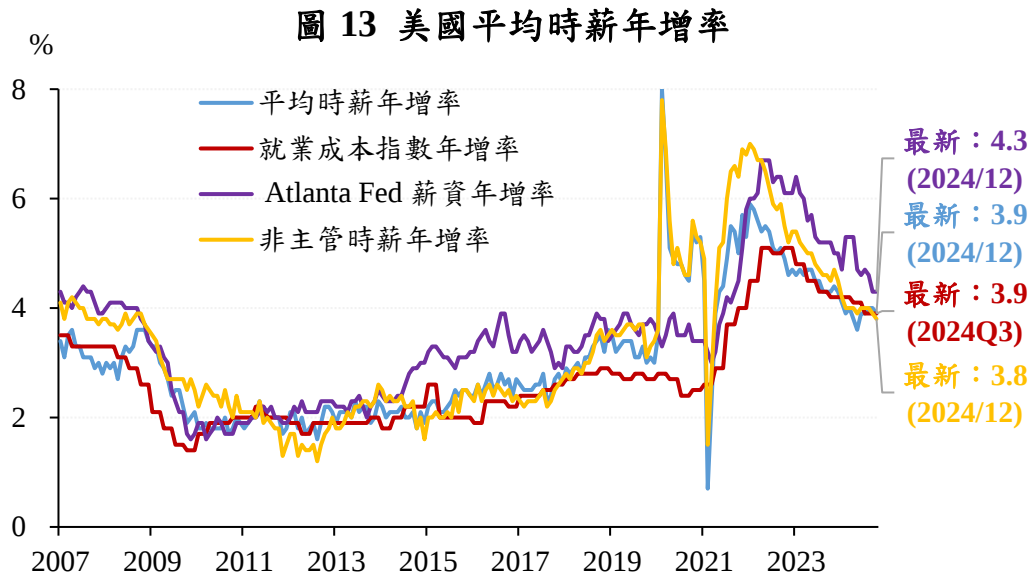


- (三) 隨美國勞動市場供需趨於平衡，美國薪資成長率已自高點放緩，呼應近期 Fed 已表示不再視勞動市場為通膨上行風險主要來源，亦不樂見勞動市場進一步放緩

1. 隨勞動需求正常化及勞動供給回升，勞動市場供需趨於平衡，對薪資成長構成下行壓力，如上年 12 月平均時薪年

⁸ 係指 Conference Board 訪查工作眾多指數(jobs plentiful)減掉工作難找指數(hard-to-get)之淨差異，該數值越大表示，工作機會眾多，勞動需求較大。

增率已大幅降至 3.9%；上年 12 月 Atlanta Fed 薪資年增率降至 4.3%；上年第 3 季就業成本指數(ECI)年增率亦降至 3.9%，前述指標均顯示薪資上漲壓力已逐步緩和(圖 13)。



資料來源：Bloomberg

2. 近期 Fed 於達成「物價穩定」及「充分就業」兩大政策目標之風險大致平衡；Powell 指出，目前 Fed 不再將勞動市場視為通膨上行風險之主要來源，並表示不樂見勞動市場進一步降溫。
3. 若不含川普 2.0 加徵關稅政策之情境下，預估對薪資變化較敏感之通膨項目將進一步降溫，使本年通膨逐漸回落至 Fed 之 2%目標⁹；惟上年下半年以來通膨較具黏性，加以川普 2.0 政策不確定性仍高，未來通膨可能面臨上行風險。

⁹ Walker, Ronnie, Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Manuel Abecasis, Elsie Peng, and Jessica Rindels (2024), "Earnings Season Takeaways: Planning for Tariffs," US Economics Analyst, Goldman Sachs, Dec. 9.

四、New York Fed 模型隱含美國通膨僵固性有所舒緩

近期通膨雖已較高點大幅放緩，惟似具僵固性，且逾 Fed 之 2% 通膨目標。然而，透過 New York Fed 經濟學家 Almuzara and Sbordone (2022) 建構較核心 PCE 通膨更具指標性之多元核心趨勢 (Multivariate Core Trend, MCT) 通膨模型觀察¹⁰，該模型估計核心通膨率已降至 2.3%，隱含近期通膨僵固性似逐漸緩和。

(一) 多元核心趨勢通膨模型簡介

1. **模型目的：**衡量美國通膨為暫時性亦或僵固性。
2. **模型方法：**將核心 PCE 物價指數中 17 個主要項目拆解為共同趨勢 (common trend)、特定項目趨勢 (sector-specific trend)、共同之暫時性衝擊 (common transitory shock)、特定項目之暫時性衝擊 (sector-specific transitory shock) 等四大部分，最後依照共同趨勢及特定項目趨勢在個人支出份額之權重計算 MCT 通膨。
3. **模型優勢：**
 - (1) 相較於核心 PCE 通膨僅排除食品及能源項目，該模型進一步排除核心通膨之暫時性因素，俾利觀察核心通膨是否具僵固性。
 - (2) 該模型採核心 PCE 物價指數之月增率而非年增率作為衡量基準，故能更即時反映通膨僵固性、個別項目之發展，並協助鑑別通膨可能加速上揚或放緩之轉折點。
 - (3) 該模型對價格波動度較小之項目 (如住宅、食品服務及住

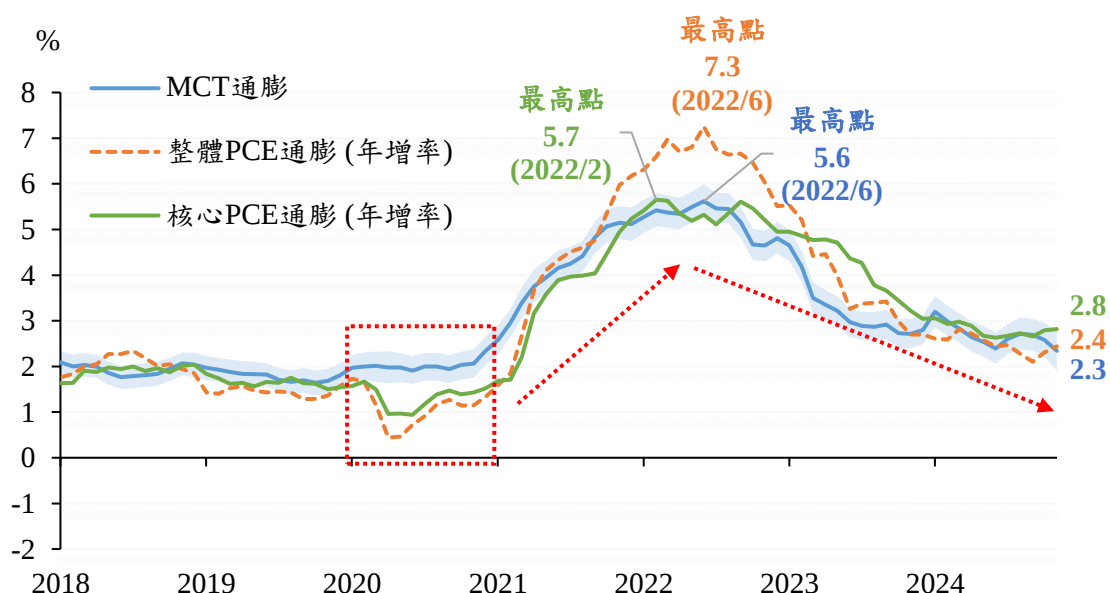
¹⁰ Almuzara, Martin and Argia Sbordone (2022), "Inflation Persistence: How Much is There and Where is It Coming From?" *Liberty Street Economics*, New York Fed, Apr. 20.

宿)給予較高權重；惟價格波動度較大之項目(如汽車及交通運輸)給予較低權重。

(二) 近期 MCT 通膨率已降至 2.3%，略低於整體及核心 PCE 通膨率，該模型顯示通膨僵固性似獲得舒緩

1. 2020 年疫情曾導致核心 PCE 通膨下滑，惟同年 MCT 通膨率仍持穩於 2% 左右，隱含該期間通膨放緩為暫時性(圖 14)。
2. MCT 通膨率於 2021 年初領先核心 PCE 通膨呈現上揚，並於 2022 年 6 月達高點(5.6%)，且持續居高，隱含該期間通膨具僵固性(圖 14)。
3. 2022 年下半年 MCT 通膨亦領先核心 PCE 通膨呈現放緩，隱含通膨僵固性趨緩；而 2024 年 11 月 MCT 通膨率已由高點 5.6% 下降 3.3 個百分點至 2.3%；同月核心 PCE 通膨率亦由高點 5.7% 下降 2.9 個百分點至 2.8%，隱含通膨僵固性略微舒緩(圖 14)。

圖 14 MCT 通膨、整體 PCE 通膨及核心 PCE 通膨走勢



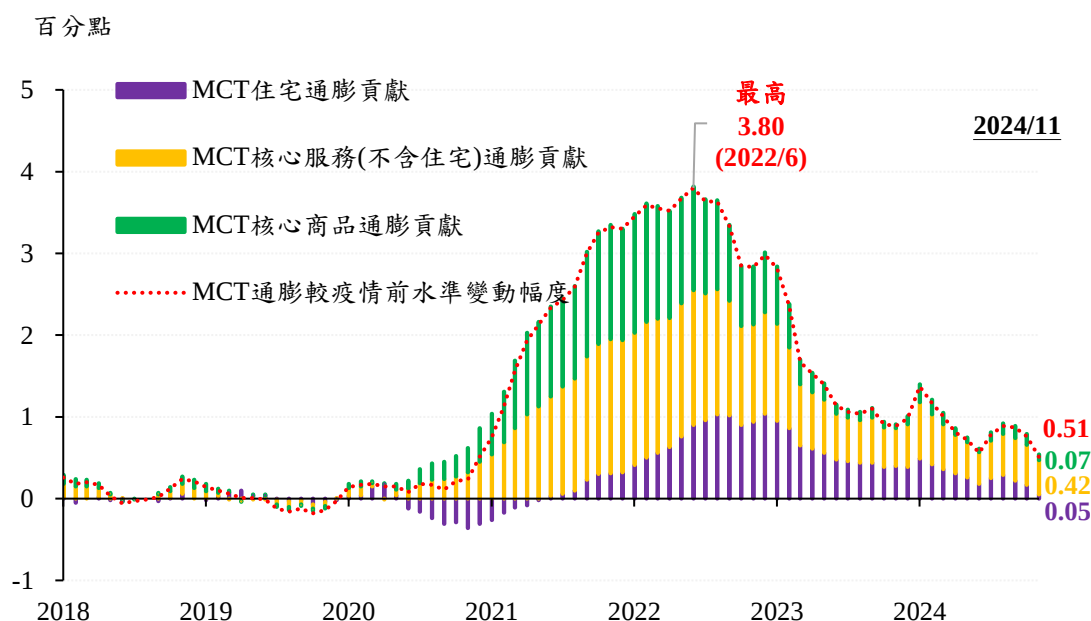
註：淺藍色陰影區域為 MCT 通膨之 68%信賴區間。

資料來源: New York Fed；作者自行整理

(三) 儘管近期 MCT 通膨趨緩，惟 MCT 核心服務(不含住宅)通膨仍高於疫情前水準，故宜密切觀察其後續發展

1. 前述模型顯示，上年 11 月 MCT 通膨率較疫情前平均水準上升 0.51 個百分點，已由 2022 年 6 月高點之 3.80 個百分點大幅回落，其中 MCT 核心商品及 MCT 住宅通膨之貢獻度均已降至疫情前水準(兩者分別僅貢獻約 0.07 個百分點及 0.05 個百分點)，惟 MCT 核心服務(不含住宅)通膨仍貢獻高達 0.42 個百分點¹¹(圖 15)。
2. 展望未來，Fed 降息步調將部分取決於通膨走向，儘管近期核心 PCE 通膨放緩，加以 MCT 通膨模型亦顯示通膨僵固性似逐漸緩和，惟核心服務(不含住宅)仍居高，宜持續密切關注。

圖 15 MCT 通膨較疫情前水準變動幅度及其主要項目貢獻



註：疫情前水準係以 2017 年 1 月至 2019 年 12 月間各指標之平均值為計算基礎。

資料來源: New York Fed、作者自行整理

¹¹ 各項目加總之些微差異，係因小數點進位所致。

肆、未來美國通膨及聯邦資金利率之展望

一、川普 2.0 經貿政策不確定性牽動全球經濟走向

(一) 川普 2.0 政策走向及對美國等經濟及通膨之可能影響

1. 本年全球經濟仍圍繞經貿政策不確定性發展，須密切關注議題：

(1) 川普新政府採行貿易保護主義，主張對全面進口商品加徵

10%關稅，並揚言對中國大陸加徵高達 60%關稅，倘若貿易對手國採取報復性措施因應，恐加劇全球貿易紛擾，並重啟新一輪貿易衝突，加速全球供應鏈移轉與重組。

(2) 美國等先進經濟體限縮移民政策，恐導致勞動供給下滑，拖累就業及經濟成長動能並推升通膨。

(3) 主要經濟體或相繼推出擴張性財政政策，如 2024 年下半年以來中國大陸、日本及英國均已積極擴大振興政策，而未來美國亦可能採行延長《減稅與就業法案》(TCJA)及相關額外減稅政策。

(4) 若美國放寬科技及銀行等部分產業監理政策，則有利企業獲利前景。

2. 市場多預期¹²，加徵關稅及緊縮移民政策可能拖累美國等經濟成長及推升通膨(負向供給面衝擊)；放鬆監理及擴張性財政政策可能帶動美國等經濟成長及推升通膨(正向需求面衝擊)；而政策不確定性則可能拖累美國等經濟成長及推升通膨(負向需求面衝擊)(次頁表 1)。

¹² Kasman, Bruce, Joseph Lupton, Nora Szentivanyi, Bennett Parrish and Maia G Crook (2024), "In a Sentimental Mood: 2025 Global Economic Outlook," *J.P. Morgan Global Economic Research*, Nov. 19.

3. 綜合川普 2.0 政策整體影響，預估 2025 年全球經濟成長動能呈現分歧，而全球通膨呈現上揚。其中 2025 年美國經濟成長仍偏強勁，加以通膨可能較具僵固性，因而 Fed 恐將放緩降息步調。

表 1 川普 2.0 政策對 2025 年全球主要經濟體經濟及通膨之可能影響

	全球	美國	歐元區	中國大陸	其他經濟體
關稅/移民政策					
經濟成長	↓	↓	—	↓	—
通膨	↑	↑	—	↓	?
財政/監理政策					
經濟成長	↑	↑	↑	↑	↑
通膨	↑	↑	↑	↑	↑
市場情緒					
經濟成長	?	↑	↓	↓	↓
通膨	↑	↑	↓	↓	↑
淨影響					
經濟成長	—	↑	↓	↓	↓
通膨	↑	↑	↓	↓	↑
政策利率	↑	↑	↓	↓	↑

註：符號↑代表正向影響；符號↓代表負向影響；符號—代表持平；符號?代表影響程度不明確。
資料來源：Kasman *et al.* (2024)

(二) 國際機構及主要投資銀行多預估，今明兩年美國通膨仍將逐步放緩，惟川普 2.0 政策恐延後美國通膨回落至 2% 之時點

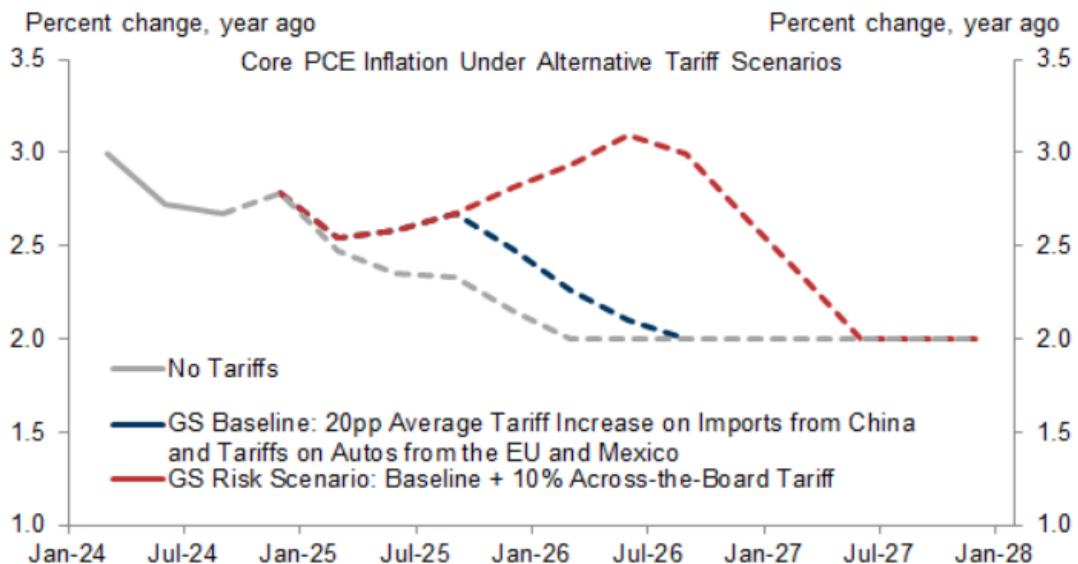
1. J.P. Morgan 分析師 Aziz *et al.* (2024) 推估¹³，川普 2.0 新政策恐將導致 2025 年全球經濟成長率(Q4/Q4)較其基礎情境下修 0.4 個百分點至 2.1%(原 2.5%)；而全球通膨則上修 0.1 個百分點至 2.5%(原 2.4%)；另 2025 年美國經濟成長率預估維持不變於

¹³ Aziz, Jahangir *et al.* (2024), “Don’t Need the Weatherman : The Global Impact of Resurgent Trade Tensions,” *J.P. Morgan Global Economic Research*, Nov. 20.

1.9%；惟美國通膨上修 0.1 個百分點至 2.4%(原 2.3%)。

2. 高盛分析師 Hatzius *et al.* (2024)指出¹⁴，不含加徵關稅情境之下，隨著薪資成長放緩、通膨預期下滑，加以住宅通膨放緩之落後效應改善，原預估 2025 年底美國核心 PCE 年增率將由上年底 2.8%下滑 0.7 個百分點至 2.1%；惟根據其假設情境(川普將對中國大陸進口非消費品關稅加徵 60%關稅，而消費性商品關稅則降低關稅，平均對中國大陸整體進口商品加徵 20%關稅)，恐推升美國有效關稅率 3~4 個百分點，而依據依據 2018~2019 年美中貿易戰經驗，其有效關稅率每增加 1 個百分點，將推升核心 PCE 通膨約 0.1 個百分點，爰預估 2025 年美國核心 PCE 通膨將由原預估 2.1%上調 0.3 個百分點至 2.4%(圖 16)。

圖 16 高盛預估，川普 2.0 加徵關稅政策對美國通膨之可能影響



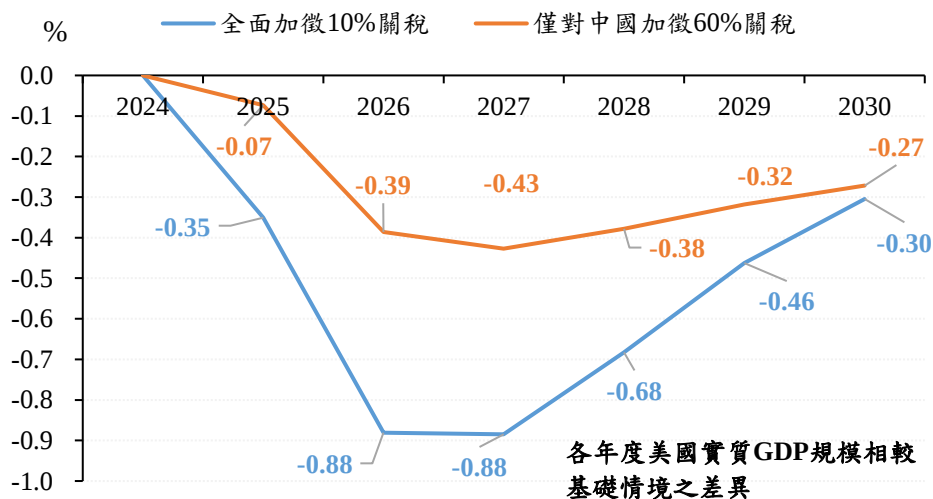
資料來源：Hatzius *et al.* (2024)

¹⁴ Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “2025 Inflation Outlook: Tariffs or 2%,” *US Economics Analyst*, Nov. 21.

3. 另根據美國智庫彼得森國際經濟研究所(Peterson Institute for International Economics，簡稱 PIIE)預估¹⁵，倘若未來川普新政府主張加徵關稅及限縮移民政策，均可能拖累美國經濟成長，並推升通膨壓力。

(1) 關稅政策方面：假設美國全面加徵 10% 關稅，且所有貿易對手祭出報復性關稅，預估 2025~2028 年美國 GDP 規模(以 2018 年價格為基期)將累計減少 7,210 億美元；美國 CPI 累積將上揚 1.8%(各年度不同關稅政策下，美國 GDP 及通膨率之差異，詳圖 17 及次頁圖 18)；惟若美國僅針對中國進口品加徵 60% 關稅，中國亦祭出報復性關稅措施，對美國經濟及通膨負面影響較小，預估 2025~2028 年美國 GDP 規模累計將減少約 3,273 億美元；美國 CPI 則將累積上揚 1.1%。

圖 17 美國實質 GDP 規模之情境分析(關稅政策)

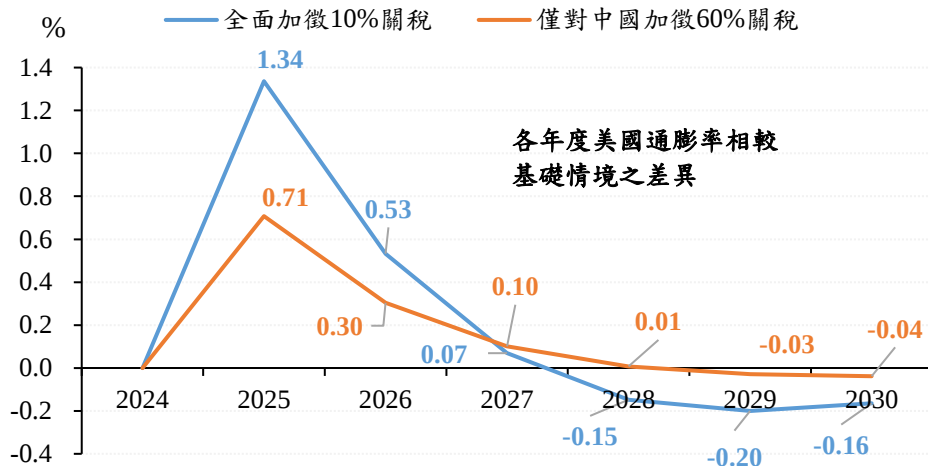


註：上述情境均假設貿易對手國採取相應報復性關稅措施。

資料來源：PIIE

¹⁵ McKibbin, Warwick, Megan Hogan, and Marcus Noland (2024), "The International Economic Implications of a Second Trump Presidency," *PIIE Working Paper*, Sep. 27.

圖 18 美國通膨率之情境分析(關稅政策)

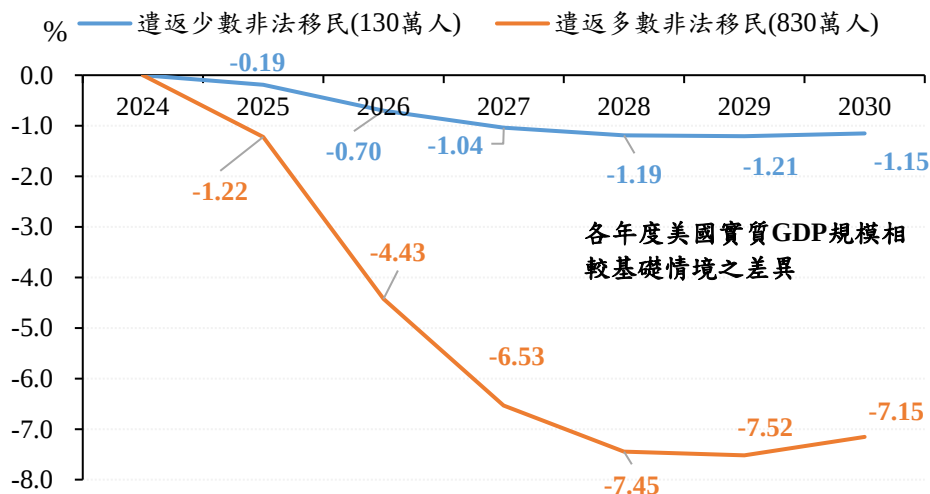


註：上述情境均假設貿易對手國採取相應報復性關稅措施。

資料來源：PIIE

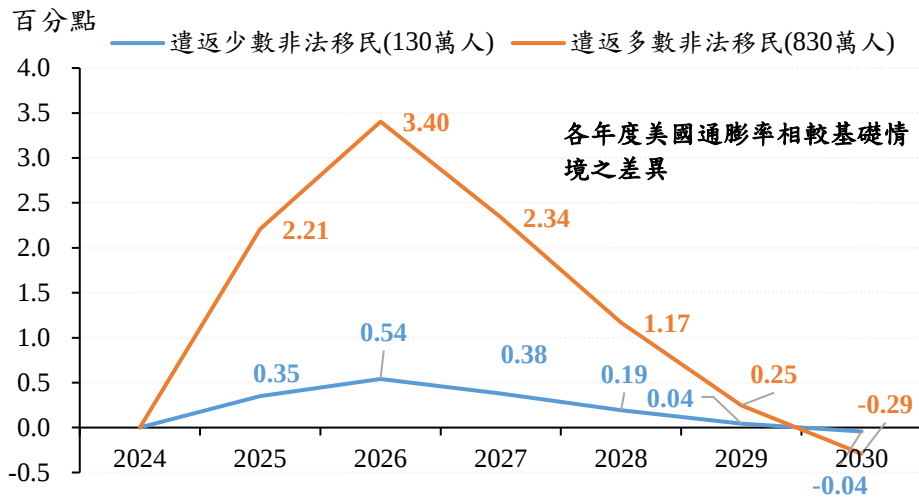
(2) 移民政策方面：倘若川普新政府任內遣返非法移民 130 萬人，預估 2025~2028 年美國 GDP 規模累計將減少 8,116 億美元；美國 CPI 累積將上揚 1.5%(各年度不同移民政策下，美國 GDP 及通膨率之差異，詳圖 19 及次頁圖 20)；惟若川普新政府任內遣返非法移民高達 830 萬人，對美國經濟及通膨負面影響恐較大，預估 2025~2028 年美國 GDP 規模累計將大幅減少約 5.1 兆美元；美國 CPI 則將累積上揚 9.1%。

圖 19 美國實質 GDP 規模之情境分析(移民政策)



資料來源：PIIE

圖 20 美國通膨率之情境分析(移民政策)



資料來源：PIIE

二、FOMC 經濟估測隱含美國經濟穩健且通膨具黏性，降息步調恐放緩

(一) 最新經濟估測調升本年經濟成長及通膨預測值，隱含美國經濟穩健，惟通膨回落至 2%時點可能延後至 2027 年底(次頁表 2)

1. 2025 年 GDP 成長率上修至 2.1%(原 2.0%);2026 年則維持於 2.0%。
2. 2025 年失業率下修至 4.3%(原 4.4%);2026 年則維持於 4.3%。
3. 2025 年及 2026 年整體 PCE 通膨分別上修至 2.5%(原 2.1%)及 2.1%(原 2.0%)。
4. 2025 年及 2026 年核心 PCE 通膨分別上修至 2.5%(原 2.2%)及 2.2%(原 2.0%)。

(二) 最新 FOMC 利率點陣圖顯示，與會成員普遍預估本降息步調將放緩(次頁圖 21)

1. 2025 年底聯邦資金利率中位數為 3.875%(3.75~4.00%區間)，即 2025 年全年降息幅度下修至 2 碼(原預估降 4 碼至 3.375%)。

2. 另 2026 年則再降息 2 碼至 3.375%(3.25~3.50%區間；原預估降至 2.875%)；2027 年底將再降息 1 碼至 3.125%(3.00~3.25%區間；原預估降至 2.875%)，較長期利率水準(名目中性利率)則由 2.9%(2.875%)上修至 3.0%。

表 2 2024 年 12 月 FOMC 經濟估測

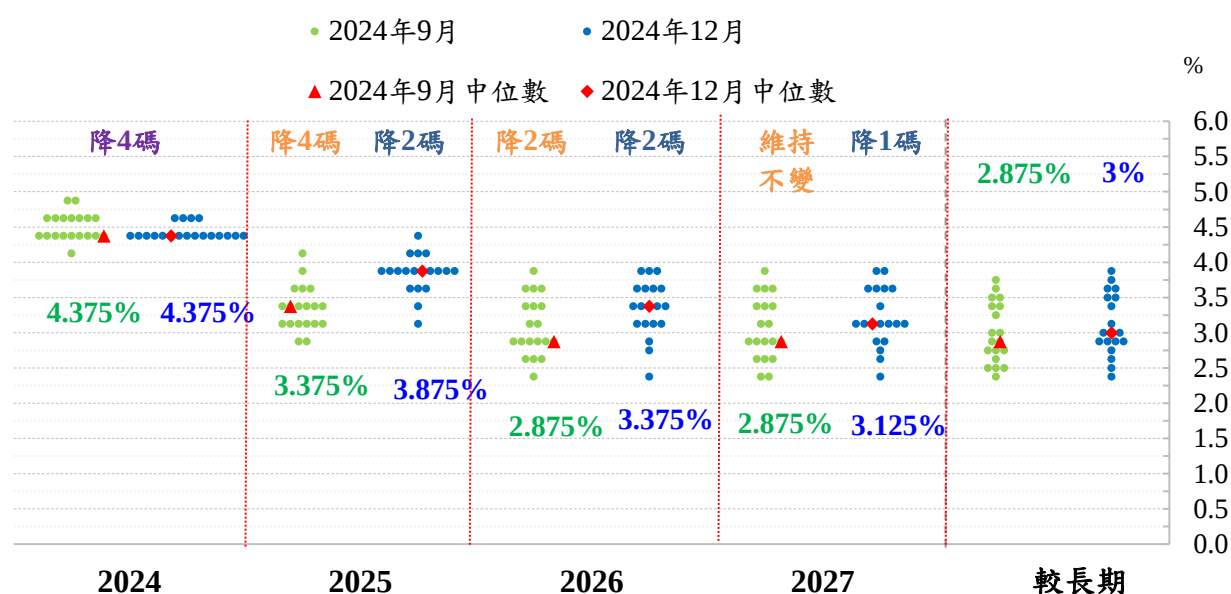
單位：%

		2024 年底	2025 年底	2026 年底	2027 年底	較長期
經濟成長率	2024/12	2.4~2.5 (2.5)	1.8~2.2 (2.1)	1.9~2.1 (2.0)	1.8~2.0 (1.9)	1.7~2.0 (1.8)
	2024/9	1.9~2.1 (2.0)	1.8~2.2 (2.0)	1.9~2.3 (2.0)	1.8~2.1 (2.0)	1.7~2.0 (1.8)
失業率	2024/12	4.2~4.2 (4.2)	4.2~4.5 (4.3)	4.1~4.4 (4.3)	4.0~4.4 (4.3)	3.9~4.3 (4.2)
	2024/9	4.3~4.4 (4.4)	4.2~4.5 (4.4)	4.0~4.4 (4.3)	4.0~4.4 (4.2)	3.9~4.3 (4.2)
PCE	2024/12	2.4~2.5 (2.4)	2.3~2.6 (2.5)	2.0~2.2 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
	2024/9	2.2~2.4 (2.3)	2.1~2.2 (2.1)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
核心 PCE	2024/12	2.8~2.9 (2.8)	2.5~2.7 (2.5)	2.0~2.3 (2.2)	2.0 (2.0)	
	2024/9	2.6~2.7 (2.6)	2.1~2.3 (2.2)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	

註：括號內數值為預測值中位數。

資料來源：Fed

圖 21 2024 年 12 月 FOMC 政策利率點陣圖



資料來源：Fed

(三) 上年 12 月 FOMC 會後記者會重點：本次 Powell 談話較預期

鷹派，渠表示當前 Fed 已處於或接近適合放緩降息步調之時點

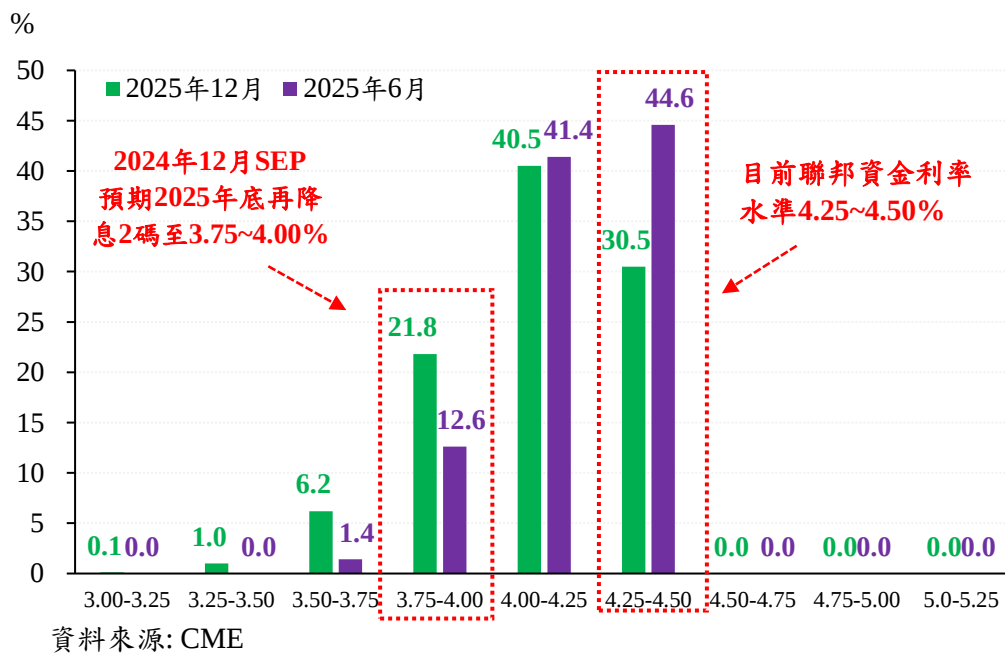
1. Powell 指出，當前 Fed 於通膨放緩方面已取得重大進展，惟為使通膨持續回落至 2% 目標，政策利率需要維持限制性水準。雖預計通膨降至 2% 目標仍需費時 1~2 年，然當前 Fed 對通膨持續回落至 2% 目標仍具信心。
2. 當前新增職缺數(job creation)顯著低於使失業率維持穩定之水準，就職率(job-finding rate)仍低且持續下滑，其餘部分勞動市場指標亦顯示，勞動市場已較疫情前(2019 年)疲軟。當前勞動市場下行風險似已趨緩，然仍持續有序且溫和地降溫，為達成 2% 通膨目標不需要勞動市場進一步放緩。
3. 降息步調過快恐不利通膨放緩進展；而降息步調過慢亦可能導致勞動市場過度降溫，Fed 仍須兼顧就業及物價穩定，當前 Fed 於達成就業及通膨雙重目標之風險已取得平衡。
4. 經權衡目前達成雙重政策目標之風險，目前正處於利率調整過程中之新階段，自上年 9 月迄今 Fed 已降息 100 個基點，並更接近中性水準；惟當前政策立場仍具顯著限制性，宜審慎行事並觀察後續通膨發展。
5. 當前 Fed 處於或接近適合放緩降息步調之時點，本年降息步調放緩主要反映：(1)經濟成長強勁；(2)失業率仍處低點；(3)上年以來通膨較高且預期未來通膨仍將居高；(4)未來通膨相關風險及不確定性上升(本次 FOMC 共 19 位與會成員中，有 15 位認為通膨面臨上行風險，高於前次之 3 位)，爰宜持續依據數據審慎決策。

三、市場及主要投銀普遍預估本年降息步調放緩

(一) 鑑於美國勞動市場具韌性，且通膨具黏性，加以近期金融市場對於新進經濟數據敏感度上升¹⁶，市場預期迅速反映更鷹派之 Fed 降息路徑，普遍預估本年全年僅降息 1 碼：

1. 根據本年 1 月 10 日美國聯邦資金利率期貨資料顯示：市場預期本年 6 月 Fed 按兵不動於 4.25~4.50% 之機率最高，為 44.6%；其次為降 1 碼至 4.00~4.25% 之機率為 41.4%(圖 22)。
2. 另市場預期 Fed 本年 12 月底前再降 1 碼至 4.00~4.25% 之機率最高(40.5%)，其次為按兵不動於 4.25~4.50% 及降 2 碼至 3.75~4.00% 之機率分別為 30.5% 及 21.8%(圖 22)。

圖 22 市場預期 2025 年 6 月及 12 月聯邦資金利率區間之機率分布



(二) Bloomberg 編製主要投銀預期亦顯示，投銀普遍預估美國聯邦

¹⁶ Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2025), "A Look Back at Economic Data Surprises, Our Forecast Performance, and Market Reactions in 2024," *US Economics Analyst*, Goldman Sachs, Jan. 5.

資金利率上限將由當前 4.50%調降近 3 碼至本年底之 3.80%；

2 年期及 10 年期公債殖利率亦將呈現回檔(次頁表 3)：

3. 美國聯邦資金利率上限：由上年底之 4.50%約下降 70 個基點至本年底之 3.80%。
4. 2 年期美國公債殖利率：由上年底之 4.24%約下降 50 個基點至本年底之 3.74%。
5. 10 年期美國公債殖利率：由上年底之 4.57%約下降 41 個基點至本年底之 4.16%。

表 3 市場預期政策利率、2 年期及 10 年期美國公債殖利率

單位：%

	2024	2025				2026	
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
聯邦資金利率上限	4.50	4.35	4.05	3.90	3.80	3.70	3.60
2 年期美債殖利率	4.24	4.04	3.90	3.80	3.74	3.60	3.55
10 年期美債殖利率	4.57	4.27	4.20	4.18	4.16	4.04	4.04

資料來源：Bloomberg

伍、結語

當前美國經濟仍具韌性；通膨仍具黏性，美國經濟能否軟著陸備受矚目。一方面，勞動市場仍穩健，如觀察非農就業人數成長仍強勁，且失業率仍處低點，然部分指標隱含美國勞動市場已較疫情前疲軟；另一方面，儘管 Fed 於通膨放緩已取得重大進展，惟上年下半年以來通膨更具黏性且仍逾 2% 目標。

展望未來，美國經濟及通膨前景仍面臨諸多考驗，首先，應密切關注服務通膨是否持續回落，倘若勞動市場能有序且漸進式降溫，應有助通膨率持續朝 2% 目標回落；再者，隨川普新政府上任，各界多預期川普 2.0 政策可能延續並擴大川普 1.0 力道，其加徵關稅、限縮移民、鬆綁監理及減稅等措施，可能帶動美國經濟成長，惟亦導致通膨壓力上揚，未來全球經濟恐圍繞高度政策不確定性發展，恐加劇全球金融市場波動。

目前美國通膨前景具高度不確定性，部分 Fed 官員如 New York Fed 總裁 John Williams 已表示¹⁷，渠等已著手將川普新政策之潛在影響納入評估，亦呼應上年 12 月 FOMC 經濟估測所顯示，美國通膨回落至 2% 時點可能延後至 2027 年底，且通膨上行風險攀升。鑑於當前 Fed 於達成「充分就業」及「物價穩定」雙重政策目標之風險已更趨平衡，並明確表示已處於或接近適合放緩降息步調之時點，外界預期未來 Fed 降息步調恐放緩，宜密切關注未來新進經濟數據發展及川普 2.0 新經貿政策走向。

¹⁷ Derby, Michael S. (2024), "Fed's Williams Says Fed Remains on Track for Cuts, amid Uncertain Outlook," Reuters, Dec. 20.

陸、參考文獻

1. Aziz, Jahangir *et al.* (2024), “Don’t Need the Weatherman : The Global Impact of Resurgent Trade Tensions,” *J.P. Morgan Global Economic Research*, Nov. 20.
2. Derby, Michael S. (2024), “Fed's Williams Says Fed Remains on Track for Cuts, amid Uncertain Outlook,” Reuters, Dec. 20.
3. Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2024), “2025 Inflation Outlook: Tariffs or 2%,” *US Economics Analyst*, Nov. 21.
4. Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2025), “A Look Back at Economic Data Surprises, Our Forecast Performance, and Market Reactions in 2024,” *US Economics Analyst*, Goldman Sachs, Jan. 5.
5. Kasman, Bruce, Joseph Lupton, Nora Szentivanyi, Bennett Parrish and Maia G Crook (2024), “In a Sentimental Mood: 2025 Global Economic Outlook,” *J.P. Morgan Global Economic Research*, Nov. 19.
6. Lupton, Joseph and Bruce Kasman (2023), “Identifying The Shocks Underlying Global Inflation,” *J.P. Morgan Economic Research*, Feb. 3.
7. Powell, Jerome (2023), “Monetary Policy Challenges in a Global Economy”, *Opening Remarks*, Policy Panel at the 24th Jacques Polak Annual Research Conference, Hosted by the IMF, Nov. 9.
8. Shapiro, Adam Hale (2023), “Decomposing Supply and Demand Driven Inflation,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2022-18*.
9. 中央銀行(2024),「川普政策對全球經貿之可能影響及近期對金融市場之效應」, 央行理監事會後記者會參考資料, 12月16日。