

# 台北外匯市場發展基金會委託計畫

## Fed平均通膨目標之探討及各界看法

研究人員\*：陳姿瑄

日期： 中華民國一一一年一月

\*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

近年來鑑於美國通膨多低於 2% 政策目標，Fed 主席 Jerome Powell 於 2020 Jackson Hole 央行年會上發表演說指出，Fed 決定將調整其貨幣政策架構，採行平均通膨目標(Average Inflation Target, AIT)，冀望可逐漸消除當前就業與充分就業之缺口，並使通膨與其長期目標貼近(即縮小平均通膨與 2% 政策目標的偏離程度)；且為使長期通膨預期錨定在 2%，委員會希望達到在某段期間內的平均通膨率為 2%。

各界多認為，前述措施或使 Fed 長期政策更偏向寬鬆，首先就通膨目標來說，採取平均通膨目標隱含 Fed 未來可能維持較長時間低利率政策，而就業目標的改變則隱含 Fed 未來可能較重視就業缺口(shortfalls)的部分。

近期美國通膨明顯升溫，主要係反映：(1)基期效應(base effect)：2020 年 CPI 或整體 PCE 物價指數因受到 COVID-19 影響而下滑，致計算 2021 年 CPI 或整體 PCE 通膨年增率時，因 2021 年基期較低而出現年增率上揚現象；(2)油價上揚帶動消費者能源價格上揚；(3)美國廣泛接種新冠疫苗、美國經濟重啟及逐步解除社交隔離措施帶動需求；(4)供應鏈面臨生產瓶頸(supply chain bottleneck)，推升要素及運輸成本。

Fed 主席 Powell 強調當前美國就業市場距離「充分就業」仍有漫長的路要走，且有待時間驗證通膨是否能持續地維持在 2%；數名 Fed 官員認為，近期通膨上揚主要係受暫時性因素所推升，惟多數 Fed 官員強調，相較於先前預期，通膨前景存在上行風險。市場預期，倘若通膨持續上揚，或將加深委員會對通膨的憂慮，並影響部分官員對未來升息的看法，因此未來通膨走勢將為市場關注焦點之一。

本文首先說明 Fed 推出新貨幣政策架構之主要驅動背景因素及可能貨幣政策走向，其次分析美國未來通膨走勢通膨，並進一步檢視美國當前通膨風險及未來展望，最後說明各界針對 Fed 實施 AIT 之看法，俾供各界參考。

## 目 錄

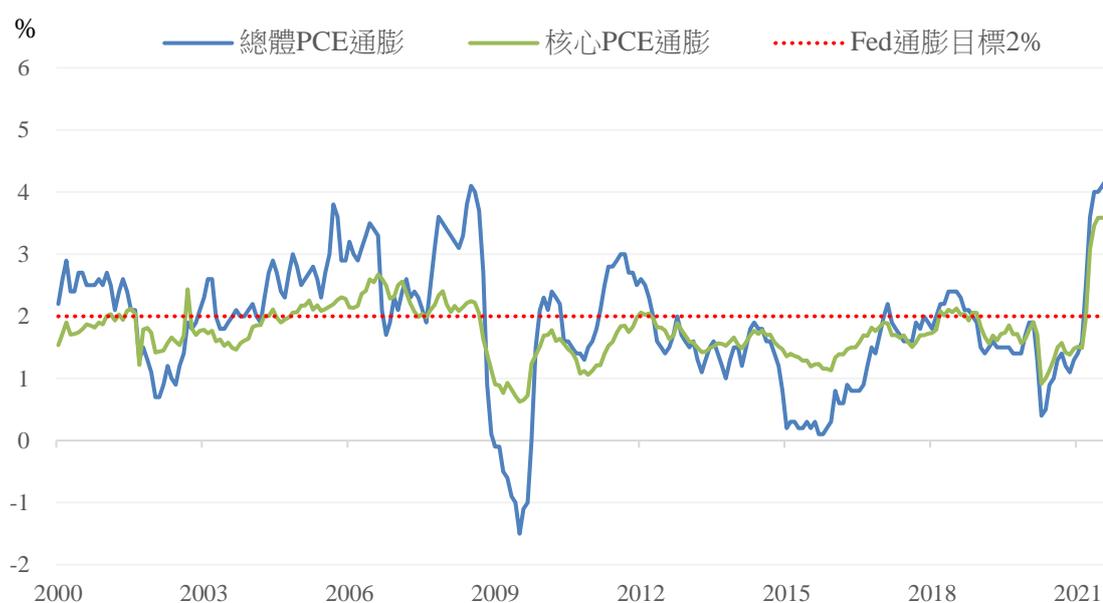
壹、Fed 推出新貨幣政策架構之主要驅動背景因素.....	1
一、近年以來美國通膨大多低於 2%目標.....	1
二、AIT 貨幣政策架構之修正重點及政策意涵.....	2
三、Fed 推出新貨幣政策架構之主要背景.....	3
四、AIT 架構係基於通膨預期管道來提升實際通膨.....	4
五、採行 AIT 架構的好處.....	7
貳、AIT 架構下 Fed 之貨幣政策走向.....	8
一、Barclays 模型推估.....	8
二、Fed 政策工具可能之調整方向.....	9
參、由通膨組成分析美國未來平均通膨走勢.....	11
一、2020 年基期偏低，致近月美國通膨明顯升溫.....	11
二、經濟重啟下之通膨組成項目的消長.....	12
三、未來可能影響通膨之因素.....	14
四、其他通膨風險.....	19
五、高盛預估未來美國通膨走勢.....	20
六、近期通膨風險上升，Fed 轉向以物價穩定為優先.....	21
肆、各界針對 Fed 實施 AIT 之看法.....	22
一、Fed 主席 Jerome Powell.....	22
二、FOMC 會議.....	23
三、Fed 官員.....	24
四、美國總統拜登.....	24
五、其他.....	25
伍、結語.....	27
參考文獻.....	28

## 壹、Fed 推出新貨幣政策架構之主要驅動背景因素

### 一、近年以來美國通膨大多低於 2% 目標

自上個景氣循環中 2012 年 Fed 採行通膨目標(Inflation Target, IT)政策迄今，設定 2% 為其對稱性通膨目標，可接受通膨略高或略低於該目標；惟由於近年美國通膨率偏低(圖 1)，2000 年至 2020 年 7 月之平均整體 PCE 通膨及核心 PCE 分別為 1.84% 及 1.74%，長期通膨預期亦呈下降趨勢，Fed 主席 Powell 於 2020 Jackson Hole 央行年會上發表演說指出，Fed 決定將調整其政策架構。

圖 1 美國整體 PCE 及核心 PCE 通膨走勢



資料來源: Bloomberg

在舊貨幣政策下，倘若美國通膨持續低於 2%，而 Fed 不理會這些缺口並將其視為過去(let bygones be bygones)，則通膨預期可能下降並跌破 2%。如此通膨預期下降反過來可能給實際通膨帶來下行壓力，讓 Fed 更難實現 2% 的通膨目標。

短期利率處於零利率底限(zero lower bound)亦加劇了該風險。倘若美國經濟再次陷入衰退，這可能限制 Fed 官員提供足夠貨幣政策刺激的能力，難以推動經濟達到充

分就業及 2%的通膨目標。這反過來可能導致通膨和通膨預期進一步下滑，實際上產生緊縮貨幣政策的作用，使得貨幣政策變得越發難以寬鬆。

從美國公債名目殖利率及抗通膨債券(TIPS)之間的利差計算得出的通膨和家庭通膨預期調查來看，持續低於 2%通膨目標的情況反過來導致通膨預期下降，這一點顯而易見。近年來，上述兩個指標均低於 2%的通膨預期區間。由於通膨預期是實際通膨結果的重要推動因素，因此通膨預期下降恐使 Fed 更難推升通膨回到 2%的目標水平。

## 二、AIT 貨幣政策架構之修正重點及政策意涵

政策制定以「當前就業相較充分就業之缺口」為依據，充分就業水準難以直接衡量且會隨著時間改變，主要因非貨幣因素影響著勞動市場的結構及動態。因此，設定一個固定的充分就業目標並不適宜，委員會政策決議將須視目前就業與充分就業的缺口而定。

在制定貨幣政策時，委員會希望可逐漸消除當前就業與充分就業的缺口並使通膨與其長期目標貼近(即縮小平均通膨與 2%政策目標的偏離程度)，為使長期通膨預期錨定在 2%，委員會希望達到在一段期間內的平均通膨率為 2%，據此，委員會認為，若一段時間內通膨持續低於 2%，則接下來一段時間內，適當的貨幣政策應會設法使通膨適度地高於 2%，惟本次推出之 AIT 架構並未設定公式化的時間長度。

委員會通過設定 3 個必須滿足的條件來實施新的長期框架，只有這 3 個條件得到滿足，委員會才會將聯邦基金利率目標從零利率底限基礎上調：(1) 委員會判斷就業處在與其通膨目標相符的充分且可持續性水平；(2) 通膨已達到 2%；(3) 委員會有信心未來一段時間內通膨率將高於 2%。委員會將於每年 1 月審視並適合地調整其長期目標等相關原則，並大約每 5 年會就貨幣政策策略、工具及溝通進行一次徹底的公開檢視。

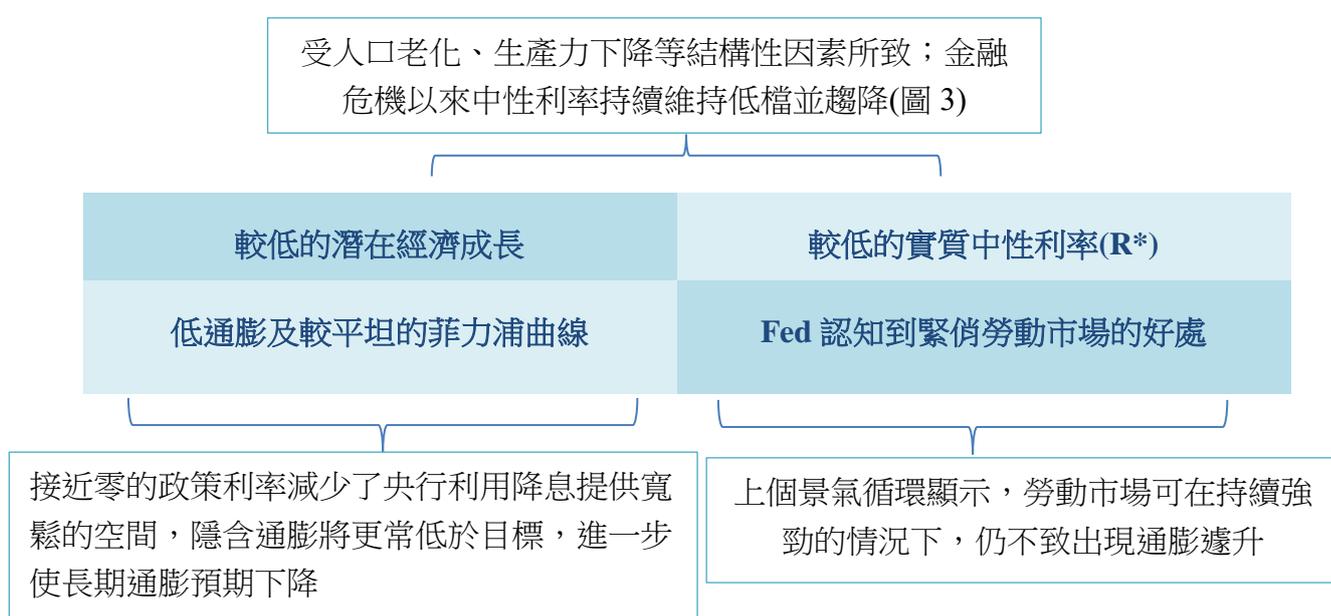
高盛認為，從前 Fed 對通膨態度為過去即隨風而逝；而平均通膨目標(AIT)則將過去某段期間通膨(如實際通膨低於目標的情況)納入考量。

各界多認為，前述措施或使 Fed 長期政策更偏向寬鬆，首先就通膨目標來說，採取平均通膨目標隱含 Fed 未來可能維持較長時間的低利率政策，而就業目標的改變則隱含 Fed 為來可能較重視就業短少(shortfalls)的部分，而對實際就業人數超出充分就業人數(或實際失業率低於估算的自然失業率)部分則較不在意。

### 三、Fed 推出新貨幣政策架構之主要背景

Fed 推出平均通膨目標之主要背景(圖 2)包含：較低的潛在經濟成長、較低的實質中性利率( $R^*$ )<sup>1</sup>、低通膨及較平坦的菲力浦曲線及 Fed 認知到緊俏勞動市場的好處。

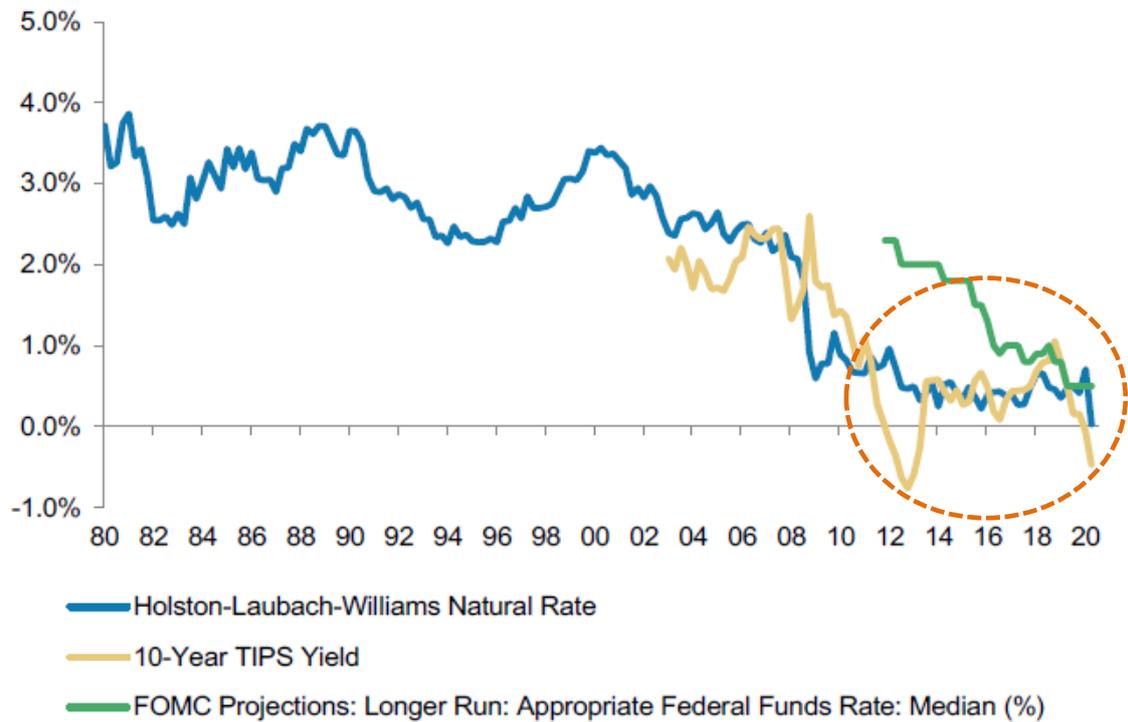
圖 2 Fed 推出新貨幣政策架構之主要驅動背景因素



資料來源：Morgan Stanley

<sup>1</sup> 實質中性利率( $R^*$ )係指在產出缺口為0，且通膨處於穩定狀態下之實質短期利率水準。

圖 3 2008 年金融危機後實質中性利率持續維持低檔



資料來源：Morgan Stanley

#### 四、AIT 架構係基於通膨預期管道來提升實際通膨

##### (一) 通膨預期管道之說明(圖 4)

通膨剛開始上升是受歡迎的，因持續上升的通膨代表整體經濟需求面的恢復，是正面的跡象。推出 AIT 目的是以未來溫和高於目標的通膨抵消當前通膨偏低之狀況。

在 AIT 架構下，若央行能清楚且可信地向市場溝通其政策目的，市場應會預期未來通膨將上升，導致實質利率下降，進而釋出額外寬鬆並提高實際的通膨<sup>2</sup>。

<sup>2</sup> AIT 政策成功與否，很大程度取決於央行最終實現超過2%通膨率的可信度；而以經濟數據為基礎 (outcome-based)的前瞻指引及未來通膨路徑可確保央行未來政策的可信度。

圖 4 通膨預期管道



Fed 亦認知到近數十年來菲利浦曲線日趨平坦，意味著就業市場控制通膨的功用下降，使得透過通膨預期管道(如上所述)來控制通膨的重要性增加。

相對於明確的通膨目標，Fed 並未設定長期最大化就業目標在何水準<sup>3</sup>，作為升息的觸發條件；表示低失業率不再足以使 Fed 退出寬鬆貨幣政策。

## (二) Fed 錨定通膨預期之重要性

在 1970 與 1980 年代，美國曾因通膨預期未被良好錨定(well-anchored)，被實際通膨帶動而上升，進而引發通膨螺旋式上升現象，兩次發生該現象時美國之通膨率最高分別達 12.3%與 14.8%，經濟成長亦因此而受到負面衝擊。有鑒於此，Fed 對於錨定通膨預期及其衡量即相當重視。

Fed 藉由錨定通膨預期，期使達到物價穩定及溫和長期利率水準之貨幣政策目標，近年來全球化及技術進步等因素，雖弱化工資與物價間之關係，使「工資-物價螺旋」現象較不易發生；但錨定通膨預期之重要性仍為 Fed 官員所重視。

Fed 前主席 Ben Bernanke 曾指出，通膨預期影響實際通膨，故對央行達成物價穩定有重要影響；通膨預期錨定良好時，一次性能源價格上升僅會造成物價變動，並不會使通膨永久性上升，使 Fed 較易達成物價穩定目標；美國財政部長 Janet Yellen 曾指出，錨定良好的通膨預期有助美國核心 PCE 通膨保持穩定在 2%，且較不會因為進口物價上揚等外部因素，導致核心 PCE 通膨持續性上

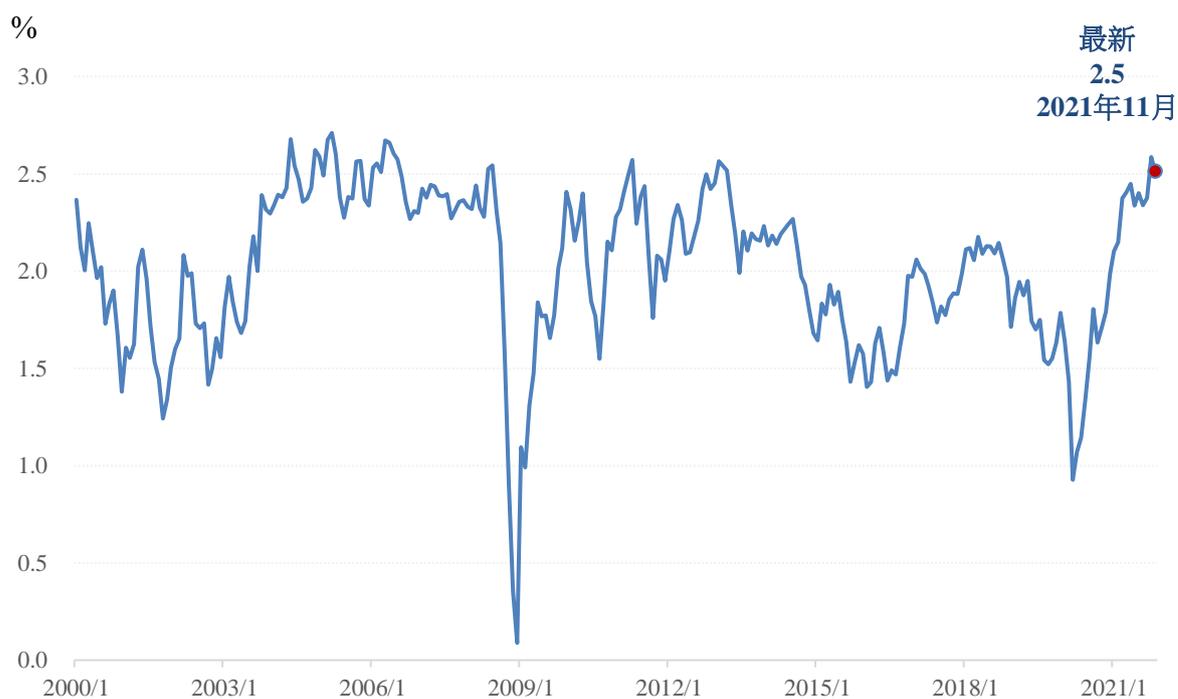
<sup>3</sup> 儘管 Fed 持續就長期自然失業率(NAIRU)進行估計，來評估當前勞動市場之鬆緊狀態，但實際上會依據更廣泛的指標來衡量，如就業對人口比、勞參率、薪資成長...等。

揚。

實證研究指出，錨定良好的通膨預期能降低通膨對產出缺口的敏感度，並能降低長期利率對總體經濟數據的敏感度，有助 Fed 達到溫和中長期利率之法定職責。

央行的貨幣政策可信度及其獨立性，強化大眾對其維持通膨穩定的信心，有助錨定通膨預期，如以美國 10 年期損益兩平通膨率觀察，2000 年至 2020 年，市場通膨預期平均值約為 2.01%(圖 5)，貼近 Fed 通膨目標 2%，顯示 Fed 貨幣政策已成功地錨定通膨預期。

圖 5 2000 年以來美國 10 年期損益兩平通膨率走勢



資料來源: Bloomberg

## 五、採行 AIT 架構的好處

- (一) Fed 試圖刺激經濟，須加強市場對政策將維持寬鬆一段時間的預期；採用 AIT 架構可避免市場過早預期升息。
- (二) 透過 AIT 提高實際通膨與通膨預期，將可降低實質利率，進而刺激實體經濟的借貸與投資。
- (三) 當經濟恢復正常後，AIT 產生溫和的高通膨能支持 Fed 升息至更高的利率水準，增加下次衰退時之降息空間。

## 貳、AIT 架構下 Fed 之貨幣政策走向

部分人士認為，AIT 架構可能造成未來幾年 Fed 政策立場更偏鴿派，以上個景氣擴張期為例(2015 年 12 月首次升息時失業率為 5%、核心 PCE 為 1.5%)。若當時採行 AIT，則 Fed 不會在此時升息，而會等到 2018 年(失業率降至 4%以下、核心 PCE 略高於 2%)才會採取緊縮行動。

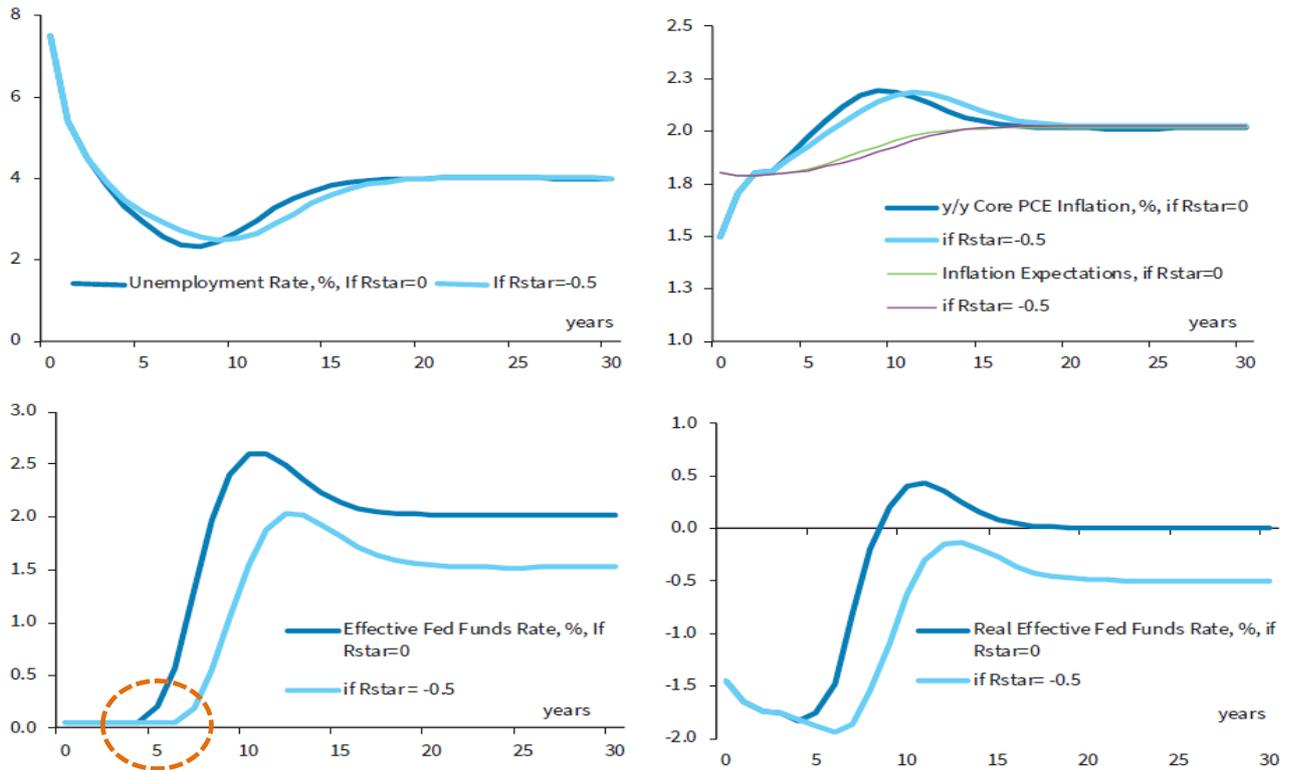
為配合 2020 年公布之 AIT 架構，委員會於 2020 年 9 月會議修改以結果為基礎的前瞻指引—隱含 Fed 需要先看到通膨升溫才會升息，而不只是預期通膨升溫即可升息—顯示現在 Fed 對於通膨上升有較大的容忍度。

### 一、Barclays 模型推估

根據 Barclays 模型推估(圖 6)，在 AIT 架構下，當  $R^*=0$  或  $-0.5\%$  情境下，失業率及通膨走勢相當。隨美國經濟復甦，失業率持續下降，通膨逐漸上升。但要推升核心 PCE 或通膨預期至 2%，失業率需降到非常低的水準且持續很長一段時間。

假設  $R^*=0$  時，未來 4 年 Fed 將維持政策利率於目前水準；假設  $R^*=-0.5\%$ ，Fed 將維持目前低利率約 6~7 年(較目前預期更久)。

圖 6 AIT 架構下預估之 Fed 政策利率路徑



資料來源：Barclays

## 二、Fed 政策工具可能之調整方向

Fed 政策工具較可能進行調整包含：前瞻指引、資產購買計畫及經濟估測 (SEP)；

(一) 前瞻指引又分為利率前瞻指引及資產購買前瞻指引

利率前瞻指引：2020 年 9 月會議已修改為以通膨結果為基礎(outcome-based)的前瞻指引；未來仍可能提供更明確之細節，如：計算平均通膨的起始時點或最高通膨門檻。

資產購買前瞻指引：2020 年 9 月會議僅微調文字；之後可能改為較為質化的方式，如：資產購買可能在首次升息前結束。

前瞻指引之侷限性：因目前市場已預期 Fed 將維持低利率很長一段時間，故修改前瞻指引僅能加強市場預期，無法額外使金融情勢更寬鬆。若未來充滿

不定性，前瞻指引溝通的有效性將弱化。

## (二)資產購買計畫

調整資產購買量：可透過兩種方式：(1)固定總規模的資產購買；及(2)以流量方式宣布每月購買金額(目前方式，未來應會持續使用)。

調整資產購買組成：包括(1)資產種類及(2)資產組合之平均存續期間。購買資產種類應會維持美國公債及 Agency MBS；在正常時期，Fed 無權直接購買公司債等風險性資產。預期將轉向購買較長期的債券，以延長資產組合平均存續期間。

資產購買計畫之缺點：Fed 以每月購買一定金額資產的方式執行資產購買計畫，當經濟遇到衝擊時，市場雖能迅速調整對 Fed 資產購買量的預期；但對資產負債表擴張規模則具有不確定性。

## (三)經濟估測

過去已多次討論是否改公布與政策決議一致、「共識」的經濟前景預測。惟此作法之難處在於委員們的觀點往往過於發散，恐難以達成一致結論；或可簡單修改 SEP，將各委員之經濟預估與點陣圖作連結(仍為匿名公布，但使外界較容易猜測)。

而 2020 年 12 月 FOMC 會議中 SEP 新增兩張圖表，分別為「不確定性」及「風險趨向」二類擴散指數(Diffusion index)，提供與會者對風險及不確定性的即時觀點，從而反映與會者對貨幣政策風險管理的考量。

不確定性擴散指數衡量方式：依委員會與會者「判斷自身經濟預測之不確定性(相對過去 20 年平均水準)」，將回應「較高」人數減去「較低」人數，再除以全體與會人數。

風險趨向擴散指數衡量方式：依委員會與會者「判斷自身經濟預測之風險趨向」，將回應「上行風險」人數減去「下行風險」人數，再除以全體與會人數。

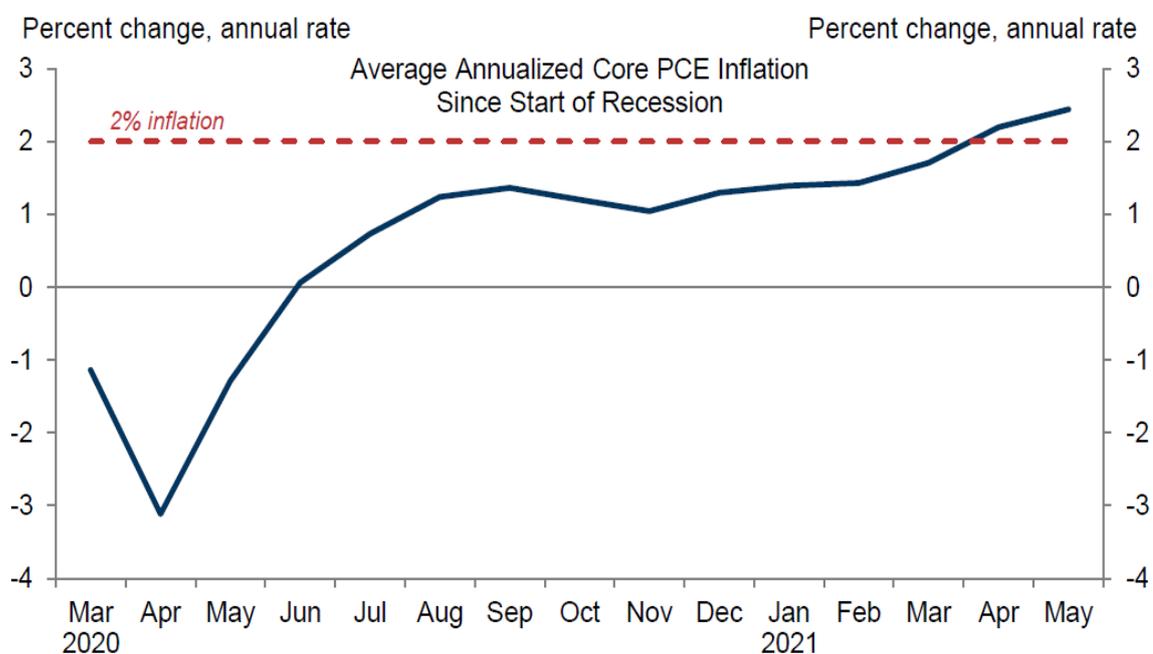
## 參、由通膨組成分析美國未來平均通膨走勢

### 一、2020 年基期偏低，致近月美國通膨明顯升溫

2021 年美國受疫情嚴重衝擊，許多服務項目價格驟降，導致近月通膨易受基期效應(base effect)所影響，從而較難評估目前通膨水準與 Fed 平均通膨目標 2%之間的差距。

高盛認為，觀察「自 2020 年疫情爆發至今的平均年增率(以下均簡稱平均年增率)」，而非單月年增率，或更有助於了解目前平均通膨趨勢，2021 年 10 月核心 PCE 年增率 4.1%，惟疫情爆發(2020 年 2 月)至 2021 年 10 月之核心 PCE 平均年增率，則為相對溫和的 2.16%(圖 7)，其中部分組成項目存在更明顯的基期效應。

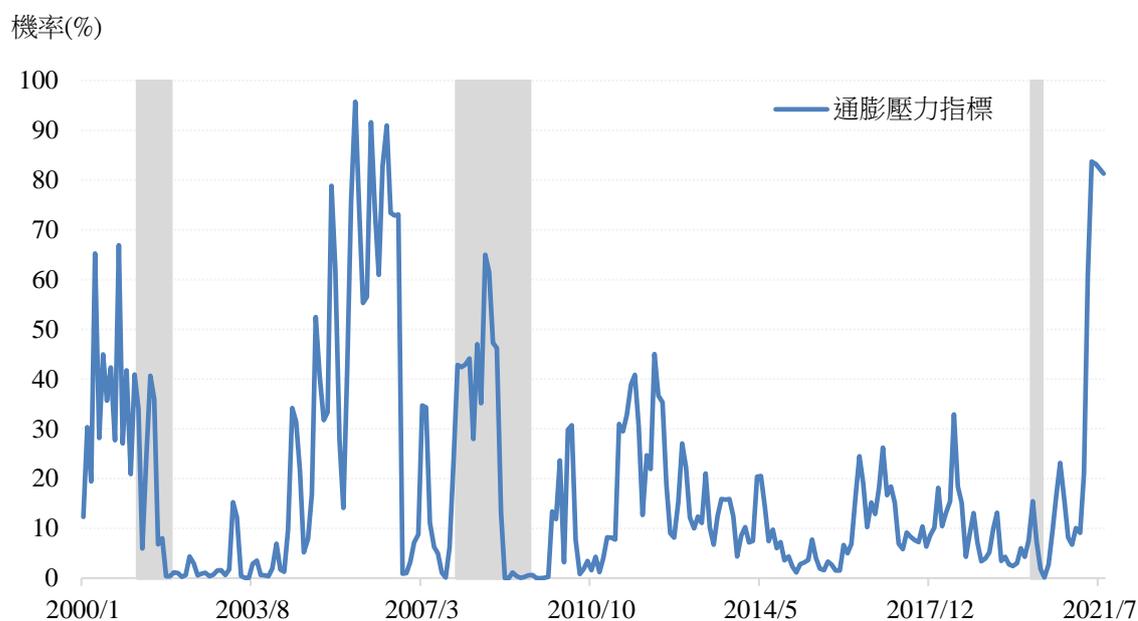
圖 7 自 COVID-19 疫情爆發迄今之核心 PCE 平均年增率



資料來源：Goldman Sachs

另根據 St. Louis Fed 估計<sup>4</sup>，以 2021 年 8 月為觀察起點，未來 12 個月名目 PCE 通膨超過 2.5%的機率達 81.3%(圖 8)。

**圖 8 St. Louis Fed 估計，未來 12 個月名目 PCE 通膨超過 2.5%的機率升高**



\*通膨壓力指標係指未來 12 個月名目 PCE 通膨超過 2.5%的機率

\*\*陰影表示 NBER 所界定之經濟衰退期間

資料來源：St. Louis Fed

## 二、經濟重啟下之通膨組成項目的消長

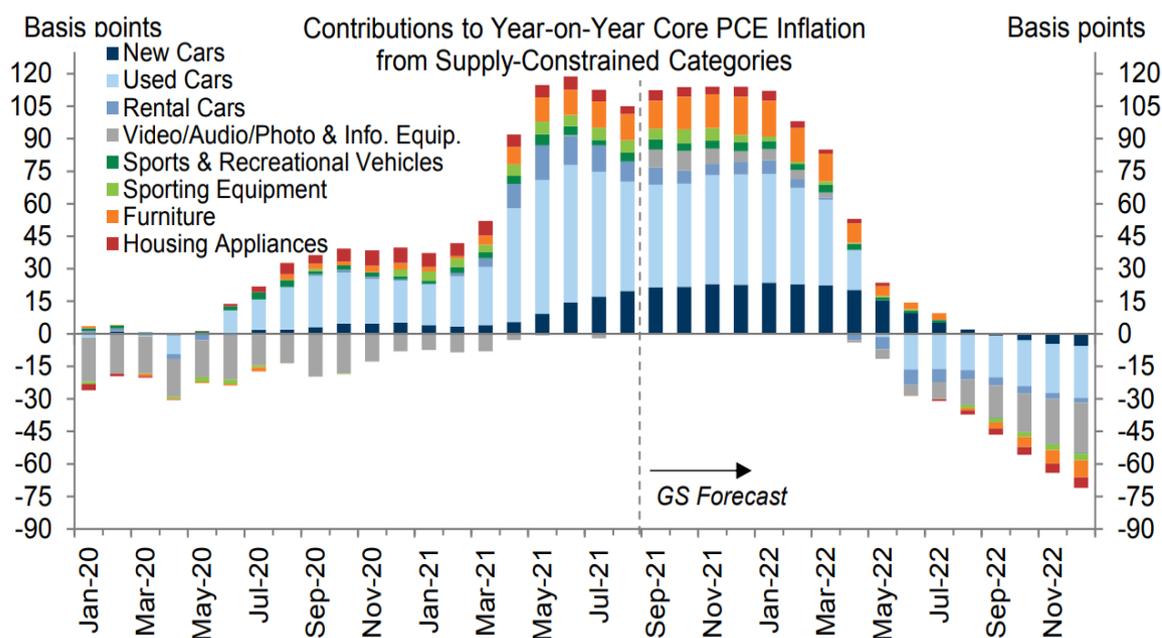
除基期效應外，供應商減產、供應鏈中斷、耐久財需求高漲及運輸費用大增等因素，更導致部分商品價格大幅上揚，惟亦有部分項目價格受疫情影響而明顯衰退，例如，旅宿及服飾價格。

受供給限制(supply-constrained)影響的商品，如二手車、家俱及娛樂等商品價格漲勢較過往更強勁(圖 9)。受供給限制影響的商品總計約推升核心 PCE 平均年增率約 105 個基點，預計至 2021 年底將推升核心 PCE 平均年增率約 115 個基點，惟預期在經濟解封後，隨著供需逐漸平衡，該些商品或轉而拖累通膨下

<sup>4</sup> 該模型考量九個因素，分別為消費者物價指數、生產者物價指數、大宗商品物價、房價、勞動市場指標、金融變數、通膨預期、公司及消費者訪查資料及國外物價。

滑，預期本(2022)年底受供應限制影響的商品將使 PCE 核心通膨平均年增率下降約 75 個基點(圖 9)。

圖 9 各類商品對核心 PCE 通膨之平均年增率貢獻

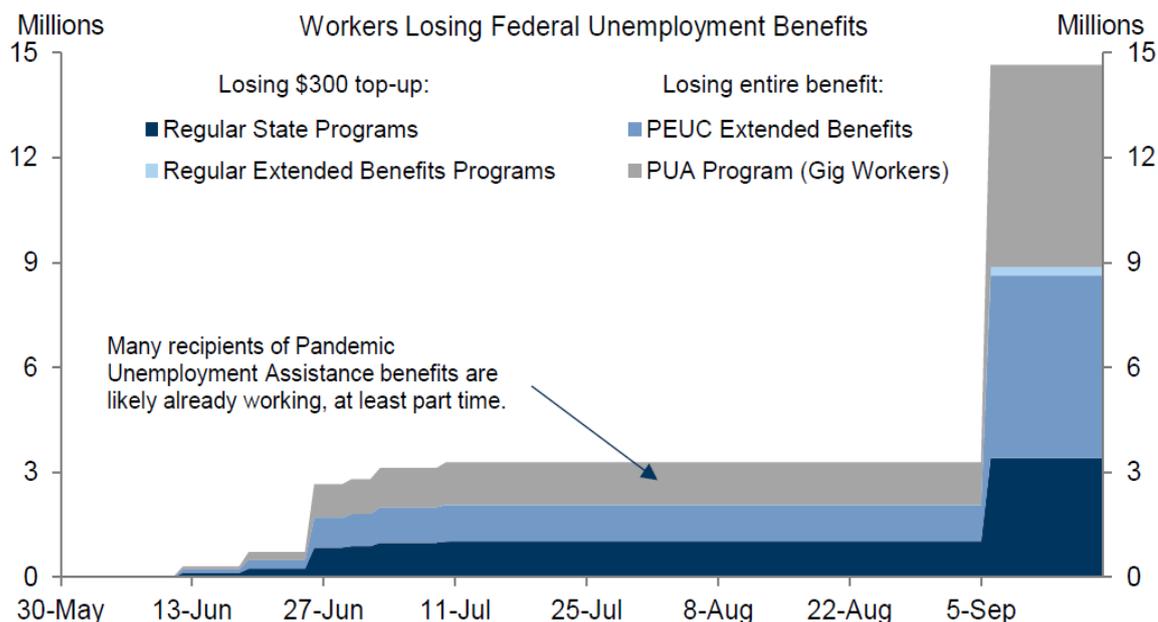


資料來源：Goldman Sachs

此外，未來數個月美國聯邦政府及地方政府與疫情相關的失業救濟金計畫陸續到期；高盛預估，2021 年 9 月初將約有超過 1,400 萬名勞工失去失業救濟金補助，其中，約 800~900 萬名勞工需重返就業市場(圖 10)，短期內有助緩解供需失衡的現象，且隨著商品供給緊俏逐漸舒緩，或使部分商品價格漲幅趨緩，或回落至過往趨勢；預期該類商品未來將成為抑制通膨上揚的阻力。

若受供給限制影響的商品漲勢回落至疫情前水準，可壓低核心 PCE 平均年增率約 80bps；惟受疫情衝擊而價格增速驟降的項目(如租金、服飾)，未來或將重返先前漲勢，應可抵消部分商品價格成長放緩的拖累。

圖 10 喪失與疫情相關之失業救濟金之勞工人數



資料來源：Goldman Sachs

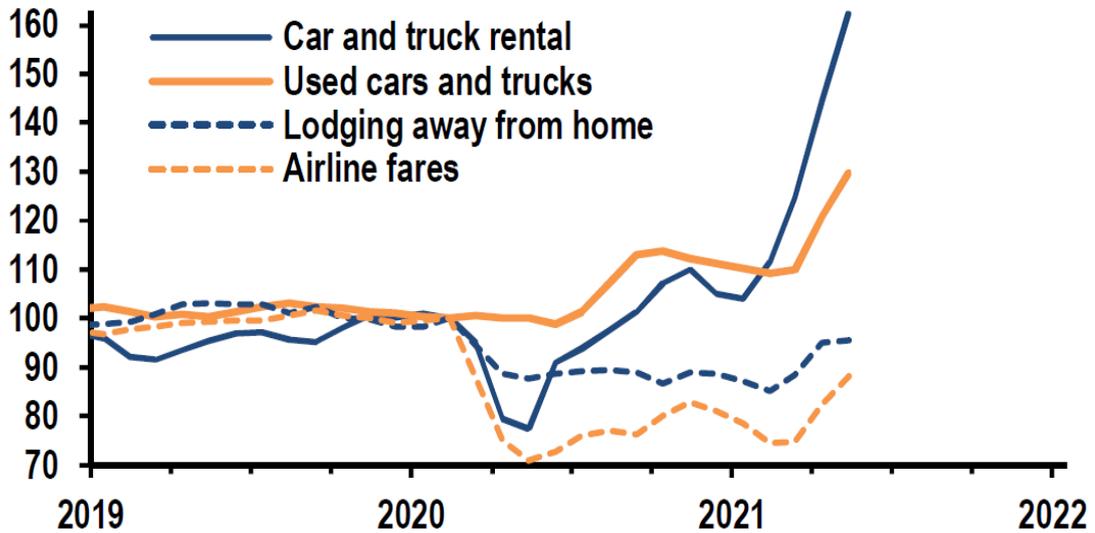
### 三、未來可能影響通膨之因素

#### (一)近月物價強勁上漲，主要集中在少數項目

例如，二手車、旅宿及機票等(圖 11)，主要為一次性(one-offs)或暫時性(transitory)上漲。整體而言，渠等項目漲勢難以為繼，對推升本年下半年通膨助益不大。其中近期旅宿及機票費用，主要係扭轉先前疫情期間頹勢，而重返疫情前之價格水準；其他商品價格，新車及二手車，價格大漲主要反映供給受限之影響；惟近期調查顯示，價格已開始呈現停滯，此意味著未來可能將會成為拖累通膨的因素。

圖 11 近期主要推升通膨上揚的項目

index, Feb. 2020 = 100



資料來源：JPMorgan

## (二)失業救濟金逐步到期

聯邦政府及許多地方政府與疫情相關的失業救濟金計畫陸續到期(表 1)，將有助於提升勞動供給，抑制薪資的上行壓力。

表 1 與疫情相關的失業救濟金終止時程表

Date of expiration/reduction	States
June 12	AK, IA, MS, MO
June 19	AL, ID, IN, NE, NH, ND, WV, WY
June 26	AR, FL, GA, OH, SC, SD, TX, UT
June 27	MT, OK
July 3	TN, MD
July 10	AZ
July 31	LA
September 4	Federal expiration

資料來源：JPMorgan

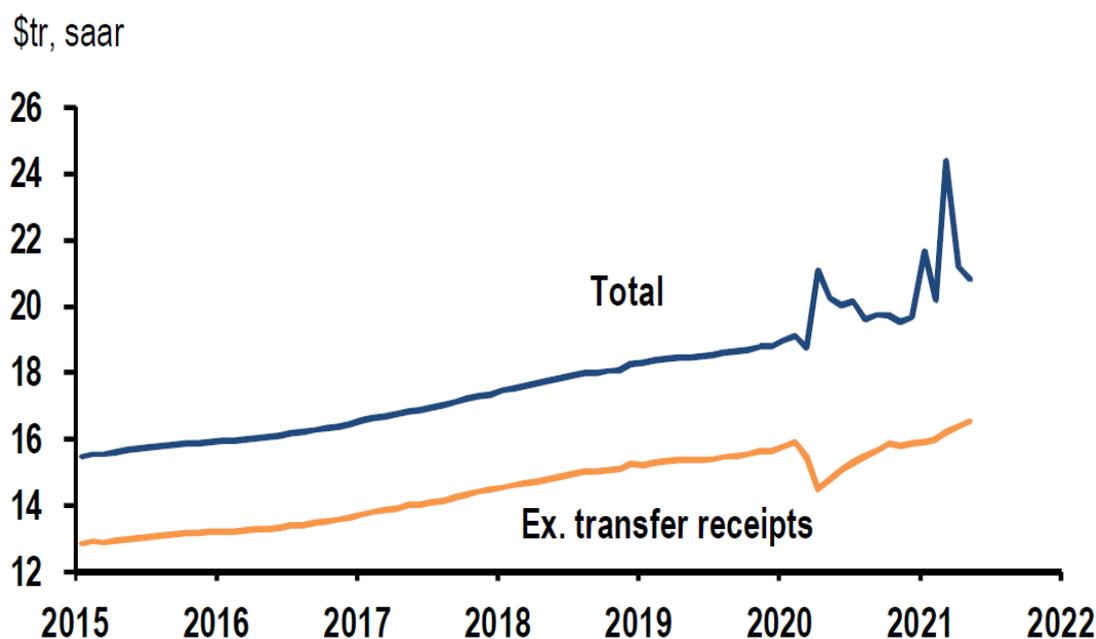
### (三)整體美國就業市場持續復甦

儘管近期職缺空位數持續創下新高，惟勞動供給仍緩步復甦，近期家計部門調查顯示，仍有許多民眾因健康或孩童照護議題，而無法工作、降低尋找職缺意願或直接選擇退休。

### (四)移轉性收入下滑

儘管勞動市場逐漸復甦有助於勞工個人所得成長，惟來自政府的移轉性收入(疫情相關的失業救濟金或紓困的現金支票)，將在 2020 年下半年明顯減少，使個人所得呈現回落(圖 12)。

圖 12 個人所得與不含移轉性收入之個人所得



資料來源：JPMorgan

### (五)財政政策刺激效果已過高峰

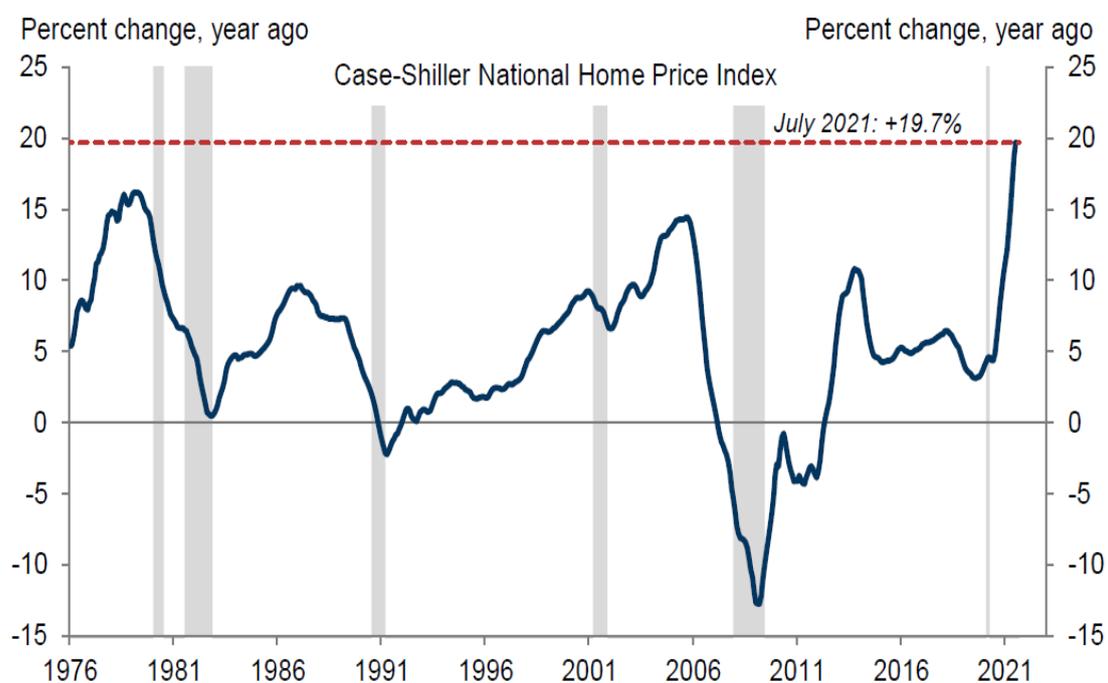
美國政府於 2020 年底與 2021 年 3 月所通過的財政刺激政策約 2.7 兆美元，其中 1.7 兆美元已大致實施完畢，其餘 1 兆美元正持續由聯邦政府支出或用於

支援地方政府。整體而言，2021 年下半年美國政府財政支出規模小於 2021 年上半年，且本年將低於 2021 年。

#### (五)住房短缺問題使房價及租金升溫

所有影響美國經濟的短缺問題中，房屋供給不足影響可能最久；高盛認為，房屋供應受限及持續強勁的需求使美國房地產市場持續緊俏，進而推升房價及租金。近期房價漲幅大幅超出高盛預期，全國房價指數(National Home Price Index)數據顯示，目前房價已較 2020 年上漲將近 20%(圖 13)。

圖 13 2021 年美國房價較 2020 年上漲近 20%

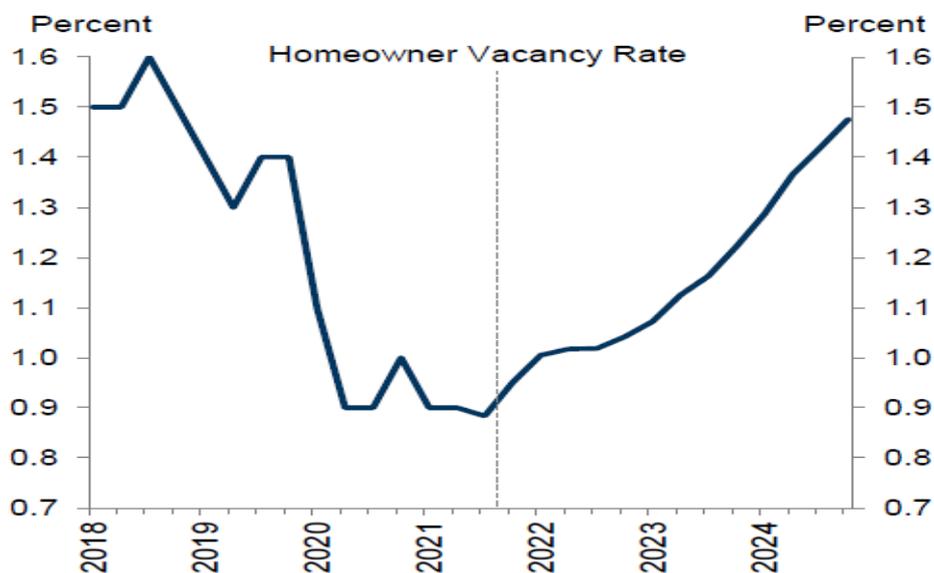


資料來源：Goldman Sachs

COVID-19 疫情前，美國房地產市場已面臨建築工人短缺及可供建築土地稀少之衝擊，而疫情後更遭受供應鏈問題、木材短缺及勞動力短缺等影響，致美國住房短缺問題更加惡化；惟高盛認為，隨著供應鏈瓶頸及勞動力短缺問題逐漸消退，房屋完工率將保持穩定，現有房屋待售量將恢復至疫情前水準；高盛預

估，未來幾年住房供應量將增加(圖 14)。

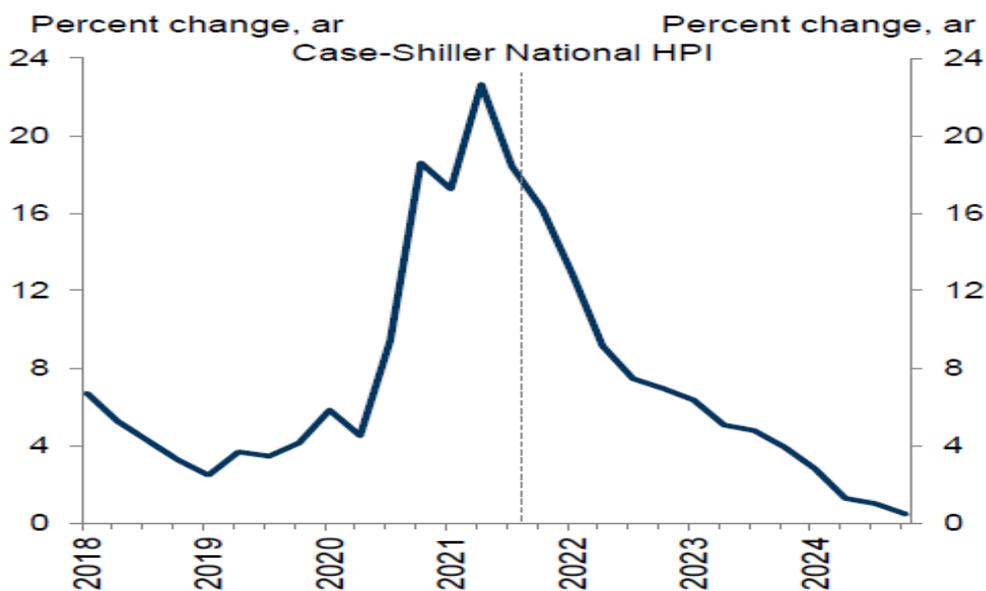
圖 14 可用住房之供應量將上升



資料來源：Goldman Sachs

高盛模型考量供給面、需求面、負擔能力及房價因素，預估美國房價至本年底將進一步上漲 16%，而房價指數將於本年達到高點後逐步回到較低水準(圖 15)。

圖 15 房價未來將於高點下滑



資料來源：Goldman Sachs

#### 四、其他通膨風險

高盛指出，相較於經濟重啟對通膨帶來的暫時性影響，目前攸關未來 Fed 貨幣政策走向的中長期通膨前景面臨 3 項主要風險，包括：

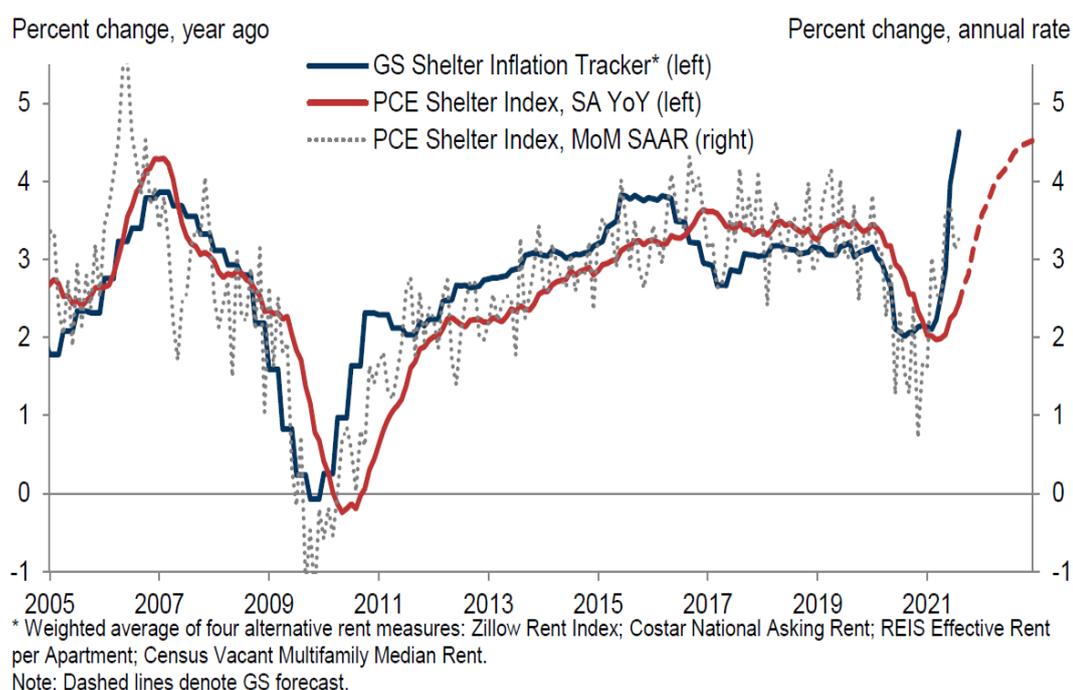
##### (一) 薪資增速是否會明顯高於前次景氣循環之水準

近月低薪勞工薪資快速上揚，主要係反映在經濟重啟下低薪勞工的短缺；惟隨著疫情相關的失業救濟金計畫(低薪勞工為主要受益族群)陸續到期，該些勞工重返就業市場應可緩和低薪勞工的薪資增幅。

##### (二) 持續高漲的房價是否帶動租金通膨走高

房價快速上漲帶動租金上揚，高盛以租金衡量領先指標(GS Shelter Inflation Tracker)觀察租金價格上漲幅度，該追蹤指標近 6 個月內由 2.1% 大幅上漲 2.5 個百分點至 4.6%，此項目為支撐核心 PCE 未來走勢及 Fed 平均通膨率目標能否達標的關鍵(圖 17)。

圖 17 高盛預估未來租金價格將大幅上漲



資料來源：Goldman Sachs

### (三)因疫情影響而短期推升的價格是否會持續帶動通膨預期上揚

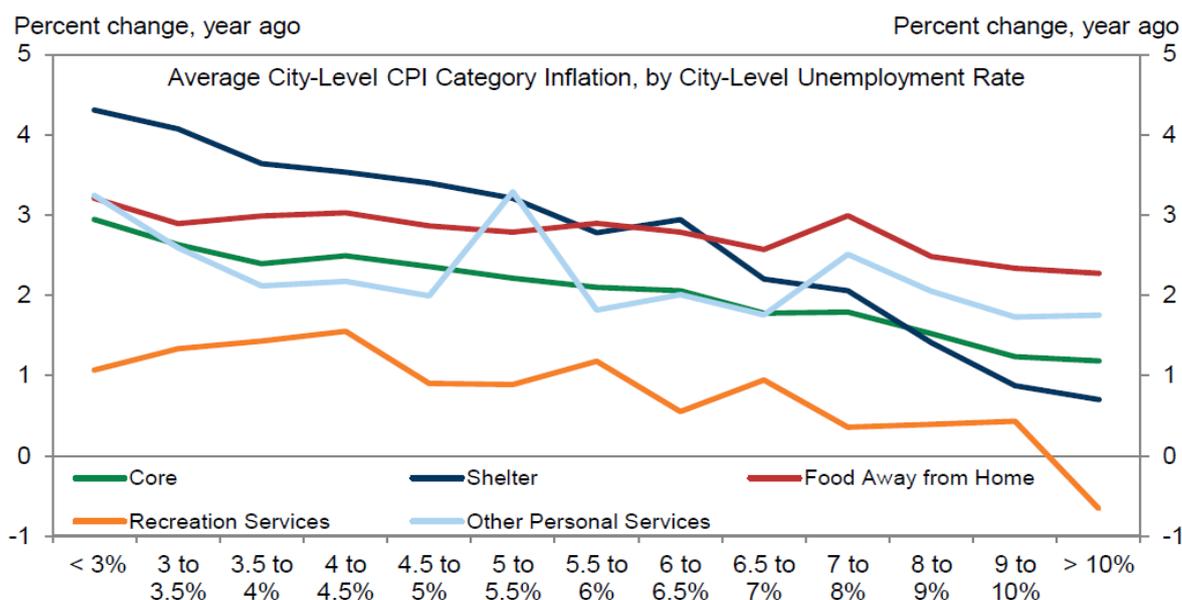
惟在供需逐漸平衡後，若通膨回落幅度將較預期來得更大且更久，使平均通膨率持續低於 Fed 目標水準，或迫使 Fed 重新評估在 AIT 架構下的升息條件。

### 五、高盛預估未來美國通膨走勢

高盛認為，與 COVID-19 相關之製造業停工、政府移轉支出使消費者針對商品需求增加及異常低的服務支出占消費者支出比率等因素，都將於本年正常化，即使租金可能於本年顯著上漲，仍預估 PCE 通膨將於本年底前回落到 2% 左右，整體尚可使平均年增率維持在略高於 2% 之水準，以菲利浦曲線來看，占 Fed 關注的核心 PCE 價格指數成分最高的租金價格，隨就業市場持續復甦，有機會成為美國未來推升通膨最大動力(斜率相對陡峭，圖 16)。

預期隨著本年受供給限制所影響的商品價格重返過往趨勢，2023 年後可再度成為推升通膨走高之動力，高盛預期，2023 年核心 PCE 年增率及平均年增率或可略高於 2%。

圖 16 不同項目價格之菲利浦曲線



資料來源：Goldman Sachs

## 六、近期通膨風險上升，Fed 轉向以物價穩定為優先

鑑於美國經濟復甦取得實質進展，Fed 於 2021 年 11 月初宣布縮減購債規模，由於美國經濟已朝目標取得實質進展，2021 年 11 月 3 日 FOMC 決議同年 11 月中開始縮減購債，每月逐步降低淨資產購買，分別減少購買 100 億美元美國公債及 50 億美元 Agency MBS，並預計於本年 6 月中結束購債。

惟 2021 年 12 月 FOMC 會議宣布加速縮減購債規模，且本年 1 月中開始實施，每月購債縮減規模由 150 億美元，提高至 300 億美元(200 億美元美國公債 +100 億美元 Agency MBS)，致結束縮減購債時點提前至本年 3 月中；SEP 經濟估測顯示，本年、2023 年及 2024 年核心 PCE 通膨中位數為 2.7%、2.3%及 2.1%。

## 肆、各界針對 Fed 實施 AIT 之看法

### 一、Fed 主席 Jerome Powell

Fed 主席 Jerome Powell 於 2021 年 8 月 27 日 Jackson Hole 央行年會線上演說，主題為：「新冠疫情期間之貨幣政策<sup>5</sup>」，整體內容被市場解讀略偏鴿派：

Powell 重申通膨應是「暫時性」，主要考量：(1)目前尚未見到全面性通膨壓力；(2)通膨較高的項目(如二手車)已出現趨緩跡象；(3)薪資成長平穩；(4)較長期通膨預期仍屬穩定；(5)造成過去 25 年來全球通膨趨緩(disinflation)的力量仍存在。

當前通膨水準是擔憂之一，惟諸多因素將沖淡此顧慮，顯示偏高通膨可能被證實是暫時性的，近期通膨快速攀升主要受到相對少數的貨物與服務價格大漲推動<sup>6</sup>，而剔除易波動價格的指標顯示通膨接近 2%。二手車價格出現回穩跡象。

且目前很少見到可能助長通膨過度上揚的「工資—物價螺旋」(wage-price spiral)證據，較長期通膨預期指標顯示，企業、消費者及市場參與者均相信，當前高通膨可能被證明只是暫時現象。綜合上述因素，Fed 預測最可能情境是，勞動市場將持續改善，通膨將隨時間回到「與通膨目標平均 2%相符的水準」。

Powell 強調目前美國就業市場距離「充分就業」仍有漫長的路要走，且有待時間驗證通膨是否能持續地維持在 2%。(We have much ground to cover to reach maximum employment, and time will tell whether we have reached 2 percent inflation on a sustainable basis.)

---

<sup>5</sup> 本次演說英文全名為 Monetary Policy in the Time of COVID。

<sup>6</sup> 其中耐久財商品約貢獻名目 PCE 通膨及核心 PCE 通膨各1個百分點，能源價格則貢獻名目 PCE 通膨約0.8個百分點。

在當前美國勞動市場仍有明顯閒置以及疫情持續擴散下，倘若央行因暫時性因素而緊縮貨幣政策，該項錯誤恐對經濟造成重大傷害，惟倘若通膨持續走高，並演變成嚴重顧慮(serious concern)，委員會一定透過採行貨幣工具因應，以確保通膨走勢與政策目標相符。(If sustained higher inflation were to become a serious concern, the FOMC would certainly respond and use our tools to assure that inflation runs at levels that are consistent with our goal.)

惟 Powell 於 2021 年 11 月 30 日國會聽證會表示，通膨上升風險增加，將不再使用「暫時性」來形容較高通膨現象；勞動市場要回復至疫情前狀態，需要物價保持穩定，持續性的高通膨對勞動市場復甦為重大風險，並考慮於 12 月宣布加速縮減購債。此言論顯示，儘管美國勞動市場仍有閒置，Fed 改以通膨穩定為優先順序，考慮加速縮減購債。

## 二、FOMC 會議

2021 年 12 月 FOMC 會後聲明重點如下：(1)刪除通膨大部分反映暫時性因素之描述，改稱就業近幾個月穩定成長，失業率大幅下降，疫情與經濟重啟造成的供需失衡持續造成通膨高漲；(2)刪除通膨持續低於長期通膨目標，將維持寬鬆政策之相關描述，改稱當前通膨率已經一段時間超過 2% 目標，委員會認為維持貨幣政策區間，直至勞動市場達到委員會評估的充分就業水準，應屬適當。

主席記者會重點如下：(1)供應鏈瓶頸及相關限制導致供給難以在短期內滿足更高的需求，前述問題較預期來得更嚴重且持續更久，疫情反覆使情況更為惡化；(2)目前風險在於通膨可能較預期持續更久，並對通膨預期形成上行壓力，通膨進一步加劇的風險已增加；(3)不認為目前貨幣政策步調有過於遲緩的情況，Fed 正適時地採取必要的措施，以解決所有問題，包括通膨過高的問題。

經濟估測(SEP)顯示，本年美國通膨將趨緩，中期回到平均通膨目標 2%。2021 年核心 PCE 通膨預估值 4.4%，之後逐漸下降至本年 2.7%及 2023 年 2.3%，2024 年則為 2.1%；中長期核心 PCE 通膨維持 2%。

### 三、Fed 官員

數名 Fed 官員重申，近期通膨上揚主要係受暫時性因素所推升，例如，供應鏈瓶頸及經濟重啟等；惟多數 Fed 官員強調，相較於先前預期，通膨前景存在上行風險。

NY Fed 總裁 John Williams 表示，較長期通膨預期上揚，但目前仍處於「與目標 2%一致」的水準；理事 Christopher Waller 表示，通膨料將放緩，意味著距離升息還有一段時間，若通膨上行風險成真，本年通膨將明顯高於 2%，將支持更早升息。目前通膨預期仍接近過去 10 年平均值，近期高通膨數據並未導致通膨預期失控；副主席 Richard Clarida 表示，目前通膨率仍在長期目標 2%附近，在價格調整完畢且供應鏈瓶頸疏緩後，2021 年通膨驟升最終將被證明在很大程度上是暫時的。

### 四、美國總統拜登

美國總統拜登認為，近期預期通過規模達 1.75 兆美元「重建美好未來法案」(Build Back Better Act)及將要簽署的基礎設施計畫將拉低通膨率，兩項經濟法案將降低商品價格，降低兒童看護、養老和處方藥等方面的成本，惟共和黨人的看法剛好相反，認為政府撒錢正推高價格；多數經濟學家並不認為拜登總統的財政計畫會在短期內對通膨產生影響，如基礎設施項目可能需要數年時間才能影響運輸和其他成本，且加大對社會保障的支持可能會給本已強勁的需求火上澆油。

## 五、其他

紐約 Fed 前總裁 William Dudley 認為，新框架可能導致利率波動幅度更大，恐加大經濟退風險。新貨幣政策框架作法意味著委員會退出貨幣寬鬆政策的速度將非常緩慢，這樣一來，委員會將必須大幅緊縮，而這將加大未來出現衰退的風險。

於舊機制下，委員會嘗試推高短期利率，這樣一來，在經濟達到 2% 的通膨率和充分就業的大約同一時間，短期利率也升到了相應的中性政策水平。原則上說，如果做得好，經濟就可以無限期地接近聯儲會的就業和通膨目標；相比之下，在新機制下，在 Fed 官員確信經濟推動勞動力市場實現充分就業之前，短期利率根本不做調整。意味著貨幣政策在本該收緊時依然保持非常寬鬆（短期利率為零）。

William Dudley 認為，因為委員會收緊貨幣政策的速度（相對於經濟表現）要慢得多，所以當委員會最終行動時，委員會將不得不加大力度採取行動。短期利率上調的幅度要更大，因為當 Fed 開始收緊貨幣政策時，通膨率將更高。而為了推高失業率，使得通膨率回落至 Fed 2% 的目標，貨幣政策將不得不收緊，這樣一來，經濟衰退的風險就將上升。

美國前財政部長 Larry Summers 認為，為達到就業市場及經濟充分復甦，可能導致通膨牢固於 4% 甚至更高水準，遠高於 Fed 通膨目標，Summers 認為 Fed 不得不採取行動來控制通膨，除非出現其他不利發展因素，如市場崩盤，惟歷史上 Fed 為降低高通膨所執行的行動，最後多導致經濟出現衰退，長期而言，經濟成長出現「長期停滯」<sup>7</sup> 風險仍存在。

另 IMF 文章指出，儘管近期已開發市場及新興市場經濟體總體通膨均上升，

---

<sup>7</sup> 經濟長期停滯係指經濟成長率下滑，利率低於歷史水準。

惟長期通膨預期仍然穩定。展望未來，總體通膨預估將於 2021 年底達到峰值，且大多數經濟體將於本年中中期恢復至疫情流行前水準。鑑於經濟復甦仍存在相當大的不確定性，且通膨可能因各種原因超過預期，清晰溝通、適當貨幣及財政政策，有助於防止通膨恐慌鬆動原本平穩的通膨預期。

## 伍、結語

近期美國通膨持續上揚，CPI 及 PCE 皆創下 30 年來新高，主要因供應鏈瓶頸及經濟重啟造成需求大幅上升等因素所致，惟市場預期，倘若通膨持續上揚，或將加深委員會對通膨的憂慮，並影響部分官員對未來升息的看法，因此未來通膨走勢將為市場關注焦點之一。

## 參考文獻

1. Bauer, Michael D. et al. (2015), “Inflation Expectations and the News” *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, Mar. ◦
2. Bernanke, Ben (2007), “Inflation Expectations and Inflation Forecasting,” *Speech At the Monetary Economics Workshop of the National Bureau of Economic Research*, Jul. 10. ◦
3. Dorning, Mike (2015), “Inflation Threatens to Return to U.S. Politics in Replay of 1980,” *Bloomberg*, Nov. 10. ◦
4. Dudley, William C. (2021), “ U.S. INSIGHT: Fighting Yesterday’s War, Fed Risks Policy Error,” *Bloomberg*, Oct. 21. ◦
5. Feroli, Michael et al. (2021), “ US Mid-Year Economic Outlook: After the Gold Rush,” *Special Report*, JPMorgan, Jun. 26. ◦
6. Hatzius, Jan et al.(2021), “The Housing Shortage: Prices, Rents, and Deregulation,” *Economcis Research*, Goldman Sachs, Oct. 11. ◦
7. Hatzius, Jan et al. (2021), “US Monthly Inflation Monitor: September 2021: Raising Our End-2021 Core PCE Forecast to +4.25%,” *Economcis Research*, Goldman Sachs, Oct. 2. ◦
8. Hatzius, Jan et al. (2021), “ US Daily: The Inflation Risks from Stronger Low-End Wage Growth,” *Economcis Research*, Goldman Sachs, Jun. 30. ◦
9. Hatzius, Jan et al. (2021), “US Daily: How Average Inflation Reached 2%: A Category-Level Breakdown,” *Economcis Research*, Goldman Sachs, Jun. 29. ◦
10. Hatzius, Jan et al. (2020), “The Fed’s New Framework,” *Economcis Research*, Goldman Sachs, Aug. 30. ◦
11. Jackson, Laura E. et al. (2015), “Introducing the St. Louis Fed Price Pressure Measure,” *St. Louis Fed Economic Synopses*, Nov. 6. ◦
12. Jorgensen, Peter Lihn et al. (2021), “Anchored Inflation Expectations and the Slope of the Phillips Curve,” *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, Feb. 8. ◦
13. Samuelson, Robert J. (2015), “The Wage-Price Spiral Breaks Down,” *The Washington Post*, Sep. 2. ◦
14. Yellen, Janet (2015), “Inflation Dynamics and Monetary Policy,” *Speech at the Philip Gamble Memorial Lecture*, Sep. 24. ◦