

台北外匯市場發展基金會委託計畫

影響近年先進國家通膨低迷的因素與
美國通膨展望

研究人員*：卓哲玄

日期： 中華民國一〇七年十一月

*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

通貨膨脹係指特定經濟體的物價水準在某一時期內，連續性地以相當的幅度上漲，也就是物價上升，貨幣購買力下降的現象。一般來說，控制通貨膨脹向為各國中央銀行的重要工作之一，目前主要經濟體央行多將通膨控制在略低於 2%作為主要政策目標；惟各央行關注之衡量標準不一。

自 2008 年金融危機以來，即使主要央行相繼實施如量化寬鬆(QE)及負利率(NIRP)等非傳統貨幣政策，主要先進經濟體的通膨仍長期不振。因此，探究可能影響個別經濟體通膨的內外因素已成為市場關注的焦點之一，部分研究指出全球性因素、網路購物興起與人口老化等因素均可能導致通膨不振。

另加拿大央行研究指出，過去數年先進經濟體通膨不振主要是商品價格下滑所致，惟美國與其他國家不同，係受服務業價格下滑影響，其中影響因素可能包括前Fed主席 Yellen 等重要官員所稱之暫時性因素變動(如醫療價格或電信費用等)。

本年 3 月以來美國通膨快速回升至 Fed 政策目標 2%附近，顯見上年低迷或真是暫時性因素所致，展望未來，因美國勞動市場持續緊俏，薪資成長加溫，及美國與他國貿易摩擦等因素，通膨可能在一段時間內維持高於 2%。

目 錄

壹、通貨膨脹的定義、衡量方法與對央行的意涵.....	1
一、通貨膨脹相關現象的定義及解釋.....	1
二、通貨膨脹的衡量方法.....	1
三、通貨膨脹對央行的意涵.....	2
貳、金融危機以來，通膨長期不振的可能因素.....	2
一、共同(common)因素(或稱全球性因素)	2
二、網路購物興起.....	4
三、人口老化.....	5
參、相關因素對通膨的影響.....	5
一、共同因素的影響.....	5
二、網路購物興起的影響.....	9
三、人口老化的影響.....	12
肆、過去數年美國通膨有別於其他先進經濟體，主要係受服務業部門影響.....	14
伍、美國通膨動態展望.....	15
一、本年初美國通膨快速回升，或是因暫時性因素消退所致.....	15
二、明(2019)年美國通膨或可能進一步上揚.....	17
參考文獻	20

圖表目錄

圖1、先進經濟體與新興經濟體通膨走勢漸趨一致.....	3
圖2、2007年後歐元區與OECD國家通膨波動程度均增加.....	3
圖3、近年網路零售市占率穩定成長.....	4
圖4、近年共同因素對個別國家通膨的影響力確有增加.....	6
圖5、共同因素對先進經濟體通膨的影響.....	7
圖6、共同因素與大宗商品價格變動間的關係.....	8
圖7、共同因素與內部因素對歐元區通膨的影響.....	9
圖8、亞馬遜平均使核心通膨年增率下滑10個bp.....	10
圖9、模型估計之通膨趨勢與實際通膨相近.....	13
圖10、各變數對通膨之影響效果.....	13
圖11、2016~2017上半年，商品物價拖累其他先進經濟體核心通膨下滑.....	14
圖12、過去數年年美國核心PCE、核心CPI與其他通膨指標皆呈現疲軟.....	14
圖13、上年1月~7月，各組成類別對核心PCE通膨下滑的影響.....	15
圖14、本年初美國醫療保健通膨快速上揚，且高於整體核心PCE.....	16
圖15、近年美國核心CPI與核心PCE.....	16
圖16、美國關稅政策對今明兩年核心通膨的影響.....	17
圖17、本年以來布蘭特原油走勢.....	18
圖18、美國薪資成長對通膨的影響.....	19
圖18、美國2026年 r^* 約僅0.9%.....	18
表1、人口老化對通膨影響之相關理論整理.....	5
表2、共同因素對先進經濟體通膨的影響.....	7
表3、菲利浦曲線模型分析結果.....	11
表4、老年人口比率對通膨影響.....	12

壹、通貨膨脹的定義、衡量方法與對央行的意涵

一、通貨膨脹相關現象的定義及解釋

通貨膨脹（inflation，簡稱通膨）係指特定經濟體的物價水準在某一時期內，連續性地以相當的幅度上漲，也就是物價上升，貨幣購買力下降的現象。一般來說，因通膨過高恐引起社會混亂，損及經濟發展，各國政府較傾向將通膨穩定在合理的範圍內，避免其過熱。通貨膨脹與貨幣貶值的差異在於，通膨係特定經濟體之貨幣在其內部的購買力下降，而貨幣貶值則係該貨幣在不同經濟體之間的相對價值降低；前者影響貨幣在國內市場的價值，而後者影響貨幣在國際市場的價值。

與通膨相反的現象稱通貨緊縮(deflation，簡稱通縮)，即特定經濟體的物價水準在某一時期內，連續性地以相當的幅度下跌，也就是物價下跌，貨幣購買力上升的現象。當通縮發生時，因貨幣購買力會持續上升，故人們將傾向儲藏貨幣而非用來投資或消費，故長期通縮將可能導致失業率增加及經濟衰退。反通貨膨脹(disinflation)膨脹係與通貨緊縮相似但不同的概念，前者係指儘管經濟體內的物價持續上升，惟通膨率不斷下滑的現象。

二、通貨膨脹的衡量方法

通貨膨脹為一個經濟體內整體物價水準的變動，非單指特定商品或某類商品的價格變動，目前實務上有多種計算方式，常見的有消費者物價指數(Consumer Price Index，CPI)、GDP 平減指數(GDP deflator)、個人消費支出(Personal Consumption Expenditures，PCE)物價指數等，以 CPI 為例，其計算公式如下，：

$$CPI = \frac{\sum_{i=1}^n CPI_i \times weight_i}{\sum_{i=1}^n weight_i}$$

CPI_i 為第 i 項商品的價格

$weight_i$ 為第 i 商品占整體 CPI 的權重，通常會定期視經濟發展調整

三、通貨膨脹對央行的意涵

控制通貨膨脹向為各國中央銀行的重要工作之一，學理上甚至將「是否以控制通膨穩定作為主要目標」作為評斷央行獨立性的重要指標，我國中央銀行行法第 2 條即明訂，央行經營目標之一為「維護對內及對外幣值之穩定」。

目前主要經濟體央行多將控制通膨作為主要政策目標，如 Fed、ECB 與 BoJ 的政策目標之一即為將通膨控制在略為低於 2%；惟各央行關注之衡量標準不一，Fed 較關心 PCE 物價指數、ECB 的目標為 HICP¹，BoJ 則偏好 CPI。此外，因部分商品價格較易受到季節性因素影響產生較大波動，故目前部分主要央行官員更加關心排除食物與能源價格後的核心通膨（core inflation）年增率。

惟自 2008 年金融危機以來，即使主要央行為提振經濟與刺激通膨，相繼實施如量化寬鬆(QE)及負利率(NIRP)等非傳統貨幣政策，主要先進經濟體的通膨仍長期不振，部分經濟體甚至一度面臨通縮危機。因此，探究可能影響個別經濟體通膨的內外因素已成為市場關注的焦點之一，本文探討美國與其他先進國家通膨不振之可能成因，及美國未來的通膨動態展望。

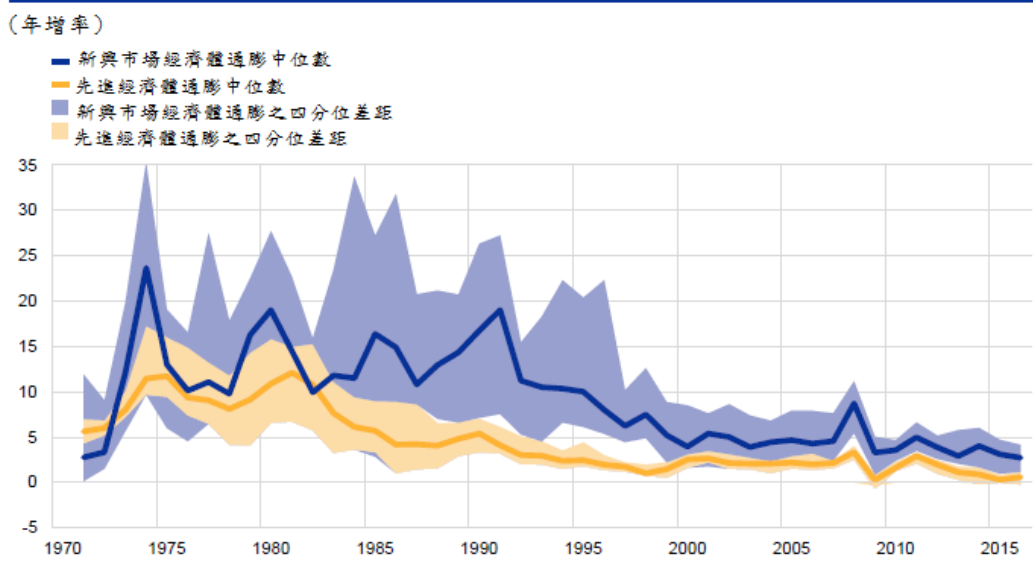
貳、金融危機以來，通膨長期不振的可能因素

一、共同(common)因素(或稱全球性因素)

因金融危機後的反通貨膨脹係大多數經濟體均有之現象，非特定經濟體獨有，且先進經濟體與新興市場經濟體的通膨走勢漸趨於一致(圖 1)，故共同因素對單一經濟體通膨的影響遂逐漸成為討論的焦點之一，其論點為全球化使得內部產能限制對通膨的影響力下滑，且由於共同因素的影響力增加，使得全球各經濟體的通膨發展趨勢趨於一致，產生全球通膨(global inflation)的現象。

¹ 調和的消費者物價指數 (Harmonised Index of Consumer Prices, HICP)，主要為歐盟會員國所通用之通膨計算方式。

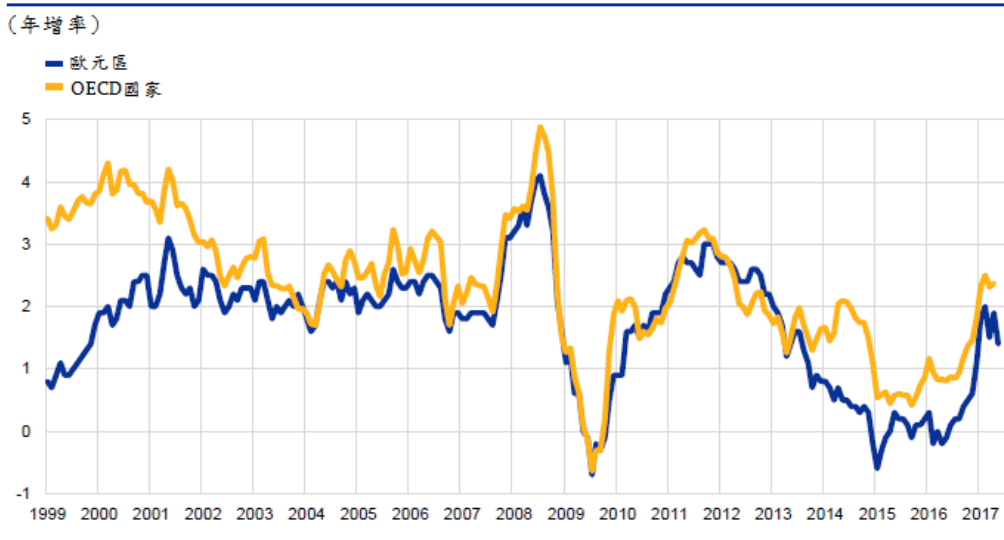
圖 1 先進經濟體與新興經濟體通膨走勢漸趨一致



資料來源：ECB

共同因素主要係大宗商品、中間財與最終財之進口價格，透過直接與間接因素影響國內通膨。其中大宗商品價格與油價及食品價格，對國內通膨有相當重要的影響。如自 2007 年以來，歐元區通膨與 OECD 國家平均通膨的波動幅度均增加，且其中包含 2008~2009 年與 2012~2015 年兩段反通貨膨脹時期，與 2014~2016 年的低通膨時期，推測可能係受全球大宗商品價格波動的影響(圖 2)。

圖 2 2007 年後歐元區與 OECD 國家通膨波動程度均增加



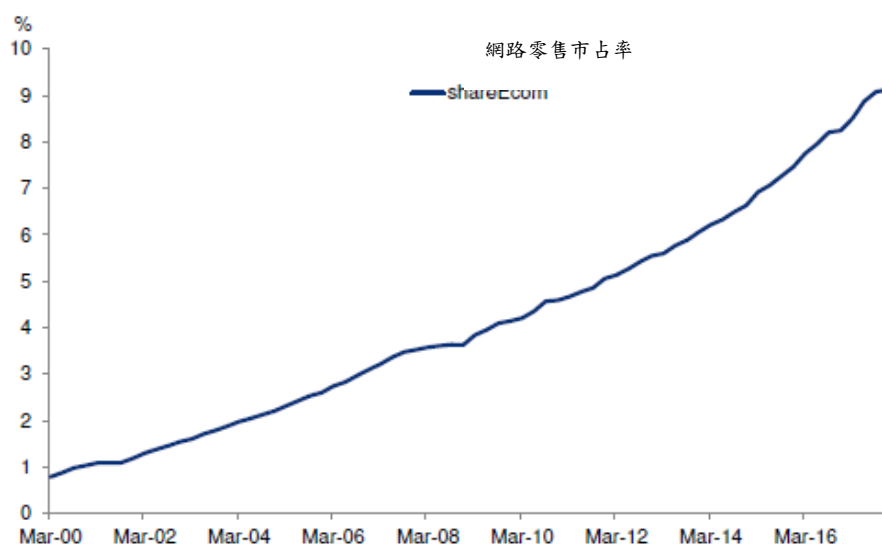
資料來源：ECB

二、網路購物興起

近年電子商務快速成長對商品價格通膨的影響成為部分市場人士關注的焦點之一，此即俗稱的「通膨亞馬遜化」(Amazonization of inflation)。本(2018)年 2 月 Fed 主席 Jerome Powell 於國會聽證時亦曾指出，儘管從歷史經驗來說難以確認其相關性，惟亞馬遜效果 (Amazon effect) 或可能是造成美國通膨持續低迷的原因之一。

根據美國人口普查局 (Census Bureau) 統計資料，上(2017)年第 3 季美國網路零售占整體零售比率(以下簡稱網路零售市占率)已達 9.1%，且 Luzzetti(2018)的研究亦稱上年第 4 季美國網路零售市占率已逾 9%(圖 3)。另分析機構 Slice Intelligence 指出，美國人花費每 1 美元在網路購物中，平均有 40 美分是在亞馬遜公司消費。Hatzius (2017) 並指出，美國網路零售市占率平均每年以略低於 1 個百分點的速度增加，其中純網路零售業的市占率則平均每年增加約 0.3~0.4 個百分點，且對書籍、服飾、運動用品與影音產品等易於運送商品的傳統零售業帶來相當大的經營壓力。

圖 3 近年網路零售市占率穩定成長



資料來源：Deutsche Bank

三、人口老化

傳統觀點認為，人口老化會拖累物價，以致通膨下降，係因平均年齡較大的家計單位通常消費較少且持有較多財富，使供給相對需求增加；或是人口老化可能會拖累潛在經濟成長率與中性利率(r^*)下降等，惟目前相關研究對人口老化對通膨的影響看法不一，表 1 為從總體與個體觀點分析人口老化對通膨的可能理論影響。

表 1 人口老化對通膨影響之相關理論整理

人口老化可能拖累通膨下降的理論觀點	總體觀點	1. 延長工作年限使勞動供給增加 2. 平均消費減少致總需求減少 3. 勞動力及生產力成長率下降
	個體觀點	退休者會花費時間以較低成本達成自身需求
人口老化可能推升通膨的理論觀點	總體觀點	人口老化使有效勞動供給減少，帶動物價上揚
	個體觀點	年長者消費支出通常高於年輕者，帶動物價上漲

資料來源：Luzzetti, Matthew, Justin Weidner (2017), “Inflation Does not Die of Old Age: What Demographics Mean for US Inflation,” Oct. 11

參、相關因素對通膨的影響

一、共同因素的影響

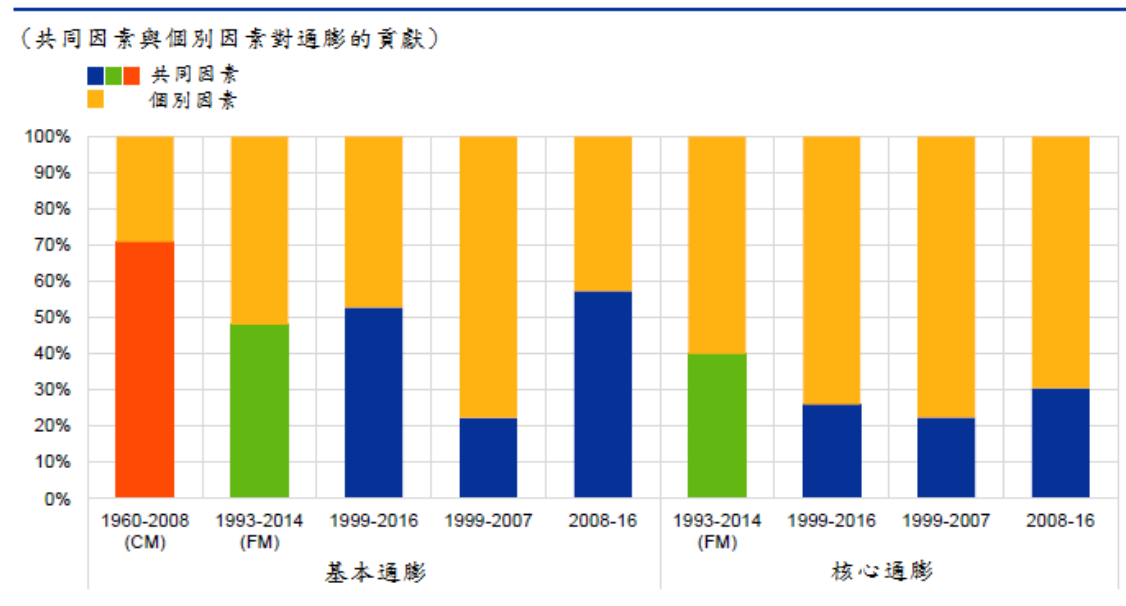
(一)共同因素可解釋通膨變動

Ciccarelli and Mojon(2010)研究 22 個 OECD 成員國在 1960~ 2008 年的資料發現，平均來說，這些國家整體通膨(Headline Inflation)有 70%受到共同因素的影響。而 Ferroni and Mojon(2016)以相同方法、相同樣本，採取 1993~2014 年的資料，分別針對基本與核心通膨進行研究發現，共同因素約能解釋 50%的整體通膨與 40%的核心通膨的變動。

從前述研究結果看來，共同因素對通膨的影響似乎會隨時間改變。歐洲央行(ECB)進一步運用與 Ciccarelli and Mojon(2010)類似研究模型，採取 1999~2016

年的資料，分別針對 40 個先進與開發中國家的整體通膨，及其中 34 個國家的核心通膨進行研究。發現共同因素約占整體通膨的 50%，惟進一步分析後發現其影響會隨時間改變，共同因素對整體通膨的影響力，在 2008~2016 年期間明顯高於 1999~2007 期間(圖 4)。此外，儘管共同因素占核心通膨約僅四分之一，惟近期影響力確有增強趨勢。

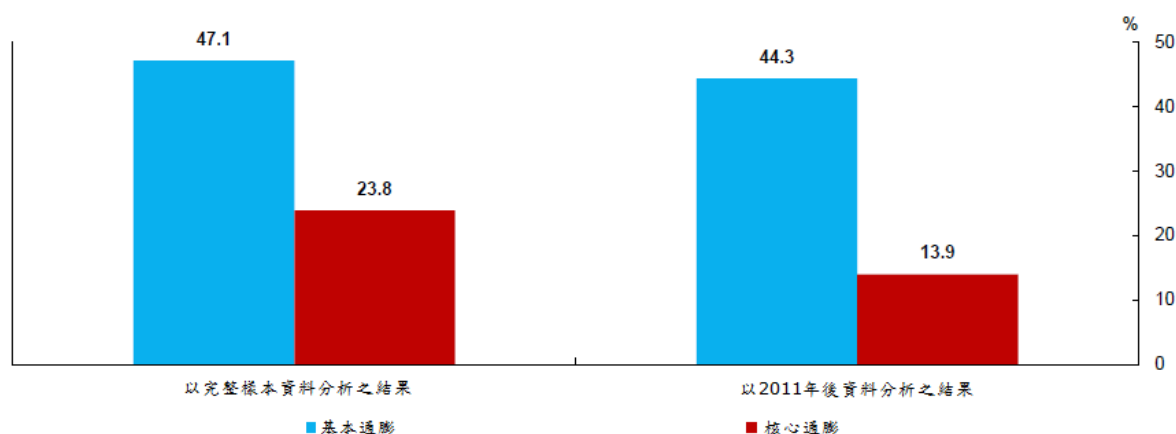
圖 4 近年共同因素對個別國家通膨的影響力確有增加



資料來源：ECB

加拿大央行(BoC)針對 11 個先進經濟體，以 1997 年第 1 季~上年第 2 季的資料進行研究發現，共同因素可解釋約 47.1%的整體通膨變動與 23.8%的核心通膨變動。進一步分析近年(2011 年以後)的通膨後，發現共同因素仍能解釋 44.3%的整體通膨與 13.9%的核心通膨的變動(如圖 5 及表 2)。

圖 5 共同因素對先進經濟體通膨的影響



資料來源：BoC

表 2 共同因素對先進經濟體通膨的影響

國家	整體通膨		核心通膨	
	完整樣本	2011 年後資料	完整樣本	2011 年後資料
澳洲	0.5	0.42	0.31	0.22
加拿大	0.6	0.42	0.24	0.05
丹麥	0.65	0.46	0.32	0.11
歐元區	0.84	0.54	0.57	0.27
日本	0.01	0	0.21	0.04
韓國	0.21	0.84	0.28	0.32
紐西蘭	0.68	0.67	0.34	0.24
挪威	0.02	0.01	0.02	0.01
瑞典	0.66	0.49	0.12	0.07
英國	0.32	0.2	0.04	0.02
美國	0.68	0.82	0.18	0.19
平均	0.47	0.44	0.24	0.14

資料來源：BoC

(二)全球大宗商品價格變動對共同因素變動的影響

全球大宗商品價格變動，可能是帶動通膨中全球共同因素變動的主因，其中全球油價變動對個別國家的能源通膨有重大影響，故可能是最重要的因素，且類似理由亦可類推至食品與其他原物料價格變動。由圖 6 可看出大宗商品價格對全球通膨中共同因素的影響，而油價與食品價格的變化，約可解釋 50%的共同因素變動，此亦支持全球性因素主要是受油價與食品價格衝擊影響的觀點。

故大宗商品價格循環，或為共同因素對個別經濟體通膨影響會隨時間推移變化的主因。Ciccarelli and Mojon(2010)的研究即發現，共同因素係在 1970 年代時對通膨有顯著影響，可能係當時全球央行無法抑制油價波動對通膨的影響。而在全球央行貨幣政策可有效降低大宗商品價格波動對通膨影響的時期，共同因素的影響亦較低。此外，2008 年後能源價格波動增加，亦可能是造成共同因素對通膨的影響力在 2008~2016 年期間高於 1999~2007 年期間的原因。

圖 6 共同因素與大宗商品價格變動間的關係

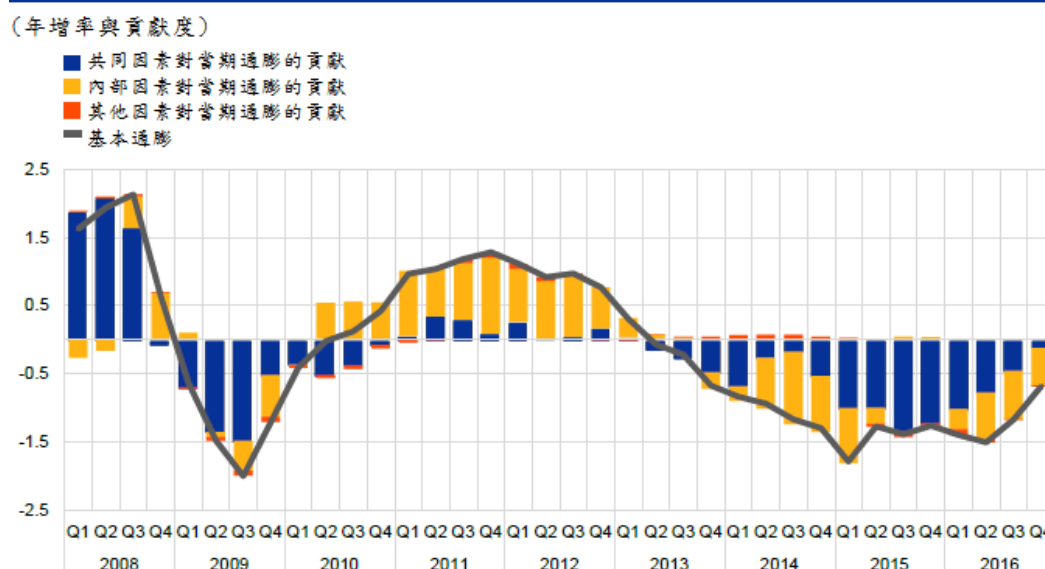


資料來源：ECB

(三)共同因素與內部因素對通膨的相對影響力

以歐元區為例分析後可發現，共同因素確實對通膨有重要影響力，惟其相對影響力會隨時間波動。如在 2012~2014 年，即主要是內部因素帶動歐元區通膨下滑。而 2008 年初~2009 年中與 2015 年~2016 年初，主要係共同因素(主因分別是全球需求衝擊與原油供給衝擊所致)帶動歐元區通膨下滑(圖 7)。由上述現象可推論，共同因素對歐元區通膨影響較大的時期，往往是發生重大全球性衝擊的時期。

圖 7 共同因素與內部因素對歐元區通膨的影響



資料來源：ECB

因此，共同因素與內部因素對歐元區通膨的相對影響力會隨時間推移改變；且相對影響力的變化通常由大宗商品價格波動所帶動，而全球化等基本面因素並非是主因。

二、網路購物興起的影響

(一)簡單推估

Hatzius(2017)指出，理論上網路零售透過兩種途徑抑制通膨上升速度：

1、相同商品在網路商店的平均售價低於實體商店。

使用網路零售業在零售市場市占率的變動，乘上網路商店與實體商店間平均售價的價差，可推估網路與實體零售商間售價差異對通膨的影響。由 Billion Prices Project 研究報告可知，網路零售商 Amazon 與實體商店間，商品平均售價的價差約為 6%，再乘上美國純網路零售業每年市占率增加 0.3~0.4 個百分點，隱含美國商品價格通膨約被拖累 0.02 個百分點。

2、來自網路競爭對手的壓力，迫使實體商店降價。

Hatzius(2017)分析 PCE 通膨細部組成類別中，美國網路零售業在各類別的

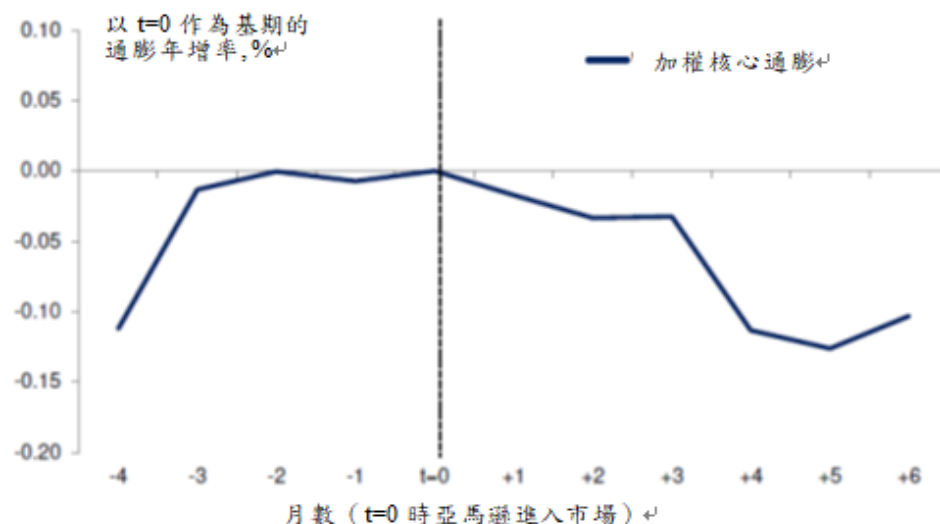
市占率變動與各類別的通膨，且除商品類別外，並納入服務業類別。其分析顯示，美國網路零售業在零售市場的市占率每提高 1 個百分點，分別透過商品及服務業部門，拖累該國通膨下降約 0.6 及 0.04 個百分點，惟其結果不具統計顯著性。

(二)以事件研究法分析單一網路零售巨頭的影響

Luzzetti (2018) 依 CPI 組成類別，將商品分類為 7 大項：玩具、醫療保健與美容、廚房用品、服飾、運動用品、珠寶和媒體內容，再透過事件研究法分析亞馬遜單一網路零售巨頭對美國通膨的影響，即當該公司進入特定商品市場前後一段期間，該商品價格通膨的變化，並與其他所有商品價格通膨的變化做比較。結果發現，亞馬遜進入市場或可能使部分商品價格通膨下滑（如玩具與服飾等），惟亦有部分商品價格通膨不受影響（如運動用品）。

為釐清亞馬遜對美國整體核心通膨的影響，Luzzetti (2018) 將 7 類商品的價格依其在核心 CPI 組成的比重，重組成物價指數後，結果發現該公司僅會輕微負面影響核心通膨。重組後的物價指數年增率，在亞馬遜進入市場後 3 個月內仍維持穩定，而在第 4~6 個月時下滑約 12~14 個基點（basis point, bp）。平均來說，亞馬遜進入市場後約會使核心通膨年增率下滑 10 個 bp（圖 8）。

圖 8 亞馬遜平均使核心通膨年增率下滑 10 個 bp



資料來源：Deutsche Bank

(三)以菲利浦曲線架構分析整體網路零售成長的影響

Luzzetti (2018) 以採用菲利浦曲線架構建立研究模型，探討電子商務對核心通膨的影響，惟因電子商務難以量化，故設計兩個代理變數：網路零售市占率與以網路購物（Online Shopping）作為主題的網路搜尋指數（以下簡稱網路搜尋指數）。

研究結果顯示，網路零售對美國通膨的負面影響似乎相當輕微。由表 3 可看出，儘管 2000~2017 年間，網路零售市占率平均每季成長 11 個 bp，惟其平均僅拖累每季通膨年增率約 5 個 bp（表 3 第 2 欄）。且自 2000 年以來，網路搜尋指數每年平均成長約 2%，惟其平均僅拖累通膨年增率僅約 2 個 bp（表 3 第 3 欄）。此外，加入網路零售代理變數後的模型解釋能力亦未明顯增加。

表 3 菲利浦曲線模型分析結果

	(1)	(2)	(3)
通膨年增率(落後1季)	0.17 (0.13)	0.18 (0.13)	0.01 (0.15)
通膨年增率(落後2季)	0.18 (0.12)	0.18 (0.12)	0.17 (0.14)
通膨預期(落後1季)	0.64 ---	0.64 ---	0.82 ---
失業率缺口(落後1季)	-0.12 (0.04)	-0.12 (0.04)	-0.13 (0.05)
美元升值幅度	0.00 (0.01)	0.00 (0.01)	-0.01 (0.01)
美元升值幅度(落後6季)	-0.01 (0.01)	-0.01 (0.01)	-0.01 (0.01)
網路零售市占率變動		-0.43 (0.93)	
網路搜尋指數變動			-0.01 (0.00)
常數項	-0.12 (0.08)	-0.07 (0.14)	-0.13 (0.1)
樣本期間	2000Q1~2017Q4	2000Q1~2017Q4	2005Q1~2017Q4
模型解釋能力	0.26	0.25	0.28

資料來源：Deutsche Bank

Luzzetti (2018) 再以菲利浦曲線架構分析進一步研究美國 15 歲以上人口使用網際網路的比率（以下簡稱上網率）對通膨的影響，分析各地區上網率變動

與通膨的關係，其迴歸分析結果顯示，美國 CPI 與上網率間的相關係數為-0.9。

另依據美國商務部國家電信暨資訊管理局的資料，美國上網率已由 1998 年的 35%增加至 2015 年的 76%，平均每年增加 2%。因此，上網率的增加每年拖累美國 CPI 約 20 個 bp。

三、人口老化的影響

Luzzetti(2017)使用 1980~2016 年美國州資料(state-level data)進行研究，其中通膨數據因缺乏各州的 CPI 資料，故採用州生產毛額(gross state product, GSP)平減指數。研究結果發現，老年人口比率²每增加 1 個百分點，GSP 平減指數將上升 18 個基本點 (如表 4)。惟鑑於某些變數與特徵無法控制，故 Luzzetti(2017)認為 18 個基本點的增幅可能已趨近人口老化對美國通膨影響的上限。

表 4 老年人口比率對通膨影響

	GSP平減指數	GSP平減指數	CPI
老年人口比率	0.18 (0.07)	0.30 (0.12)	0.23 (0.06)
失業率	-0.36 (0.11)	-0.32 (0.10)	0.04 (0.15)
落後失業率	0.24 (0.09)	0.22 (0.12)	-0.30 (0.18)
落後通貨膨脹率	0.17 (0.03)	0.10 (0.03)	0.17 (0.06)
勞動參與率		0.20 (0.10)	0.09 (0.09)
落後勞動參與率		-0.20 (0.10)	-0.20 (0.10)
20-64歲人口比率		0.26 (0.09)	
人口數變動		-0.16 (0.10)	
R ²	0.60	0.55	0.98
州(或區域)數	51	51	4
年數	37	36	37

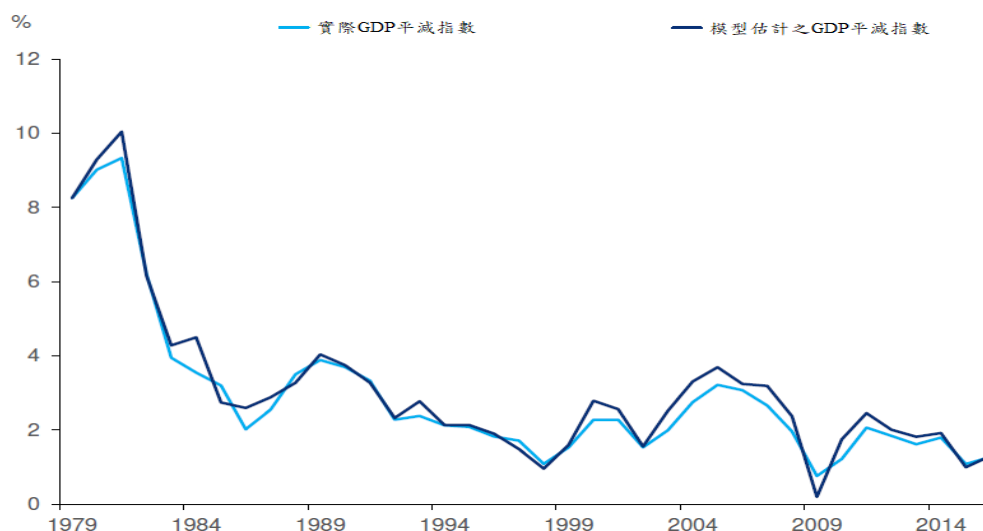
資料來源：Deutsche Bank

為了解過去人口老化如何影響通膨，Luzzetti(2017)進一步將研究結果套用

² 老年人口比率係指65歲以上人口占總人口之比率。

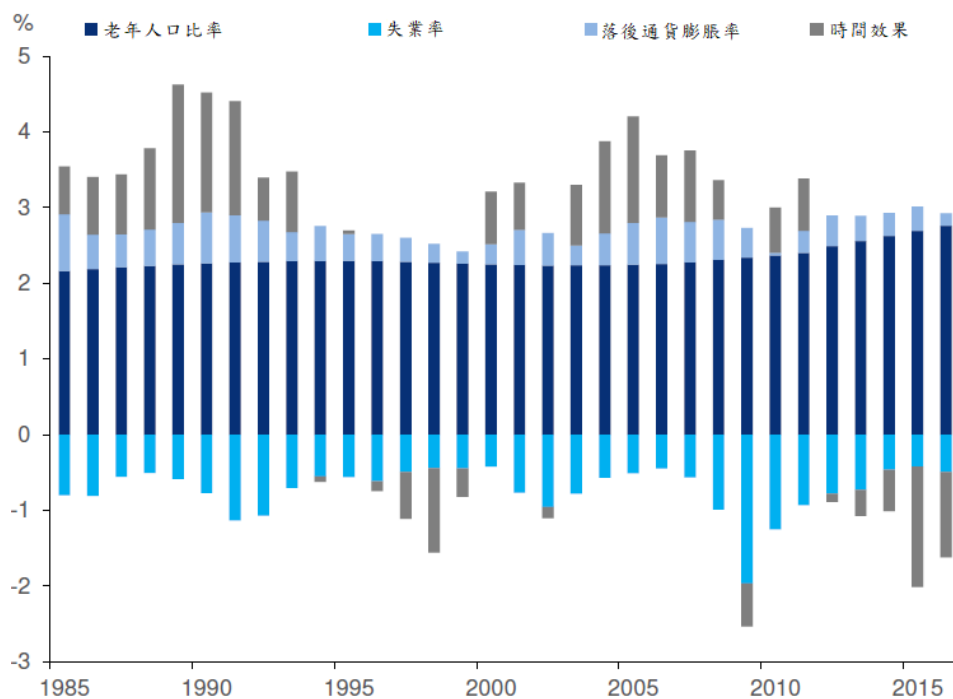
至全美資料，觀察迴歸模型中，所有變數對通膨的影響。圖 9 中可看出該研究模型對通膨的估計值，與實際通膨相當接近。另分拆各變數每年對通膨的影響，1985 年迄今，老年人口比率每年均係影響通膨的最重要正向因素，如排除 1980 年後人口老化對通膨的影響，則目前通膨應會再下降約 80 個基本點(圖 10)。

圖 9 模型估計之通膨趨勢與實際通膨相近



資料來源：Deutsche Bank

圖 10 各變數對通膨之影響效果

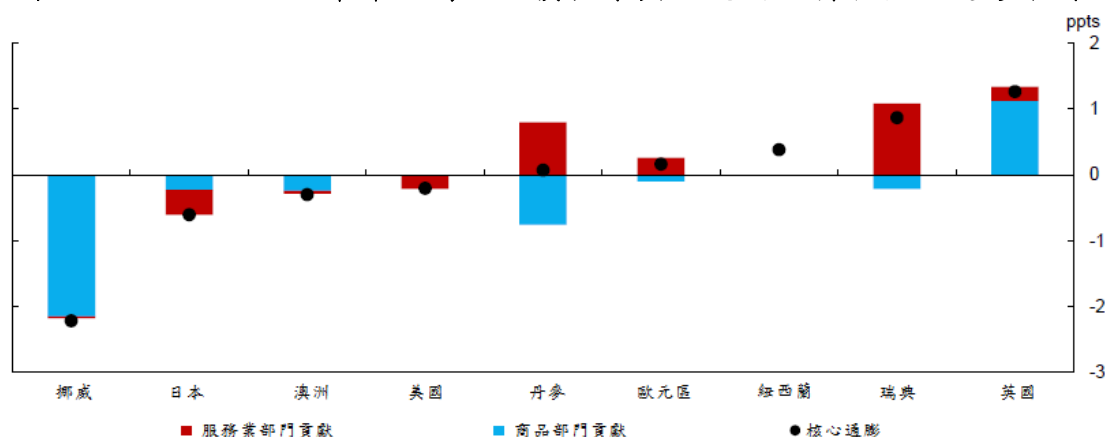


資料來源：Deutsche Bank

肆、過去數年美國通膨有別於其他先進經濟體，主要係受服務業部門影響

2016 年大多數先進經濟體核心通膨疲弱的現象，主要係 2 個因素影響進口商品價格，帶動整體商品物價下滑所致(圖 11)：(1)來自新興市場貿易夥伴的進口商品價格下滑；(2)特定國家貨幣匯率變動。

圖 11 2016~2017 上半年，商品物價拖累其他先進經濟體核心通膨下滑



資料來源：BoC

惟美國通膨趨勢與其他大多數先進經濟體不同，主要係服務業物價帶動其核心通膨在 2016 年上升及近期下滑。上年 1 月至 7 月，美國的核心 PCE 通膨約下滑了 0.5 個百分點³，且其他通膨指標亦出現類似趨勢(圖 12)。其中服務業物價的影響即占了 0.45 個百分點，商品物價的影響僅約 0.05 個百分點。

圖 12 過去數年年美國核心 PCE、核心 CPI 與其他通膨指標皆呈現疲軟

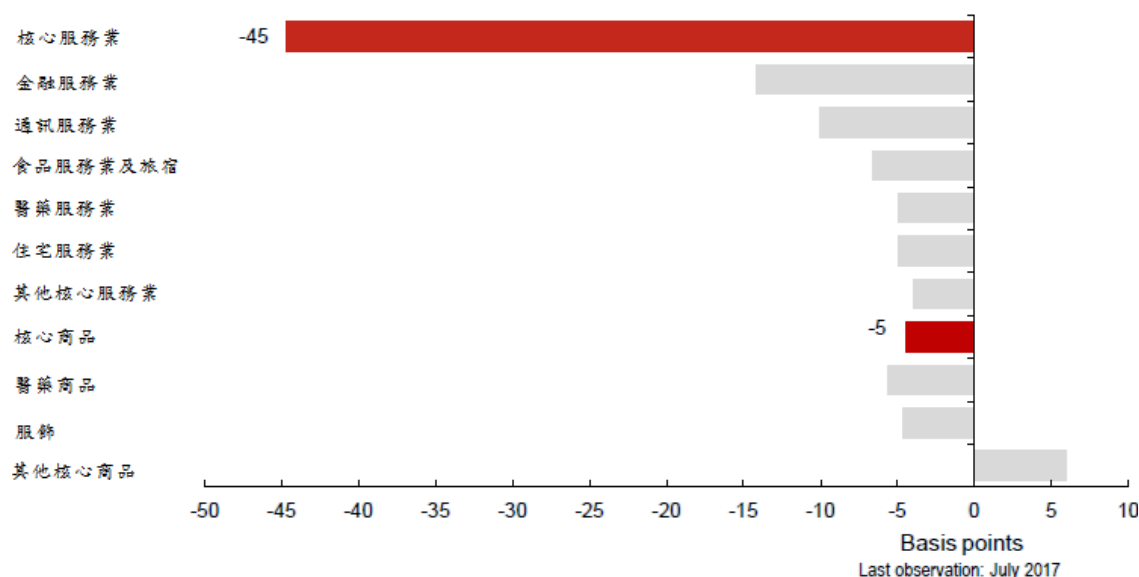


資料來源：BoC

³ 美國核心 PCE 通膨年增率，2017年1月為1.89%，2017年7月為1.41%

BoC 認為，美國近期核心 PCE 通膨下滑，金融服務、通訊及藥品價格等特殊因素變動的影響即占了三分之二(圖 13)，惟此類因素的影響應僅為暫時性。未來隨美國勞動市場漸趨緊俏，且特殊因素的影響逐漸消散，美國通膨將逐漸回升。

圖 13 上年 1 月~7 月，各組成類別對核心 PCE 通膨下滑的影響



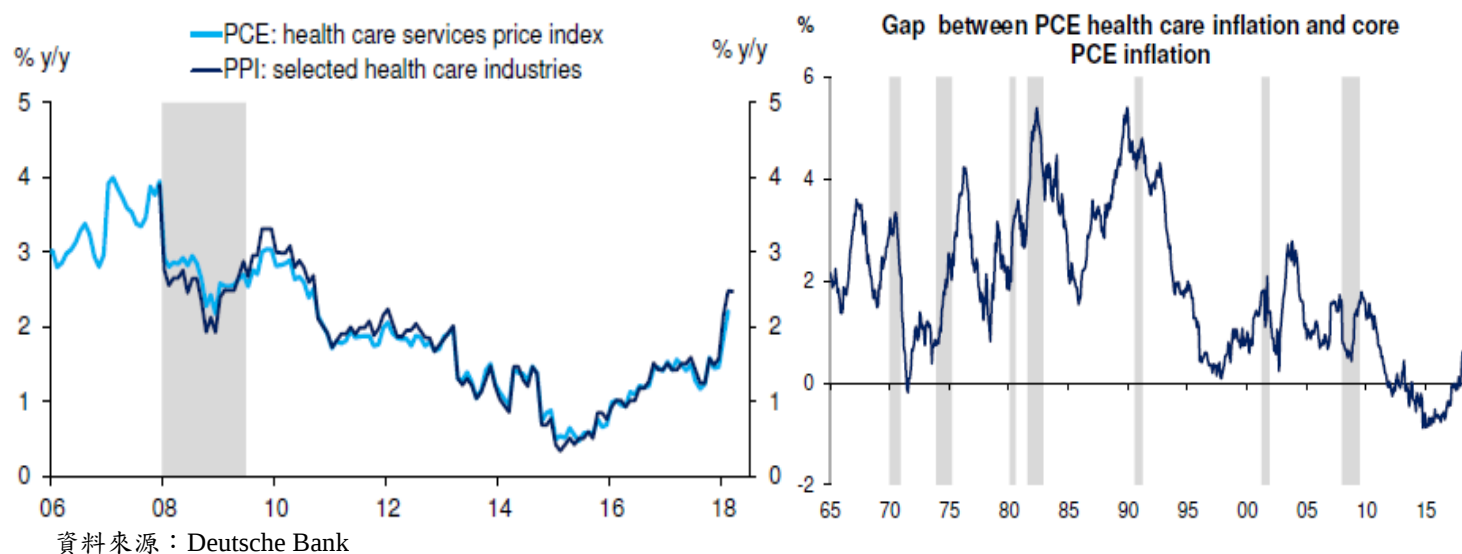
資料來源：BoC

伍、美國通膨動態展望

一、本年初美國通膨快速回升，或是因暫時性因素消退所致

因 Fed 重要官員持續認為上年美國通膨不如預期主要係暫時性因素(如電信費率與健保費率調整等)所致，故本年市場多以暫時性因素消退後的通膨動態為觀察重點。以其中健保費率調整為例，醫療保健服務即占核心 PCE 通膨約 19% 的比率，而本年初醫療保健通膨呈現高於整體核心 PCE 快速上揚的趨勢(圖 14)，更有利於推動通膨進一步上揚。

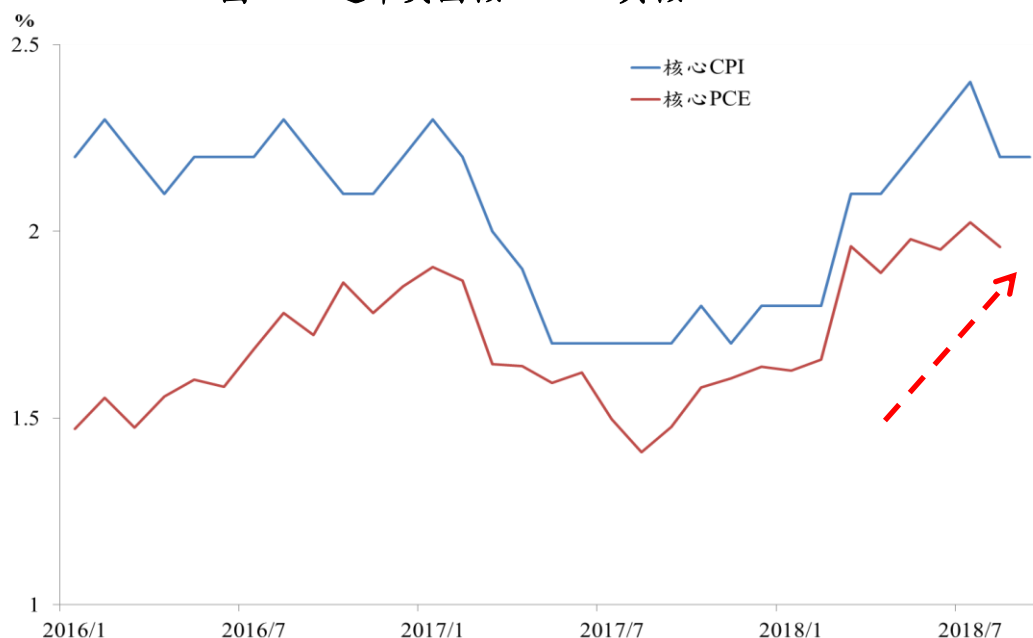
圖 14 本年初美國醫療保健通膨快速上揚，且高於整體核心 PCE



資料來源：Deutsche Bank

觀察美國核心 CPI 與核心 PCE 年增率，可發現其於本年 3 月後快速回升至 Fed 政策目標的 2% 上下，即可能是受惠於前述暫時性因素消退的影響(圖 15)，Fed 主要官員對美國通膨的觀點，或屬正確。

圖 15 近年美國核心 CPI 與核心 PCE



資料來源：Bloomberg

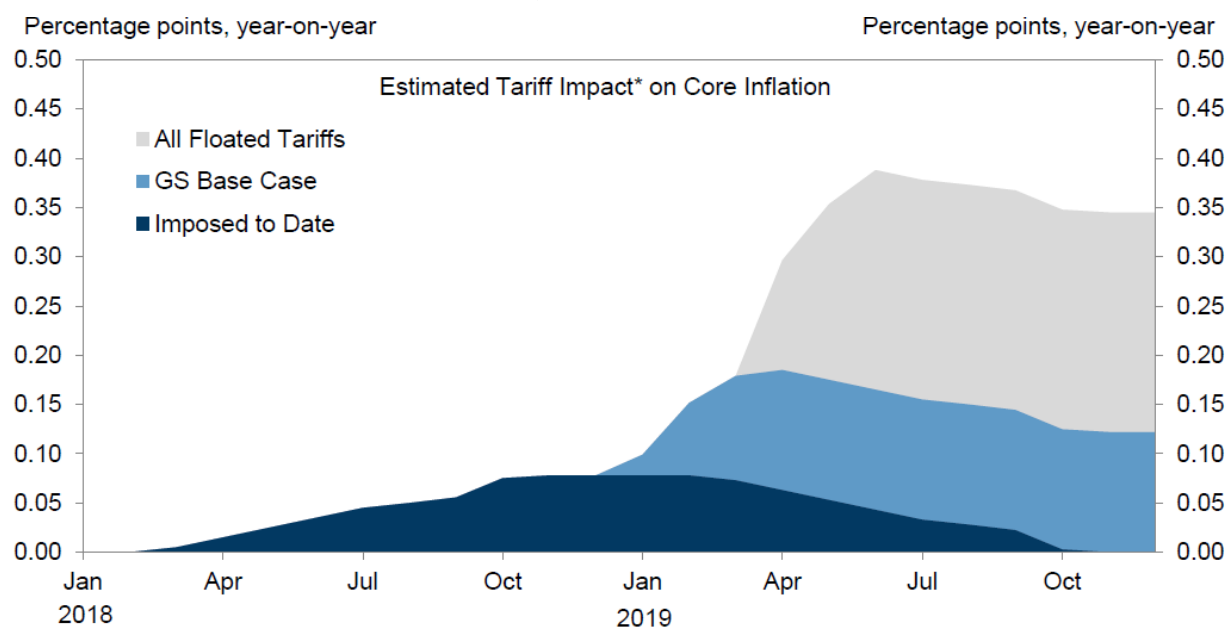
二、明(2019)年美國通膨或可能進一步上揚

除前述醫療保健等暫時性因素消退外，最近數月美國勞動市場持續緊俏，薪資成長逐漸升溫，與油價上揚，或美中貿易摩擦加劇，雙方互加關稅等多項因素，均有可能使美國通膨進一步上揚。

(一)提高關稅可能使明年美國通膨提高 0.1~0.2 個百分點

提高關稅將使國內進口商的成本增加(如支付更多關稅或尋找較昂貴的替代品等)，而增加的成本通常會有一部分或全部將被轉嫁到終端消費者身上，如此將使通膨進一步上揚。根據高盛研究估計，目前美國對中國進口商品加徵高額關稅的政策，已使核心通膨增加約 7 個基點(0.07 個百分點)，明年如果真依川普總統宣稱，再進一步對中國商品加徵關稅，則有可能在明年夏天前使核心 CPI 提高 0.15 個百分點，並使整體 CPI 增加 0.125 個百分點(圖 16)。

圖 16 美國關稅政策對今明兩年核心通膨的影響



資料來源：Goldman Sachs

(二)油價上揚可能使明年美國通膨提高 0.2~0.3 個百分點

儘管近期布蘭特原油期貨價格自本年高點每桶 86.29 美元滑落至 70 美元以下(圖 17)，惟 OPEC 等產油國已宣稱將控制供給量以維持供需平衡，且美國能

源資訊管理局(Energy Information Administration, EIA)亦指出，明年布蘭特原油平均油價或達到每桶 72 美元。高盛研究表示，明年油價如持續處於相對高點，或可能使美國整體 CPI 增加 0.2~0.3 個百分點，惟對核心 CPI 影響輕微。

圖 17 本年以來布蘭特原油走勢



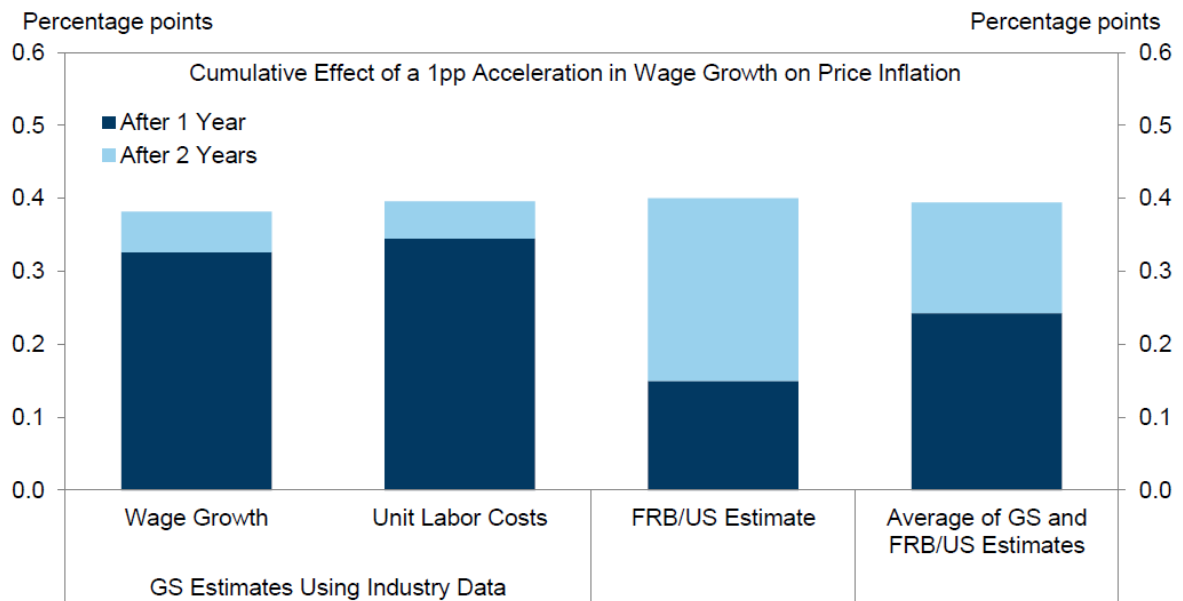
資料來源：Bloomberg

(三)薪資持續成長可能使明年美國通膨提高 0.15 個百分點

因勞動市場持續緊俏，本年 10 月美國平均時薪年增率達到本次循環新高的 3.1%，係自 2008 年後首次突破 3%，顯示薪資成長已逐步增溫。儘管近年部分報告指出，美國的薪資飛利浦曲線斜率變得相當平坦，即薪資成長難以帶動通膨進一步上揚，惟高盛研究發現，每 1 個百分點的薪資成長應可帶動美國當年及次年通膨各增加 0.25 與 0.15 個百分點(圖 18)。

高盛預期明年美國薪資將持續成長，年增率或達 3.25~3.5%的水準；而今、明兩年的薪資成長，合計將使明年通膨額外增加 0.15 個百分點。

圖 18 美國薪資成長對通膨的影響



資料來源：Goldman Sachs

(四)Fed 與主要研究機構多認為明年美國通膨將持續升溫

由於美國經濟持續擴張勞動市場持續緊縮，且持續實施大幅寬鬆財政政策，加上美國與外國貿易摩擦等多種內外因素影響，目前 Fed 與主要研究機構多預估明年通膨應會高於 Fed 政策目標的 2%。以本年 9 月 FOMC 會後公布的經濟估測(SEP)為例，對美國核心 PCE 年增率的預測值即為 2.1%，高於本年 9 月的 1.97%；另 IMF 預估美國明年平均 CPI 年增率為 2.44%，則與本年 10 月之 2.5% 相若。

參考文獻

1. Jan Hatzius et. al (2017), “The Amazon Effect in Perspective,” Goldman Sachs Economics Research, September 30.
2. Weidner, Justin, Matthew Luzzetti and Sourav Dasgupta (2018), “‘Amazonization’ of Inflation Overstated, for Now,” Deutsche Bank Research, March 8.
3. Charbonneau, Karyne et. al (2017), “ Digitalization and Inflation: A Review of the Literature,” Bank of Canada Staff Analytical Note 2017-20, November.
4. Luzzetti, Matthew, Justin Weidner (2017), “Inflation Does Not Die of Old Age: What Demographics Mean for US Inflation,” Deutsche Bank Research, October 11.
5. Jan Hatzius et. al (2018), “Will Wage Growth Boost Inflation?,” Goldman Sachs Economics Research, November 7.
6. ECB, (2017), “Domestic and Global Drivers of Inflation in the Euro Area,” ECB Economic Bulletin, June 22.
7. Jan Hatzius et. al (2018), “TIPS, Tariffs, and the Inflation Outlook,” Goldman Sachs Economics Research, October 10.
8. Luzzetti, Matthew et. al (2018), “A checkup on health care inflation,” Deutsche Bank Research, April 10.