

三、從「物價穩定」及「充分就業」政策目標觀察 Fed 貨幣政策展望

「物價穩定」係全球大多數央行的法定職責之一；另部分國家通常會基於經濟環境之巨大變動¹來增修央行法定職責，如美國 1970 年代因遭遇**高通膨**及**高失業**的**停滯性通膨(stagflation)**現象，美國國會於 1977 年將「充分就業」納入 Fed 法定職責，自此 Fed 實行貨幣政策須同時考量「物價穩定」及「充分就業」之**雙重法定目標(dual mandate)**²。

上(2020)年初因**COVID-19 疫情**爆發，拖累美國經濟陷入衰退，**失業人口增加逾 2,200 萬人**，Fed 因而緊急降息並推出大規模量化寬鬆政策，以穩定美國經濟及勞動市場。上年 8 月 Fed 並修改貨幣政策架構，採用**平均通膨目標(AIT)**，揭櫫貨幣政策目標為**縮減就業缺口**，並允許通膨可於一段時間內適度超過 2%，以達到中期平均通膨 2%的目標。本(2021)年 11 月初隨美國通膨上升與就業取得實質進展，Fed 宣布啟動**縮減購債**，惟主席 Jerome Powell 強調目前距「充分就業」仍有一段距離，尚非升息適當時機，並表示當時通膨水準尚未達到平均通膨目標。

鑑於近期美國經濟同時受到**耐久財消費需求上升**，以及運輸相關行業**勞動力短缺及塞港**等**供應鏈瓶頸問題**，致通膨持續上揚，美國財政部長 Yellen 近期並表示³，Omicron 變種病毒可能延長供應鏈問題及**高通膨**期間，**不宜**再將通膨描述為**暫時性**；而 Fed 主席 Powell 亦曾於 11 月 30 日國會聽證表示，當前**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⁴，且在**勞動市場要回復至疫情前的狀態**，**需要物價保持穩定**，Fed 將**考慮加速縮減購債**。前述言論顯示，Fed 認為通膨風險的不確定性升高，故**從原先較為關注勞動市場情勢發展**，**轉為著眼於物價穩定**。

本文首先扼要說明**美國勞動市場**現況，包括**勞動力結構**、疫情導致之**勞動力參與率疲弱**等問題，其次分析美國通膨現況及**近期在供應鏈瓶頸下面對消費需求攀升之供需失衡問題**，並進一步檢視美國當前通膨風險及未來展望，最後說明 Fed 貨幣政策相關時程之可能調整，俾供各界參考。

¹ 如美國及澳洲央行實行「物價穩定」及「充分就業」雙重職責，紐西蘭央行亦於 2019 年由「物價穩定」之單一目標轉變為如美、澳央行之雙重目標。

² 美國國會於 1977 年修訂聯邦準備法(Federal Reserve Act)，明確訂定聯邦理事會及聯邦公開市場委員會的法定職責為追求「充分就業」及「物價穩定」之雙重目標(參見中央銀行(2020)，「本行的貨幣政策最終目標為何？」，貨幣政策簡介，3 月 18 日)。

³ Rappeport, Alan and Madeleine Ngo (2021), “Janet Yellen Says It’s Time to Stop Calling Inflation ‘Transitory’,” *The New York Times*, Dec.2.

⁴ Powell 主席指出，每個人對於暫時性的定義不盡相同，部分人士將其解讀為短暫的意思，惟我們通常是指，**不會演變成長期較高通膨而留下長遠的影響**(參見 Fed (2021), “Transcript of Chair Powell’s Press Conference,” Nov.3；Timiraos, Nick et al. (2021), “Powell Lays Groundwork for Faster End to Stimulus as Inflation Outlook Worsens,” *The Wall Street Journal*, Nov.30)。

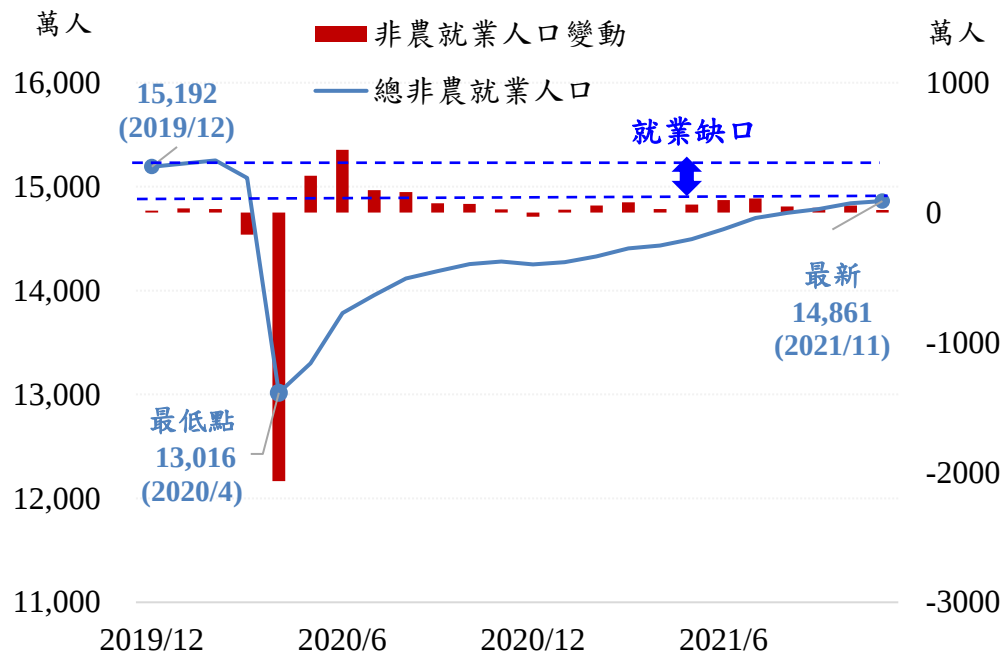
(一) 美國勞動市場尚未達充分就業，失業率及勞動力參與率仍未回到疫情前水準

1. 美國勞動市場離「充分就業」仍有一段距離，與疫情前相比，就業缺口約有 330 萬至 356 萬人

(1) 機構調查(Establishment Survey)：調查對象不含農業就業人口

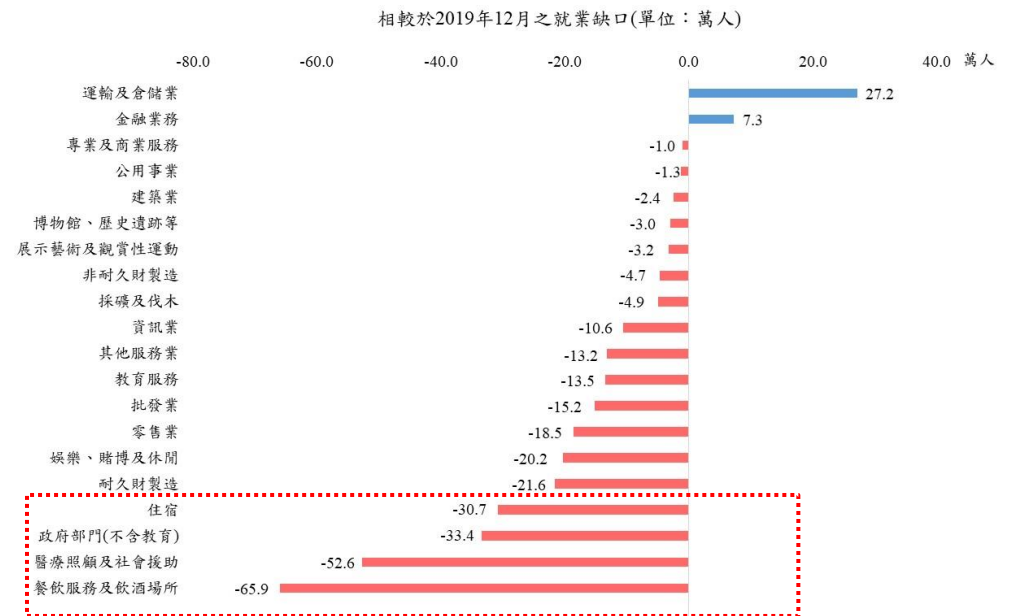
- 美國總非農就業人口：自 COVID-19 疫情爆發前(2019 年 12 月)的 **15,192 萬人**，大幅降至上年 4 月 13,016 萬人，後於 **本年 11 月回升至 14,861 萬人**，惟**當前**就業相較充分就業之**缺口**(shortfall)可能仍有 **330 萬人**(圖 1)。
- 依產業別：與 2019 年 12 月非農就業水準相比，主要缺口來自於**高接觸服務業**，如**餐飲服務**、**醫療照顧**及**住宿**等產業之**就業缺口**分別為 **65.9 萬人**、**52.6 萬人**及 **30.7 萬人**，合計約 **149 萬人**(圖 2)。

圖 1 美國總非農就業人口及每月變動數



資料來源：BLS、Bloomberg

圖 2 依產業別之非農業就業缺口

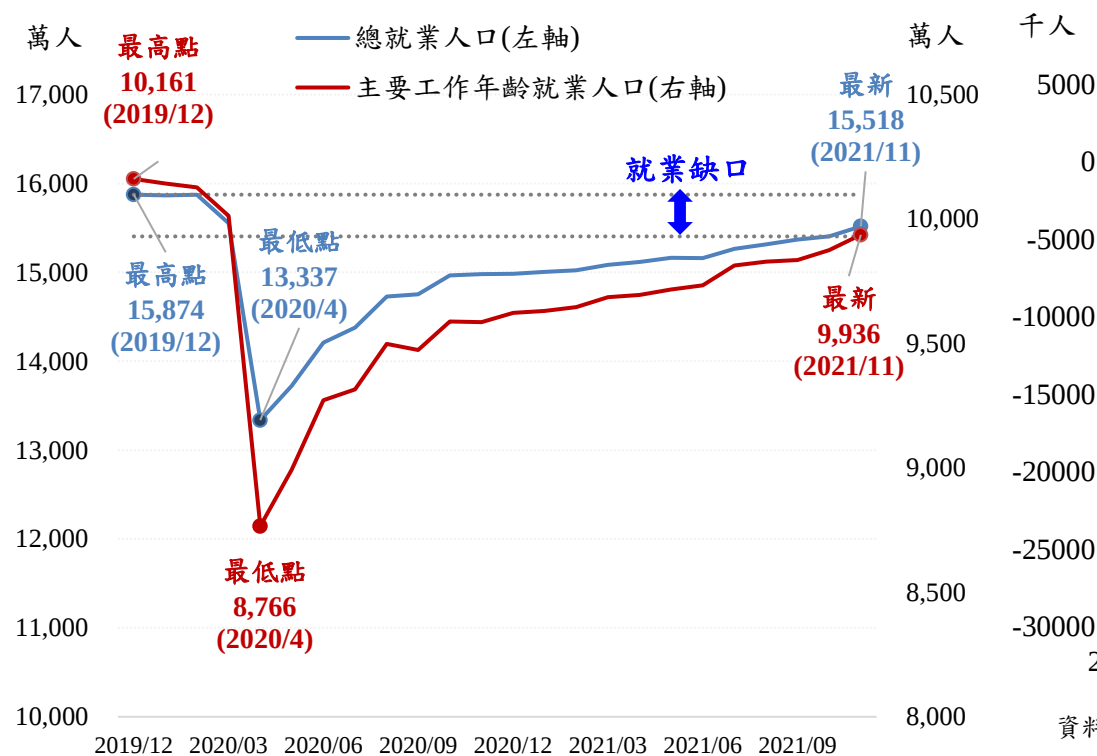


資料來源：BLS、Bloomberg

(2) 家計部門調查(Household Survey)：調查對象包含農業就業人口

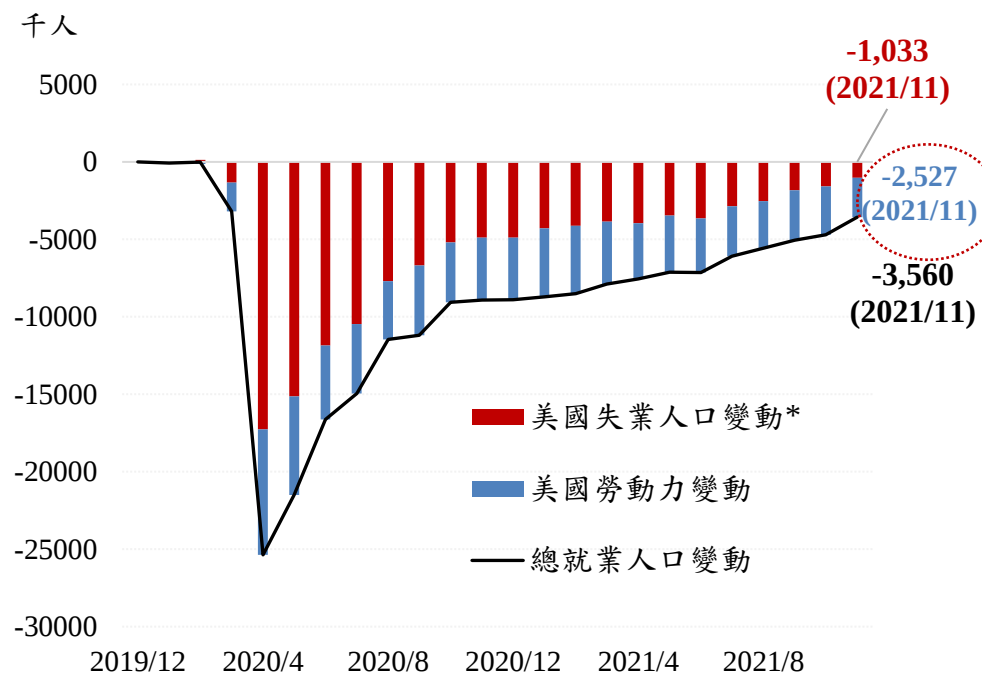
- **總就業人口**：自疫情前 15,874 萬人，降至本年 11 月 15,518 萬人，充分就業缺口約 **356 萬** 人(其中約 63%係主要工作年齡就業缺口)(圖 3)。主要**反映 253 萬民眾退出勞動力**，另**失業人口約增加 103 萬**(圖 4)。
- **主要工作年齡(25-54 歲)就業人口**：本年 11 月為 9,936 萬人，較疫情前之就業缺口約 **225 萬人**(圖 3)。

圖 3 美國總就業人口及主要工作年齡就業人口



資料來源：BLS、Bloomberg

圖 4 美國總就業人口、勞動力及失業人口變動*



資料來源：BLS、Bloomberg

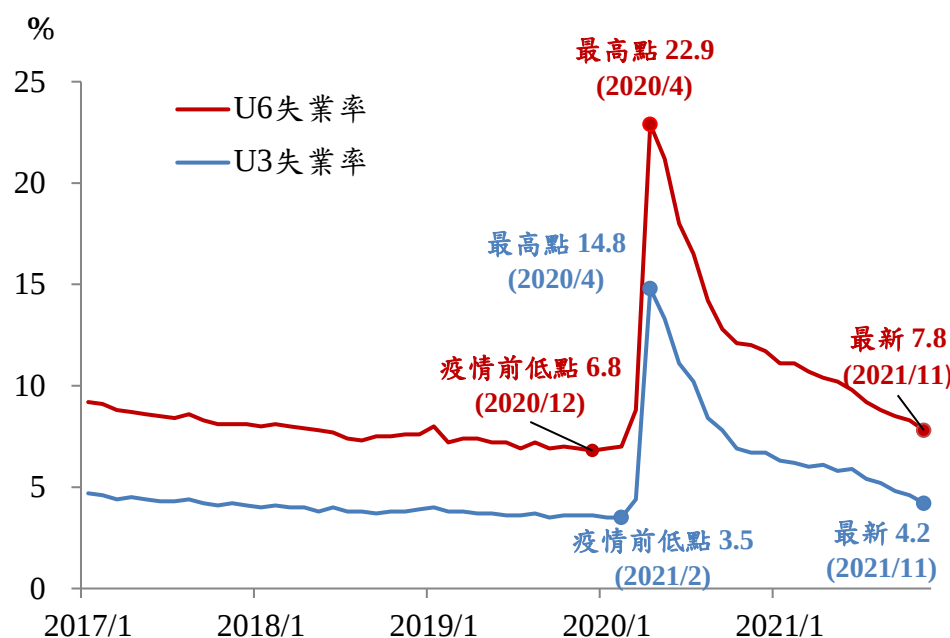
註：比較基準以 2019 年 12 月為基礎

*此處失業人口變動負值表示，該月失業人口較 2019 年 12 月之累計增加數

2. 失業率尚未回到疫前充分就業水準；研究指出，美國勞動力參與率多在失業率下降後才緩步回升

- (1) 美國本年 11 月 U3 失業率及 U6 失業率分別降至 4.2% 及 7.8%⁵(圖 5)，與疫情前相比，**整體就業人口比率上升至 59.2%，仍低於疫情前 61.1% 約 1.9 個百分點**(圖 6)。
- (2) **勞動力參與率**通常在經濟復甦後期才會回升，且其會在失業率下降後才緩步回升⁶；惟本次**疫情**造成對染疫之擔憂及照護需求等**干擾因素**，可能影響**勞動力參與率**的**回升速度及幅度**與**充分就業**之水準。

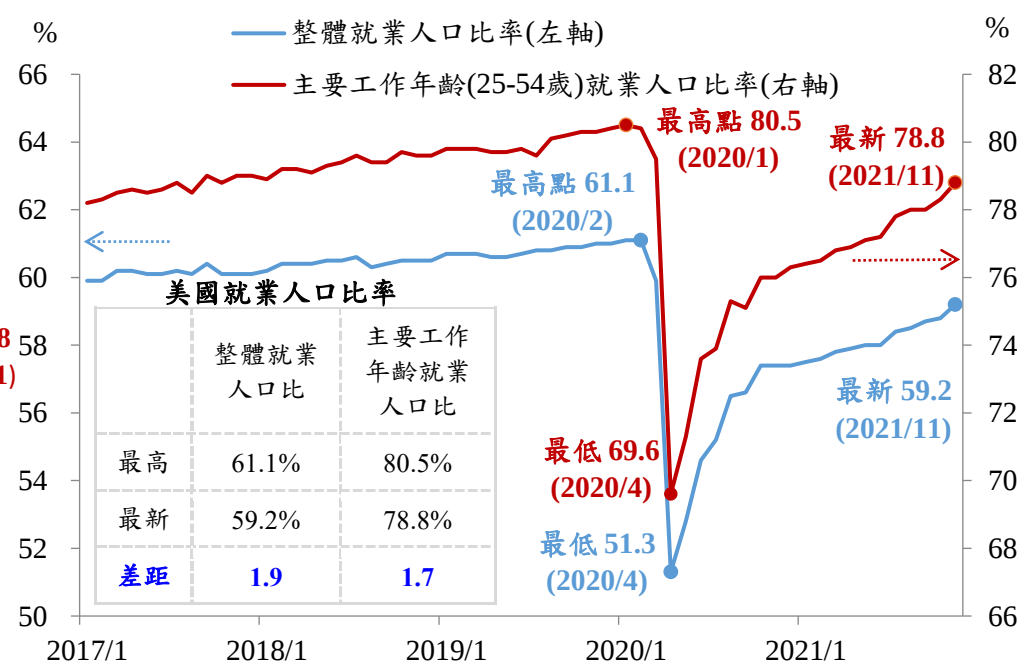
圖 5 U3 及 U6 失業率



資料來源：BLS、Bloomberg

註：本年 9 月經濟估測(SEP)顯示，失業率於 2021 年、2022 年、2023 年、2024 年及較長期中位數分別為 4.8%、3.8%、3.5%、3.5%及 4.0%。

圖 6 美國整體及主要年齡之就業人口比率



資料來源：BLS、Bloomberg

⁵ U3 失業率被稱為狹義失業率，其公式=當月失業人數/總勞動力；U6 失業率則稱為廣義失業率，其公式=(當月失業人數+非自願兼職人數+4 周前至 12 個月期間曾找工作人數)/(總勞動力+4 周前至 12 個月期間曾找工作人數)。

⁶ Cajner, Tomaz et al. (2021), "The Long-Lived Cyclicalities of the Labor Force Participation Rate," *Federal Reserve FEDS*, Jul.6.; Bart Hobijn and Aysegül Sahin (2021), "Maximum Employment and the Participation Cycle," Sep.4.; Bengali, Leila et al. (2013), "Will Labor Force Participation Bounce Back?" *FRBSF Economic Letter*, May13.

3. 美國勞動力參與率明顯低於疫前水準，主係因對疫情的擔憂與疫情衍生的照護需求，進而影響勞動市場復甦

(1) 美國**整體勞動力參與率**大幅**下滑**至**本年 11 月之 61.8%**，較**疫情前高點 63.4%****減少 1.6 個百分點**(圖 7)。

(2) 影響**美國勞動力參與率**主要有四大因素，其**發展將左右勞動市場復甦速度**，進而**影響通膨與貨幣政策**。

- **離職潮**：疫情期間因工作型態改變、勞資合約調整及染疫憂慮，致民眾辭職靜待返回職場時機，形成高離職率的大辭職時代(the Great Designation)。
- **照護需求**：主要工作年齡勞動力參與率**較疫情前減少 1.2 個百分點**(圖 7)，主要係照護需求而退出勞動市場；該族群中**女性勞動力參與率下降較男性更為明顯**⁷(圖 8)。

圖 7 美國整體及主要工作年齡之勞動力參與率

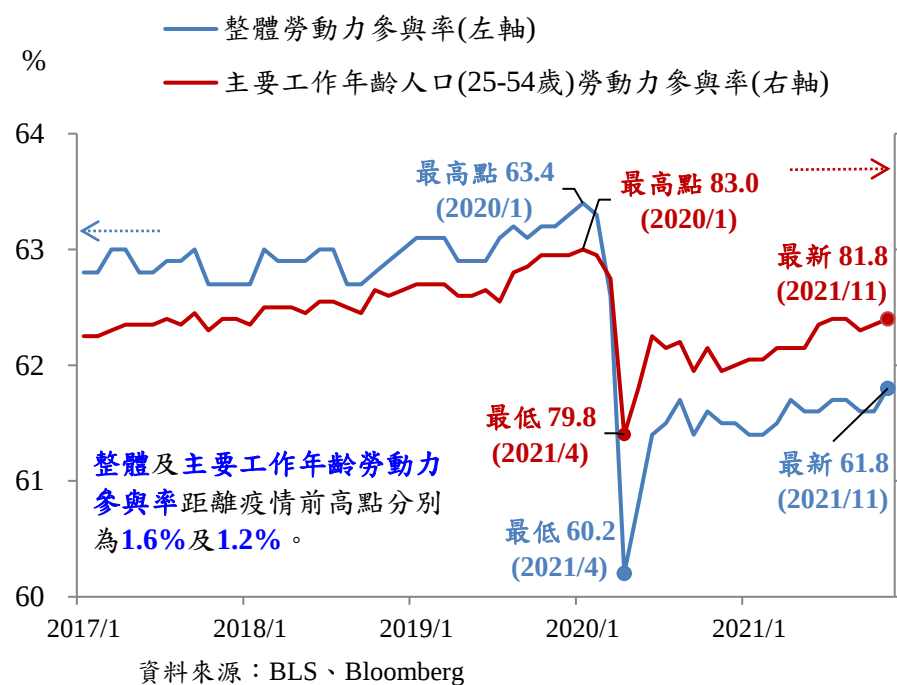
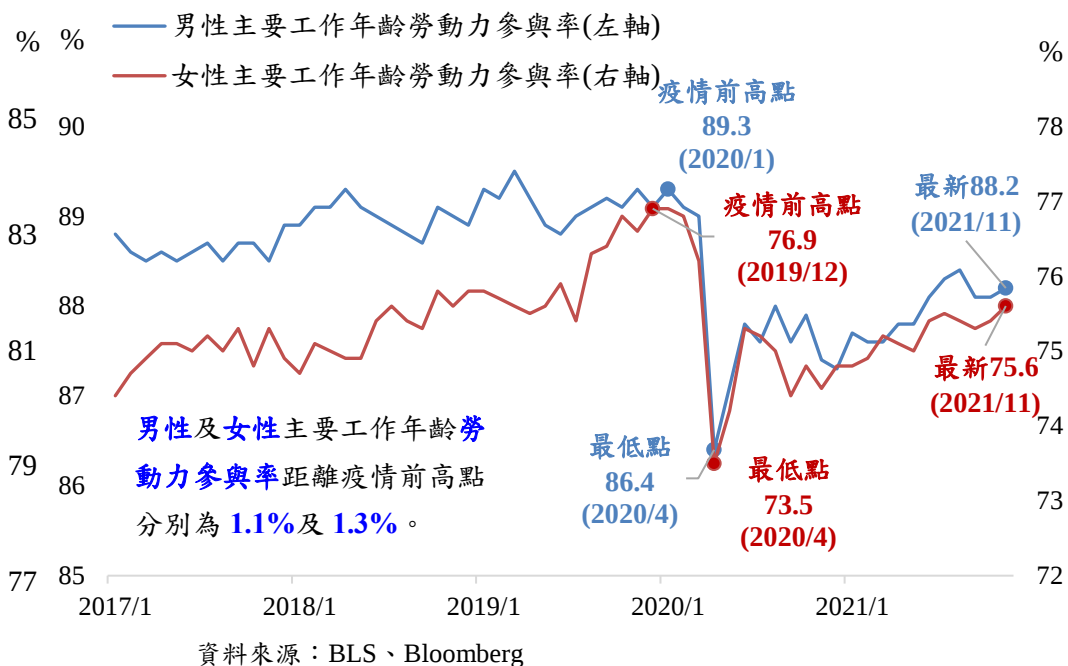


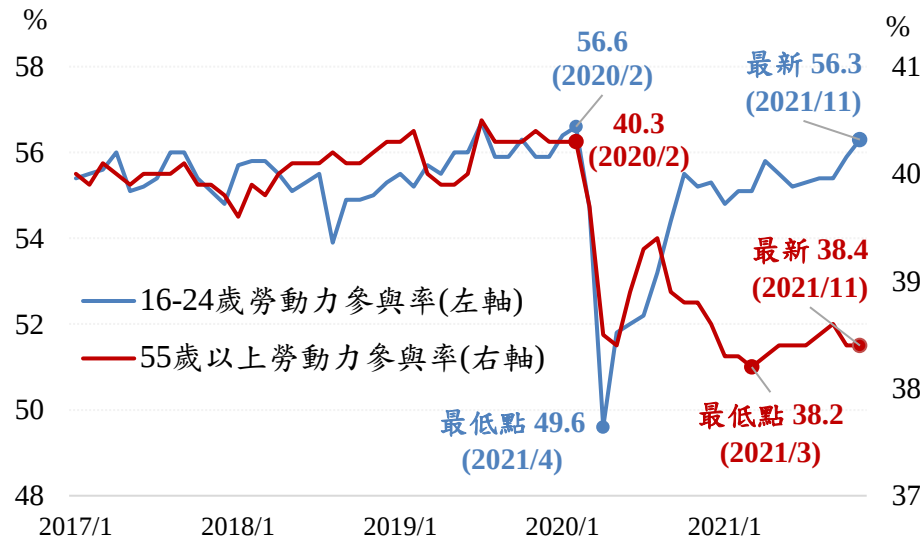
圖 8 美國男性及女性主要工作年齡之勞動力參與率



⁷ 尤其是家庭年收入低於 5 萬美元的婦女，勞動力參與率降低近 9 個百分點。

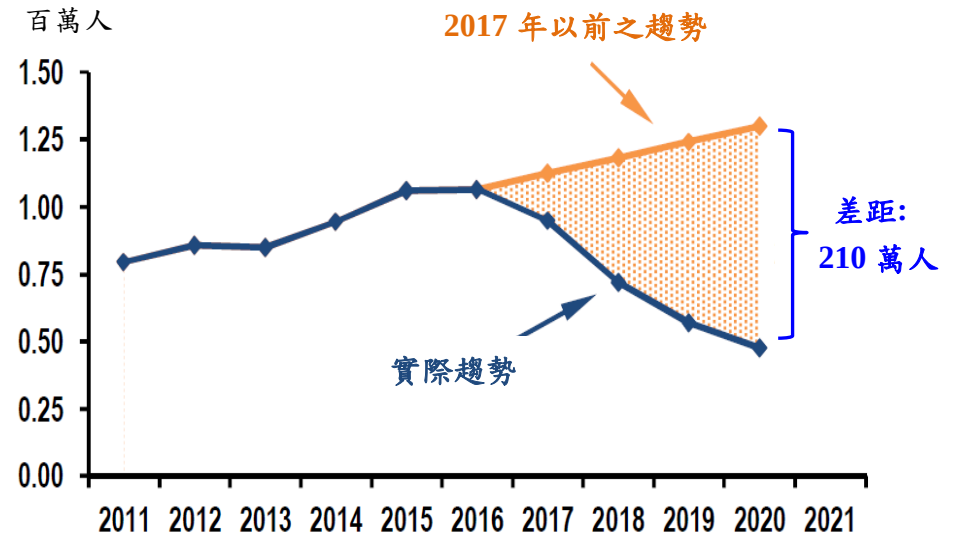
- **提前退休**：55 歲以上退休人數顯著增加，自上年 2 月至本年中，**退休人口比率增加 1.3 個百分點**；根據 Kansas City Fed 研究⁸顯示，渠等因擔憂染疫死亡風險，致**返回勞動市場人數大幅減少**(圖 9)。
- **移民勞工大量減少**：美國擔憂疫情自境外移入而強化邊境管制，加以川普時代減少發放工作簽證政策，致**2020~2021 年美國工作簽證發放數量較 2018~2019 年短少約 120 萬人**⁹；另一項研究亦指出¹⁰，2020 年**新移民對美國人口成長貢獻，較 2017 年以前的趨勢減少 210 萬人**(圖 10)。

圖 9 美國 16-24 歲及 55 歲以上之勞動力參與率



資料來源：BLS、Bloomberg

圖 10 新移民對美國人口成長貢獻



資料來源：J.P Morgan

⁸ Nie, Jun et al. (2021), "What Has Driven the Recent Increase in Retirements?" *Kansas City Fed Economic Bulletin*, Aug.11.

⁹ Bier, David J. (2021), "U.S. Issued 1.2 Million Fewer Visas to Work-Eligible Foreigners Since March 2020," *Cato Institute*, Oct.14.

¹⁰ Feroli, Michael et al. (2021), "The 2022 US Economic Outlook: Help Wanted," *JP Morgan Special Report*, Nov.17.

(二)近期美國通膨上揚之現況

由於**美國商品及服務供需失衡**，加以**供應鏈瓶頸**(詳見第三部分)因素干擾，使美國物價指數年增率創下數十年新高，且價格上漲之項目似愈趨廣泛。

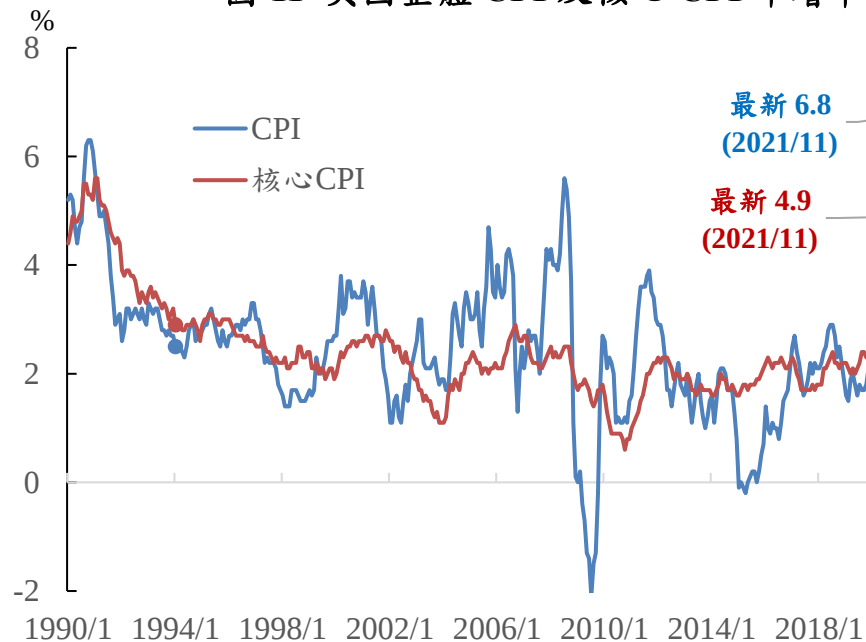
1. 近期美國 CPI(Consumer Price Index)及 PCE(Personal Consumption Expenditure Price Index)年增率創下多年來新高

(1) 本年 11 月美國整體 CPI 及核心 CPI 年增率分別為 **6.8%**及 **4.9%**(圖 11)，其中 CPI 年增率為 **1982 年中以來新高**，核心 CPI 年增率則為 **1991 年中以來新高**。

(2) 本年 10 月美國整體 PCE 及核心 PCE 年增率分別為 **5.0%**及 **4.1%**(圖 12)，兩者均為 **1991 年初以來新高**。

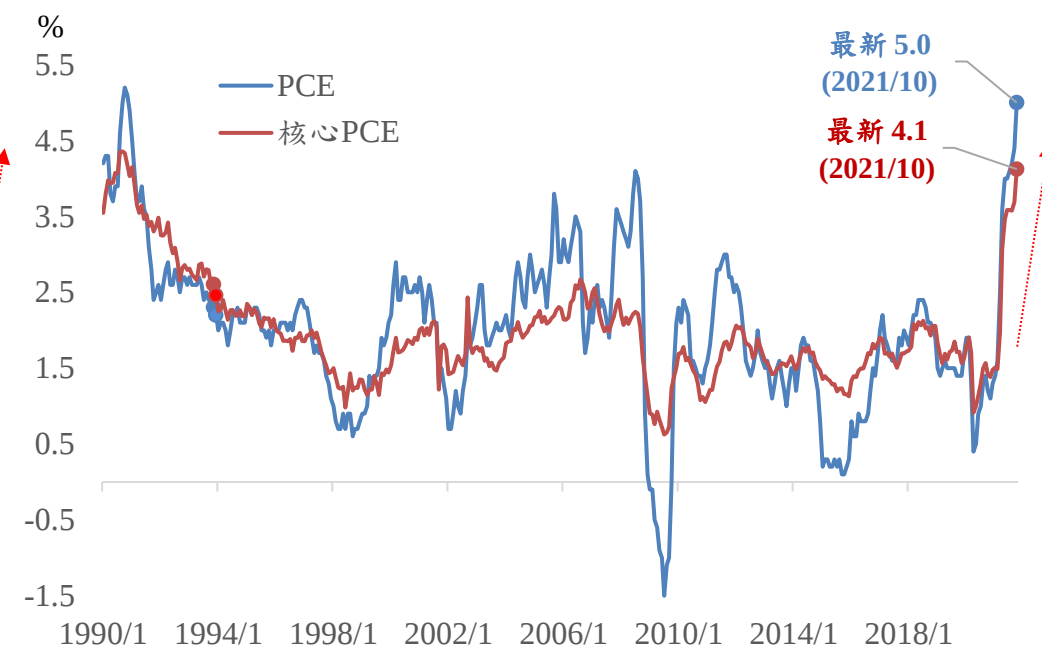
(有關 **CPI 指數**及 **PCE 指數**主要差異，詳見附錄說明)

圖 11 美國整體 CPI 及核心 CPI 年增率



資料來源：BLS、Bloomberg

圖 12 美國整體 PCE 及核心 PCE 年增率



資料來源：BLS、Bloomberg

2. 美國通膨上揚主要源自受供應鏈瓶頸影響較大的項目，如能源、汽車及運輸服務等

(1) 本年 1~10 月三者合計貢獻 CPI 成長率達 2.21 個百分點(占整體 CPI 通膨 52%，表 1)；貢獻核心 CPI 成長率 1.02 個百分點(占核心 CPI 通膨 31.5%，表 1)。

(2) 本年 1~10 月三者合計貢獻 PCE 物價成長率達 1.22 個百分點(占整體 PCE 通膨 35%，表 2)，貢獻核心 PCE 物價成長率 0.56 個百分點(占核心 PCE 通膨 18.6%，表 2)。

表 1 2021 年 1~10 月美國 CPI 主要項目之拆解

單位：%

主要項目	權重*	年增率	貢獻度
CPI所有項目	100.00	4.25	
食物	14.05	3.49	0.49
能源	6.17	19.37	1.19
核心CPI (所有項目扣除能源及食物)	79.78	3.24	2.59
服飾	2.77	1.99	0.06
鞋類	0.65	3.44	0.02
新車	3.74	4.72	0.18
二手車及卡車	2.62	24.90	0.65
醫藥產品	1.61	-1.97	-0.03
房租	32.98	2.43	0.80
醫療保健服務	7.32	1.77	0.13
運輸服務	5.17	3.70	0.19

合計權
重約
17.7%

表 2 2021 年 1~10 月美國 PCE 主要項目之拆解

單位：%

主要項目	權重*	年增率	貢獻度
PCE所有項目	100.00	3.49	
食物	8.16	2.65	0.22
能源	3.47	19.00	0.66
核心PCE (所有項目扣除能源及食物)	88.37	3.01	2.66
服飾及鞋類	2.58	1.54	0.04
新車	2.09	4.87	0.10
二手車及卡車	1.20	27.86	0.33
醫藥產品	4.11	2.70	0.11
房租	16.31	2.28	0.37
醫療保健服務	16.43	2.97	0.49
交通運輸	2.59	4.84	0.13

合計權
重約
9.35%

*依照 2020 年 1~10 月各主要項目之權重計算；另部分項目貢獻加總可能因尾差或四捨五入而有出現誤差。

資料來源：BLS、Bloomberg

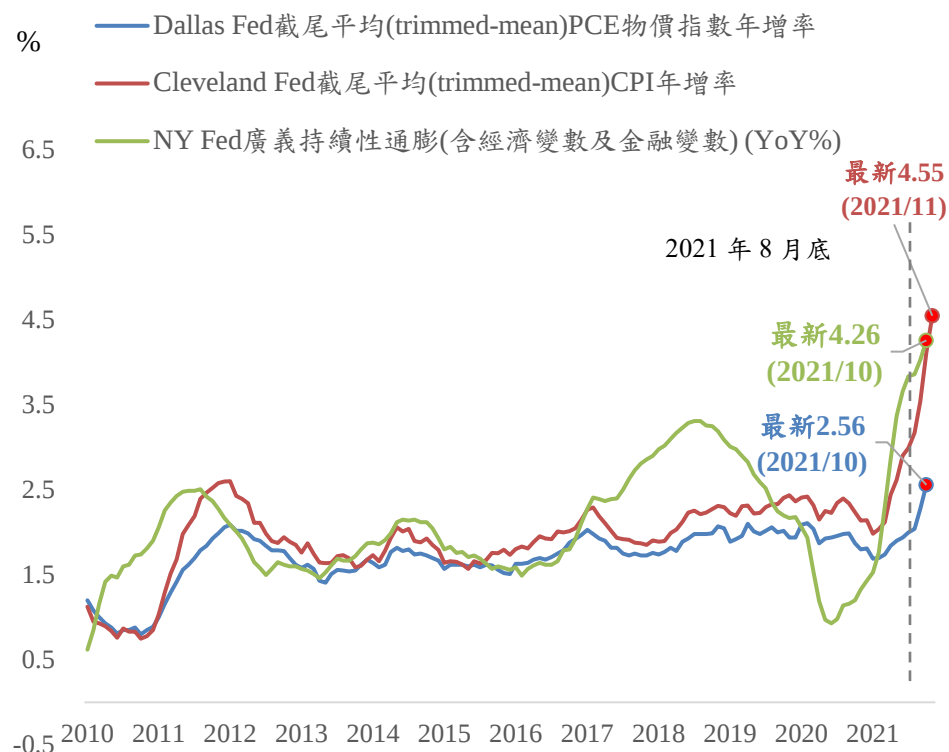
*依照 2020 年各主要項目之權重計算；另部分項目貢獻加總可能因尾差或四捨五入而有出現誤差。

資料來源：BLS、Bloomberg

3. 惟供需失衡嚴重，使物價指數中價格上漲之項目愈趨廣泛

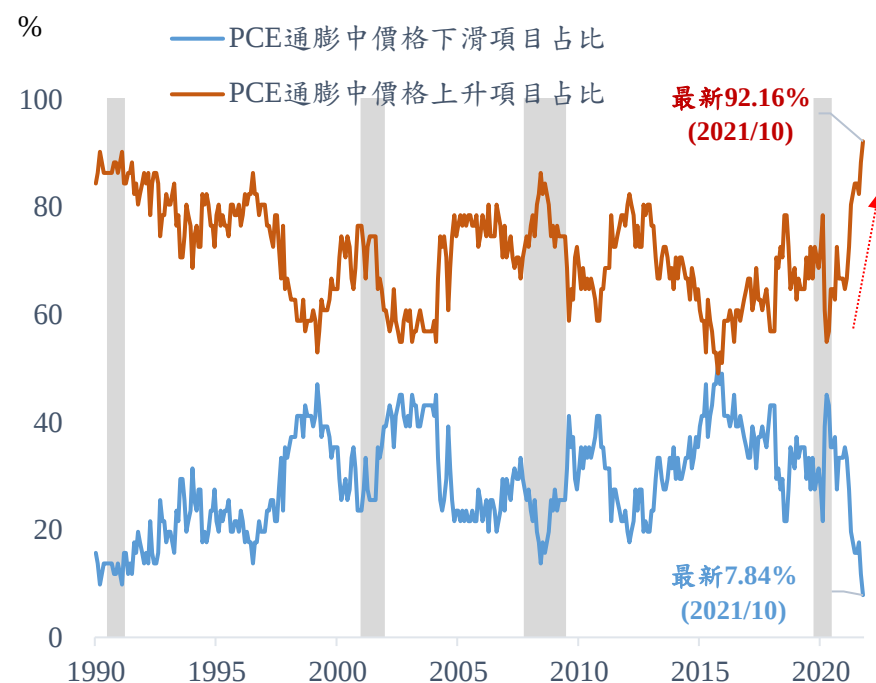
- (1) 如 **Dallas Fed** 所編製之**截尾平均(trimmed-mean)PCE 物價指數年增率**及 **Cleveland Fed** 編製之**截尾平均 CPI 物價指數年增率**等指標，均顯示美國物價上揚似有擴散跡象(圖 13)。
- (2) 如 **San Francisco Fed** 統計顯示，本年 10 月美國核心 PCE 指數組成商品中，**價格上漲項目占比**上揚至 **92.16%**，創下 1990 年以來新高(圖 14)。

圖 13 地區聯邦準備銀行之通膨指標全面上揚



資料來源：Fed、Bloomberg

圖 14 PCE 通膨中價格上升項目占比大幅上升



資料來源：San Francisco Fed

(三)美國通膨升溫源自當前供需失衡情形嚴重，且供應鏈瓶頸需較長時間解決

美國經濟因疫情趨緩而**快速復甦**，對商品需求大幅增加，但卻面臨**生產配銷受阻之供應鏈瓶頸**，致近期美國消費者物價快速上揚。另美國財長 **Yellen** 近期亦表示¹¹，Omicron 變種病毒可能**延長勞動力短缺、供應鏈問題及高通膨**期間。

1. 美國政府推出**大規模紓困方案**，致家計部門**可支配收入大幅增加**，加以隨後**防疫措施鬆綁**，帶動耐久財等商品消費遽增

(1) 上年初迄今，美國政府擴大失業保險救濟，並合計發放**每人最高 3,200 美元紓困金**¹²，使美國個人可支配收入於**上年第 2 季(18.9 兆美元)及本年第 1 季(19.1 兆美元)明顯上揚**(圖 15)。

(2) 上年第二季迄今，隨美國疫情逐步趨緩，美國**耐久財消費大幅增加**，且成長率**逾 50%**，大於非耐久財消費之增幅(圖 16)。

圖 15 美國個人可支配收入

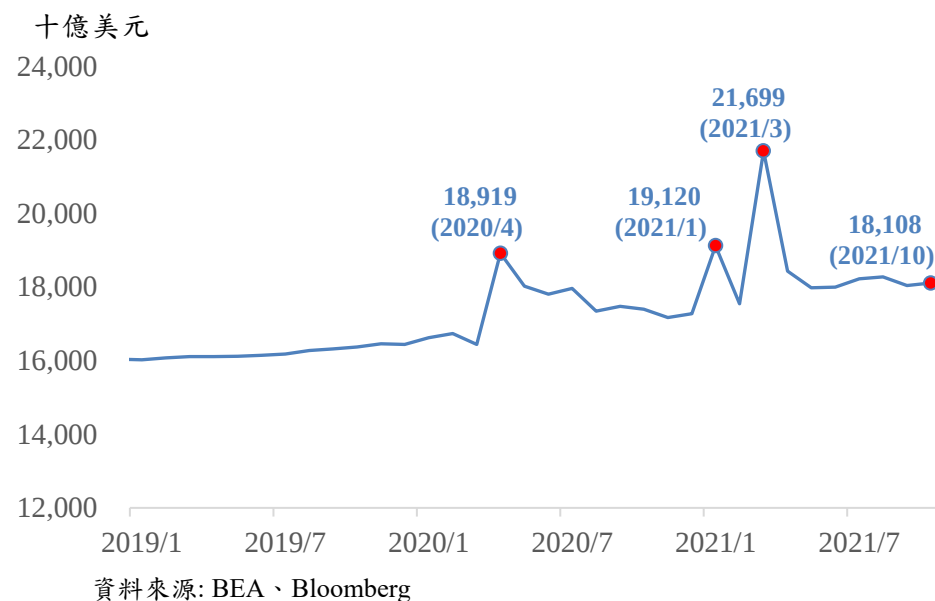
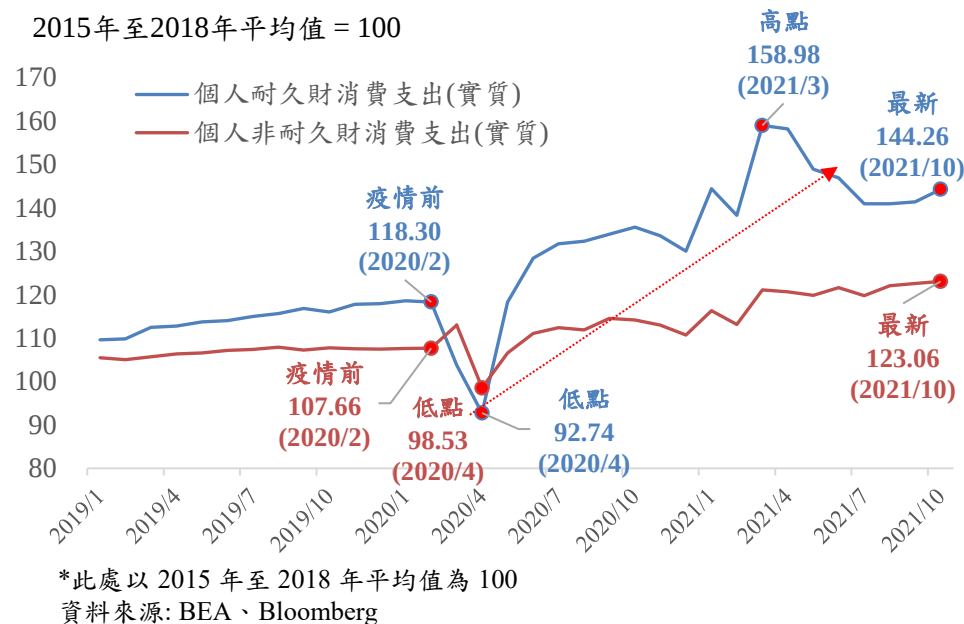


圖 16 美國耐久財及非耐久財消費



¹¹ 同註 3。

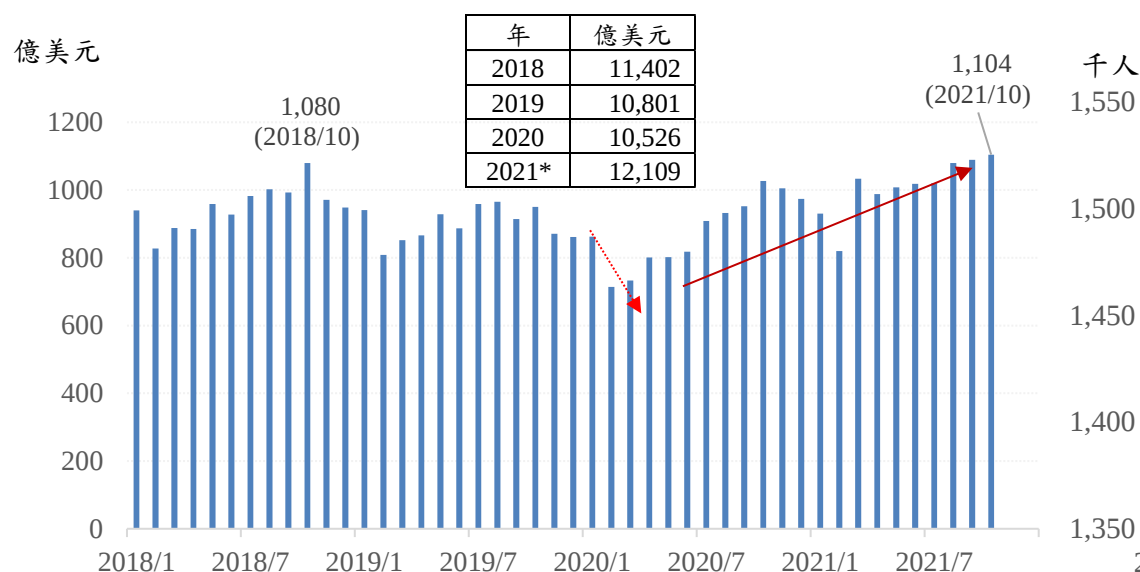
¹² 2020 年 3 月美國國會通過新冠病毒、救濟和經濟安全法案(CARES Act)發放每人最高 **1,200 美元**；2020 年 12 月美國國會通過綜合撥款法案(CAA Act)，發放每人最高 **600 美元**；2021 年 3 月美國國會通過救援計畫法案(ARP Act)，發放每人最高 **1,400 美元**，三者合計發放每人最高 3,200 美元；另前述三項法案均設有排富條款。

2. 美國自亞洲進口創新高，惟面臨運輸及配銷受阻之供應鏈瓶頸；未來塞港及運輸勞力短缺恐延長供應鏈瓶頸期間

(1) 上年因疫情爆發，致該年美國自亞洲進口商品實質總額(即經進口物價調整)下降；惟自上年第二季起，該進口額回升，近期並創下新高，顯示美國自亞洲進口需求遽增(圖 17)，且多須透過海運運輸。

(2) 同期間美國供給面遭遇勞力短缺(圖 18)、塞港等因素¹³，致美國解決供應鏈瓶頸問題，恐較其他經濟體更久。例如美國港口設備不足及卸貨工人及卡車司機短缺，均影響裝卸貨時程及效率，此亦將延後解決美國商品供需失衡時點，致高通膨現象恐持續更久。

圖 17 美國自亞洲國家商品進口總額*



*此處進口總額係採 2003 年 12 月進口物價為基期(=100)所計算出之實質進口總額；2021 年係以該年前 10 月折成年率計算(=1.01 兆美元*1.2)

資料來源：美國商務部、BLS

圖 18 美國卡車工人就業人口



資料來源：BLS

¹³ 美國港口因面臨貨櫃與港口倉儲空間不足，以及裝卸工人及卡車司機人手嚴重短缺且平均年齡較高之問題，致港口嚴重堵塞(請參見 Goodman, Jack and Micah Luxenie (2021), "Shipping Disruption: Why are So Many Queuing to Get to the US?" BBC, Aug.11；Kay, Grace (2021), "Shipping Disruption: Why are So Many Queuing to Get to the US?" Business Insider, Oct.28；Fisher, Josh (2021), "There are Lots of Drivers out There, But They're Finding Work Elsewhere," FleetOwner, Oct.19)。

3. 供應鏈瓶頸現況及對經濟通膨之衝擊¹⁴

- (1) 供應鏈瓶頸存在於每個環節，且環環相扣：隨全球經濟活動復甦，最終消費需求快速增加，帶動對原物料(如石油、煤炭、木材等)、製造業中間財(如半導體、晶片等)及物流服務(如海、陸、空運等)之需求大幅上升，而供應鏈存在瓶頸，致近期相關商品與服務供需失衡，價格波動幅度升高。
- 生產瓶頸：近幾十年來，資本密集型產業著重生產效率甚於供應韌性，其海外錯綜複雜的生產供應鏈，在疫情期間因各國相繼封城，物流網無法及時調整，以致產出擴張受限。汽車產業則因晶片短缺而被迫停產或生產期拉長，某些耐久財庫存下降等；而廠商對產品短缺的預期及預防性囤積行為又加劇了瓶頸的嚴重性。
 - 運輸瓶頸：各國防疫與解封作法不同，使勞動力供給緊俏，致全球物流服務流程受到干擾，例如亞洲至北美之海運時程拉長，停泊美國西岸港口等待卸貨的船舶數量攀升，內陸運輸卡車貨運量能嚴重不足；而貨櫃滯留在港口占用倉儲空間，又影響後續裝卸貨時程及效率。
- (2) 供應鏈瓶頸目前已對通膨產生明顯影響：
- BIS 分析¹⁵，若美國與歐元區之能源及汽車價格自 2021 年 3 月以來增幅改用歷史趨勢推估，則 CPI 年增率將分別下降 2.8 個百分點及 1.3 個百分點，隱含供應鏈瓶頸對美國通膨的影響高於歐元區。
 - 若供應鏈瓶頸持續太久，加以通膨預期未被明顯錨定，恐將出現「薪資—物價盤旋上升」¹⁶(wage-price spiral)，產生持續性的通膨壓力。
 - 越靠近價值鏈上游(價值鏈起點)的供應鏈瓶頸對總體經濟之影響越大：BIS 分析¹⁷，能源或半導體的供應鏈瓶頸，對總體經濟最終衝擊可能會是初始影響規模的 3.5~4.5 倍；全球半導體產出若減少 10%，恐使全球 GDP 減少 0.2%。

¹⁴ 本專欄主要取材自 Rees, Daniel et al. (2021), “Bottlenecks: Causes and Macroeconomic Implications,” *BIS Bulletins No.48*, Nov.11；Jordan, Alliger et al. (2021), “Inflation: Here Today, Gone Tomorrow?” Top of Mind, *Goldman Sachs Research*, Nov.17。

¹⁵ Rees, Daniel et al. (2021), “Bottlenecks: Causes and Macroeconomic Implications,” *BIS Bulletins No.48*, Nov.11。

¹⁶ 「薪資—物價盤旋上升」係指，勞工因通膨導致實質購買力下降而要求更高薪資，而因人力短缺，勞方議價能力增加，其薪資將能提高，廠商則將增加的成本再轉嫁給消費者，從而導致通膨進一步上揚。如未來通膨預期沒有明顯被控制下來，則產生薪資—物價盤旋上升的可能性將升高。

¹⁷ 同註 15。

(四) 美國通膨展望及觀察重點

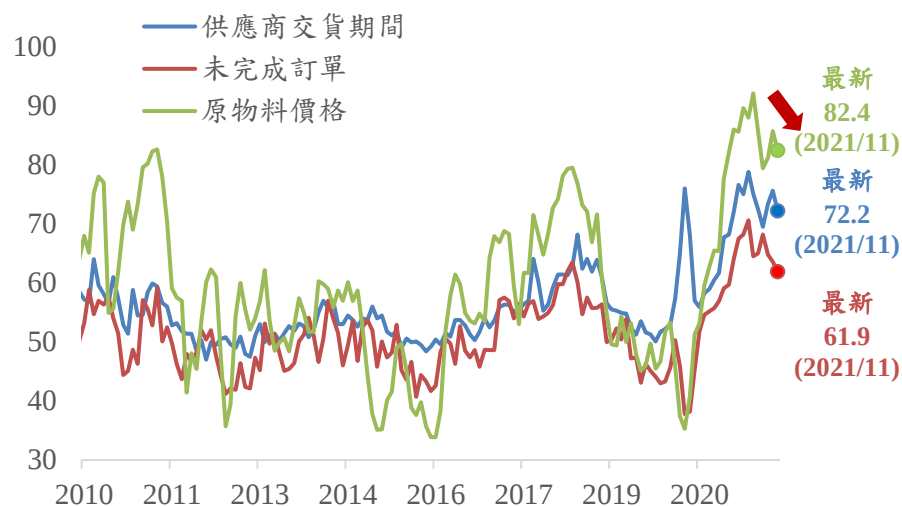
商品供需失衡是否改善為短期通膨放緩的關鍵因素；薪資成長趨勢及房租上漲壓力則為影響中長期通膨走勢之重要因素；另一旦通膨預期形成，恐易加速消費行為而產生通膨自我實現效果，亦為當前觀察重點。

1. 商品供需失衡情況：儘管目前供應鏈瓶頸仍相當嚴重，惟商品供需失衡似已不若數月前嚴重

(1) 能源價格若未再度大幅上漲，推升通膨之力道可望減弱：天然氣、燃煤及原油價格已於本年10、11月觸頂回落，美國能源資訊署(EIA)預估¹⁸，西德州中級原油(WTI)日均價將由本年每桶67.9美元略降至明年的每桶66.4美元。

(2) 供應鏈瓶頸似有所緩解：ISM製造業指數部分細項，如供應商交期、原物料價格及未完成訂單均有所趨緩(圖19)。另高盛編製的**美國供應鏈瓶頸指標**¹⁹於本年11月中上旬觸及高點後回落，顯示情況有所改善(圖20)。

圖19 美國ISM製造業指數細項



資料來源：ISM、Bloomberg

圖20 高盛追蹤美國供應鏈瓶頸指標(每週綜合指數)*



*高盛追蹤美國供應鏈瓶頸指標(每週綜合指數)考量鐵路聯運趨勢(Rail Intermodal Trends)、集裝箱停留時間(Chassis Dwell Time)及海運價格(Ocean Shipping Rates)等數據，大於300表示嚴重面臨供應鏈瓶頸。

資料來源：Goldman Sachs

¹⁸ EIA (2021), "Short-Term Energy Outlook," Dec.2.

¹⁹ 高盛預估，美國供應鏈瓶頸問題最快於明年中期才會解決(參見 Alliger, Jordan (2021), "GS Supply Chain Congestion Scale: Week 4 (Dec. 6th) - Further Weekly Relief, Scale Tracking to Dip below '10'," Goldman Sachs Research, Dec.6)。

2. 薪資成長趨勢：近月**平均時薪**月增率略**放緩**，仍需持續觀察**勞動**市場**緊俏**狀況能否**緩解**

(1) 美國**失業勞工數相對職位空缺數比**仍處歷史低位(圖 21)，面臨**缺工問題**，增加**薪資上揚壓力**。

(2) 近期因疫情相關的失業救濟金到期、消費者超額儲蓄回落及更多勞工因疫情緩解而重返職場，尤其是**薪資相對偏低**的基層勞工，致近月**平均時薪年增率增速趨緩**，**月增率則略降**(圖 22)。

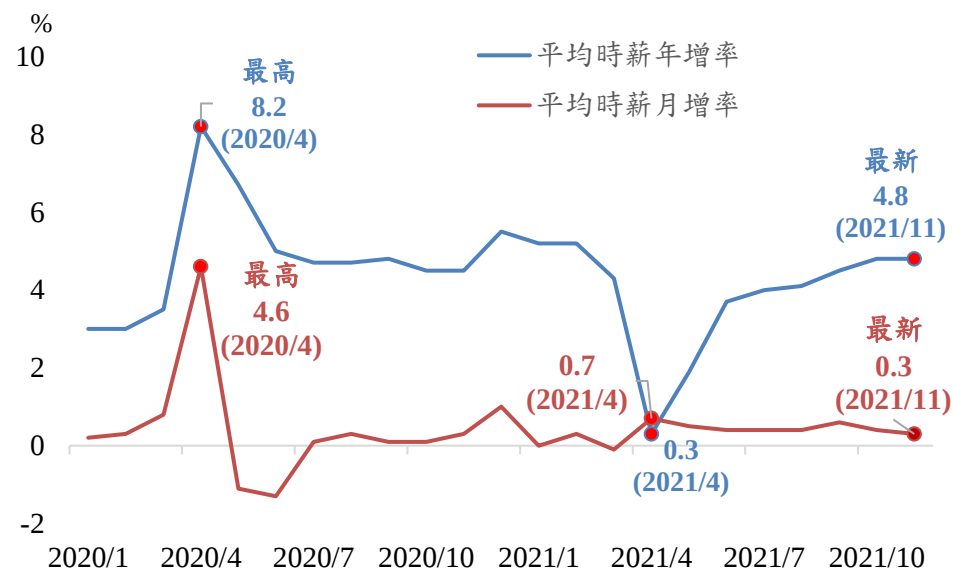
圖 21 美國失業勞工數相對職位空缺數比*



*此處係指失業勞工數除以職位空缺數比率

資料來源：BLS、Bloomberg

圖 22 美國平均時薪成長率



資料來源：BLS、Bloomberg

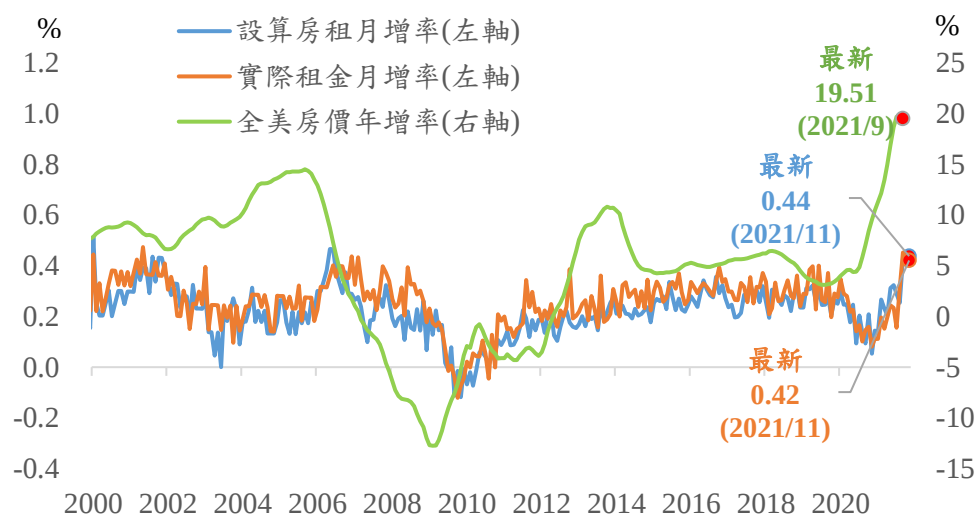
3. 房租上漲壓力：需求上升及供給限制導致美國房租上漲，市場預期 CPI 住房成本項目上漲趨勢仍將持續

(1) 疫情期間生活型態改變、人口溫和成長及低房貸利率，推升住房需求，加上供給限制因素(如缺工、缺料、缺地等)，導致美國房市處於 1970 年代以來最緊俏時刻，無論是房價漲幅及房屋租金增速均顯著上揚(圖 23 及圖 24)，自住及租屋空屋率亦均降至歷史低檔。

(2) 另勞動市場持續復甦及高房價外溢效應，亦支撐房租通膨²⁰。

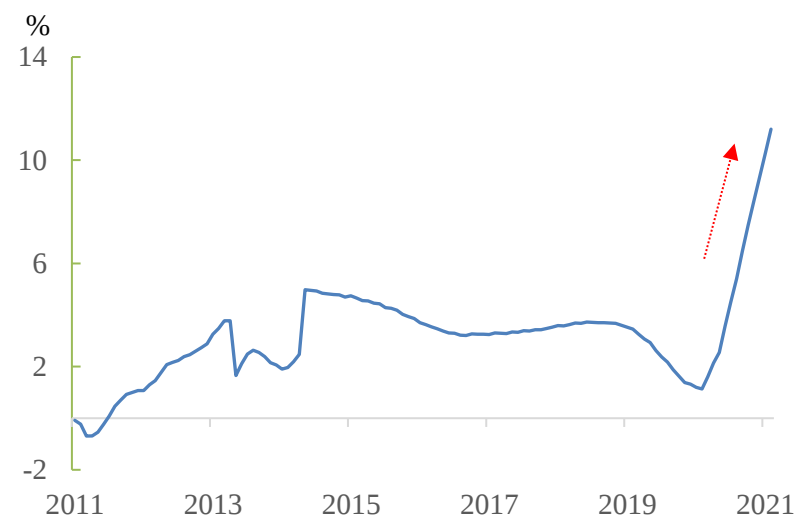
- 房租漲幅可能需耗時 1 年以上才能完全反映在 CPI 上；若此關係持續到明(2022)年夏天，住房成本類別之漲幅可能達 6%~7%，將創下 30 年最大漲幅。
- 房租項目占 CPI 比重近 1/3，儘管彭博預測美國 CPI 通膨率於明年底將大幅滑落至 2.8%，惟若住房成本加速上升，整體 CPI 漲幅極可能再增加 0.5 個百分點。

圖 23 Case-Shiller 全美房價指數及房租指標



資料來源：Bloomberg

圖 24 Zillow 房屋租金指數年增率(所有房屋)



資料來源：Bloomberg

²⁰ Wilcox, David (2021), "U.S. INSIGHT: Stealth Threat to Fed Target – Modeling Rent Surge," *Bloomberg Intelligence*, Dec.8.

4. 通膨預期趨勢：目前金融商品價格隱含通膨率雖明顯高於 Fed 之物價穩定目標，惟**通膨預期仍被錨定**

(1) **金融商品價格**隱含通膨率目前處於歷史相對高點(圖 25)。

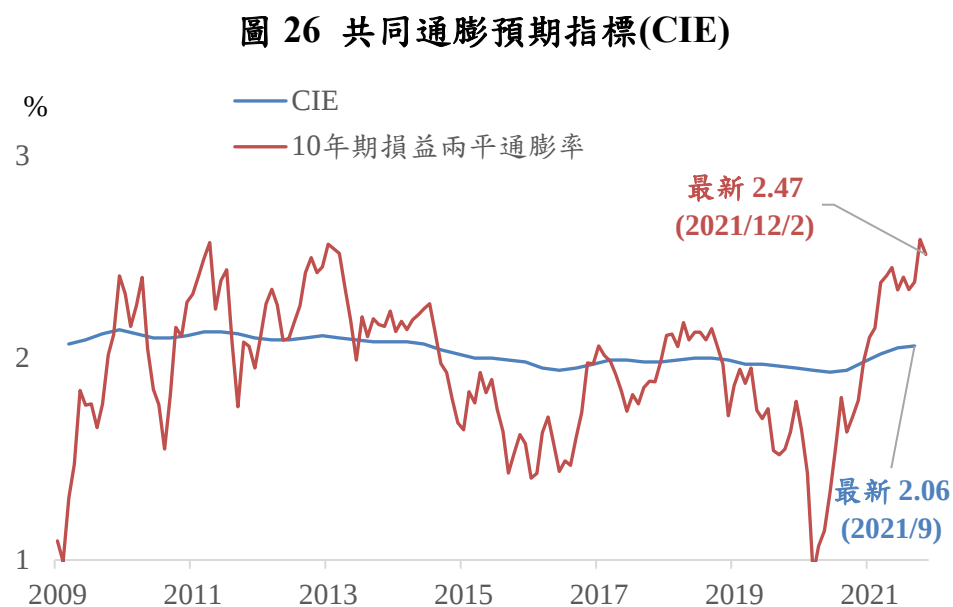
(2) Fed 編製之**共同通膨預期指標**(Index of Common Inflation Expectations, **CIE**)顯示，目前**通膨預期仍錨定**(anchored)
於長期政策目標 2%(圖 26)。

(3) 另預期長期**全球通膨趨緩(disinflation)**因素仍將**持續**，**緩和**通膨**上行**壓力

— 1990 年代以來，**全球化、技術進步及央行**致力維持**物價穩定**等因素，使許多已開發國家之通膨長期低於 2%。

近年美中貿易爭端及本次疫情的供應鏈問題，**是否改變全球通膨趨緩的趨勢**，引發諸多討論。

— 各界咸認技術進步為緩和通膨上揚之有利因素；另如依據 DHL 與紐約大學合作編製**全球連結指數**²¹觀察，目前全球貿易已回升至疫情爆發前水準，顯示貿易全球化仍持續進行。



* Fed 之 CIE 整合 22 項通膨預期指標，包含 30%以市場為基礎及 70%以調查為基礎的指標，後者可分為家計部門調查(30%)及專業人士調查(40%)。CIE 有效反映許多長期通膨預期指標的趨勢。

²¹ Altman, Steven et al. (2021), "DHL Global Connection Index 2021 Update," Dec.

(五) 高通膨風險上升，Fed 轉向以物價穩定為優先，考慮 12 月宣布加速縮減購債

1. 鑑於美國經濟復甦取得實質進展，Fed 於本年 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，本年 11 月 3 日 FOMC 決議 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 2022 年 6 月中結束購債。

2. 高通膨風險上升，Fed 轉向以物價穩定為優先，考慮 12 月宣布加速縮減購債與貨幣政策正常化時程

- (1) Fed 主席 Powell 於本年 11 月 30 日國會聽證會表示，通膨上升風險增加；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。
- (2) 自本年 11 月中以來，11 位具投票權 FOMC 成員已有 8 位(包括 Fed 主席 Powell 在內的 4 位理事及 4 位聯邦地區總裁)等陸續釋出可進一步加速縮減購債(最快於 12 月)之訊息(表 3)。
- (3) 若 Fed 加速縮減購債，可能於 2022 年 3 月左右結束購債，將給予 Fed 升息時點更多彈性，市場預估 Fed 最快將於 2022 年上半年啟動升息，且該年升息幅度可能介於 2 至 3 碼(圖 27)。

圖 27 Fed 貨幣政策正常化預期時程(紅色字體為市場預估)



資料來源：Fed、Bloomberg

表 3 近期 Fed 官員就加速縮減購債之看法彙總

人名	職位	評論
Jerome Powell (2021.12.1)	主席 (具投票權)	下一次 (12 月) 會議考慮加速縮減購債，並提前幾個月結束是合適的。 (Appropriate that we consider at the next (Dec) meeting , tapering faster so that it wraps up a few months earlier.)
Richard Clarida (2021.11.30)	副主席 (具投票權)	12 月 FOMC 會議討論加速縮減購債應是合適的。 (...but likely appropriate to discuss faster taper in December FOMC.)
Randal Quarles (2021.12.2)	理事 (具投票權)	支持委員會結束縮減購債並調升利率。 (Supportive of a committee decision to move the end of the taper & raise interest rates.)
Christopher Waller (2021.11.19)	理事 (具投票權)	傾向於就業成長及通膨驟升下加速縮減購債，縮減購債結束後，應可考慮縮減資產負債表。 (Favors faster taper on job gains and surged inflation. Should consider contracting balance sheet post taper process...)
Mary Daly (2021.12.2)	San Francisco Fed 總裁 (本年具投票權)	若趨勢保持不變將支持加速縮減購債，將參考 11 月非農就業及 CPI 報告。 (Support faster tapering if trend stays. Want to see Nov job and CPI reports)
Raphael Bostic (2021.12.2)	Atlanta Fed 總裁 (本年具投票權)	傾向於更早(2022 年第 1 季)而不是更晚結束縮減購債，以保留 Fed 政策空間。 (Prefer ending taper sooner (1Q22) than later to retain Fed optionality.)
Thomas Barkin (2021.12.2)	Richmond Fed 總裁 (本年具投票權)	通膨數據使 12 月 FOMC 會議變得艱鉅...支持目前 Fed 正在執行的政策正常化。 (Inflation readings making task at Dec FOMC meeting hard...Support “normalizing policy as we are doing” ...)
John Williams (2021.11.30)	NY Fed 總裁 (具投票權)	鑑於經濟如此強勁，提前幾個月結束縮減購債是否有意義...，我預計我們須努力解決。 (... Would it make sense to end those purchases somewhat earlier , by maybe a few months, given how strong the economy is? ... I expect we'll have to grapple with.)

資料來源：彙整自 Deutsche Bank、Bloomberg 等新聞媒體

附錄：美國 CPI 與 PCE 指數主要差異

CPI 指數(Consumer Price Index)及 **PCE 指數(Personal Consumption Expenditure Price Index)**係美國常用的通膨指標。CPI 是由美國勞工部勞工統計局編製，衡量一籃子消費商品及服務價格變化的加權平均指標，反映的是所有**國內消費者的直接支出(out-of-pocket expenditures)**；而 PCE 則由美國商務部經濟分析局編製，除了衡量消費者自行支付之消費外，**尚包括非營利機構代消費者支付之商品與服務**，涵蓋範圍**較 CPI 更廣**²²(二者主要差異如附表)，且 PCE 為 Fed 作為衡量物價穩定之觀察指標(詳下頁專欄)。

附表 CPI 與 PCE 之主要差異

指數	CPI	PCE
統計機構	美國勞工部勞工統計局 (Bureau of Labor Statistics, BLS)	美國商務部經濟分析局 (Bureau of Economic Analysis, BEA)
公布時間	每月 10~13 日 左右	每月最後一個星期五 ，遇假日會調整
統計方式	透過家計單位調查 (追蹤消費者實際開支變化)	透過企業調查 (追蹤企業上架商品組成變化)
涵蓋範圍	衡量國內消費者 自行直接支付之消費	除消費者自行支付之消費外， 尚包括非營利機構代消費者支付之商品與服務 (如政府或雇主補助之醫療保健服務)
權重	項目權重經設定後 維持不變 ，2 年調整一次	每月動態調整 項目權重，內含價格的 替代效果
	住房成本所占權重較高	醫療保健服務所占權重較高

²² 根據美國商務部經濟分析局，**PCE 個人消費支出總額**約占全國 GDP 的 70%；另 **CPI 涵蓋範圍**僅約 PCE 的 75%。

長期來看，**CPI 統計的通膨率通常較 PCE 高**，且波動性更大，二種通膨指標的**歷史平均差約 0.5 百分點**²³，造成此差距的部分原因來自指數權重及其組成項目：

1. 依權重觀察：**CPI 之組成項目權重在一段時間內是固定的，而 PCE 則會每月進行調整**。例如：當商品或服務價格變昂貴時，消費者可能轉而購買其他替代品，此時 PCE 會將之納入調整權重²⁴。
2. 依組成項目觀察：**醫療保健服務占 PCE 權重相較 CPI 高很多**，因 PCE 包括政府及雇主代為支付的醫療費用；而**住房成本則占 CPI 權重相較 PCE 高**。此二項組成通常能解釋大部分 CPI 與 PCE 之變動差異²⁵。

專欄：為何 Fed 採用 PCE 年增率作為衡量物價穩定之指標？

儘管 CPI 比較獲得媒體青睞、更新速度快，且為聯邦社會安全福利金調整的根據，亦為 TIPS 及通膨交換合約等金融商品之調整或參考基準，然而，**Fed 定義其物價穩定目標之衡量，則係依據個人消費支出價格指數 (PCE price index)**。Fed 採納 PCE 而非 CPI 作為衡量物價穩定的指標，主要係因 PCE 涵蓋之商品及服務範圍較 CPI 更廣，且 PCE 每月動態調整項目權重，考量相似產品之間的替代效果，**較能捉捕消費者的行為改變**(例如當麵包漲價時，人們會減少購買麵包，PCE 則會據以調整麵包在新商品籃的權重，但 CPI 則仍使用舊的商品籃)，**較 CPI 更能準確反映總體經濟走勢，與 Fed 之長期物價穩定目標較為一致**²⁶。

²³ Haubrich, Joseph (2014), “PCE and CPI Inflation: What’s the Difference?” *Federal Reserve Bank of Cleveland*, Apr.17.

²⁴ Wessel, David and Salwati, Nasiha (2021), “How Does the Government Measure Inflation?” *Brookings Institution*, Jun.28.

²⁵ Mulraine, Millan (2016), “Market Musings – Rates, FX and Commodities Strategy,” *TD Securities Research*, Mar.16.

²⁶ 綜合整理自 Haubrich, Joseph (2014), “PCE and CPI Inflation: What’s the Difference?” *Federal Reserve Bank of Cleveland*, Apr.17; Board of Governors of the Federal Reserve System 網站: FAQs/What is inflation and how does the Federal Reserve evaluate changes in the rate of inflation?