

### 三、當前美國經濟動能、就業情勢及通膨走勢之評估

美國本(2022)年**名目 GDP 之全球占比約達 24.7%**<sup>1</sup>，加以美元為最重要的國際貨幣，其經濟變化及政策動向會產生龐大的外溢效應並造成全球經濟波動，爰美國經濟走勢向來備受世人矚目。本年以來，Fed 為因應通膨嚴峻而急速升息，經濟成長趨緩；同時，被市場參與者視為經濟預警指標——**美國公債殖利率曲線於本年出現倒掛**(即長天期公債利率低於短天期公債利率)，而**其他經濟指標亦呈趨緩**，引起市場關注**明年美國經濟是否將陷入衰退**。如近期 **S&P Global Market Intelligence** (2022/11)即預估**明(2023)年美國實質 GDP 成長率為-0.2%**，美國經濟將**陷入衰退**。

另一方面，近期大宗商品價格雖有回落，惟因美國勞動市場緊俏，房屋租金調整亦常呈落後，基本通膨(含**薪資成長、房租通膨**等)尚難以快速下降，明年通膨率仍將高於 Fed 政策目標(S&P Global 預估美國明年 **CPI 年增率達 4.3%**)，市場因而預期 Fed 仍會維持高聯邦資金利率目標水準**一段期間(higher for longer)**。在**經濟大幅走緩及高度緊縮的貨幣政策下**，一旦**失業率大幅上升**，**美國經濟將有陷入停滯性通膨(Stagflation)之虞**，此議題近期備受各界討論<sup>2</sup>。

美國是否將陷入停滯性通膨，與其經濟成長動能、勞動市場情勢及通膨走勢等三層面有關；因此，本文首先由金融面與實體面指標及其他景氣判斷指標，來觀察明年美國經濟動能；其次，則透過美國勞動市場數據與貝弗里奇曲線(Beveridge Curve)及菲利浦曲線(Phillips Curve)等，來觀察其就業情勢及評估未來失業率可能的上升幅度；最後則以**大宗商品通膨、耐久財通膨、基本通膨**<sup>3</sup>及供應鏈瓶頸等數據分析未來美國通膨走勢，供各界參考。

<sup>1</sup> 根據 IMF (2022), “World Economic Outlook Database, October 2022,” International Monetary Fund 資料計算。

<sup>2</sup> 目前市場對美國經濟前景看法分歧。部分經濟學家認為，美國經濟正面臨**高度的不確定**，未來會維持**大波動(Great Volatility)的局面**，例如歐洲央行執行委員會委員 **Schnabel** 認為**新冠疫情與俄烏戰爭帶來總體經濟波動**(請參閱 Schnabel, Isabel (2022), “Monetary Policy and the Great Volatility,” *Speech at the Jackson Hole Economic Policy Symposium*, Federal Reserve Bank of Kansas City)；部分學者則認為，Fed 急速緊縮貨幣政策將帶來**經濟衰退及通膨下降**；部分觀察者擔憂 1970 年代的**停滯性通膨**——經濟體系**同時發生了成長停滯、高通膨以及失業率上升或偏高的現象**——**可能會再度重現**；此外，亦有學者認為，由於人口結構、所得分配等因素之影響，未來美國將再度走入**低利率、低成長、低通膨的長期停滯(Secular Stagnation)**情境，其中長期停滯的概念主要由美國前財政部長 Lawrence Summers 提出(請參閱 Summers, Lawrence (2016), “The Age of Secular Stagnation: What It Is and What to Do about It,” *Foreign Affairs*, March/April 2016 issue; Summers, Lawrence (2016), “Secular Stagnation and Macroeconomic Policy,” *Mundell-Fleming Lecture*, International Monetary Fund, Nov. 3)；另有部分經濟學家認為，明年**美國經濟不致陷入衰退**(請參閱 Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Joseph Briggs, Ronnie Walker, Tim Krupa and Manuel Abecasis (2022), “2023 US Economic Outlook: Approaching a Soft Landing,” *US Economics Analyst*, Goldman Sachs Economic Research, Nov. 18)。

<sup>3</sup> 此即近期 New York Fed 總裁 John Williams 提出美國通膨洋蔥(Inflation Onion)的概念，詳見本文第三部份之說明。

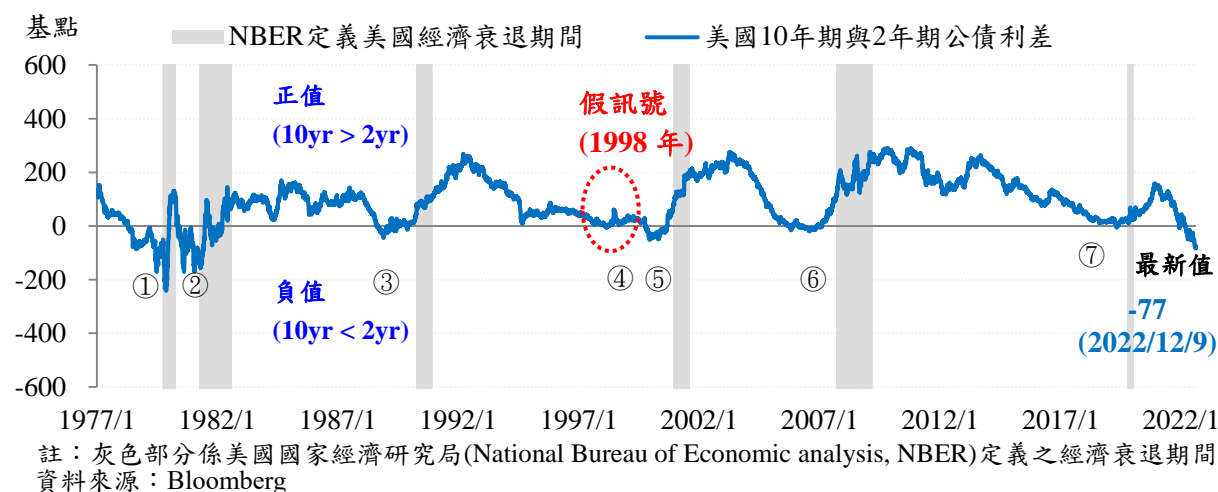
## (一)明年美國經濟陷入衰退風險上揚

### 1. 由金融面指標觀察明年美國經濟是否陷入衰退

#### (1)美國 10 年期與 2 年期公債利差

- 美國公債殖利率曲線斜率多被外界視為美國經濟衰退的預警指標。自 1977 年起，美國 10 年期與 2 年期公債殖利率曲線共出現 7 次倒掛情形，除 1998 年外，其餘 6 次美國經濟皆於出現倒掛 1 年半內衰退(圖 1)。
- 本年 4 月及 7 月迄今，美國 10 年期與 2 年期公債殖利率曲線再度倒掛，尤其近日 10 年期殖利率低於 2 年期殖利率逾 70bp，創下數十年新高，加深外界對美國經濟的疑慮。
- 惟 St. Louis Fed 總裁 Bullard 認為<sup>4</sup>，即便美國 10 年期與 2 年期公債殖利率曲線倒掛，美國經濟未必步入衰退，係因當前殖利率曲線倒掛，除反映市場預期景氣面臨衰退風險，而使未來實質利率下降外，更可能反映預期未來通膨將下降，故其預警功能可能受到干擾<sup>5</sup>。

圖 1 美國 10 年期與 2 年期公債殖利率曲線倒掛後 1 年半內，多發生經濟衰退情形



<sup>4</sup> Derby, Michael (2022), "Fed's Bullard Says Yield-Curve Signal Might Not Be So Ominous," *The Wall Street Journal*, Jul. 19.

<sup>5</sup> 長天期公債名目利率 = 實質利率+預期通膨率+期限溢酬(term premium)。過去美國通膨低且穩定，市場預期未來通膨變動不大，殖利率曲線倒掛主要反映景氣面臨衰退風險，而使未來實質利率下降，詳見中央銀行(2019)，「三、近期美國公債殖利率曲線發生倒掛現象之探討」，央行理監事會後記者會參考資料，9月19日。

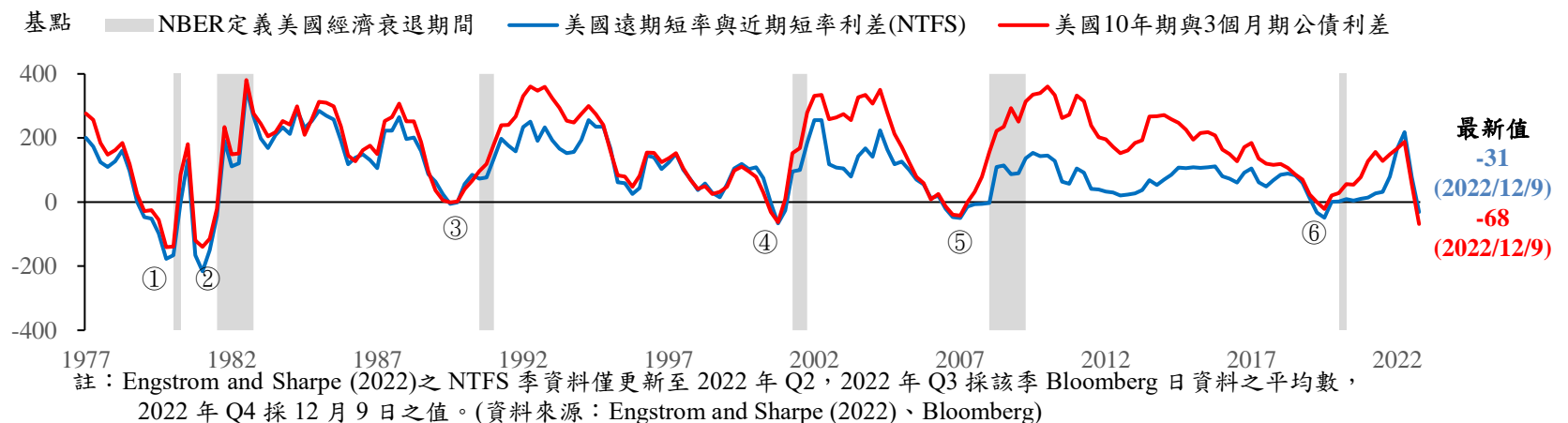
## (2) 美國 10 年期與 3 個月期公債利差

- 美國 10 年期與 3 個月期公債利差亦為常見之殖利率曲線指標，且 Fed 研究指出<sup>6</sup>，美國 10 年期與 3 個月期公債殖利率曲線可有效預測未來 1 年美國經濟衰退風險。
- 自 1977 年起，美國 10 年期與 3 個月期公債殖利率曲線共出現 6 次倒掛情形，美國經濟皆於出現倒掛 1 年半內衰退，並未出現假訊號情形(圖 2)；截至本(12)月 9 日兩者利差為-68 個基點。

## (3) 美國遠期短率與近期短率利差(Near-Term Forward Spread, NTFS)

- 遠期短率與近期短率利差(NTFS)係指，市場預期 18 個月後 3 個月期利率與當前 3 個月國庫券利率之利差；St. Louis Fed 總裁 Bullard<sup>7</sup>認為，因 NTFS 係短期利率，受期限溢酬影響程度較小，故更能直接觀察衰退警訊。
- Fed 主席 Powell 亦指出<sup>8</sup>，Fed 研究各種衡量美國經濟衰退風險之殖利率曲線指標中，遠期短率與近期短率利差相較 10 年期與 2 年期公債利差，更能反映市場對未來景氣及貨幣政策預期，且其出現倒掛時，美國經濟皆於 1 年半內衰退，並未出現假訊號情形(圖 2)，爰為渠偏好之預警指標。截至本月 9 日兩者利差為-31 個基點。

圖 2 主要衡量美國經濟衰退風險之殖利率曲線指標均呈現倒掛



<sup>6</sup> Hornstein, Andreas (2022), "Recession Predictors: An Evaluation," *Economic Brief*, No. 22-30, Federal Reserve Bank of Richmond.

<sup>7</sup> Derby, Michael (2022), "Fed's Bullard Says Yield-Curve Signal Might Not Be So Ominous," *The Wall Street Journal*, Jul. 19.

<sup>8</sup> Mohamed, Theron (2022), "Jerome Powell's Favorite Bond-market Gauge Is on the Verge of Inverting, a Sign of Impending Recession," *Business Insider News*, Nov. 1 ; Engstrom, Eric and Steven Sharpe (2022), "(Don't Fear) The Yield Curve, Reprise," *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Mar. 25.

(4) 綜上前述三項金融參考指標均呈倒掛，隱含未來 1 年內美國經濟衰退機率上升

- 美國 10 年期與 2 年期公債利差率先於本年 4 月倒掛外，直到本年 11 月中期前美國 10 年期與 2 年期公債利差為負值，但美國 10 年期與 3 個月期公債利差、遠期短率與近期短率利差均仍為正值；而本年 11 月中以來，美國 10 年期與 3 個月期公債利差及遠期短率與近期短率利差亦先後呈現倒掛，隱含美國經濟衰退機率上升。
- 惟 New York Fed 前總裁 William Dudley 指出，由於 2008 年全球金融危機後，Fed 實施大規模 QE 壓低美國公債之期限溢酬，致美國公債殖利率曲線亦明顯下降，目前較容易出現殖利率曲線倒掛情形，亦即其預警訊號的強度與過去利率水準較高相比，似乎恐已打了折扣。
- 前述金融指標顯示，明年美國經濟有陷入衰退之虞。本年下半年經濟成長動能已放緩，惟就業市場仍強勁，與過去經濟走緩型態似有不同，外界稱之為「工作機會眾多之經濟疲弱」(jobful downturn)<sup>9</sup>；另近期美國財政部長 Yellen 及 Fed 主席 Powell 均指出，目前美國勞動市場表現強健，俟疫情對勞動市場之影響逐漸消退，就業市場供需趨於平衡，美國經濟仍可能避免衰退<sup>10</sup>。基此，未來美國勞動市場的變動將是重要的觀察重點。

表 1 衡量美國經濟衰退風險之殖利率曲線指標比較

| 指標                      | 定義  | 過去情形<br>(1977 年至 2021 年)                      | 本年最新值                |
|-------------------------|---|---|----------------------|
| 美國 10 年期<br>與 2 年期公債利差  | 若 2 年期公債殖利率高於 10 年期公債殖利率，則美國經濟面臨衰退風險。       | 共出現 7 次倒掛，除 1998 年外，其餘 6 次美國經濟皆於出現倒掛 1 年半內衰退。 | -77bp<br>(2022/12/9) |
| 美國 10 年期<br>與 3 個月期公債利差 | 若 3 個月期公債殖利率高於 10 年期公債殖利率，則美國經濟面臨衰退風險。      | 共出現 6 次倒掛，美國經濟皆於出現倒掛 1 年半內衰退。                 | -68bp<br>(2022/12/9) |
| 美國遠期短率<br>與近期短率利差       | 若 3 個月國庫券利率高於 18 個月後的 3 個月遠期利率，則美國經濟面臨衰退風險。 | 共出現 6 次倒掛，美國經濟皆於出現倒掛 1 年半內衰退。                 | -31bp<br>(2022/12/9) |

資料來源：Engstrom and Sharpe (2022)、Bloomberg；本行整理

<sup>9</sup> Hilsenrath, Jon(2022), "If the U.S. Is in a Recession, It's a Very Strange One," *The Wall Street Journal*, Jul.4.

<sup>10</sup> O'Donnell, Norah (2022), "Treasury Secretary Janet Yellen on Recession Fears, Inflation and the War in Ukraine," *CBS News*, Dec. 12；Powell, Jerome (2022), "Inflation and the Labor Market," *Speech at the Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy, Brookings Institution, Board of Governors of the Federal Reserve System*, Nov. 30.

## 2. 以其他美國景氣判斷指標研判美國經濟陷入衰退之可能性

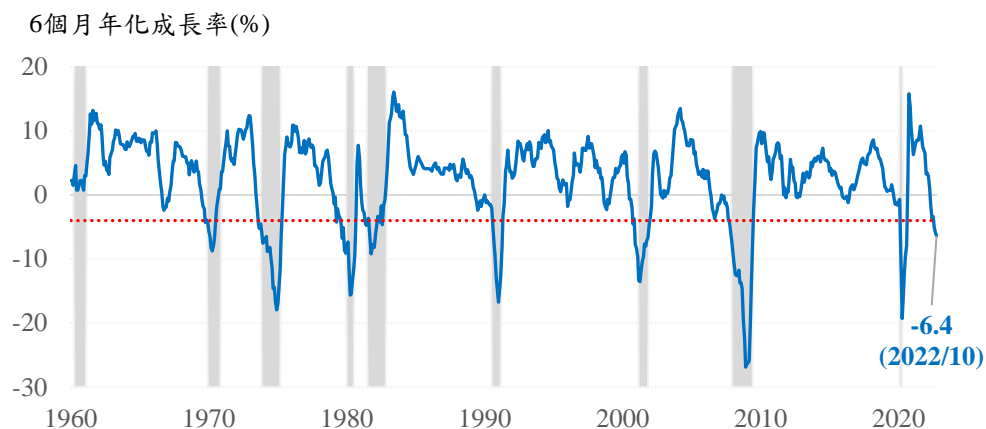
### (1) 美國經濟諮商局(Conference Board)編製之領先指標(Leading Economic Index, LEI)及經濟衰退預測模型

- LEI 結合 10 項經濟指標<sup>11</sup>，為預測景氣循環轉折點的領先指標，領先期間約為 7 個月。當 LEI 低於臨界點 50，或 6 個月年化成長率低於-4.0%，暗示未來經濟活動轉趨疲弱。
- 本年 10 月 LEI 6 個月年化成長率下滑至-6.4%，係連續 3 個月低於-4.0%衰退訊號標準(圖 3)；此外，美國經濟諮商局之經濟衰退預測模型預估未來 1 年美國經濟陷入衰退之機率高達 96%，顯示美國經濟衰退風險上升。

### (2) 高盛當前經濟情勢指標(Current Activity Index, CAI)

- CAI 為每月公布，並結合美國 37 項主要之經濟指標，可視為更即時性及全面性的 GDP 輔助指標。當 CAI 年增率為負，意謂經濟衰退風險上升，如本年 11 月美國 CAI 年增率為-0.9%，顯示美國經濟動能明顯放緩<sup>12</sup>(圖 4)。

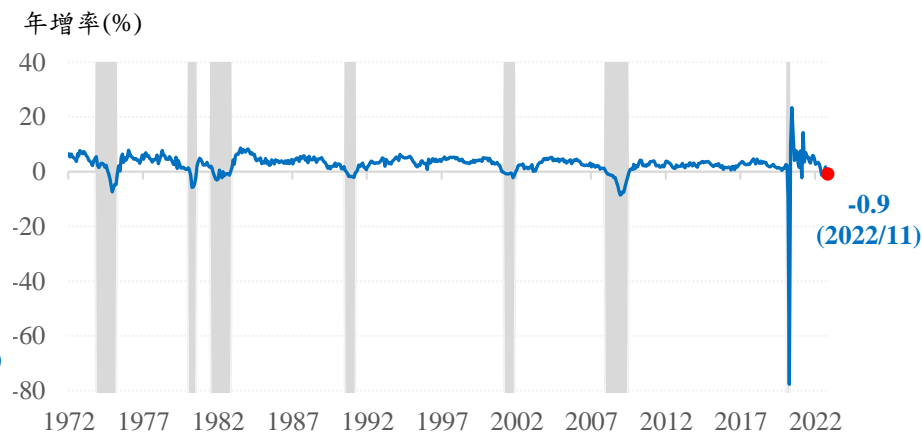
圖 3 美國經濟諮商局領先經濟指標(LEI)



註：灰色部分係 NBER 定義之經濟衰退期間。

資料來源：The Conference Board、Bloomberg

圖 4 高盛美國當前經濟情勢指標(CAI)



註：灰色部分係 NBER 定義之經濟衰退期間。

資料來源：Goldman Sachs、Bloomberg

<sup>11</sup> 包含製造業每週平均工時、初領失業救濟金人數、製造業消費品及原料新訂單、ISM 新訂單指數、製造業非國防耐久財新訂單、新屋開工許可、S&P500 股價指數、美國 10 年期公債與聯邦資金利率之利差、領先信貸指數及消費者對未來景氣看法等。

<sup>12</sup> 另高盛預估美國未來 12 個月經濟衰退機率為 35% (Hatzius, Jan, Daan Struyven, Yulia Zhestkova and Devesh Kodnani(2022), “Macro Outlook 2023: This Cycle Is Different,” *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs Research, Nov. 16)。

### (3) Cleveland Fed 經濟衰退預測模型

- **Cleveland Fed 每月透過 10 年期與 3 個月期公債利差與已公布之美國 GDP 數據預測未來 1 年美國經濟衰退機率**，當模型預估**未來 1 年美國經濟衰退機率逾門檻值 40%**，顯示美國經濟衰退機率大幅上升<sup>13</sup>。
- **自 1977 年起**，美國共發生**6 次經濟衰退**，Cleveland Fed 預測模型顯示，前述**6 次經濟衰退中**，當時有**5 次**模型預估未來 1 年衰退機率**逾 40%**，**僅有 1 次(1990/7~1991/3)未達門檻值**。
- 自本年 7 月起，**Cleveland Fed 模型預測未來 1 年美國衰退機率逐漸上升**，並於**本年 11 月(41.8%)高於門檻值**，若依過去經驗研判，**短期內美國經濟陷入衰退機率上升**。

### (4) Philadelphia Fed 憂慮指數

- **Philadelphia Fed 每季**訪查專業預測者，預測**未來 1 季至未來 1 年美國經濟步入衰退之機率**並**編製憂慮指數** (anxious index)，**指數越高表示，受訪者認為未來美國經濟步入衰退機率越大**<sup>14</sup>。
- **自 1977 年起**，美國共發生**6 次經濟衰退**，Philadelphia Fed 憂慮指數顯示，**前述 6 次經濟衰退中**，當時調查結果認為未來 1 季衰退機率**皆逾門檻值 40%**。
- **本年第 3 季起** Philadelphia Fed 憂慮指數**逐漸上升**，並於**本年第 4 季(47.2%)高於門檻值**，顯示短期內美國經濟陷入**衰退機率上升**。

(5) 綜上所述，依照上述金融指標及實體經濟指標模型評估，美國經濟未來 1 年陷入衰退之可能性高；**本年 11 月美國貨幣政策會議議事錄摘要提及 Fed 職員預估，2023 年美國經濟陷入衰退機率與其基本情境之機率相當，機率各約 50%**<sup>15</sup>。至於明年美國經濟如出現經濟衰退，其衰退程度將與美國勞動市場趨緩程度相關(有關勞動市場詳次節)。

<sup>13</sup> 詳見 Cleveland Fed 官網：<https://www.clevelandfed.org/indicators-and-data/yield-curve-and-predicted-gdp-growth>。

<sup>14</sup> 詳見 Philadelphia Fed 官網：<https://www.philadelphiafed.org/surveys-and-data/real-time-data-research/anxious-index>。

<sup>15</sup> Boesler, Matthew(2022), "Fed Staff Saw Odds of US Recession in Next Year as About 50-50," *Bloomberg*, Nov. 24.

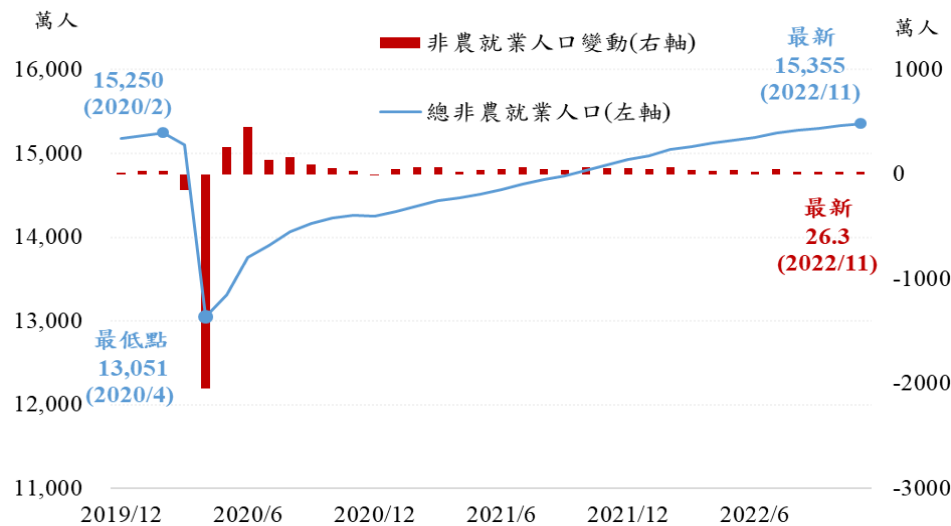
## (二)美國勞動市場情勢

承前所述，美國失業率、就業及勞動力參與率等變動，備受各界矚目，尤其本年迄今 Fed 為抑制通膨上揚而加速緊縮貨幣政策，未來美國失業率是否會隨美國經濟趨緩而大幅上升，造成美國經濟硬著陸。本章節透過貝弗里奇曲線扼要探討未來美國失業率之可能升幅<sup>16</sup>，以及由菲利浦曲線討論失業率與美國通膨間的抵換關係(trade-off)。

### 1. 美國非農總就業人口已逾疫情前水準，顯示勞動市場已接近充分就業狀態

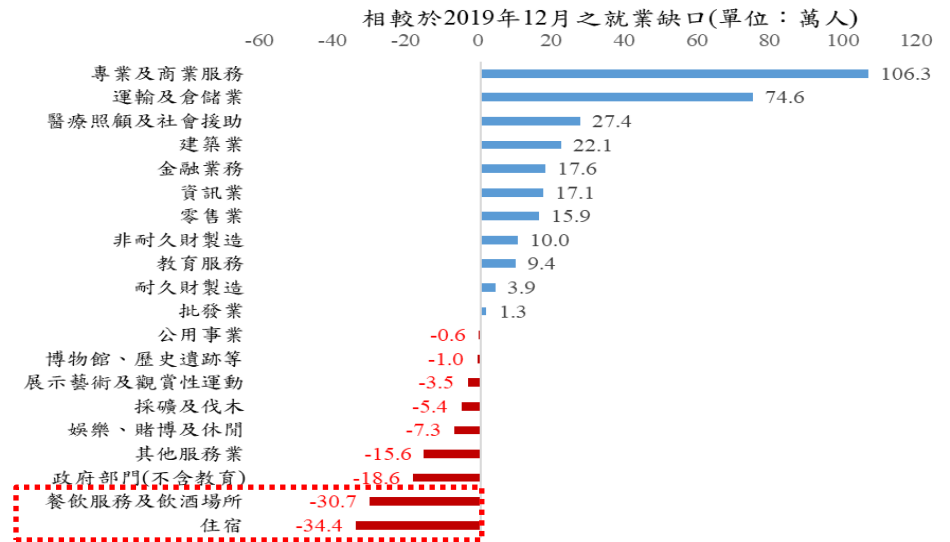
- 本年 11 月美國非農總就業人口上升至 15,355 萬人，已逾疫情前 2020 年 2 月最高點 15,250 萬人，顯示當前勞動市場已接近充分就業狀態(圖 5)。
- 依產業別之非農就業缺口顯示，與 2019 年 12 月相比，高接觸服務業如住宿及餐飲服務等產業就業缺口分別為 34.4 萬人及 30.7 萬人，合計約 65 萬人(圖 6)。

圖 5 美國總非農就業人口及每月變動數



資料來源：Bloomberg

圖 6 依產業別之美國非農業就業缺口



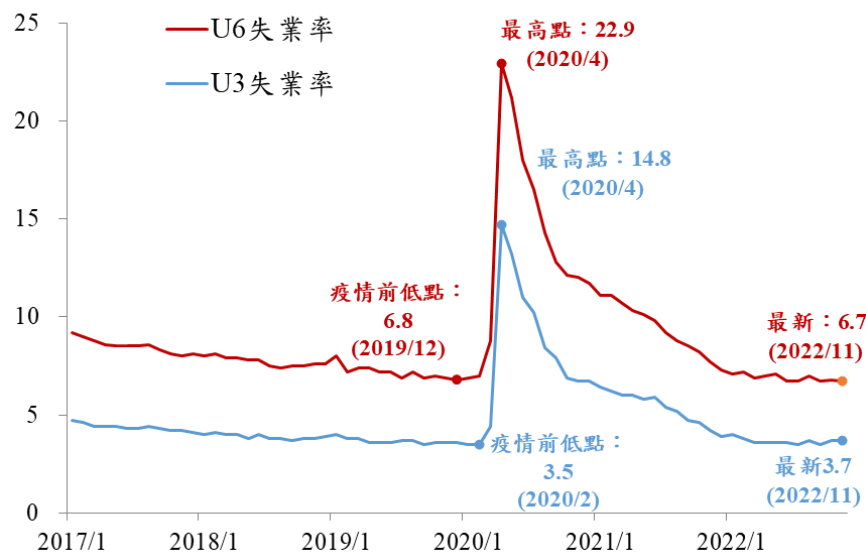
資料來源：Bloomberg

<sup>16</sup> 詳細探討請見中央銀行(2022)，「六、由勞動市場發展觀察美國經濟軟著陸之可能性」，央行理監事會後記者會參考資料，9月22日。

## 2. 失業率接近歷史低點；惟就業人口比率尚未回升至疫情前水準

- **U3 失業率**(失業人數占勞動力的比率)由疫情爆發後高點之 14.8%持續下滑至**本年 11 月之 3.7%**，接近疫情前低點(2020 年 2 月之 3.5%)；**U6 失業率**(包括失業者、喪志無工作者與因經濟理由找不到全職的兼職勞工占勞動力的比率)由疫情爆發後高點之 22.9%持續下滑至**本年 11 月之 6.7%**，已低於疫情前低點(2019 年 12 月之 6.8%)(圖 7)。
- **整體就業人口比率**持續回升至本年 11 月之**59.9%**，仍低於疫情前 61.1%約 1.2 個百分點；**主要工作年齡(prime-age)(25 歲至 54 歲)就業人口比率**則低於疫情前水準低 0.8 個百分點(圖 8)。

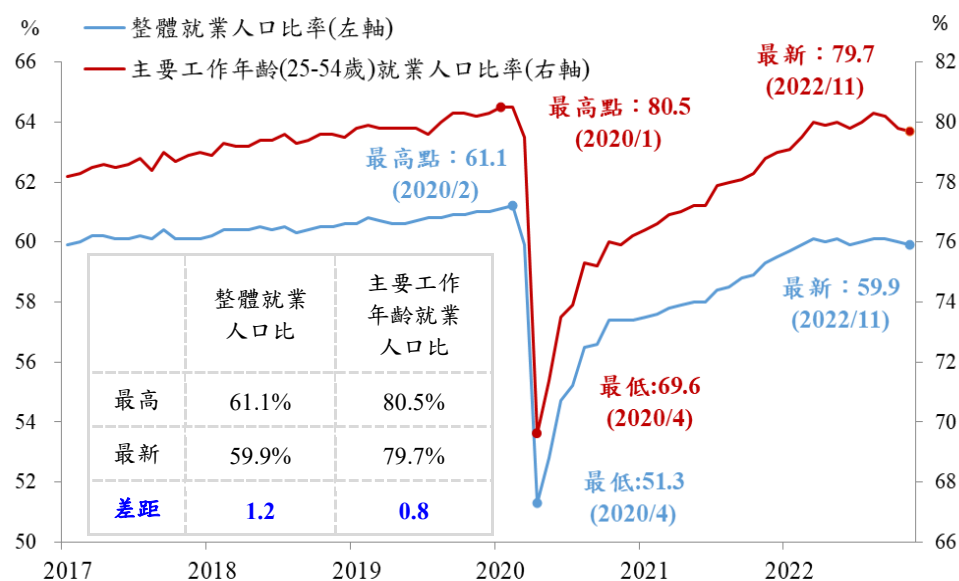
圖 7 美國 U3 及 U6 失業率



資料來源：Bureau of Labor Statistics、Bloomberg

註：本年 9 月經濟估測(SEP)顯示，失業率於 2022 年、2023 年、2024 年、2025 年及較長期中位數分別為 3.8%、4.4%、4.4%、4.3%及 4.0%。

圖 8 美國整體及主要年齡之就業人口比率



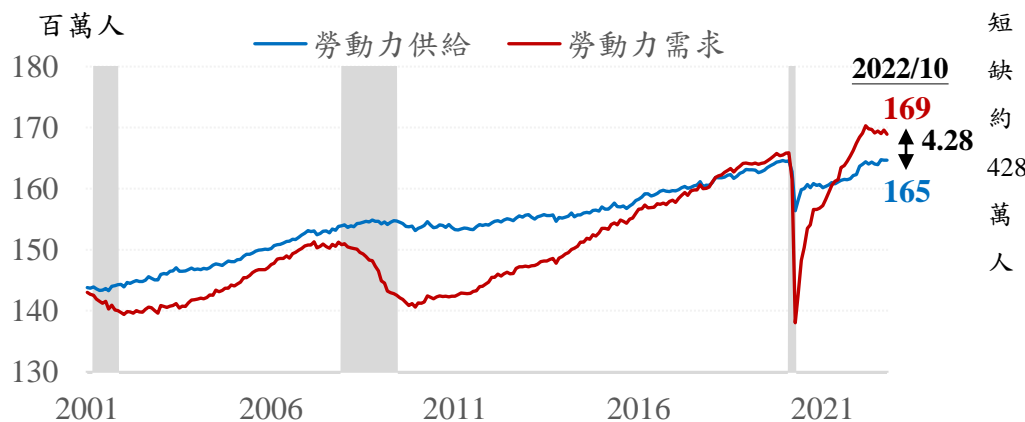
資料來源：Bureau of Labor Statistics、Bloomberg



### 3. 當前美國勞動力缺口<sup>17</sup>主要反映人口成長低於預期及勞動力參與率仍尚未回升至疫前水準<sup>18</sup>

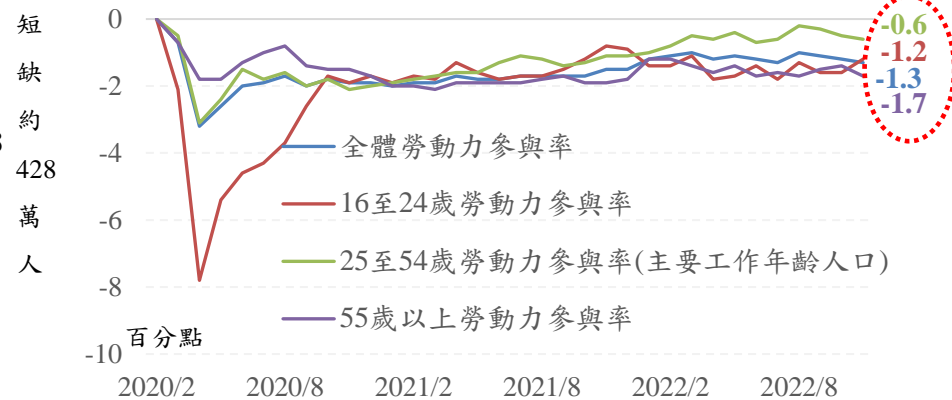
- 美國勞動力缺口於本年4月觸頂約591萬人，下滑至本年10月之428萬人(圖9)，仍處於歷史相對高點。
- 工作年齡人口成長趨緩及勞動力參與率尚未回升至疫情前水準主要反映：
  - 人口老化；
  - 因 COVID-19 疫情死亡，導致勞動力缺口約40萬人<sup>19</sup>；
  - 疫情引發之過度退休潮(excess retirement)，如長新冠症狀導致16至64歲中約28至68萬人退出勞動市場<sup>20</sup>；
  - 與疫情爆發前趨勢相比，疫情爆發後移民至美國總人數大幅放緩，致勞動力供給減少約100萬人等因素。
- 全體勞動力參與率及主要工作年齡人口(25至54歲)勞動力參與率，分別由 COVID-19 疫情爆發後低點之60.2%及79.9%，持續回升至本年11月之62.1%及82.4%，上述兩者皆未回升至疫情前水準<sup>21</sup>(圖10)。

圖9 美國勞動力缺口



註：灰色部分係 NBER 定義之經濟衰退期間。資料來源：Bloomberg

圖10 美國年齡別勞動力參與率與2020年2月之比較



資料來源：Bloomberg

<sup>17</sup> 勞動力缺口計算為工作總數(就業人口加計職缺空位)與勞動力兩者之差距。

<sup>18</sup> Powell, Jerome H. (2022), "Inflation and the Labor Market," *Speech at the Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy, Brookings Institution, Board of Governors of the Federal Reserve System*, Nov. 30.

<sup>19</sup> COVID-19 疫情死亡人數約100萬人，主要發生於年長者，其勞動力參與率低於年輕人口。

<sup>20</sup> Sheiner, Louise and Nasiha Salwati (2022). "How Much Is Long COVID Reducing Labor Force Participation? Not Much (So Far)," *Hutchins Center Working Paper 80*, Washington: Brookings Institution, Oct. ; Montes, Joshua, Christopher Smith and Juliana Dajon (2022). "The Great Retirement Boom: The Pandemic-Era Surge in Retirements and Implications for Future Labor Force Participation," *Finance and Economics Discussion Series 2022-081*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Nov.

<sup>21</sup> 本年11月美國主要工作年齡人口勞動力參與率僅較2020年2月低0.6個百分點，惟全體勞動力參與率仍分別較2020年2月低1.3個百分點。

4. 觀察美國貝弗里奇曲線<sup>22</sup>：歷史上，當美國職位空缺率下滑，失業率均大幅上升；惟部分人士指出，假設貝弗里奇曲線未明顯外移，當未來職缺率下降時，未來美國失業率可能不會大幅上揚

— Blanchard *et al.*(2022)指出<sup>23</sup>，當美國職位空缺率下滑時，失業率均大幅上升，加以當前勞動市場媒合效率較疫情爆發前惡化，勞工重新分配工作比率上揚，隱含貝弗里奇曲線已往外移(圖 11)。因此，當 Fed 緊縮貨幣政策抑制通膨上揚，美國職缺率下降，失業率將大幅上揚，美國不易出現經濟軟著陸。例如，職缺率由目前 6.3% 下降至 5.0%，失業率將上升至 6% 以上(從 A 點到 B 點，沿紅色虛線移動)。

— 本年 7 月 Fed 經濟學家 Figura 與理事 Waller 則表示<sup>24</sup>，未來轉職情況可望趨緩，若媒合效率未再惡化且企業未大幅裁員，失業率可能僅小幅上升。在當前職缺對失業比率處於前所未見的高點，貝弗里奇曲線並未明顯外移下，未來職缺率下降時，失業率上揚幅度可能不大(圖 12)，如職缺率由目前 6.3% 下降至 5.0%，失業率仍會小於 5%(從 A 點到 C 點)。

圖 11 貝弗里奇曲線較疫情前外移(Blanchard 等觀點)

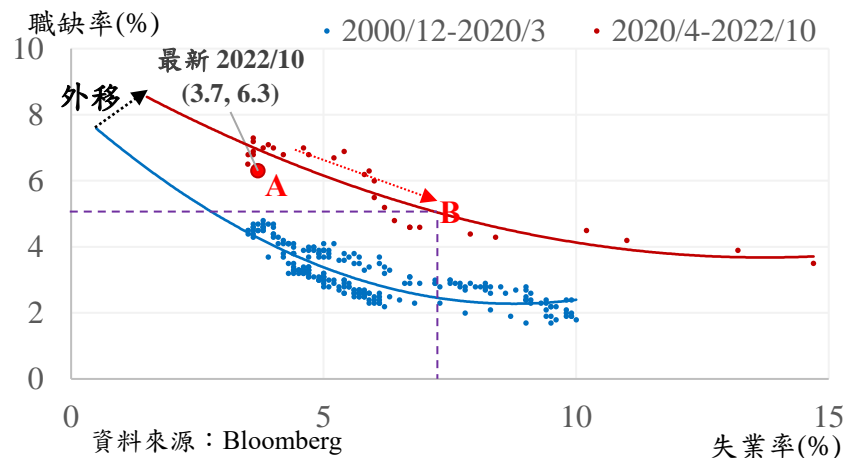
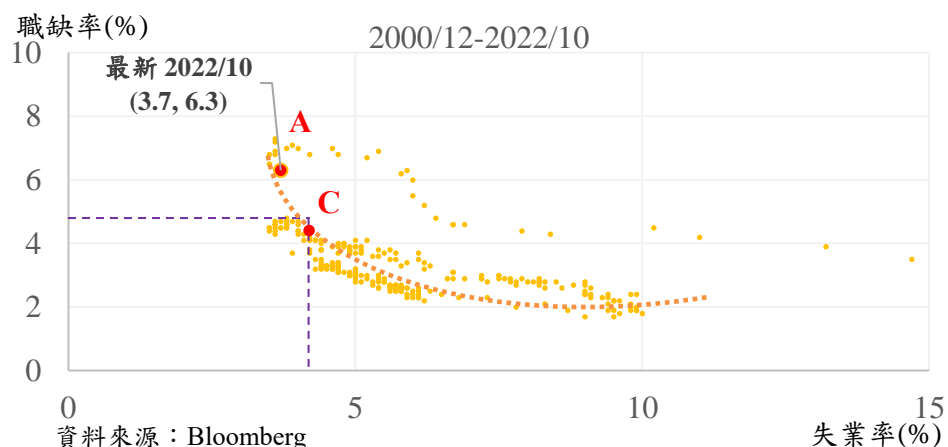


圖 12 貝弗里奇曲線疫情前後並未改變(Waller 等觀點)



<sup>22</sup> 1944 年英國經濟學家 William Beveridge 觀察到一國職缺率及失業率似呈現反比關係，後人為紀念 William Beveridge，將職缺率及失業率圖形命名為 Beveridge curve。貝弗里奇曲線係職缺率(縱軸)及失業率(橫軸)之間的關係圖(參見 Dow, J. C. R. and L. A. Dicks-Mireaux (1958), “The Excess Demand for Labour. A Study of Conditions in Great Britain, 1946-56,” *Oxford Economic Papers* 10-1, 1-33, Oxford University Press)。

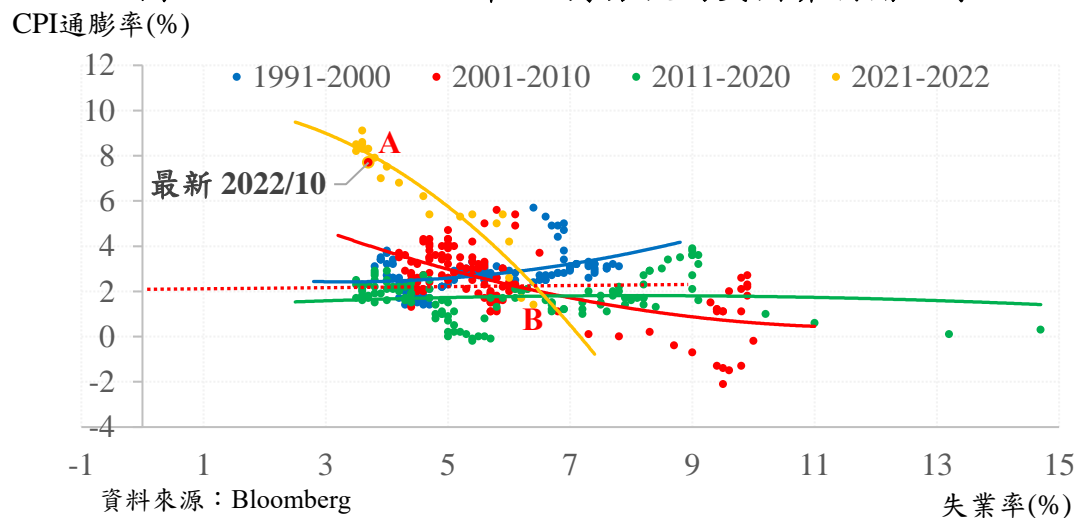
<sup>23</sup> Blanchard, Olivier, Alex Domash and Lawrence H. Summers (2022), “Bad News for the Fed from the Beveridge Space,” *Policy Brief* 22-7, Peterson Institute for International Economics.

<sup>24</sup> Figura, Andrew and Chris Waller (2022), “What Does the Beveridge Curve Tell Us about the Likelihood of A Soft Landing?” *Feds Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Jul. 29.

5. 另由美國菲利普曲線觀察，當本次 Fed 欲壓低通膨至政策目標而維持長時間緊縮貨幣政策，未來美國失業率恐至少上揚至 6%

- 如圖 13 所示，1991 年至 2022 年 4 段期間的美國菲利普曲線(以藍線、紅線、綠線、黃線表示)，顯示該曲線的形狀與位置會因期間不同而產生頗大的差異；尤以疫情以來該曲線之負斜率最為明顯。
- 觀察 2021 至 2022 年 10 月間短期菲利普曲線曲線(黃色負斜率)，倘若 Fed 亟欲要達成 2% 的通膨目標，失業率或將上升至 6% 以上(從 A 點到 B 點)(圖 13)，例如美國前白宮國家經濟顧問委員會主席 Furman<sup>25</sup>及美國前財政部長 Summers 均持類似看法<sup>26</sup>。若明年底美國 CPI 通膨下降至 4%，則美國失業率將上升至 5.5% 左右。
- 惟如依本年 9 月 FOMC 經濟估測(Summary of Economic Projections, SEP)預估 2023 年底及 2024 年底美國核心 PCE 通膨率分別為 3.0%~3.4% 及 2.2%~2.5%；2023 年底及 2024 年底失業率分別為 4.1%~4.5% 及 4.0%~4.6%，反映 FOMC 與會成員認為，在通膨率下降過程中，失業率上升之情況較前述 Summers 等人之預測值緩和。

圖 13 1991 至 2022 年 10 月分段的美國菲利普曲線



<sup>25</sup> 美國前白宮國家經濟顧問委員會主席 Furman (2022) 即曾表示，美國若要達成 2% 的通膨目標，即須大幅提高政策利率，失業率在 2 年內會維持在 6.5% 的水準 (參見 Furman, Jason (2022), “Inflation and the Scariest Economics Paper of 2022,” *Wall Street Journal*, Sept. 7)。

<sup>26</sup> 美國前財政部長 Summers 也認為失業率需上升至 6%，才能使通膨回落至 2%，參閱 Mohamed, Theron (2022), “Ex-Treasury Chief Larry Summers Warns the Fed May Need to Hike Rates above 5% to Defeat Inflation—and Sees Unemployment Spiking to 6%,” *Market Insider*, Insider, Oct. 6。

### (三)明年美國通膨展望

#### 1. New York Fed 總裁 John Williams 提出通膨洋蔥(Inflation Onion)概念<sup>27</sup>

- (1) 外層：大宗商品(石油、穀物、木材及鋼鐵等)價格年增率自上(2021)年 6 月後已明顯趨緩(圖 14)。
- (2) 中層：耐久財(電器、傢俱及汽車等商品)價格年增率自本年 3 月迄今亦呈明顯下降(圖 14)。
- (3) 內層：基本通膨(反映經濟及勞動市場之總體供需平衡)主要受到**房租通膨及薪資成長率之影響**，係未來 Fed 將通膨壓低至政策目標之最大挑戰。

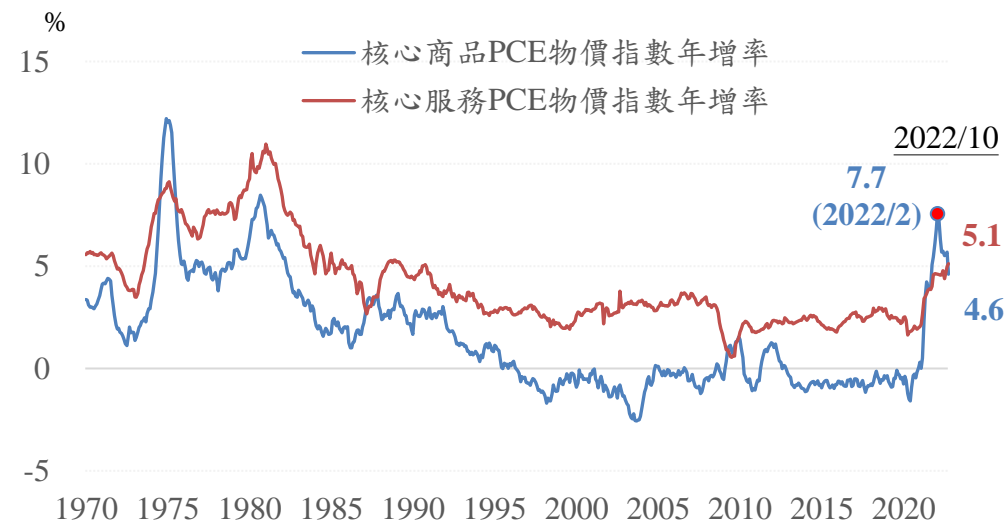
#### 2. 美國核心商品通膨已呈下降，惟核心服務通膨上揚：本年 10 月核心商品物價指數年增率由本年 2 月高點之 7.7% 下降至 4.6%，核心商品通膨似已觸頂，惟本年 10 月核心服務物價指數年增率為 5.1%，仍呈上升趨勢(圖 15)<sup>28</sup>。

圖 14 大宗商品及耐久財價格年增率



資料來源：Bloomberg

圖 15 美國核心商品通膨已呈下降，惟核心服務通膨仍呈上升



資料來源：Bloomberg

<sup>27</sup> 參見 Williams, John (2022), “Peeling the Inflation Onion,” *Remarks at the Economic Club of New York*, Federal Reserve Bank of New York, Nov. 28.

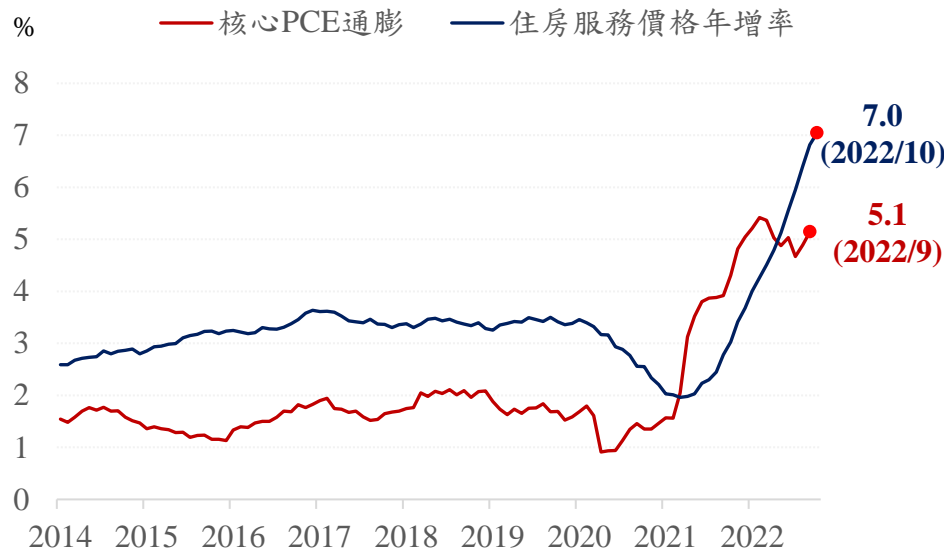
<sup>28</sup> Fed 主席 Powell (2022) 認為，美國通膨出現好轉跡象，惟將通膨引導回到政策目標 2% 仍需一段期間。核心商品通膨已下降、房屋通膨明年亦將下降，至於核心服務(不含房屋)通膨須視薪資成長等因素，參閱 Powell, Jerome H. (2022), “Inflation and the Labor Market,” *Speech at the Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy*, Brookings Institution, Board of Governors of the Federal Reserve System, Nov. 30。

### 3. 未來美國通膨主要取決於房租、薪資成長速度、商品通膨與服務通膨舒緩程度

#### (1)美國房租通膨展望：

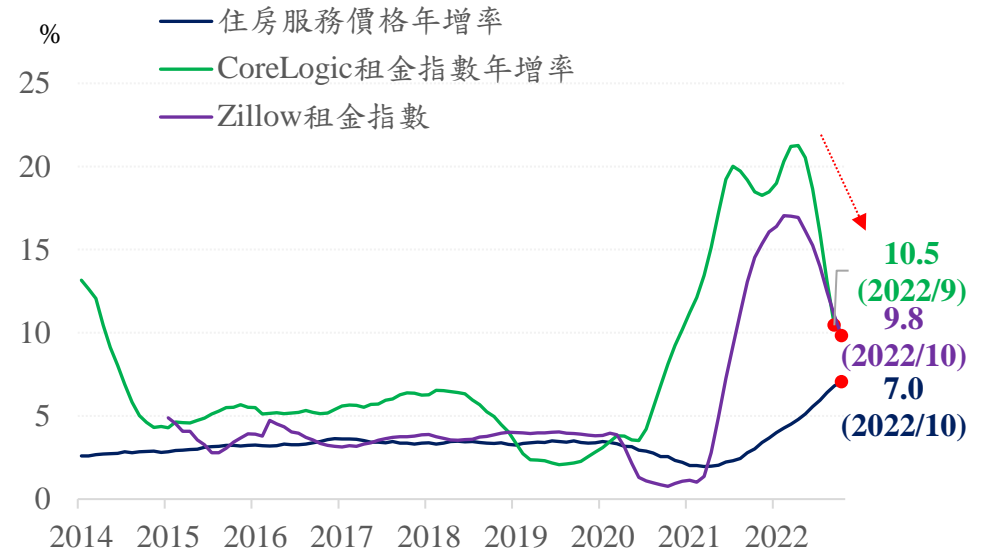
- 核心 PCE 通膨似於本年 2 月觸頂 5.4%，惟近期再度出現上揚趨勢，部分係反映住房通膨仍持續上揚(圖 16)。
- 惟日前 Fed 主席 Powell 指出<sup>29</sup>，住房通膨受租約限制影響，租金調整速度多落後於其他價格，而鑑於近期美國租金領先指標(市場觀察新租約租金指數年增率)已自疫情期間近 20%水準大幅趨緩至約 10%，爰未來幾個月美國房屋通膨預計將先上揚後下降<sup>30</sup>(圖 17)。

圖 16 美國核心 PCE 通膨及住房服務價格年增率



資料來源：Bureau of Economic Analysis、Bloomberg

圖 17 美國房租通膨及房租領先指標



資料來源：Bloomberg

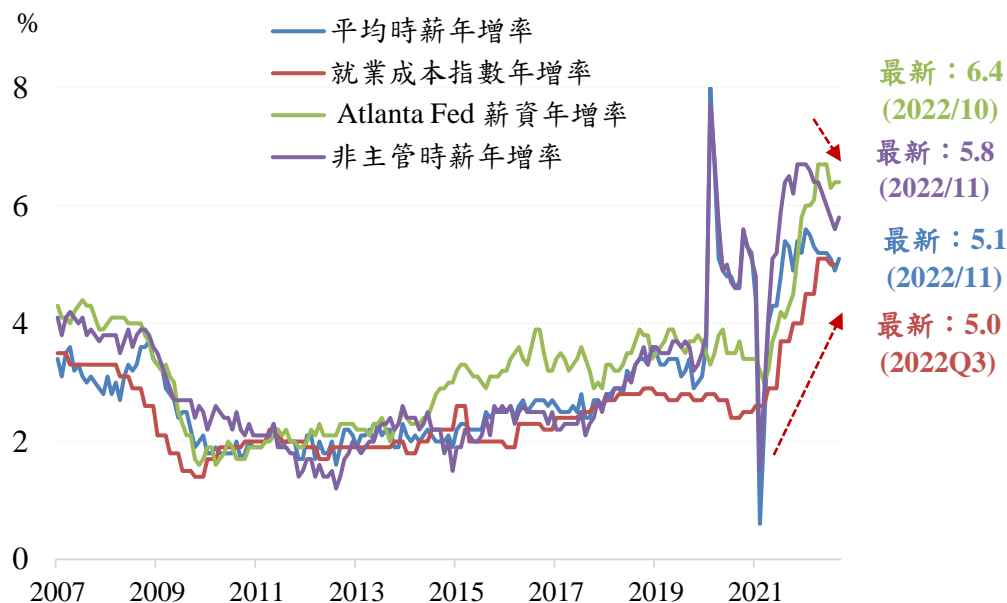
<sup>29</sup> Powell, Jerome H. (2022), "Inflation and the Labor Market," *Speech at the Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy, Brookings Institution, Board of Governors of the Federal Reserve System*, Nov. 30.

<sup>30</sup> Guilford, Gwynn (2022), "Housing Costs, Inflation's Biggest Component, Are Poised to Ease," *The Wall Street Journal*, Dec. 6.

(2) 美國薪資成長展望：鑑於美國勞動市場缺工仍十分嚴重，預計薪資成長應不會大幅下降

- 本年 11 月 **整體平均時薪(AHE)月增率與年增率**分別為 **0.6%**與 **5.1%**；另本年 11 月 **非主管時薪月增率及年增率**分別為 **0.7%**及 **5.8%**，**過去 3 個月年化成長率達 6.4%**，顯示**勞動市場仍緊俏**(圖 18)。
- 另本年 10 月 **Atlanta Fed 薪資年增率**為 **6.4%**，本年第三季**就業成本指數(ECI)年增率**為 **5.0%**，長期趨勢均呈現**上揚**，惟似有**放緩跡象**。
- 近日 Fed 主席 Powell 指出，當前美國薪資成長率**高出達成通膨目標 2%之相對應薪資成長率約 1.5 至 2.0 個百分點**(隱含理想平均薪資成長率約介於 **3.0%至 3.5%**)<sup>31</sup>。

圖 18 美國薪資成長指標



資料來源：Bloomberg

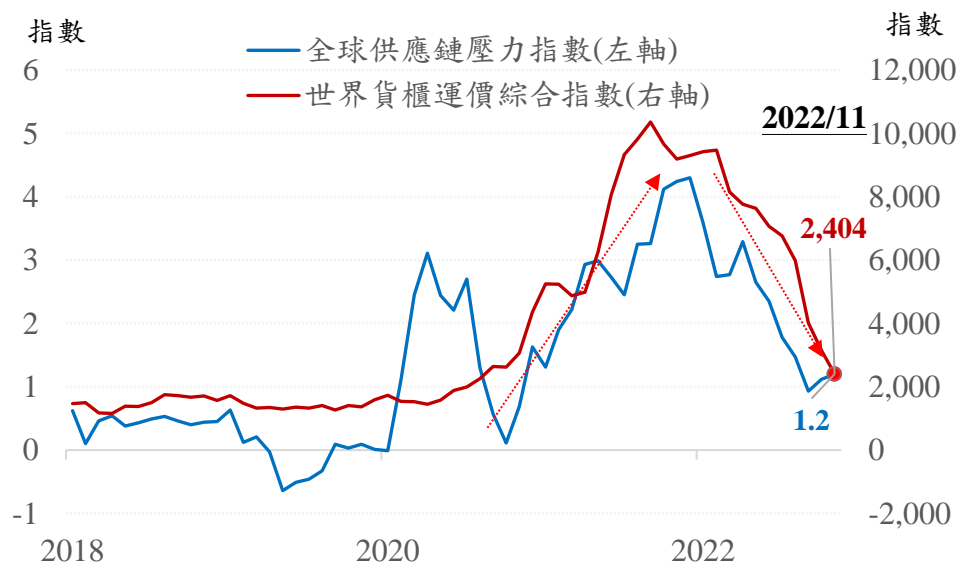
<sup>31</sup> Timiraos, Nick (2022), “Fed to Weigh Higher Interest Rates Next Year While Slowing Raises This Month,” *The Wall Street Journal*, Dec. 5 ; Timiraos, Nick (2022), “Jobs Report Keeps Federal Reserve on Track for 0.5-Point Rate Rise,” *The Wall Street Journal*, Dec. 3.

### (3) 全球供應鏈瓶頸改善使商品通膨趨緩，惟服務通膨仍居高不下，恐使美國整體通膨下降過程更加漫長

— 過去 2 年商品通膨曾因商品供需嚴重失衡而大幅上揚，近期則隨全球供應鏈瓶頸改善而趨緩。

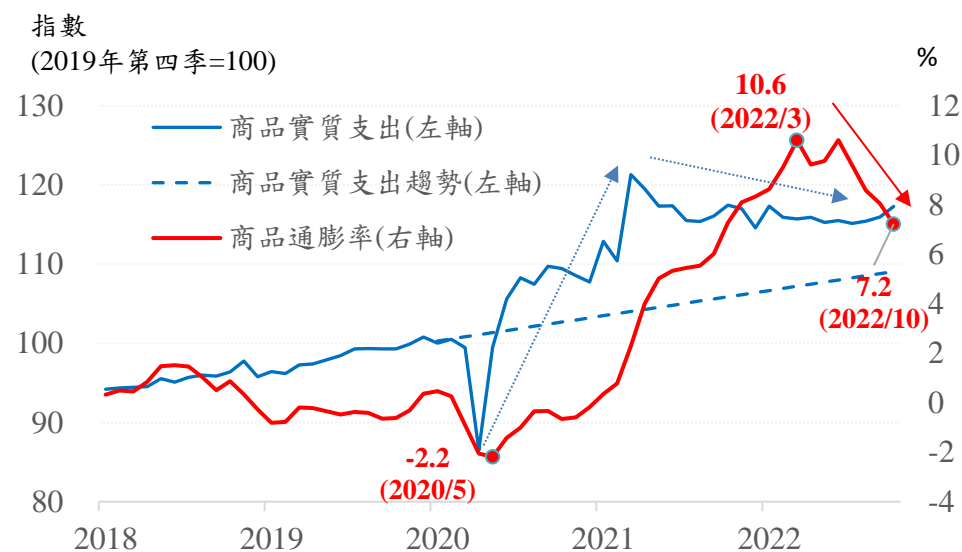
- 美國商品通膨在 COVID-19 疫情爆發後，曾因美國個人商品實質支出大幅下降而走跌(2020 年 5 月商品通膨率為-2.2%)，惟之後隨美國重啟經濟，商品需求強勁<sup>32</sup>，加以全球供應鏈瓶頸惡化(圖 19 藍色)，致商品市場供需嚴重失衡，帶動商品通膨率(圖 20 紅線)大幅上揚(本年 3 月曾達 10.6%)。
- 自上年迄今，由於美國個人商品實質支出趨於平緩(圖 20 藍色實線及箭頭)，加以全球供應鏈瓶頸逐漸舒緩(圖 19)，致美國商品通膨呈現趨緩，本年 10 月降至 7.2%，若未來供應鏈瓶頸持續舒緩將有利美國 PCE 及核心 PCE 通膨下降。

圖 19 全球供應鏈壓力指數及相關供應鏈指標已趨緩



資料來源：Bloomberg

圖 20 美國商品 PCE 通膨率及個人商品實質支出



\*虛線為以 2018 年至 2019 年期間所求出之趨勢值；實線為實際值

資料來源：Bloomberg

<sup>32</sup> 若從美國個人商品及服務實質支出類別與其疫情前水準比較，亦可觀察到美國耐久財等商品消費復甦較早且力道較強，目前多已回到疫情前水準。

- 鑑於服務通膨在 PCE 通膨及核心 PCE 通膨占比均逾 60%，且其近期持續上揚，爰將延後美國通膨下滑時點。
- 2020 年 4 月美國服務通膨率(圖 21 紅線)曾因美國個人服務實質支出(圖 21 藍色實線)大幅下降而跌至 1.6%；隨後因美國經濟重啟，個人服務實質支出持續回升迄今已接近該疫情前的趨勢水準(圖 21 藍色虛線)，加以薪資因勞動市場緊俏而上揚，進一步帶動服務通膨持續上揚，且於本年 10 月升至 5.4%，創下 1985 年 1 月以來新高。
- 因服務實質支出(如衛生保健、娛樂及運輸等類)尚低於疫情前的趨勢水準，未來如進一步回升，將帶動服務通膨上揚。
- 如表 2 所示，由於服務類在整體或核心個人支出物價指數之權重約 2/3，遠高於商品類之權重約 1/3，爰當未來服務通膨仍持續上升，即使美國商品通膨因供應鏈瓶頸趨緩而下降，兩者綜合效果雖將使美國通膨趨緩，但其下降過程可能較預期更加漫長。

圖 21 美國服務 PCE 通膨率及個人服務實質支出

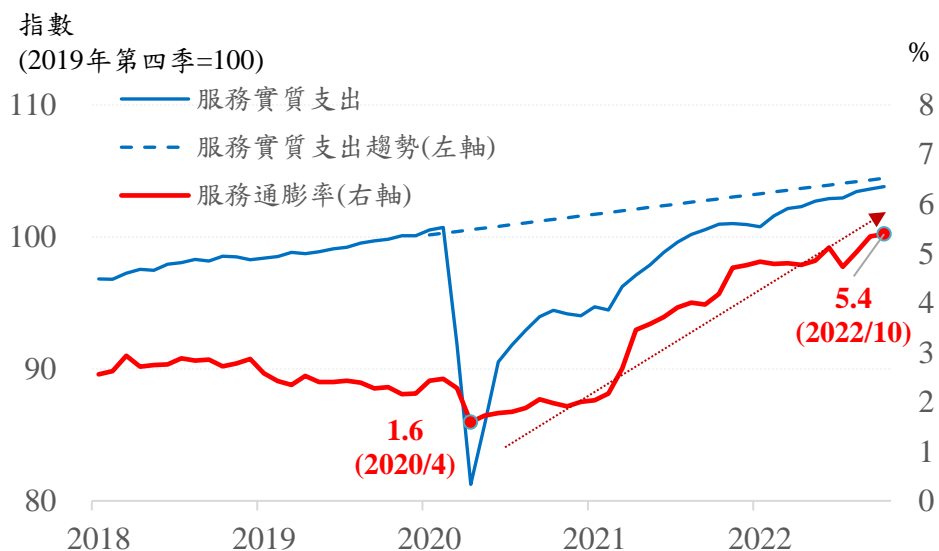


表 2 2022 年 10 月美國 PCE 及核心 PCE 主要項目價格指數年增率及貢獻 (按商品及服務分類) 單位：%；百分點

| 主要項目價格指數                | 權重*    | 年增率   | 貢獻度 |
|-------------------------|--------|-------|-----|
| PCE 所有項目                | 100.00 | 6.2   |     |
| 商品                      | 34.80  | 7.2 ↓ | 2.5 |
| 服務                      | 65.20  | 5.4 ↑ | 3.5 |
| 核心 PCE<br>(所有項目扣除能源及食物) | 88.23  | 5.0   | 4.4 |
| 核心商品                    | 24.67  | 4.6   | 1.1 |
| 核心服務                    | 63.56  | 5.1   | 3.3 |

\*虛線為以 2018 年至 2019 年期間所求出之趨勢值；實線為實際值  
資料來源：Bloomberg

\* 依照 2021 年各主要項目支出占所有個人消費支出所推算之權重；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；食物包括食品及飲料。(資料來源：BEA、Bloomberg)



#### (四)小結

**Fed** 主席 Powell 雖釋出本年 12 月升息幅度將放緩至 2 碼之訊息，惟渠等重申 Fed 將以引導通膨回到政策目標為優先，明年 Fed 仍將持續升息，因此本波升息循環之**聯邦資金利率目標區間之終端水準**，以及**升至該利率水準後將維持多久期間**，將取決於經濟表現，如**通膨下降速度及幅度、經濟放緩情況，以及失業率上升幅度等**，仍具有高度不確性。

就美國經濟而言，從金融指標來看，美國 10 年期與 2 年期利差、美國 10 年期與 3 個月期公債利差以及美國遠期短率與近期短率利差(NTFS)三者均轉為負值，隱含明年美國經濟成長動能將趨緩，**陷入經濟衰退之機率上揚**，同時亦可能反映預期未來通膨將下降；另其他美國景氣指標亦指出美國經濟動能將放緩。

就美國通膨而言，依照**通膨洋蔥**觀察，目前**外層為大宗商品價格，其年增率**自上年 6 月後已明顯趨緩；**中層為耐久財價格，其年增率**自本年 3 月起亦明顯下降；兩者使近期美國通膨率趨緩；但**內層**反映經濟及勞動市場之總體供需平衡之基本通膨，主要受**房租通膨及薪資成長率**之影響，係未來 Fed 將通膨壓低至政策目標之最大挑戰。**未來美國通膨主要取決於房租、薪資成長速度、供應鏈瓶頸舒緩程度**，其中供應鏈瓶頸已逐漸改善，來自供給面推升之通膨或將逐漸消退，觀察重點將轉為核心服務通膨(含**房租通膨及薪資成長**)。日前 Fed 主席 Powell 指出，未來幾個月房租通膨預計將先上揚後下降。至於近期美國**薪資成長率仍高**，宜密切留意其對通膨之影響。

前述美國薪資通膨仍高反映美國勞動市場仍緊俏，勞動供需失衡，職缺率居高不下(即工作機會眾多)；觀察其貝弗里奇曲線走勢，歷史上，**當美國職位空缺率下滑，失業率會大幅上升**。此外，觀察當前**斜率較陡峭**的短期菲利普曲線，亦隱含**Fed 欲壓低通膨至政策目標時，美國失業率升幅可能上揚至 6%**，致美國經濟恐有陷入硬著陸之虞。

綜上，明年**美國經濟成長將趨緩、失業率將上揚、通膨率雖可能下滑**，惟仍維持在相對高點。由於目前美國通膨仍居高不下，一旦失業率大幅上揚，則可能出現停滯性通膨，惟其程度與 1970 年代停滯性通膨不同<sup>33</sup>。另美國財政部長 Yellen 亦指出，目前美國勞動市場表現強健，俟疫情對勞動市場供需之影響逐漸消退，就業市場供需如能趨於平衡，**在企業未大幅裁員或失業率未大幅攀升下，美國經濟亦有軟著陸之可能**。

<sup>33</sup> 世界銀行(2022)於 6 月指出，即使是停滯性通膨，當前經濟環境與 1970 年代也不同，包括(1)目前商品價格漲幅較 1970 年代為低；(2)當前貨幣政策架構更具可信度；(3)主要央行更有能力錨定(anchor)通膨預期；(4)經濟體質較 1970 年代更具彈性；(5)當前政府較少採行擴張性財政政策。可參閱 World Bank (2022), “Global Stagflation,” in *Global Economic Prospects, Special Focus 1*, World Bank, June。但 IMF 於本年 10 月出版的世界經濟展望(World Economic Outlook)沒有任何停滯性通膨字眼。