

## 六、美國勞動市場與 Fed 貨幣政策之展望

上(2024)年 9 至 12 月 Fed 考量美國勞動市場及通膨均呈放緩，遂將聯邦資金利率由 5.25%~5.50%調降至 4.25%~4.50%。上年第 4 季至本(2025)年第 1 季非農就業數據一度回穩，惟近月公布數據不佳，美國勞動市場出現明顯降溫跡象。8 月 22 日 Fed 主席 **Powell** 於 Jackson Hole 央行年會即表示，**7 月非農就業新增數據放緩速度超出先前預期**，且 5、6 月就業新增數據亦大幅下修，惟失業率、離職率、裁員率等其他數據尚未顯著惡化；當前勞動市場平衡係反映供需同步放緩，惟**勞動市場下行風險增加**，此下行風險如實現，裁員率及失業率或將迅速攀升，爰**未來有調整政策需要**。

市場解讀 Powell 暗示 Fed 將於 9 月再度降息，惟在本年初川普上任以來，開始引用 232 條款針對鋼、鋁等產業加徵關稅，並自 4 月起進一步對主要貿易對手加徵對等關稅，美國經濟面臨勞動市場持續趨緩，但通膨走勢卻面臨上行風險。當前 **Fed 在面對勞動市場疲軟及通膨壓力下之政策走向**，備受各界關注，尤其**內部成員意見**亦出現難得一見之**分歧**，部分與會成員主張靜待經濟數據確認，加徵關稅對通膨之影響較為明朗後，如僅為一次性且不具持續性，再度啟動降息循環；惟部分成員則主張，在通膨預期仍良好錨定下，為因應勞動市場放緩，應採預防性降息。

如就貝弗里奇曲線(Beveridge curve)觀察，**目前職缺率及失業率正處曲線轉折位置**，如經濟情勢回到 **COVID-19 疫情前趨勢**，代表未來職缺數如再進一步下降時(反映企業勞動需求減緩)，**失業或有加速上升之可能**。另一方面，**假設通膨預期仍錨定良好**，在勞動市場情勢轉弱下，依泰勒法則推估，目前政策利率水準偏高，係處於對經濟成長動能具限制性之水準，**Fed 有降息空間**，惟其**幅度端視勞動市場疲弱程度而定**。

本文先從各項勞動市場指標，尤其是職缺與失業等相關數據之貝弗里奇曲線等，來觀察美國勞動市場放緩現象；其次，從菲利普曲線探討當前 Fed 達成「物價穩定」及「充分就業」雙重法定職責之挑戰；並透過泰勒法則來分析 Fed 未來降息之空間及步調。最後，探討未來 Fed 政策展望之觀察重點，如 Fed 新主席及理事之提名、川普新政及新興科技對通膨及就業之可能影響，以及在前述影響下，目前通膨預期是否仍錨定良好，以供外界參考。

## (一)美國勞動市場放緩且正面臨轉折點，未來失業及裁員或將加速增加

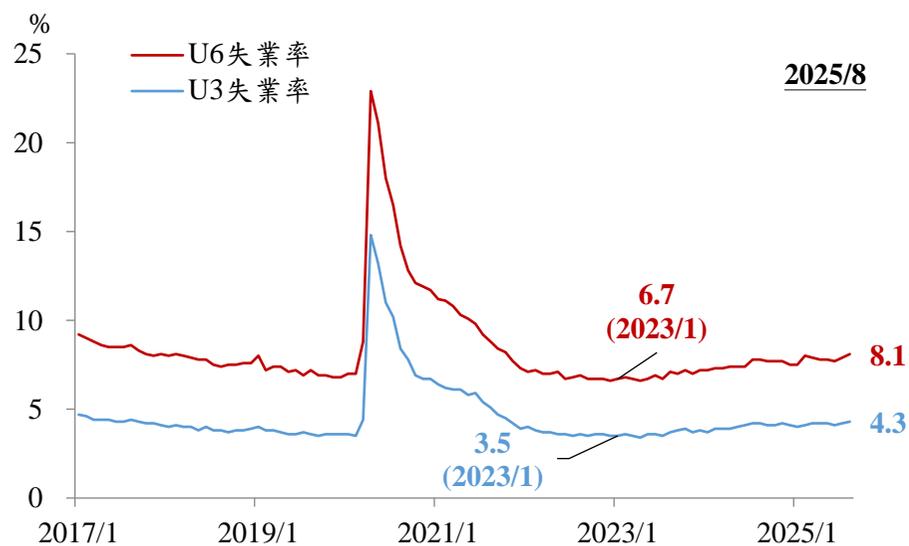
Fed 主席 Jerome Powell 於 Jackson Hole 央行年會表示，美國勞動市場偏向下行風險；理事 Christopher Waller 亦指出，勞動市場如出現明顯惡化，Fed 將需採取更積極措施加以因應；勞動市場情勢為當前觀察 Fed 政策走向焦點。

### 1. 美國勞動市場放緩：美國勞動市場自接近充分就業以來，隨著經濟成長放緩，逐漸出現降溫跡象

(1) 本年 8 月失業率(U3)由本年 7 月之 4.2% 上升 0.1 個百分點至 4.3%，較 2023 年 1 月之 3.5% 上升 0.8 個百分點；廣義失業率<sup>1</sup>(U6)由本年 7 月之 7.9% 上升 0.2 個百分點至 8.1%，較 2023 年 1 月之 6.7% 上升 1.4 個百分點(圖 1)。

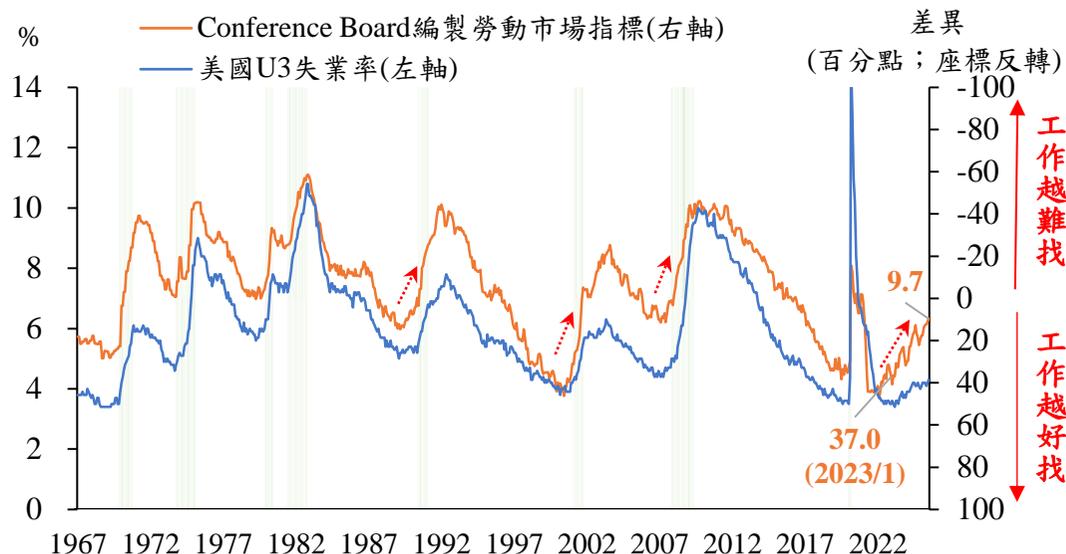
(2) 美國 Conference Board 勞動市場差異指標近期呈下跌趨勢，勞工認為工作難找比例上升<sup>2</sup>，亦佐證勞動市場逐漸降溫；先前經濟衰退前常出現此現象，而本年 8 月指標自 2023 年 1 月之 37.0 降至 9.7，下跌趨勢明顯(圖 2)。

圖 1 美國 U3 及 U6 失業率



資料來源：Bloomberg

圖 2 Conference Board 勞動市場差異指標與失業率



註：綠色陰影部分為 NBER 定義之美國經濟衰退期間。

資料來源：Bloomberg

<sup>1</sup> U3 失業率僅考慮積極找工作且有能力工作但未能找到工作者；U6 失業率則將想工作而未找工作但隨時可開始工作者及目前兼職但想找全職工作者亦納入計算。

<sup>2</sup> 美國 Conference Board 勞動市場差異指標係指 Conference Board 訪查工作眾多(jobs plentiful)指數減掉工作難找(hard-to-get)指數之淨差異，該指標數值越大表示，工作機會眾多，勞動需求較大；指標數值愈低，顯示工作越難找。長期而言，此指標走勢變化與失業率變化呈明顯相關。

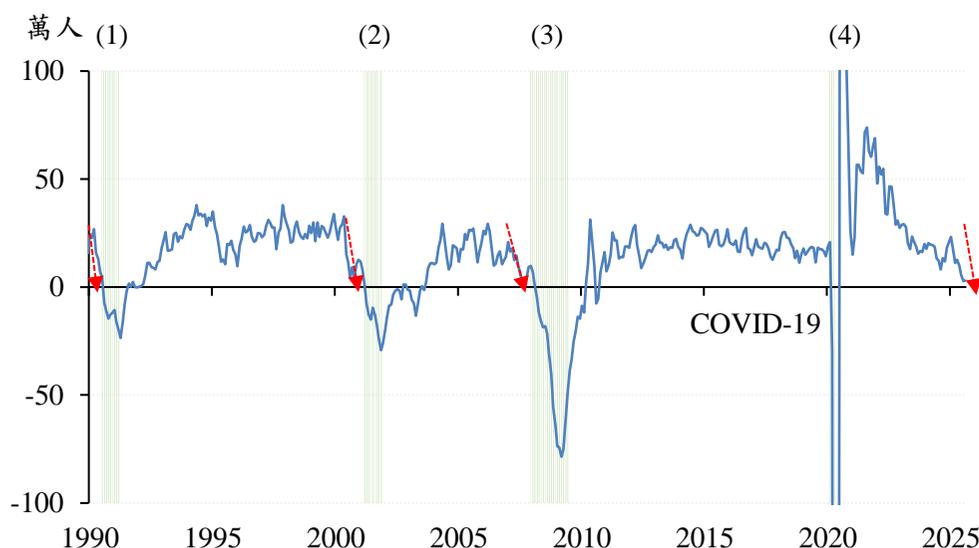
## 2. 美國非農就業新增人數遠低於預期，且 3 個月移動平均增幅出現逐步下滑現象

(1) 本年 8 月美國非農就業新增人數初值為 2.2 萬人，遠低於市場預期之 7.5 萬人，且低於本年 7 月修正後之 7.9 萬人；而過去 3 個月非農就業新增人數平均僅 2.9 萬人，為 2020 年 6 月以來最低，顯示美國勞動市場降溫趨勢明顯。

(2) 自 1990 年以來，美國非農就業新增人數之 3 個月移動平均值與經濟衰退有明顯關係(圖 3)。資料顯示，每次經濟衰退前，非農就業成長通常會先趨緩，尤其一旦 3 個月移動平均增幅出現逐步下滑現象，甚至可能迅速由正轉負陷入經濟衰退<sup>3</sup>(表 1)，主要係反映企業在景氣走弱或惡化時，除傾向減少招聘(職缺減少)外，並放緩人力擴張，甚或裁員。

— 以 1990 年儲貸危機(表 1 (1))、2001 年科技泡沫破裂(表 1 (2))及 2008 年全球金融危機(表 1 (3))為例，美國非農就業新增人數之 3 個月移動平均值皆在衰退前夕出現快速走弱，並在衰退期間出現負值(裁員)。

圖 3 1990 年迄今美國非農就業新增人數 3 個月移動平均 表 1 美國非農就業新增人數 3 個月移動平均值在經濟衰退前後表現



註：綠色陰影部分為 NBER 定義之美國經濟衰退期間。

資料來源：Bloomberg

	經濟衰退期間	經濟衰退前 1 個月	開始發生衰退當月	發生衰退後 1 個月	發生衰退後 3 個月
(1)	1990/7-1991/3	7.0	4.7	-7.4	-14.6
(2)	2001/3-2001/11	7.7	1.2	-8.2	-15.1
(3)	2007/12-2009/6	9.3	9.8	7.1	-4.6
(4)	2020/2-2020/4	19.0	20.8	-30.0	-641.7

單位：萬人

資料來源：Bloomberg

<sup>3</sup> 高盛估計，目前維持失業率穩定所需之非農就業新增人數降至約 9 萬，並可能於本年底降至 7 萬，低於 2024 年初期之 20 萬。Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Ronnie Walker, Manuel Abecasis, Elsie Peng and Jessica Rindels (2025), "US Daily: June Immigration Update: Stabilizing," *Goldman Sachs Economics Research*, Jul. 21。

### 3. 當前美國職缺對失業比(Vacancy/Unemployment ratio)隱含裁員數及失業率將快速增加

- (1)在經濟衰退時，**勞動需求(即可得工作機會=職缺數+就業數)**將**小於勞動供給(即勞動力=失業人口+就業數)**，勞動市場惡化，失業人口攀升；而在經濟復甦時，勞動需求將大於供給，勞動市場則呈緊俏(圖 4)。
- (2)基此，可用**美國職缺對失業比**做為評估**勞動市場情勢**之重要指標。當**該值高時**，代表**平均每位失業人口對應更多職缺數**，顯示**勞動需求強勁**，市場緊俏；**該值下降**則**反映就業機會減少**或**失業人口增加**，**勞動市場放緩**。
- (3)近年勞動市場一度因供需失衡而呈緊俏，惟在疫情緩和及 Fed 啟動升息下，勞動市場放緩，目前供需趨於平衡；而**職缺對失業比**已由疫情後高峰約**2.0**回落至疫情前大致平衡之水準<sup>4</sup>；近日 Fed 理事 **Waller** 認為<sup>5</sup>，倘若勞動市場**加速降溫**，**企業勞動需求大幅減緩**，或將引發**裁員並導致失業率攀升**，**美國勞動市場存在惡化風險**(圖 5)。

圖 4 美國勞動需求、勞動供給及失業人口

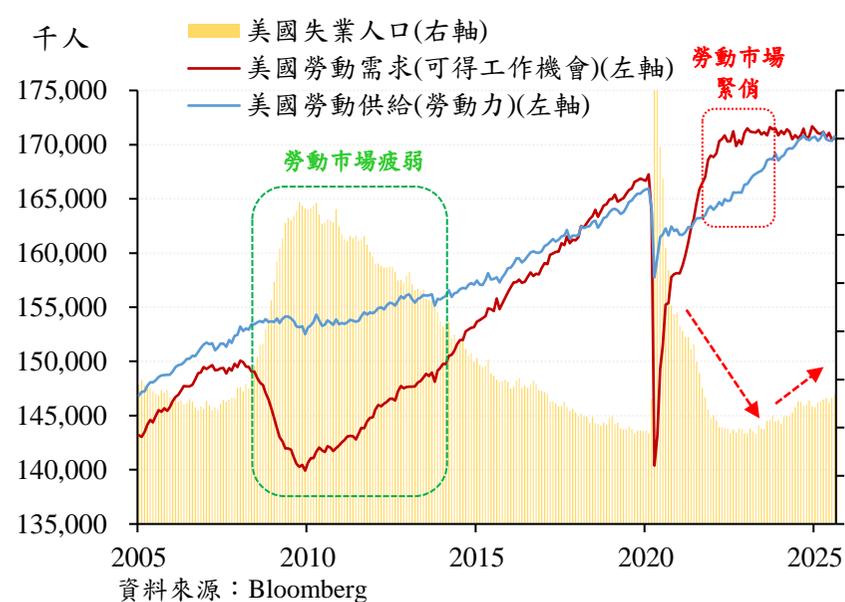
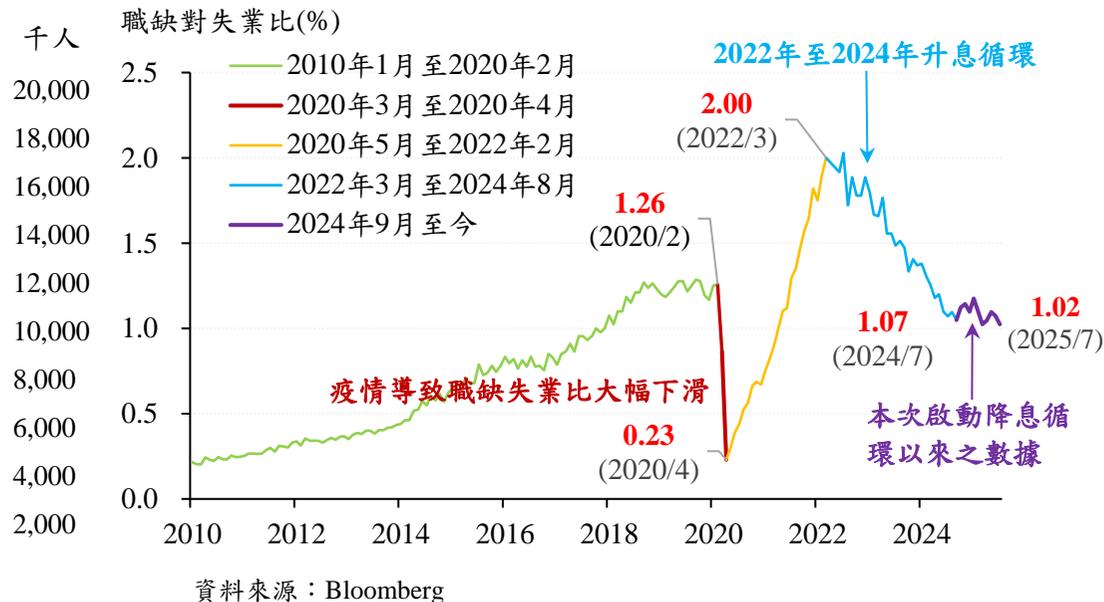


圖 5 美國職缺對失業比



<sup>4</sup> Mutikani, Lucia (2025), "US Labor Market Softening as Job Openings Hit 10-Month Low, Hiring Remains Tepid," *Reuters News*, Sep. 4.

<sup>5</sup> Waller, Christopher (2025), "The Effects of Tariffs on the Three I's: Inflation, Inflation Persistence, and Inflation Expectations," 2025 Bank of Korea International Conference Remarks, Jun. 1.

#### 4. 從美國貝弗里奇曲線(Beveridge curve)看美國勞動市場：職缺率續降恐將使失業率上升

(1)美國貝弗里奇曲線以失業率為橫軸、職缺率<sup>6</sup>為縱軸，可描繪勞動市場之供需狀態或緊俏程度。

(2)一般而言，貝弗里奇曲線呈負斜率。然而，曲線位置及形狀會隨經濟週期、政策變動及結構性因素而發生位移或斜率變化，透過觀察其動態變化，可進一步分析勞動市場緊俏程度及潛在失業壓力<sup>7</sup>。

① 2010年至2020年初：勞動市場自金融危機修復，伴隨職缺率回升，失業率下降(圖6 綠色點，由右下方往左上方移動)。

② 2020年3月至2020年4月：惟疫情爆發後，職缺率略下滑而失業率快速攀升(紅色點)，反映疫情封鎖對勞動市場之衝擊。

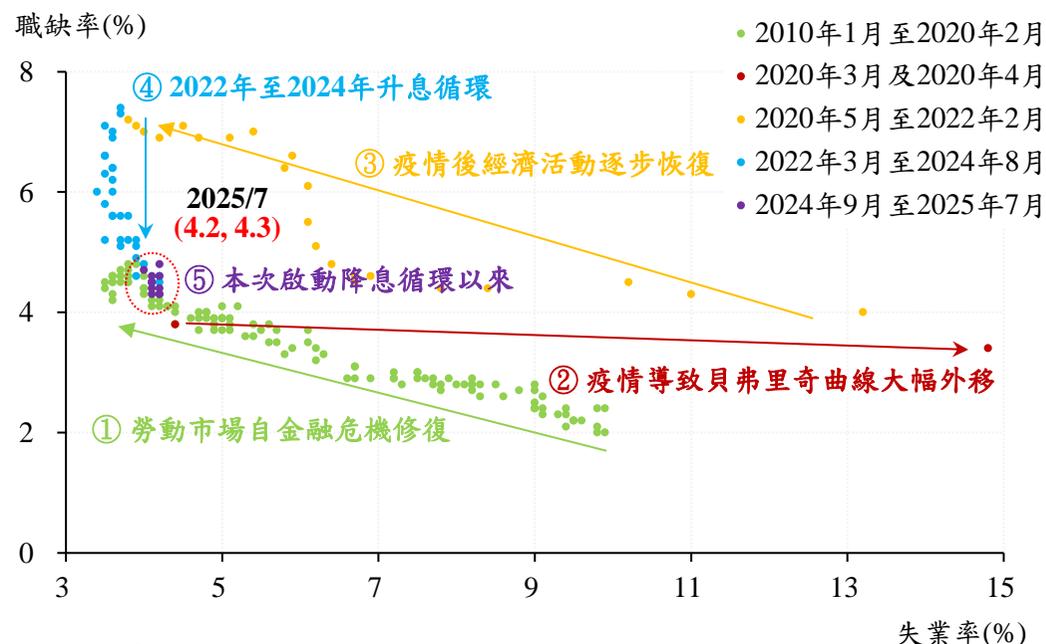
③ 2020年5月至2022年初：隨經濟活動逐步恢復，企業勞動需求殷切，職缺率快速回升，失業率亦顯著回落(黃色點)。

④ 2022年3月Fed升息後：勞動需求降溫，職缺率自高點回落，惟失業率變化不大(藍色點)。

⑤ 上年9月Fed降息迄今：職缺率緩慢下降，失業率開始微幅上升(紫色點)，顯示勞動市場已面臨轉折點，似回到疫情前貝弗里奇曲線之趨勢(綠色點)。

—未來如景氣下行風險升溫及勞動市場持續惡化，在企業減少聘雇下，職缺率下降，將伴隨失業率大幅攀升之風險(如綠色點由左上方往右下方移動)。

圖6 美國貝弗里奇曲線



<sup>6</sup> 失業率=失業人口/勞動力\*100%；職缺率=職缺數/勞動力\*100%。

<sup>7</sup> Fed理事Waller對貝弗里奇曲線有獨到見解，相關分析可參見中央銀行(2022)，「當前美國經濟動能、就業情勢及通膨走勢之評估」，央行理監事會後記者會參考資料，12月15日；中央銀行(2023)，「當前主要經濟體勞動市場變化對薪資、通膨之影響及貨幣政策展望」，央行理監事會後記者會參考資料，9月21日。

## 5. 多項美國勞動市場指標顯示當前美國勞動市場已較 2019 年疲弱

(1) 本年 8 月 Fed 主席 Powell 於全球央行年會指出，過去一年來勞動市場多項指標略呈轉弱<sup>8</sup>。

(2) 如觀察各項勞動市場指標最新數據，幾乎均較上年 7 月或 2019 年全年平均值為弱(表 2)：

- 除解雇率較疫情前為佳外，職缺率、雇用率、辭職率<sup>9</sup>及職缺對失業比均回到疫情前水準，亦較上年 7 月為差；
- Conference Board 勞動市場差異指標<sup>10</sup>、Kansas Fed 勞動市場狀況指數(LMCI)<sup>11</sup>及失業率與自然失業率差距<sup>12</sup>等指標亦均不及疫情前水準及上年 7 月時水準。

(3) 本年 7 月全美 50 州中合計 23 州失業率高於其 2019 年平均；同月合計 28 州觸及 Sahm Rule 門檻<sup>13</sup>。

表 2 美國勞動市場觀察指標

	最新值 (1)	2024/7 (2)	2019 年平均 (3)	差異 (4)=(1)-(3)	相較 2019 年 指標情況
解雇率 (越低越好)	1.1% (2025/7)	1.1%	1.2%	-0.1 個百分點	未惡化
職缺率 (越高越好)	4.3% (2025/7)	4.6%	4.5%	-0.2 個百分點	惡化
雇用率 (越高越好)	3.3% (2025/7)	3.5%	3.9%	-0.6 個百分點	惡化
辭職率 (越低越好)	2.0% (2025/7)	2.1%	2.3%	-0.3 個百分點	惡化
職缺對失業比 (越高越好)	1.02 (2025/7)	1.07	1.23	-0.21	惡化
Conference Board 勞動市場差異指標(越高越好)	9.7 (2025/8)	16.4	33.2	-23.5	惡化
Kansas Fed 勞動市場狀況指數(LMCI)(越高越好)	0.25 (2025/8)	0.53	0.95	-0.70	惡化
失業率減自然失業率 (差距越小越好)	-0.1 個百分點 (2025/8)	-0.2 個百分點	-0.9 個百分點	0.8 個百分點	惡化

資料來源：本行整理；Kansas Fed

<sup>8</sup> 如辭職率、職缺對失業比及名目薪資成長率等均呈轉弱；惟 Powell 亦指出，近期失業率上揚，主要係反映雇用率下滑，並非如過去景氣低迷期間由解雇率上揚所帶動(請參見 Powell, Jerome (2025), “Monetary Policy and the Fed’s Framework Review,” Jackson Hole Remarks, Aug. 22)。

<sup>9</sup> 雇用率(hire rate)：當月總雇用人次/整體勞動市場就業人數；辭職率(quit rate)：當月辭職人次/整體勞動市場就業人數。

<sup>10</sup> 請參見附註 2。

<sup>11</sup> 原文全名為 labor market conditions index，該指標係 Kansas Fed 綜合美國就業人口比率、勞動力參與率、失業率、職位空缺數、離職率、初領失業救濟金人數等 24 項勞動市場指標編製。

<sup>12</sup> 此處以美國 U3 失業率扣除國會預算辦公室(CBO)估計之自然失業率計算，當兩者差距越大，表示勞動市場趨於疲弱。

<sup>13</sup> Fed 前經濟學家 Claudia Sahm 曾提出，如果 U3 失業率之 3 個月移動平均值比過去 12 個月之最低點高出 0.5 個百分點或以上，隱含經濟面臨衰退風險。

## (二)由菲利浦曲線觀察 Fed「物價穩定」及「充分就業」雙重法定職責

1. 儘管住宅通膨下降，惟因川普政府加徵關稅，導致近期核心商品通膨明顯上揚，核心服務通膨亦位於高點，美國通膨放緩速度變慢

(1)COVID-19 疫情期間美國政府祭出極寬鬆貨幣及擴張性財政等政策，導致疫情復甦後美國通膨大幅上揚，至上年似呈下降趨勢；惟川普總統就任後推行關稅及減稅政策，導致美國通膨似又開始反彈上升(圖 7)，且市場憂慮加徵關稅效果非一次性，可能長期推升美國通膨及通膨預期。

(2)Fed 主席 Powell 認為，美國核心通膨可拆解成 3 個部分：核心商品通膨、住宅通膨及核心服務(不含住宅)通膨(圖 8)。

—**核心商品通膨**於疫情復甦後竄升，Fed 大幅升息後持續下降且一度呈現負值，為通膨率可以快速下降主因；惟在川普上任推行關稅政策後，**核心商品通膨**再次上揚，使**整體通膨**略呈回溫。

—**住宅通膨**於亦曾一度居高不下，**近期呈下降趨勢**，3 個月變動年率已降至接近疫情前之水準。

—**核心服務(不含住宅)通膨**仍居高不下，且仍逾 2015 至 2019 年平均之 2.0%，為近年通膨具僵固性之主因。

圖 7 美國整體及核心 PCE 通膨

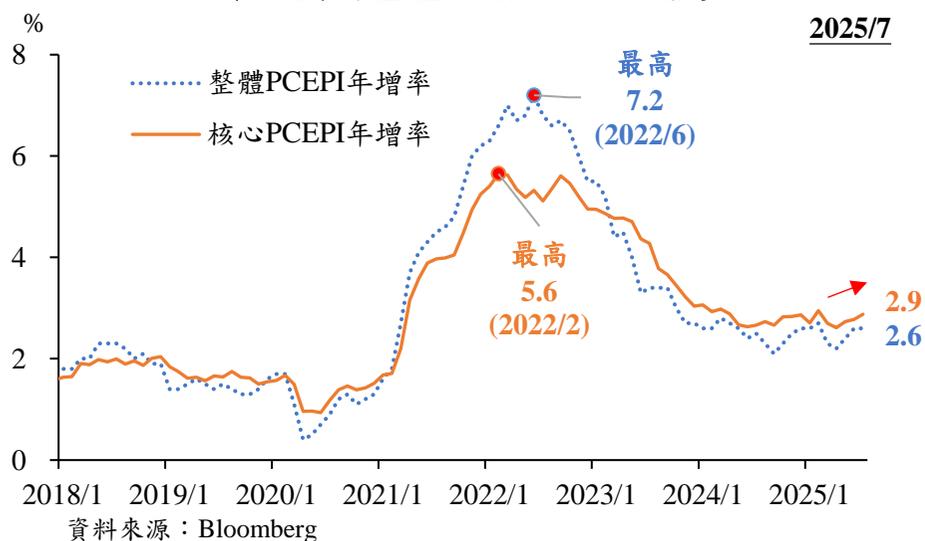
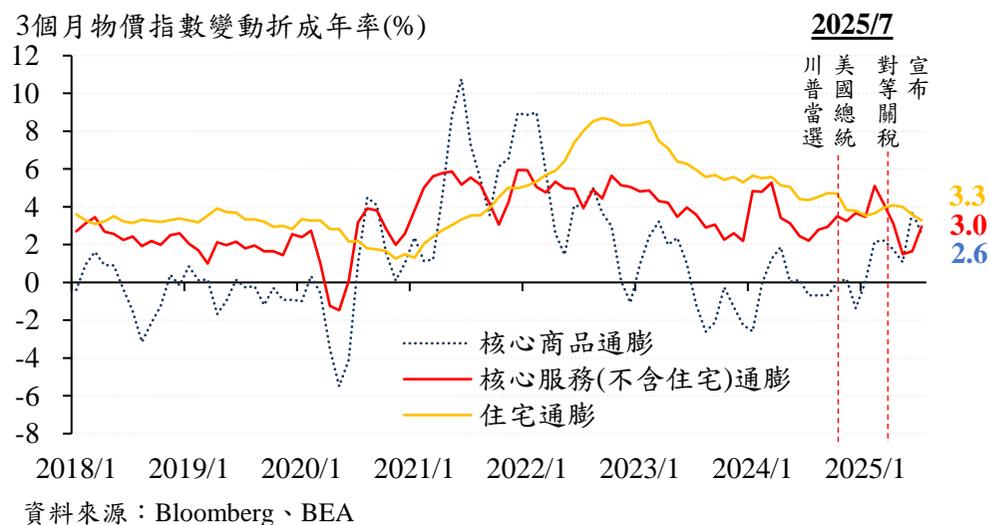


圖 8 美國核心商品通膨、核心服務通膨及住宅通膨



## 2. 目前勞動市場平均時薪成長率逐漸下降，惟仍高於 Fed 物價穩定相對應之 3.0%~3.5% 區間

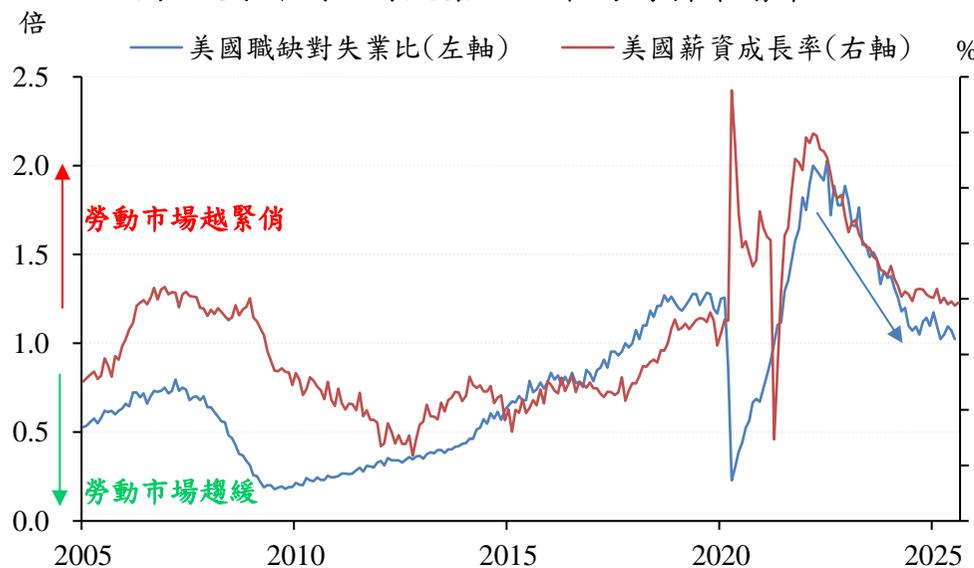
(1) 勞動市場供需情勢與時薪年增率息息相關，亦即，當職缺對失業比呈上升趨勢時，將因勞動市場緊俏，平均時薪年增率亦呈上揚；而在勞動市場放緩時，即職缺對失業比呈下降趨勢時，平均時薪年增率亦趨緩(圖 9)。

—2021 年疫情復甦後：疫情期間美國推出極寬鬆貨幣及擴張性財政等政策，加上防疫措施解封，帶動勞動需求強勁，職缺對失業比大幅攀升，時薪年增率亦迅速上升；

—2022 年起 Fed 快速升息：勞動市場逐漸放緩，時薪年增率亦隨職缺對失業比下降而逐漸下降。

(2) 本年 8 月美國平均時薪年增率已降至 3.7%(圖 10)，惟仍高於 Fed 認定 2% 通膨目標對應之時薪年增率 3.0%~3.5%；由於平均時薪成長動能為核心服務類通膨加速或減緩之關鍵，且由前述分析可知，目前此項目之通膨率仍偏高並具僵固性，在當前關稅政策影響之不確定性下，未來平均時薪年增率是否隨勞動市場趨緩而下滑，為目前 Fed 貨幣政策決策成員討論之焦點。

圖 9 美國職缺對失業比及平均時薪年增率



資料來源：Bloomberg

圖 10 美國平均時薪年增率



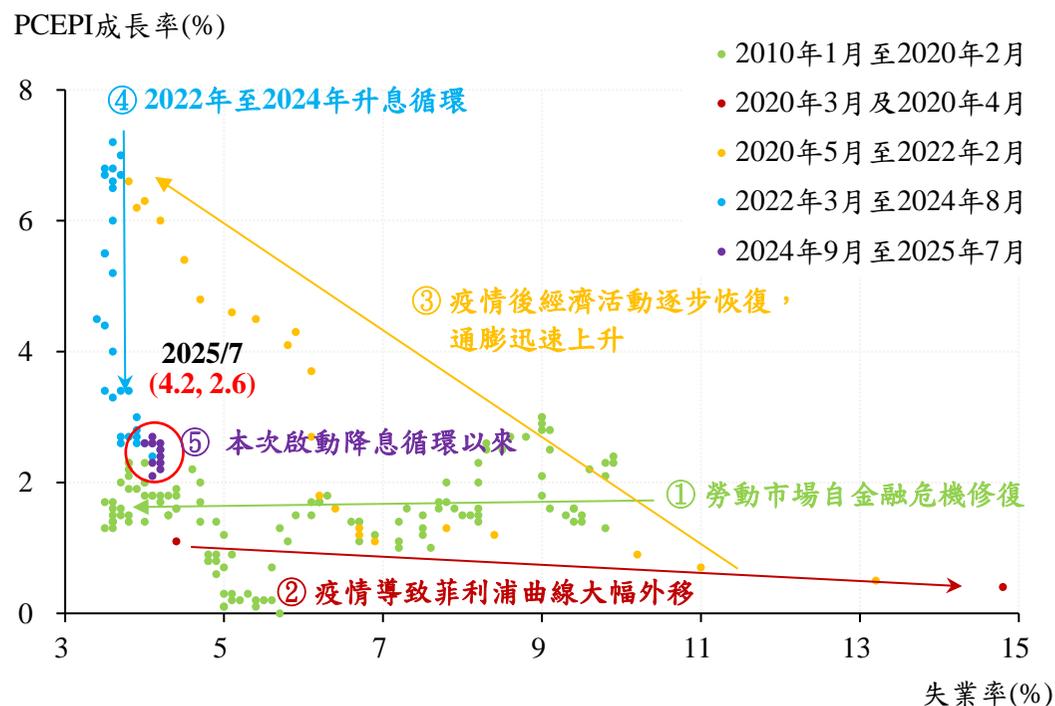
資料來源：Bloomberg

### 3. 美國菲利普曲線似已回到疫情前軌跡，若勞動市場持續趨緩，可能透過時薪成長率下降帶動通膨下降

- ①2008 年全球金融危機以後至 2020 年 COVID-19 疫情爆發前，美國經濟持續好轉、失業率下降，惟通膨無顯著上升，係處在低經濟成長、低通膨、低利率之長期停滯困境(secular stagnation)，菲利普曲線呈平坦化(圖 11 綠色點)。
- ②2020 年美國因 COVID-19 疫情及防疫措施導致失業率驟升，菲利普曲線相較 2019 年以前軌跡大幅外移(紅色點)。
- ③疫情復甦後，美國政府祭出極寬鬆貨幣及擴張性財政政策，失業率快速下降；惟因疫情所引發之全球供應鏈瓶頸(supply bottleneck)問題，加上俄烏戰爭爆發，致美國通膨快速攀升，菲利普曲線沿黃色點向左上方移動。
- ④Fed 為因應高通膨於 2022 年 3 月開啟升息循環，加以供應鏈瓶頸問題緩解，通膨呈下降趨勢，此期間失業率並未上升，曲線大致沿藍色點呈垂直向下移動。之後，隨政策緊縮效果浮現，伴隨通膨下降，失業率略呈上升。
- ⑤自 2024 年 9 月 Fed 啟動降息以來，曲線位置(紫色點)變化不大；目前曲線已接近疫情前平坦化軌跡(綠色點)。

- 未來如勞動市場持續放緩，失業率上升，核心服務通膨可望因平均時薪年增率下降而下降；
- 惟加徵關稅對通膨影響之幅度、持續性及是否引發薪資-物價螺旋上升(wage-price spiral)，為通膨能否降至 2% 目標區之隱憂。

圖 11 美國菲利普曲線



資料來源：Bloomberg

### (三) 泰勒法則隱含 Fed 降息空間有限，Fed 將在勞動市場與通膨間尋求平衡

近期 Fed 成員對降息步調看法呈現分歧，部分成員重視勞動市場疲弱及失業率上升，認為應提前行動以避免陷入經濟衰退；惟亦有部分成員關注通膨放緩進展之不確定性，尤其關注服務通膨放緩停滯及關稅推升物價之壓力，主張調降利率時應謹慎；綜合兩派意見，Fed 較可能漸進式調整貨幣政策，逐步降息至中性利率水準(表 3)。

表 3 近期具投票權之 FOMC 與會成員言論彙總

日期	FOMC 與會成員	評論
2025.8.9	理事 Michelle Bowman	近期數據顯示勞動市場疲弱，且認為關稅政策將不會引發持續性通膨，爰本年適合降息 3 次。
2025.8.21	Kansas City Fed 總裁 Jeffrey Schmid	鑑於通膨仍高於 Fed 2% 目標，且勞動市場尚屬穩健，目前似乎無需急於降息；倘若要調整貨幣政策立場，須有明確數據支持。
2025.8.22	主席 Jerome Powell	勞動市場供需處同步放緩之脆弱平衡關係，勞動市場下行風險正在增加；目前 Fed 貨幣政策立場已較一年前更接近中性利率水準，惟仍處於限制性水準，而隨著經濟前景及風險平衡之變化，Fed 可能需進一步調整貨幣政策立場。
2025.8.22	St. Louis Fed 總裁 Alberto Musalem	鑑於通膨仍高於 Fed 之 2% 目標且預期將持續上升，而勞動市場風險尚未顯現，在決定是否支持 Fed 於 9 月 16 日至 17 日會議降息前，需更多數據佐證。
2025.8.23	Boston Fed 總裁 Susan Collins	倘若 9 月 FOMC 會議前之數據顯示勞動市場下行風險上升，且相較通膨持續偏高之風險更為明顯，則近期適合開始調整政策立場。
2025.9.3	理事 Christopher Waller	鑑於通膨接近 2% 目標且上行風險有限，勞動市場疲軟，Fed 應於 9 月降息，且未來幾個月可能將多次降息。
2025.9.4	New York Fed 總裁 John Williams	倘若經濟符合其目前預測，即明(2026)年失業率小幅上升與通膨放緩，政策利率可隨時間逐步下降至中性立場；惟其未透露 Fed 應何時啟動降息。
2025.9.5	Chicago Fed 總裁 Austan Goolsbee	仍未決定 9 月是否為降息合適時機，並指出未來公布之 8 月 CPI 通膨數據為其決策關鍵依據。

## 1. 目前政策利率與中性利率水準相比仍具限制性，未來 Fed 似將緩步降息

(1) 實質中性利率(real neutral rate)係指在經濟成長和潛在產出趨勢成長一致之下，維持通膨穩定之實質利率水準。

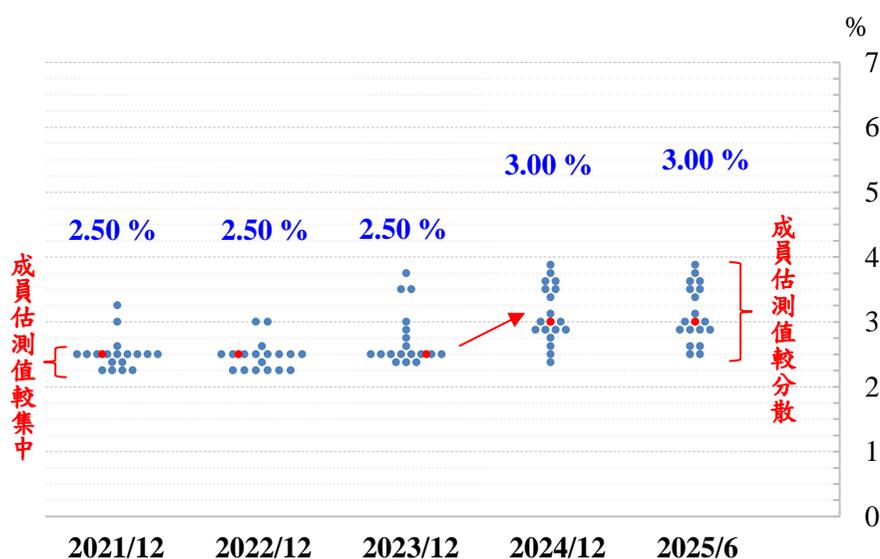
— 實質政策利率 > 實質中性利率，貨幣政策立場相對緊縮，往往可使通膨趨緩，惟可能導致經濟成長降溫。

— 實質政策利率 < 實質中性利率，貨幣政策立場相對寬鬆，有助於刺激經濟成長，惟可能導致通膨上揚。

(2) FOMC 經濟估測(Summary of Economic Projections, SEP)較長期政策利率(longer run)預測值，常被視為觀察 FOMC 與會成員對較長期中性利率(neutral rate)看法之指標；數據顯示，自上年起，FOMC 與會成員對較長期政策利率預測值，無論就平均數或中位數，均呈現逐漸上升(圖 12 及圖 13)。

— 目前政策利率區間 4.25%~4.50% 高於前述平均值(3.11%)或中位數(3%)，顯示目前政策利率水準仍具限制性。

圖 12 FOMC 成員對長期政策利率預測



資料來源：Fed

圖 13 SEP 對長期利率預測之平均數與中位數



資料來源：Fed

## 2. 泰勒法則(Taylor Rule)隱含 Fed 目前降息空間有限；惟倘若美國失業率持續上升，降息空間將擴大

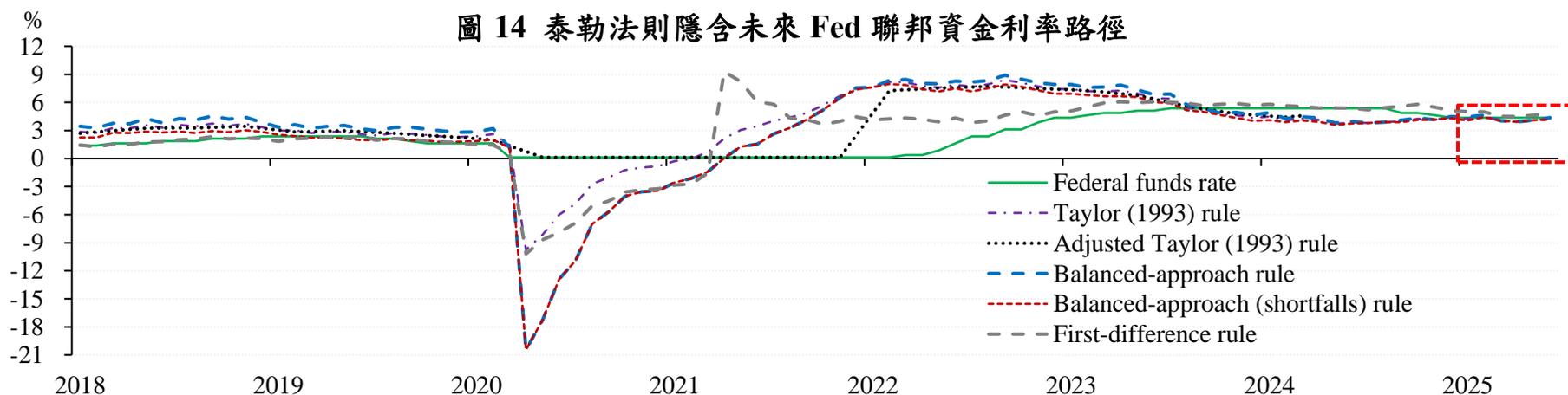
(1) 泰勒法則係描述央行制定政策利率之行為法則<sup>14</sup>(參見附表：Fed 貨幣政策報告提及之 5 種泰勒法則公式)，典型公式<sup>15</sup>為  $R_t = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi_t^{LR}) + (\mu_t^{LR} - \mu_t)$ ，即當前**最適聯邦資金利率水準**，可依據**長期名目中中性利率(即長期實質中性利率加通膨率)**、**通膨缺口(當前通膨率扣除通膨目標)**及**失業率缺口(自然失業率扣除當前失業率)**計算得之。

—倘若**通膨缺口為正值(當前通膨率逾通膨目標)**或**失業率缺口為正值(當前失業率低於自然失業率)**，顯示面臨通膨或經濟過熱風險，隱含政策利率似偏低，Fed 應**調升政策利率**；

—倘若**通膨缺口為負值**或**失業率缺口為負值**，顯示面臨通縮或經濟疲軟風險，則隱含 Fed 有**調降政策利率**空間。

(2) 自全球融危機後，**泰勒法則**並不被視為可用以解釋 Fed 政策利率水準之依據，主要反映**零利率底限**及 Fed 改採行**非傳統貨幣政策**等因素；惟**近年來**隨美國經濟似已走出長期停滯，加以通膨持續逾 Fed 政策目標，泰勒法則**重新被用來檢視 Fed 貨幣政策之鬆緊程度**。

—近半年 Fed 維持聯邦資金利率於**4.38%**，與泰勒法則推估之水準**4.39%****差距不大**(圖 14 及次頁表 4)，顯示其**政策合理性**。



註：本處較長期中性利率、失業率及通膨目標均取自歷次 FOMC 經濟估測(SEP)，資料更新至本年 6 月底；惟 Adjusted Taylor (1993) rule 數值沿用本年 6 月 Fed 貨幣政策報告資料。

資料來源：Fed; Bloomberg; 本行自行計算

<sup>14</sup> Taylor, John (1993), “Discretion versus Policy Rules in Practice,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Dec.

<sup>15</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System (2025), “Monetary Policy Report,” Jun. 20.

(3)近年泰勒法則可作為觀察 Fed 貨幣政策走向之參考指標(表 4)

— 上年 6 月底聯邦資金利率水準 **5.38%** 明顯高於 5 種泰勒法則隱含最適聯邦資金利率水準平均值 **4.22%**(3.75~5.39%)，兩者差距 **1.16 個百分點**，隱含當時政策利率水準具限制性，Fed 具 **4~5 碼之降息空間**。

— 上年 6 月至 12 月 Fed 共降息 4 碼，至上年 12 月底聯邦資金利率水準 **4.38%** 與 5 種泰勒法則隱含最適聯邦資金利率平均值 **4.54%**(4.30~5.11%) 之差距僅 **-0.17 個百分點**，隱含當時政策利率水準已不具限制性，自此 Fed 停止降息。

(4)如美國勞動市場轉弱，失業率續升，Fed 將有降息空間(表 4 之情境分析)：在美國核心通膨率持平目前(7 月)水準 **2.9%** 下，失業率上升至 **4.5%**(本年 6 月 FOMC 經濟估測對本年第 4 季失業率預期之中位數)，Fed 有降息空間，泰勒法則推估最適聯邦資金利率為 **3.99%**，降息幅度為 **0.38 個百分點**(1~2 碼)；若失業率攀升至 **4.7%**，則最適聯邦資金利率將降至 **3.67%**，降息幅度擴大至 **0.71 個百分點**(約 3 碼)。

表 4 聯邦資金利率與 5 種 Taylor Rule 最適聯邦資金利率之比較(含情境分析)

單位：%；百分點

時點	當時聯邦資金利率水準 (1)	5 種泰勒法則公式					不同泰勒法則之平均值 (2)	差異 (3)=(1)-(2)
		Taylor (1993) rule	Balanced- approach rule	Balanced- approach (shortfalls) rule	Adjusted Taylor (1993) rule	First- difference rule		
2024 年 6 月	5.38	3.85	3.95	3.75	4.16	5.39	4.22	1.16
2024 年 12 月	4.38	4.40	4.50	4.30	4.41	5.11	4.54	-0.17
2025 年 6 月	4.38	4.26	4.36	4.16		4.76	4.39	-0.01
失業率上升之情境分析 (假設核心通膨維持 2025 年 7 月水準)								
情境 1：失業率 4.5%	目前 4.38	4.02	3.72	3.72		4.51	3.99	0.38
情境 2：失業率 4.7%	目前 4.38	3.82	3.32	3.32		4.21	3.67	0.71

註 1：本處較長期中性利率、失業率及通膨目標均取自歷次 FOMC 經濟估測(SEP)，資料更新至本年 6 月底；惟 Adjusted Taylor (1993) rule 數值沿用本年 6 月 Fed 貨幣政策報告資料。情境分析均假設通膨率維持本年 7 月水準。

註 2：當時聯邦資金利率-最適聯邦資金利率值；數值為正，隱含 Fed 具降息空間；數值為負，則隱含 Fed 降息空間有限。

資料來源：Fed; Bloomberg

#### (四)未來 Fed 政策展望觀察重點

##### 1. 近期 Fed 成員對降息步調看法呈現分歧(詳表 3)，Fed 內部支持降息者因近期美國勞動市場轉弱而增加

隨著 Fed 主席 Jerome Powell 任期將於明年 5 月屆滿，市場關注繼任人選可能帶來政策轉向，也使 Fed 內部對降息分歧更受矚目。

- (1)本年以來政策利率區間維持 4.25%~4.50%水準，惟本年 7 月 FOMC 會議中，理事 Christopher Waller 及 Michelle Bowman 因認為應降息 1 碼而投反對票(自 1993 年以來首次 2 位理事投反對票)，顯示 Fed 內部分歧逐漸擴大。
- (2)本年 8 月 Fed 主席 Powell 於 Jackson Hole 演說中，表示「Fed 目標之風險平衡似在轉變」、「勞動市場下行風險上升」、「可能需進一步調整貨幣政策立場」，暗示貨幣政策由物價穩定優先轉向更加平衡之雙重法定職責。
- (3)總統川普多次公開批評 Powell，並暗示將尋求更「配合」之繼任者。本年 9 月，其指出白宮經濟顧問 Kevin Hassett、現任理事 Christopher Waller 與前理事 Kevin Warsh 為最後候選名單<sup>16</sup>(表 5)。川普人選偏好凸顯其對貨幣政策高度影響力。3 位潛在人選皆展現不同程度鴿派立場，與川普推動寬鬆政策主張相契合。

表 5 潛在 Fed 主席人選貨幣政策立場

潛在人選	職位	對目前 Fed 政策看法	主張
Kevin Warsh	Fed 前理事	批評 Fed 利率過高，形容其為錯誤政策 阻礙經濟	支持降息，並搭配其他改革措施， 加速實體經濟發展
Kevin Hassett	國家經濟委員會主席	認為 Fed 利率過高拖累經濟，與川普經 濟政策立場高度一致	傾向支持更寬鬆貨幣政策
Christopher Waller	Fed 現任理事	批評 Fed 降息「過於謹慎」，應更積極 因應經濟下行風險	在 2025 年 7 月 FOMC 會議中支持 降息 1 碼

資料來源：本行整理

<sup>16</sup> 參考 Wingrove, Josh (2025), “Trump Says Hassett, Warsh and Waller Are Finalists for Fed Chair,” *Bloomberg News*, Sep. 6 ; Derby, Michael S. (2025), “Weakening US Jobs Market Hits Center of Fed Rate Policy Debate,” *Reuters News*, Aug. 2。

## 2. 觀察美國加徵關稅及移民政策等新政及新興科技之後續影響

當前川普政策大幅調整關稅與移民政策，且近年經濟及金融市場頗受新興科技(如人工智慧(AI))蓬勃發展影響，部分產業勞動需求及薪資均呈成長，使勞動市場相對緊俏，亦帶來通膨壓力。然前述政策及經濟結構改變能否提升美國製造業就業及生產力、以及其對勞動市場供需及通膨之影響，目前仍具較高不確定性<sup>17</sup>。

### (1) 關稅政策

- **通膨壓力提升**：據彼得森國際經濟研究所(PIIE)<sup>18</sup>估計，課徵**10%關稅將推升物價約1.3%**，目前加徵關稅遠逾10%，通膨走勢將具較高不確定性；且如**供應鏈轉移與製造業回流過程不順**，**企業營運成本亦可能增加**。
- 美國稅務基金會(Tax Foundation)<sup>19</sup>指出，**關稅將使家庭每年多支出1,300美元**，將不利經濟成長動能及就業。

### (2) 移民政策

- **勞動力短缺與產業競爭力受損**：美國政府緊縮移民審核，減少工作簽證與庇護核准。移民在農業、建築及科技等產業占重要比重，**限制移民導致勞動力不足**，**薪資成本上升**，**增加通膨壓力並削弱產業競爭力**。

### (3) 新興科技

- **新興科技(如 AI)有助生產力提升**，此正向供給面因素將可以**提振經濟動能並緩和通膨壓力**<sup>20</sup>；惟**短期而言**，企業可能將投資之初期成本(含投資、電力消耗及高薪酬等成本)，轉嫁給消費者，進而**推升通膨**。
- **New York Fed** 調查雖顯示，目前人工智慧對整體經濟及勞動市場影響**尚屬溫和**<sup>21</sup>；但因當前金融市場深受相關產業所提振，未來如產業前景或獲利不如預期，可能對金融市場出現較大負面衝擊，進而影響相關產業之人力需求(職缺數下降、甚或裁員)，致失業率有快速上升之風險。

<sup>17</sup> Fed 主席在本年 6 月參議院聽證會表示，人工智慧對美國經濟的影響目前可能還不大，惟它有潛力對經濟、工作場所、工人工作、公司運作方式產生真正大幅度的變化，惟其亦承認此對經濟影響的時間和後果存在巨大不確定性(參見 Bracken, Matt (2025), “Fed Chair Sees AI Creating ‘Significant Changes’ to US Workforce,” *Fedscoop*, June 26)。

<sup>18</sup> PIIE (2024), “The International Economic Implications of a Second Trump Presidency,” PIIE Working Paper, Sep.

<sup>19</sup> York, Erica and Alex Durante (2025), “Trump Tariffs: Tracking the Economic Impact of the Trump Trade War,” *Tax Foundation Research*, Sep. 5.

<sup>20</sup> 部分研究推估美國生產力可望因 AI 之運用，可能在各產業中實現每年提升 1.5 個百分點，進而出現通膨趨緩或下跌現象(參見 Chui, Michael, Eric Hazan, Roger Roberts, Alex Singla, Kate Smaje, Alex Sukharevsky, Lareina Yee and Rodney Zimmel (2023), “The Economic Potential of Generative AI: The Next Productivity Frontier,” McKinsey Global Institute, Jun. 14; Ellingrud, Kweilin, Saurabh Sanghvi, Gurneet Singh Dandona, Anu Madgavkar, Michael Chui, Olivia White and Paige Hasebe (2023), “Generative AI and the Future of Work in America,” McKinsey Global Institute, Jul. 26)。

<sup>21</sup> 調查結果顯示，僅 25~40%採用人工智慧之企業已因應相關趨勢，對人力做出調整，因此對於整體勞動市場之潛在影響尚屬溫和，且目前未導致就業大幅減少。(參見 Abel, Jaison R., Richard Deitz, Natalia Emanuel, Ben Hyman and Nick Montalbano (2025), “Are Businesses Scaling Back Hiring Due to AI?” *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, Sep. 4)。

### 3. 通膨預期是否良好錨定(well-anchored)

(1)目前通膨預期走勢之數據略呈分歧(圖 15、表 6)，但整體而言，當前美國通膨預期仍**錨定良好**：

一如以**市場交易數據**(market-based)觀察，本年初以來，5 及 10 年期 TIPS 債券隱含通膨率(即損益兩平通膨率)<sup>22</sup>變動有限(如 5 及 10 年期 TIPS 隱含通膨率由年初之 2.41% 及 2.36% 分別維持在 2.41% 及微幅上升至 2.37%)，顯示**投資人對中、長期通膨風險看法仍相對平穩**。

一就**調查資料**(consensus-based)而言，**短期通膨預期**(密西根大學未來 1 年通膨預期調查)較年初(3.3%)**明顯上升**(本年 7 月為 4.5%)；惟 NY Fed 類似通膨調查僅微幅上升，且 NY Fed **未來 3 及 5 年通膨調查亦大致維持穩定於 3% 水準**，但仍高於 Fed 2% 目標水準。

一另 Fed 編製之**共同通膨預期指標**(CIE)<sup>23</sup>則顯示，通膨預期自上年底之 2.12%，略上升至本年 6 月之 2.34%。

(2)如關稅及移民政策使**短期通膨預期持續升高**，未來**薪資與價格調整出現「薪資-物價螺旋」**現象可能性提高，將使 Fed 在充分就業與物價穩定間取得平衡之難度上升；惟就目前數據觀察，**通膨預期走勢略有隱憂但尚無失控現象**。

圖 15 美國長期通膨預期

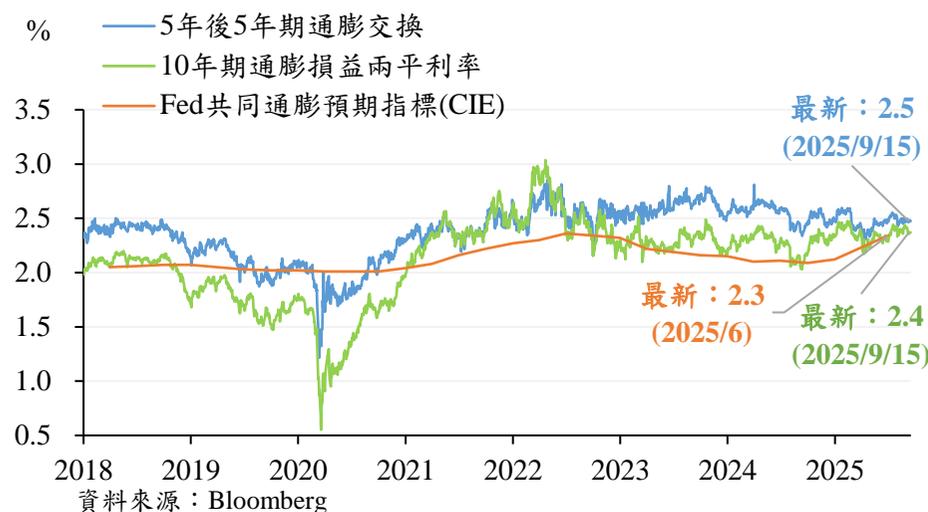


表 6 各項通膨預期指標

指標	最新數據	年初數據	趨勢評估
密西根大學未來 1 年通膨預期調查	4.5% (7 月)	3.3%	明顯上升
NY Fed 未來 1 年通膨預期中位數	3.2% (8 月)	3.0%	微幅上升
NY Fed 未來 3 年通膨預期中位數	3.0% (8 月)	3.0%	穩定
NY Fed 未來 5 年通膨預期中位數	2.9% (8 月)	3.0%	穩定
5 年期 TIPS 隱含通膨率	2.41%(9/15)	2.41%	持平
10 年期 TIPS 隱含通膨率	2.37%(9/15)	2.36%	微幅上升
Fed 共同通膨預期指標(CIE)	2.34%(6 月)	2.12%	微幅上升

資料來源：New York Fed、St. Louis Fed

<sup>22</sup> 損益兩平通膨率(Break-even Inflation Rate)為美國公債名目殖利率扣除同年期 TIPS 實質殖利率之差值，隱含市場參與者對於未來的通膨預期。

<sup>23</sup> Fed 所編製之共同通膨預期指標(Index of Common Inflation Expectation)，係彙總市場調查資訊及市場即時交易數據等評估通膨預期之綜合性指標。

附表 Fed 貨幣政策報告提及之 5 種泰勒法則公式

法則	公式*
<b>Taylor (1993) Rule</b>	$R_t^{T93} = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + (\mu_t^{LR} - \mu_t)$
<b>Balanced-approach Rule</b>	$R_t^{BA} = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + 2(\mu_t^{LR} - \mu_t)$
<b>Balanced-approach (shortfalls) Rule</b>	$R_t^{BAS} = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + 2\min\{(\mu_t^{LR} - u_t), 0\}$
<b>Adjusted Taylor (1993) Rule</b>	$R_t^{T93adj} = \max\{R_t^{T93} - Z_t, ELB\}$
<b>First-difference Rule</b>	$R_t^{FD} = R_{t-1} + 0.5(\pi_t - \pi^{LR}) + (\mu_t^{LR} - \mu_t) - (\mu_{t-4}^{LR} - \mu_{t-4})$

\*R 表示最適名目政策利率； $r^{LR}$  表示長期實質中性利率； $\pi$  表示通膨率； $\pi^{LR}$  表示通膨目標； $u$  表示失業率； $u^{LR}$  表示自然失業率；ELB 表示政策利率之有效下限(接近於零)；Z 係調整項，以彌補過去政策利率無法降至 ELB 以下所產生之累積偏離。

資料來源：Fed