

## 遠景論壇



美國商務部日前公布美國聯準會貨幣政策最重要的參考依據，即個人消費支物價指數 (PCE Index)，結果出乎預期不降反升。(圖片來源：Depositphotos)

### 關注通膨何時降比終點利率更加重要

張建一

台灣經濟研究院研究員兼院長

美國商務部 2 月 24 日公布美國聯準會(Fed)貨幣政策最重要的參考依據，即個人消費支物價指數(Personal Consumption Expenditure Price Index, PCE Index)，結果出乎預期不降反升。數據顯示，美國 2023 年 1 月 PCE 物價指數年增 5.4%，遠高於市場預期的 5%和修正後前值 5.3%；一月 PCE 物價指數月增 0.6%，高於市場預期的 0.4%與修正後前值 0.2%。Fed 最偏好的通膨指標，也就是剔除食品與能源價格



後的一月核心 PCE 物價指數年升 4.7%，高於市場預期的 4.3%，略高修正後前值 4.6%；一月核心 PCE 月增 0.6%，為去年六月以來最大漲幅，高於市場預期和上修後前值 0.4%。由此可知，美國通膨有再起的可能性。

當天數據一出，美國股市，特別是科技類股的納斯達克指數出現瞬間急殺，因為市場擔心在經濟活動強勁和通膨降溫速度比預期緩慢下，可能迫使 Fed 的升息時間比預期更久甚至幅度加大。目前利率市場認為 Fed 下個月貨幣政策會議升息 2 碼的風險正在上升。而且聯準會後聲明中強調，通膨「已經有點放緩但居高不下」，這次說法顯然與上次有所不同。市場原本期待這次 Fed 會丟出很快就要結束升息的信號，但聲明顯然讓他們失望了。而市場也將聯準會的終點利率由 5.1% 上修至 5.3%，甚至有投資機構認為將來到 6.5%。

### 通膨是由供給面與需求面同時帶動

眾所週知，這次通膨是由供給面與需求面同時帶動。就供給面而言，俄烏戰爭仍是重要影響因素。然而，當前的能源價格已不再像戰爭爆發前那麼高，特別是天然氣價格已跌回戰爭爆發前的水準；而大宗物資，包括黃豆、玉米與小麥雖有回跌，但在戰爭未停止前仍是高檔震盪。因此，美國的 PCE 亦從去年六月的 7.0% 下降至今年一月的 5.3%，核心 PCE 亦由去年二月的 5.4% 下降至去年十二月的 4.6%。

原本市場預期一月的 PCE 數據會進一步下降，但結果卻不如預期。我們認為主要原因除了能源與食品類的價格已經滲入核心 PCE，使得核心 PCE 的黏著度提高，不易大幅下跌外，美國需求面仍然強勁，特別是就業市場熱絡致使工資上漲，使得美國零售銷售仍有相當高的成長率。

### 通膨無論如何都與貨幣供給過多有關

此外，美國聯準會長期的超寬鬆貨幣政策仍是這次美國高通膨的主要原因。2008 年金融海嘯之前，Fed 的資產規模只有約 7,000 億美元，至 2023 年 3 月 1 日止則是高達 8.3 兆美元，在如此龐大的流動下，即使美國基準利率快速由 0%-0.25% 上升至 4.5%-4.75%，美國通膨未來仍將居高不下，除非經濟急速下滑。



本文認為，美國的升息與縮表仍然是必須加速進行，即使這將可能犧牲經濟成長，否則一旦通膨再起後，後來的緊縮性的貨幣政策將以更大的經濟衰退作為代價。美國經濟目前仍具有相當的韌性，聯準會應趁著此時經濟仍然穩健時採取積極必要的貨幣政策，否則走走停停的貨幣政策反而可能使美國經濟容易落入停滯性通膨的陷阱中。

### 關注通膨何時降比終點利率更加重要

美國通膨發生初期，由於 Fed 錯估情勢太晚升息，致使通膨一發不可收拾。Fed 在意識到錯誤之後快速升息，特別是最近連三次升息三碼，自去年三月以來已升息 18 碼的情況下，美國通膨雖有下降，卻也造成全球金融市場大幅震盪，而市場也一直猜測美國聯準會最後的終點利率將落於何處。

事實上，根據歷史經驗，美國過去幾次 5%-8% 的高通膨要回到其 2% 的目標區，即使可能伴隨經濟下滑，但往往必須將利率升到比 CPI 高，亦即實質利率為正且必須持續一段時間後通膨才會下來。在一月份美國 CPI 仍高達 6.4% 的情況下，準此，顯然 Fed 的基準利率將會超過 6%，距離目前的 4.75% 仍有相當升息的空間。因此，市場投資人要有心裡準備，即使美國聯準會往往會與市場進行溝通，但畢竟對聯準會而言，關注美國通膨何時回落比其終點利率更加重要。

---

編按：本文僅代表作者個人觀點，不代表遠景基金會之政策與立場。



### 財團法人兩岸交流遠景基金會

本基金會為研究國際政經情勢之民間學術智庫，旨在針對國際政經情勢及戰略與安全等領域，將學術研究成果具體轉化為政策研析，作為我政府參考，深化學術研究能量，並增進與國際重要智庫交流與互訪。

臺北市汀州路三段 60 巷 1 號

Tel: 886-2-23654366

Fax: 886-2-23679193

<http://www.pf.org.tw>

