

應對成本推動的通脹 美國加息不是解方



文 | 劉憶如 台灣大學財務金融系兼任教授

美國最新3月整體消費者物價指數(CPI)年增率3.3%，較2月的2.4%大幅躍增。剔除能源與糧食價格後的核心CPI年增率2.6%，則僅較2月的2.5%小幅上漲，傳達的信息是能源價格帶來的「外溢效應」尚未浮現。

推升這波物價上漲的主力當然是震盪劇烈的能源市場。3月整體能源指數單月上揚10.9%，其中汽油價格飆漲21.2%，而與工業生產及物流高度相關的燃料油更出現30.7%的驚人漲幅。單是油價上漲這一項就貢獻了3月整體CPI將近四分之三的增长，因此這是一次典型的「成本推動型」物價上漲。

能源是百業的基礎，油價上漲遲早會順着供應鏈往下游蔓延。市場之所以如此關心油價，是因為它會透過運輸、化工、電力、塑膠、肥料與食品，逐步擴散為更全面的成本推升。因此雖然中東衝突目前已暫時停火並進入協議階段，但這一輪油價急升為全球經濟帶來的陰影並未消散。未來至少半年之間，企業應會陸續將增加的成本轉嫁給商品及服務的終端消費者；核心CPI的進一步補漲也因此可能只是時間的遲早。

對市場而言，眼前值得追問的，不僅是戰事是否停歇，同時也是這場由能源供應衝擊引發的價格壓力，究竟會止於短期震盪，還是進一步演變為通脹風險。但市場對通脹是否再起的最大關心，其實更是在於擔心央行是否會再度加息以對抗通脹。

面對3.3%的年通脹率，美聯儲未來的利率決策更加陷入兩難。一

般來說，若要「對症下藥」，需先分辨通脹發生的原因，探究其是否源於需求過熱，抑或是供給短缺。原因不同，對應的政策也不同。但學理上雖然很明確，實務上卻有分辨不易的困難。

例如上次2021年疫情期間爆發的通脹，其實不但源於供給不足，更也源於發行QE所帶動的需求過熱。但當時全球央行卻同時誤判情勢，誤以為主要僅源於供應鏈瓶頸，因此遲遲未見加息；期待隨着疫情過後，塞港及封城狀況消除，物價將會自然回降。也因此，以美國美聯儲為首的全球央行，皆延遲至2022年通脹衝破5%之後才開始猛力加息，對經濟因此造成較大的衝擊。

但這次的物價上漲，則很清楚是源於能源價格上漲的供給面問題，也因此不應再有誤判情況發生。而若通脹是由供給面成本推升所造成，則在供給瓶頸獲解後，物價也會逐步自行回復，屬於「暫時性通脹」的性質。也就是說，如果中東衝突能在近期內落幕，即使物價再上漲一段時間，但通脹率有可能在之後會隨着油價回穩而下降，全球各主要央行也因此可能不需加息。不過，如果油價因種種原因而維持高檔不墜，則又另當別論。

重點是，面對純粹成本帶動的通脹（而非像2021年的需求和供給共同造成的通脹），即使加息，效果也不大。因為加息並無法解決供應鏈的瓶頸問題，反倒造成企業面臨「高營運成本」及「高資金借貸成本」的雙重夾擊。若提升利率以打擊消費及投資意願，成本帶動的通脹仍然無法得到抑制，但對景氣的傷害卻會極為明顯。

目前最值得觀察的變數有兩個：一是油價在高位停留時間的長短；二是美聯儲是否在供給衝擊下做出正確的政策回應。1970年代的停滯性通脹之所以發生，不只是因為石油危機本身，而更是因為當時的央行在供給衝擊下的政策錯配，造成物價與成長壓力的彼此強化。

根據芝加哥商品交易所(CME)4月21日的FedWatch數據來看，目前市場的主流預期是美聯儲全年不降息（幾率70.1%），其次為降息1次（25.8%）；至於加息的幾率也已自宣布停火前的16.2%降到目前僅為0.4%。解鈴還須繫鈴人，成本推動造成的通脹，加息無法解決；成本的下降回歸常態，才是真正的解方。



掃碼閱讀原文