

### 三、主要經濟體貨幣政策

#### （一）先進經濟體央行維持寬鬆貨幣政策，惟釋出調整訊息

2021 年，Fed 持續維持聯邦資金利率目標區間於 0.00%~0.25% 不變，惟 11 月鑑於經濟發展朝向政策目標之達成已有顯著進展，宣布逐月縮減購債 150 億美元，12 月因考量通膨壓力上升及勞動市場進一步改善，決議自 2022 年 1 月中起，將每月購債金額加速為逐月縮減 300 億美元。

2021 年 7 月 ECB 公布貨幣政策策略檢討（strategic review）結果，確認 HICP 仍為促成物價穩定目標的適宜衡量指標，惟將量化目標由中期 HICP 年增率低於但接近 2%，調整為維持於 2% 的對稱區間。2021 年下半年歐元區 HICP 年增率超越 2%，惟 ECB 評估主要係受暫時的供需失衡因素影響，為維持寬鬆的融資成本以支撐經濟復甦，主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率分別保持於 0.00%、0.25% 及 -0.50% 不變，惟總規模達 1.85 兆歐元之 PEPP 自 10 月起逐步調降，並於 2022 年 3 月底退場；每月 200 億歐元之資產購買計畫（Asset Purchase Programme, APP）則維持不變，惟 2022 年第 2 季及第 3 季每月淨購債分別增至 400 億歐元及 300 億歐元，10 月起回復 200 億歐元，直到政策利率調升前。

日本由於景氣及通膨疲軟，BoJ 於 2021 年維持短期政策利率（銀行存放央行之新增超額準備金利率）於 -0.10%，長期利率目標（10 年期公債殖利率）於 0% 左右不變，以達成 2% 之物價穩定目標。惟鑑於疫情趨緩及金融環境改善，決議縮小因應疫情而實施之融資援助措施，總計 20 兆日圓為上限之購入商業本票（CP）與公司債措施將於 2022 年 3 月結束，4 月之後購入金額逐步降至約 5 兆日圓之疫情前水準。另一方面，為持續支援中小企業營運資金需求，對金融機構提供有利條件貸款之新型企業金融支援特別操作，則延期半年至 2022 年 9 月底。此外，並對金融機構執行因應氣候變遷之投資或融資（例如購買綠色債券或融資予進行減碳相關設備投資之企業等），提供融資利率為 0% 之資金，期間原則為 1 年。

#### （二）亞洲經濟體央行政策利率走向分歧

2021 年初中國大陸經濟持續成長，人行貨幣政策延續穩健中性基調，持續運用公開市場逆回購及中期借貸便利（Medium-term Lending Facility, MLF）操作等工具充裕市場流動性。惟下半年經濟成長放緩，加以企業經營成本增加，人行 2 度調降金融機構存款準備率共 1.00 個百分點至 8.40%、增加再貸款額度及延長小微企業貸款還本付息期限，且引導 1 年期貸款市場報價利率（Long Prime

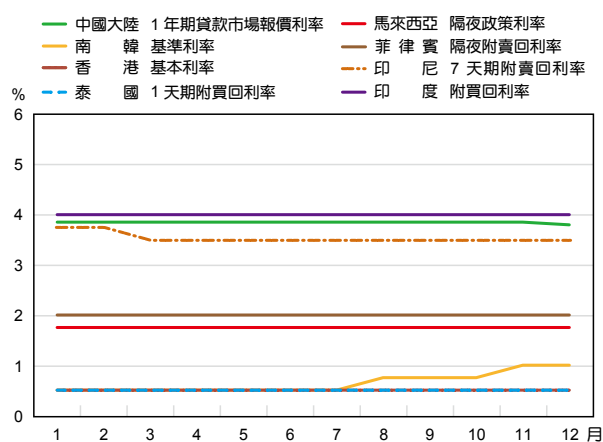
Rate, LPR) 由 3.85% 下調至 3.80%，以降低金融機構資金成本進而降低社會融資成本，並增加金融機構支持實體經濟（特別是中小微企業）發展之資金來源。

為抑制通膨及金融風險，南韓央行於 2021 年 8 月及 11 月兩度升息，將基準利率由 0.50% 調升至 1.00%；新加坡貨幣管理局（MAS）預期未來數季國內經濟成長率將高於趨勢，且通膨率續升，於 10 月決議小幅收緊貨幣政策，將 S\$NEER 政策區間之斜率（即年升值率）自零略調升，亦即引導新加坡元小幅升值。印尼央行為促進經濟成長，於 2021 年 2 月下調 7 天期附賣回利率 0.25 個百分點至 3.50%。香港、泰國、馬來西亞、菲律賓及印度等其他亞洲經濟體央行，則分別維持政策利率於 0.50%、0.50%、1.75%、2.00% 及 4.00% 不變。

### （三）其他經濟體央行因通膨升溫等因素而升息

2021 年尚有許多經濟體央行考量通膨率急升且逾其通膨目標，以及本國貨幣貶值等因素而升息（2021 年升息經濟體之政策考量因素詳專題二）。

2021 年亞洲經濟體之政策利率



註：2019 年 8 月人行進行 LPR 機制改革，LPR 成為銀行貸款之定價參考。自此，1 年期 LPR 取代 1 年期貸款基本利率，成為各界關注人行貨幣政策動向之重要利率。

資料來源：各經濟體官方網站。

## 專題二

2021 年升息經濟體之政策考量因素<sup>1</sup>

2021 年許多經濟體升息，理由多為通膨率急升且升逾其政策目標。然各經濟體經濟基本面不同，其他考量因素尚包括本國貨幣貶值、政府財政體質不佳及對外部門（external sector）脆弱等。本專欄將以巴西等 10 個經濟體進行分析<sup>2</sup>。

### 一、2019 年以來為提振景氣而大幅降息，2021 年則升息

此 10 個經濟體中，部分經濟體為激勵經濟成長已於 2019 年降息，2020 年則為因應疫情而皆大幅降息，且多降至歷史最低水準（圖 1）。直至 2021 年 3 月後，此些經濟體考量通膨率急升等因素轉而陸續升息，且其中若干經濟體如巴西、俄羅斯、智利及捷克累積升息幅度已大

於其 2019 年以來累積之降息幅度。

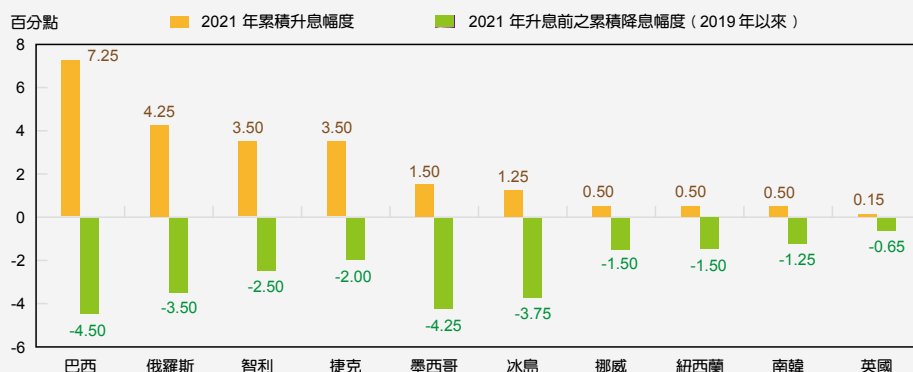
2021 年此 10 個經濟體升息次數及升息後之政策利率水準不一（圖 2），先進經濟體之挪威、紐西蘭、南韓及英國政策利率仍位於相對低檔，新興市場經濟體之巴西、俄羅斯及墨西哥則已升至相當高之水準，其餘則落在 2%~4%。

### 二、升息主要考量因素

#### （一）通膨率急升

因供應鏈瓶頸造成供給短缺，加以能源等大宗商品價格上揚，導致此些經濟體通膨率急升，如巴西 2021 年通膨率突破 10%，俄羅斯高達 8.4%，英國亦升至 2.6%，皆逾其政策目標<sup>3</sup>（圖 3），且通膨上行風險顯著。

圖 1 各經濟體升降息情況



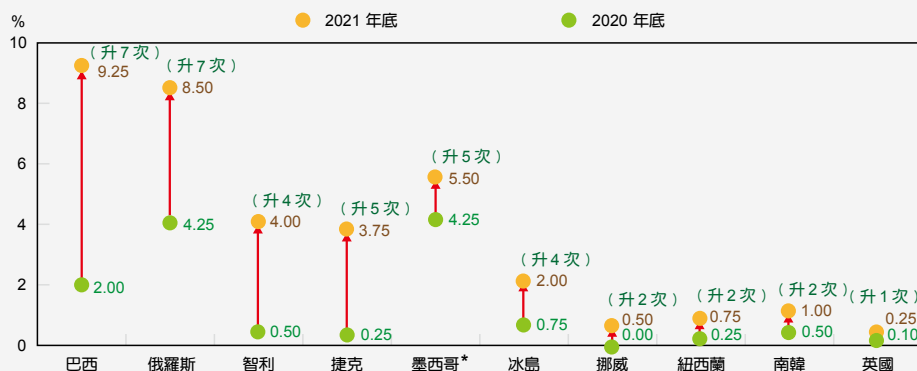
資料來源：各央行、Bloomberg。

<sup>1</sup> 主要取材自中央銀行（2021），「國際經濟金融情勢及展望」附錄「本年以來採緊縮（升息）貨幣政策經濟體之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，12 月 16 日。

<sup>2</sup> 2021 年升息經濟體包括巴西、俄羅斯、智利、捷克、墨西哥、冰島、挪威、紐西蘭、南韓、英國、哥倫比亞、多明尼加、喬治亞、迦納、匈牙利、牙買加、哈薩克、巴基斯坦、巴拉圭、秘魯、波蘭、羅馬尼亞、南非、斯里蘭卡、烏克蘭、烏拉圭、尚比亞等，囿於篇幅，僅選擇先進經濟體（依 IMF 定義）之捷克、冰島、挪威、紐西蘭、南韓、英國，及新興市場中較大之經濟體如巴西、俄羅斯、智利、墨西哥，共 10 個經濟體進行分析。

<sup>3</sup> 由於此 10 個經濟體均採用通膨目標化架構，一旦通膨率超越其政策目標區間上限，須升息使通膨率回降，並防止民眾通膨預期制約鬆動（deanchoring）。

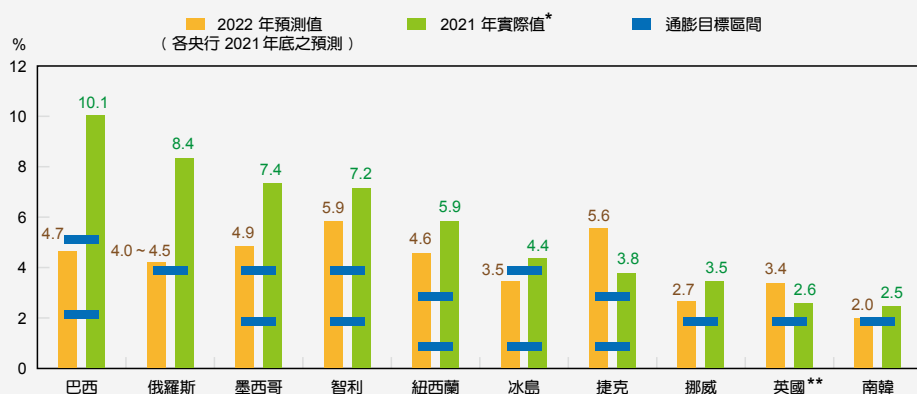
圖2 各經濟體政策利率水準及 2021 年升息次數



註：\* 墨西哥於 2021 年 2 月先降息 1 次至 4.00%，後升息 5 次至 5.50%。

資料來源：各央行、Bloomberg。

圖3 各經濟體通膨率及通膨目標區間



註：\* 通膨率除巴西為廣義國家消費者物價指數（Extended National Consumer Price Index, IPCA）年增率外，其餘均為消費者物價指數（CPI）年增率。

\*\* 英國通膨率一旦高於或低於 2% 通膨目標逾 1 個百分點，其央行總裁須提交公開信予財政部長，解釋通膨率偏離通膨目標之因及如何將通膨率拉回通膨目標。

資料來源：各統計局、各央行。

## （二）貨幣貶值

2021 年底與上年底相較，此些經濟體貨幣對美元均呈貶值（圖 4）；其中，南韓因疫情嚴峻且通膨升溫，資金持續流出投資海外低風險資產<sup>4</sup>，智利則因修憲及總統大選帶來不確定性<sup>5</sup>，幣值貶幅較大，可藉升息吸引資金流入，支撐本國貨幣匯率。

## （三）政府財政體質不佳

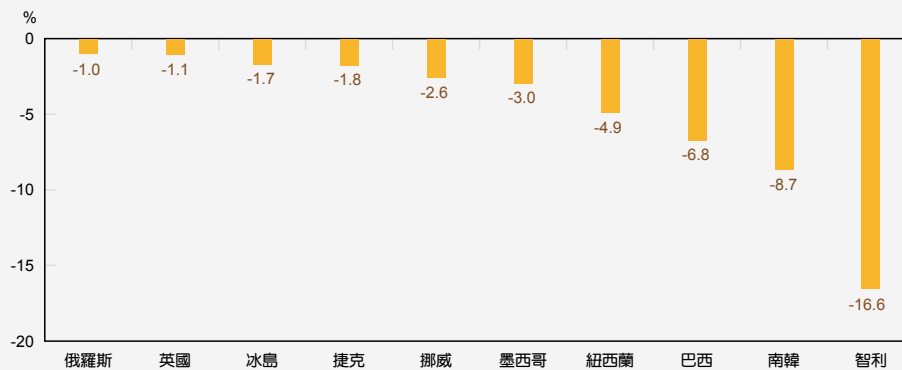
政府財政體質不佳將損及投資人信心，造成資金流出，升息可避免資金外流。此 10 個經濟體中，若干經濟體近年政府債務龐大（圖 5）且收支短絀（圖 6），財政體質不佳，例如巴西政府在疫情期間提供國民緊急援助，致政府債台高築且赤字亦高<sup>6</sup>，升息可減緩資金淨流出情形。

<sup>4</sup> 參考 Jie, Ye-Eun (2021), "Won Fades to 14-Month Low against Dollar amid Inflation Concerns," *The Korea Herald*, Oct. 12。

<sup>5</sup> 參考經濟部國際貿易局（2021），「智利政治不穩定造成智利披索持續貶值」，台灣經貿網，12 月 28 日。

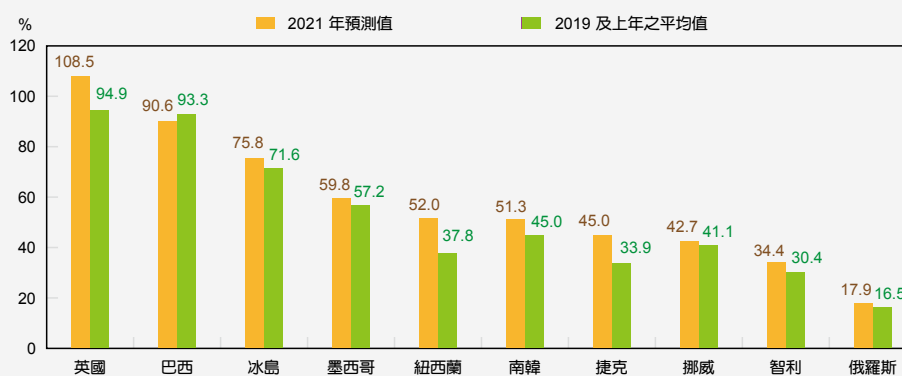
<sup>6</sup> 參考王小明（2020），「巴西 2020 年外資流出量比往年翻倍」，巴西華人資訊網，10 月 9 日。

圖4 各經濟體貨幣對美元匯率升貶幅  
(2021年底與上年底相較)



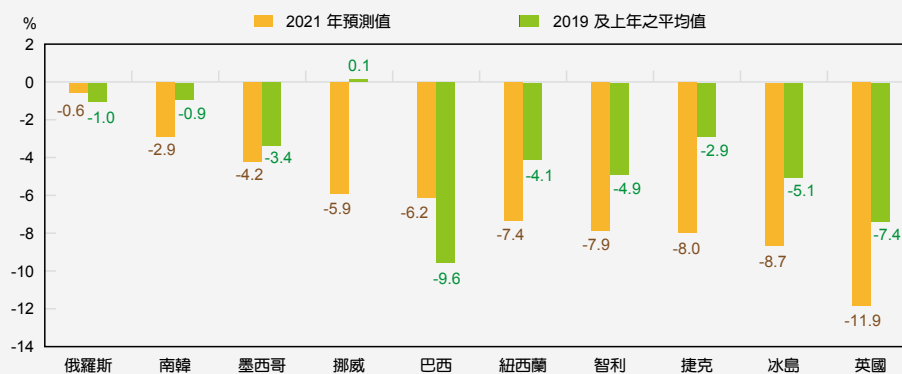
資料來源：Refinitiv Datastream。

圖5 各經濟體政府債務總額對GDP比率



資料來源：IMF (2021), World Economic Outlook Database, Oct.。

圖6 各經濟體政府淨借貸對GDP比率



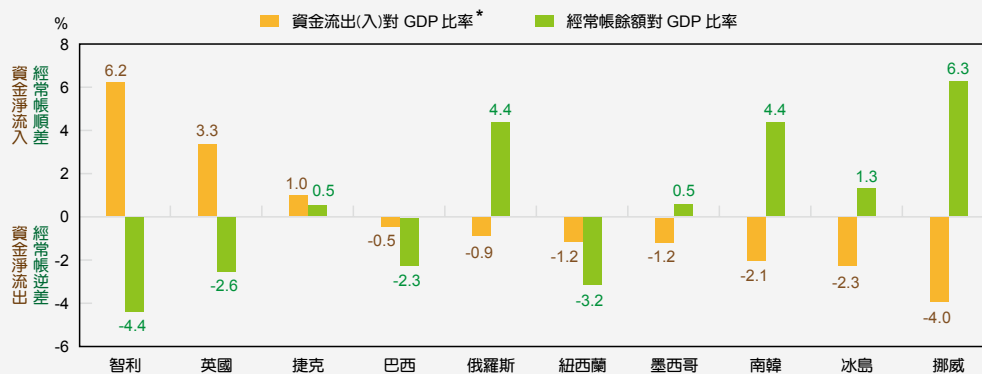
資料來源：IMF (2021), World Economic Outlook Database, Oct.。

#### （四）對外部門脆弱

紐西蘭政府近年因對涉及國家安全基礎設施之外國投資加以約束<sup>7</sup>，巴西政府則因債台高

築引發投資者擔憂，近年資金呈現淨流出，且經常帳亦呈逆差（圖7），對外部門脆弱，可藉升息促進對外部門的穩定。

圖7 各經濟體資金流出(入)及經常帳餘額對 GDP 比率  
(2019 ~ 2021 年之平均值)



註：\* 資金流出(入)對 GDP 比率為國際收支統計之金融帳下證券投資淨資產(資金淨流出)或淨負債(資金淨流入)對 GDP 之比率。  
資料來源：Refinitiv Datastream。

<sup>7</sup> 參考楊庭蓀（2019），「紐西蘭修海外投資法 財政部長替『反中』謠言澄清」，ETtoday 新聞雲，11 月 21 日。