

一、國際經濟金融情勢及展望

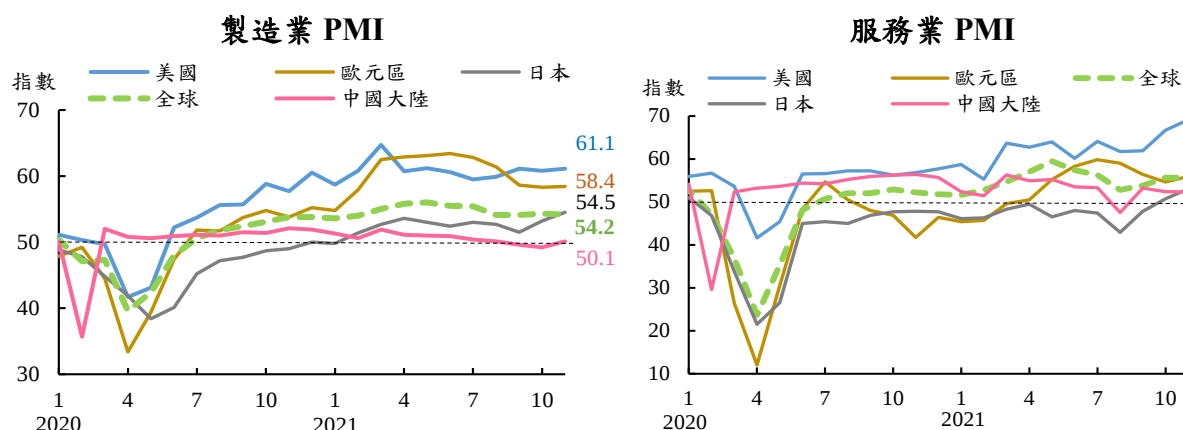
本(2021)年 9 月本行理事會會議以來，**全球經貿持續復甦**，惟**供應鏈瓶頸仍存**，美歐等經濟體**通膨續升溫**。近期市場預期美國聯準會(Fed)將加速縮減貨幣寬鬆政策，加以全球疫情再添變數，國際金融市場波動加劇，國際機構預期**明(2022)年經濟持續復甦**，惟**成長力道放緩**，且隨供應鏈失衡緩解，通膨將回穩。未來宜密切**關注全球疫情變化、主要經濟體貨幣政策動向**(尤其是**Fed 寬鬆政策之縮減情況**)及**美中關係發展**等影響全球經濟前景之不確定因素。

(一)近期全球景氣擴張速度已趨溫和，預期明年經濟成長將略緩

1. 景氣領先指標升勢放緩，預期全球經濟擴張力道將趨緩

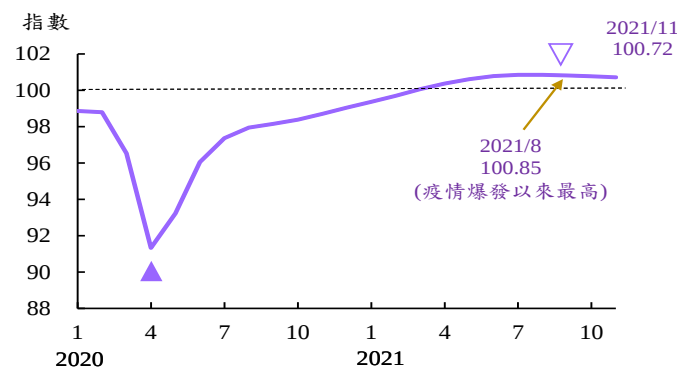
全球各地因疫情反覆，加以在晶片短缺、物流受阻，以及**缺工**等造成**供應鏈瓶頸**問題持續影響下，全球**製造業採購經理人指數(PMI)**雖在榮枯線(50)之上，惟近期擴張力道平緩，而**服務業 PMI**則隨防疫管制措施逐步放寬而略上揚(圖 1)，惟仍需持續關注疫情後續發展；近期**OECD 國家景氣綜合領先指標**升抵疫情以來高點後下滑，**預警主要經濟體經濟成長動能恐已達高峰**(圖 2)，顯示疫情發展及供應鏈問題影響景氣復甦步伐。

圖 1 主要經濟體製造業及服務業 PMI



資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

圖 2 OECD 國家景氣綜合領先指標



註：OECD 國家景氣綜合領先指標(Composite Leading Indicator, CLI)具考量景氣循環及辨識轉折點等特性，提供經濟活動轉折之早期訊號。三角形代表轉折點，通常領先經濟活動實際轉折點約 6~9 個月，實心三角形代表已確認的轉折點。

資料來源：OECD

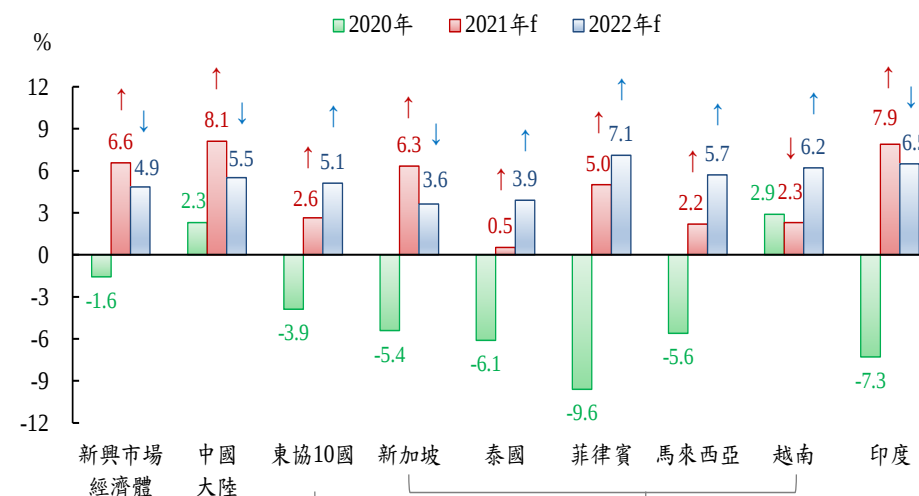
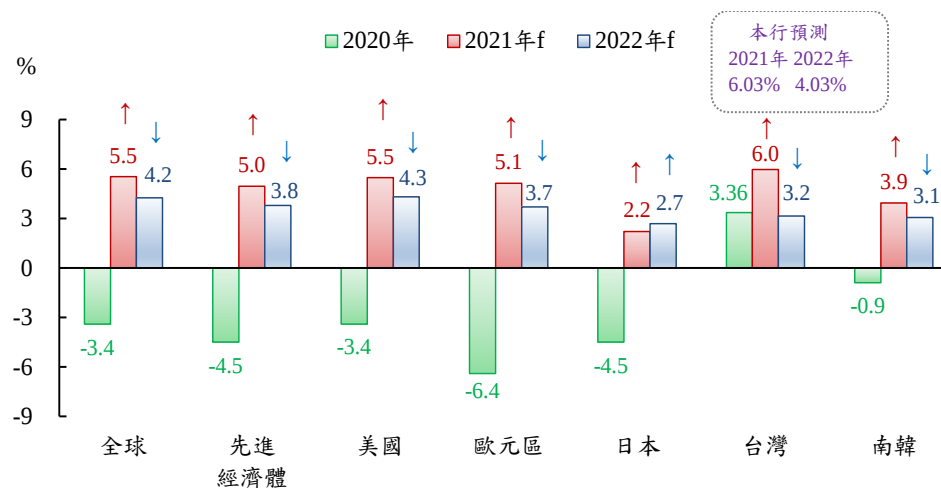
2. 本年全球經濟強勁成長，明年預測值低於本年

本年全球經濟復甦加快，貿易活動重回軌道。IMF 及 OECD 等國際機構多預測在本年高基期效應及供應鏈問題持續等因素影響下，明年經濟成長率將低於本年。

IHS Markit 預測本年全球經濟成長率由上(2020)年之-3.4%大幅升至 5.5%，主要經濟體皆大幅成長；明年經濟可望維持穩健復甦，惟面臨變種病毒擴散、供應鏈瓶頸延滯及物價持續上漲等下行風險，全球經濟成長率預測值將降至 4.2%，先進經濟體與新興市場經濟體亦分別回落至 3.8%、4.9%(圖 3)。

- 美國：需求強勁及中長期 1.2 兆美元基礎建設法案之財政激勵將續支撐成長動能，惟疫情發展、勞動供給不足與供應鏈瓶頸等改善速度，將影響復甦步伐。
- 歐元區：在疫苗普及率提高與總體政策支持下，經濟將持續復甦，惟近期變種病毒致疫情明顯升溫，高能源成本及供應鏈瓶頸等均為影響復甦之下行風險。
- 日本：新上任之岸田首相推出規模達 78.9 兆日圓之大型經濟對策，有助激勵民間消費及企業投資信心，預期經濟將逐步回溫。
- 中國大陸：由於政府嚴控疫情之措施將持續壓抑服務業及消費動能，加以產業監管及房市去槓桿政策延續，經濟恐由本年之強勁復甦降溫。

圖 3 IHS Markit 全球及主要經濟體經濟成長率預測



- 註：1. f表示預測值；↑及↓分別表示較前一年上升及下降。
2. 印度為財政年度(即當年之Q2至次年之Q1)數據。
3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

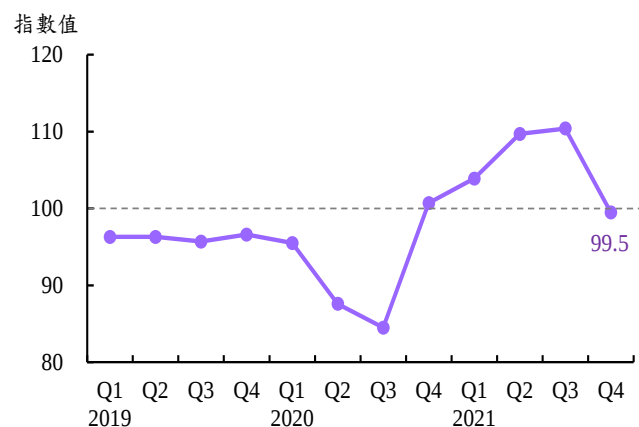
資料來源：2020年各國及歐元區實際值來自官方網站，其餘實際值與預測值均來自 IHS Markit (2021/11/15)

3. 近期商品貿易成長動能趨緩；明年全球貿易量成長率預測值將自本年高點下滑，惟貿易量可望恢復至疫情前趨勢值

在港口壅塞與生產及供應中斷等問題影響下，本年 11 月 **WTO 商品貿易指標**(Goods Trade Barometer)¹自近期高點**遽降至略低於趨勢值**(100)(圖 4)，且包括汽車生產及銷售、貨櫃港口吞吐量等多項組成指標均下滑，本年第 4 季商品貿易成長動能恐趨緩。

除商品貿易外，疫情限制跨境旅遊服務，全球服務貿易仍疲軟，IMF 因此預測**明年全球貿易量成長率**將自本年之 9.7%降至 **6.7%** (圖 5)；惟本年 12 月 **OECD 預測全球貿易量**，將於明年恢復至疫情前(2019 年)預測之趨勢值(圖 6)。

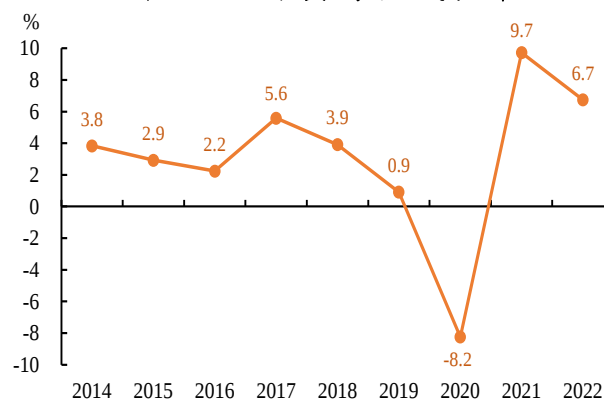
圖 4 WTO 商品貿易指標



註：1. WTO 商品貿易指標為領先指標，領先全球商品貿易量統計值 2~3 個月。
2. 本年 11 月係公布 9 月之指數值，可預示第 4 季之全球商品貿易成長狀況。

資料來源：WTO Trade Barometers News Archive

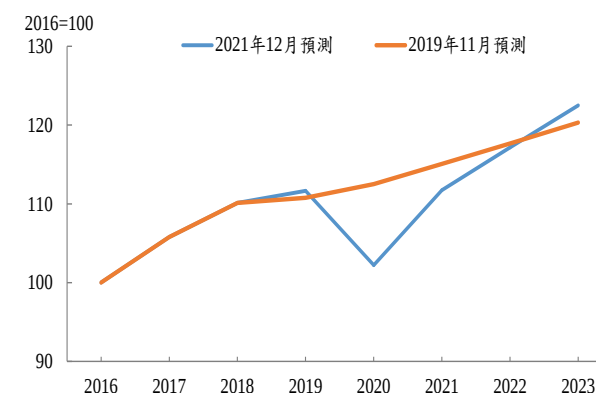
圖 5 全球貿易量成長率



註：包含商品及服務貿易。

資料來源：IMF World Economic Outlook Database (2021/10)

圖 6 全球貿易量趨勢預測



註：包含商品及服務貿易。

資料來源：OECD Economic Outlook 110 Database and 106 Database

¹ WTO 商品貿易指標係將與全球商品貿易量具高度相關及領先性之相關項目(出口訂單、國際空運量、貨櫃港口吞吐量、汽車生產與銷售量、電子零組件貿易量及農業原物料貿易量)合併之單一綜合指數，提供全球商品貿易情勢即時(real-time)資訊。

(二)近期整體國際商品價格高點下滑；主要經濟體通膨壓力續升，美國尤大，惟明年多可望稍減

1. 國際油價自高點回落，預測明年將緩步下滑；穀價震盪走升

本年 10 月以來，**石油輸出國組織與盟國(OPEC+)**維持逐步**縮減減產(即增產)**協議²，且全球**經濟復甦**及**歐洲天然氣價格大漲推升原油需求**，帶動**油價上揚**。11 月初以來，**美國原油產能**逐步**擴張**，且**美、日等國**³宣布將**釋出戰備儲油**，加以市場擔憂 **Omicron** 變異株引發嚴重疫情，進而抑制原油需求，致**油價重挫**(圖 7)。主要機構對**本年油價預測值**平均為每桶 **71.4 美元**，大幅高於上年之 41.7 美元，預期**明年在美、俄等主要產油國持續增產**下⁴，原油市場**供不應求**情勢可望**紓緩**，油價將**緩步下滑**，**全年預測值**為平均每桶 **75.2 美元**。

穀價方面，10 月中旬以來**穀價震盪走揚**，主要受美國與巴西穀物**出口需求暢旺**、主要化肥廠因能源價格飆漲紛紛減產致**肥料價格大漲**及俄羅斯擬對小麥實施**出口限額**並**調高關稅**等因素影響。代表整體國際商品價格之 **R/J CRB 期貨價格指數**隨原油等大宗商品價格波動，**呈先漲後跌走勢**(圖 8)。

圖 7 布蘭特原油現貨價格



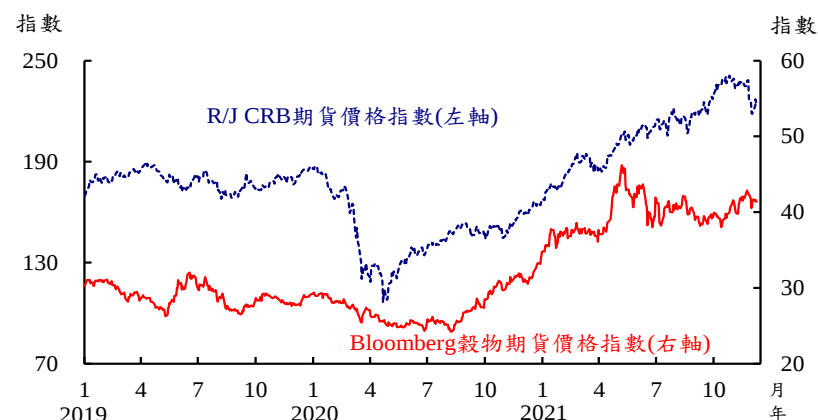
資料來源:Refinitiv Datastream

² OPEC+於本年 12 月 2 日決議明年 1 月原油日產量將持續逐月增產 40 萬桶。

³ 包括美國、日本、中國大陸、印度、英國及南韓。

⁴ 包括美國、俄羅斯、巴西、加拿大、挪威及蓋亞那等產油國。

圖 8 Bloomberg 穀物及 R/J CRB 期貨價格指數



註: 1. Bloomberg 穀物期貨價格指數係根據芝加哥期貨交易所之黃豆、小麥、玉米距到期日 3 個月期貨合約價格計算。

2. R/J CRB 期貨價格指數係由能源、穀物、牲畜、貴金屬、工業用金屬及軟性商品等 6 大類,共 19 種商品期貨價格編製而成。

資料來源: Bloomberg、Refinitiv Datastream

2. 主要經濟體通膨升溫，美國通膨壓力尤大，明年多可望稍降溫

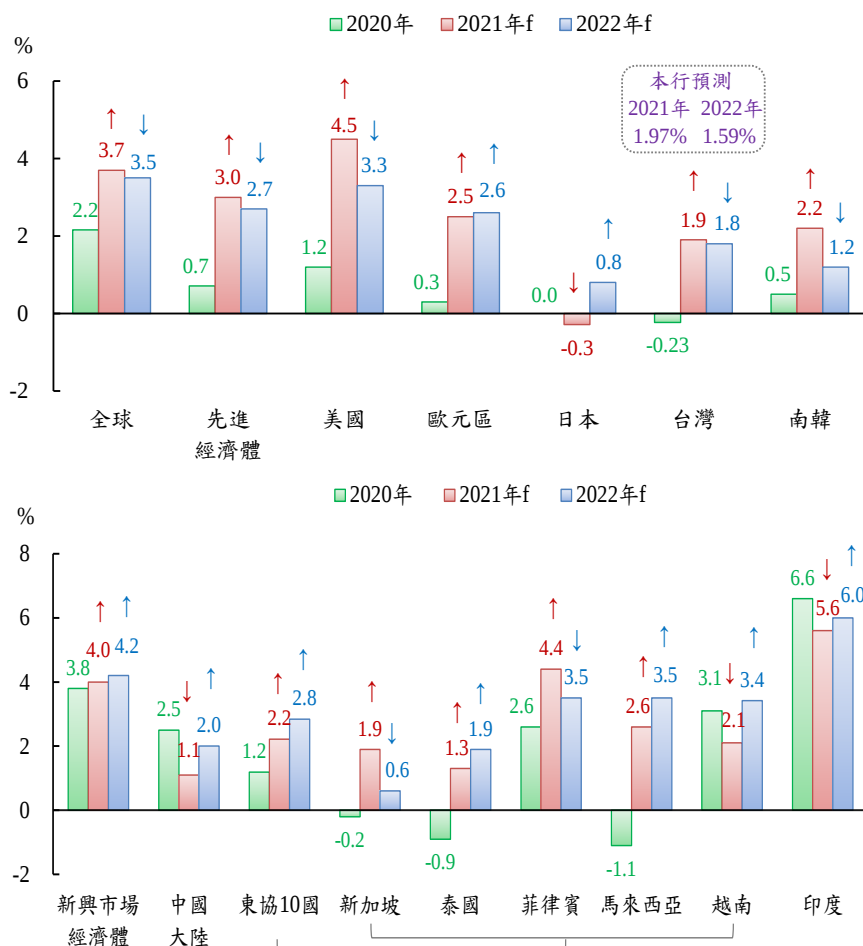
疫情爆發以來，各國**疫情控制成效對商品及服務需求面與供給面產生不同程度的影響**。近期各國**物價上漲走勢大抵反映能源價格波動幅度、供應鏈瓶頸嚴重程度、民眾商品類及服務類之消費組合變化，及政府發放現金與救助金之規模等情況**。跨國比較發現⁵，**美國商品、勞動市場供需失衡較嚴重，其近月通膨率升勢明顯，而疫情控制相對較好的亞洲國家(如台灣)，通膨率則未大幅上揚**。

IHS Markit 預測**本年全球通膨率**將由上年之 2.2%**大幅升至 3.7%**，且**主要經濟體通膨率多將高於上年**。

預期**明年在疫情可望逐步轉佳、供需失衡問題緩解，國際油價回跌下，全球通膨率預測值略降至 3.5%**，先進經濟體回降，惟新興市場經濟體則續升(圖 9)。

- **美國：本年 11 月 CPI 年增率升至 6.8%**，為近 40 年以來新高，Fed 主席 Powell 表示，供應鏈瓶頸可能持續到明年；隨供需失衡緩解，**通膨率將在明年下降**，惟**疫情發展將增添通膨的不確定性**。
- **歐元區：本年 11 月通膨率升至 4.9%**，為有紀錄以來新高。歐洲央行(ECB)總裁 Lagarde 指出，**能源價格飆漲、需求復甦超過供給、德國暫時減免增值稅(VAT)致基期較低等拉升通膨因素，明年影響將減弱**，且**供應鏈瓶頸逐漸改善，明年通膨率將開始回落**。
- **日本：本年 10 月通膨率由負轉正**，主要係**能源價格上揚**。日本央行(BoJ)黑田總裁表示，隨明年年中產出缺口轉為正值，**通膨率預計將逐漸升至 1%左右**，惟仍低於 2%通膨目標。
- **中國大陸：隨豬肉價格高漲之基期效應消退，明年通膨率將回升**。

圖 9 IHS Markit 對全球及主要經濟體通膨率之預測



- 註：1. f表示預測值；↑及↓分別表示較前一年上升及下降。
2. 印度為財政年度(即當年之 Q2 至次年之 Q1)數據。
3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：2020 年各國及歐元區實際值來自官方網站，其餘實際值與預測值均來自 IHS Markit (2021/11/15)

⁵ 詳細分析請參考本理監事會後記者會參考資料「五、當前主要經濟體物價情勢之比較及明年展望」。

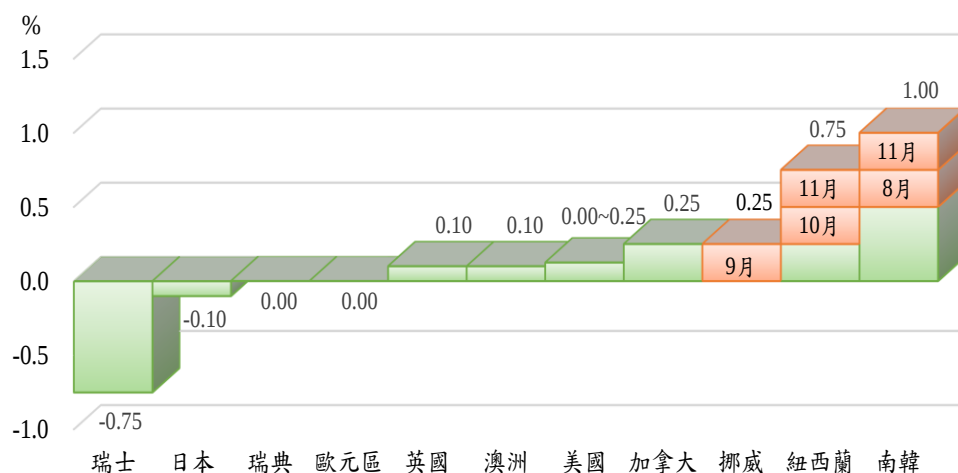
(三)主要經濟體僅 Fed 縮減購債金額，部分新興市場經濟體因抗通膨或貨幣貶值而採緊縮政策

本年 10 月以來，Fed、ECB 及 BoJ 持續維持政策利率於低水準(圖 10)；除 Fed 縮減每月購債金額，且將討論加速縮減購債外，ECB 及 BoJ 持續購債(表 1)；中國人民銀行(以下簡稱人行)則調降存款準備率以支持經濟發展。

另部分先進經濟體(如紐西蘭、南韓)因考量通膨率持續超出其通膨目標而開始升息，新加坡則略調高新加坡元名目有效匯率(S\$NEER)區間之斜率(即年升值率)，以達緊縮效果，多數先進經濟體仍維持政策利率不變(圖 10)。

本年以來數度升息者多為新興市場經濟體(圖 11)，主要理由大抵為通膨率大幅攀升、本國貨幣大幅貶值或政府財政體質不佳等因素(相關分析詳附錄)。

圖 10 當前先進經濟體政策利率水準

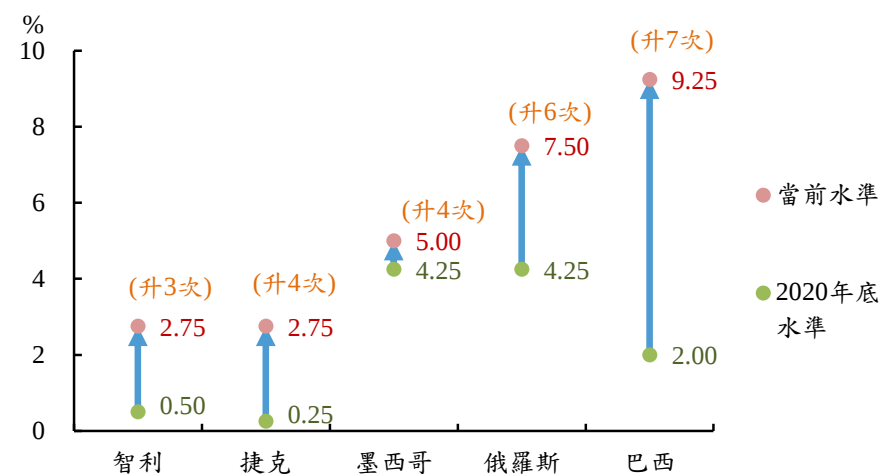


註：1. 歐元區為主要再融通操作利率。

2. 本年升息情形以橘色方塊表達，例如紐西蘭於 10 月及 11 月各升息 0.25 個百分點，目前政策利率為 0.75%。

資料來源：各央行網站(截至 12 月 10 日資料)

圖 11 本年數度升息之其他經濟體政策利率水準



註：墨西哥本年 2 月先降息 1 次，自 4.25% 至 4.00%，嗣後 4 度升息，各 0.25 個百分點，至 5.00%。

資料來源：各央行網站(截至 12 月 10 日資料)

表 1 本年 9 月本行理事會會議以來主要央行貨幣政策變動情形

央行	政策措施	內容
Fed	維持近零之政策利率不變	11 月 3 日決議維持聯邦資金利率目標區間於 0.00%~0.25%不變。
	開始逐月減少每月資產購買金額	公債每月減少 100 億美元，機構房貸抵押擔保證券(agency MBS)每月減少 50 億美元，惟若經濟前景出現變化，將再調整購債步調。
	澄清「通膨為暫時性」非指時間短暫，12 月會議將討論是否加速縮減購債	本年 11 月 30 日及 12 月 1 日主席 Powell 表示，隨供需失衡緩解，通膨率將在明年大幅下降。供應鏈瓶頸可能將持續到明年；近期疫情發展對就業及經濟活動帶來下行風險，並增加通膨的不確定性，如對病毒的恐慌可能降低勞工復工意願，進而拖累勞動市場復甦，並加劇供應鏈中斷。Powell 並澄清其所謂暫時性通膨係指通膨升溫不致產生永久性影響，而非指時間短暫，通膨持續偏高之威脅增加，或許現在是停止使用「暫時性」措辭的適當時候，隨近期美國經濟強勁且通膨壓力高，將在 12 月會議討論是否加速縮減購債，以提前數月結束該措施。儘管 Powell 預期明年下半年通膨率將走緩，惟仍指出通膨情況已更為廣泛擴散，Fed 將做好準備確保當前高通膨率不會根深柢固(entrenched)；而近期薪資雖大幅上升，惟上漲速度還未達到可能加劇通膨升溫的程度。
ECB	維持政策利率於極低水準不變	10 月 28 日決議維持主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率分別於 0.00%、0.25%及-0.50%不變。
	購債規模維持不變	每月 200 億歐元之資產購買計畫(APP)維持不變，並持續執行總規模 1.85 兆歐元之因應疫情緊急購買計畫(PEPP)至少到明年 3 月底，或 ECB 判斷疫情危機結束為止，若金融情勢足夠寬鬆，PEPP 的購債規模將不必全部用盡。
	預期明年通膨率開始回落	11 月 15 日總裁 Lagarde 表示，隨經濟持續復甦及供應鏈瓶頸緩解，預期商品及服務的價格壓力會正常化，明年薪資成長率可能較本年略提高，惟薪資物價間的第二輪效果(second-round effect)風險仍然有限。12 月 3 日重申，預期明年通膨將開始回落，明年升息的可能性不高，惟若通膨情勢符合利率前瞻指引，ECB 亦將採取必要的行動。
BoJ	維持政策利率於極低水準不變	10 月 28 日決議短期政策利率維持於-0.10%不變，且為促使長期利率目標(10 年期公債殖利率)維持於 0%左右，將持續購買公債。
	通膨仍低迷，故維持強力寬鬆貨幣政策	11 月 15 日黑田總裁表示，日本實質 GDP 預期於明年上半年大抵能恢復至疫情前(2019 年)水準，且隨明年年中產出缺口轉為正值，通膨率預計將逐漸升至 1%左右，惟仍低於 2%通膨目標，因此將維持強力寬鬆貨幣政策。
人行	調降存款準備率	12 月 6 日宣布自 12 月 15 日起全面下調金融機構存款準備率 0.50 個百分點(已執行 5%存款準備率之金融機構除外)，約可釋出長期資金 1.2 兆人民幣，主要係為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，並藉由降低金融機構資金成本進而降低社會融資成本。

資料來源：各央行網站

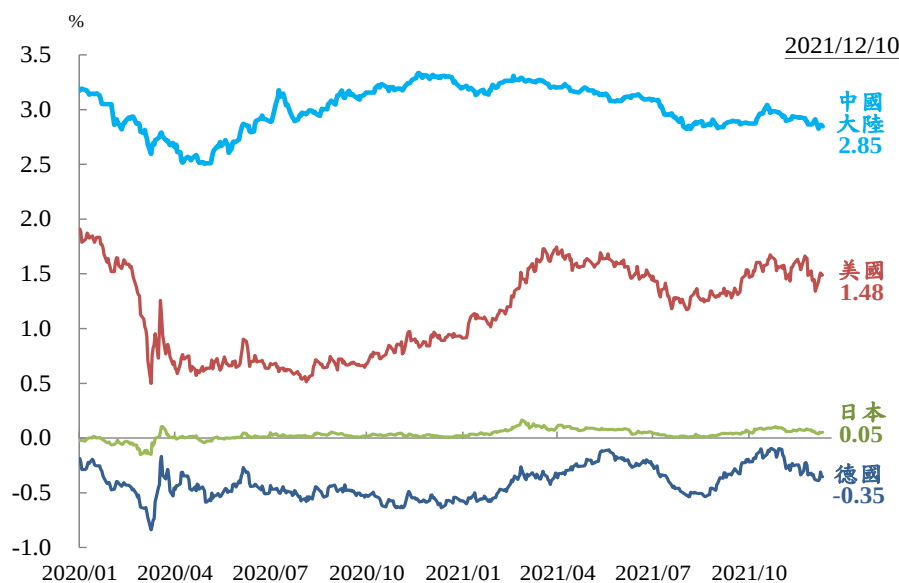
(四)主要經濟體 10 年期公債殖利率下滑，美元指數走升，股市高點震盪

1. 近期主要經濟體 10 年期公債殖利率走低，美國公債殖利率曲線趨平坦

本年 10 月以來，國際油價上漲推升通膨預期，投資人擔憂主要央行將逐步退出寬鬆政策，美國、德國、日本及中國大陸 10 年期公債殖利率大抵走揚；11 月因變種病毒來襲，恐衝擊經濟活動，且 ECB、BoJ 與人行維持寬鬆政策立場，主要經濟體 10 年期公債殖利率多自近期高點下滑(圖 12)。

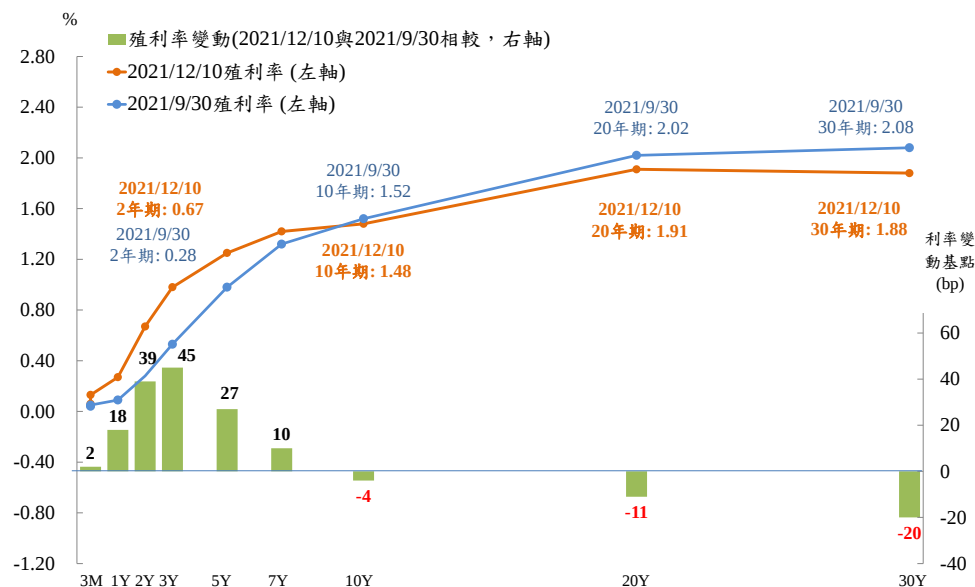
美國公債殖利率曲線近期明顯趨平坦，主因投資人一方面認為 Fed 將加速縮減購債或提前升息以維持物價穩定，致較短天期公債殖利率走升；惟此同時，變種病毒可能導致供應鏈瓶頸持續更長時間，影響經濟復甦步伐，避險資金流入長天期公債，致長天期公債殖利率走低(圖 13)。

圖 12 主要經濟體 10 年期公債殖利率



資料來源：Refinitiv Datastream、美國財政部

圖 13 美國公債殖利率曲線



資料來源：美國財政部

2. 美元指數走揚，主要國家貨幣對美元匯率升貶互見

本年 10 月以來，**美國通膨壓力持續攀升**，11 月 3 日 Fed 宣布，自 11 月中起每月縮減 150 億美元購債規模，另 11 月 30 日 Fed 主席 Powell 於國會聽證會表示，將考慮加快縮減購債速度，在 Fed 推進貨幣政策正常化的支撐下，**美元指數走揚**，12 月 10 日收於 96.10(圖 14)。10 月以來主要經濟體貨幣對美元匯率變動情形說明如下(圖 15)：

- **歐元**：**ECB 預期明年歐元區通膨率將開始回穩**，重申維持寬鬆政策立場，**歐元對美元趨貶**。
- **日圓**：**美日利差因素致日圓震盪趨貶**，日圓對美元匯率於 11 月下旬一度貶至 1 美元兌 115.43 日圓，創 2017 年 1 月以來新低，嗣因**變種病毒引發金融市場動盪**，**資金流入日圓避險**，**日圓對美元貶幅縮減**。
- **人民幣**：中國大陸景氣降溫，惟商品**出口貿易暢旺**，公債殖利率高於其他主要經濟體，吸引資金流入，**人民幣對美元震盪走升**；嗣因人行 12 月 9 日宣布**調升**金融機構外匯存款準備率 2 個百分點至 9%，人民幣**漲幅縮小**。
- **亞洲貨幣**：**亞洲國家貨幣對美元匯率升貶互見**，其中菲律賓經濟成長優於預期，加以年底海外勞工薪資匯回效應，菲律賓披索對美元升幅較大；印度則因國際能源價格走高，一度陷入缺電危機，印度盧比對美元貶幅較大。

圖 14 DXY 美元指數

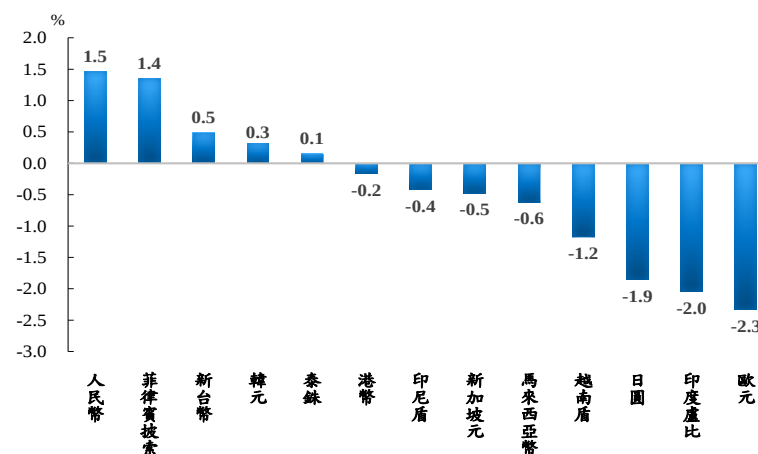


註：DXY 美元指數權重分別為歐元 57.6%、日圓 13.6%、英鎊 11.9%、加幣 9.1%、瑞典克朗 4.2%及瑞士法郎 3.6%；基期為 1973 年 3 月(=100)。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 15 主要經濟體貨幣對美元匯率之升貶幅

(本年 12 月 10 日與 9 月底比較)



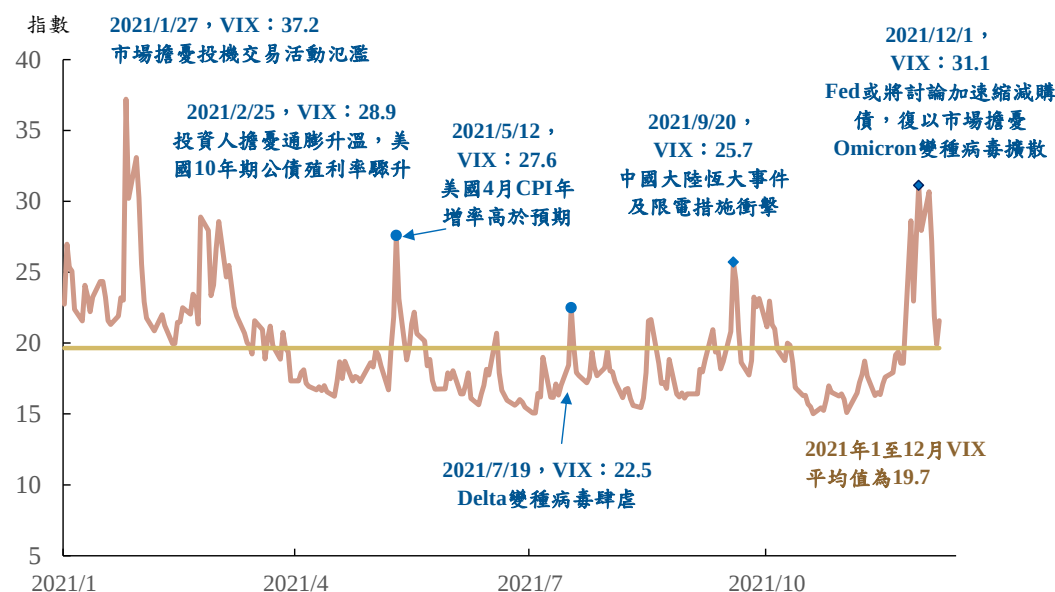
資料來源：Refinitiv Datastream、台北外匯經紀股份有限公司

3. 全球股市高點震盪，部分亞股疲軟

本年10月以來，美、歐企業財報表現良好，**新興科技應用**如元宇宙(Metaverse)、電動車等產業類股吸引資金流入，**帶動全球股市走高**；11月下旬因**Fed釋出加速縮減購債訊息**，復以**變種病毒擴散**影響，造成恐慌指數(VIX)**驟升**(圖16)，股市自高點下修，近期則因投資人擔憂情緒降溫，股市回穩。

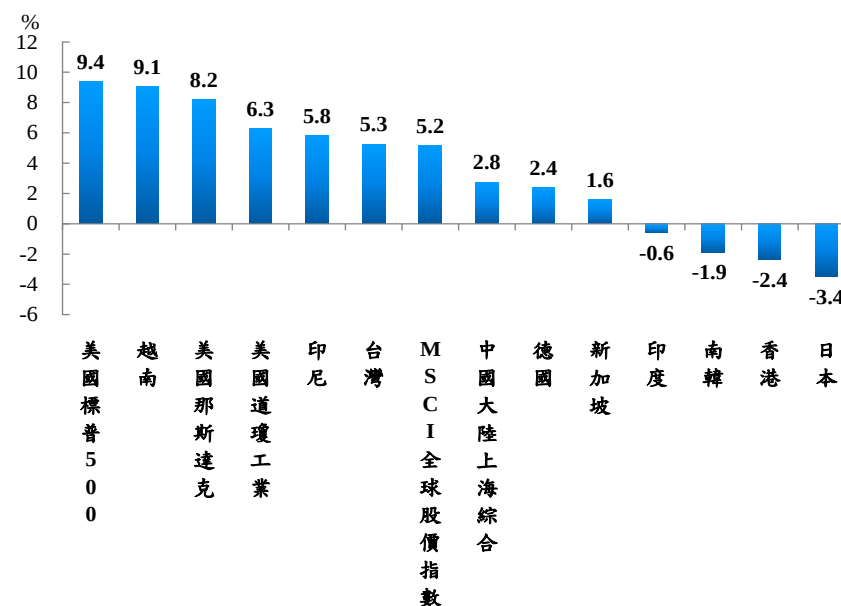
部分亞股表現較疲軟，其中**日本**為避免變種病毒擴散而**加強邊境管制**，跌幅較大；另中國大陸對產業之監管政策致企業經營不確定性升高，加以**在港上市之中國大陸科技股財報表現不佳**，**香港股市持續走弱**(圖17)。

圖16 本年VIX指數變動與市場風險事件



資料來源：Refinitiv Datastream

圖17 全球主要股價指數漲跌幅
(本年12月10日與9月底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

(五)全球經濟前景仍面臨下行風險

全球經濟雖持續復甦，惟前景仍面臨以下諸多下行風險⁶(圖 18)，這些風險一旦實現，將拖累全球經濟成長，宜密切關注。

圖 18 影響全球經濟前景之風險

變種病毒若大舉擴散使全球疫情再度趨緊

- ✓ 傳染力更強之變種病毒來襲，若大舉擴散，在全球疫苗分配不均或疫苗保護效力不足下，疫情傳播恐加速。
- ✓ 若多數經濟體重啟嚴格防疫管制措施，將影響全球生產及供應、阻礙貿易，不利經濟復甦。

通膨壓力若續升恐致主要央行更早緊縮貨幣政策

- ✓ 美國供需失衡若較預期更久，導致物價持續上漲及通膨預期升溫，可能使 Fed 提早且大幅緊縮貨幣政策，進而帶動其他主要國家跟進，引發金融市場大幅波動及金融情勢急遽緊縮，資產價格亦恐反轉向下修正。
- ✓ 新興市場經濟體可能面臨資本大量外流及借貸成本攀升，尤其對外融資需求大或外債高築者將首當其衝。

中國大陸監管措施可能導致其經濟成長大幅放緩

- ✓ 中國大陸採行反壟斷、共同富裕及能耗雙控等政策，加強對產業監管，且多家指標性房地產企業陷入財務危機，均將衝擊金融及相關產業，不利其經濟發展。
- ✓ 冬季為用電高峰，若再度限電導致製造業產能中斷，除衝擊其經濟活動外，亦將影響全球供應鏈運行。

美中維持競爭態勢及氣候變遷風險升高

- ✓ 美國近期雖考慮調降部分中國大陸進口品關稅，然美中在貿易、科技等領域之競爭態勢仍延續，對全球供應鏈及經濟復甦帶來不確定性。
- ✓ 全球天災頻率及強度增加，除將造成大規模經濟損失外，亦恐導致原油生產與運輸中斷、農作物歉收，推升油價及糧價，加劇通膨壓力。

⁶ 參考 IMF (2021), *World Economic Outlook*, Oct. 12 ; IMF (2021), *Global Financial Stability Report*, Oct. 12 ; IMF (2021), *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Oct. 19 ; EIU (2021), "Global Risk," *Global Forecasting Service*, Oct. 20 ; OECD (2021), *OECD Economic Outlook*, Volume 2021 Issue 2: Preliminary Version, Dec. 1。

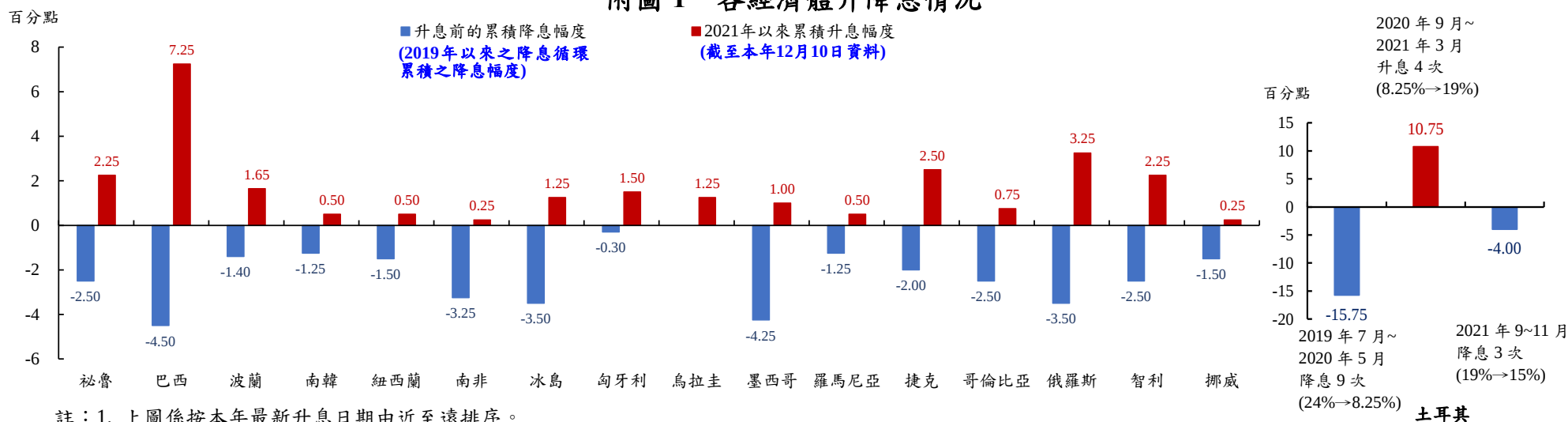
附錄 本年以來採緊縮(升息)貨幣政策經濟體之說明

本年以來為數不少之經濟體央行數度**升息**，其中多數為新興市場經濟體，且部分經濟體累積**升息**幅度已大於前次**降息**循環累積之**降息**幅度，渠等升息之共同理由多係供應鏈衝擊及大宗商品價格上漲帶動之通膨率急遽上升；然各經濟體經濟基本面情勢不同，如**本國貨幣嚴重貶值**、**經常帳逆差持續**，以及**政府債務擴大**等。本附錄整理各經濟體緊縮貨幣政策之考量並分析其經濟基本面情勢供參。

一、本年採行緊縮(升息)貨幣政策之經濟體及其政策考量

本年以來採升息政策之經濟體中，部分經濟體於**2019年**已開始**降息**(附圖1)，**上年**遭逢COVID-19疫情衝擊，多數經濟體為因應經濟下行風險而再度**大幅降息**，且多降**至歷史最低水準**。然而，**本年**3月開始，部分經濟體考量**通膨快速升溫及經濟活動逐漸恢復正常**，而**陸續轉向緊縮政策**，其中不少經濟體**數度升息**；另外，新加坡於2019年10月及上年3月略調降新加坡元名目有效匯率(S\$NEER)區間之斜率(即年升值率下調)，以寬鬆貨幣政策，本年10月則略調升S\$NEER區間之斜率，以達緊縮貨幣政策效果。

附圖1 各經濟體升降息情況



註：1. 上圖係按本年最新升息日期由近至遠排序。

2. 烏拉圭上年9月貨幣政策工具由貨幣總計數改為政策利率(4.50%)。

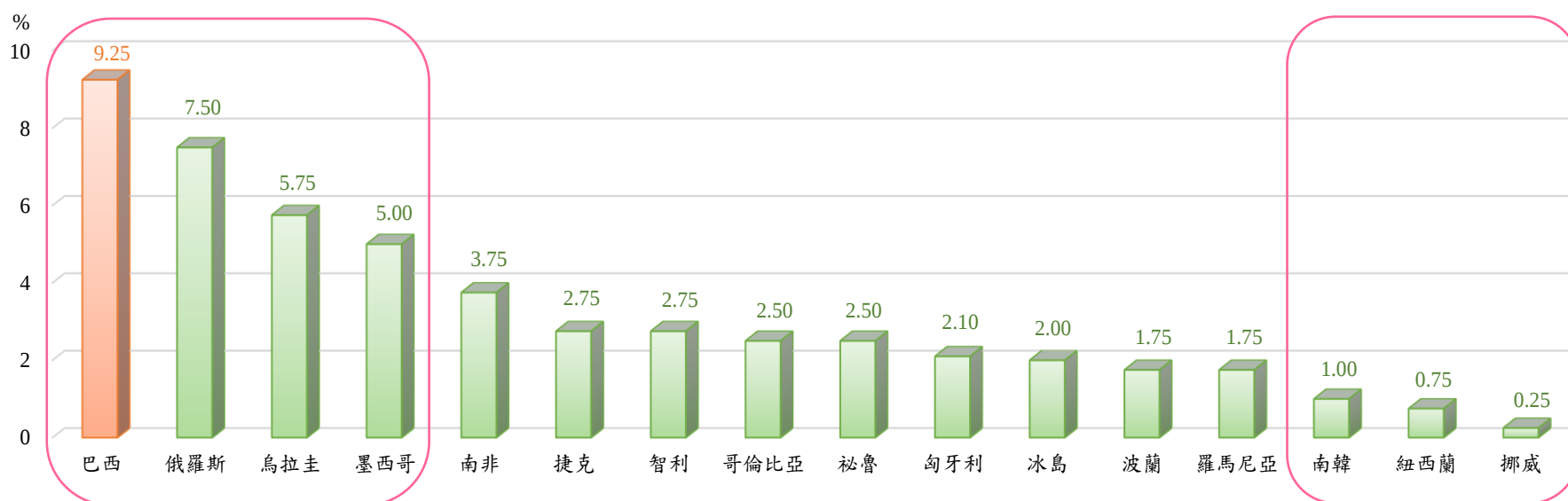
3. **土耳其與其他經濟體不同**，2019年7月~上年5月降息，上年9月~本年3月升息，嗣因其總統堅持低利政策而撤換央行總裁，**本年9月以來轉為降息**。

資料來源：各央行網站、Bloomberg

前述經濟體經本年以來升息後，新興市場經濟體中，巴西、俄羅斯、烏拉圭及墨西哥當前政策利率已升至相當高之水準(附圖 2)，巴西央行本年 12 月甚至表示明年將繼續大幅緊縮貨幣⁷；先進經濟體中，南韓、紐西蘭及挪威當前政策利率仍處低檔，而多數經濟體則大致落在 2% 左右水準。

附圖 2 各經濟體當前政策利率水準

(截至本年 12 月 10 日資料)



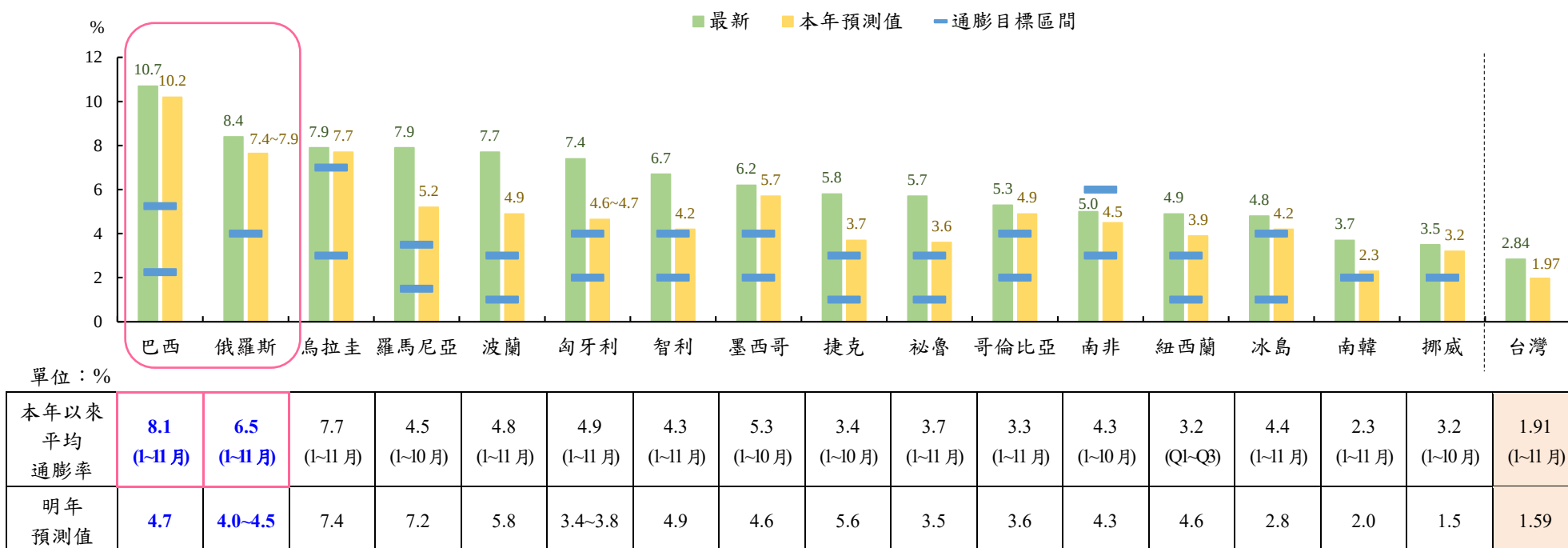
資料來源：各央行網站

⁷ 巴西央行本年以來 7 度升息，且升幅遞增，分別為 0.75、0.75、0.75、1.00、1.00、1.50 及 1.50 個百分點，共計 7.25 個百分點，並預計下次再升息 1.50 個百分點，明年年中升至 11.75%，明年年底為 11.25%，2023 年年中降至 8%。

二、採緊縮貨幣政策經濟體之通膨升溫情勢明顯，台灣通膨走勢仍溫和

採行緊縮貨幣政策的經濟體，本年以來通膨率持續上升(附圖 3)，且最新公布之通膨率及本年通膨率預測值多逾通膨目標，為其貨幣政策調整的主要考量。其中，**巴西 11 月通膨率高達 10.7%，全年預測值亦達 10.2%**，皆大幅超出其通膨目標區間(2.25%~5.25%)，且因民眾對政府擴大支出之憂慮⁸，**通膨預期制約機制有鬆動(deanchoring)之虞**；**俄羅斯通膨率持續居高，本年 11 月通膨率達 8.4%，全年預測值為 7.4%~7.9%**，均大幅超出其通膨目標(4%)。反觀台灣的通膨情勢較為溫和，11 月通膨率為 2.84%，全年預測值為 1.97%，皆低於前述經濟體。

附圖 3 各經濟體通膨率



註：1. 上圖係按最新通膨率由高至低排序。

2. 預測值除烏拉圭採 IHS Markit (2021/11/15) 資料外，其餘為各央行資料。

3. 通膨目標除巴西為逐年設定廣義物價指數(Extended National Consumer Price Index, ICPI)年增率外，其餘均採 CPI 年增率。

⁸ IMF 預估本年巴西政府債務約為 GDP 之 82.6%，且預期中期將保持在該水準附近。參考 IMF (2021), "2021 Article IV Consultation—Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil," *IMF Country Report*, No. 21/217。

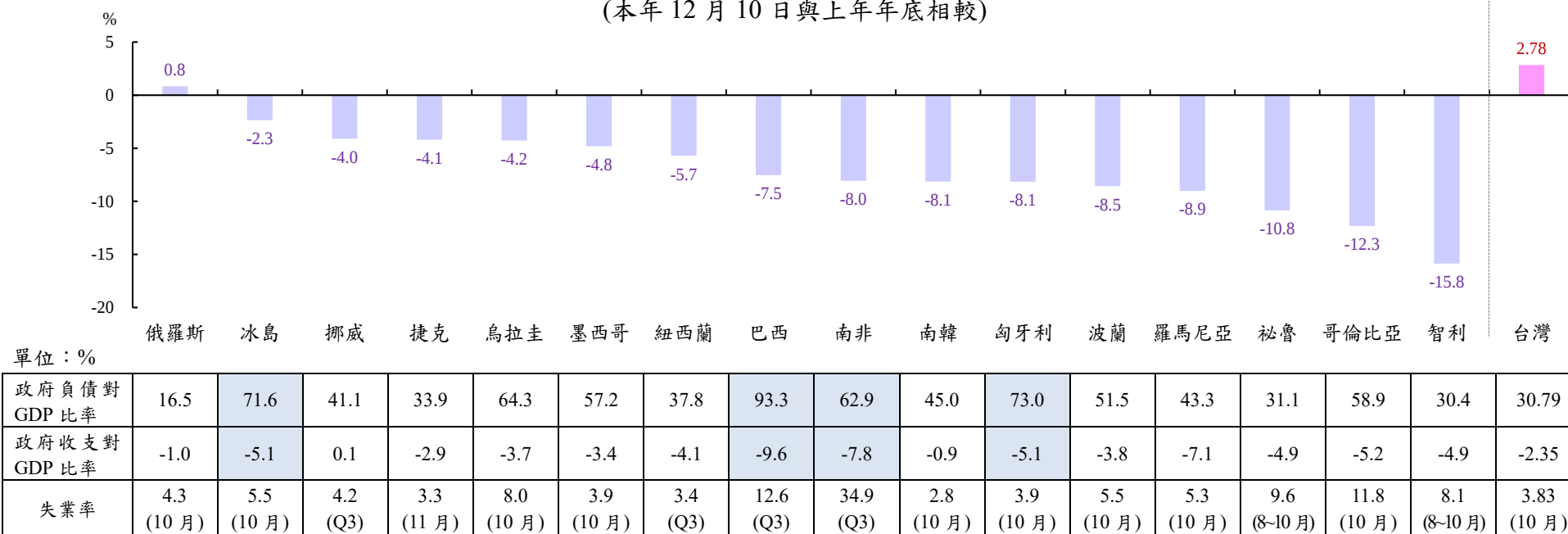
三、採緊縮貨幣政策經濟體之其他經濟基本面與台灣不同

本年以來，除石油與天然氣出口國俄羅斯因能源價格大漲⁹，致貨幣對美元升值外，其他採行緊縮貨幣政策的經濟體貨幣對美元多大幅貶值，且大部分近年政府負債龐大、政府收支短絀，失業率亦高¹⁰，經濟基本面較脆弱(附圖 4a)。反觀台灣，本年以來新台幣對美元升值達 2.78%，且政府負債與財政赤字對 GDP 比率分別為 30.79%與 2.35%，10 月失業率為 3.83%，經濟基本面相對前述經濟體穩健。

附圖 4 各經濟體其他經濟基本面數據

a 各貨幣對美元升貶幅

(本年 12 月 10 日與上年年底相較)



註：政府負債(general government gross debt)及政府收支對 GDP 比率為 2019~2020 年平均之資料。

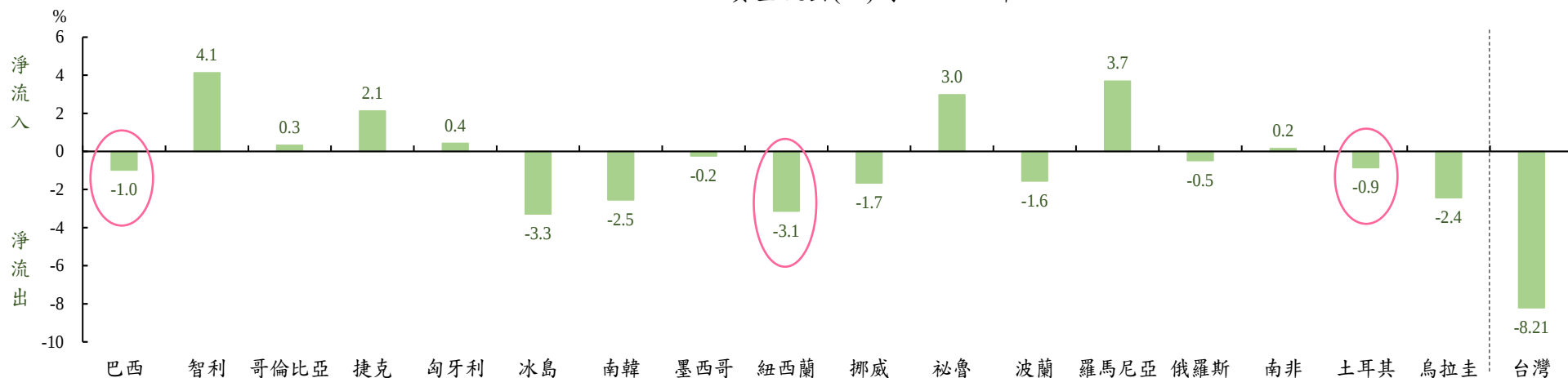
資料來源：各統計局、Refinitiv Datastream、IMF、中央銀行、主計總處

⁹ 俄羅斯盧布隨國際油價波動明顯。參考 IMF (2021), 2020 External Sector Report, Jul.。

¹⁰ 南非近 20 年來失業率均逾 20%，上年以來經濟受疫情影響，致失業率續升，本年 7 月又發生大規模暴動，失業率進一步攀高。參考 Naidoo, Prinesha (2021), "South Africa Unemployment Rate Rises to Highest in the World", Bloomberg, Aug. 24；Karombo, Tawanda (2021), "What's behind South Africa's Shocking Unemployment Numbers," Quartz Africa, Aug. 25。

此外，部分採行緊縮貨幣政策的經濟體近年呈資金淨流出且經常帳逆差大，對外部門(external sector)基本面較脆弱(附圖 4b 與 4c)，台灣則相對強健。

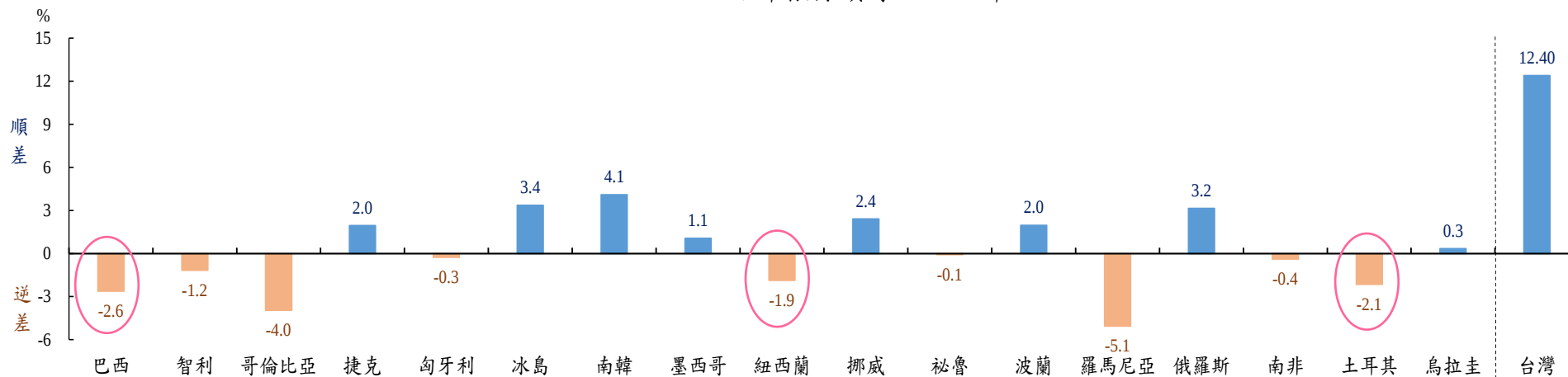
b 資金流出(入)對 GDP 比率



註：資金流出(入)對 GDP 比率為 BOP 之證券投資淨資產(資金淨流出)或淨負債(資金淨流入)對 GDP 之比率，且以 2019~2020 年平均計算。

資料來源：IMF、Bloomberg、中央銀行

c 經常帳餘額對 GDP 比率



註：經常帳餘額對 GDP 比率為 2019~2020 年平均之資料。

資料來源：IMF、Bloomberg、中央銀行

四、結論

前述採緊縮貨幣政策經濟體，主要考量除通膨升溫且上行風險顯著外，亦考量其他相關因素如下：

- 貨幣貶值：如巴西、南非、南韓、匈牙利、波蘭、羅馬尼亞、秘魯、哥倫比亞、智利等；
- 房價漲勢大：如紐西蘭、冰島等¹¹；
- 近年政府財政體質不佳：如冰島、巴西、南非、匈牙利等；
- 近年對外部門較脆弱：如巴西、紐西蘭、土耳其等；

台灣為小型開放經濟體，國內物價易受能源及大宗商品帶動之進口價格上揚之影響，且國內疫情相對受控，生產活動正常，出口持續暢旺推升經濟成長，加上近月來防疫措施逐步解除後經濟活動漸趨熱絡，造成近期台灣物價上漲有感。然而台灣經常帳順差持續擴大，政府財政穩健，本年以來新台幣對美元匯率升值，經濟基本面佳。

¹¹ 渠等貨幣政策聲明稿均提及此因素。