

中研院經濟所「總體經濟計量模型研討會」專題演講

台灣的通膨與貨幣政策：回顧與展望

中央銀行
楊金龍

2022.11.29

林首席經濟學家、各位學界的前輩與先進、各位貴賓及媒體朋友：

大家早安！今天很高興能應中研院經濟所的邀請，以「台灣的通膨與貨幣政策：回顧與展望」為題發表專題演講，提供一些淺見，就教於各位。

本年以來，全球通膨超乎預期上升，尤其美、歐通膨率頻創新高，經濟成長走緩，使外界擔憂1970年代停滯性通膨(Stagflation)重現。回顧1960年代中迄今，伴隨全球經濟重大事件或結構性變化，以美國為首的主要經濟體通膨發展，大致經歷四個時期：(1)伴隨兩次石油危機，1960年代中至1980年代中的大通膨時期(Great Inflation)；(2)全球化發展下，1980年代中至2007年的通膨大溫和時期(Great Moderation)；(3)2008年全球金融危機後至2020年的低成長、低通膨之長期停滯時期(Secular Stagnation)；以及(4)2021年至今，隨美中衝突、COVID-19疫情、俄烏戰爭等改變全球化內涵下，通膨再起時期。

台灣為一高度開放的小型經濟體，通膨情勢除受國內經濟發展影響外，自亦深受全球性因素所影響。尤其，二戰後美國經濟金融規模躍居全球第一，加以美元成為核心國際準備貨幣，特別是Fed貨幣政策的外溢效應驅動全球金融循環(Global Financial Cycle)。因此，本演講將以美國通膨演變作為國際環境變化的背景代表，論述台灣的通膨與貨幣政策架構發展。過去五十餘年，本行因應台灣經濟金融體質，採取具有彈性的貨幣政策架構，落實維持物價穩定與匯率穩定、促進金融穩定及協助經濟發展之法定職責。

展望未來，全球經濟具高度不確定性，先進國家是否會走向停滯性通膨或者是長期停滯，仍待觀察。至於台灣，主要機構多預期國內通膨將回降至2%以下。今天我想藉此機會以古鑑今，提出思考未來可能的通膨走向與貨幣政策思維，供各位先進參考。

大綱

壹、國際通膨環境與美國貨幣政策的外溢效應

- 一、時期一(1960年代中至1980年代中)大通膨時期：兩次石油危機曾發生全球停滯性通膨；1979年至1982年Fed主席Paul Volcker強化對M1貨幣成長率控制，利率大幅上揚，隨後成功控制通膨
- 二、時期二(1980年代中至2007年)大溫和時期：受全球化加速、技術進步影響，全球通膨下降且經濟穩定成長，美國亦然，且經濟成長與通膨率的變異性亦小
- 三、時期三(2008年至2020年)長期停滯時期：全球金融危機後，美國通膨率明顯下降；Fed推出非傳統貨幣政策工具，並於2012年起採行通膨目標機制，惟因長期達不到2%通膨目標，2020年8月改採平均通膨目標為2%
- 四、時期四(2021年迄今)通膨再起：連續非預期事件衝擊，全球通膨大幅攀升，美國通膨亦居高；Fed於2022年3月起大幅升息

貳、台灣的通膨與貨幣政策架構演變

- 一、時期一(1971年至1982年)台灣高通膨時期：兩次石油危機期間，本行採價量並行緊縮貨幣政策抑制通膨；實施固定匯率並搭配資本移動管理，使貨幣政策具自主性
- 二、時期二(1983年至2007年)台灣通膨轉趨溫和時期：惟1989~1992年通膨率較高，本行採價量並行緊縮貨幣政策因應；並於1992年公布M2成長目標區；因應金融自由化與全球化，於1989年改採管理浮動匯率制度
- 三、時期三(2008年至2020年)台灣通膨低且穩定時期：國內投資不足，通膨率低；在物價穩定與超額儲蓄擴大下，本行貨幣政策寬鬆；調整利率操作策略，強化貨幣政策傳遞效果；在2020年調整M2成長目標區為參考區間，發揮中長期通膨定錨機制的的作用
- 四、時期四(2021年迄今)台灣通膨走升：受供給面因素影響，台灣通膨率上揚
- 五、小結：長期以來，台灣通膨低且穩定。雖曾面臨數次通膨衝擊，主要多來自外來的供給面衝擊，政府積極採取供給面措施因應，本行亦運用多元政策工具，適時調整貨幣政策，有效減緩通膨衝擊。因應市場開放與資金情勢，本行適時調整貨幣政策架構與操作策略

大綱(續)

參、本行貨幣政策因應當前通膨情勢之作法

一、與多數主要經濟體比較，2021年以來台灣通膨表現相對穩定。主因有四：

- (一)受疫情衝擊較小且循序解封，未影響商品生產
- (二)政府採平穩物價機制，且較無物流不暢通、勞動市場緊俏等供應鏈瓶頸問題
- (三)台灣與主要經濟體對於能源價格上漲之應對機制不同
- (四)台灣因應疫情之財政及貨幣政策激勵規模相對較小

二、本行採價量並行、漸進緊縮貨幣政策，抑制通膨預期。與美、歐等經濟體比較，台灣緊縮貨幣政策程度相對溫和，主要考量有四：

- (一)美歐等經濟體積極緊縮貨幣政策，實際上也對台灣的經濟、物價與金融帶來緊縮效應
- (二)本年國內物價上漲，主要受供給面因素影響；政府持續以供給面措施因應，對整體物價的穩定有很大的幫助
- (三)採行價量並行方式，適度緊縮貨幣政策，制約通膨預期
- (四)本年台灣物價漲幅相對美、加、歐及部分亞太地區低

肆、國內外通膨與經濟展望

伍、結語：高度不確定的年代下，本行彈性的貨幣政策架構，將可協助台灣達成物價穩定、金融穩定與經濟成長之法定目標

壹、國際通膨環境與美國貨幣政策的外溢效應

1961-1973年 越戰
1973年發生 第一次石油 危機
1979年發生 第二次石油 危機

全球化興起、技術進步

全球金融危機

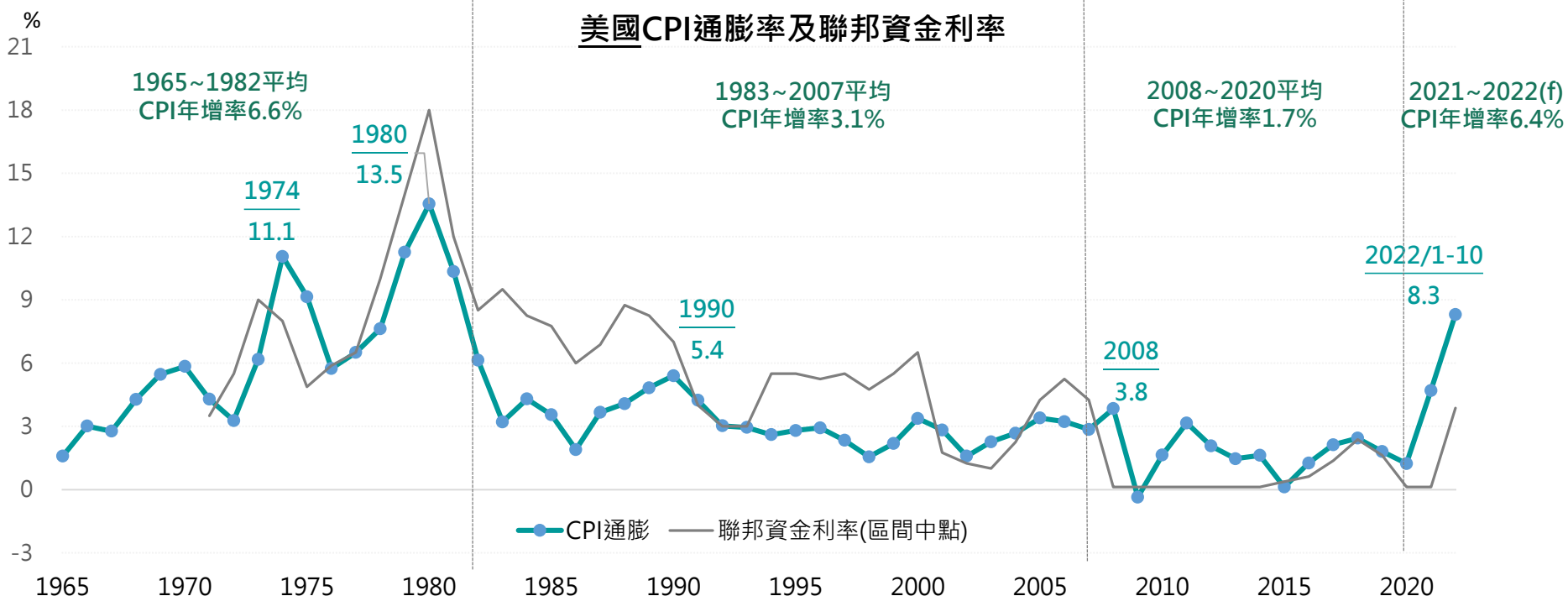
全球化放緩、肺炎 疫情、俄烏戰爭連 續衝擊

時期一(1960年代中期~1980年代中期)
大通膨時期(Great Inflation)
美國陷入停滯性通膨(Stagflation)

時期二(1980年代中期~2007年)
大溫和時期
(Great Moderation)

時期三(2008~2020年)
長期停滯時期
(Secular Stagnation)

時期四
(2021年迄今)
通膨再起



註：2022年美國CPI年增率預測值來自S&P Global Market Intelligence (2022/11)。
資料來源：S&P Global Market Intelligence、Bloomberg

一、時期一(1960年代中至1980年代中)大通膨時期： 兩次石油危機曾發生全球停滯性通膨

(一)美國經濟震盪、通膨逐年趨升；通膨預期制約不受控(inflation expectation unanchored)，致高通膨根深柢固

單位%

年	M1成長率	M2成長率	失業率	經濟成長率	CPI年增率	核心CPI年增率
1965	4.25	8.09	4.5	6.50	1.59	1.45
1966	4.62	6.54	3.8	6.60	3.02	2.44
1967	3.94	6.85	3.8	2.74	2.77	3.48
1968	6.96	8.27	3.6	4.92	4.27	4.63
1969	5.95	6.13	3.5	3.13	5.46	5.81
1970	3.82	3.93	5.0	0.19	5.84	6.25
1971	6.71	12.13	6.0	3.29	4.29	4.70
1972	7.13	12.42	5.6	5.26	3.27	3.06
1973	7.23	9.71	4.9	5.65	6.18	3.48
1974	5.01	5.87	5.6	-0.54	11.06	8.25
1975	4.53	9.42	8.5	-0.21	9.14	9.22
1976	5.64	12.77	7.7	5.39	5.75	6.57
1977	7.64	12.39	7.1	4.62	6.50	6.25
1978	8.21	8.27	6.1	5.54	7.63	7.31
1979	7.63	7.82	5.9	3.17	11.25	9.74
1980	6.21	8.03	7.2	-0.26	13.55	12.42
1981	7.40	9.03	7.6	2.54	10.34	10.47
1982	6.59	9.03	9.7	-1.80	6.13	7.41

1960年代：美國陷入越戰*泥淖，經濟成長逐年下滑，通膨漸升。

1970年代：兩次石油危機造成原油價格飆漲，衝擊生產活動，並進一步推升物價，通膨惡化，失業率上升，並於1974、1980年陷入停滯性通膨**。

*美國於1961~1973年越戰，導致財政赤字擴大，國債攀升。

**停滯性通膨(stagflation)乙詞係由英文的停滯(stagnation)與通膨(inflation)組合而成，係指同時發生通膨、經濟成長停滯甚或負成長，且失業率攀高之情況。

(二)1970年代全球(含美國)通膨惡化之四大主因：

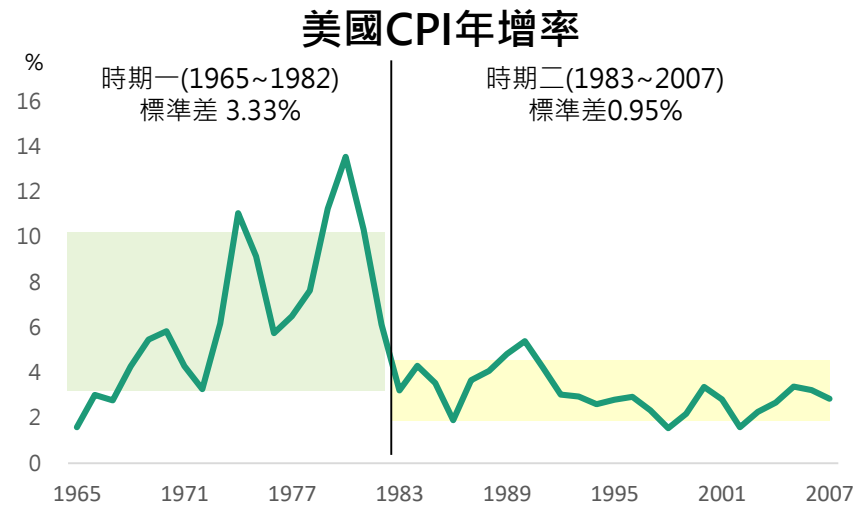
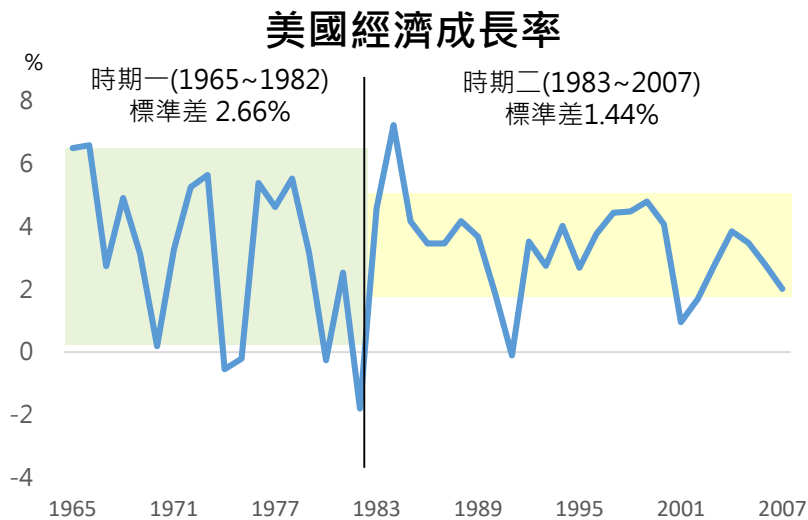
1. 兩次石油危機。
2. 尼克森震撼(Nixon Shock)：尼克森政府退出金匯本位制，美元和黃金價格脫鉤，導致美元貶值，推升進口物價，通膨升溫。
3. Fed獨立性不足：1971 至 1972 年，Fed主席Arthur Burns 為配合尼克森總統的經濟政見，維持寬鬆貨幣政策(重貼現率下降與M1、M2成長率上揚)，埋下日後高通膨的根源。
4. 薪資-物價螺旋上升(wage-price spiral)：通膨預期漸不受控，且工會力量強大，勞動市場制度中的自動化薪資指數(automatic wage indexation)與生活成本調整(cost-of-living adjustment)，觸發美國薪資-物價螺旋上升。

(三) 1979年至1982年Fed主席Paul Volcker強化對貨幣數量M1成長率之控制，聯邦資金利率大幅上揚，隨後成功控制通膨。

二、時期二(1980年代中至2007年)大溫和時期

(一)受**全球化加速**、**技術進步**影響，全球於1980年代中至2007年**通膨下降**且**經濟穩定成長**，進入大溫和時期；美國經濟在這段期間，**經濟穩定成長**、**通膨率下降**，且**經濟成長與通膨率的變異性亦小***。

美國	經濟成長率(%)		CPI年增率(%)	
	平均值	標準差	平均值	標準差
時期一 1965~1982平均	3.15	2.66	6.56	3.33
時期二 1983~2007平均	3.39	1.44 ↓	3.11 ↓	0.95 ↓



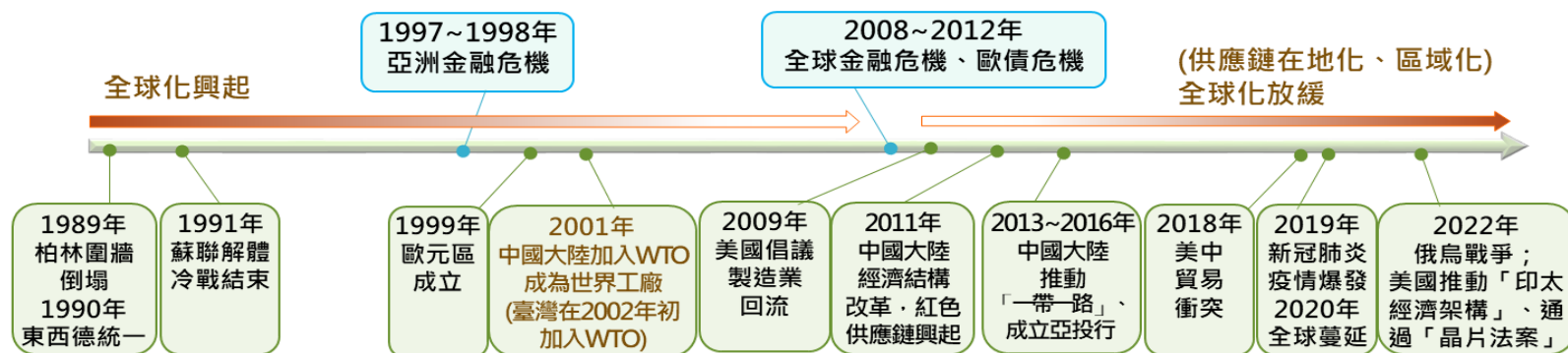
*本時期先進經濟體處於低度通膨與穩定成長，並呈現產出與通膨「變異性(variability)」俱降的現象，稱之為「大溫和(Great Moderation)」或「大穩定(Great Stability)」。
詳William Melick and Gabriele Galati (2006), "The evolving inflation process: an overview" *BIS Working papers* No 196。

(二)1980年代中至2007年全球通膨轉趨溫和之二大主因：

1. 隨經貿全球化與自由化，加以工會力量式微，薪資成長減緩，**生產成本大降，商品競爭加劇，有助抑制物價***。

- 1990年代蘇聯及東歐國家紛紛轉向市場經濟，使其產能與生產力均大幅提高。
- 2001年12月**中國大陸加入世界貿易組織(WTO)**，吸引鄰近國家企業移往中國大陸，**生產低成本的勞力密集商品，進而導致商品價格下降並銷售全球各地****。

影響全球化(globalization) 發展與影響全球經濟的歷史重大事件



2. **技術進步，廠商自動化生產日益普遍，提高勞動生產力，促使單位產出勞動成本走低；加以高科技商品推陳出新，產品生命週期縮短與產能過剩，加速價格下滑，均促使通膨率走低*****。

—伴隨全球化與技術進步，新興市場經濟體(主要係中國大陸)之生產力年增率由2001年的2.1%，升至2007年之6.6%。

*IMF(2006)研究指出，全球化在1997~2005年對降低通膨有重大影響，估計使先進經濟體的通膨率平均每年降低0.25個百分點。詳IMF(2006), "Chapter III: How Has Globalization Affected Inflation?" *World Economic Outlook*, Apr.

**1995年WTO成立後，關稅持續調降或豁免，進口商品價格下跌，且因貿易障礙減少，藉由擴大對外貿易，有利產業結構調整，規模經濟效果發揮，致廠商生產成本降低。詳IMF(2016), "Global Disinflation in an Era of Constrained Monetary Policy," *World Economic Outlook* Chapter 3, Oct.; Gregor Schwerhoff & Mouhamadou Sy (2014), "The Non-Monetary Side of the Global Disinflation," *Open Economies Review*, Springer, vol. 25(2), pp. 337-371, Apr.

***Adam, Klaus and Henning Weber (2019), "Price Trends over the Product Life Cycle and the Optimal Inflation Target," *CESifo, Working Paper* No. 7889, October 2019.

(三)大溫和時期後期，受通膨穩定、金融全球化及金融創新影響，美國長天期債券殖利率出現難解之謎(Conundrum)，並埋下2007年美國次貸危機遠因

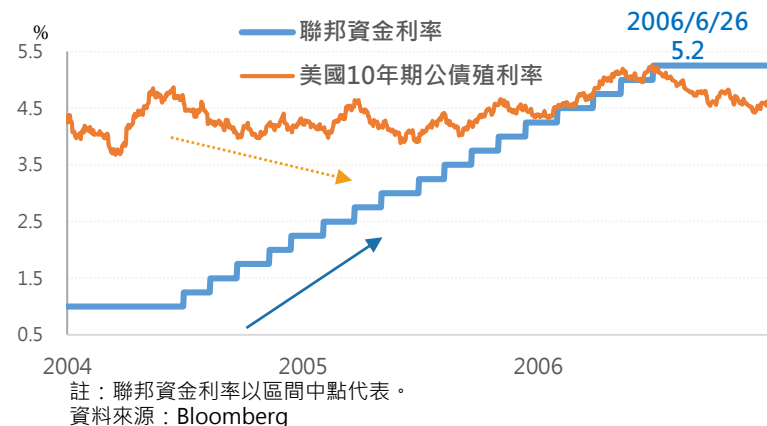
- 1.此時期美國通膨相對穩定，Fed維持低利率較長一段期間。
- 2.FOMC於2004年6月起，因美國經濟異常擴張，通膨壓力升溫，啟動升息(累計升息17碼)，但10年期美國公債殖利率不僅未隨之走升甚至下跌；2005年2月，當時Fed主席Alan Greenspan稱此現象為難解之謎(Conundrum)。

— Fed前主席Ben Bernanke認為，此謎題可由全球儲蓄過剩(global saving glut)解釋，即全球儲蓄失衡導致大量外國資金流入美國，壓低美國公債與公司債的殖利率*。

3. 2007年美國爆發次貸危機

- 一部分學者(如John Taylor)即歸因於美國升息前之利率太低且維持太久。
- 美國總統歐巴馬認為，此係金融監理不當、人性貪婪與金融商品複雜所致**。

美國10年期公債殖利率與聯邦資金利率



*Bernanke, Ben(2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, Mar.10.

**引自2009年6月18日「華爾街日報」報導。

三、時期三(2008年至2020年)長期停滯時期：

全球金融危機後，美國通膨率明顯下降；Fed推出非傳統貨幣政策工具，並於2012年起採行通膨目標機制，惟因長期達不到2%通膨目標，2020年8月改採平均通膨目標為2%

(一)因應2008年全球金融危機，各國央行大幅調降政策利率觸及零利率底限，美國等先進經濟體更採行大規模資產購買(LSAP，俗稱量化寬鬆(QE))等政策，惟全球仍處在投資不足、低經濟成長、低通膨、低利率的長期停滯困境。

美國	固定投資年增率(%)	經濟成長率(%)	CPI年增率(%)
時期二 1983~2007平均	4.72	3.39	3.11
時期三 2008~2020平均	1.98	1.33	1.73 ↓

美國等經濟體陷入長期停滯的原因 (詳附錄)：

- 一需求面角度：因民間需求及政府支出不足、貿易量萎縮，致全球需求不振。
- 一供給面角度：因創新與技術停滯、資本累積不足，且勞動市場結構轉變，致全球供給停滯。

(二)全球金融危機後，Fed推出非傳統貨幣政策工具，並自2012年1月起採行通膨目標機制

1. 全球金融危機前，Fed採用傳統政策工具，來影響短期利率；全球金融危機後，新增QE搭配前瞻指引等非傳統政策工具，以達成寬鬆貨幣政策之效果。
2. 2012年1月起，Fed採行通膨目標機制(Inflation Targeting Regime)，以形塑大眾對通膨預期穩定在2%。
3. 因長期達不到2%通膨目標，2020年8月Fed改採平均通膨目標(Average Inflation Targeting, AIT)為2%：允許一段時間內適度高於通膨目標，以彌補(makeup)先前幾年通膨率低於通膨目標的落差。

2000年迄今美國PCE、核心PCE通膨及通膨目標



資料截止至2022年9月
資料來源：Bloomberg

	PCE通膨	核心PCE通膨
2000至2020年 平均值(%)	1.82	1.73
2000至2020年高於 通膨目標比率(%)	46	26
2012至2020年 平均值(%)	1.39	1.62
2012至2020年高於 通膨目標比率(%)	17	10

資料來源：Bloomberg；本行估算

四、時期四(2021年迄今)通膨再起：

連續非預期事件衝擊，全球通膨大幅攀升，美國通膨亦居高；Fed於2022年3月起大幅升息

(一)美中衝突，全球化放緩，加以COVID-19疫情及俄烏戰爭等非預期事件衝擊，美國通膨大幅攀升

1. 美中衝突、COVID-19疫情及俄烏戰爭爆發，加速全球化放緩，使抑制通膨高漲的力道下降。

全球化有助抑制通膨，維持通膨低且穩定

- 一般認為，長期以來，全球化使貿易與金融加速整合、供應鏈的生產環節移轉至低成本地區等，均有助壓低通膨。
- 全球化扮演巨大的衝擊吸納器(gigantic shock absorber)角色，使供需變化易於透過相應的生產調整滿足，不致引發物價劇烈波動。

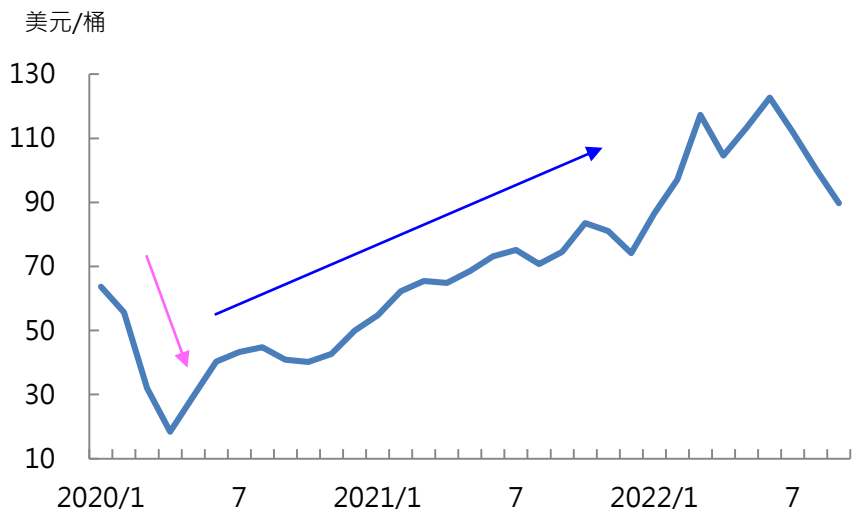
全球化放緩、甚至去全球化，恐加劇通膨上行與波動壓力

- 美中爭端、COVID-19疫情及俄烏戰爭，導致供應鏈重組，許多企業增加在地生產與投資。伴隨供應鏈回流高所得國家，可能導致生產成本增加、在地勞工的議價能力提高，恐加劇通膨上行壓力。
- 全球化放緩、甚至去全球化，導致全球化吸納衝擊的緩衝彈性弱化，可能使物價面臨波動較大的風險。

2. 全球肺炎**疫情爆發**及疫後經濟活動重啟，致**國際原油、穀物等原物料價格先降後升**，加以本(2022)年初**俄烏戰爭**加劇**通膨**問題。

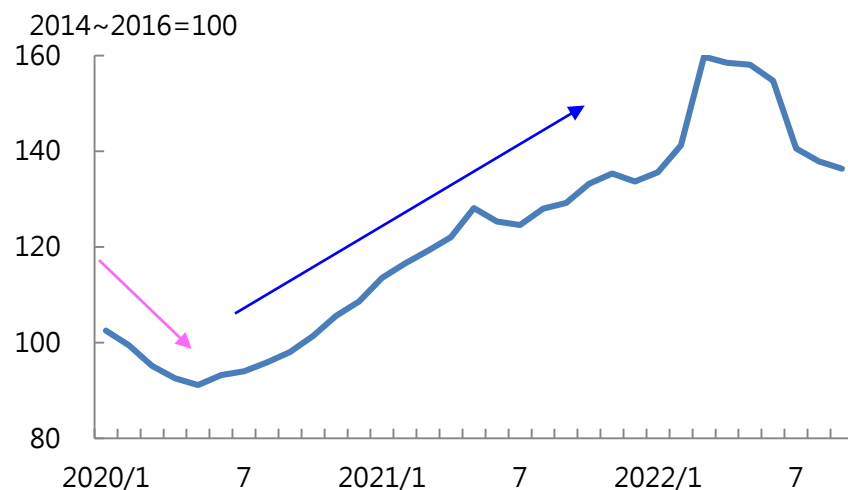
- (1)2020年COVID-19疫情爆發，全球需求不振，原油等原物料價格大跌。
- (2)疫後經濟**解封**，主要經濟體**需求明顯回溫**，**供應鏈產生瓶頸**，復以**俄烏戰事爆發**，一再**推升原油、穀物等原物料價格**。

布蘭特(Brent)原油價格



資料來源：U.S. Energy Information Administration (EIA) (2022/11)

FAO食物類價格指數



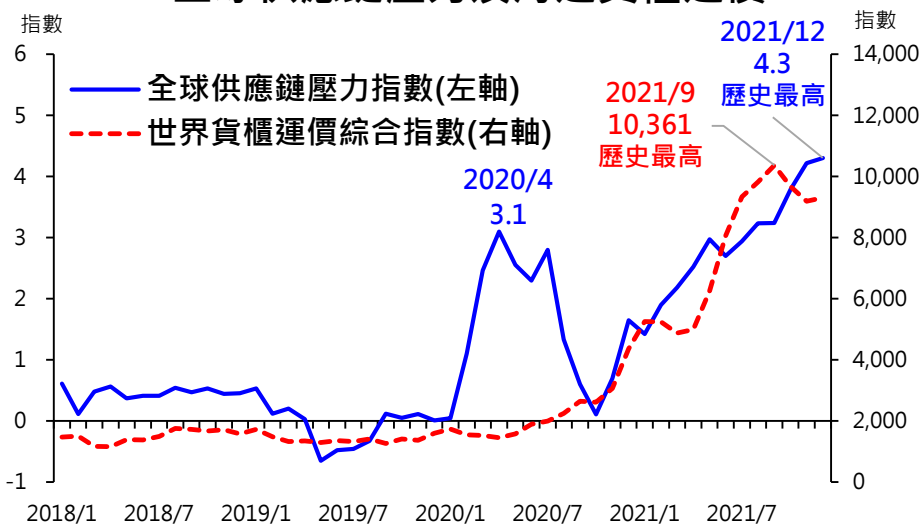
資料來源：FAO

3. 全球**供應鏈瓶頸**延續時間**超過預期**，致**供給不足**，**成本攀高**；加以**疫情解封後總合需求強勁回升**，**勞動市場緊俏**，致**美國物價飆升**，**本年1-10月CPI年增率達8.3%**。

(1)**商品市場失衡**：美歐國家疫後快速解封，**商品需求大增**，復以**海運港口出現壅塞**，**中國大陸實施能耗雙控與嚴格防疫(清零)**等措施，影響港口運作(塞港、塞櫃)及船員調度，**國際運價高漲**。

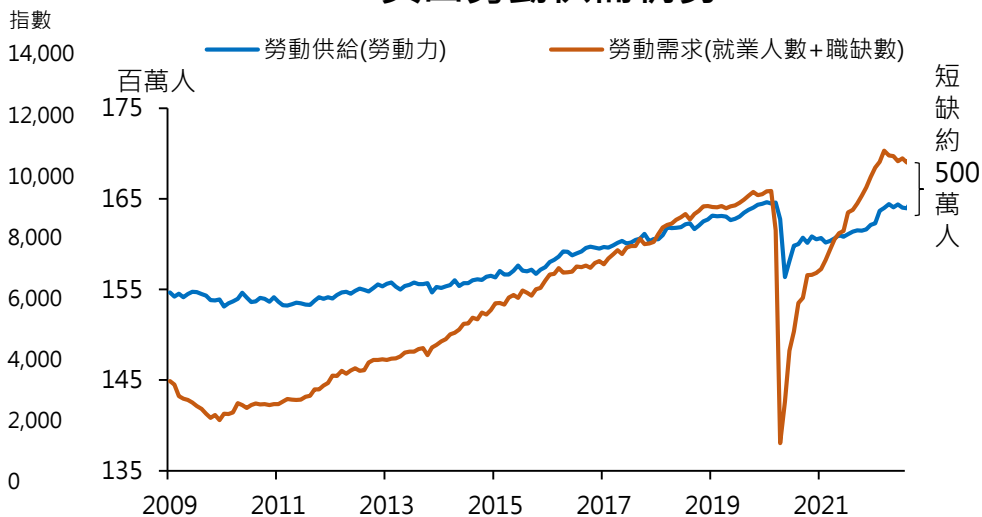
(2)**勞動市場緊俏**：疫情解封後**總合需求強勁回升**，**企業僱員需求相應增加**，**勞動市場供需嚴重失衡**，增添通膨壓力。本年9月美國勞動供給(勞動力)相對勞動需求(就業人數+職缺數)短少約500萬人。

全球供應鏈壓力及海運貨櫃運價



資料來源：Bloomberg、New York Fed (Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)

美國勞動供需情勢

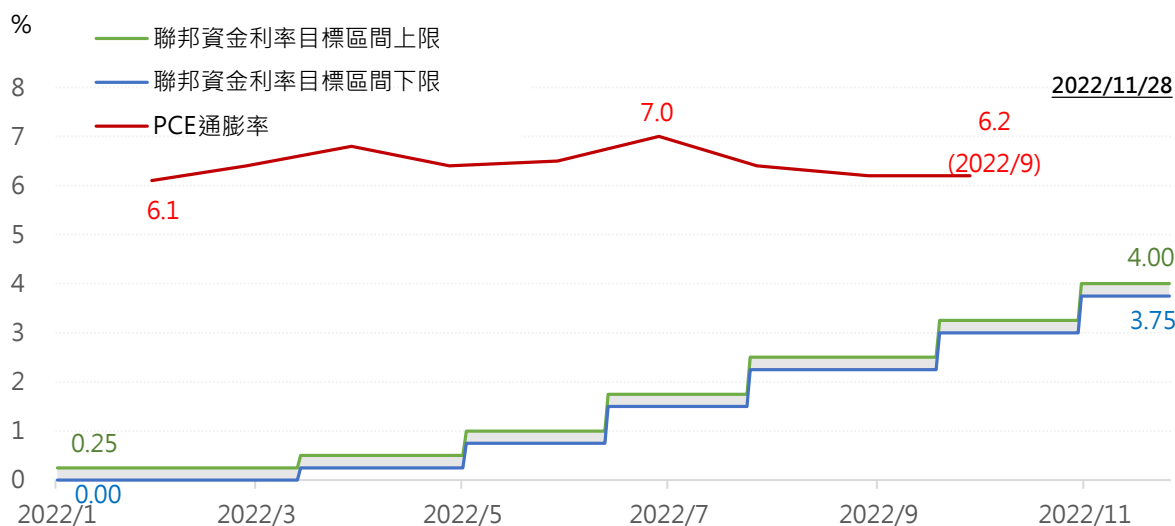


資料來源：BLS

(二)因應美國通膨大幅攀升，Fed自本年3月起大幅升息，並自6月起採取量化緊縮(QT)*；Fed貨幣政策的外溢效應驅動全球金融循環(Global Financial Cycle)。

1. 本年1至9月美國PCE通膨率平均值為6.4%，本年3月迄今Fed升息15碼，使聯邦資金利率區間由0~0.25%升至3.75~4.0%。

本年迄今美國聯邦資金利率目標區間上下限及PCE通膨率

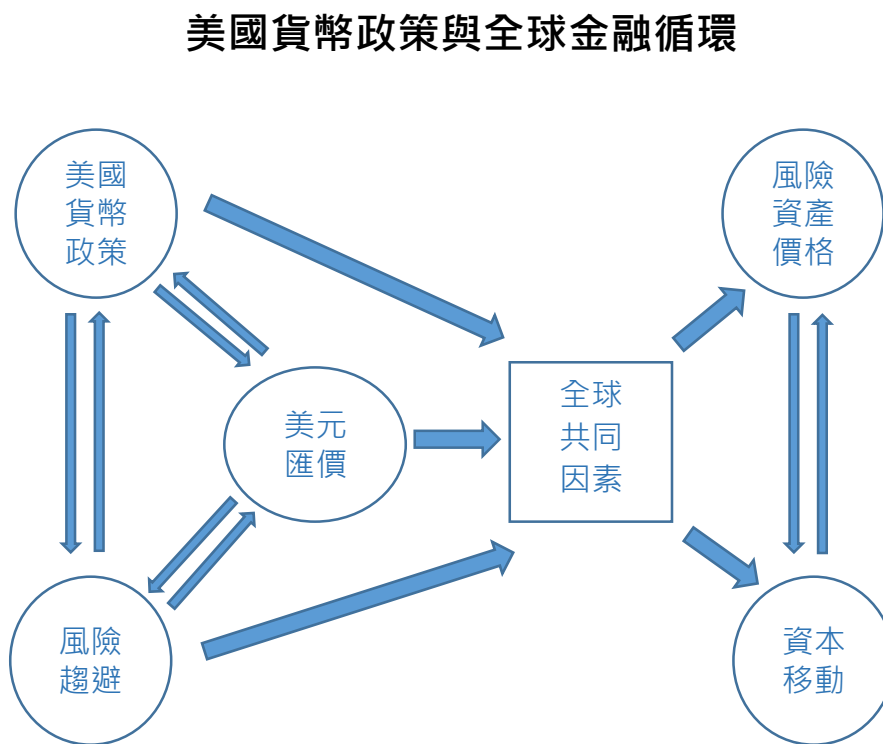


資料來源：Bloomberg

*由於本年Fed面臨非常緊俏的勞動市場及通膨又創40年的高點，爰Fed 啟動升息後，於本年6月啟動縮減資產負債表(QT 2.0)，且本次縮表幅度及速度均高於2017年至2019年縮表(QT1.0)，導致美債殖利率大幅上揚。

2. 美國貨幣政策在全球金融循環扮演重要角色。

- (1) 1990年起全球資本自由移動使各國金融緊密結合，提高資金運用效率，惟亦使個別經濟體金融衝擊傳遞至其他國家速度更快，規模更大。
- (2) 美元為最主要國際準備貨幣，美國Fed貨幣政策常帶動全球金融循環，並對他國產生外溢效果。
- (3) 如右圖所示，美國貨幣政策及投資者風險趨避行為係驅動全球金融循環之兩股力量，除影響美元匯價外，三者更形成全球共同因素，進而影響風險性資產價格及全球資本移動。



資料來源：European Central Bank, Habib and Venditti (2018)

3. 本年以來Fed加速緊縮貨幣政策，致美元走強，風險性資產價格大幅下跌。

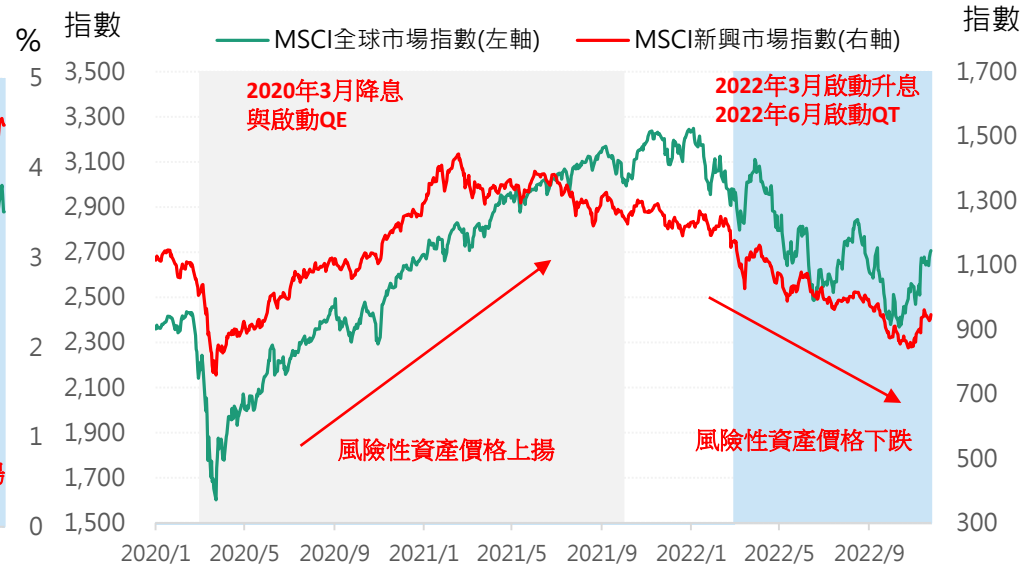
- (1) 2020年3月美國實施貨幣寬鬆政策，美國公債殖利率下跌，美元對其他國家貨幣貶值，資金流向新興市場，加以各國為因應疫情多採行高度擴張性財政政策，有利風險性資產價格上揚。
- (2) 本年以來，美國為因應國內高通膨加速緊縮貨幣政策，導致美國公債殖利率急遽上揚及美元走強，資金自新興市場撤出，國際金融體系亦出現去槓桿化，風險性資產價格大幅下跌。

美元指數與美國2年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg

MSCI全球及MSCI新興市場指數



資料來源：Bloomberg

貳、台灣的通膨與貨幣政策架構演變

兩次石油危機，
全球大通膨時期

全球化興起、技術進步
全球大溫和時期

全球金融危機後，全球陷
入低通膨長期停滯困境

全球化放緩、疫情、
俄烏戰爭等供給面衝
擊，全球通膨再起

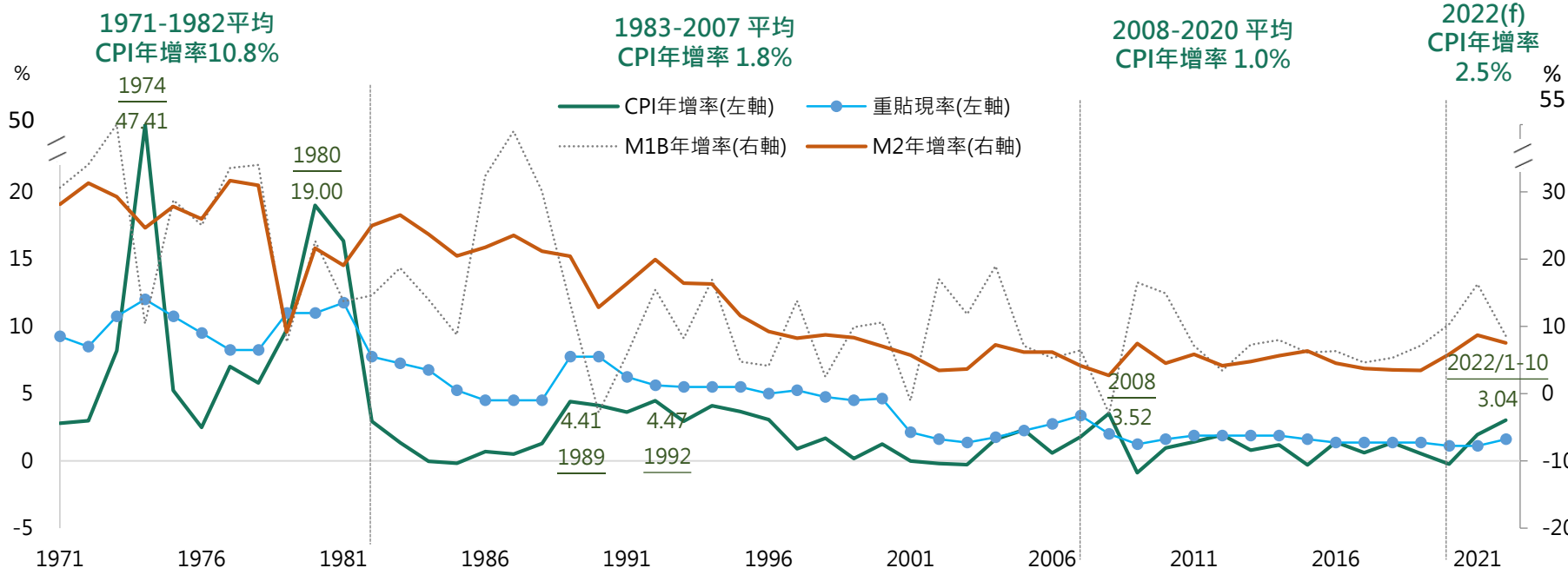
時期一(1971-1982年)
台灣高通膨時期

時期二(1983-2007年)
台灣通膨轉趨溫和時期，
僅1989~1992年通膨率伴隨薪資成長走高

時期三(2008-2020年)
台灣通膨低且
穩定時期

時期四
(2021年迄今)
台灣通膨走升

台灣通膨率、重貼現率及貨幣總計數年增率



貨幣數量
管理

1984年至1989年貨幣
政策中間目標為M1B，
1990年並採M1B及M2
1991年採M2

1992年至2019年，公布M2成長目標區

2020年調整為
M2成長參考區
間

註：2022年台灣CPI年增率預測值來自本行(2022/9)。 資料來源：主計總處、中央銀行、Bloomberg

一、時期一(1971年至1982年)台灣高通膨時期：

兩次石油危機期間，本行採價量並行緊縮貨幣政策抑制通膨；
實施固定匯率並搭配資本移動管理，使貨幣政策具自主性

(一)第1次石油危機，通膨大幅上升；第2次石油危機通膨所受衝擊較前次緩和

1.台灣屬開發中國家(經濟成長率高、通膨率高、失業率低)，且經濟活動對石油依賴度高，第1次石油危機時，1974年CPI年增率遽升為47.4%，經濟成長率大幅減緩至2.7%；近似停滯性通膨情形。

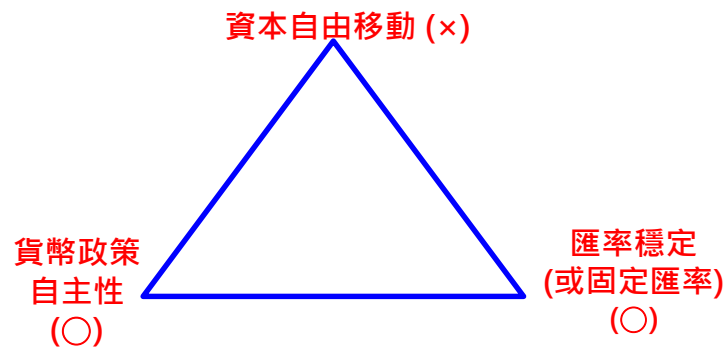
2.第2次石油危機使1980-1981年CPI年增率連2年逾10%，惟經濟成長率逾7%，失業率低於2%，未如美國發生停滯性通膨情形。

年	重貼現率(%)	M1B年增率(%)	CPI年增率(%)	經濟成長率(%)	失業率(%)
1971	9.25	30.63	2.80	13.43	
1972	8.50	34.06	2.99	13.87	
1973	10.75	50.42	8.20	12.83	
1974	12.00	10.42	47.41	2.67	NA
1975	10.75	28.77	5.24	6.19	
1976	9.50	25.06	2.50	14.28	
1977	8.25	33.56	7.02	11.41	
1978	8.25	37.01	5.80	13.56	1.67
1979	11.00	7.69	9.74	8.83	1.27
1980	11.00	22.68	19.00	8.04	1.23
1981	11.75	13.71	16.35	7.10	1.36
1982	7.75	14.61	2.94	4.81	2.14

(二)政府採行供給面措施*，本行採價量並行緊縮貨幣政策，抑制通膨；實施固定匯率並搭配資本移動管理，使貨幣政策具自主性。

1. 本行以調升利率及信用緊縮措施之價量並行方式抑制通膨：兩次石油危機期間大幅提高利率**，本行並透過發行央行儲蓄券與乙種國庫券、調高存款準備率，以及郵政儲金轉存款制度，實施信用緊縮措施***。
2. 1961年6月至1989年3月期間，我國採用固定或釘住匯率制度，並搭配資本移動管理，使貨幣政策有較大之自主性。

「不可能的三位一體」示意圖



不可能的三位一體(the Impossible Trinity)原則是國際總體經濟學中有關匯率制度與貨幣政策重要的政策思考架構，又可稱為政策三難(the Trilemma)原則，主要內涵為匯率穩定(或固定匯率)、資本自由移動與貨幣政策自主性等都是想要達成的目標，但不可能同時達成，只能三選二。

*第一次石油危機：政府為穩定物價，採取對若干商品實施限價及議價、凍結公營事業之價格、降低民生必需品之進口關稅、放寬進口管制及積極鼓勵進口等措施。第二次石油危機：政府在財稅、農業等方面採取因應措施。例如，減免民生必需品及原料的貨物稅；提高或開徵消耗能源較多物品之貨物稅，以節約能源；擴大進口免稅及減免幅度；肥料售價暫不調整，成本提高部分由國庫補貼等措施。

**1973年7月至年底各項貼放利率(包括重貼現率、質押放款融通利率、短期融通利率、公債質押融通利率、外銷貸款融通(外幣)利率)調幅共計2.0~2.5個百分點；1974年1至4月，央行提高存放款利率以緊縮不必要之放款，且貼放利率調幅共計3.25~4.25個百分點。1979年間本行提高各項貼放利率2.5~4.0個百分點。

***1973年6月起本行發行央行儲蓄券及10月起發行乙種國庫券，以吸收本國銀行過剩的流動性，另一方面提供大量外匯透過指定銀行轉貸廠商，以利器進口民生用品、重要原物料等，充裕國內物資。1973年7月提升銀行定期儲蓄存款保證準備率至法定最高限度，即由5%升至10%。

固定匯率 制度

- 1961年6月我國實施1美元兌換40元新台幣之固定匯率制度。
- 1973年2月16日因美元對黃金價位貶值10%，政府宣布新台幣對美元升值5%，成為1美元兌換38元新台幣。
- 1978年7月，由於通膨壓力擴大，新台幣對美元再度升值，成為1美元兌換36元新台幣。
- 1979年2月成立國內外匯市場，設立議定中心匯率，銀行間買賣掛牌及成交匯率不可超過當日中心匯率上下2.25%；另根據中心匯率訂定銀行與顧客之議價制度，匯率變動不大，且為直接影響匯率價格。

外匯管理 等相關措施

- 1969年1月央行成立外匯局，採外匯集中收付制，以及外匯稽催及審核制度，並指定銀行辦理外匯業務。
- 資本交易外匯方面，採「匯入從寬、匯出從嚴」審核原則。
- 1972年開辦遠期外匯，指定銀行應向央行拋補遠期外匯部位；惟1987年7月，隨外匯管制大幅放寬，央行不再接受外匯銀行承作遠期外匯交易之拋補。

二、時期二(1983年至2007年)台灣通膨轉趨溫和時期：

惟1989~1992年通膨率較高，本行採價量並行緊縮貨幣政策因應；並於1992年公布M2成長目標區；因應金融自由化與全球化，於1989年改採管理浮動匯率制度

(一)1989至1992年間，國內經濟成長率高、失業率低，勞動生產力上升，薪資明顯成長(平均12.49%)；國內需求增強，銀行信用顯著擴張，同期間通膨率亦走高(平均4.16%)。

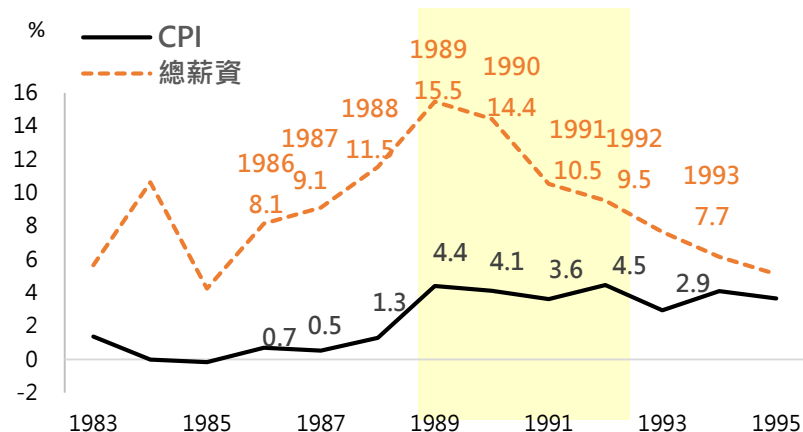
一此期間，薪資與通膨同步上升，但國內工會力量有限，薪資-物價螺旋上升情況並不明顯，且薪資成長率遠高於通膨率。

單位：%

期間二	CPI年增率	總薪資年增率	經濟成長率	失業率
第一段： 1983~1988	0.61	8.22	9.36	2.40
第二段： 1989~1992	4.16	12.49	7.74	1.57

期間二	重貼現率	M2年增率	放款年增率
第一段： 1983~1988	5.46	22.86	16.94
第二段： 1989~1992	6.84	17.39	23.01

台灣工業及服務業薪資與CPI年增率



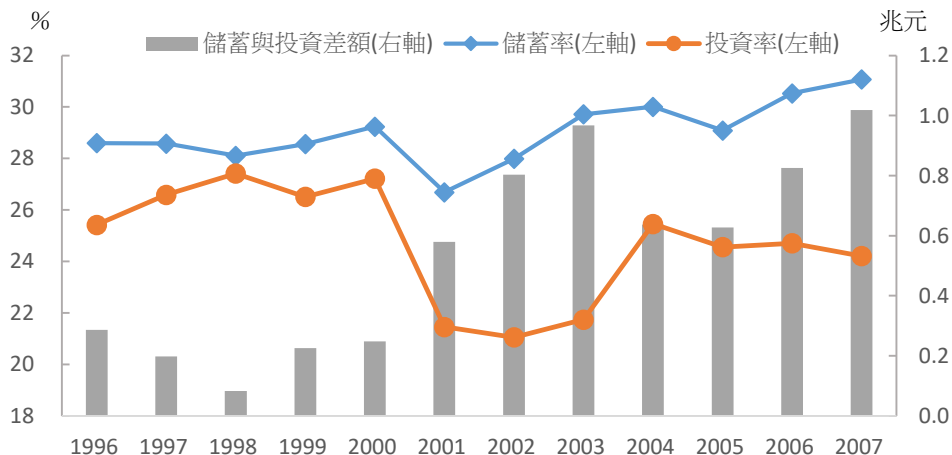
資料來源：主計總處、勞動部

(二) 2000年後，受全球化趨勢(中國大陸磁吸效應)，及國內五缺(缺水、電、工、地、人才)、環評問題等影響，台灣企業加速外移，國內投資率走低，失業率提高，使薪資成長大幅減緩，經濟成長率亦下滑，致平均通膨率低於1%。

單位%

期間二	CPI年增率	總薪資年增率	民間投資年增率	經濟成長率	失業率
第三段：1993~2000	2.23	4.50	11.01	6.29	2.34
第四段：2001~2007	0.83	0.86	3.05	4.75	4.45

台灣儲蓄率、投資率、儲蓄與投資差額



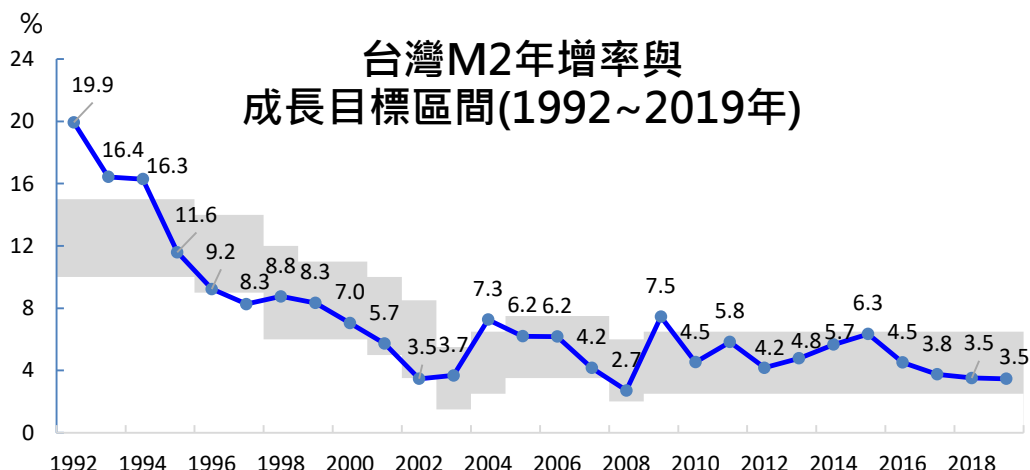
2000年後，受全球化等因素影響，國內投資率走低，致超額儲蓄擴增，為國內帶來充沛資金，亦是日後國內利率走低的主因之一。

註：儲蓄率為國民儲蓄毛額占GNI之比重；投資率為國內投資毛額占GDP比重。
資料來源：主計總處

(三)本行採價量並行緊縮貨幣政策抑制通膨，並自1992年公布M2成長目標區；因應金融自由化與全球化，1989年改採管理浮動匯率制度

1. 本行以調升利率及信用緊縮措施之價量並行方式，因應1989~1992年通膨率較高：1989年提高政策利率*，期間並透過發行央行定期存單等、調高存款準備率，實施信用緊縮措施**。
2. 自1992年後，M2成長率大抵呈下滑趨勢，且多維持於目標區內，達成低且穩定的通膨，並維持金融穩定，流動性足以充分支應經濟活動所需。

—1992年以來，由於國內經濟成長趨緩、通膨走低，政策利率亦呈走低趨勢。



單位：%

年平均	經濟成長率	CPI年增率	經濟成長率 + CPI年增率	M2年增率	重貼現率(期底值)
1992~1999	6.54	2.63	9.16	12.35	5.20
2000~2009	3.88	0.97	4.85	5.39	2.31
2010~2019	3.61	0.99	4.61	4.66	1.63

註：灰色區域為M2成長目標區間。
資料來源：中央銀行金融統計月報

*1989年間本行提高各項貼放利率(包括重貼現率、擔保放款融通利率、短期融通利率、外幣融通利率、外銷貸款融通(新台幣)利率等)1.0~3.25個百分點。

**於1988年12月採信用管制，以防範銀行信用過度擴張。包括提升銀行存款準備率及信託資金準備率1~2個百分點、限制銀行申貸融通利率額度及期限等；並延續相關緊縮政策至1989年4月。1989年3月採選擇性信用調節措施，以避免資金流向投機性用途，如停止對無擔保、副擔保之購地放款。1992年透過發行央行定期存單等吸收過剩資金。

3.因應金融自由化與全球化，我國於1989年改採管理浮動匯率制度，並逐步開放資本帳，資金進出我國更加自由

管理浮動 匯率制度

- 1989年4月3日我國採行管理浮動匯率，廢除議定中心匯率制度，新台幣匯率由市場供需決定，央行參酌國內外經濟、金融情勢，維持新台幣匯率之動態穩定。

資本帳 開放 相關措施

- 1987年7月實施商品及服務貿易外匯收支自由化，如出進口所得及所需外匯不須申報，可逕行辦理結匯。
- 央行逐步調高匯入款限額由3萬美元調整至100萬美元。
- 1990年代擴及資本帳之自由化：
 - 1990年12月開放外國機構投資人(Qualified Institutional Investor, QFII)直接投資國內證券市場。
 - 2003年10月正式取消QFII許可制度，改為外國專業投資人(Foreign Institutional Investor, FINI)以及華僑及外國自然人(Foreign Individual Investor, FIDI)兩類；外資申請程序改為「一次登記，永久有效」。

三、時期三(2008年至2020年)台灣通膨低且穩定時期：

國內投資不足，通膨率低；在物價穩定與超額儲蓄擴大下，本行貨幣政策寬鬆；調整利率操作策略，強化貨幣政策傳遞效果；2020年調整M2成長目標區為參考區間，發揮中長期通膨定錨機制的作用

(一)台灣投資不足，不利研發創新與技術進步，抑制經濟與薪資成長，致通膨率低且穩定

1. 台灣CPI年增率多在1%上下，國內貨幣信用亦多呈穩定成長；僅於2008年因國際油價創歷史新高，帶動生質能源需求銳增，推升國際糧食價格而面臨短暫通膨壓力。

一 因應2008年全球性輸入型通膨壓力，政府採取供給面措施*，本行亦於上半年升息並調升存款準備率等價量並行方式來穩定物價；惟下半年起因國內經濟受金融危機嚴重衝擊，貨幣政策轉向寬鬆。

*2008年政府雖調漲油電價格，惟採行相關配套措施，以緩和物價上漲衝擊。例如，油品進口關稅減半徵收、對大眾運輸與計程車業者提供購油優惠；低度用電住家、小商店用電之電價不調整或減半調整；擴大大宗物資(如小麥、玉米等)進口來源，降低進口成本，以平抑國內價格；增加對低收入戶之家庭生活扶助、兒童生活扶助及高中(職)以上就學生活補助；加強對民生物資及農產品等價格之監視，並採適當措施平抑價格波動等。

期間三	重貼現率 (%)	M2 年增率(%)	放款 年增率(%)	CPI年增率 (%)	總薪資 年增率(%)	經濟 成長率(%)
2008	2.00	2.71	2.49	3.52	0.02	0.80
2009	1.25	7.45	0.70	-0.87	-4.77	-1.61
2010	1.63	4.53	6.74	0.97	5.55	10.25
2011	1.88	5.83	5.58	1.42	2.95	3.67
2012	1.88	4.17	3.29	1.93	0.32	2.22
2013	1.88	4.78	3.48	0.79	0.14	2.48
2014	1.88	5.66	4.77	1.20	3.59	4.72
2015	1.63	6.34	3.43	-0.30	2.49	1.47
2016	1.38	4.51	3.48	1.39	0.49	2.17
2017	1.38	3.75	4.68	0.62	2.46	3.31
2018	1.38	3.52	5.18	1.35	3.82	2.79
2019	1.38	3.46	4.88	0.56	3.82	3.06
2020	1.13	5.84	7.00	-0.23	1.32	3.36
平均	1.59	4.81	4.28	0.95	1.71	2.98

2. 2020年因全球COVID-19疫情擴散，國際油價下跌，且內需減緩，台灣CPI年增率轉呈負值(-0.23%)。

- (1) 國際油價下跌：隨布蘭特國際油價較2019年均價下跌39%，國內油料費反映調降17.46%，致CPI年增率下降0.48個百分點。
- (2) 民眾消費意願下降：隨國內疫情擴散，政府採取防疫管制措施，民眾外出消費意願降低，2020年民間消費成長率由2019年之2.25%大幅下跌至-2.53%。

2020年通膨相關指標年增率

民間消費	進口物價	國際油價	油料費	影響CPI	CPI	核心CPI
-2.53%	-10.23%	-39%	-17.46%	-0.48 個百分點	-0.23%	0.35%

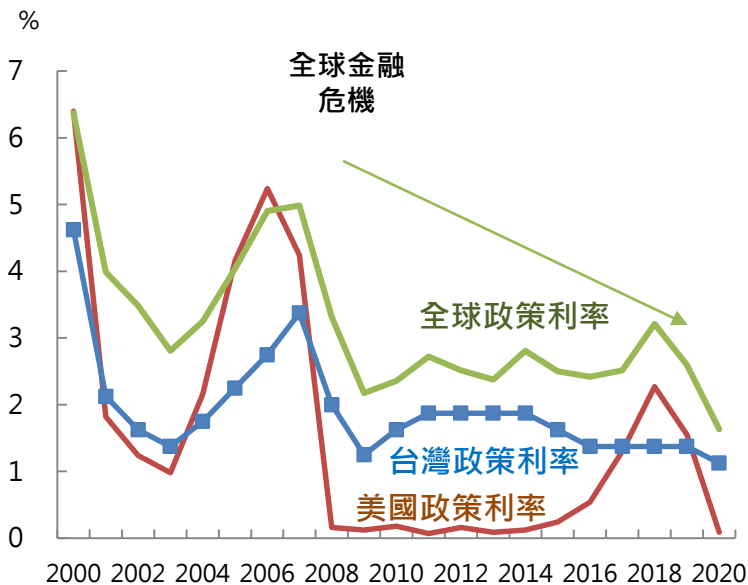
註：核心CPI為不含蔬果及能源之CPI。

資料來源：EIA、主計總處

(二) 全球金融危機後，全球利率走低，且國內物價穩定、超額儲蓄擴大下，台灣貨幣政策寬鬆

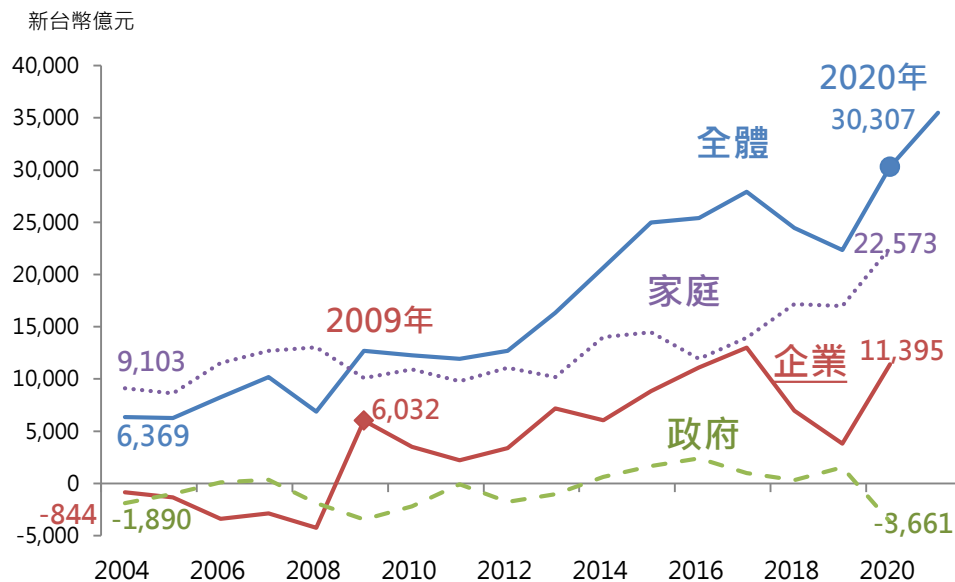
一 全球金融危機後，國內企業投資不振，由資金需求者轉為資金供給者(企業超額儲蓄2004至2008年平均負2,539億元，2009至2020年平均轉為正6,959億元)，政府部門於2014~2019年亦呈超額儲蓄(平均為正1,255億元)，致國內全體超額儲蓄擴大。

全球、美國與台灣政策利率趨勢



資料來源：S&P Global Market Intelligence (2022/11)

台灣儲蓄與投資差額-部門別

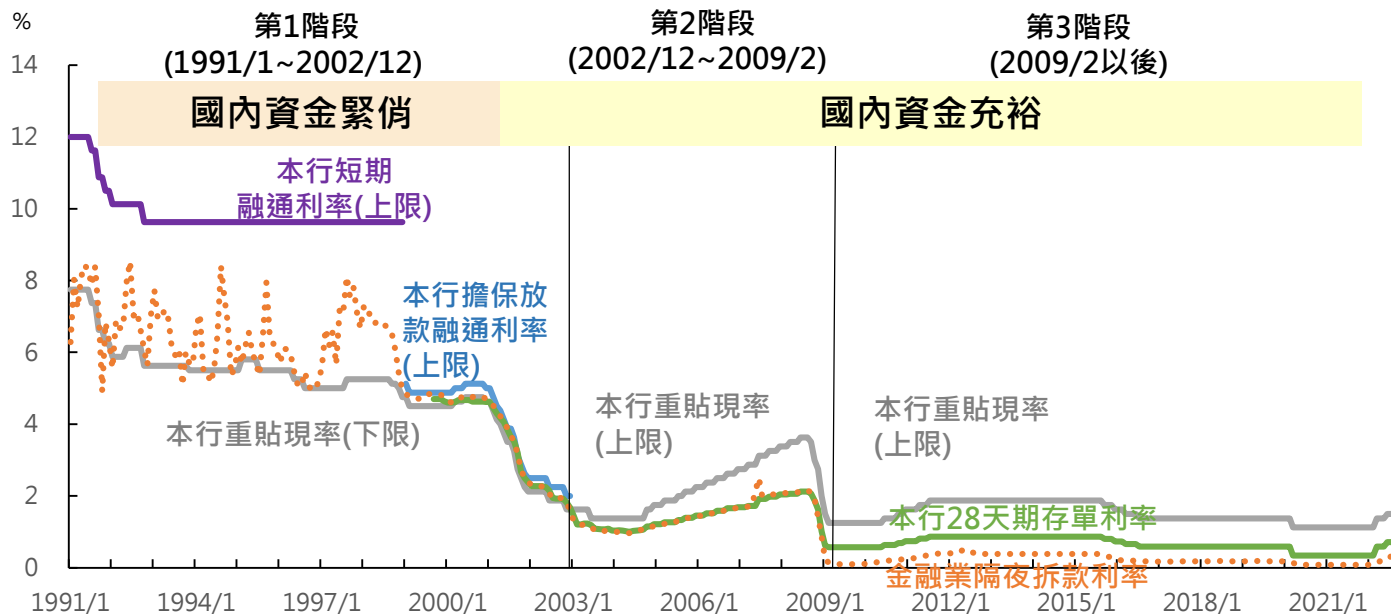


資料來源：主計總處

(三)因應全球金融危機，本行調整利率操作策略，強化貨幣政策的利率管道與信用管道傳遞效果

1. 伴隨國內資金環境的演變，為增加公開市場操作彈性，本行與時俱進調整利率操作策略，大致可區分為3個階段；目前係以重貼現率為上限，以28天期及短天期定期存單利率為短期政策利率指標，據以引導貨幣市場利率及存放款利率，可強化貨幣政策利率與銀行信用管道的傳遞效果。

本行政策利率、本行28天期*存單發行利率及金融業隔夜拆款利率



註：1.1980年4月由銀行公會設置同業拆款中心，辦理同業拆款中心業務。後為便利金融機構調節準備部位或調度營運資金，在1991年10月起，將同業拆款市場與短期融通市場合併，稱為金融業拆款市場。

2.*在2013年2月27日以前央行發行30天期定期存單，之後改發行28天期定期存單 (資料起點為1999年9月)。

資料來源：中央銀行

2. 本行利率操作策略之3階段變革：

第1階段
(1991/1~
2002/12)

- ① 1991年1月~1998年12月：金融業隔拆利率維持於**短期融通利率(上限)**與**重貼現率(下限)**間；這段期間隔夜拆款利率可有較大波動。
- ② 1999年1月~2002年12月：金融業隔拆利率控制於**擔保放款融通利率(上限)**與**重貼現率(下限)**間；這段期間因利率區間較窄，實務上很難兼顧準備貨幣目標。
- ③ 2000年2月起，**本行定期標售30天期等各天期存單**，並得按加權平均利率加減碼訂定申購利率，接受銀行申購存單。

第2階段
(2002/12~
2009/2)

- ① 2002年12月26日本行理事會會議決議改革本行政策利率架構，以**重貼現率為懲罰性利率**，作為**貨幣市場利率上限**。
- ② 因資金充裕，存單標售利率持續下降，為維持市場利率穩定，2003年2月起陸續停止30天期等各天期存單利率標售，**改由銀行申購存單**，利率按各天期最後一次標售利率減碼訂定。
- ③ 2004年10月起**隨重貼現率同步調整本行定存單申購利率**，引導金融業隔夜拆款利率貼近本行30天期存單利率。

第3階段
(2009/2以後)

- ① 因應全球金融危機，本行採取寬鬆貨幣政策，7度調降重貼現率，為保障存款人，本行刻意維持28天期存單利率於較高水準，以支撐銀行1個月期存款利率水準，並為妥適反映利率期限結構，引導金融業隔夜拆款利率走低，由原本貼近轉為低於28天期存單利率*。
- ② 重貼現率仍具懲罰性質，為本行利率操作機制的上限。28天期存單利率為本行主要操作利率*，引導相近天期之貨幣市場利率。

*自2013年2月27日起，為避免因假日造成部分日期之存單到期金額過於集中或偏低情形，改發28天期存單，30天期存單則停止發行。



*現行金融業隔夜拆市場主要是作為銀行調節準備金之用。

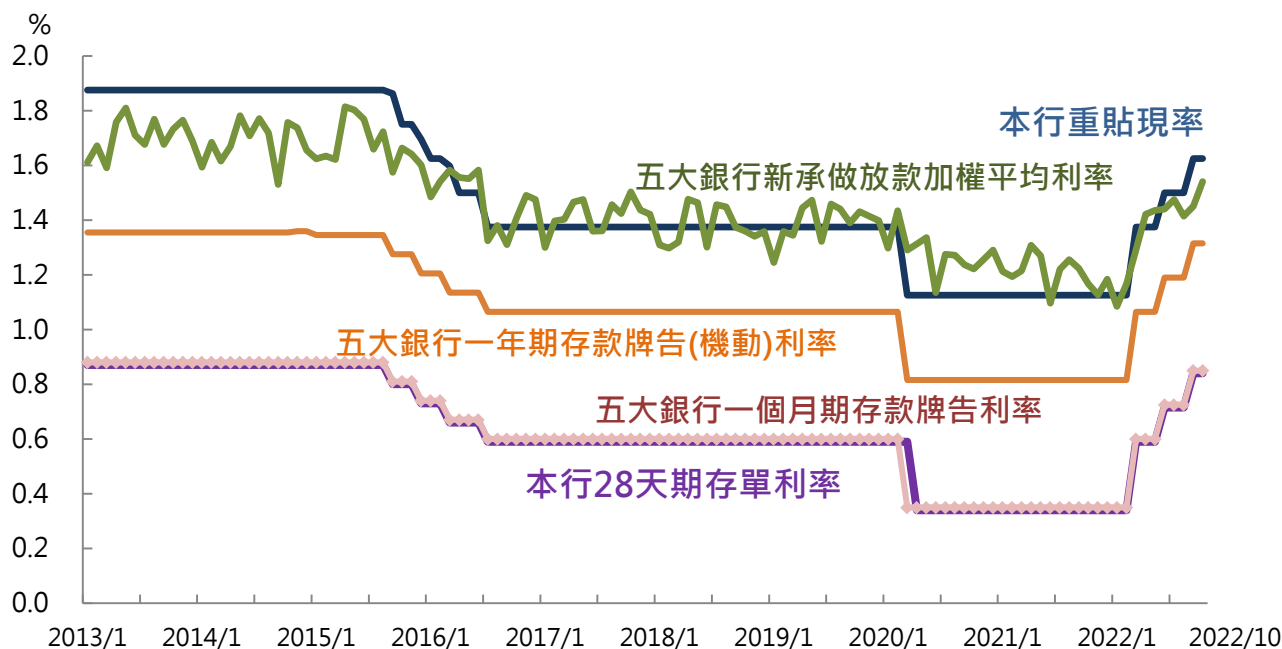
2009年之後，因國內資金充裕，金融業隔夜拆款利率重要性逐漸降低，已不是本行主要操作目標，此與美國Fed貨幣政策以聯邦資金利率為操作目標之情況不同。

資料來源：中央銀行、台灣證券櫃檯買賣中心、金融業拆款中心、台灣集中保管結算所

第3階段
(2009/2以後)

③ 本行存單發行利率亦成為銀行存款利率的訂價基準，並帶動銀行調整放款利率；多年來銀行放款與投資持續成長，顯示貨幣政策銀行信用管道之傳遞機制順暢。

本行重貼現率、存單發行利率與銀行存放款利率



註：五大銀行係指臺灣銀行、合作金庫銀行、第一商業銀行、華南商業銀行及臺灣土地銀行。
資料來源：中央銀行

(四)鑑於M2具備中長期指標的特性，自2020年起，M2成長目標區調整為成長參考區間(不再逐年設定)，讓貨幣政策有較大操作彈性，亦發揮中長期通膨定錨機制的的作用。

1. 台灣的小型開放經濟體特質，M2成長常隨外資變動而起伏，加以金融創新與民眾資產選擇趨於多樣化等影響，M2成長之不確定性升高。
2. 全球金融危機後，短期間我國M2與物價的關聯性弱化，惟M2與產出、物價在較長期間仍具有穩定關係*。
3. 貨幣總計數M2蘊含市場信用存量的資訊，透過檢視貨幣數量與其組成的變化，可協助評估金融穩定狀況**。
4. 此作法容許M2在中長期參考區間內有較大的波動，不僅讓貨幣政策有較大操作彈性，亦可發揮中長期通膨定錨機制的的作用。
5. 自2020年起，M2成長參考區間設定為2.5%至6.5%。

*本行以共整合模型檢視M2與產出、物價之間長期關係，估計結果顯示，M2、產出與物價間確實存在著長期共整合關係；另以Granger因果關係檢定發現，M2仍對產出與物價具有顯著影響力，惟經濟成長率與CPI年增率並未顯著地影響M2成長率。

**根據本行實證研究(M2年增率與銀行放款與投資年增率間Granger因果檢定)，兩者存在相互影響的關係，顯示調控M2成長率於適當水準，可促使銀行放款不致過熱，進而達成維護金融穩定、健全銀行業務的目標。

四、時期四(2021年迄今)台灣通膨走升： 受供給面因素影響，台灣通膨率上揚

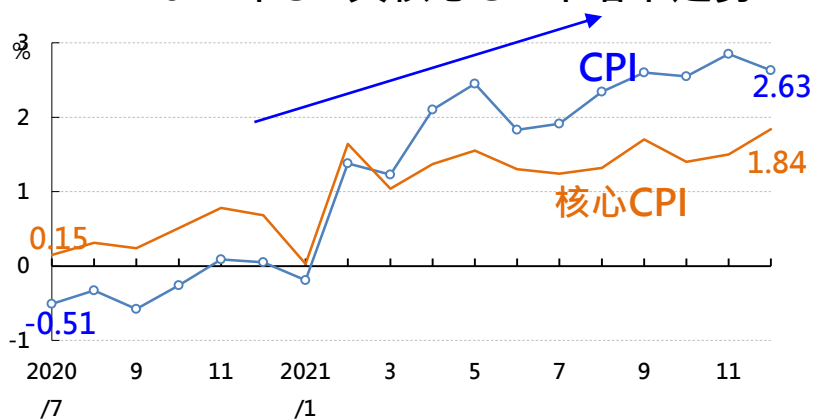
(一) 台灣屬小型開放經濟體，物價易受國際因素影響*。

(二) 2021年通膨率受供給面(COVID-19疫情導致全球供應鏈瓶頸)及基期因素影響而走升，CPI、核心CPI年增率分別為1.96%、1.84%。

(三) 本年以來，因全球供應鏈瓶頸未完全紓解及俄烏戰爭，進口原油及糧食等價格攀升，國內物價大漲。

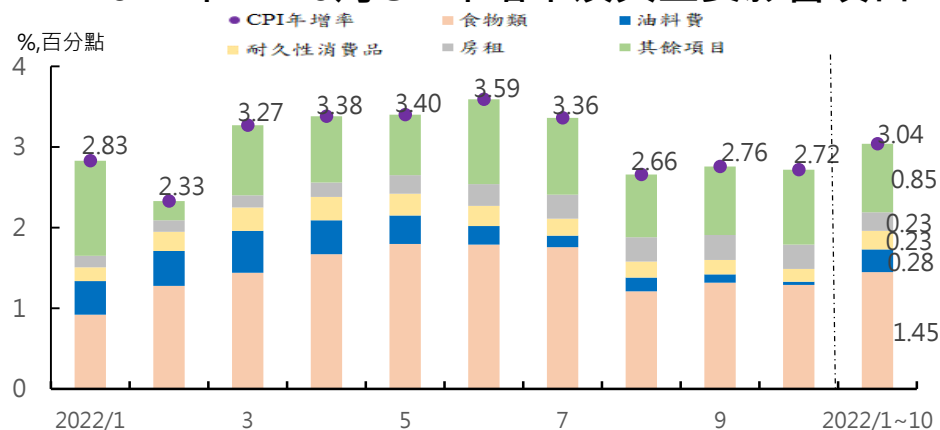
—本年1~10月平均CPI年增率為3.04%，主因食物類、油料費及耐久性消費品(如家電、汽車)價格上漲，合計使CPI年增率約上升2個百分點，貢獻約65%。

2021年CPI與核心CPI年增率走勢



資料來源：主計總處

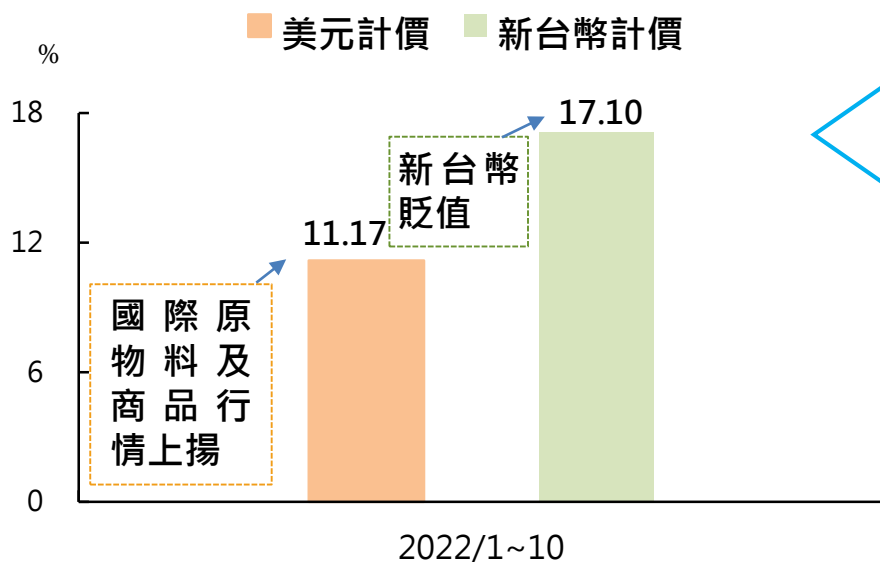
2022年1~10月CPI年增率及其主要影響項目



*林依伶(2022)，「CPI與PPI之關係—台灣與主要經濟體之比較」，中央銀行經濟研究處。

(四) 國內輸入性通膨壓力主要來自國際原物料及商品行情上揚；而本年新台幣貶值雖亦增加進口原物料及商品成本，惟影響國內通膨尚屬可控。

2022年1-10月台灣之進口物價年增率

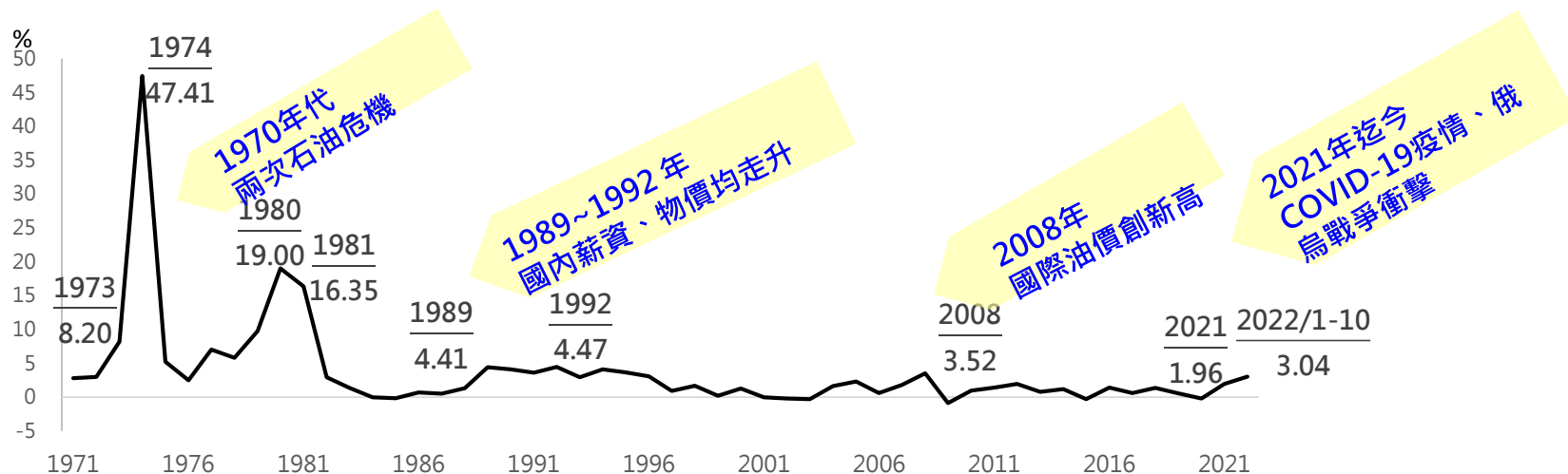


資料來源：主計總處、中央銀行估算

- 本年1至10月以美元計價之進口物價指數年增率為11.17%，因新台幣對美元較上年同期貶值5%，致以新台幣計價進口物價漲幅升為17.10%；估計將使本年CPI年增率上升0.12~0.25個百分點。
- 若本年新台幣對美元平均貶值6%，則對CPI年增率影響為0.15~0.30個百分點。

五、小結

(一)回顧前述四時期，長期以來，台灣通膨低且穩定；雖曾面臨數次通膨衝擊，主要多來自外來的供給面衝擊(即輸入性通膨)



1973~74、1980~81年

經濟活動對石油依賴度高，國際油價以倍數上漲，加上全球糧食危機，通膨率伴隨走高。

1989~1992年

國內經濟高成長、低失業，薪資大幅成長(平均12.49%)；國內需求增強，通膨率亦走高(平均4.16%)，但國內工會力量有限，薪資-物價螺旋上升情況不明顯*

2008年

國際油價創歷史新高(布蘭特油價達每桶145美元)，帶動生質能源需求銳增，推升國際糧食價格。

2021~2022年

供應鏈瓶頸及俄烏戰爭推升全球能源與糧食等原物料成本。

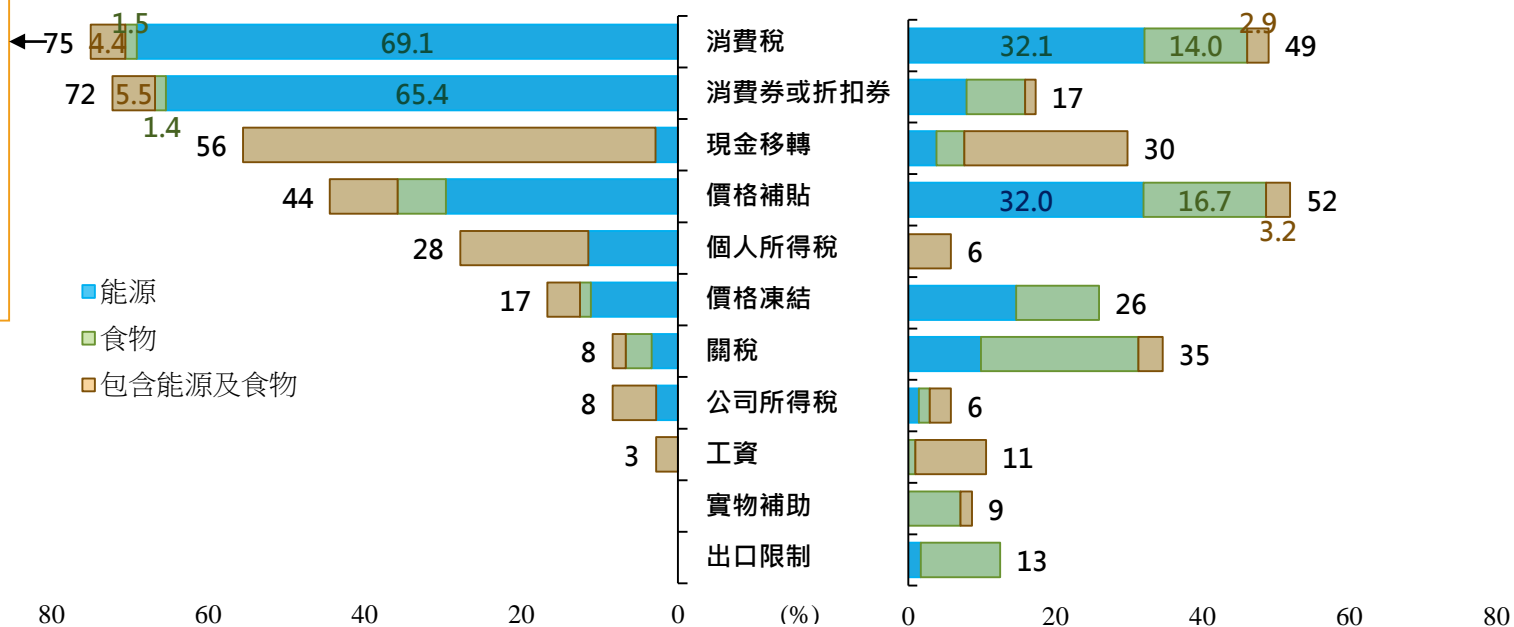
*西方國家擔憂薪資-物價螺旋上升，主要係因工會要求比照物價上升幅度加薪，會持續推升通膨；但1989~1992年期間台灣係因經濟成長率高，帶動薪資大幅成長，係屬較健康的薪資與通膨同步上升情況，與西方國家所擔憂的情形不同。

(二)在兩次石油危機、2008年國際油價創新高、2021年以來疫情與戰爭等供給面衝擊期間，我國政府均積極採行供給面措施因應，本行亦運用多元政策工具，適時調整貨幣政策，有效減緩通膨衝擊。

1. IMF對全球174個經濟體進行調查，本年1月至6月各國因應能源與食物價格高漲的各式供給面措施相當普遍。

近期公布因應能源與食物價格上漲採行相關措施之經濟體比例

舉例說明：
在調查期間，先進經濟體中，共有75%曾宣布採行消費稅減免措施，其中，能源類為69.1%，食物類為1.5%，包含能源與食物兩類則有4.4%。



註：根據IMF的經濟體分類，先進經濟體(不含台灣)為40個，新興暨開發中經濟體為134個。
資料來源: IMF

2. 國際知名學者亦認為，通膨若主要係源自於供給面問題，不應僅仰賴央行由需求面著手的抗通膨措施；決策者亟須聚焦於重振供給面的策略。

—諾貝爾經濟學獎得主Joseph E. Stiglitz、諾貝爾經濟學獎得主Michael Spence、BIS總經理Agustín Carstens均指出，近期通膨在很大程度上係源自於供給面問題*，不應僅仰賴央行由需求面著手的抗通膨措施；決策者亟須聚焦於重振供給面的策略，消除貿易壁壘、提高生產力等供給面措施，均至關重要**。

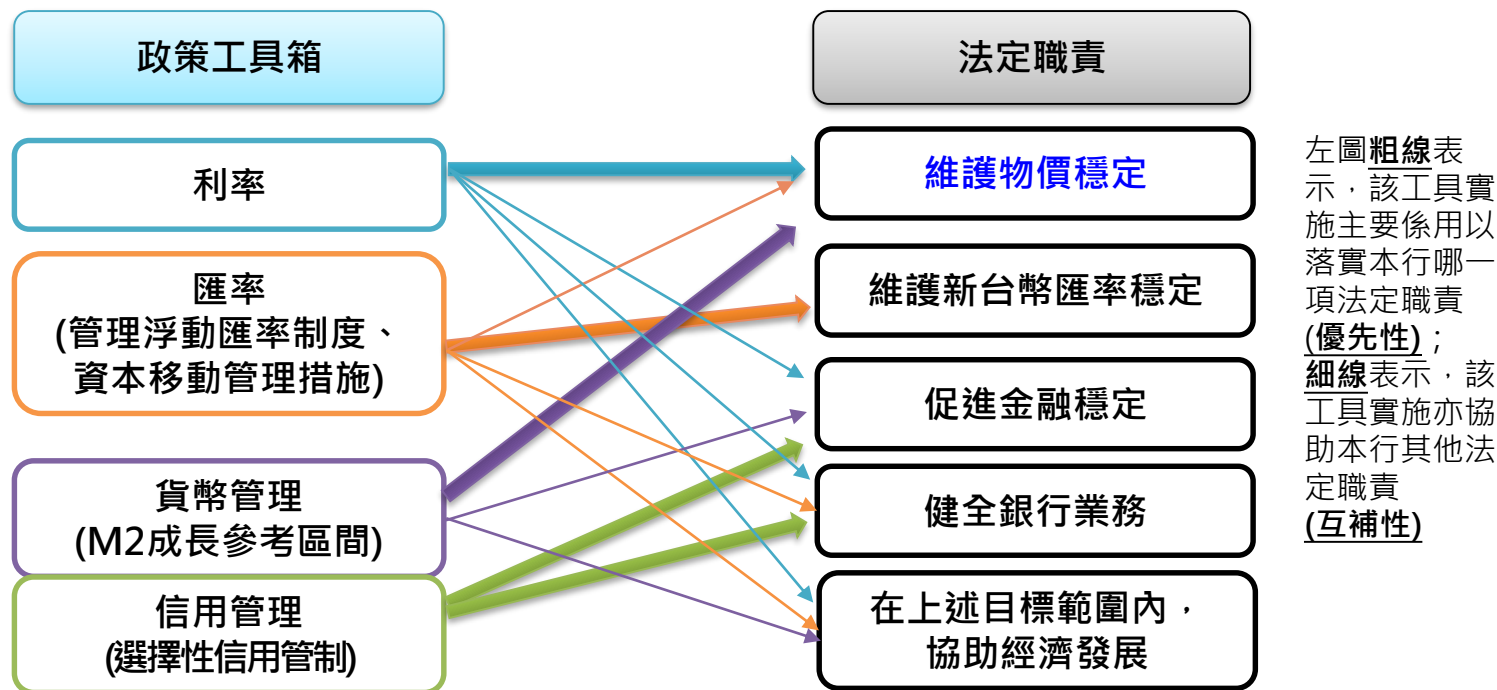
* San Francisco Fed研究顯示，2021年下半年迄今美國核心PCE通膨上揚約有一半係供給面因素驅動(參見Shapiro, Adam Hale (2022), "How Much Do Supply and Demand Drive Inflation," *FRBSF Economic Letter*, Jun. 21 ; Shapiro, Adam Hale (2022), "Decomposing Supply and Demand Driven Inflation," *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper* 2022-18.

** Stiglitz, Joseph E. and Dean Baker (2022), "Inflation Dos and Don'ts," *Project Syndicate*, Jul. 8; Spence, Michael (2022), "The Supply-Side Fight Against Inflation," *Project Syndicate*, Jul. 1; Carstens, Agustín (2022), "A Story of Tailwinds and Headwinds: Aggregate Supply and Macroeconomic Stabilisation," Speech at the Jackson Hole Economic Symposium, Aug. 26.

3. 本行透過多元政策工具箱，落實維持物價穩定等多重法定目標。

(1) 本行政策工具箱：利率、匯率，以及貨幣與信用管理，透過影響資金借貸成本及數量等，進而影響實體經濟，落實多重目標。

(2) 本行政策工具欲落實法定職責各有其優先性，但政策工具間亦具有互補性。例如，為落實維持物價穩定，本行主要以利率、貨幣管理等價量並行工具因應，但新台幣匯率亦有穩定通膨功能。



(3)長期而言，新台幣匯率具有反通膨、反景氣循環的功能。

匯率政策 原則

- 新台幣匯率原則上由外匯市場供需決定，但若有不規則因素(如短期資金大量進出)與季節因素，導致匯率過度波動或失序變動，而有不利的經濟金融穩定之虞時，本行將本於職責維持外匯市場秩序。

特色

- 台灣貿易依存度高且經濟規模小，在資金自由進出環境下，易面臨全球金融循環衍生的風險。因此，必須採行管理浮動匯率制度，以及資本移動管理措施，以保有一定程度的貨幣政策自主性。
- 長期而言，新台幣匯率維持動態穩定(新台幣對美元匯率波動度小於主要貨幣)，且具反通膨及反景氣循環功能，有助經濟金融穩定。

匯率反應函數比較

	物價	經濟景氣
新台幣	物價上漲，匯率升值(O)	景氣衰退，匯率貶值(O)
新加坡幣	物價上漲，匯率升值(O)	景氣衰退，匯率貶值(O)
韓元	物價上漲，匯率貶值(X)	景氣衰退，匯率升值(X)
人民幣	物價上漲，匯率升值(O)	景氣衰退，匯率升值(X)
日圓	物價上漲，匯率升值(O)	景氣衰退，匯率升值(X)

註：表列(O)表示有助物價、經濟穩定；(X)表示無助物價、經濟穩定；樣本期間為1994Q1至2022Q2，匯率係採名目有效匯率(NEER)。

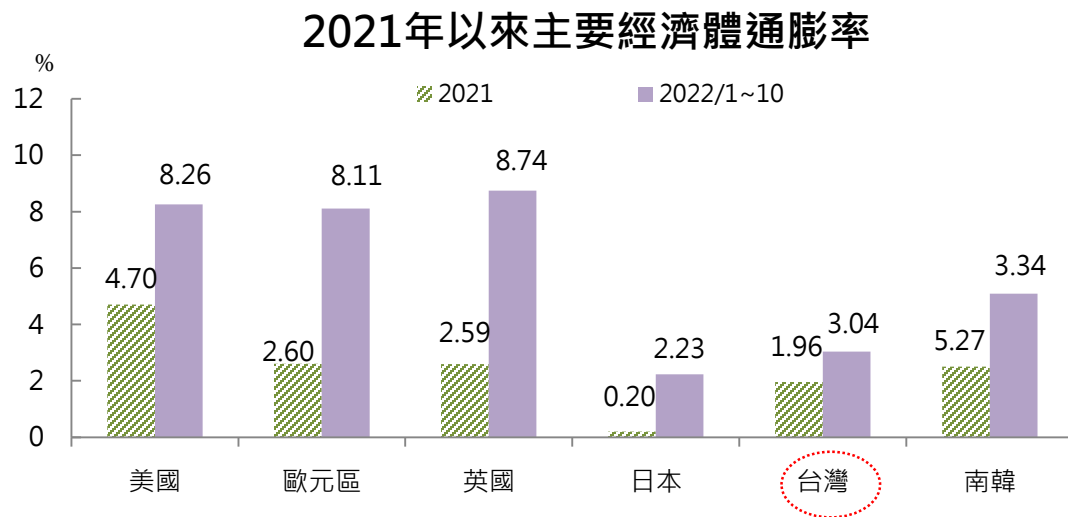
資料來源：中央銀行經濟研究處

參、本行貨幣政策因應當前通膨情勢之作法

2021年起，雖台灣通膨上升，惟與多數主要經濟體比較，台灣通膨相對溫和；本行採行價量並行、漸進緊縮貨幣政策，抑制通膨預期。

一、與多數主要經濟體比較，2021年以來台灣通膨表現相對穩定之主因有四：

(一)受疫情衝擊較小且循序解封，未影響商品生產。



資料來源：各國政府統計

主要經濟體通膨嚴峻度有別：

- 美、歐元區、英等先進經濟體通膨率急遽攀高
- 台灣等亞洲國家，通膨率相對穩定

(二)政府採**平穩物價機制**，且較無**物流不暢通**(即無塞港，且陸上物流順暢)、**勞動市場緊俏**等**供應鏈瓶頸**問題。

1. **油價**訂有「**亞鄰最低價**」調整上限、「**油價平穩機制**」之雙緩漲機制，以及減徵貨物稅等因應措施；另液化**天然氣**民生用戶及液化石油氣(桶裝瓦斯)價格維持不調漲，**民生用電**價亦維持穩定。
2. 提前採購**黃豆、小麥、玉米**，調降關稅及營業稅。

(三)台灣與主要經濟體對於**能源價格上漲**之**應對機制**不同：

1. **台灣**由**台電、中油**等國營事業充分配合政府政策**吸收成本(或價差損失)**，**穩定能源價格**，並**降低其外溢效果**。
2. **美、歐**等國初期讓**油電價格**自由反映市況，致**能源通膨壓力外溢**至其他商品與服務項目；之後，其政府編列預算**進行補貼**，甚至設定價格上限，惟已難**舒緩通膨壓力**。

(四)台灣因應疫情之財政及貨幣政策激勵規模相對較小。

財政政策

1. 台灣政府發放振興券之金額相對較小，對國內物價影響有限。
 - 財政激勵措施規模對GDP比率僅4.2%。
2. 疫情蔓延時，美、歐等政府大規模現金紓困，民眾可支配所得增加，隨防疫措施鬆綁，耐久財消費遽增。
 - 美國、英國、德國財政激勵措施規模對GDP比率分別為25.5%、19.3%、15.3%。

貨幣政策

1. 台灣於2020年累計降息幅度只有0.25個百分點。
2. 美國、英國於2020年累計降息幅度為1.5、0.65個百分點，並採行更大規模的QE。

2021以來台灣相對美、英等主要經濟體物價穩定之原因比較

		美、英等主要經濟體	台灣
疫情控制與解封速度		控制不佳又快速解封	控制良好且循序解封
商品市場供給面	能源價格	<ul style="list-style-type: none"> 解封後國際需求快速回升，後又受俄烏戰爭影響，國際能源價格持續攀升，能源商品價格大漲。 	<ul style="list-style-type: none"> 通膨壓力主要來自供給面，採能源價格平穩機制等多項供給面措施緩解輸入性通膨壓力
	供應鏈問題	<ul style="list-style-type: none"> 疫情蔓延時，供應鏈瓶頸(貨櫃塞港復以物流人員不足)嚴重 俄烏戰爭，加重供應鏈問題 	<ul style="list-style-type: none"> 較無供應鏈瓶頸問題(即無塞港，且陸上物流順暢)
勞動市場供需失衡情況		<ul style="list-style-type: none"> 就業人數與勞參率均較疫情前明顯減少致職位空缺率攀升且創新高，增加薪資上揚壓力 	<ul style="list-style-type: none"> 相較疫情前，勞參率略減而職位空缺率略升，薪資成長溫和
因應疫情財政政策		<ul style="list-style-type: none"> 政府大規模現金紓困，民眾可支配所得增加，隨防疫措施鬆綁，耐久財消費遽增 —美國、英國、德國財政激勵措施規模對GDP比率各為25.5%、19.3%、15.3%* 	<ul style="list-style-type: none"> 政府發放振興券之金額相對較小，對國內物價影響有限 —財政激勵措施規模對GDP比率僅4.2%*
因應疫情貨幣政策		<ul style="list-style-type: none"> 2020年美、英累計降息幅度為1.5、0.65個百分點 採行更大規模的QE 	<ul style="list-style-type: none"> 2020年累計降息幅度僅0.25個百分點

*財政激勵措施不包含融資貸款、擔保等金融紓困措施；其比率係根據IMF2021年10月財政措施資料庫之各經濟體財政激勵措施規模，除以2020年各經濟體名目GDP計算；另台灣財政激勵措施規模係根據行政院2021年9月24日與10月29日新聞稿，以4次追加紓困振興特別預算合計金額計算。

二、本行採價量並行、漸進緊縮貨幣政策，抑制通膨預期

(一) 本年以來，本行三度調升政策利率，共計0.5個百分點；並二度調升新台幣存款準備率，共計0.5個百分點。

(二) 與美、歐等經濟體比較，台灣緊縮貨幣政策程度相對溫和，主要考量以下四項因素：

1. 美、歐等經濟體積極緊縮貨幣政策，實際上也對台灣的經濟、物價與金融帶來緊縮效應。

— **實體經濟**：隨主要央行同步緊縮貨幣政策，國際金融情勢緊縮，全球終端需求(包括傳產、消費性電子產品)快速降溫，本年8月台灣出口成長明顯減緩，且9、10月均呈負成長。

— **物價**：本年下半年起，全球經濟成長放緩，原油等原物料價格因需求下降而回跌，有助減緩國內輸入性通膨壓力。

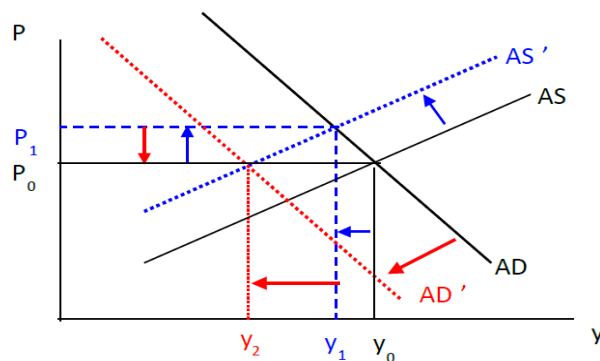
— **金融**：本年以來Fed加速升息，加以投資人擔憂全球經濟陷入衰退，全球股市大幅修正；國內方面，台股震盪走跌，外資大量匯出，金融情勢趨緊。

2. 本年以來國內物價上漲，主要受進口原油及糧食成本上揚等供給面因素影響。政府持續以供給面措施，因應能源及食物價格波動，對於整體物價的穩定有很大的幫助。

3. 當前國內通膨衝擊雖主要來自供給面之成本推動，本行仍有必要採行適度緊縮貨幣政策，制約通膨預期，以維持物價穩定。因此，調升政策利率及存款準備率，採價與量並行方式，有助抑制國內通膨預期心理。

一對於以供給面因素為主，所造成的物價大幅波動，央行若大幅度緊縮貨幣，可能會使產出進一步下降。惟因預期較高的通膨率將持續一段期間，央行仍有必要採行適度緊縮貨幣政策，制約供需雙方的通膨預期，以維持物價穩定。

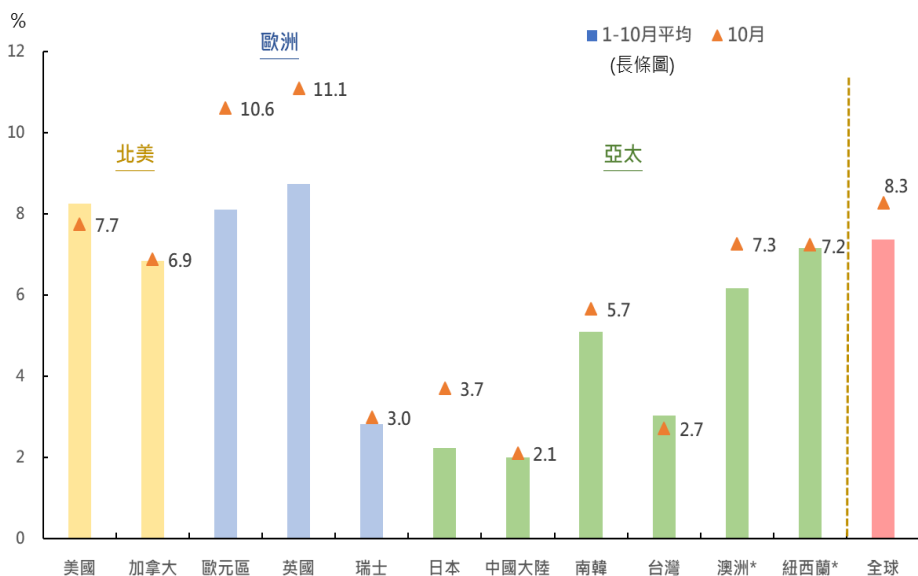
供給面衝擊與大幅緊縮性貨幣政策



1. 進口原物料等生產成本上揚(總供給曲線AS移至 AS')，造成物價上漲，產出由 Y_0 降至 Y_1 。
2. 央行若大幅度緊縮貨幣(使AD移至 AD')，產出會由 Y_1 再降至 Y_2 。

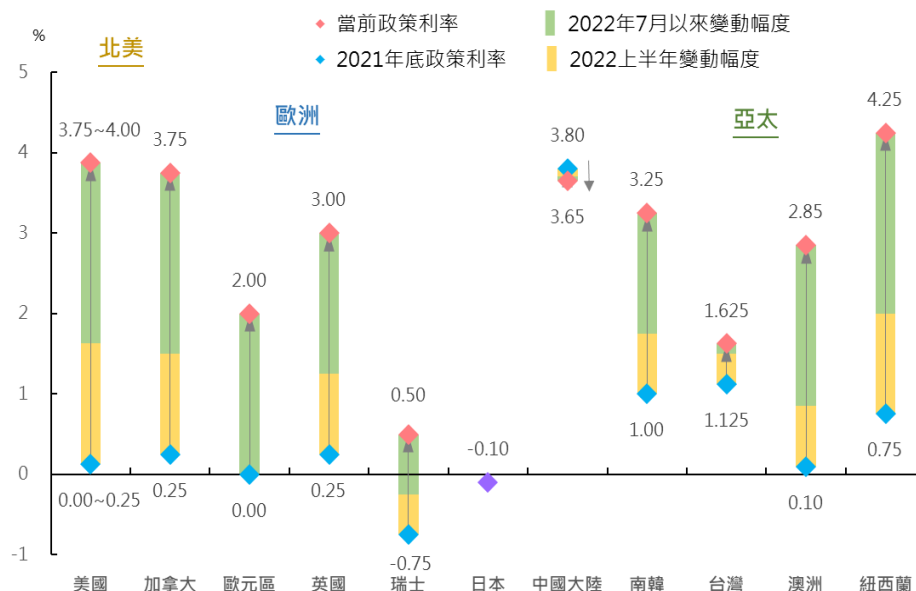
4. 本年以來，台灣物價漲幅相對美、加、歐及部分亞太地區低，貨幣政策緊縮力道亦較溫和。

2022年以來主要經濟體CPI年增率



註：*澳洲及紐西蘭通膨率為季資料，採第3季及1~3季平均。
資料來源：官方網站及S&P Global Market Intelligence (2022/11)

2022年以來主要經濟體政策利率變動



註：1. 中國大陸政策利率以1年期貸款市場報價利率(LPR)代表。中國大陸除降息外，並調降存款準備率2碼。
2. 台灣除升息2碼外，亦調升存款準備率2碼。
資料來源：各央行網站(截至11月24日資料)

肆、國內外通膨與經濟展望

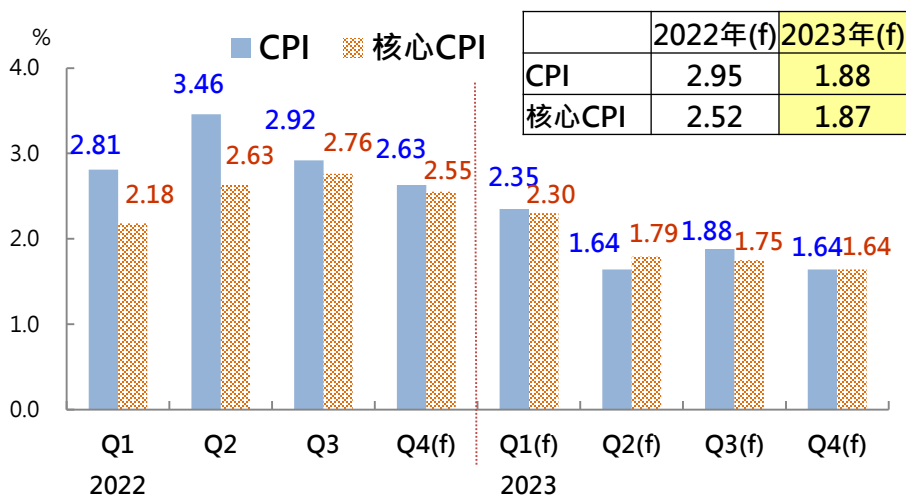
一、本行預期明年台灣通膨率回降至2%以下，經濟成長走緩

(一) 展望明(2023)年，全球供應鏈瓶頸逐漸紓解，國際貨運費率走低，原油等原物料價格將回跌，本行預測明年台灣通膨率為1.88%；明年國際景氣趨緩，制約台灣出口與投資動能，經濟成長率將降為2.90%。

- 一 因主要經濟體積極緊縮貨幣政策之外溢效應與國際景氣趨緩影響，主計總處已下調本年第3季經濟成長率概估數，加以預期第4季出口負成長與投資動能趨緩，本行將於本年12月理事會會議後公布明年經濟成長率、通膨率新的預測值。
- 一 S&P Global Market Intelligence預測明年台灣通膨率、經濟成長率分別為1.9%、2.2%。

本行對2022年、2023年台灣CPI及核心CPI年增率預測值

單位:%

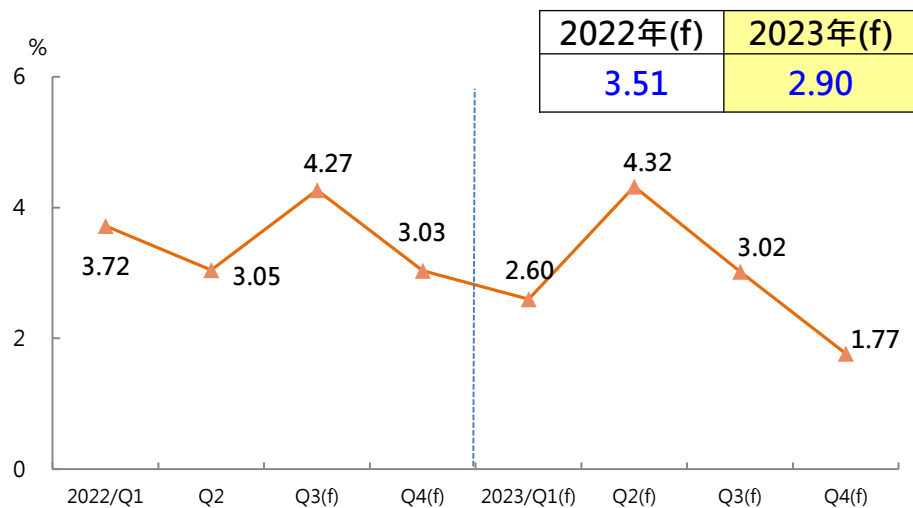


註：f為預測值。

資料來源：實際值-主計總處、預測值-中央銀行(2022/9)

本行對2022年、2023年台灣經濟成長率預測值

單位:%



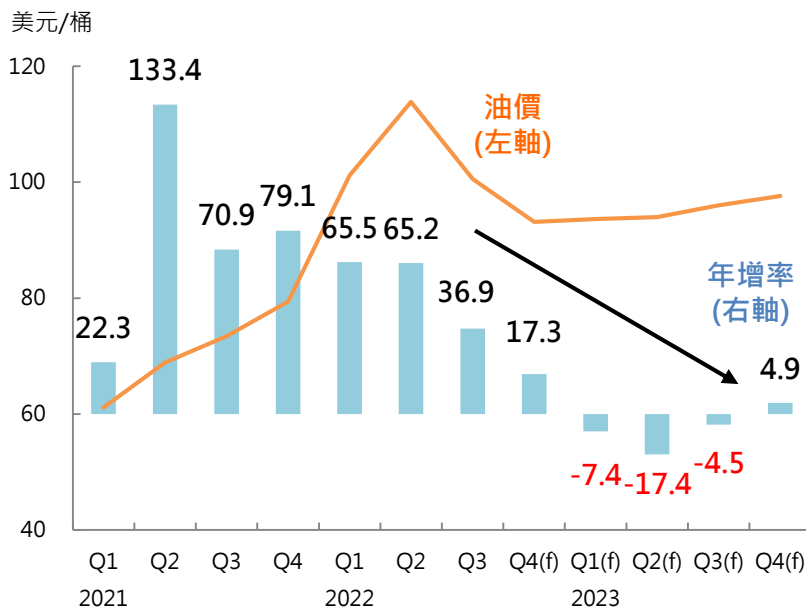
註：f為預測值。

資料來源：實際值-主計總處、預測值-中央銀行(2022/9)

(二) 影響明年國內通膨走勢的重要因素：主要央行貨幣政策、俄烏戰事、供應鏈瓶頸

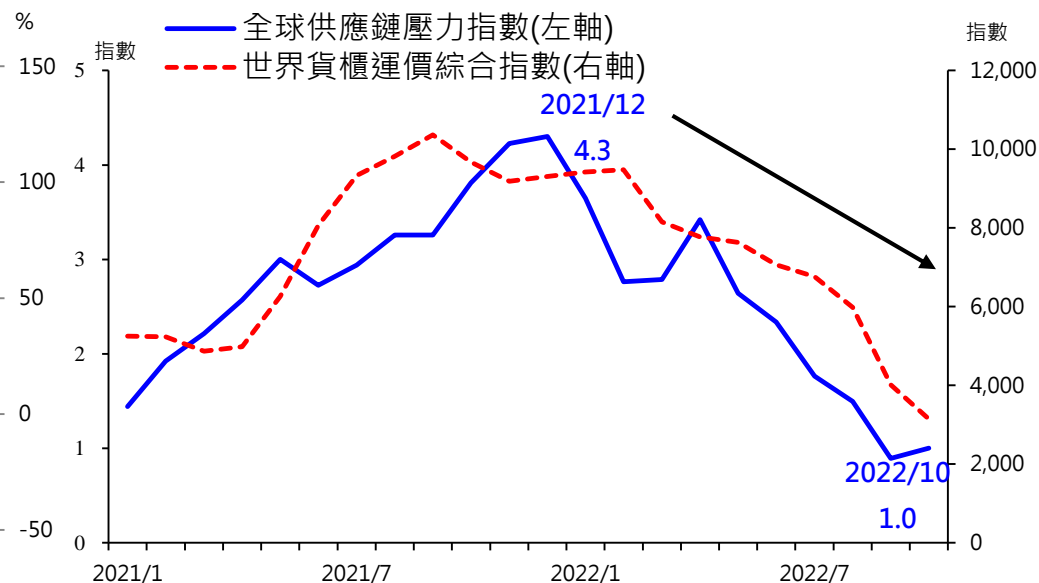
1. 主要央行貨幣政策同步緊縮，全球經濟成長面臨下行風險，抑制通膨壓力及民眾通膨預期。
2. 俄烏戰事演變、供應鏈瓶頸能否持續紓解，均將影響國際能源等大宗商品價格，構成供給面通膨壓力。

布蘭特原油價格與年增率



資料來源：U.S. Energy Information Administration (EIA) (2022/11)

全球供應鏈壓力及海運貨櫃運價指數



資料來源：Bloomberg、New York Fed (Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)

二、目前國際機構預估明年全球通膨率仍高，且主要經濟體之經濟成長率可能轉呈負值

(一)本年以來，美、歐、英等主要經濟體通膨率大幅攀升，明年雖可望低於本年，惟仍遠高於疫情前水準。

(二)隨主要央行貨幣政策加速緊縮，經濟前景面臨下行風險，明年主要經濟體可能轉為衰退。

全球及主要經濟體CPI年增率

	CPI年增率 (%)				
	2019年	2020年	2021年	2022年 f	2023年 f
全球	2.6	2.2	3.9	7.7	5.2
美國	1.8	1.2	4.7	8.1	4.3
英國	1.8	0.9	2.6	9.0	5.5
歐元區	1.2	0.3	2.6	8.6	6.1

f：S&P Global Market Intelligence 預測數。

資料來源：S&P Global Market Intelligence(2022/11)

全球及主要經濟體經濟成長率

	經濟成長率 (%)				
	2019年	2020年	2021年	2022年 f	2023年 f
全球	2.6	-3.2	5.9	2.9	1.5
美國	2.3	-2.8	5.9	1.8	-0.2
英國	1.6	-11.0	7.5	4.4	-0.9
歐元區	1.6	-6.2	5.3	3.2	-0.5

f：S&P Global Market Intelligence 預測數。

資料來源：S&P Global Market Intelligence(2022/11)

(三)主要機構評估主要經濟體明年陷入衰退機率高，尤以歐洲地區衰退的風險最大。

一 主要機構評估美國、歐元區、英國未來1年陷入衰退的機率，分別介於0.48%~96%、60%~96%、75%~80%之間。

Fed與主要機構評估美國未來1年衰退機率

機構	模型及使用資料	衰退機率
FOMC (11/23)*	Fed經濟模型	約50%
Goldman Sachs(11/16)	公債殖利率曲線	35%
Bloomberg(11/7)	調查	60%
St. Louis Fed(10/28)	景氣同時指標	0.48%
Cleveland Fed(10/26)	公債殖利率曲線	26.5%
New York Fed(10/21)	公債殖利率曲線	23.1%
Conference Board(10/5)	公債殖利率曲線與其他領先指標	96%

*Fed職員預估，2023年美國經濟陷入衰退機率與其基本情境之機率相當(引述自美國貨幣政策會議議事錄摘要)。Boesler, Matthew(2022), "Fed Staff Saw Odds of US Recession in Next Year as About 50-50," Bloomberg, Nov.24.

資料來源：整理自各機構報告

主要機構評估歐元區未來1年衰退機率*

機構	模型及使用資料	衰退機率
Bloomberg(11/7)	調查	80%
路透社(9月)	調查	60%
UBS(8/25)	實體經濟變數	96%

* 歐盟執委會(2022/11)預測2023年全年歐元區GDP將正成長0.3%，本年冬季歐元區及多數成員國預期將陷入技術性衰退，惟預期衰退期間短，且不太可能出現大幅衰退。

主要機構評估英國未來1年衰退機率*

機構	模型及使用資料	衰退機率
Bloomberg(11/7)	調查	80%
路透社(9月)	調查	75%

* BoE (2022/11)預測2023年全年英國GDP將衰退，另依其扇形圖推估，2023年GDP負成長的機率約為75~80%。

三、未來主要經濟體發展是停滯性通膨 還是 長期停滯？

明年可能發生停滯性通膨；惟在通膨獲控之後，長期可能重返 COVID-19 疫情前之長期停滯。

(一) 根據國際機構預測，明年美、歐、英等先進國家通膨雖回降惟仍居高，且經濟轉呈微弱成長或小幅衰退；若未來高通膨持續且失業率升高，將陷入停滯性通膨。

— Lawrence Summers 指出，美國大幅升息，恐引發經濟衰退；然升息過慢，恐使停滯性通膨風險升高*。

(二) 經濟衰退屬景氣循環的一個階段，期間較短，但人口結構老化、所得分配不均、儲蓄過剩等長期結構問題不易解決，在高通膨壓力消退後，將持續拖累經濟表現，經濟體系重回低利率、低通膨、低成長的長期停滯現象。

— Lawrence Summers 認為，美國經濟並沒有可持續的超額需求 (sustained excess demand)，因此未來有可能再度發生長期停滯**。

— IMF 前首席經濟學家 Olivier Blanchard 認為美國發生長期停滯的機率有九成***。

— Paul Krugman 認為，當前美國需求疲弱、經濟放緩，人口老化與移民減少，亦將抑制未來經濟成長，因此，當通膨開始回降後，美國仍將進入低成長、低通膨之長期停滯時期****。

— Raghuram Rajan 認為，即便美國通膨降至目標水準，惟經濟可能回到低生產力、低成長及低通膨之長期停滯時期*****。

* Mohamed, Theron (2022), "Larry Summers Urges the Fed to Keep Raising Rates - and Warns That Hiking Too Slowly Risks an Economic Disaster," *Business Insider*, Sep. 19. ; Daniel, Will (2022), "The Top Economist Who Knew Inflation Would Be a Disaster Says Get Ready for a Bumpy Recession Ride: 'Soft Landings Represent a Kind of Triumph of Hope over Experience,'" *Fortune*, Jul. 25.

** Kennedy, S. and S. Flanders (2021), "Summers Sees Risk of Recession Soon, 'Secular Stagnation' Later," *Markets*, Bloomberg.

*** Wolf, M. (2022), "Olivier Blanchard: There's a Tendency for Markets to Focus on the Present and Extrapolate it Forever," *Economists Exchange, Financial Times*, May 26.

**** Krugman, Paul (2022), "Wonking Out: Why Interest Rates (Probably) Won't Stay High," *The New York Times*, Nov. 18. ; Krugman, Paul (2022), "Wonking Out: Taking the 'Flation' Out of Stagflation," *The New York Times*, Jul. 1. ; Krugman, Paul (2022), "Is the Era of Cheap Money Over?" *The New York Times*, Jun. 21. °

***** Hinge, Daniel (2022), "US Risks Slipping Back into Secular Stagnation, Says Rajan," *Central Banking*, Jul. 6.

伍、結語：高度不確定的年代下，本行彈性的貨幣政策機制，將可協助台灣達成物價穩定、金融穩定與經濟成長之法定目標

- (一) 展望未來，全球經濟具高度不確定性，先進國家是否會走向停滯性通膨或者是長期停滯，仍待觀察。
- (二) 台灣是高度開放的小型經濟體，受到國際經濟金融情勢的影響甚鉅，尤其主要經濟體的貨幣政策往往會產生龐大的外溢效應，對小型開放經濟體造成很大的衝擊。
- (三) 在國際經濟諸多的限制下，身為小型開放經濟體的台灣宜採取管理浮動匯率，並實施若干程度的資本移動管理，以保有一定程度的貨幣政策自主性，達成國內經濟目標。
- (四) 面對高度不確定的全球經濟環境，本行密切觀察國內外經濟金融情勢，採取適當的貨幣、信用與外匯政策，以降低來自國外的衝擊，追求台灣的物價穩定與經濟成長。



感謝聆聽

敬祝大家

身體健康、萬事如意！

謝謝！

附錄 2008至2020年美國等經濟體陷入長期停滯的原因

- 需求面角度：由於民間需求及政府支出不足、貿易量萎縮，致全球需求不振。
- 供給面角度：因創新與技術停滯、資本累積不足，且勞動市場結構轉變，致全球供給停滯。

需求面面臨疲弱不振	供給面出現結構性瓶頸
Lawrence Summers、Paul Krugman、Olivier Blanchard、Barry Eichengreen，以及 Richard Koo等多位經濟學家	Robert Gordon、Edward Glaeser等經濟學家
■ 民間需求疲乏 <ul style="list-style-type: none"> – 政治、經濟等前景之不確定性，缺乏投資信心。 – 經濟結構改變，對新資本的需求降低、投資需求下滑。 – 所得分配不均、薪資成長停滯，削弱消費能力。 – 人口成長減緩，導致總合需求下滑。 	■ 創新與技術進步停滯 <ul style="list-style-type: none"> – 低成本、低技術生產的低垂果實已擷取殆盡。 – 近年無重大技術進步事證。 – 具生產性的投資過少，生產力成長率減緩。
■ 政府支出不足 <ul style="list-style-type: none"> – 政府進行財政重整(fiscal consolidation)或財政擲節(fiscal austerity)，縮減政府支出。 – 誤信財政乘數不大、政府支出會排擠民間投資，導致公共投資不足。 	■ 資本累積不足 <ul style="list-style-type: none"> – 銀行去槓桿化，民間投資缺資金。 – 政府縮減公共投資，基礎建設投資出現瓶頸。 – 欠缺具企業家精神的企業。
■ 全球貿易量萎縮 <ul style="list-style-type: none"> – 全球供應鏈改變，全球貿易量出現結構性降低。 – 全球景氣復甦力道疲弱，全球需求不足。 – 全球貿易限制(障礙)增加。 	■ 勞動市場出現永久性的結構改變 <ul style="list-style-type: none"> – 人口老化加速，勞動力參與率下降。 – 學用落差存在，一次性衰退讓失志勞工增加。 – 勞動節約(labor-saving)、勞動連結(labor-linking)等促成全球經濟深層改變，亦導致持續性衰退。

資料來源：Teulings, Coen and Richard Baldwin eds. (2014), Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures, Centre for Economic Policy Research (CEPR), Aug.