

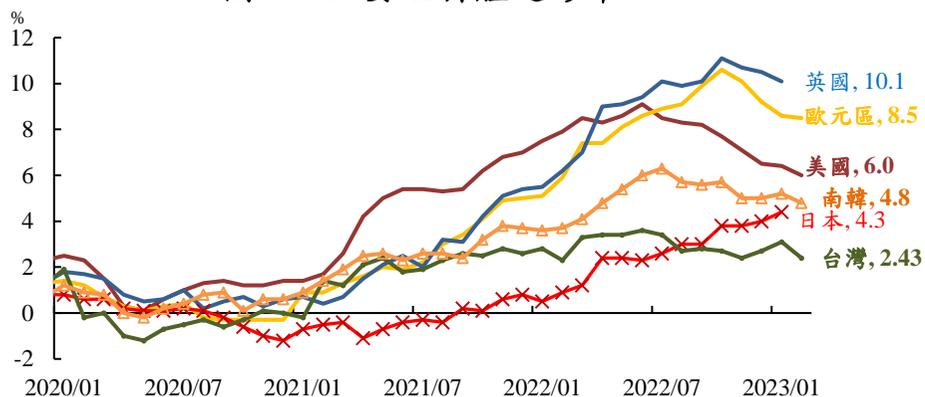
五、主要央行緊縮貨幣政策之外溢效應及本行貨幣政策之因應

上(2022)年美國聯邦準備體系(Fed)等多數央行，採積極緊縮貨幣之「冷火雞」(cold turkey)策略¹對抗高通膨。然美國為全球經濟金融重心，美元為國際主要貨幣，美國快速且大幅升息，透過貿易、金融及匯率管道，傳遞緊縮貨幣之外溢效應(spillover effect)，對其他經濟體影響甚大。除主要經濟體升息對台灣帶來外溢緊縮效應外，由於我國政府積極採行能源及食物價格平穩措施(即供給面措施)有效，加以本行續採緊縮貨幣政策，抑制國內通膨預期心理，使上年台灣通膨率相對主要經濟體溫和。在考量台灣物價漲幅相對溫和，且主要央行持續升息帶來外溢緊縮效應下，本行採取漸進且溫和的緊縮貨幣政策(gradualism)，有助達成促進物價穩定，並協助整體經濟金融穩健發展之政策目標。

(一) 上年主要經濟體通膨率多攀高，帶動美國等多數央行積極緊縮貨幣政策

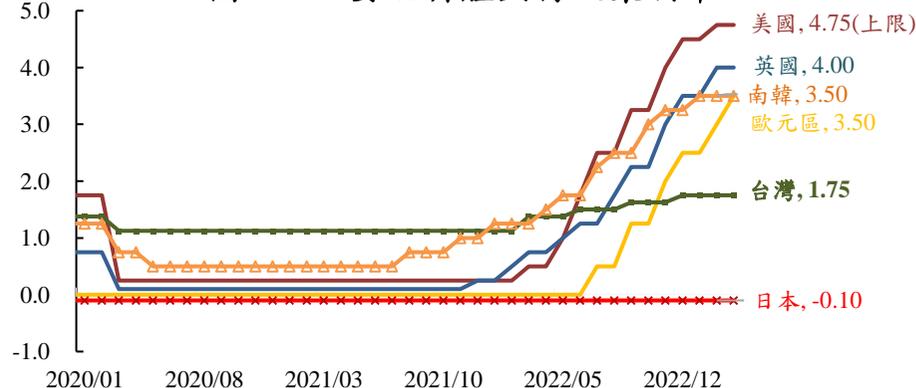
1. 上年疫後經濟復甦，加以爆發俄烏戰爭，糧食與能源價格大漲，帶動全球通膨率攀高(圖 1)；其中 GDP 合計占全球比重約達 43% 的美、歐、英，其通膨率較高，升息幅度亦較大，「冷火雞」策略之緊縮貨幣將產生龐大外溢效應。
2. 上年 3 月以來，美國積極調升利率，目前聯邦資金利率目標區間上限已達 4.75%，緊縮力道明顯(圖 2)。

圖 1 主要經濟體通膨率



註：除英國、日本為本年 1 月數據，其餘經濟體為本年 2 月數據。
資料來源：Refinitiv Datastream

圖 2 主要經濟體央行政策利率



註：各經濟體通膨率為消費者物價年增率；美國政策利率為上下限目標區間，圖中以上限表示；歐元區政策利率取主要再融通操作利率。
資料來源：各國官方網站、Refinitiv Datastream

¹ 「冷火雞」策略係經濟學家用來形容政府因應通膨的處理方式，旨在儘速抑制通膨預期，透過激進緊縮貨幣，期能使通膨率迅速下降，惟恐將以大幅失業之經濟硬著陸(hard landing)為代價，該策略有別於漸進主義(gradualism)透過緩步貨幣緊縮使通膨率溫和下降。

(二)美國為全球經濟金融重心，美元為國際主要貨幣，Fed 緊縮貨幣之外溢效應影響全球經濟金融

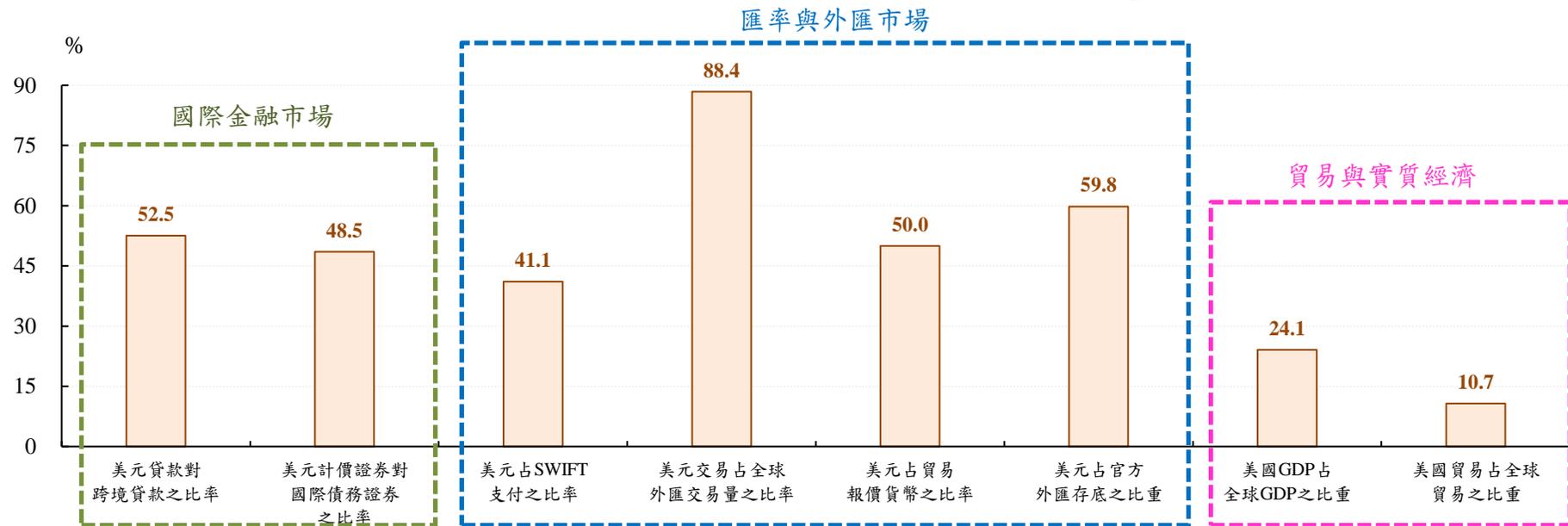
1. 美國是當前全球經濟規模最大國家，且美元是主要國際貨幣，美國亦為國際金融中心。

(1) **美國係全球經濟規模最大國家**，GDP 全球占比達 24.1%，且貿易總額僅次於中國大陸居全球第二，占比亦達 10.7%，在全球貿易與實質經濟扮演重要角色(圖 3)。

(2) **美元為主要國際貨幣**，如美元於全球官方外匯存底的幣別占比近 60%，在全球外匯交易量(foreign exchange turnover)占比亦高達 88.4%²，**對全球外匯市場有重大影響**(圖 3)。

(3) 美元貸款對跨境貸款之比率達 52.5%，美元計價證券對國際債務證券之比率亦達 48.5%，**美元貸款與美元計價證券在國際金融市場扮演重要角色**(圖 3)。

圖 3 美國及美元在全球經濟金融扮演重要角色



註：美元占 SWIFT 支付之比率最新資料為 2022 年 Q3，資料來自 SWIFT (2022), RMB Tracker Oct.；美元交易占全球外匯交易量之比率最新資料為 2022 年，資料來自 Patrick McGuire (2022), “2022 Triennial Central Bank Survey,” BIS, Oct. 27；美元占貿易報價貨幣之比率最新資料 2022Q3，資料來自 IMF COFER。

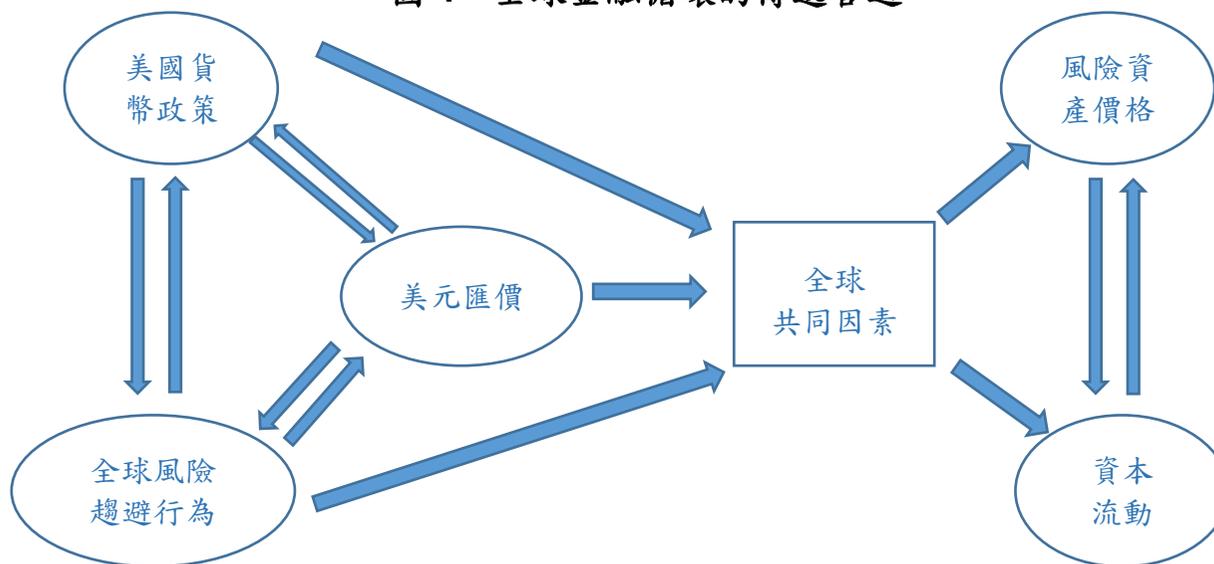
資料來源：除上述註外，其餘資料來自 Obstfeld, M. and H. Zhou (2023), “The Global Dollar Cycle,” *NBER working paper*, No.31004, National Bureau of Economic Research.

² 交易量為成交量之 2 倍，因此所有幣別交易量之占比總和為 200%。

(4) 除上述條件外，美國**金融市場領先全球**，**紐約為金融中心**，因此，**美國緊縮貨幣政策勢將加深風險性資產價格波動**，以及**透過全球資本移動對全球經濟金融產生緊縮力道**。

- 一 英國倫敦商學院教授 H el ene Rey 於 2013 年指出³，美國貨幣政策改變將促使跨國資本快速且大規模自由進出，投資者對**風險偏好或趨避態度(risk on or risk off)**以及**槓桿化(leverage)或去槓桿化(deleverage)**的行為，使**風險性資產價格劇烈變動**，**全球各國經濟金融因而大漲大跌**(booms and busts)，此一反覆循環現象稱為「**全球金融循環**」(global financial cycle)。
- 一 **美國貨幣政策及全球風險趨避行為**⁴係驅動全球金融循環之兩股主要力量，加上**美元匯價**，三者交互作用構成全球共同因素，進而影響全球的**風險性資產價格及全球資本流動**(圖 4)。因此，上年以來，**美國貨幣政策緊縮亦將引導全球金融緊縮**。

圖 4 全球金融循環的傳遞管道



資料來源：Habib and Venditti (2018)

³ Rey, H. (2013), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence," paper presented at the Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, August.

⁴ Habib, M. and F. Venditti (2018), "The Global Financial Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area," *Economic Bulletin Issue 6*, European Central Bank.

2. 美國**連續大幅緊縮貨幣**，加以**多數央行亦緊縮貨幣**，將透過**貿易、金融與匯率**管道產生**外溢效應**，對其他經濟體之經濟成長、物價與金融情勢造成負面影響(圖 5)。

圖 5 美國緊縮貨幣外溢效應

貿易管道

- 以**消費為主之大型經濟體貨幣政策緊縮**，將抑制其總合需求(包含進口需求)，導致對貿易夥伴國商品及服務之需求下滑，**拖累外國 GDP、就業及工業生產**。

金融管道

- **美國資本市場及美元具高度重要性**，在全球金融市場高度連動下，美國政策利率大幅調升影響投資人風險偏好，且**金融商品風險溢酬上升與全球金融情勢同步緊縮**，更添全球金融脆弱性。

匯率管道

- 美國貨幣政策緊縮，帶動**美元升值**，使其他**小型開放經濟體貿易夥伴國貨幣相對貶值**，進一步使得進口商品及中間投入產品價格上漲，導致其物價上揚，另部分**體質較弱之新興經濟體恐面臨高融資成本及外需疲軟問題**，增加**資本外流壓力**。

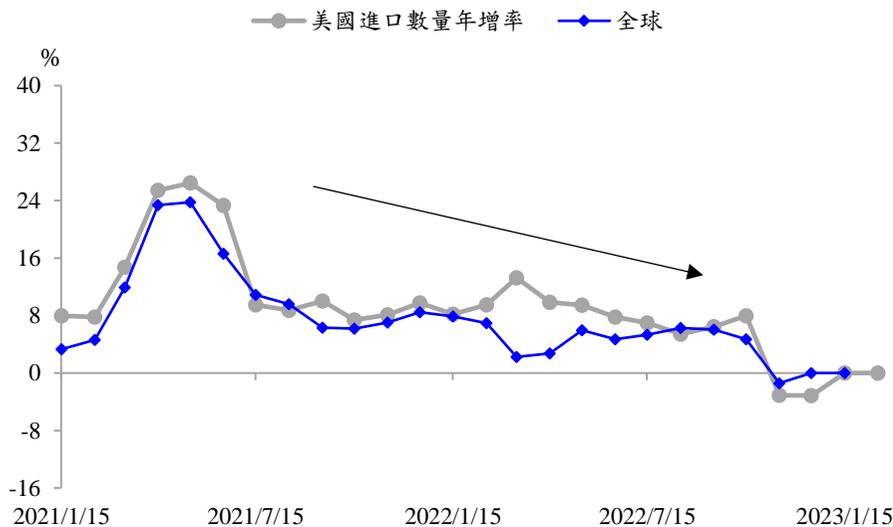
對其他經濟體之經濟成長造成負面影響，使他國貨幣相對貶值，並增添他國進口物價壓力，以及擴大全球金融緊縮情勢。

資料來源：參考 Caldara, D, F. Ferrante and A. Queralto (2022), "International Spillovers of Tighter Monetary Policy," *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Dec. 22 ; Moschella, M. and P. Polyak (2022), "Managing Global Monetary Spillovers | How the Fed's Interest Rate Hikes and Uncoordinated Tightening Affect the Euro Area," *Monetary Dialogue Papers*, European Parliament Committee on Economic and Monetary Affairs, Nov. ; 作者整理

(1) 貿易管道：美國緊縮貨幣，透過貿易管道，恐將拖累外國 GDP、就業及工業生產⁵

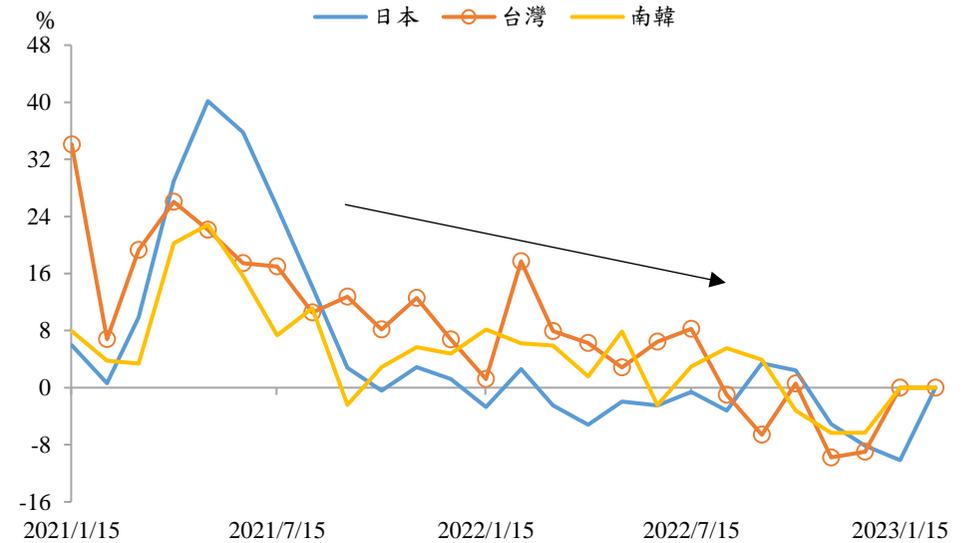
- 美國為全球第 1 大進口國，進口數量年增率之趨勢大抵與全球相近(圖 6)；上年以來，美國等經濟體積極緊縮貨幣抑制總合需求，亦制約全球進口需求成長；對出口導向為重之台、日、韓等影響更為明顯，外需不振致出口數量年增率自 2021 年高點下滑(圖 7)。
- 美國以外之經濟體央行若同步緊縮貨幣亦會抑制其國內需求，加上前述受貿易管道外溢效應影響之外需縮減，恐致內外需減弱，影響經濟表現。

圖 6 美國與全球進口數量指數年增率



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 7 台、日、韓出口數量指數年增率



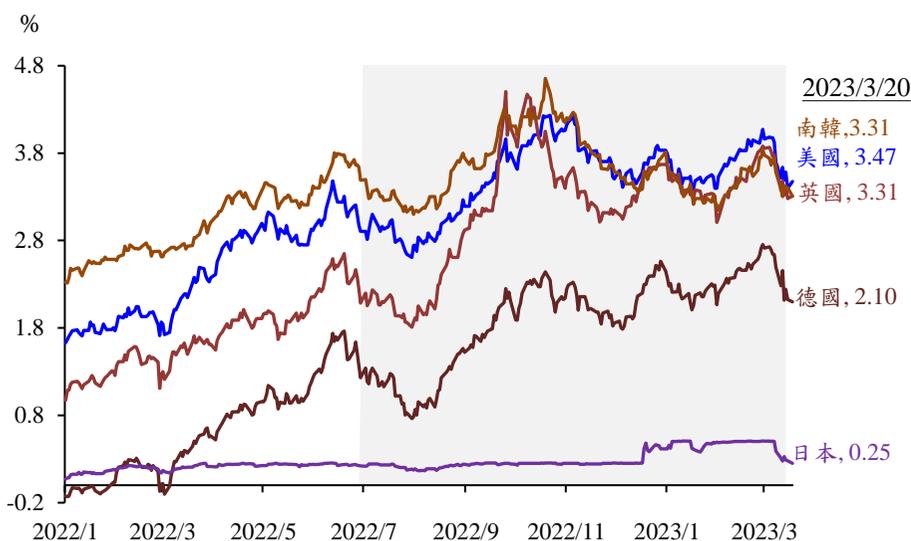
資料來源：Refinitiv Datastream

⁵ Georgiadis, G. (2016), “Determinants of Global Spillovers from US Monetary Policy,” *Journal of International Money and Finance*, 67, 41-61; Dedola, L., G. Rivolta, and L. Stracca (2017), “If the Fed Sneezes, Who Catches a Cold?” *Journal of International Economics*, 108, S23-S41; Dieppe, A., G. Georgiadis, M. Ricci, I. Robays, and B. van Roye (2017). “ECB-Global: Introducing ECB’s Global Macroeconomic Model for Spillover Analysis”. *ECB Working Paper Series*, (2045), 1-26; Iacoviello, M. and G. Navarro, (2019), “Foreign Effects of Higher U.S. Interest Rates,” *Journal of International Money and Finance*, 95, 232-250; Ca’ Zorzi, M., L. Dedola, G. Georgiadis, M. Jarocinski, L. Stracca, and G. H. Strasser (2020), “Monetary Policy and Its Transmission in a Globalised World,” *European Central Bank Working Paper Series*, 2407.

(2) 金融管道：全球金融商品風險溢酬上升，金融情勢緊縮；美、歐銀行體系風險升高，增添金融脆弱性

- 觀察與**金融商品風險溢酬連動性高之 10 年期公債殖利率**，上年以來，除日本因採殖利率曲線控制(Yield Curve Control, YCC)架構為主之貨幣政策，使其 10 年期公債殖利率趨勢較平穩外，其他**主要經濟體之 10 年期公債殖利率隨美國波動情勢明顯**(圖 8)。
- **已開發經濟體金融連結緊密**，美國貨幣政策對其他已開發經濟體產生之金融外溢效應程度，約當美國對本國金融緊縮程度的 1 半⁶，金融管道傳遞快速，加以同步採行緊縮貨幣政策，**美國與已開發經濟體金融情勢緊縮程度相近，且已較上年初大幅緊縮**；相對地，新興市場經濟體金融開放程度較低，惟其金融緊縮程度原已較已開發經濟體高，近期緊縮情勢持穩(圖 9)。

圖 8 主要經濟體 10 年期公債殖利率



註：圖中灰底表示 2022 年 7 月以來。

資料來源：Refinitiv Datastream、美國財政部

圖 9 美國、已開發及新興經濟體之金融情勢指數



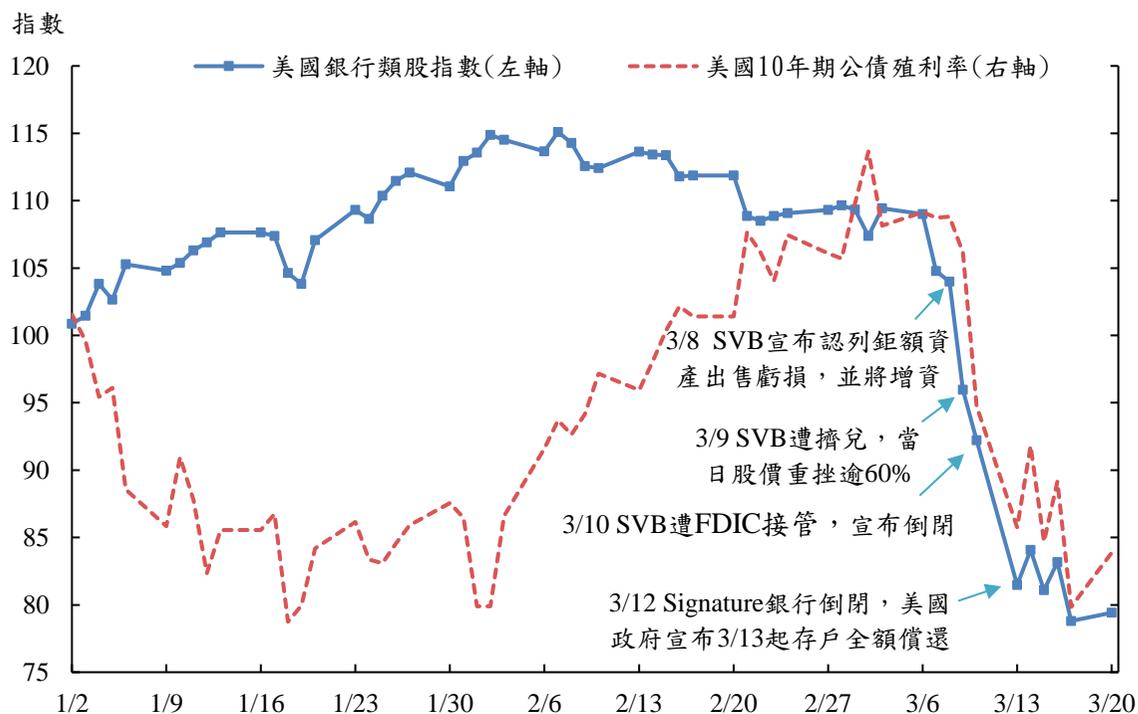
註：圖中灰底表示 2022 年 7 月以來。

資料來源：Goldman Sachs

⁶ Brainard, Lael (2022), "Global Financial Stability Considerations for Monetary Policy in a High-Inflation Environment," *Remark in Financial Stability Considerations for Monetary Policy Research Conference*, Sep. 30.

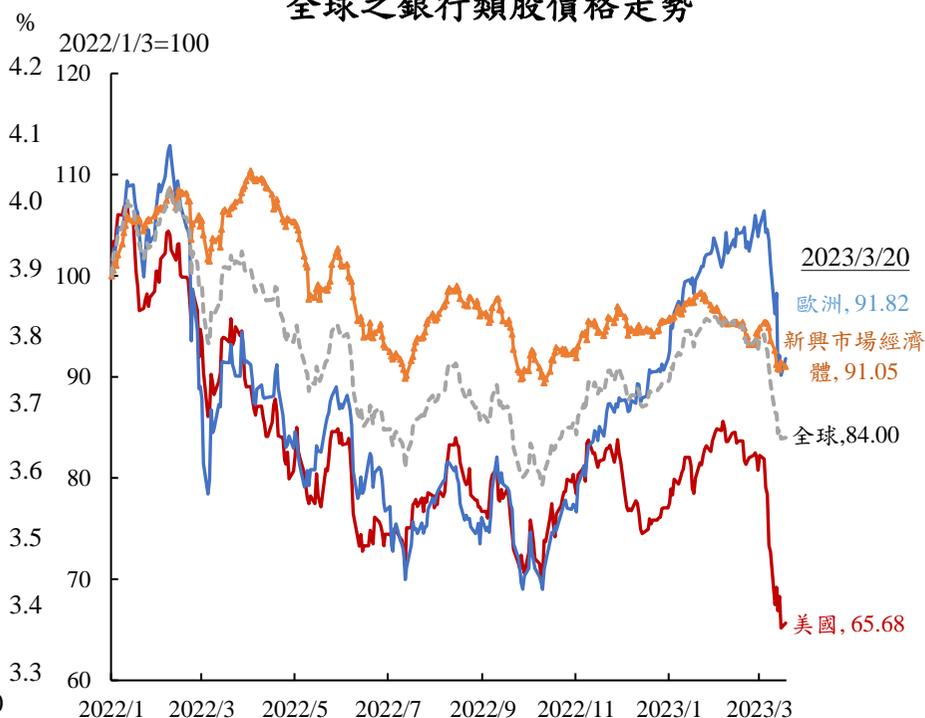
- 上年下半年以來，**Fed 連續升息**，使美國銀行業發生資產端**固定收益未實現損失持續累積**，以及**負債端存款持續流出**的情況，致**流動性風險大增**。
- 本年 3 月上旬美國銀行業連續發生倒閉事件，其中全美第 16 大商業銀行—**矽谷銀行(Silicon Valley Bank, SVB)**因**流動性不足與資不抵債(insolvency)**，遭聯邦存款保險公司(FDIC)接管，引發市場恐慌。**美國銀行業股價連日重挫**，**避險情緒推升公債買盤**，**10 年期公債價格驟升**，**殖利率下跌**(圖 10)。
- 遭美國銀行業接連倒閉事件衝擊，加以本年 3 月 15 日**瑞士信貸(Credit Suisse)爆發財務危機**，全球金融市場恐慌情緒蔓延，**全球銀行類股價格大幅下跌**(圖 11)。

圖 10 近期美國銀行業事件及其股價與 10 年期公債殖利率變動



註：資料期間至本年 3 月 20 日。
資料來源：Refinitiv Datastream

圖 11 美、歐及新興市場經濟體與全球之銀行類股價格走勢



資料來源：Refinitiv Datastream

- Fed 升息期間使美國金融系統風險壓力數次升溫，近期銀行業流動性問題亦使金融系統壓力再度升溫，然尚不致演變為全面性系統風險(圖 12)。3 月 12 日美國財政部、Fed 及 FDIC 發布聯合聲明⁷，全額保障 SVB 與 Signature 銀行存戶存款，並宣布啟動銀行定期融資計畫(Bank Term Funding Program, BTFP)，以紓解美國銀行業流動性危機(圖 13)。美國財政部長 Yellen 表示，美國銀行體系仍穩健，惟仍須關注銀行體系風險問題⁸。
- 瑞士信貸爆發財務危機後，同日瑞士央行(SNB)與瑞士金融市場監督管理局(FINMA)發表聯合聲明⁹指出，目前無跡象顯示瑞士機構面臨美國銀行業動盪的直接傳染風險，且瑞士信貸符合系統性重要銀行的資本與流動性要求，必要時將提供瑞士信貸流動性，以確保金融穩定。3 月 19 日瑞士銀行(UBS)宣布收購瑞士信貸¹⁰。
- 近期美、歐銀行業風險事件，凸顯 Fed 升息致金融情勢緊縮，若引發銀行體系流動性不足，恐慌情緒將透過金融管道廣泛傳遞，使避險需求急遽升溫，將加劇信用緊縮情勢，增添全球金融脆弱性。

圖 12 美國金融系統風險指標

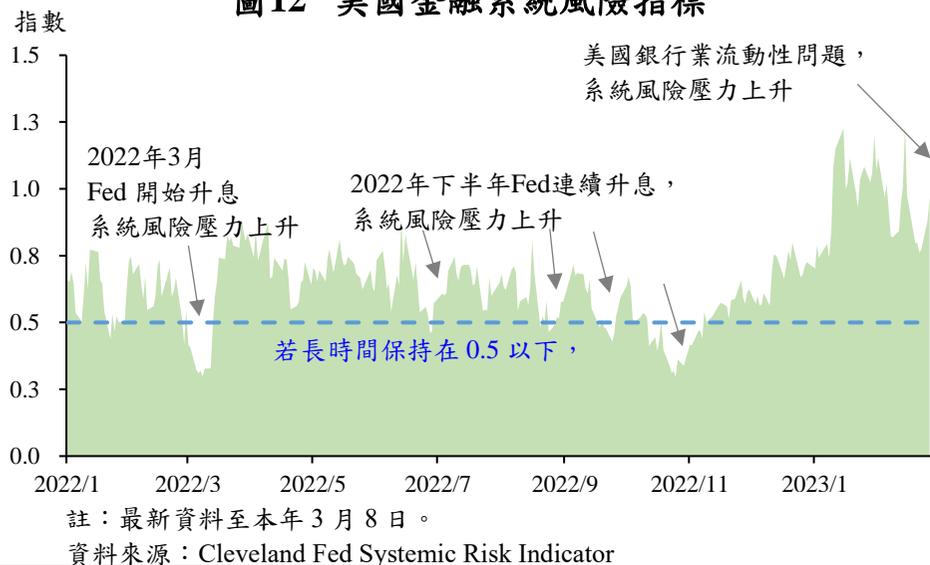
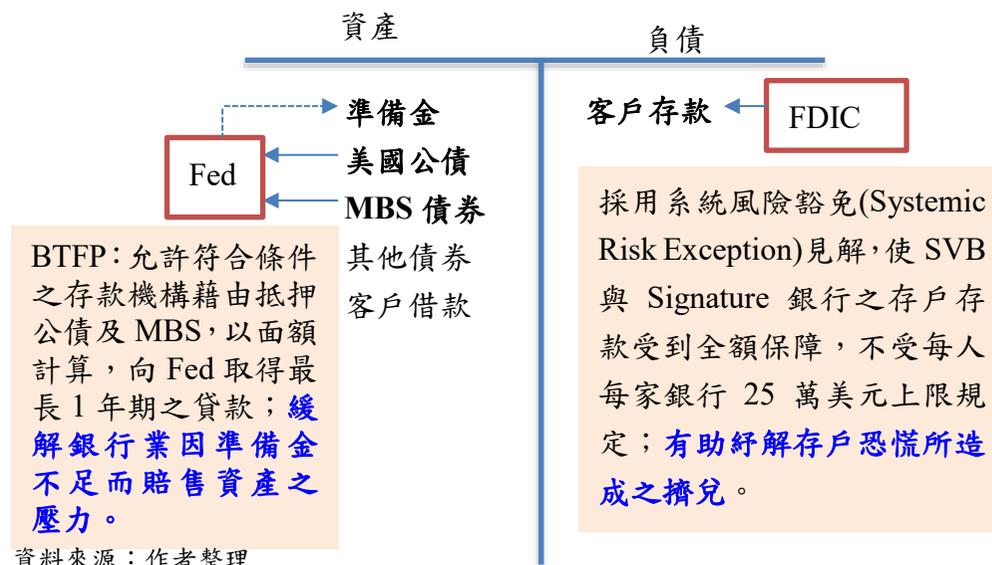


圖 13 以銀行業資產負債表說明美國近期措施



⁷ Yellen, J., J. Powell, and M. Gruenberg (2023), “Joint Statement by Treasury, Federal Reserve, and FDIC,” *Joint Press Release*, Mar. 12; Powell, J., and M. Gruenberg (2023), “Federal Reserve Board Announces It Will Make Available Additional Funding to Eligible Depository Institutions to Help Assure Banks Have The Ability to Meet The Needs of All Their Depositors,” *Press Release*, Mar. 12.

⁸ Lawder, D. and D. Chiacu (2023), “US Banking System Sound But Not All Deposits Guaranteed, Yellen Says,” *Reuters*, Mar. 17.

⁹ SNB and FINMA (2023), “SNB and FINMA Issue Statement on Market Uncertainty,” *Press release*, Mar. 15.

¹⁰ SNB (2023) “Swiss National Bank Provides Substantial Liquidity Assistance to Support UBS Takeover of Credit Suisse,” *Press Release*, Mar. 19.

(3)匯率管道：美元升值時，小型開放經濟體貨幣相對貶值情勢明顯，輸入性通膨壓力明顯擴大

台、日、韓為代表性之小型開放經濟體，進口多依賴美元計價之大宗商品，且進口以美元報價的比例亦高¹¹，加以美元升值時，台、日、韓貨幣相對貶值情勢明顯(圖 14)；美國緊縮貨幣政策透過匯率管道之外溢效應，使輸入性通膨壓力明顯擴大：

- 上年底與 2021 年底相較，新台幣、日圓與韓元對美元分別貶值 6.2%、16.5%與 11.4%，上年三經濟體進口物價年增率分別為 9.1%、39.5%與 26.1%，均較疫情前(2017~2019 年)之平均擴大(表 1)。
- 上年台、日、韓之生產者物價指數(PPI)年增率分別為 10.5%、9.7%與 8.4%，而消費者物價指數(CPI)年增率分別為 2.95%、2.5%與 5.1%；三經濟體之 PPI 與 CPI 年增率亦均較疫情前(2017~2019 年)之平均擴大(表 1)。

圖 14 美元指數與台、日、韓對美元之變動



資料來源：Refinitiv Datastream

表 1 台、日、韓之輸入性通膨壓力相關指標

單位：%；百分點

		台灣	日本	南韓
對美元升貶幅	2022 年	-6.2	-16.5	-11.4
進口物價年增率	2022 年	9.1	39.5	26.1
	2017-2019 年平均	2.2	4.5	4.6
	2022 年擴大幅度	+6.9	+35.0	+21.5
PPI 年增率*	2022 年	10.5	9.7	8.4
	2017-2019 年平均	0.8	1.7	1.8
	2022 年擴大幅度	+9.7	+8.0	+6.6
CPI 年增率	2022 年	2.95	2.5	5.1
	2017-2019 年平均	0.8	0.6	1.3
	2022 年擴大幅度	+2.2	+1.9	+3.8

*：台灣 2017~2019 年之 PPI 係以躉售物價指數(WPI)計算。

註：各貨幣對美元升貶幅係以 2022 年 12 月平均相對 2021 年 12 月平均計算。

資料來源：主計總處、Refinitiv Datastream

¹¹ 台、日、韓之進口以美元報價比例分別約為 79.0%、70.8%與 80.6%。參考 111 年 12 月 15 日央行理監事會後記者會參考資料「從進出口報價幣別的角度探討新台幣匯率與台灣貿易條件的關係」。

(三)美國持續緊縮貨幣，國際機構提醒全球央行避免過度緊縮，致全球經濟下行風險加劇

1. 美國勞動市場緊俏，核心服務通膨未出現大幅放緩跡象，較高利率恐維持一段時間。

(1) 本年3月7日 Fed 主席 Powell 於國會聽證指出¹²，本年1月美國**就業、消費及通膨數據均優於預期**，尤其**勞動市場非常緊俏**(圖 15)，且薪資成長率亦高於達成物價穩定相對應水準。

(2) 預期本年美國房租漲勢將放緩，惟**核心服務(不含房租)通膨未出現趨緩跡象**(圖 16)，**本次升息週期之終端利率可能較上年12月經濟估測更高**；此外，若美國經濟數據持續表現強勁，Fed 將**維持高利率水準更長一段期間**。

圖 15 美國可得工作者及可得工作機會之缺口

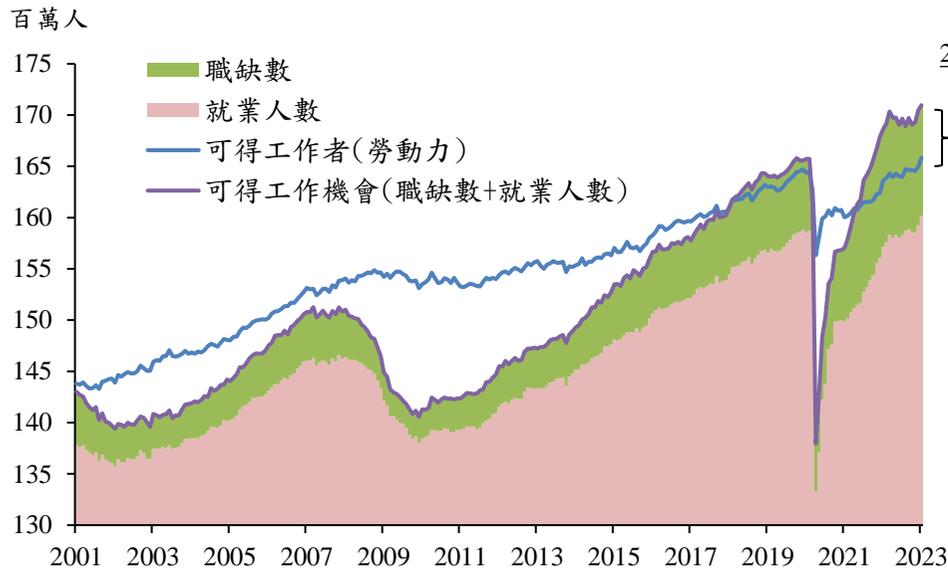
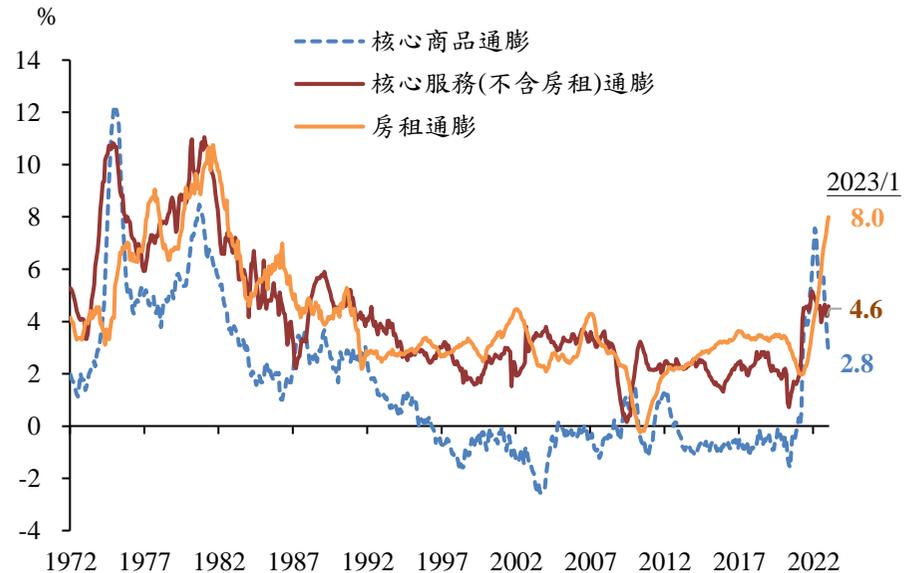


圖 16 美國核心 PCE 通膨組成



¹² Powell, Jerome (2023), "Semiannual Monetary Policy Report to the Congress," testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System, March 8.

2. 考量美國緊縮貨幣之負面外溢效應，加以預期本年全球經濟成長展望保守，國際主要機構提醒各央行避免過度緊縮貨幣，致全球經濟下行風險加劇(表 2)；近期 OECD 指出，銀行業受到貨幣政策緊縮衝擊的跡象(如美國區域銀行事件)，值得關注；因此，宜持續關注美國緊縮貨幣外溢效應，以及對國際金融體系穩定之影響。

表 2 國際機構對多國央行加速緊縮貨幣產生外溢效應之說明

<p>聯合國貿易暨發展會議 (UNCTAD) 2022/10/4 「貿易與發展報告」</p>	<ul style="list-style-type: none"> 包含美國在內的多國央行加速緊縮貨幣，將使全球經濟成長更加疲弱。 美國在內的各國央行若持續激進升息，可能對開發中經濟體造成重大損害。實證模型推估，Fed 提升聯邦資金利率，將使開發中經濟體產出下降，且下降程度更大於先進經濟體；緊俏的金融環境將使開發中經濟體外債可持續性面臨危機。
<p>國際貨幣基金 (IMF) 2022/10/11 「世界經濟展望報告」</p>	<ul style="list-style-type: none"> 美元急速升值使新興市場暨開發中經濟體之國內物價壓力及生活成本大幅升高，且許多低所得及開發中經濟體已處於債務困境 (debt distress)，外部衝擊將惡化其經濟成長。
<p>亞洲開發銀行 (ADB) 2022/12/14 「亞洲發展展望補充報告」</p>	<ul style="list-style-type: none"> 美國及其他先進經濟體通膨率居高不下，恐致貨幣緊縮週期延長，且多數央行升息，亦恐導致過於緊縮的貨幣政策，並造成產出及就業額外的損失。
<p>聯合國 (UN) 2023/1/25 「2023 年全球經濟情勢與展望」</p>	<ul style="list-style-type: none"> 許多央行經過上年積極升息後，發現目前經濟展望已趨疲弱，而通膨卻仍未完全獲控，且主要央行迅速緊縮貨幣已快速自市場抽離大量流動性，對全球經濟帶來巨大之負面外溢效應。 過度緊縮貨幣將使全球經濟過度降溫，因此個別央行升息時宜考量其他央行升息之影響。
<p>國際貨幣基金 (IMF) 2023/1/30 「世界經濟展望更新報告」</p>	<ul style="list-style-type: none"> 許多新興市場暨開發中經濟體背負高額債務，已面臨經濟成長放緩，再加上先進經濟體升息所導致之借貸成本高漲，恐爆發債務危機。
<p>經濟合作暨發展組織 (OECD) 2023/3/17 「中期報告」</p>	<ul style="list-style-type: none"> 上年全球央行連續升息，若干銀行業已出現受到貨幣政策緊縮衝擊的跡象，如近期美國區域銀行事件。 升息可能暴露潛在的金融脆弱性，如債券價格急劇變化時，恐增添金融機構流動性風險，加以家庭與企業違約風險升高，將進一步增加金融機構潛在損失等。因此，升息的全面影響很難衡量，惟其對經濟成長的下行風險可能比預期更強大。

資料來源：United Nations Conference on Trade and Development (2022), "Trade and Development Report," United Nations, Oct. 4; International Monetary Fund (2022), "Countering the Cost-of-Living Crisis," *World Economic Outlook*, Oct. 11; Asian Development Bank (2022), *Asian Development Outlook Supplement*, Dec. 14; United Nations (2023), "World Economic Situation and Prospects," Jan. 25; International Monetary Fund (2023), "Inflation Peaking amid Low Growth," *World Economic Outlook Update*, Jan. 30; OECD (2023), "A Fragile Recovery," *OECD Interim Economic Outlook*, Mar. 17.

(四)我國政府供給面措施有效、主要經濟體外溢緊縮效應、本行持續緊縮貨幣政策，使國內通膨相對溫和

1. 2020 年起受全球非預期事件連續衝擊，進口原油及糧食成本上揚，台灣通膨壓力持續疊加。

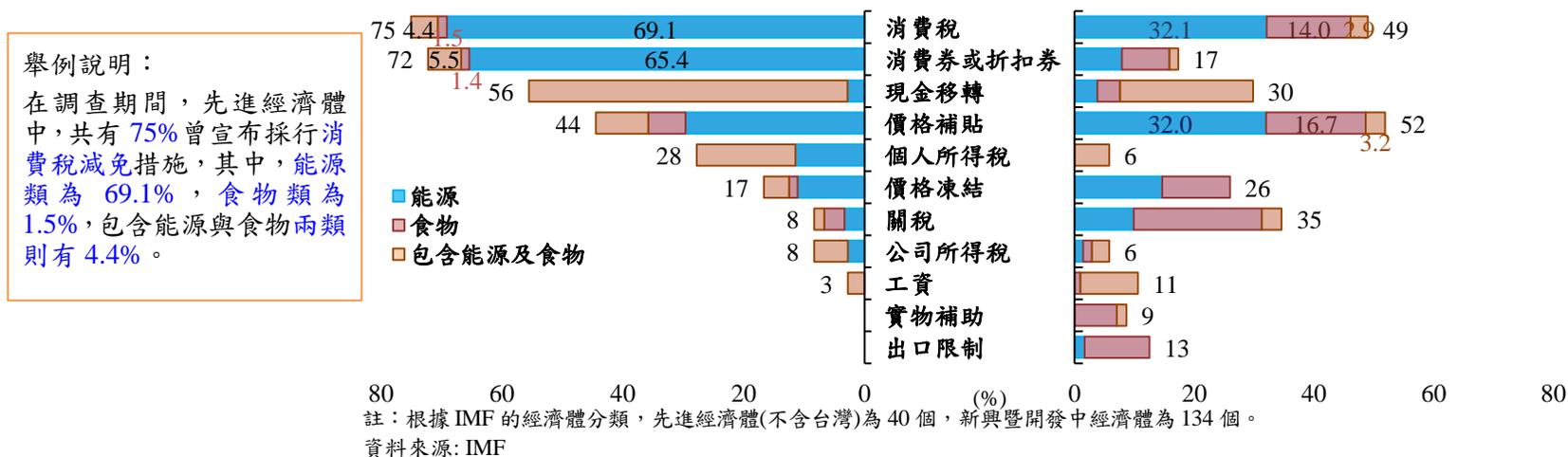
2020 年起，受美中衝突致全球化放緩、COVID-19 疫情及俄烏戰爭等連續非預期事件衝擊，原油等國際大宗物資價格劇烈波動(供給面因素)¹³，致近年台灣物價漲幅較高，且通膨壓力持續疊加。2021 年台灣 CPI 年增率由 2020 年之 -0.23% 升至 1.97%，上年續升至 2.95%，係 2009 年以來最高。

2. 惟上年國內通膨率相對主要經濟體溫和，主因：(1)因應輸入性通膨壓力，政府採取平穩大宗物資價格機制之供給面措施有效，(2)主要經濟體升息對台灣帶來外溢緊縮效應，(3)本行續採緊縮貨幣政策，抑制通膨預期心理。

(1) 因應供給面的物價衝擊，台灣採用積極的價格穩定機制，緩和能源及食物價格波動，對整體物價的穩定有很大的幫助

① 全球經濟體普遍採用供給面措施，因應以供給面因素為主的通膨衝擊：IMF 對全球 174 個經濟體進行調查，上年 1 月至 6 月各經濟體採用能源與食物價格高漲的各式供給面措施相當普遍(圖 17)。

圖 17 2022 年上半年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



¹³ 例如，2022 年布蘭特(Brent)原油價格由 2021 年之每桶 70.8 美元漲為 100.94 美元，漲幅近 43%。

② 台灣亦採用供給面措施因應，惟與主要經濟體之應對機制不同：

• 台灣以積極的價格穩定機制因應：

— 能源：調降國內油品貨物稅，並採油價平穩及亞鄰最低價機制之雙緩漲機制、民生用燃氣價格凍漲且電價亦維持穩定，有助穩定能源價格，並降低其外溢效應，且雖由台電、中油等國營事業吸收成本(或價差損失)，惟尚可於能源價格回跌時回收部分損失。

— 食物：免徵進口黃豆、玉米及小麥營業稅；減免小麥、牛肉、奶油、烘焙用奶粉等關稅。

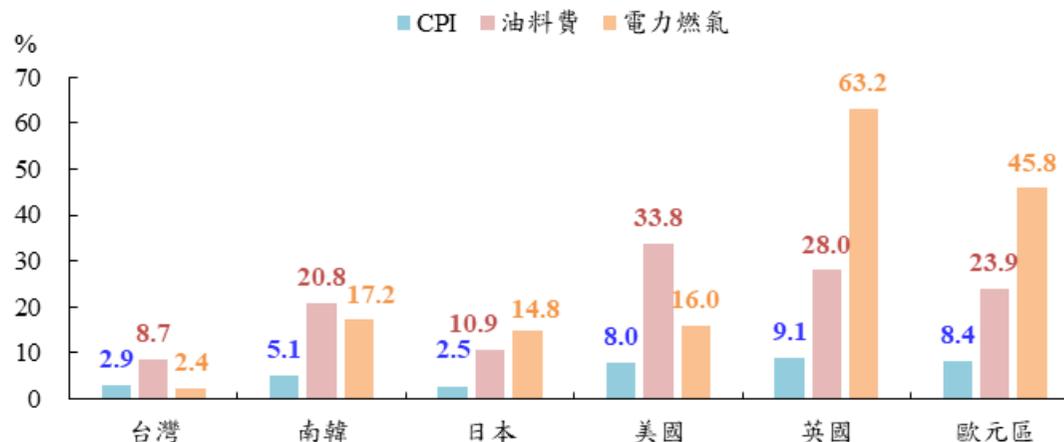
• 美歐以補貼為主：

美國、英國、歐元區的德國等能源事業皆屬民營，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(如食物)與服務項目；之後，部分國家編列預算進行補貼，或以消費稅減免方式降低民眾能源及食品支出負擔，甚至設定價格上限，惟已難舒緩通膨壓力，致成效有限。

• 各經濟體供給面措施包括補貼、降稅、限價或凍漲等資金來源，不論是由政府編列預算、稅收損失或國營事業吸收成本(虧損)支應，皆視同為全民買單。

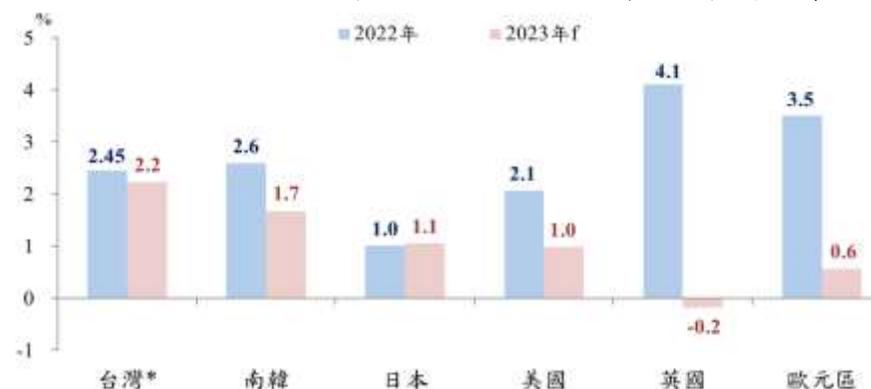
③ 台灣平穩油電價格機制之供給面因應措施有效，且較無物流不暢通(即無塞港，且陸上物流順暢)、勞動市場緊俏等供應鏈瓶頸問題。因此，美、英、歐能源價格與CPI年增率均明顯高於台灣；且因美、英、歐採強力緊縮貨幣政策，可能對其經濟帶來第二輪衝擊。一上年，美、英、歐能源價格(包括油料費及電力燃氣)明顯高漲，帶動CPI年增率高於台、韓、日(圖18)。

圖 18 主要經濟體 2022 年 CPI 及能源價格年增率



一美、英、歐為**抑制高通膨**，採**強力緊縮貨幣政策**，將帶來**第二輪衝擊**，如**增加中小企業及經濟弱勢者的債務負擔**，並付出**經濟成長大幅減緩甚至負成長的代價**(圖 19)。

圖 19 主要經濟體 2022、2023 年經濟成長率



註：*本行預測本年台灣經濟成長率為2.21%。

資料來源：S&P Global Market Intelligence (2023/3/15)、主計總處、本行

(2)美、歐等經濟體積極緊縮貨幣政策，國際金融情勢緊縮，全球景氣明顯走緩，台灣為小型開放經濟體，經由實體部門、物價及金融等3項管道受到外溢影響。亦即主要央行緊縮貨幣政策，實際上也對台灣的經濟、物價與金融帶來緊縮效應。

①**實體部門**管道：全球終端需求降溫，加以廠商庫存調整，**上年9月以來，台灣出口連續6個月負成長**，連帶影響民間投資意願，**制約國內經濟成長**(上年第4季經濟成長率轉呈衰退0.41%，全年經濟成長率亦由2021年之6.53%降至2.45%，圖20)；惟亦**有助降低國內通膨壓力**。

圖 20 台灣出口年增率及經濟成長率(yoy)



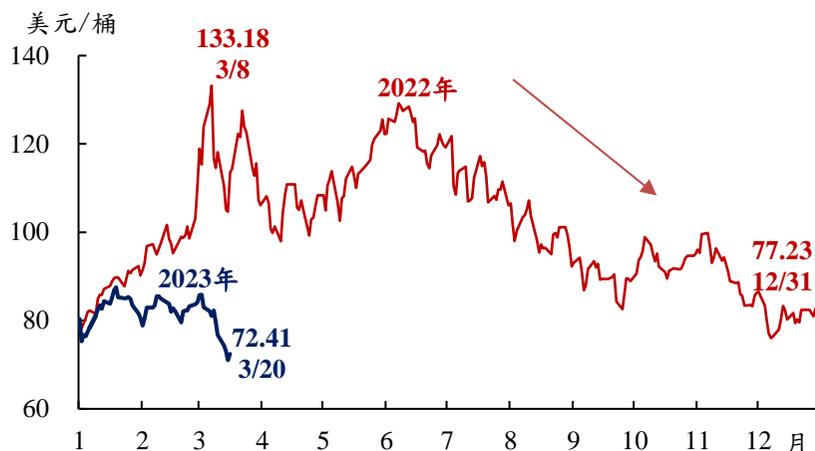
註：r 為修正數，p 為初步統計數，f 為預測數；出口年增率係以美元計價。

2023Q1 出口、經濟成長率為主計總處預測數

資料來源：主計總處、財政部

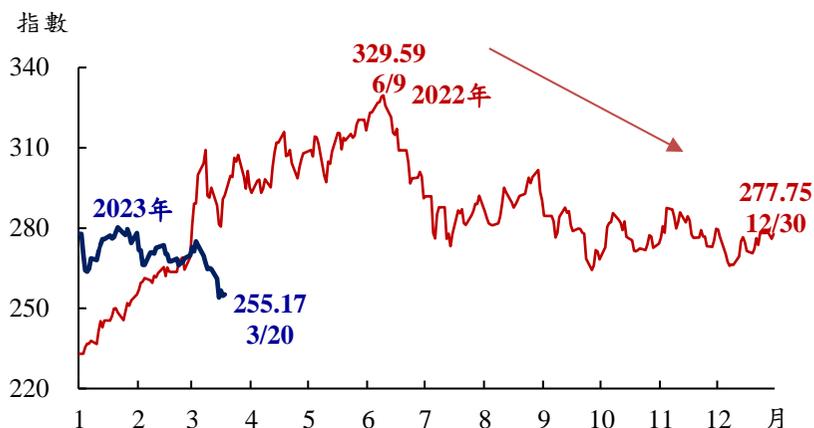
②物價管道：上年下半年起，原油等原物料價格因全球需求下降而回跌(圖 21、圖 22)，加以全球供應鏈瓶頸持續改善，國際貨運費率大幅滑落，持續減緩國內輸入性通膨壓力。以美元計價之進口物價年增率已連續數月回降，而新台幣計價進口物價年增率亦呈下滑趨勢；生產者物價指數(PPI)漲幅也明顯趨緩(圖 23、圖 24)。

圖 21 2022 年以來布蘭特原油現貨價格



資料來源：Refinitiv Datastream

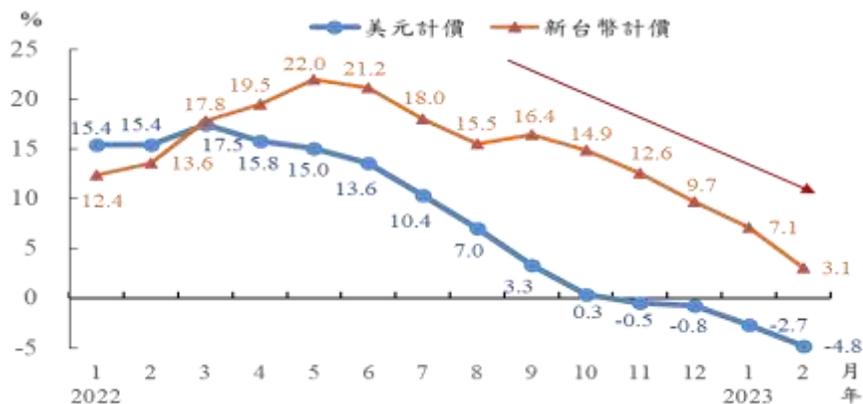
圖 22 2022 年以來 R/J CRB 期貨價格指數



註：R/JCRB 期貨價格指數係由能源、軟性商品、穀物、工業用金屬、貴金屬及牲畜等 6 大類，共 19 種商品期貨價格編製而成，其中能源類權重最高。

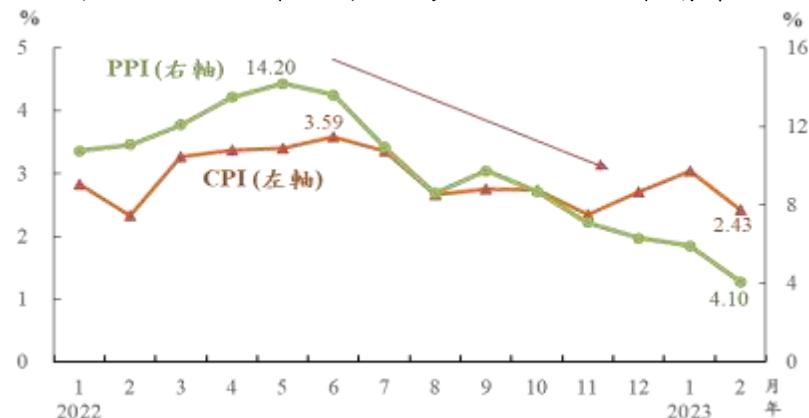
資料來源：Refinitiv Datastream

圖 23 2022 年以來台灣進口物價年增率



資料來源：主計總處

圖 24 2022 年以來台灣 PPI、CPI 年增率



註：本年 1 月 CPI 年增率回升，主因本年農曆春節較上年提前，採購需求及部分服務費循例加價時程提前

資料來源：主計總處

③**金融**管道：Fed 持續升息，加以投資人擔憂全球經濟陷入衰退，**美股評價下修**；以科技股為主之**台股與美股連動性高**，加以外資持股帳面利益高，**上年外資大舉賣超台股並匯出資金**，致**台股下跌**(圖 25)，並促使**新台幣對美元走貶**。

一上年外資累計賣超台股**1.14 兆新台幣(折約 391 億美元)**併同部分獲配股息匯出，致國內匯市出現**美元超額需求**，上年本行淨賣匯**130 億美元**。伴隨外資淨匯出，**台股下跌**，**上年國內 M2 成長減緩**(圖 26)，均是主要經濟體升息對台灣帶來的**金融緊縮外溢效應**。

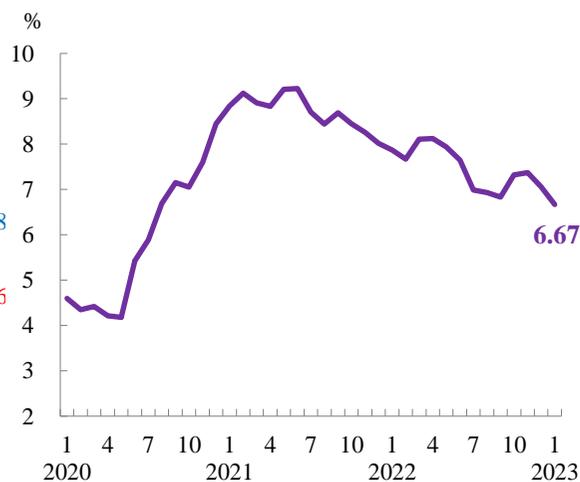
一**新台幣匯率貶值加重國內輸入性通膨壓力**，但仍屬**可控**：上年，以美元計價之進口物價指數年增率為 9.12%，因新台幣對美元貶值，致以新台幣計價進口物價漲幅升為 16.07%(圖 27)；**上年新台幣對美元較 2021 年貶值 6.2%**，估計使 CPI 年增率上升 0.16~0.31 個百分點。

圖 25 台灣加權指數與美國那斯達克指數走勢



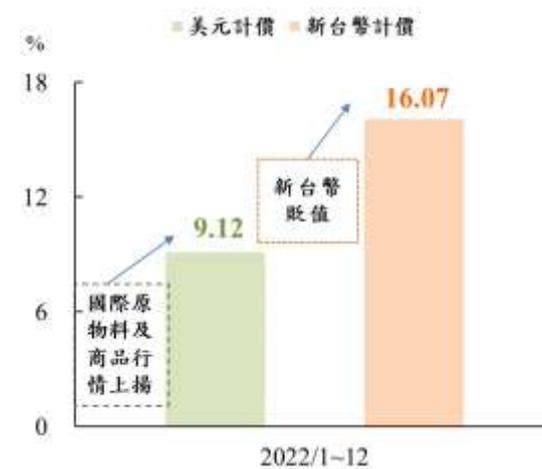
資料來源：Bloomberg

圖 26 台灣貨幣總計數 M2 年增率



資料來源：中央銀行

圖 27 2022 年台灣進口物價年增率



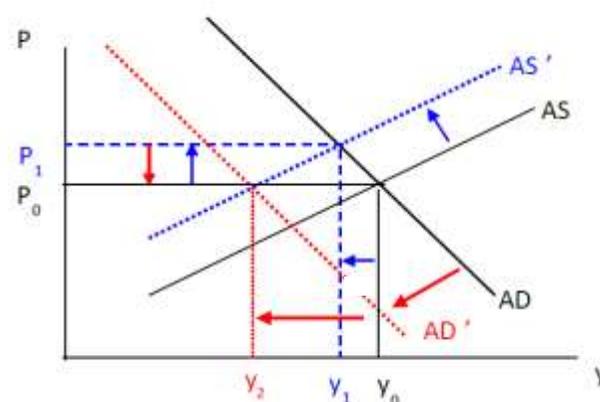
資料來源：主計總處

(3)本行續採緊縮貨幣政策，抑制通膨預期心理。

①上年國內通膨衝擊雖主要來自供給面之成本推動，但因預期較通膨率仍將維持一段期間，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。

一對於以供給面因素造成的物價大幅波動，央行若採大幅度緊縮貨幣，可能會使產出進一步下降(圖 28)，宜以供給面措施因應。

圖 28 供給面衝擊與大幅緊縮性貨幣政策



資料來源：中央銀行

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 。

②本行採調升政策利率並搭配調升存款準備率之價與量並行方式，強化政策效果，亦明確宣示本行採行緊縮性貨幣政策立場，抑制國內通膨預期心理，達成維持物價穩定，並協助整體經濟金融穩健發展之政策目標。

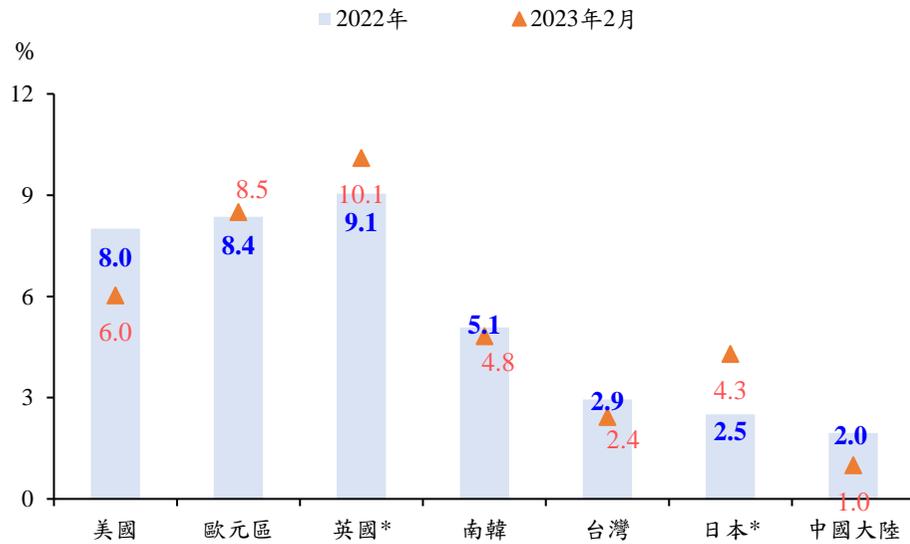
一調升存款準備率，加強貨幣信用管理，降低貨幣數量成長率：調升存款準備率使銀行應提準備金增加，其投資與新承做放款，勢必更加審慎，將限縮信用創造能力，有助上年 M2 成長減緩現象更為明顯，強化抑制通膨預期。

一因應上年 4 月中旬起，國內疫情再起，政府延長紓困條例至本年 6 月 30 日，相關部會紓困貸款期間亦延長。升息為全面性的影響，考量紓困或政策性貸款利率多係連結存款利率(如中華郵政二年期或一年期定期儲蓄存款機動利率)，調幅不宜過大；採調升存款準備率，則不會直接影響存款利率，有助緩和對弱勢勞工與企業貸款利息負擔加重之衝擊。

(五)考量台灣物價漲幅相對主要經濟體溫和，且主要央行持續升息帶來外溢緊縮效應，故本行採取漸進且溫和的緊縮貨幣政策

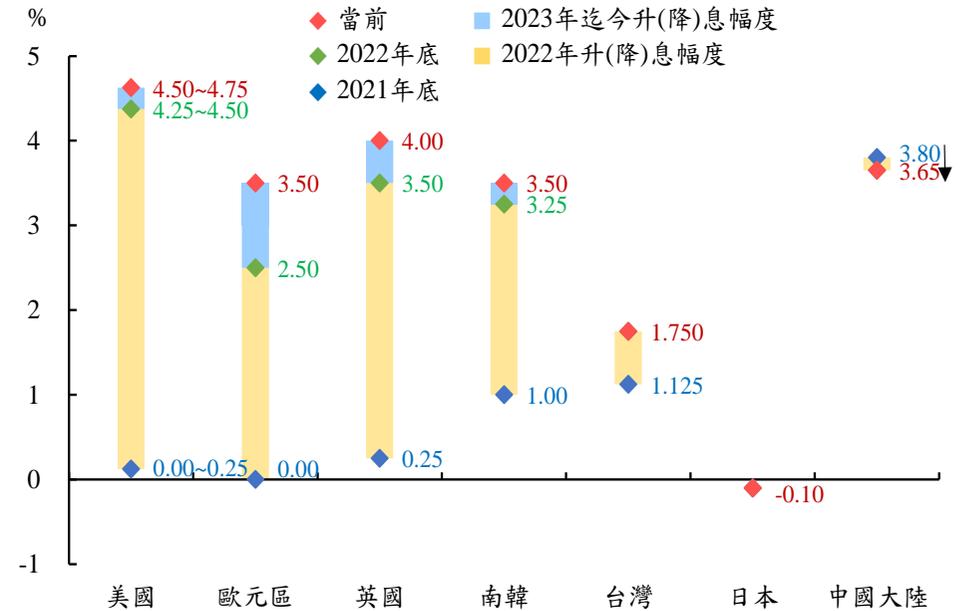
1. 我國通膨率相對主要經濟體溫和，上年台灣 CPI 年增率為 2.95%，低於英國(9.1%)、歐元區(8.4%)、美國(8.0%)、南韓(5.1%)，且考量主要經濟體續採緊縮貨幣政策對我國經濟、物價、金融帶來緊縮效應，因此，本行緊縮貨幣政策程度無須與高通膨經濟體一致(圖 29、圖 30)，即本行採取漸進且溫和的緊縮貨幣政策，以抑制國內通膨預期心理。
2. 台灣物價漲幅與日本、中國大陸相近(各為 2.5%、2.0%)，惟日本維持寬鬆貨幣政策，中國大陸則降息及降低存款準備率，上年本行仍四度調升政策利率共計 0.625 個百分點，並搭配二度調升新台幣存款準備率共 0.5 個百分點。

圖 29 主要經濟體通膨率



*：英國與日本最新通膨資料僅至 2023 年 1 月。
資料來源：各官方網站

圖 30 主要經濟體央行政策利率



註：中國大陸政策利率以 1 年期貸款市場報價利率(LPR)代表。
資料來源：各央行網站(截至本年 3 月 20 日資料)

3. 面對來自能源等大宗商品價格上漲的供給面衝擊，若**通膨衝擊係屬短暫性(短期)**，則**宜以供給面措施因應**。惟若**短期供給面衝擊外溢**至其他商品與服務，導致「**普遍性**」的**整體商品與服務價格上漲**(例如，不含能源及蔬果之核心 CPI 漲幅亦高)，或由**暫時性衝擊變成「持續性」**影響，即須採**緊縮性貨幣政策**因應。
4. 雖然民眾對經常購買的民生物資或單一商品價格高漲感受深，而與政府編布的消費者物價(CPI)總指數漲幅感受**落差很大**¹⁴；但**央行貨幣政策**之主要目標在於維持「**整體**」物價穩定，因此**參考整體平均物價**來擬訂政策，**全球央行皆然**。

(六)結語

1. 台灣屬小型開放經濟體，生產所需原物料多依賴進口，上年受進口原油及糧食成本上升之**供給面因素衝擊**，CPI 年增率走升；**我國政府採取平穩大宗物資價格機制之供給面措施**，對整體物價的穩定有很大的幫助。**考量上年台灣通膨率相對主要經濟體溫和**，且**主要經濟體持續升息對我國經濟成長下行、通膨放緩、金融緊縮之外溢效應**，因此本行係採**漸進且溫和的緊縮貨幣政策**，以抑制國內通膨預期心理，維持物價穩定；此**不同於美國等主要央行採積極緊縮貨幣之「冷火雞」策略來對抗高通膨**。
2. **本年3月**以來，**美、歐若干銀行業爆發風險事件**，凸顯**主要央行持續緊縮貨幣造成金融情勢緊縮**，銀行體系若有流動性不足問題，恐慌情緒透過金融管道廣泛傳遞，將使避險需求急遽升溫，加劇信用緊縮情勢，**增添全球金融脆弱性**。**近期 OECD 報告亦示警**，**上年全球央行連續快速且大幅升息**，若干銀行業受到貨幣政策緊縮衝擊；**升息可能暴露潛在的金融弱點**，因此，升息的全面影響很難衡量，**其對經濟成長的下行風險可能比預期更強大**。
3. 由於上年本行係採**漸進且溫和的緊縮貨幣政策**，故不致影響國內金融體系穩定。**近期美、歐部分銀行業風險事件**雖導致**全球金融市場動盪**，而**國內銀行體系穩健、資本適足且流動性充足**，**不致影響金融穩定**。未來本行將**密切關注主要央行緊縮貨幣之負面外溢效應**，適時採取**妥適貨幣政策**因應。

¹⁴ 政府編布的 CPI 總指數漲幅為何低於民眾的認知？主因民眾對經常購買的商品(如 17 項重要民生物資)價格上揚，常給予比較大的重要性，但對不常買的商品(如 3C 電子產品)價格變化，較少關注而忽略。惟 CPI 總指數反映家庭購買各種消費性商品及服務價格漲、跌互抵的平均情況，故整體漲幅較個別品項變動和緩，致總指數的變動幅度與個人對物價漲跌的感受落差大，易使民眾誤以為 CPI 漲幅低估。例如，本年 1-2 月 17 項重要民生物資價格年增率 5.72%，但民生物資支出占整個家庭消費支出總金額的比重為 5.67%，即民生物資在 CPI 總指數的權數為 5.67%，而 CPI 總指數還會受到民生物資以外的其他商品與服務(權數 94.33%)之價格漲、跌變動影響，所以 CPI 總指數漲幅 2.74%會遠低於 17 項重要民生物價漲幅。