

三、近年主要經濟體之商品與服務類價格走勢分析

2020年受**新冠肺炎疫情**影響，生產活動與物流急凍，全球需求不振，原物料價格大跌；嗣因主要經濟體採**超寬鬆貨幣與財政措施**因應疫情衝擊，在疫苗接種漸趨普及與經濟活動陸續解封後，需求回溫，惟疫情衍生之**供應鏈瓶頸問題**持續，導致**商品供需嚴重失衡**，並推升倉儲及運輸成本，帶動**國際原物料及商品價格攀高**。

上(2022)年疫情反覆，中國大陸防疫採行封鎖措施，加以**俄烏戰爭爆發**，供應鏈瓶頸問題再度惡化，推高**國際能源及糧食等商品價格**，進而推升主要經濟體通膨率至二次石油危機後之新高，主要經濟體改採**緊縮貨幣政策**因應。

本(2023)年以來，美、英、歐等**主要央行**大幅升息之**累積緊縮效應影響終端需求**，全球經濟活動放緩，原油等**能源需求減緩**，價格大幅回降，加以供應鏈壓力紓解，美、英、歐、日、韓等主要經濟體與台灣之**商品價格漲幅明顯減緩**，惟**服務類價格**則因**疫後服務需求釋放及反映房租價格走高**，而大幅攀升，致通膨壓力仍居高。

本年以來主要經濟體服務類價格續趨上升，主要係服務業**勞動成本份額較高**，勞動投入調整不易，且**服務業之資本密集程度相對製造業低**，其對**利率變動的敏感度亦較低**，較慢受到貨幣政策影響，**服務類價格**呈現**僵固性**；加以隨**疫後生活正常化**，部分消費需求由**商品移轉至服務**，**餐飲及娛樂服務**(如旅宿)等**供不應求**，且**勞動供需失衡推升人力成本**，業者因而調高**相關服務價格**；以及消費者物價指數(CPI)**權數較高之房租反映部分房價走高效應**，均支撐服務類價格上漲。影響所及，主要經濟體通膨率雖隨著商品類價格漲幅由高點回落，惟回降幅度不如預期，**使通膨率回落至政策目標仍係貨幣政策重大挑戰**。

台灣 CPI 服務類價格走勢與主要經濟體情況類似，惟**房租、外食費價格漲幅相對較小**，本年以來**通膨率及核心通膨率仍相對主要經濟體為低**。考量台灣物價漲幅相對溫和，且主要央行維持高利率帶來外溢緊縮效應，**本行採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)本年以來通膨率已隨商品類價格漲幅趨緩而下降，惟服務類價格年增率仍上升，使通膨率回降緩慢

1. 2020 年全球疫情衝擊全球經濟活動，上年俄烏戰爭爆發再推高物價，貨幣與財政政策由寬鬆轉趨緊縮；本年以來累積之緊縮貨幣效應顯現，影響終端需求，全球通膨壓力來源已由疫情期間之商品類移轉至經濟重啟後之服務類¹。

(1) **2020 年~2021 年**：全球疫情大流行，經濟活動急凍，全球供應鏈受阻而壓力大增(圖 1)；嗣隨主要經濟體採超寬鬆貨幣與財政措施因應疫情衝擊，疫苗接種漸普及與經濟陸續解封，需求升溫，然疫情反覆致供給恢復受阻，供應鏈瓶頸問題嚴峻，全球供應鏈壓力指數反轉向上，2021 年 12 月達高點 4.31(圖 1)；能源等大宗商品供需失衡，全球通膨率隨之攀高。

(2) **2022 年~2023 年**：上年 2 月俄烏戰爭爆發，6 月國際能源價格升至高點 173.5(圖 1)，中國大陸嚴格防疫措施使供應鏈再度受阻，第 3 季全球通膨率升至 2 次石油危機後新高點 8.14%(圖 2)；主要央行積極採行緊縮貨幣政策抑制高物價(圖 2)；嗣隨全球經濟趨緩，能源等大宗商品價格回落，供應鏈壓力紓解，全球通膨率隨商品類價格漲幅趨緩而下降(圖 2)。

圖 1 國際能源價格與全球供應鏈壓力指數

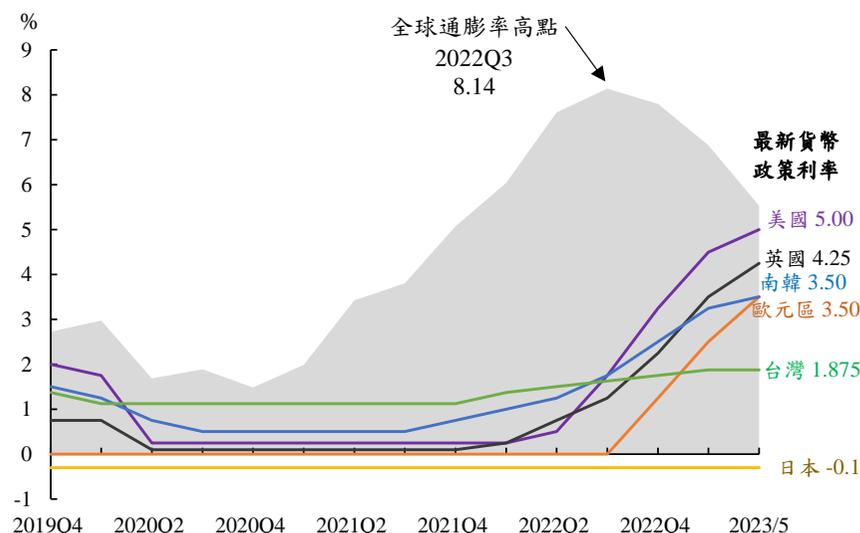


註：1. 能源價格指數包含煤、原油、天然氣現貨價格之加權平均。

2. 全球供應鏈壓力指數為 NY Fed 所編製，指數愈高表示供應鏈受阻愈嚴重。

資料來源：World Bank Commodity Price Data、NY Fed

圖 2 全球通膨率與主要經濟體之貨幣政策利率



註：美國與歐元區貨幣政策利率分別以主要聯邦資金利率目標區間下限、再融通操作利率表達。

資料來源：各經濟體官網(截至本年 6 月 12 日資料)

¹ 本文之通膨率係指 CPI 年增率，僅歐元區通膨率為調和消費者物價指數(HICP)年增率。CPI 依商品性質可分為商品及服務 2 類，以台灣為例，商品類包含耐用品、半耐用品及非耐用品等消費品，服務類則包含外食費、衣著、居住、交通及通訊、醫療保健、教養娛樂等服務；有關物價指數分類請參考主計總處說明。

(3) 本年以來，國際原油等能源價格續跌，且供應鏈瓶頸解除，加以緊縮貨幣之累積效應顯現，持續影響終端需求，帶動商品類價格年增率較上年大幅下降，**主要經濟體之通膨率多回落**；惟因**疫後生活正常化**，**服務需求大增**，價格攀升，**影響通膨續降幅度**。

一 **疫情期間**，服務類消費受政府實施防疫措施限制，及民眾擔憂感染病毒自主避免對外接觸因而暫停，**商品類消費**則可透過網路訂購及物流系統持續，然**商品**受限於全球**供應鏈瓶頸**而供不應求，價格**漲幅大於服務類**。

一 隨疫情影響漸逝，**經濟活動重啟**，消費需求升溫，尤其**疫情期間受壓抑的旅遊、娛樂等需求獲得釋放**，然受制於人員招聘與專業養成不易，缺工嚴重，**服務供不應求致價格大漲**；當前**全球通膨壓力來源已由商品類移轉至服務類**。

表 1 主要經濟體 CPI 之商品類與服務類價格年增率

	美國	英國	歐元區	日本	南韓*	台灣*
CPI年增率(%)						
2022平均值	8.0	9.1	8.4	2.5	5.1	2.95
2023/1~4平均值	5.6	9.8	7.8	3.6	4.3	2.44
年增率趨勢						
商品類價格年增率(%)						
2022平均值	11.0	12.0	11.9	5.5	6.7	3.56
2023/1~4平均值	2.9	12.4	9.8	5.6	4.7	2.04
年增率趨勢						
服務類價格年增率(%)						
2022平均值	6.2	5.2	3.5	-0.5	3.7	2.40
2023/1~4平均值	7.3	6.5	4.9	1.4	3.8	2.83
年增率趨勢						

*：南韓與台灣為本年 1~5 月資料。

註：表中各經濟體之年增率趨勢縱軸軸距各不相同，僅以紅點標示年增率趨勢之高點，凸顯趨勢變動方向。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

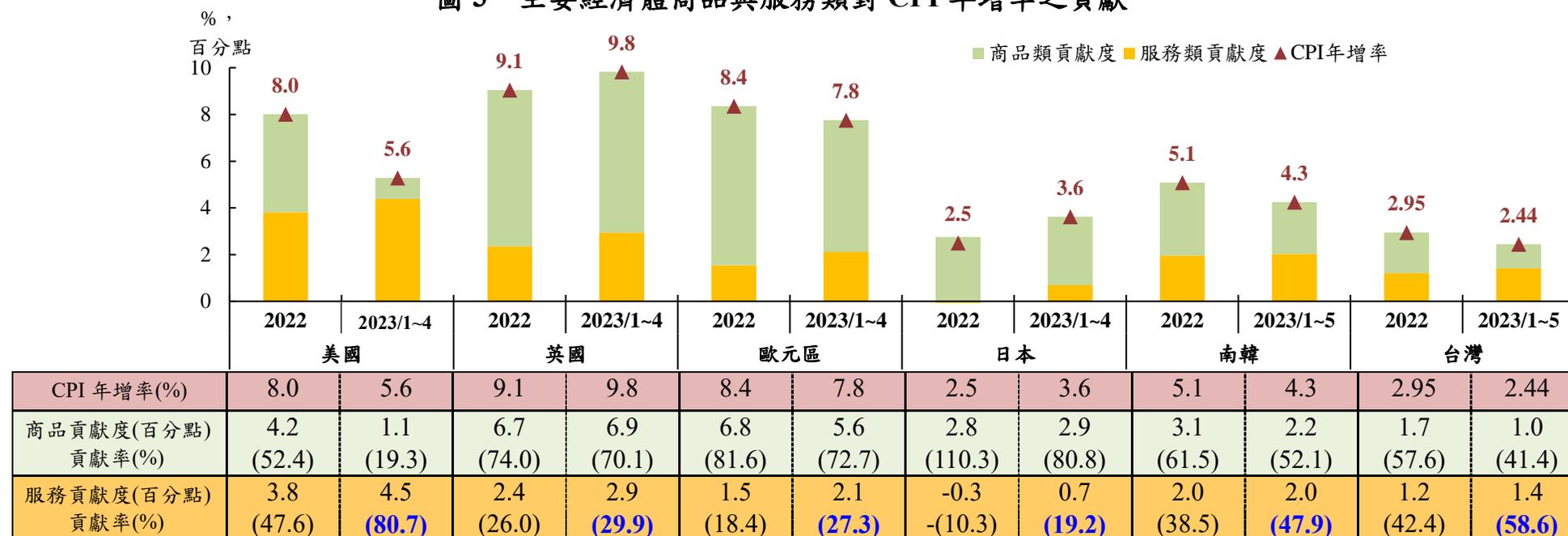
- ✓ **美國** 上年 CPI 年增率為 8.0%，本年 1 至 4 月平均降至 5.6%，主因同期間商品類價格年增率由 11.0%，大幅降至 2.9%，CPI 年增率與商品類價格年增率走勢相近，惟 CPI 年增率回降幅度放緩，係因服務類價格年增率由 6.2% 上升至 7.3%(表 1)。
- ✓ **台灣** 上年 CPI 年增率為 2.95%，本年 1 至 5 月平均降至 2.44%，同期間商品類價格年增率由 3.56%，降至 2.04%，服務類價格年增率則由 2.40% 升至 2.83%(表 1)；**台灣 CPI 及商品與服務類價格年增率走勢大抵與其他經濟體相似，惟變動幅度相對溫和。**

2. 本年以來主要經濟體服務類對 CPI 年增率之貢獻率均上升，成為通膨壓力之主要來源。

(1) 美國服務類對 CPI 年增率之貢獻率由上年之 47.6% 上升至本年 1 至 4 月平均之 80.7%，日本服務類對 CPI 年增率之貢獻率則由 -10.3% 轉升至 19.2%；英國、歐元區、南韓與台灣服務類對 CPI 年增率之貢獻率亦分別上升至 29.9%、27.3%、47.9% 與 58.6% (圖 3)。

(2) 值得注意的是，本年以來英國服務類價格與商品類價格年增率均較上年為高 (表 1)，致 1 至 4 月 CPI 年增率仍高達 9.8%，高於上年之 9.1%；日本除服務類價格年增率由負轉正，商品類價格年增率亦持續升高 (表 1)，1 至 4 月 CPI 年增率達 3.6%，亦高於上年之 2.5%；此 2 經濟體之通膨率仍未有明顯回落跡象 (圖 3)。

圖 3 主要經濟體商品與服務類對 CPI 年增率之貢獻



註：1. 歐元區為 HICP，其餘經濟體皆為 CPI，本文敘述均以 CPI 表達。

2. 服務類與商品類對 CPI 年增率之貢獻度分別以年增率乘以固定權數簡單推估，貢獻率則以其貢獻度占整體 CPI 年增率之比例計算，表格中括號內數值表示貢獻率。

3. 各經濟體商品與服務類占 CPI 權數不同，且隨消費支出變化而更新，本文僅依各經濟體官網所公布之最新權數估算；各經濟體依商品與服務類順序之權數分別為美國 38.4% 與 61.6%；英國 54.9% 與 45.1%；歐元區 56.4% 與 43.6%；日本 50.5% 與 49.5%；南韓 46.7% 與 53.3%；台灣 49.9% 與 50.1%。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

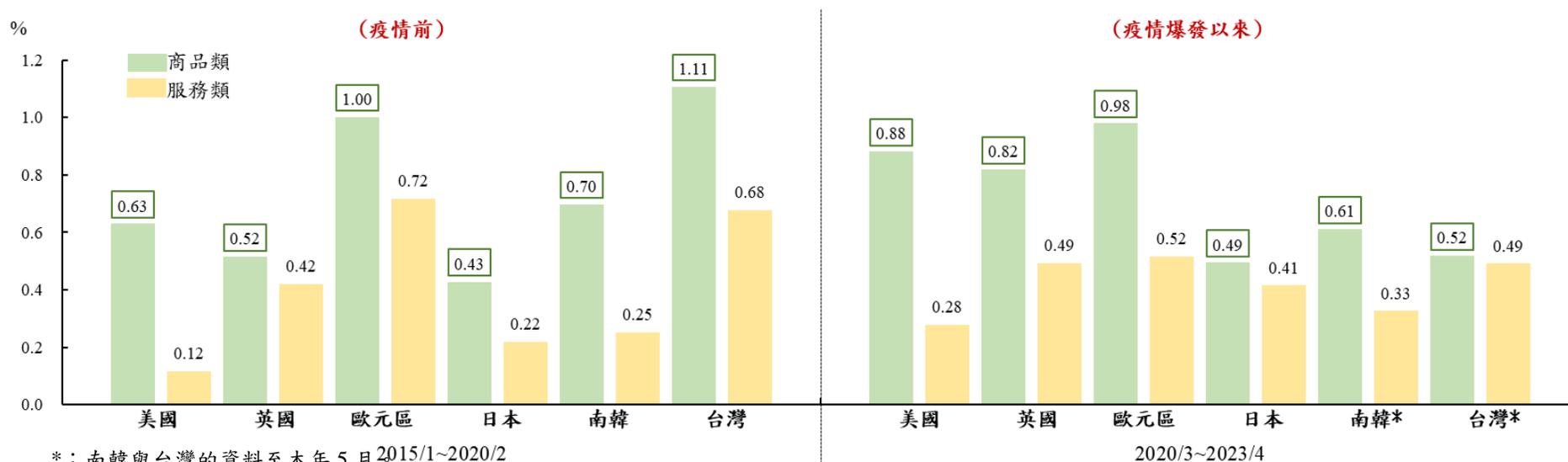
(二)服務類具客製化性質，加以勞動份額高，致其價格有僵固性；近期受勞動市場緊俏致薪資上漲影響，價格不易回落

1. 服務類消費具客製化性質，人力投入培訓時間較長，且勞動份額較高，勞動投入調整不易，致其價格月調整幅度較商品類小，使服務類價格較具有僵固性²。

(1) 疫情期間服務類消費因防疫限制而大幅萎縮，致疫情期間服務業歇業及有大量離退人員；疫後經濟重啟，服務需求大增，惟人員招聘與專業養成不易，勞動缺口無法迅速回補，服務類價格反映勞動投入調整緩慢，具有僵固性。

(2) 主要經濟體以服務類價格月增率標準差衡量的價格月變動程度，不論疫情前後均較商品類小(圖 4)，如疫情前，美國服務類價格月增率標準差為 0.12%，小於商品類之 0.63%；疫情爆發以來，服務類價格月增率標準差為 0.28%，亦小於商品類之 0.88%；而其他經濟體服務類價格月增率標準差亦均較商品類為小。

圖 4 主要經濟體之服務類與商品類價格月增率標準差



*：南韓與台灣的資料至本年 5 月 2015/1~2020/2

註：圖中各經濟體同樣本區間之服務類與商品類價格月增率標準差相較，取其較高者以框線表示。

資料來源：Refinitiv Datastream

² 根據 Atlanta Fed 方法編製僵固性物價指數，多數 CPI 服務類項目包含於僵固性物價指數中，如居住、運輸、醫療、教育等服務類價格多具有僵固性；參考許碧純與黃也欣(2021)，「僵固類物價指數的編製與跨國比較：以美國、歐元區、日本及台灣為例」，中央銀行經濟研究處，內部研究報告。

2. 服務類價格一旦上調較難回降，主要反映勞動成本調整具不對稱特性，此上行風險為引導通膨率變化之重要因素。

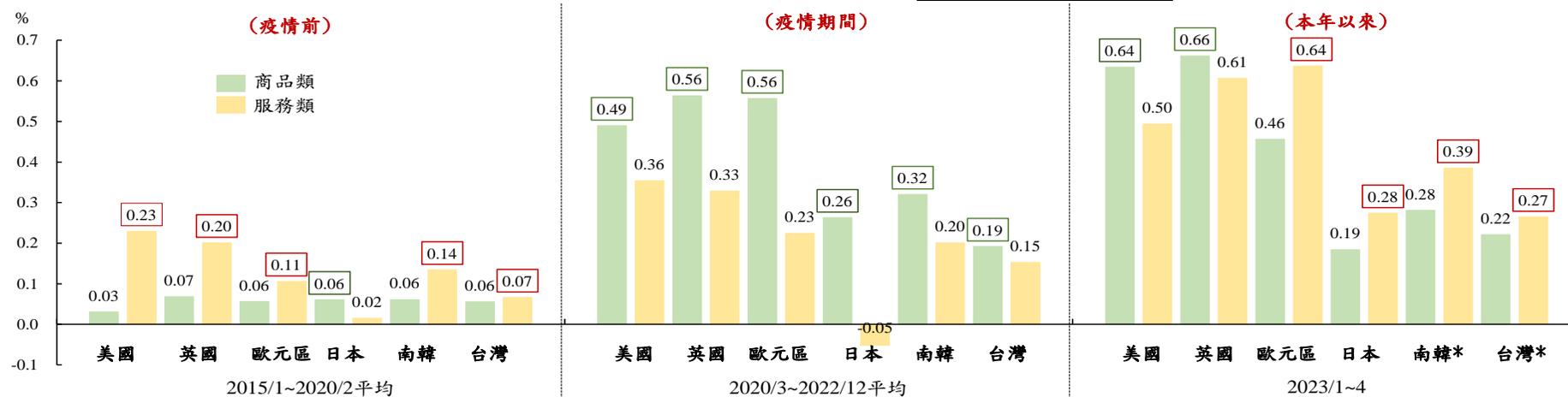
(1) 疫情大流行前，除有通縮疑慮的日本外，主要經濟體服務類價格平均月增率均較商品類大，大抵反映服務類價格一旦上調較難回降的特質。

— 台灣通膨率長期較主要經濟體平穩；然疫情前長期服務類價格平均月增率 0.07%，略高於商品類之 0.06%；日本因長期有通縮疑慮，疫情前長期服務類價格平均月增率 0.02%則低於商品類之 0.06%(圖 5 左)。

(2) 疫情期間，主要經濟體服務類價格平均月增率均較商品類小(圖 5 中)，惟本年以來歐元區、日本、南韓與台灣之服務類價格平均月增率較商品類回升快(圖 5 右)。

— 由於服務業之資本密集程度相對製造業低，其對利率變動的敏感度亦較低，較慢受到貨幣政策影響³，預期服務類價格月增率恐有持續上升一段時間的可能性；此服務類價格上行風險為引導主要經濟體通膨率變化之重要因素。

圖 5 主要經濟體之服務類與商品類價格月增率平均值



*：南韓與台灣的資料至本年 5 月。

註：圖中各經濟體相同樣本區間之服務類與商品類價格平均月增率相較，取其較高者以框線表示。

資料來源：Refinitiv Datastream

³ 參考 Stedman, Karlye Dilts and Emily Pollard (2023), “Why Has Monetary Policy Tightening Not Cooled the Labor Market Enough to Quell Inflation?” Federal Reserve Bank of Kansas City, Mar. 31。

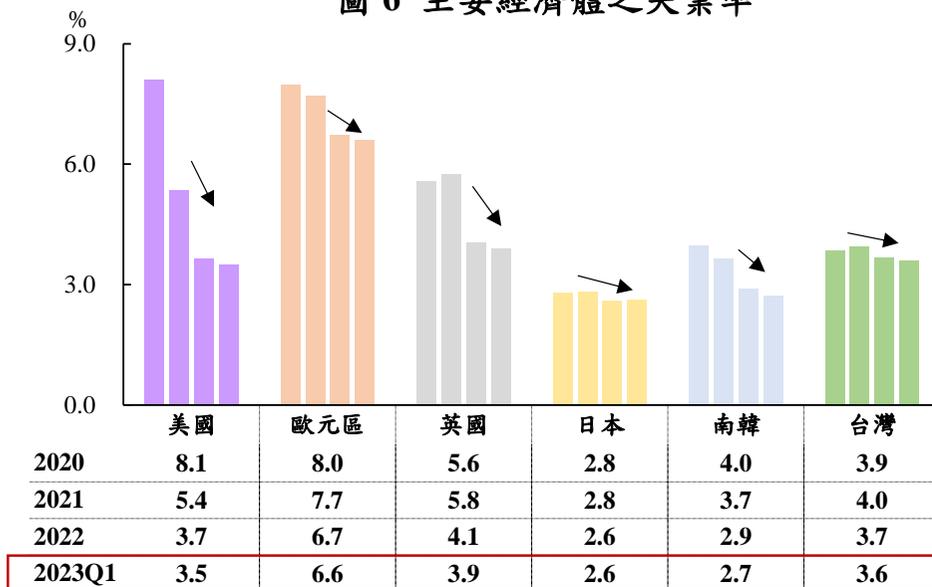
3. 服務類**勞動份額較高**，且**服務業受疫情影響離退之職缺無法快速填補**，其價格易受薪資推升效應而上漲。

(1) 本年以來**美、歐、英之失業率已降至近歷史低檔**，第1季日、韓、台灣之失業率亦分別降至2.6%、2.7%與3.6%(圖6)。主要經濟體失業率由疫情間高點快速下滑(圖6)，**勞動市場仍顯緊俏**。

(2) **美國、英國、歐元區、日本**：長期以來**服務業薪資成長佳**，本年以來美、歐、日之**服務業**薪資成長率分別達7.0%、5.1%與4.1%，**持續超越製造業**；英國服務業本年以來薪資成長6.0%，雖小幅低於製造業之6.2%，亦略低於上年6.1%，惟仍居高檔(圖7)。

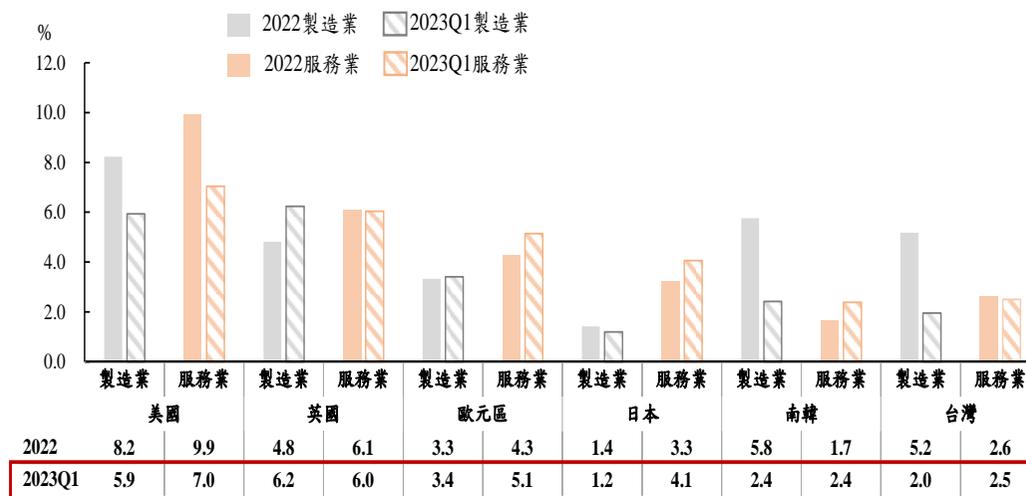
(3) **南韓與台灣**：近年**製造業發展優異**，上年受惠於電子出口表現佳，製造業薪資成長率分別高達**5.8%與5.2%**，**服務業薪資成長率則均遜於製造業**；然本年以來，**製造業景氣反轉向下**，薪資成長亦隨之大幅下降，服務業則因疫後需求大增，**受疫情影響離退之職缺無法快速填補**，**勞動供需失衡推升薪資持續成長**；本年以來**南韓服務業薪資成長2.4%已與製造業相當**，**台灣服務業薪資成長2.5%**，則超越製造業。

圖 6 主要經濟體之失業率



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 7 主要經濟體之服務業與製造業薪資成長率



資料來源：主計總處受僱員工每人每月總薪資、Refinitiv Datastream

(三)本年以來服務類價格年增率大增，主因房租走高、外食費及娛樂服務等價格漲幅居高所致

1. 服務類中**房租反映部分房價走高效應**，且其占**CPI之權數較高**(表 2)；房租走高為服務類價格續趨上升之重要因素。

(1) **美國租屋市場健全且短期契約多**，租金較能反映房價走高效應，且房租占**CPI權數達34.0%**，服務類價格**上行風險猶存**。

一如美國疫情期間建材成本上漲，且居家辦公增加住房需求，致房價大漲，上年 Fed 快速且大幅升息，房價漲勢已趨緩(圖 8)。

一美國**房價走高效應約 16 個月後仍傳遞至租屋市場**⁴，CPI 之房租價格仍**持續上漲**，本年 1 至 4 月平均年增率達 8.1%，對 CPI 年增率貢獻度亦上升至 2.7 個百分點，恐將持續推升服務類價格。

(2) 英國房屋長期供不應求，房東為因應**通膨飆升**而提高房租⁵(表 2)；**歐元區房價指數自上年高點回落**(圖 8)，惟歐洲央行(ECB)

緊縮貨幣效應致**房貸成本上升**，推升房租價格(表 2)；**南韓央行(BoK)上年 7 月起快速升息致房市交易降溫與房價下跌**(圖 8)，加以 10 月中旬不動產開發案債務違約引發**流動性緊縮**，本年以來**房租對 CPI 年增率貢獻度略降**⁶(表 2)。

表 2 主要經濟體之 CPI 房租年增率及其對通膨率貢獻度

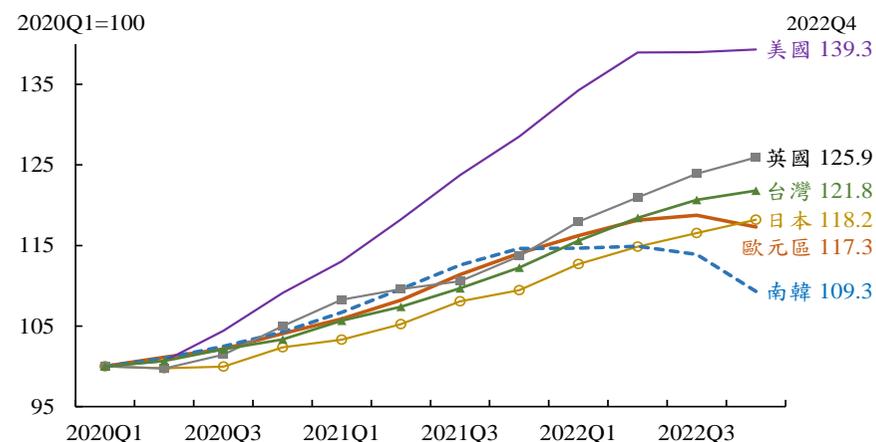
	美國	英國	歐元區	日本	南韓*	台灣*
權數(%)	34.0	8.3	11.6	18.3	9.8	15.60
年增率(%)						
2022 平均值	5.9	3.5	2.4	0.0	1.9	1.68
2023/1~4 平均值	8.1	4.9	3.6	0.1	1.0	2.27
貢獻度(百分點)						
2022 平均值	2.0	0.3	0.3	0.0	0.2	0.25
2023/1~4 平均值	2.7	0.4	0.4	0.0	0.1	0.34
貢獻度趨勢						

*：南韓與台灣的資料至本年 5 月。

註：表中 CPI 房租之統計範圍不完全相同，如美、英、日及台灣均將「自有住宅設算租金」納入 CPI 統計，而南韓及歐元區則無納入，[詳本文附錄](#)。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

圖 8 主要經濟體之房價指數走勢



資料來源：除台灣資料來源為內政部住宅價格指數外，其餘經濟體資料來源為 OECD。

⁴ 參考 Bolhuis et al. (2022), "The Coming Rise in Residential Inflation," Working Paper 29795, National Bureau of Economic Research, Feb.。

⁵ 參考 Goddard, James (2023), "Through the Roof? Housing and the Cost of Living," House of Lords Library, Mar.。

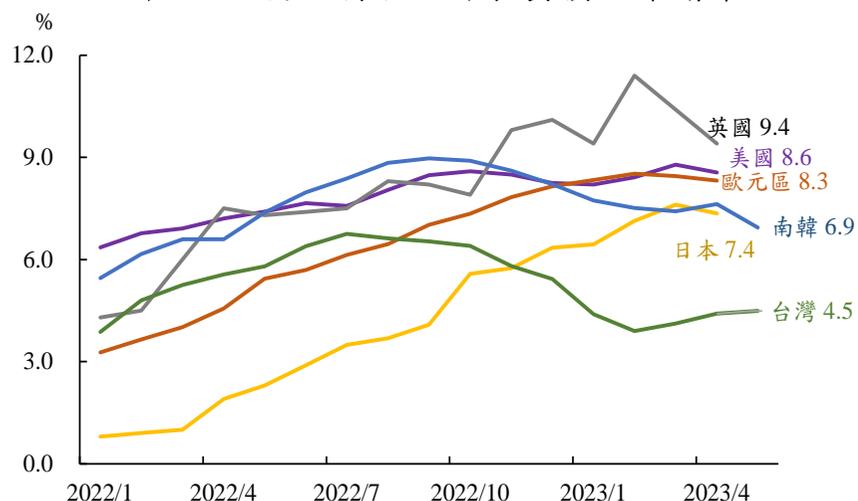
⁶ 南韓租屋市場以全租制度(一次給付約當部分房價之高額押金後無需再付其他租金)為主，房價與房租連動性高。

2. 服務類之外食費價格大漲(圖 9)，主因**食材成本**居高，加以疫後外食需求大增，加劇餐飲業缺工情況及調薪壓力。

(1)受制**國際大糧商主導定價**⁷，以及疫情與俄烏戰爭爆發初期訂定之**高價長約仍未完全結束**，國際糧價下調緩慢；加以**食物類價格亦反映較高勞動成本份額**⁸，**部分廠商提高定價以維持其利潤率**，食物類價格年增率不易下降，本年 4 月**英國與歐元區仍高達 19.3%與 15.1%**(圖 10)，其餘主要經濟體之食物類價格年增率亦居高(圖 10)。

(2)**英國**另受脫歐影響，進口食材價格上漲，商家反映營運成本，**外食費價格漲幅亦較大**，本年 4 月年增率達 9.4%。**美國、歐元區食物類價格仍居高**，且疫後旅行及餐飲需求大增，**產業薪資漲幅亦大**，帶動外食費價格上漲，本年 4 月年增率分別達 8.6%與 8.3%(圖 9)。

圖 9 主要經濟體之外食費價格年增率

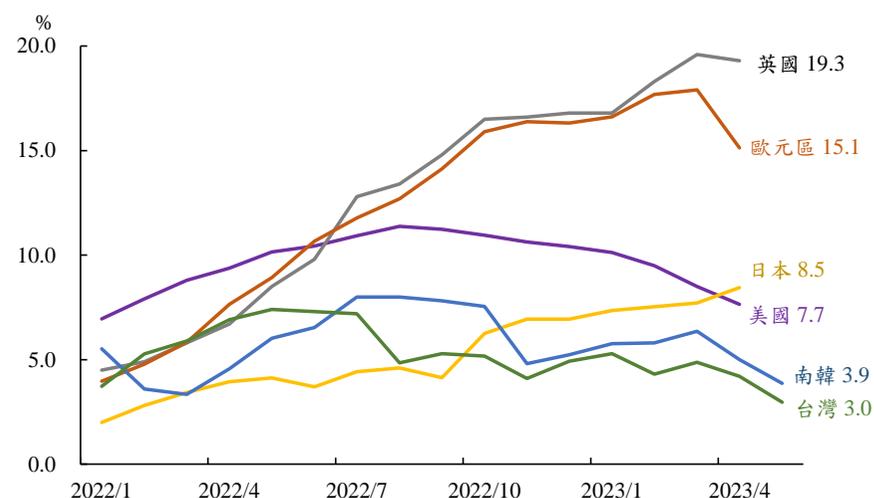


註：因生活習慣不同，各經濟體外食費(food away from home)或餐飲服務(restaurant and cafes services)統計範圍不盡相同，僅依循官方公布之相似項目進行比較。

另南韓與台灣的資料至本年 5 月，其餘經濟體資料至本年 4 月。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

圖 10 主要經濟體之食物類價格年增率



註：英國、歐元區及南韓之食物類未含外食費，其餘經濟體之食物類則包含外食費。南韓與台灣的資料至本年 5 月，其餘經濟體資料至本年 4 月。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

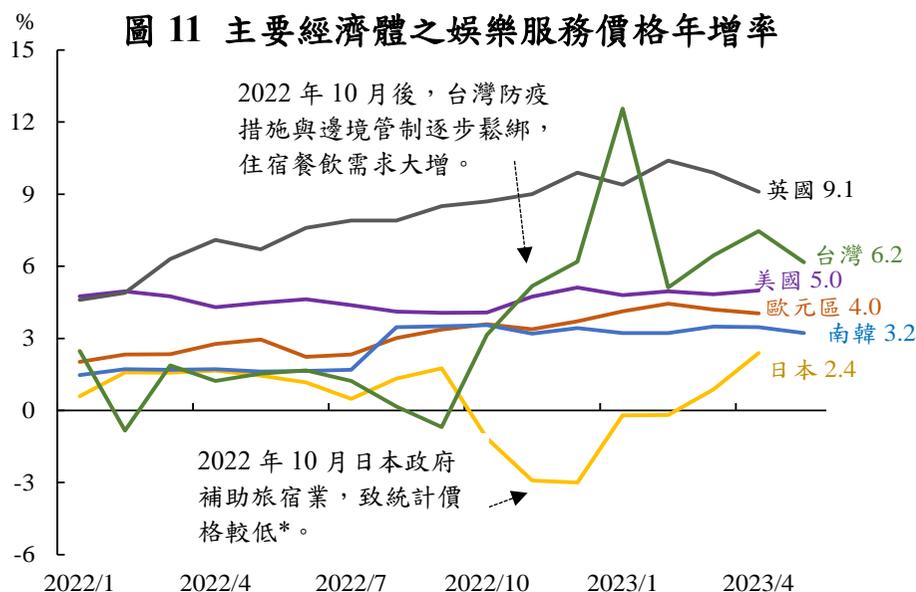
⁷ 參考 UNCTAD (2023), “Trade and Development Report Update,” *Global Trends and Prospects*, Apr. 21。

⁸ 參考 Scott, Francisco, Cortney Cowley and Ty Kreitman (2023), “Tight Labor Markets Have Been a Key Contributor to High Food Inflation,” *Federal Reserve Bank of Kansas City*, Apr. 18。

3. 服務類之**娛樂服務價格年增率均居高**(圖 11)，主因疫後生活正常化，**休閒娛樂消費供不應求**，**相關產業薪資大漲**(圖 12)，再推升**住宿及餐飲價格**，娛樂服務價格**年增率回降緩慢**。

(1) 疫後解除管制，**旅遊興盛**，且邊境開放亦帶動**跨境觀光客大幅回流**，需求大增推升**住宿及餐飲價格**，加以**產業多因缺工調高薪資**，主要經濟體該等產業薪資均已較疫情前大幅成長，其中**日本、美國成長較明顯**(圖 12)；**英國**另受脫歐影響，預期**住宿及餐飲業缺工嚴峻情況**將持續，亦促使薪資持續上漲。

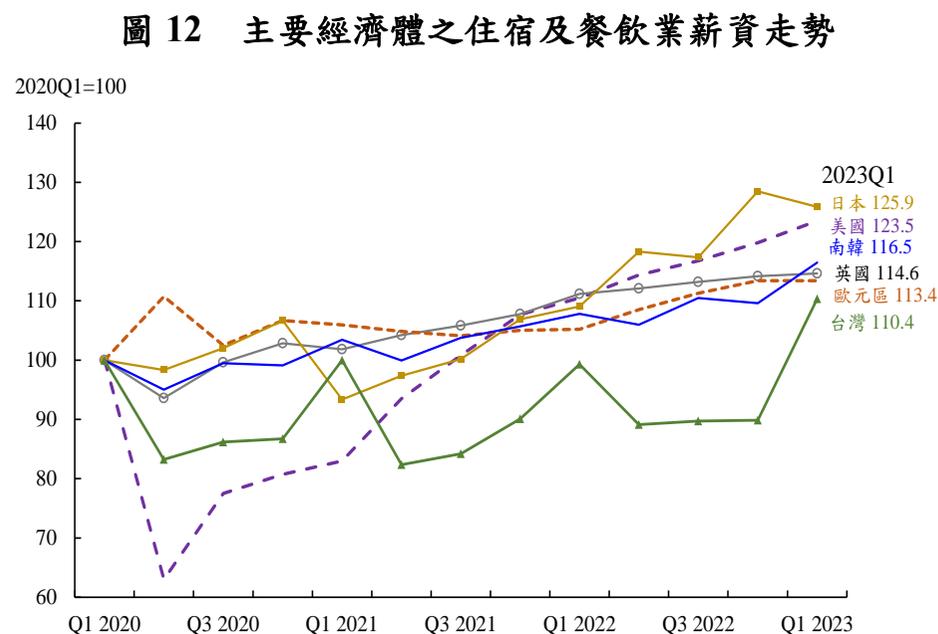
(2) 本年以來**台灣與主要經濟體類似**，疫後生活正常化帶動**休閒娛樂消費需求增加**，加以相關產業**缺工問題嚴峻**，推升**住宿及餐飲業薪資快速成長**⁹；業者反映成本調漲住宿及旅遊團費，致娛樂服務價格居高，且因上年基期較低，本年**5月年增率達6.2%**(圖 11)。



*：日本政府於上年 10 月至 12 月推出支援民眾國內旅遊，補助旅遊相關之住宿費等。由於娛樂服務價格統計係採住宿費扣除政府補助金後之資料計算，故上年 10 月至 12 月之娛樂服務價格年增率出現負成長之特殊現象。

註：南韓與台灣的資料至本年 5 月，其餘經濟體資料至本年 4 月。

資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream



資料來源：各經濟體官網、Refinitiv Datastream

⁹ 旅宿缺工問題主要原因是疫情期間房務工作不穩定，造成人員大量流失，如今觀光業景氣回溫，業者需提供比以往更合理的薪資條件，才能吸引人才回流。本年 1~4 月平均住宿業薪資年增率為 10.84%，遠高於上年平均之 -0.01%，旅行及相關服務薪資年增率為 9.55%，遠高於上年平均之 4.01%。

(四) 本年以來台灣服務類價格漲幅居高，與主要經濟體情況類似，惟整體通膨率與核心通膨率仍相對較低

1. 本年以來，與主要經濟體相似，**台灣服務類價格年增率**居高，對CPI之貢獻率達58.6%，已高於商品類之41.4%(圖13)；主要係疫後生活正常化，**娛樂服務供不應求致價格攀高**，加以外食費、居住服務價格漲幅**居高**(圖14)。

(1) 上年10月後，**國內防疫措施與邊境管制逐步鬆綁**，飯店大量缺工，業者調高薪資徵人，人力成本攀升，加以旅遊住宿需求大增，住宿及旅遊團費等**娛樂服務**價格高漲，本年5月年增率達6.17%(圖14)。如前所述，台灣**娛樂服務價格年增率**於**主要經濟體中僅次於英國**(圖11)，漲勢較大；惟**本年第4季**預期在需求正常化且基期墊高下，娛樂服務價格年增率將**回降**。

(2) 因**蛋類及肉類受飼養成本仍高影響**，食材價格漲幅仍大，加以餐飲業**缺工調高薪資**¹⁰，均**推升外食費價格**，使其**漲幅回降緩慢**，本年5月年增率為4.49%(圖14)；惟商家反映成本壓力後，下半年外食費價格漲幅可望逐步收斂。

(3) 反映國內房價走高的**遞延效應**，**房租、住宅維修費**等**居住服務價格漲幅**居高，本年5月年增率為2.26%(圖14)；惟隨房地產市場景氣下滑，**預期下半年房租、住宅維修等居住服務價格漲幅將漸趨平穩**。

圖 13 台灣商品性質別 CPI 年增率

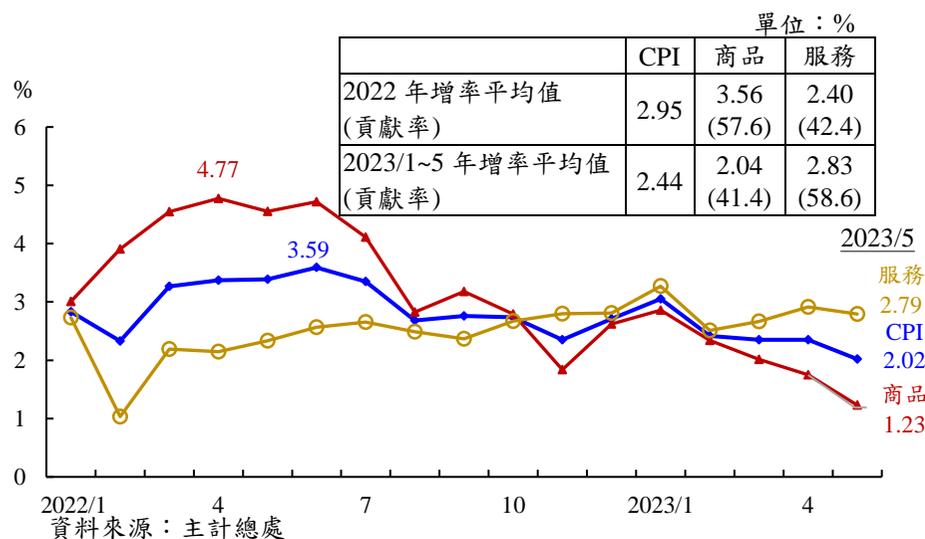
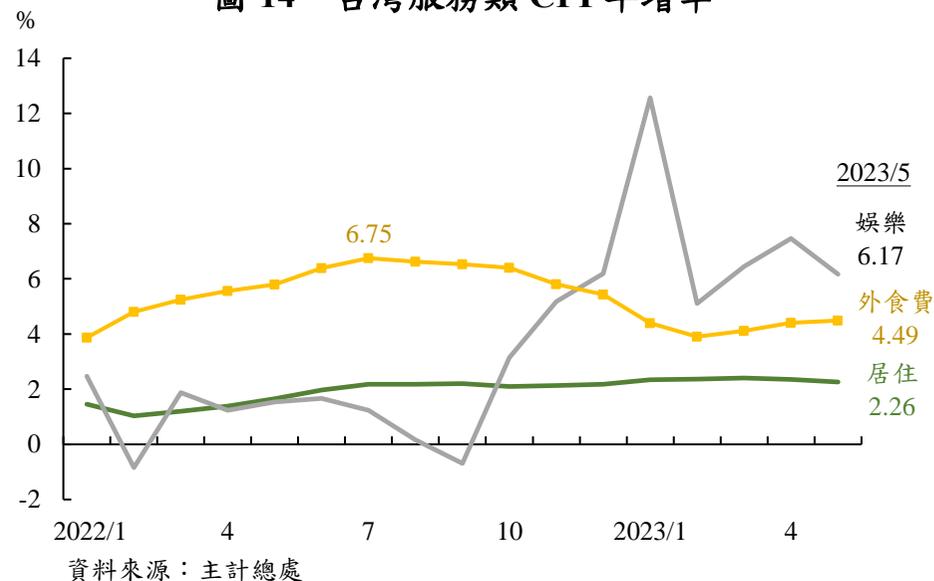


圖 14 台灣服務類 CPI 年增率

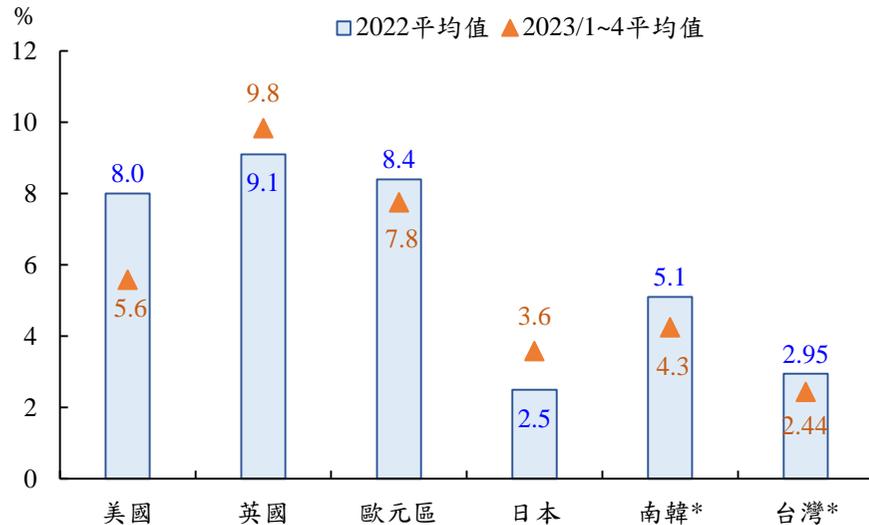


¹⁰ 本年1~4月平均餐飲業薪資年增率為9.22%，遠高於上年平均之3.72%，亦高於工業及服務業受僱員工平均薪資年增率之1.96%。

2. 台灣 **CPI 服務類價格走勢與主要經濟體情況類似**，除**娛樂服務價格年增率**於主要經濟體中僅次於英國，**漲勢較大**，房租與外食費年增率雖居高，惟均低於主要經濟體；本年以來通膨率與核心通膨率仍相對主要經濟體低（圖 15、圖 16）。

—本年 **5 月 CPI 年增率已降至 2.02%**，惟以服務類為主的**核心 CPI 年增率僅降為 2.57%**，預期**娛樂服務、外食費及居住服務**等價格年增率將緩降，10 月以後核心 CPI 年增率有機會降至 2% 以下。

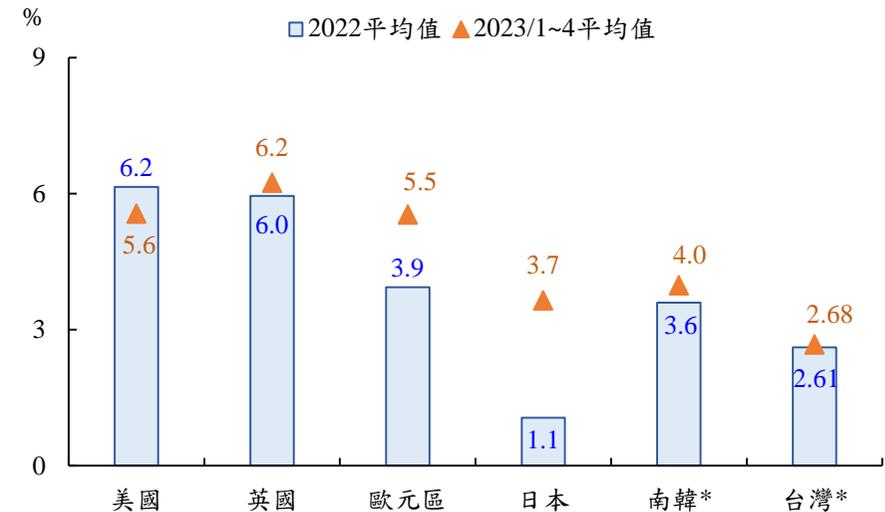
圖 15 主要經濟體之 CPI 年增率



*：南韓與台灣的資料至本年 5 月。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 16 主要經濟體之核心 CPI 年增率



*：南韓與台灣的資料至本年 5 月。

註：各經濟體核心 CPI 剔除項目略有不同，美國與南韓不含能源及食物，歐元區與英國不含能源、食物及菸酒，台灣不含能源及蔬果；另日本核心 CPI 不含生鮮食品，為跨國比較，本文採用日本之不含能源與生鮮食品之核心的核心 CPI。

資料來源：Refinitiv Datastream

(五)主要經濟體之貨幣政策挑戰

本年以來，主要經濟體通膨壓力來源已由疫情爆發以來之商品類移轉至經濟重啟後之服務類。由於服務業之勞動成本份額較高，且資本密集程度相對製造業低，其對利率變動的敏感度亦較低，較慢受到貨幣政策影響，服務類價格呈現僵固性；疫後生活正常化，住宿及餐飲、娛樂服務等供不應求推升其價格，加以部分服務業勞動供需失衡，人力成本大增，進一步使業者調高相關服務價格；另權數較大之房租亦走高，均成為本年以來主要經濟體服務類價格續升之共通因素。影響所及，主要經濟體CPI年增率雖隨著商品類價格漲幅減緩由高點回落，惟回降緩慢。

貨幣政策方面，除日本為擺脫長期通縮疑慮，維持寬鬆貨幣政策外，美國、歐元區、英國與南韓等為對抗高通膨壓力，已採積極緊縮貨幣政策，本次升息週期已分別大幅升息5.00個百分點、3.75個百分點、4.40個百分點及1.75個百分點(表3)。然而，當前服務類價格高漲致通膨壓力居高，服務類價格具僵固性，且可能影響通膨預期致其難以回降，使通膨率回落至政策目標仍係此些央行貨幣政策之重大挑戰。

表3 主要經濟體之本次升息週期情況

	最新政策利率水準 (%)	2021年12月*迄今		2023年迄今		最新通膨率(%)
		升息次數	累計升息(百分點)	升息次數	累計升息(百分點)	
美國 Fed	5.00~5.25	10	5.00	3	0.75	4.9
歐元區 ECB	3.75	7	3.75	3	1.25	6.1
英國 BoE	4.50	12	4.40	3	1.00	8.7
日本 BoJ	-0.10	0	0.00	0	0.00	3.5
南韓 BoK	3.5	6	1.75	1	0.25	3.3
台灣 CBC	1.875	5	0.75	1	0.125	2.02

註：1.此次升息週期最先由英國於2021年12月調升政策利率。

2.美國、歐元區貨幣政策利率分別以主要聯邦資金利率目標區間、再融資利率代表；歐元區、南韓與台灣通膨率為5月資料，其餘為4月資料。

資料來源：各經濟體官網(截至本年6月12日資料)

1. **美國**通膨率居高，部分反映其國內房價走高的遞延效應，致其服務類價格續升，惟服務業薪資成長率已回降，服務類價格上漲壓力可望趨緩。Fed 認為¹¹至 2025 年 PCE 通膨率及核心 PCE 通膨率方能回降至約 2%通膨目標；近期紐約 Fed 總裁 John Williams 表示¹²，雖然通膨有降溫跡象，惟去除住房因素的核心服務通膨壓力仍高，預期本年底 PCE 通膨率將降至 3.25%，且將於 2025 年前(by 2025)回降至 2%通膨目標。
2. **英國**脫歐影響下，缺工問題嚴峻，且**食物類與服務類價格持續上漲**，**通膨率未明顯趨降**。BoE 預期¹³緊縮貨幣政策持續下，通膨率將於本年底下滑至約 5%，預期明(2024)年底可達到 2%通膨目標；惟勞動市場緊俏，薪資推升通膨之**第二輪效應**(second-round effects)仍係通膨上行風險。
3. **歐元區**因**勞動市場緊俏**，及企業反映成本與維持利潤率之定價策略，**食物類與服務類價格持續上漲**，預期通膨率須更長時間方能回落至政策目標；ECB 官員指出¹⁴，預期通膨率將於明年上半年回落至 3%，並於 2025 年續降至 2.1%，仍略高於 2%通膨目標，惟此預測具高度不確定性。
—ECB 總裁認為¹⁵**升息對信用緊縮的效果尚未完全顯現**，且其對實體經濟的影響仍具不確定性，故仍需根據未來經濟數據調整貨幣政策。ECB 之升息週期未結束，惟近尾聲，當前貨幣政策之討論可能將由「利率升至多少」轉至「應維持高利率多久」。

¹¹ 參考 Fed (2023), *Minutes of the Federal Open Market Committee*, May 3。

¹² 參考 Reuters (2023), “Premature for Fed to Call End to Rate Hikes With Inflation Still High, Williams says,” *Reuters*, May 10。

¹³ 參考 Bank of England (2023), *Monetary Policy Report*, May 11。

¹⁴ 參考 Albert, Eric (2023), “The ECB’s Objective Is to Keep Inflation at 2%. It Is Currently at 6.1%. Should People Be Worried?” *Interview*, Jun. 2。

¹⁵ 參考 Lagarde, Christine (2023), “The Fight Against Inflation,” *Speech*, Jun. 1。

4. 日本 商品類與服務類價格年增率均持續升高，逐漸擺脫通縮疑慮，惟 BoJ 植田和男總裁認為¹⁶，若倉促改變目前大規模寬鬆貨幣政策，恐不利實現 2%通膨目標，BoJ 仍將堅持寬鬆貨幣政策以支持目前獲致的初步成果，並希望能在伴隨薪資持續成長情況下，達成可持續且穩定的 2%通膨目標。
5. 南韓 之商品與服務類價格年增率均趨降，本年以來通膨率已逐步回降；BoK 表示¹⁷通膨率持續走低，預期本年底前可望降至 3%以下，明年將進一步下滑，惟至 2024 年底仍將高於 2%通膨目標，故有必要維持當前之高利率水準。
6. 台灣 CPI 服務類價格走勢與主要經濟體情況類似，惟通膨率與核心通膨率仍相對較低。本年 5 月 CPI 年增率已降至 2.02%，惟核心 CPI 年增率僅降為 2.57%，預期 10 月以後才有機會降至 2%以下。考量台灣物價漲幅相對溫和，貨幣政策面臨之挑戰尚包含主要央行維持高利率帶來外溢緊縮效應；本行採取漸進且溫和的緊縮貨幣政策，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。

¹⁶ 參考 Ueda, Kazuo (2023), “Basic Thinking on Monetary Policy and the Outlook for Economic Activity and Prices,” *Speech*, May 19。

¹⁷ 參考 BoK (2023), *Economic Outlook*, May 23。

附錄：ECB 與 Eurostat 合作試編「自有住宅設算租金」納入 HICP 之概況

(一)房價非 CPI 衡量範圍，居住服務價格(如「房租」)才會納入 CPI 編算

CPI 係衡量一般家庭購買「消費性」商品與服務的價格變動情形，一般住宅市場房價屬資產價格，不會納入 CPI 衡量，住宅提供的居住服務成本如「房租」才會納入 CPI。房租則可分成租屋者支付之「實際市場住宅租金」與「自有住宅設算租金(OOH)」，CPI 若將上述二者同時納入，較能反映實際的居住服務成本。

(二)台灣與美、日、英等多數經濟體均已將「自有住宅設算租金」納入 CPI 統計，目前歐元區並未將「自有住宅設算租金」納入其 CPI(即調和消費者物價指數(HICP))統計

主要經濟體統計機構均已將「實際市場住宅租金」納入 CPI 編製；至於「自有住宅設算租金」，大多數經濟體則分別以不同的估算方法納入，至於南韓、歐元區等則未納入(詳附表 1)：

附表 1 主要經濟體對自有住宅設算租金的處理方式

未納入 CPI	納入 CPI			
	租金等值法	使用者成本法	淨取得法	支付法
南韓、歐元區*	美國、英國、瑞士、挪威、南非、日本、新加坡、泰國、菲律賓、中國大陸、台灣	加拿大、瑞典、冰島	澳大利亞、紐西蘭	愛爾蘭

*：歐元區係稱為 HICP (harmonized index of consumer prices)。

資料來源：IMF (DSBB)及各經濟體 CPI 統計網站

1. 租金等值法(rental equivalence or imputed rents approach)

- 利用租屋市場的租金來設算自有住宅租金，主要係衡量自有住宅在市場上所提供的租賃價值，換言之，係在估計居住自有住宅者需要花多少錢去租用自己所住的房子。
- 台灣和美、日、英等多數國家採行。

2. 使用者成本法(user cost approach)

- 主要衡量使用自有住宅所發生成本的改變，這些成本包括抵押貸款利息、以自有住宅市場現值與平均折舊率估計之折舊費用、修繕費用、稅捐與保險費等其他重複性支出成本，以及現金拿來購置自用住宅的機會成本，並扣除該住宅所產生的未實現資本利得。
- 部分國家如加拿大、瑞典、冰島等採行。

3. 淨取得法(net acquisitions approach)

- 主要以家戶透過貨幣交易所獲得之消費性商品及服務觀點來衡量，係指取得自有住宅者所支出的費用，包括自建新自有住宅(不含土地)或購買新自有住宅(不含土地)的支出、保險費、自有住宅裝修、過戶或登記時的稅費。
- 少數國家如澳大利亞、紐西蘭採行。

4. 支付法(payments approach)

- 指由自有住宅者所支付購買居住商品與服務的特有花費，包括新購置自有住宅(含土地)自備款(現金)部分、抵押貸款的還本及付息、保險費、自有住宅裝修或購置的相關稅費。
- 極少數國家如愛爾蘭採行。

(三)歐元區原本僅將「實際市場房屋租金」納入 HICP，惟「自有住宅設算租金」並未納入 HICP。然而，ECB 鑒於 HICP 未包含自有住宅成本(即「自有住宅設算租金」)，似乎忽略了歐元區大多數居民(約占 2/3)的住房成本，較無法完全反映實際通膨，於是與 Eurostat 等單位於 2012 年開始合作研議，擬以房屋之取得成本(即淨取得法)來估算「自有住宅設算租金」納入 HICP。

- 歐元區國家自有住宅比率差異大，如德國約 50%，斯洛伐克則高達 90%，若「自有住宅設算租金」未納入 HICP，則導致各國不對稱處理居住成本，將有損一個真正的調和指數之目的¹⁸。
- HICP 旨在衡量貨幣性交易價格之變動，在「自有住宅設算租金」估算方法中，只有淨取得法符合其意旨，使得 Eurostat 研議以淨取得法估算「自有住宅設算租金」¹⁹。

(四)ECB 與 Eurostat 合作試編「自有住宅設算租金(OOH)」納入 HICP(稱 HICP+OOH)之結果²⁰，顯示 2012 年以來 HICP 與「HICP+OOH」二者走勢相近，差距(有正有負)有限，至多是 2021 年第 3 季略超過 0.3 個百分點²¹(詳附圖 1)。

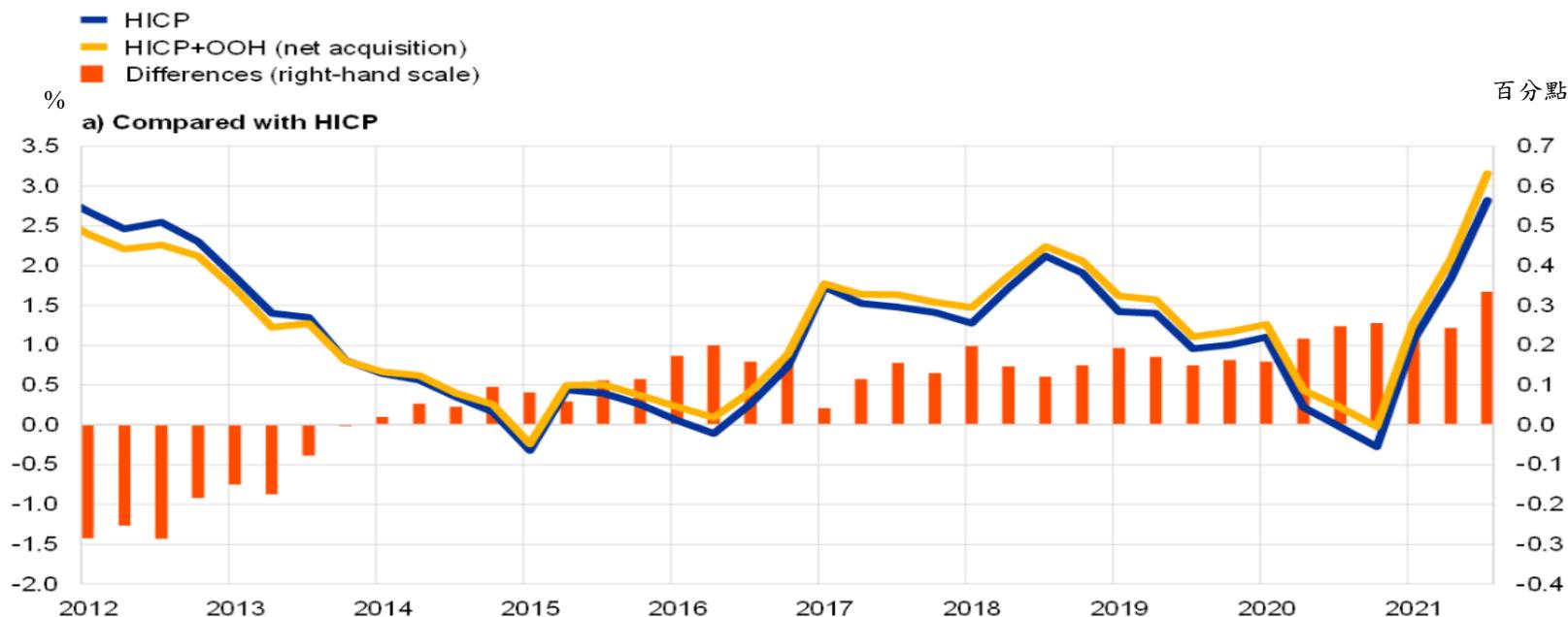
¹⁸ 參考 Hill, R. J., M. Steurer and S. R. Walzl (2019), “Owner Occupied Housing in the CPI and its Impact on Monetary Policy during Housing Booms and Busts,” *Department of Economics Working Paper No. 285*, July。ECB (2022)研究亦指出，HICP 仍是評估歐元區物價穩定的適當指標，惟若能納入「自有住宅設算租金」，HICP 作為通貨膨脹指標之涵蓋範圍將更廣及更加完善，並增進與家庭支出相關通貨膨脹指標的代表性及跨國比較性；參考 ECB (2022), “Owner-occupied Housing and Inflation Measurement,” prepared by Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves and Omiros Kouvavas, *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2022。

¹⁹ 參考 ECB (2022), “Owner-occupied Housing and Inflation Measurement,” prepared by Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves and Omiros Kouvavas, *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2022，以及 Hill, R. J., M. Steurer and S. R. Walzl (2020), “Owner Occupied Housing, Inflation and Monetary Policy,” Department of Economics, Department of Public Economics University of Graz, GEP 2020-18, Oct. 及 Eurostat (2012), “Detailed Technical Manual on Owner-occupied Housing for Harmonized Index of Consumer Prices,” Mar.。

²⁰ 未排除資產價格因素，參考 ECB (2022), “Owner-occupied Housing and Inflation Measurement,” prepared by Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves and Omiros Kouvavas, *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2022。

²¹ 參考 ECB (2022), “Owner-occupied Housing and Inflation Measurement,” prepared by Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves and Omiros Kouvavas, *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2022。

附圖 1 歐元區自有住宅設算租金納入 HICP 對通膨率的影響



資料來源：Eurostat and ECB calculations

(五) ECB 與 Eurostat 合作試編將「自有住宅設算租金」納入 HICP 之結果，仍存在若干問題尚待釐清，例如：

1. 目前歐元區對自有住宅成本的衡量，尚未能將資產性質(土地價格)與消費性質(房屋價格)做適當的分離。
 - 通膨率參考指標理應代表消費支出變動，而非資產價格變動，採淨取得法之爭議主要在於土地價格不易從房價中剔除，且新建築物的購買不易區別為資產/投資或消費/自住，同時在很多情況下代表性資料的取得受到很大的限制²²。

²² 購置新屋如果是用來出租而非自住就是投資，但即使自住也可能不會永久，某些時候可能變成置產，自住房屋也可能變成個人工作室或小型服務性業務事務所。

2. 歐元區自有住宅成本屬季度資料、延遲較久，若將其納入 HICP 計算，不利通膨指標的即時性。

— 當今採淨取得法的國家很少，如澳大利亞及紐西蘭，皆按季公布 CPI²³，不利通膨指標的即時性與國際比較性。

(六)上年初，ECB 曾指出，將「自有住宅設算租金」納入 HICP 是一項長期的計畫，現行的 **HICP 仍是 ECB 貨幣政策的參考指標**²⁴。

²³ 澳洲統計局為了政府決策與經濟預測等更高頻率的需求，另於上年 10 月起按月編布「月」CPI，作為季度 CPI 的先行指標，月 CPI 與季 CPI 具有高度相關性，但因其樣本數與涵蓋範圍較季 CPI 調查限縮，致有所誤差，因而在數據發布後可能進行多次修正。

²⁴ 參考 ECB (2022), “Owner-occupied Housing and Inflation Measurement,” prepared by Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves and Omiros Kouvas, *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2022。