

三、近年主要經濟體通膨發展之特殊性及未來面臨的挑戰

2020年以來，新冠肺炎疫情、全球供應鏈瓶頸、俄烏戰爭、服務類消費供不應求等，**非預期事件接連衝擊全球經濟，也一波接一波推升全球通膨率**。近年全球通膨發展經歷與過往截然不同之歷程，包含：

- 2020年：疫情期間**工業生產成長無法滿足商品強勁需求**，通膨率由谷底回升；
- 2021年：囿於疫情補助金與保健考量，**勞動供給恢復緩慢，供應鏈瓶頸加劇商品供需失衡**，通膨率竄高；
- 2022年：**俄烏戰爭意外爆發，影響原油等大宗商品市場供應**，通膨率加速攀升；
- 本(2023)年以來：生活逐漸正常化，**服務類供不應求且價格快速攀升**，且其**具僵固性支撐通膨壓力更持久**。

回顧疫情爆發以來，台灣的通膨發展與主要經濟體類似，惟通膨相對溫和，主要係因台灣防疫有成，**較無物流不暢通、勞動市場緊俏等供應鏈瓶頸問題**，加以政府**平穩大宗物資價格之供給面措施有助穩定國內物價**；本行採行**溫和漸進緊縮貨幣政策，抑制國內通膨預期心理**。

疫情前的數十年，地緣政治相對穩定，且生產技術進步並降低成本，加以全球化快速擴展，以及人口結構變化致勞動力增加，**使得供給面之調整相對需求面更靈活，通膨低而穩定**；然而，近年地緣政治衝突頻繁、技術變革產生新問題、全球化擴展受阻，以及人口老化與勞動力不足等發展，使得過往**有利長期通膨穩定的供給面因素，已轉為負面影響**。

受疫情、俄烏戰爭等非預期事件連續衝擊後，供給面不利通膨穩定的影響程度上升，如**全球化內容改變、全球供應鏈重組、氣候變遷與人口老化之發展**，使得**物價面臨波動較大風險**，過往長期維持**低而穩定的通膨環境是否因而改變**，值得密切關注。**面對未來通膨走勢具高度不確定性之挑戰**，**貨幣政策制定宜依據最新數據**；**財政政策則可與貨幣政策搭配**，發揮短期穩定經濟效果，惟須**考量政府債務之可持續性**；而**重振生產力之結構性改革**，不僅可**緩解供給面對通膨發展的負面衝擊**，更有助**達成經濟永續成長**。

(一) 近年主要經濟體通膨發展的特殊性

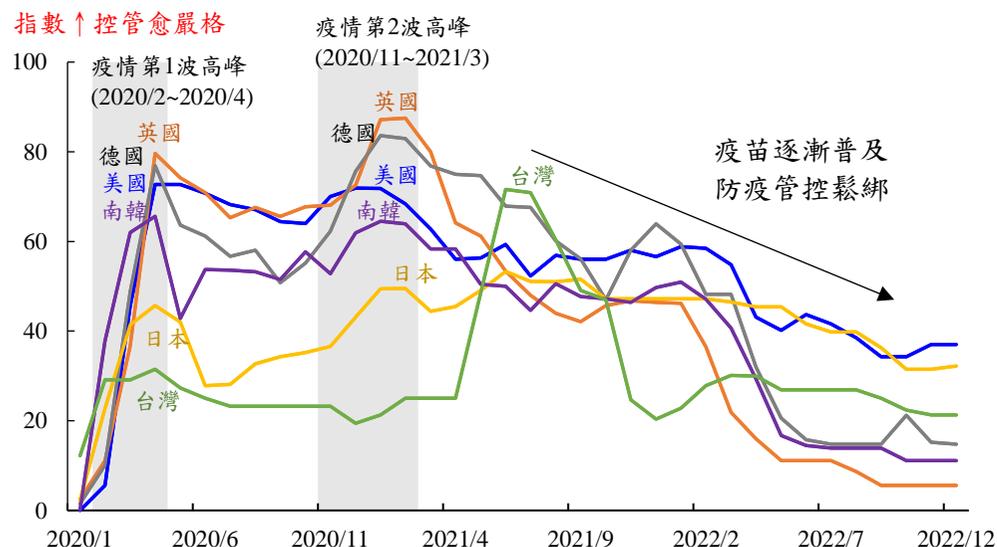
1. 近年新冠肺炎疫情、全球供應鏈瓶頸、俄烏戰爭、服務類消費供不應求等，非預期事件接連衝擊全球經濟，也一波接一波推升全球通膨率。

(1) 2020年：疫情期間工業生產成長無法滿足商品強勁需求

—2020年春**第1波疫情衝擊全球**，高度致命病毒擴散引發社會動盪，主要經濟體如美、德、英、韓等積極採行疫情管控措施(圖1)，**經濟活動急凍**，全球實質零售銷售及工業生產下滑(圖2)；嗣隨**各國極寬鬆貨幣政策與財政激勵措施**，以及**民眾逐步適應防疫生活**，在**居家辦公與遠距教育等新經濟模式發展**下，**商品零售銷售快速復甦**。

—2020年末至2021年初，**肺炎變種病毒肆虐**(第2波疫情衝擊)，主要經濟體再度升高疫情管控(圖1)；嗣隨疫苗逐漸普及，**防疫管控鬆綁**，惟勞工因**疫情補助金、職場接觸風險與照護家庭**等因素而未能復工，**全球工業生產年增率低於實質商品零售銷售年增率**，**反映工業生產成長無法滿足商品強勁需求**(圖2)。

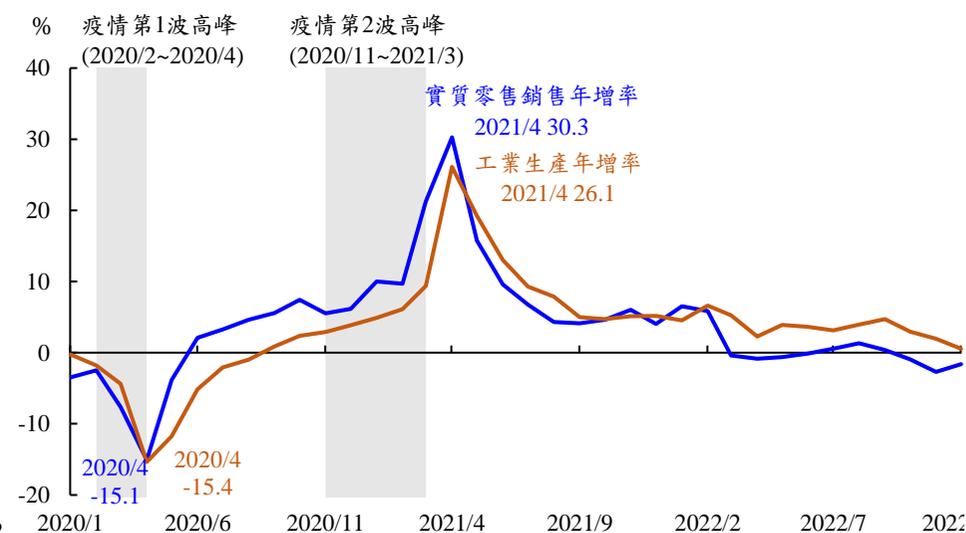
圖1 2020~2022年主要經濟體疫情管控指數



註：牛津大學編製各國疫情控管指數 (Government Response Stringency Index)，評估彙編9個面向之評估(1.關閉校園、2.關閉工作場所、3.取消公共聚會、4.限制集會、5.關閉大眾交通運輸、6.要求居家管理、7.限制國際移動、8.限制海外旅遊、9.公開資訊宣導)；疫情控管愈嚴格，指數值愈高。

資料來源：LSEG Datastream

圖2 2020~2022年全球實質零售銷售與工業生產年增率

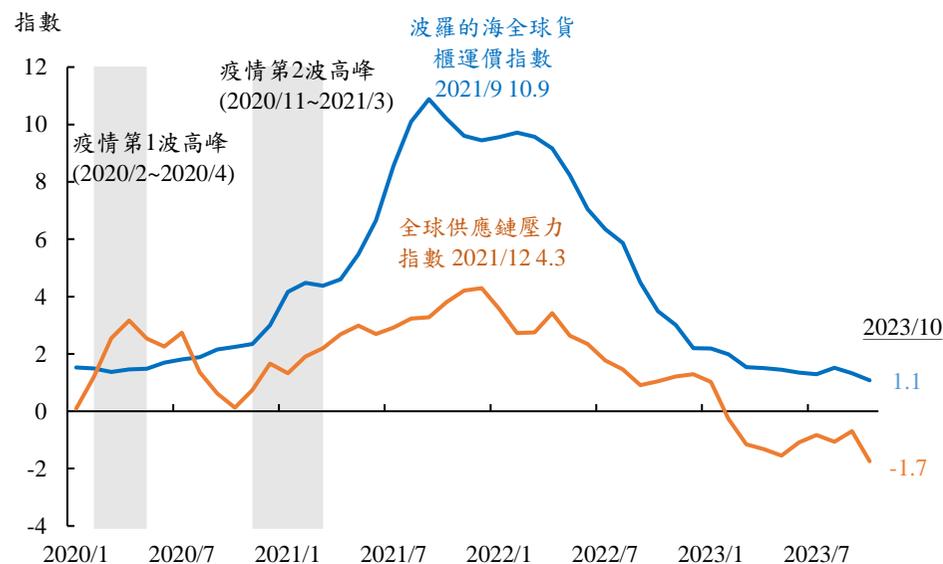


資料來源：S&P Global Market Intelligence

(2) **2021年：供應鏈瓶頸加劇商品供需失衡**：由於居家新經濟模式蓬勃發展，**商品需求快速復甦**，惟工業生產復工慢，加以**生產與物流等缺工情勢於第2波疫情高峰後加劇**，生產與運輸之調度均顯困難，**供應鏈瓶頸致全球供應鏈壓力指數於2021年12月達4.3歷史高點**，**全球貨櫃運價攀升**(圖3)；**商品供需嚴重失衡，推升全球通膨率**。

(3) **2022年：俄烏戰爭意外爆發影響原油等大宗商品市場供應**：上(2022)年2月全球供應鏈瓶頸稍顯舒緩之際，**俄烏戰爭意外爆發**，影響原油、穀物、金屬等大宗商品市場供應¹，使疫情高峰後，原**已受強勁需求推升之能源、金屬、穀物價格持續攀高**²，**上年9月全球通膨率升達8.3%之近二十餘年新高點**(圖4)。

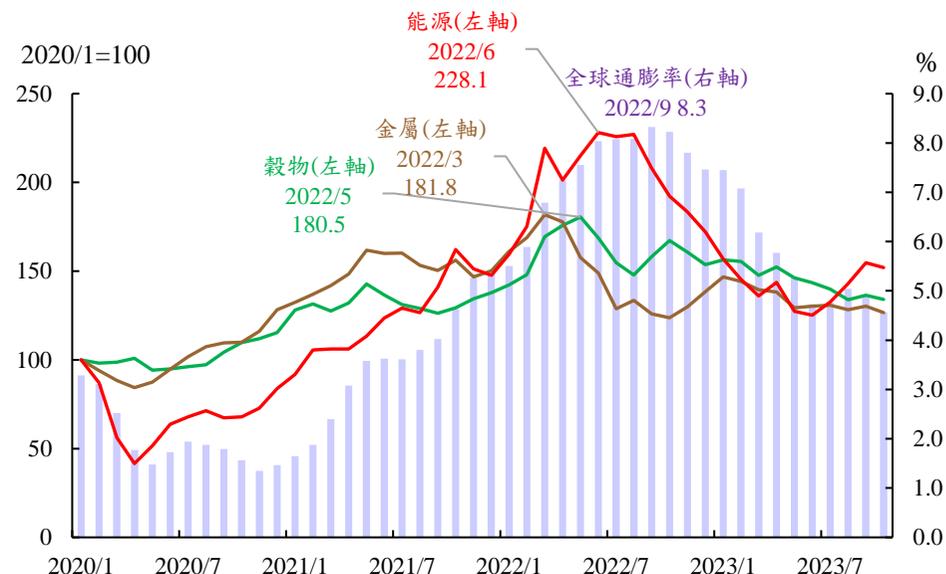
圖3 全球供應鏈壓力與貨櫃運價指數



註：New York Fed 編製「全球供應鏈壓力指數」(Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)，用以衡量供應鏈瓶頸的嚴重程度，指數愈大，表示供應鏈瓶頸愈嚴重；波羅的海全球貨櫃運價(FBX Global Container Freight)指數評估全球海運運費變動，指數上升代表運費上漲。

資料來源：NY Fed、LSEG Datastream

圖4 全球大宗商品價格指數與全球通膨率



註：能源包含原油、天然氣、燃煤等，穀物包含黃豆、玉米、小麥、稻米等，金屬包含銅、鋁、鐵、鋅、鎳等。

資料來源：World Bank、S&P Global Market Intelligence

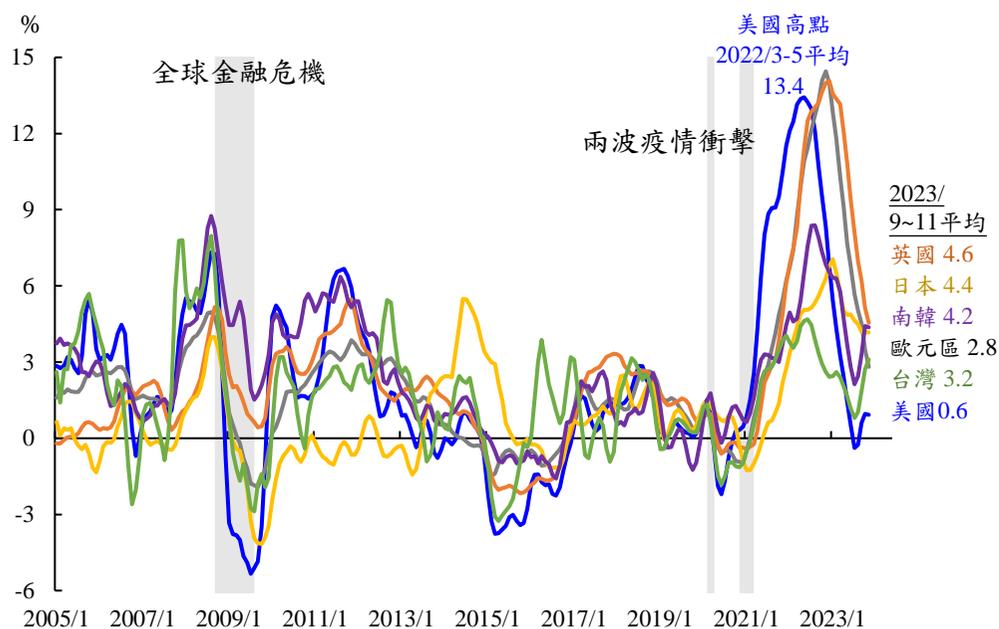
¹ 俄烏戰爭前，俄羅斯與烏克蘭為化石能源、金屬礦物、農糧產品之全球主要供應者，具市場重要影響力。

² 參考中央銀行(2022)，「近期全球大宗商品價格上漲及主要經濟體通膨走勢分析」，央行理監事會後記者會參考資料，6月16日。

(4) 2023 年：疫後服務供不應求，服務類價格快速攀升，支撐高通膨更持久：隨疫苗逐漸普及，防疫管控鬆綁，經濟活動正常化，尤其疫情期間受壓抑的旅遊、住宿、娛樂等服務需求獲得釋放，而受制於人員招聘與專業養成不易，缺工嚴重，**服務供不應求**，全球通膨壓力來源由**商品類移轉至服務類**，**支撐高通膨更持久**。

- 一 服務類消費具客製化性質，勞動投入亦調整不易，長期以來，**主要經濟體服務類價格年增率波動較商品類溫和**(圖 5、圖 6)，**服務類價格較商品類具有僵固性**³。
- 一 疫情前主要經濟體之**服務類價格年增率走勢平穩**，即使經歷 2008 年全球金融危機衝擊亦然；惟疫情後經濟復甦與商品供應鏈瓶頸漸紓解之際，**旅遊、住宿、娛樂等服務供不應求**，**服務類價格快速攀升**(圖 6)。

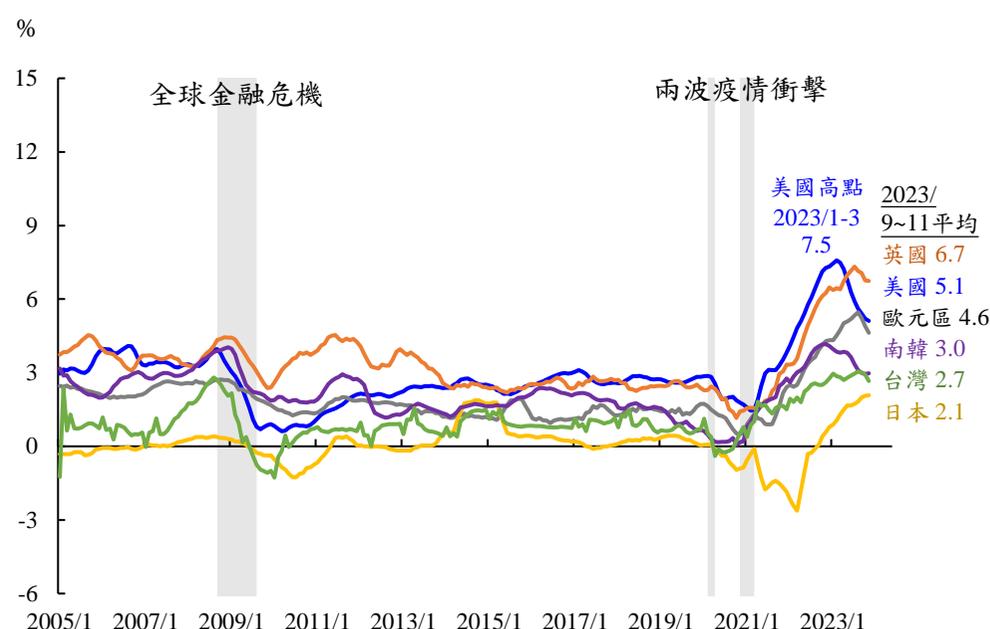
圖 5 主要經濟體之商品類通膨率



註：各經濟體服務類通膨率為服務類物價指數年增率 3 個月移動平均；
英國與日本最新資料為本年 8~10 月平均。

資料來源：LSEG Datastream

圖 6 主要經濟體之服務類通膨率



註：各經濟體服務類通膨率為服務類物價指數年增率 3 個月移動平均；
英國與日本最新資料為本年 8~10 月平均。

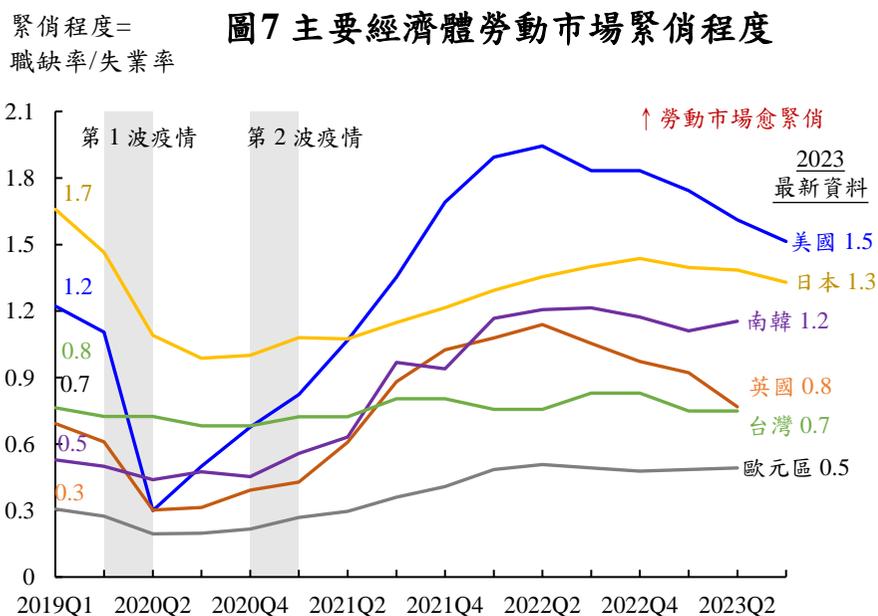
資料來源：LSEG Datastream

³ 參考中央銀行(2023)，「近年主要經濟體之商品與服務類價格走勢分析」，央行理監事會後記者會參考資料，6 月 15 日。

- 一 疫後服務業廠商因應經濟復甦而積極招聘，而勞工對接觸式服務業仍有疑慮，形成勞動力供需失衡之「**高就業復甦**」(job-rich recovery)，**勞動市場多較疫情前緊俏**⁴(圖 7)，致薪資成長，並**推升服務類價格**，支撐高通膨持久。
- 一 **台灣通膨走勢近似主要經濟體**，惟受疫情衝擊較小且循序解封，**商品生產較不受影響**，且較**無物流不暢通、供應鏈瓶頸**等問題，且勞動市場緊俏程度不若其他主要經濟體(圖 7)，致**整體通膨情勢相對和緩**。
- 一 上年台灣 CPI 年增率為 2.95%，本年 1 至 11 月平均降至 2.48%，同期間商品類價格年增率由 3.56%，降至 2.06%，服務類價格年增率則由 2.40% 升至 2.88%(表 1)，與其他主要經濟體相似，**疫後通膨壓力來源由商品類移轉至服務類**，惟變動幅度相對溫和。

表 1 主要經濟體 CPI 之商品類與服務類價格年增率

	美國	歐元區	英國	日本	南韓	台灣
CPI年增率(%)						
2022年	8.0	8.4	9.1	2.5	5.1	2.95
2023/1~11平均值	4.2	5.7	8.1	3.4	3.7	2.48
年增率趨勢						
商品類價格年增率(%)						
2022年	11.0	11.9	12.0	5.5	6.7	3.56
2023/1~11平均值	1.2	6.6	8.9	4.9	4.0	2.06
年增率趨勢						
服務類價格年增率(%)						
2022年	6.2	3.5	5.2	-0.5	3.7	2.40
2023/1~11平均值	6.2	5.0	6.8	1.7	3.4	2.88
年增率趨勢						



註：各經濟體職缺率資料頻率不同，台灣與南韓為半年資料；台、韓之 1、2 季與 3、4 季職缺率分別以上、下半年表達；台灣與南韓職缺率截止於本年上半年，歐、英、韓資料截止於第 2 季，美、日資料截止於第 3 季；本圖依此計算緊俏程度。
資料來源：各經濟體官網、LSEG Datastream

註：英國與日本為本年 1~10 月資料；表中年增率趨勢中 2022 以來高點以紅點標示；另台灣於本年 8 月起接連受颱風豪大雨影響，蔬果量減價揚，商品類價格年增率轉趨上升。
資料來源：各經濟體官網、LSEG Datastream

⁴ 緊俏程度以職缺率/失業率計算；職缺率=職缺數/(職缺數+受僱員工人數)*100%。參考中央銀行(2022)，「當前主要經濟體勞動市場及薪資走勢之分析」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 17 日；中央銀行(2023)，「當前主要經濟體勞動市場變化對薪資、通膨之影響及貨幣政策展望」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 21 日。

2. 相對於疫情前數十年通膨低而穩定時期，疫情爆發後，供給面對通膨走勢不利影響程度上升。

(1) **疫情前的數十年**，地緣政治相對穩定，且生產技術進步並降低成本，加以全球化快速擴展，以及人口結構變化致勞動力增加，**使得供給面之調整相對需求面更靈活，通膨低而穩定**；然而，近年地緣政治衝突頻繁、技術變革產生新問題、全球化擴展受阻，以及人口老化與勞動力不足等發展，使得過往**有利長期通膨穩定的供給面因素**，已**轉為負面影響**，不利**長期通膨穩定**(表 2)。

表 2 有利通膨穩定因素轉為負面影響

疫情前數十年有利通膨穩定因素	當前情勢轉變	負面影響
<ul style="list-style-type: none"> • 地緣政治相對穩定：多數國家認同自由市場與合作能促進經濟成長，有助於建立貿易協定，將更多國家納入全球生產網絡，增強市場機制，透過全球競爭，提升生產效率。 	<ul style="list-style-type: none"> • 地緣政治衝突頻繁：全球政治環境變得不穩定，許多國家出現民粹主義、保護主義與單邊主義傾向，此不利於維持國際合作與貿易協定，並對全球生產網絡的運作造成干擾。 	<ul style="list-style-type: none"> • 美中衝突持續，影響全球供應鏈穩定與效率，俄烏戰爭、以哈衝突加劇大宗商品價格波動。
<ul style="list-style-type: none"> • 生產技術進步並降低成本：科技發展如，資訊與通訊技術革新與數位化，可降低成本，減少時間與物理距離對經濟活動的限制，並且為全球生產力提升提供良好基礎。 	<ul style="list-style-type: none"> • 技術變革產生新的問題：科技進步將影響勞動市場結構性變化，如部分工作被取代或降級，而部分工作則需更高的技能與教育；此將加劇社會不平等。此外，科技的發展亦可能引發新的安全與監管問題，如資料的保護與隱私，以及數位貨幣與金融科技的規範與監督等。 	<ul style="list-style-type: none"> • 投入成本上升，不利物價穩定。
<ul style="list-style-type: none"> • 全球化快速擴展：商品與要素市場的全球擴展，為企業提供了更大的消費群體，更廣泛的資源，更多的國際知識與專業化的機會，為全球供應鏈的建立創造良好發展條件。 	<ul style="list-style-type: none"> • 全球化擴展受阻：全球化已遭遇多重阻力，包含全球生產網絡成熟與飽和，以及貿易保護主義抬頭，廠商因全球化內容改變而減少國際競爭，較易提高成本轉嫁至售價的程度。 	<ul style="list-style-type: none"> • 不利跨國供應鏈與貿易發展，且降低生產效率並提高成本。
<ul style="list-style-type: none"> • 全球勞動年齡人口比例快速成長：1970~1980年代，全球勞動年齡人口比例快速成長，如先進經濟體，嬰兒潮世代為就業市場注入大量的勞動力。 	<ul style="list-style-type: none"> • 人口老化與勞動力不足：人口老化係全球性現象，影響層面廣，如人口老化將減少勞動力規模與成長，增加社會保障與醫療支出與負擔，降低儲蓄與投資動機，及改變消費者偏好與需求；勞動力短缺使勞動市場緊俏並帶動薪資上漲。 	<ul style="list-style-type: none"> • 勞動力不足將不利提升生產力與潛在產出成長率，亦將透過薪資影響長期通膨穩定。

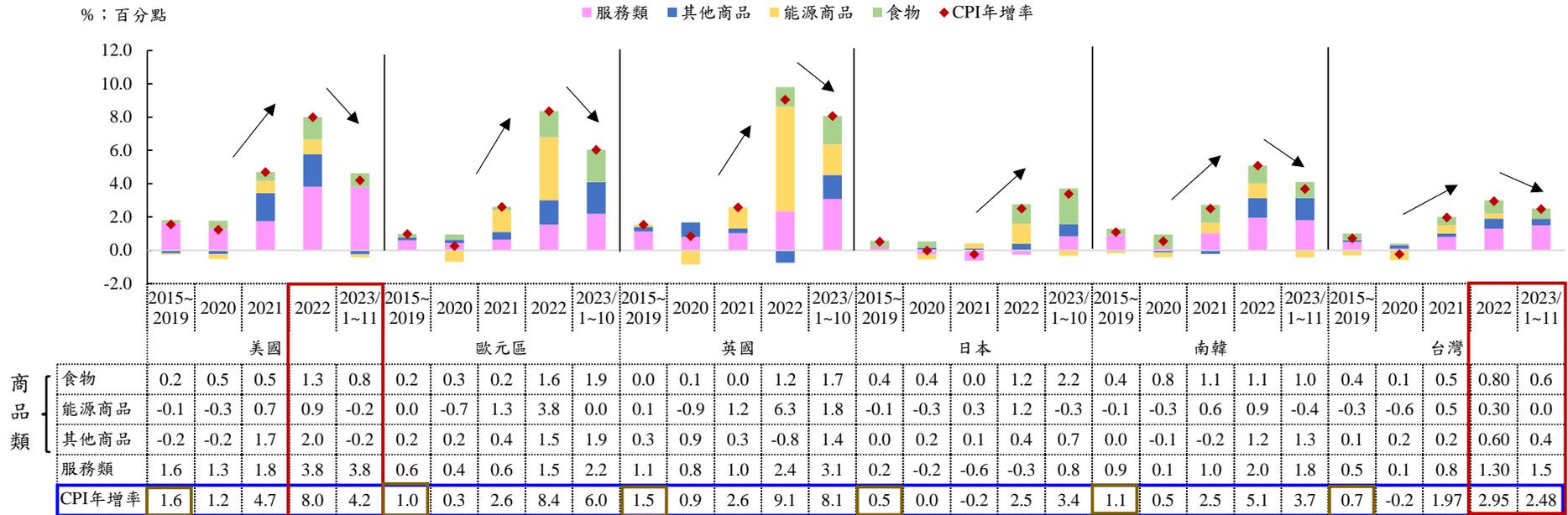
資料來源：Carstens, Agustín (2022), “A Story of Tailwinds and Headwinds: Aggregate Supply and Macroeconomic Stabilisation,” Speech at Jackson Hole Economic Symposium, BIS, Aug. 26；本文整理

(2) 疫情前通膨較低且穩定，如 2015~2019 年主要經濟體通膨率平均皆低於 2%(圖 8)。2021~2022 年，受前述非預期事件連續衝擊，供給面不利影響擴大，通膨率攀高，且主要貢獻來源以商品類為多；惟本年以來，服務供不應求，對通膨率主要貢獻來源已轉向服務類。

— 2021~2022 年主要經濟體通膨率多高於 2%，對通膨主要貢獻來源以商品類為多，如 2022 年⁵美國 CPI 平均年增率 8.0%，商品類(食物、能源及其他商品)合計貢獻 4.2 個百分點(貢獻率 52.3%)；台灣年增率 3.0%，商品類合計貢獻 1.7 個百分點(貢獻率 57.6%)(圖 8)。

— 本年以來，服務供不應求，服務類價格快速攀升，對通膨的主要貢獻來源轉以服務類為多，如本年 1~11 月美國 CPI 年增率 4.2%，服務類貢獻 3.8 個百分點(貢獻率 90%)；1~11 月台灣 CPI 年增率 2.5%，服務類貢獻 1.5 個百分點(貢獻率 60%)(圖 8)。

圖 8 主要經濟體 CPI 年增率及其重要組成貢獻度



註：1.部分經濟體食物類包含外食；各經濟體之服務類未剔除能源服務；表中 2015~2019 為 5 年平均，2023/1~10 (11) 為本年 1 至 10 (11) 月平均值。

2.各類商品與服務類之貢獻度簡單以權重乘以年增率計算。

資料來源：各經濟體官網、LSEG Datastream

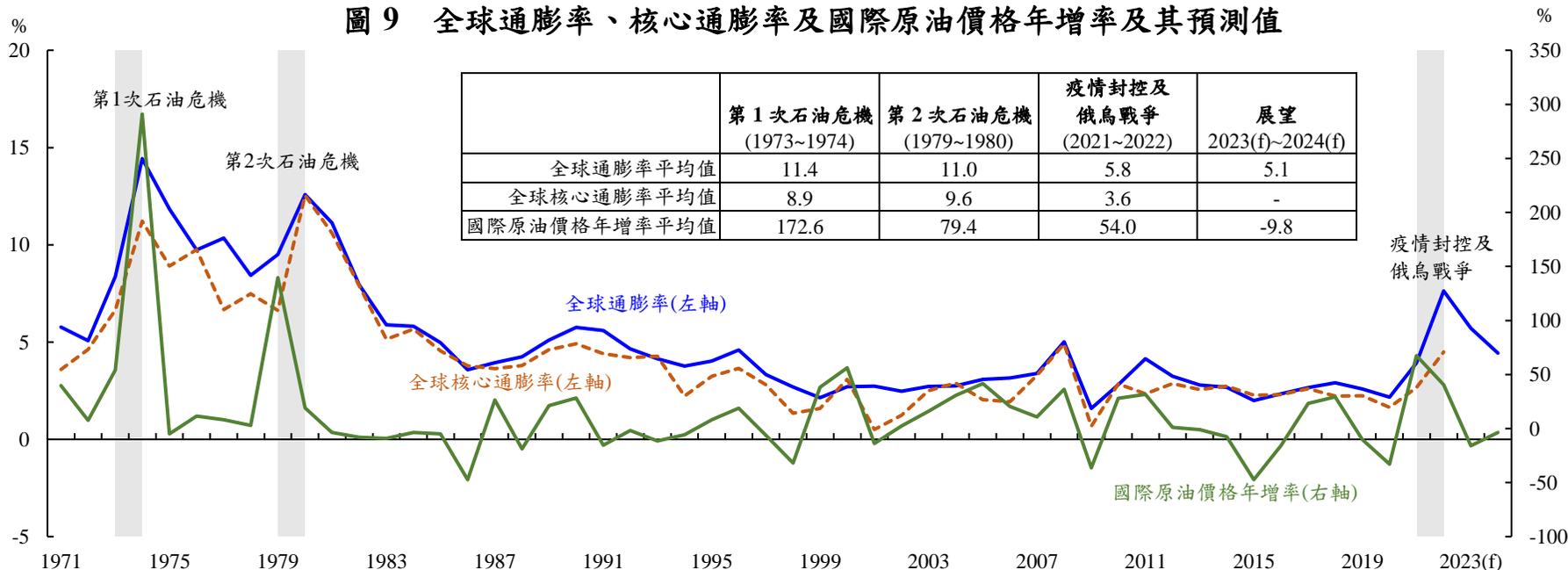
⁵ 2021 年商品類對通膨率貢獻高於服務類之情況與 2022 年相似，美國 2021 年 CPI 年增率 4.7%，商品類對通膨率貢獻度 2.9%(貢獻率 62.6%)，台灣 2021 年 CPI 年增率 2.0%，商品類對通膨率貢獻度 1.2%(貢獻率 60.9%)。

3. 與 1970~1980 年代石油危機引發高通膨，物價面臨供給面衝擊之前例相較，此波特殊性通膨發展，經濟結構與通膨來源較複雜，通膨率上升情況相對不嚴重，惟通膨壓力恐較持久。

(1) 2022 年俄烏戰爭引發國際原油價格上漲不若 1970~1980 年代兩次石油危機嚴重，且帶動全球通膨率，以及透過擴散效應推升核心通膨率之力道均較小。

- 經歷 1970~1980 年代兩次石油危機，促使許多經濟體發展減少對進口石油依賴的方法，如開發替代石油的能源資源及技術、建立戰略石油儲備機制，以及加強對油價波動的防禦機制等。
- 2021~2022 年，疫情封控尚未完全解除，加以俄烏戰爭衝擊國際原油市場，國際原油價格之年增率平均值達 54.0%，推升全球通膨率至 5.8%，透過擴散效應推升核心通膨率至 3.6%；然此 3 比率均大幅低於 1970~1980 年代兩次石油危機時期，且 2023~2024 年國際原油價格年增率預測數平均值回降，惟全球通膨率仍居高(圖 9)。

圖 9 全球通膨率、核心通膨率及國際原油價格年增率及其預測值



註：全球通膨率及其預測數資料來源為 LSEG Datastream，國際原油價格年增率及其預測數資料來源為 World Bank，核心通膨率資料來源為 World Bank，惟無預測值。
資料來源：World Bank、LSEG Datastream

(2) 疫後全球經歷能源價格一度大幅攀升，且糧食價格亦上漲之高通膨時期，惟整體經濟情勢與 1970~1980 年代不同；當代通膨壓力來源，包含**供應鏈瓶頸**、**疫情解封後消費支出增加**、**勞動市場緊俏**等衝擊，以及**美中貿易衝突與科技角力持續**、**全球化內容改變**等持久性因素，與 1970~1980 年代的**尼克森震撼(Nixon Shock)**、**薪資-物價螺旋上升(wage-price spiral)**，以及**Fed 獨立性不足**等不同(表 3)。

表 3 1970~1980 年代與 2021~2022 年之經濟背景與通膨壓力來源之比較

	1970~1980 年代	2021~2022 年
同	<ul style="list-style-type: none"> • 能源價格大幅攀升：中東地緣政治衝突致兩次石油危機接續，國際油價飆升。 • 糧食價格上漲：主要生產國減產，全球農糧供應不足，加以高油價推升燃料與化肥等生產成本，糧食價格走高。 	<ul style="list-style-type: none"> • 能源價格一度大幅攀升：俄烏戰爭膠著，國際對俄羅斯能源出口實施制裁，供應缺口使原油與天然氣價格攀高。 • 糧食價格上漲：俄烏糧食出口受阻，影響全球糧食供應；多國為穩定國內物價而採限制部分大宗物資出口措施，糧食價格攀高。
異	<ul style="list-style-type: none"> • 尼克森震撼：美國尼克森政府片面退出金本位制，使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；嗣為抑制物價漲勢，實施薪資與物價凍漲 90 天、課徵 10% 進口附加稅等措施，薪資與物價反而於凍漲結束後加速回升。 • 薪資-物價螺旋上升：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)，觸發薪資-物價螺旋上升。生產成本高漲，離退勞工增加，失業率亦大幅攀高。 • Fed 獨立性不足：Fed 在尼克森政府的政治壓力下，採行寬鬆貨幣政策以激勵經濟，如 1971 年與 1972 年，美國勞動市場接近自然失業率且存在通膨壓力下，Fed 調降重貼現率與增加貨幣供給(兩年之 M2 成長率皆逾 12%)，致通膨情況惡化。 	<ul style="list-style-type: none"> • 供應鏈瓶頸：因疫情封鎖限制使全球供應鏈承受壓力，加以美國港口與物流體系運作一度受阻。 • 疫情解封後消費支出增加：因應疫情之現金補助政策使民眾儲蓄增加，解封後轉而擴大支出，帶動總需求上升。 • 勞動市場緊俏：疫情使部分勞動力離開職場，勞動市場緊俏，惟薪資漲幅溫和，且通膨預期制約仍穩固，尚未有薪資-物價螺旋上升明顯證據。 • 美中貿易衝突與科技角力持續：2018 年以來，美、中雙方加徵進口關稅⁶等制裁手段，增添美國與全球通膨壓力。 • 全球化內容改變：地緣政治風險增多，全球經濟碎片化，全球化內含改變，以及強調永續發展與綠色能源興起，恐加劇全球通膨壓力。

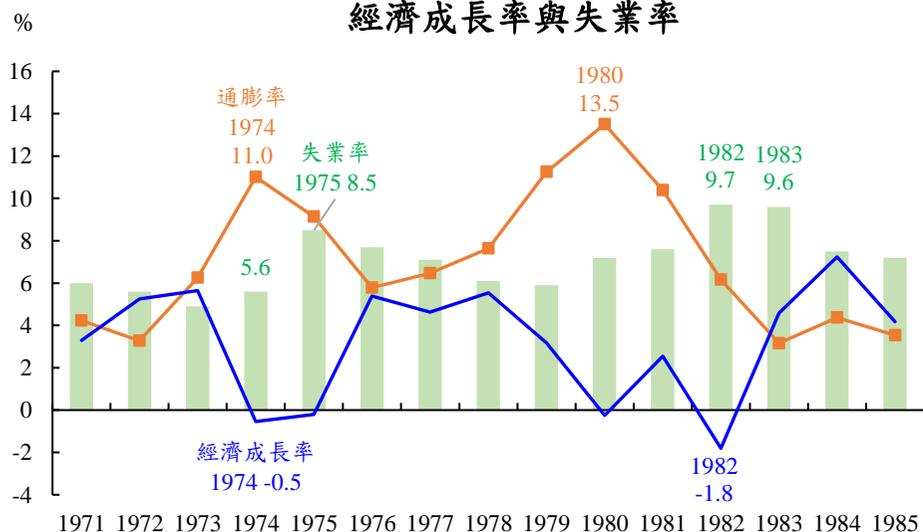
資料來源：本文整理

⁶ 降低關稅可提高家庭收入與經濟成長，亦可抑制通膨上升，Summers 認為降低關稅壁壘是抗通膨(anti-inflation)最重要的手段。參考 Summers, Lawrence H. (2022), "Trade Barrier Reduction Is the Most Important Anti-Inflation Competition Policy," Realtime Economic Issues Watch, Peterson Institute for international Economics, Apr. 6。

(3)1980 年代初期，Fed 主席伏克爾(Paul Volcker)強力緊縮貨幣，抑制 **1980 年美國高逾 13.5%之通膨率**，調升聯邦資金利率於 1982 年一度達 22%，**雖成功抑制通膨，失業率卻大幅上升**，致 1982 年**經濟衰退 1.8%**(圖 10)；**伏克爾衝擊(Volcker Shock)成為美國經濟硬著陸(hard landing)之代表。**

- 如前所述，近來美國通膨發展主要受疫情、供應鏈瓶頸、俄烏戰爭等**接連非預期因素影響**，而 Fed 自上年 3 月起，快速大幅調升利率，上年**通膨率雖仍達 8.0%**(圖 11)，惟通膨率高點低於 1970~1980 年代，且當前**通膨預期制約仍相當穩固**⁷，美國經濟亦展現韌性，上年**經濟成長率為 1.9%**，**失業率為 3.6%**，居數十年之低檔(圖 12)。
- 美國經濟雖面臨下行風險，**且預期通膨率將續高於 2%**，惟**存在實現經濟軟著陸(soft landing)之可能性**⁸，此不同於 1970~1980 年代**停滯性通膨(stagflation)與經濟硬著陸**經驗。

圖 10 兩次石油危機時期美國通膨率、經濟成長率與失業率



註：通膨率為消費者物價指數年增率。

資料來源：LSEG Datastream、S&P Global Market Intelligence

圖 11 2018~2024 年美國通膨率、經濟成長率與失業率



註：通膨率為消費者物價指數年增率。

資料來源：LSEG Datastream、S&P Global Market Intelligence

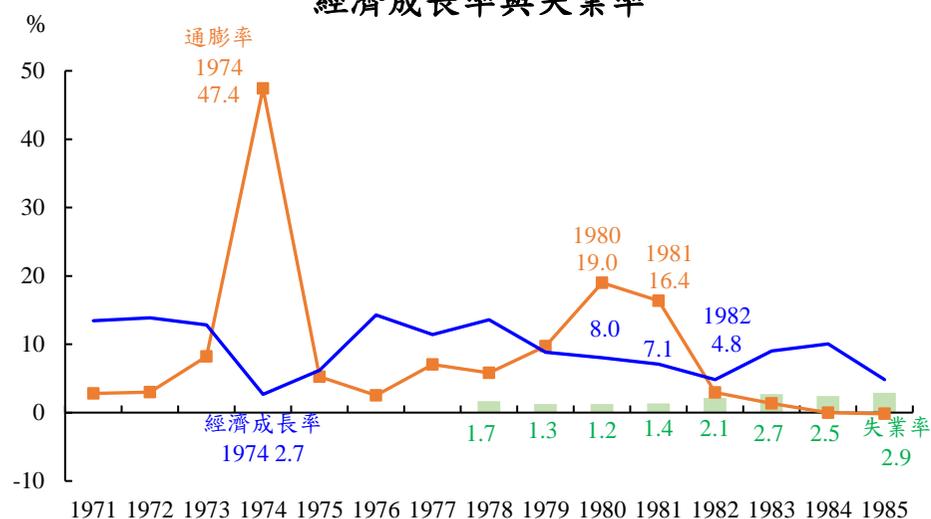
⁷ 參考Powell, Jerome (2023), "Monetary Policy Challenges in a Global Economy" Opening Remarks, Policy Panel at the 24th Jacques Polak Annual Research Conference, Hosted by the IMF, Nov. 9; Powell, Jerome (2023), Opening Remarks, Spelman College, Dec. 1。

⁸ 參考中央銀行(2022),「由勞動市場發展觀察美國經濟軟著陸之可能性」, 央行理監事會後記者會參考資料, 9月22日。

(4)台灣近年通膨發展與 1970 年代石油危機導致停滯性通膨的歷史經驗不同。

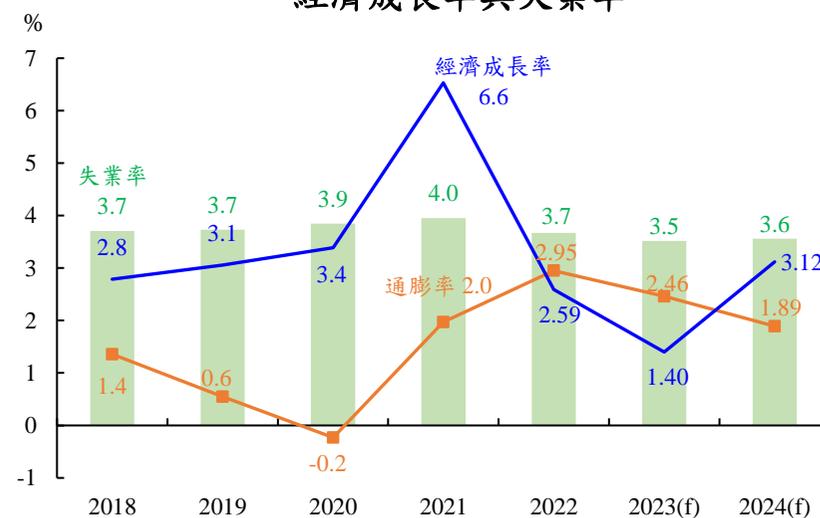
- 1970 年代，台灣為經濟起飛之開發中經濟體，且經濟活動高度**依賴石油進口**。第 1 次石油危機時，隨國際油價高漲，**1974 年通膨率**遽升至 **47.4%**，衝擊經濟活動，**經濟成長率**大幅降至 **2.7%**，**近似停滯性通膨**；第 2 次石油危機時，**1980~1981 年通膨率連 2 年逾 15%**，惟**經濟成長率逾 7%**，**失業率低於 2%**(圖 12)，**未如當年美國經濟硬著陸**。
- **近期台灣通膨發展與主要經濟體類似**，疫後通膨率回升，**2022 年為 2.95%**，惟遠低於 1970 年代石油危機時期；疫後生活正常化，部分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，**通膨壓力仍居高**；**預期本年通膨率降為 2.46%**，回降速度較 1970 年代石油危機時期緩慢，**經濟成長率**則將降為 **1.40%**(圖 13)。

圖 12 兩次石油危機時期台灣通膨率、經濟成長率與失業率



註：通膨率為消費者物價指數年增率。
資料來源：主計總處

圖 13 2018~2024 年台灣通膨率、經濟成長率與失業率



註：通膨率為消費者物價指數年增率；2023(f)與2024(f)之通膨率與經濟成長率係本行預測數，失業率為S&P Global Market Intelligence 預測數。
資料來源：主計總處、本行、S&P Global Market Intelligence

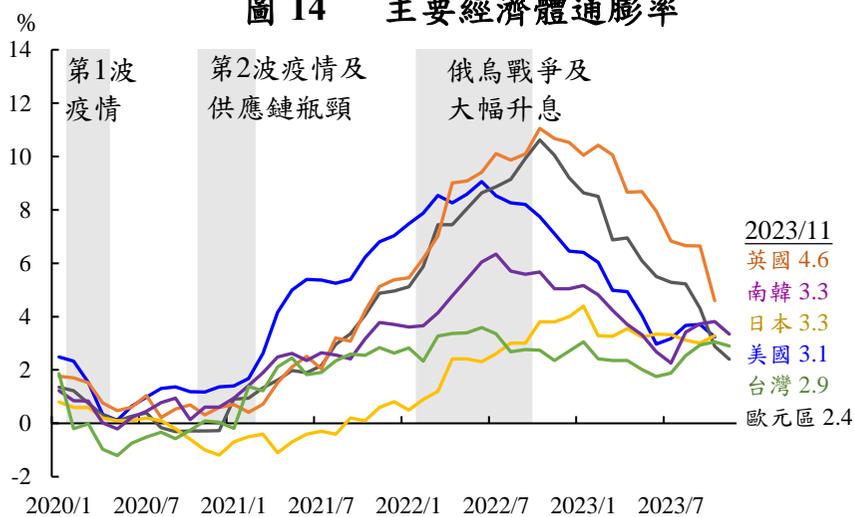
(二)通膨特殊性發展對貨幣政策與財政政策之影響

1. 貨幣政策

(1)近年供給面對通膨的不利影響擴大，使預測通膨走勢更加困難；央行基於職責，必須優先穩定物價，惟面臨貨幣政策滯後效應與經濟情勢的高度不確定性，當前多數央行維持限制性利率水準取代繼續升息。

- 2021年初，多數央行依循低通膨時期刺激需求之政策經驗⁹，低估疫情後供給面限制的影響程度(圖14、15)；惟經歷全球供應鏈緩解及勞動力復原較預期緩慢，復以俄烏戰爭爆發，限制大宗商品供給，並再推升能源、糧食價格，可能損及通膨預期制約¹⁰，供給面對通膨的不利影響擴大。
- 上年美國為首的主要經濟體陸續積極緊縮貨幣，通膨率在足夠的限制性政策下，已自高點回落，惟考量貨幣政策滯後效應，多數央行維持限制性利率水準取代繼續升息，並持續因應通膨的最新變化(圖14、15)。

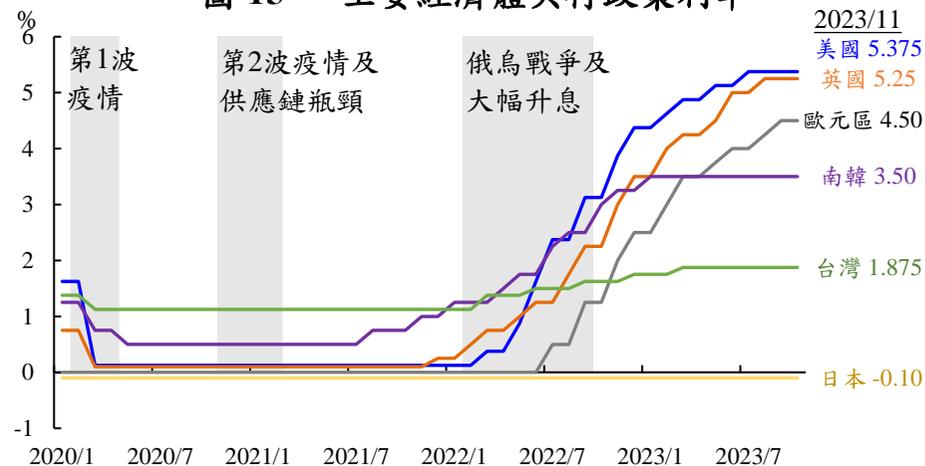
圖 14 主要經濟體通膨率



註：英國與日本為本年10月資料。

資料來源：各經濟體官方網站，LSEG Datastream

圖 15 主要經濟體央行政策利率



註：美國政策利率為上下限目標區間，圖中以中位數表示；歐元區政策利率取主要再融通操作利率。

資料來源：各經濟體官方網站，LSEG Datastream

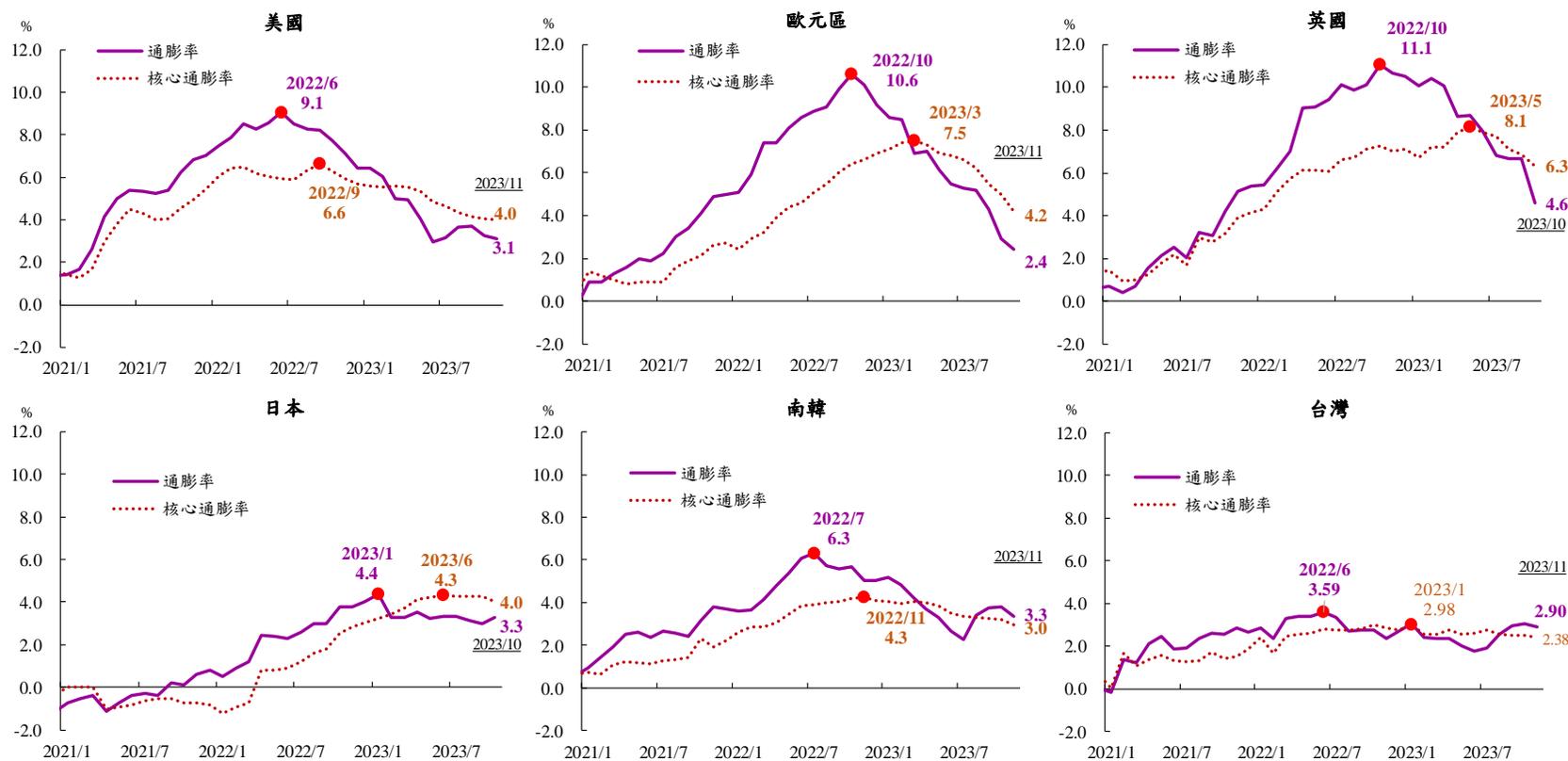
⁹ 在通膨低且穩定時期，政策制定者多假設總供給能夠彈性調整，政策以刺激總需求為主；參考 BIS (2023) "Annual Economic Report," BIS, Jun. 25。

¹⁰ 參考 Powell, Jerome (2023), "Monetary Policy Challenges in a Global Economy" Opening Remarks, Policy Panel at the 24th Jacques Polak Annual Research Conference, Hosted by the IMF, Nov. 9。

(2)當前核心通膨率回落速度明顯慢於整體通膨率，若其持續居高，將影響通膨預期制約，不利整體通膨率回降；**通膨預期制約穩固性與核心通膨率回落速度，成為貨幣政策關注重點。**

- 主要經濟體**整體通膨率**，隨供應鏈瓶頸緩解，能源與食物價格回落，加以高基期效應下，已**快速回降**。美、歐、英整體通膨率自9.1%、10.6%、11.1%高點回落至最新資料之3.1%、2.4%與4.6%，日、韓、台則自4.4%、6.3%、3.59%高點回落至最新資料之3.3%、3.3%、2.90%(圖16)。
- **具僵固性之服務類物價回落速度較慢**，致核心通膨率回降較緩；若**核心通膨率持續高檔**，消費者將較強烈感受物價普遍上漲，廠商則易為維持利潤率而頻繁調升售價，且**高通膨感受一旦深入人心**，影響通膨預期制約，將不利整體通膨率回降(圖16)。

圖 16 主要經濟體通膨率及核心通膨率



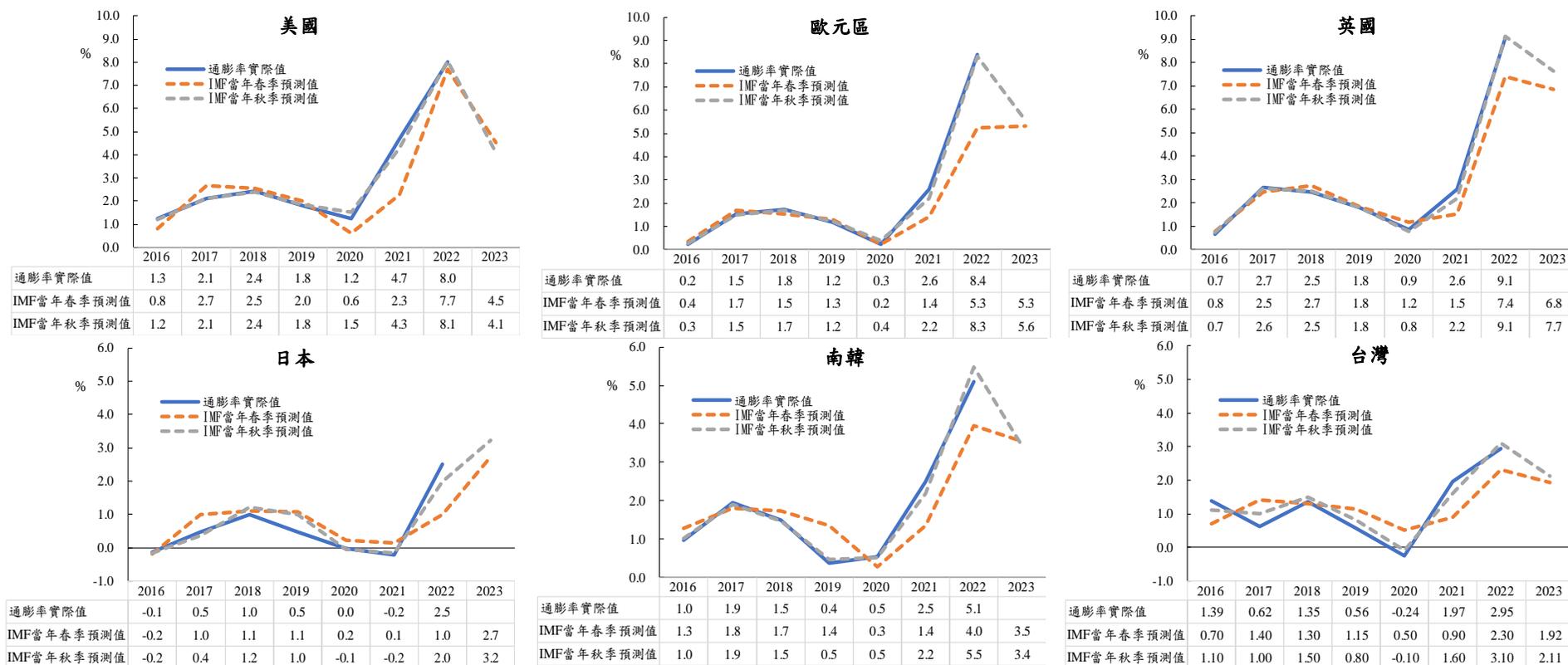
註：圖中 2021 年至 2023 年間之高點以紅點標示。
資料來源：LSEG Datastream、各經濟體官網

(3) 全球通膨發展經歷與過往截然不同之歷程，國際機構要準確預測通膨走勢更為困難；如 IMF 全球經濟展望(World Economic Outlook，以下簡稱 WEO)之春季報告與秋季報告¹¹相較，2020 年以來對美國、歐元區、英國當年通膨預測值修訂幅度均較疫情前加大，且明顯有低估情況，凸顯疫後通膨預測的困難度上升。

— IMF WEO 春季報告對日本、南韓及台灣之當年通膨預測值長期失準，2020 年以來春季報告與秋季報告之修訂幅度亦大，且亦有明顯有低估情況，準確預測通膨走勢有其難度(圖 17)。

(4) 通膨發展之特殊性使預測更加困難，為降低緊縮不足與過度緊縮風險，貨幣政策強調依最新數據決策。

圖 17 IMF 對主要經濟體之通膨預測與實際通膨率



資料來源：IMF、LSEG Datastream、各經濟體官網

¹¹ IMF 每年春季(4 月)與秋季(10 月)發布全球經濟展望報告。

2. 財政政策

- (1) 俄烏戰爭帶來國際原油及糧食價格高漲的衝擊，**台灣與其他主要經濟體均採行相關因應措施**(表 4)¹²；因應物價高漲，**貨幣政策著重需求面管理，可搭配財政措施**，以減緩供給面衝擊，**協助平穩物價**。
- **台灣之平穩物價機制**，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**。同時，提前採購黃豆、小麥、玉米，**調降關稅及營業稅**。
 - 其他經濟體實施之消費減免與現金移轉等偏向需求面措施，旨在減輕民眾生活負擔，而非阻漲物價，平抑物價效果較為有限¹³，**台灣採行之供給面措施則相對有助平穩物價**。

表 4 法、德、日、韓與台灣因應能源及糧食價格高漲之措施比較

	法國	德國	日本	南韓	台灣
消費減免(含消費稅減免、消費券或折扣券)	✓	✓		✓	
對企業提供補助	✓	✓	✓	✓	✓
對家庭或個人之現金移轉	✓	✓	✓		
價格補貼	✓	✓	✓	✓	✓
價格凍漲	✓	✓	✓	✓	✓
關稅				✓	✓

資料來源：EIA Government Energy Spending Tracker: Policy Database、IMF (2023)、台灣國家發展委員會官網、本文整理

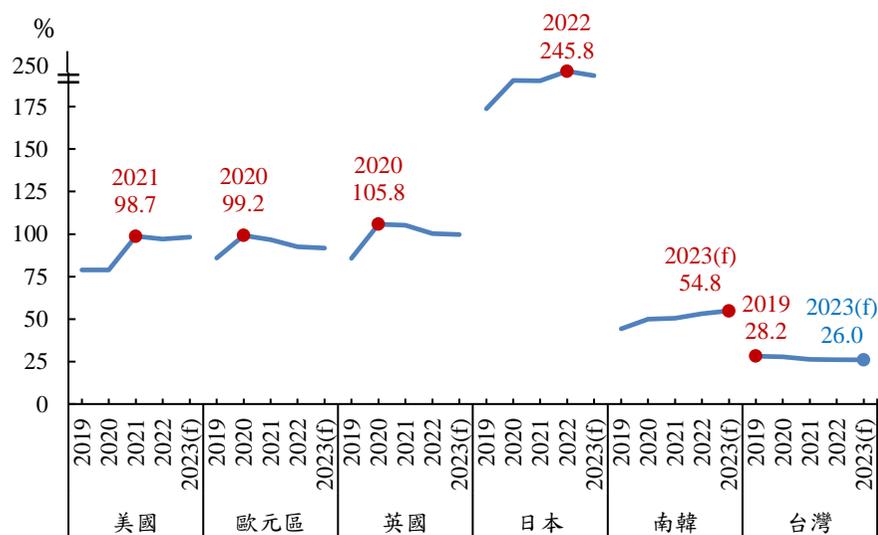
¹² 各經濟體因應能源及糧食價格高漲之各式措施，均係由政府編列預算、稅收損失或國營事業吸收成本以為支應，皆可視同為全民買單。

¹³ 此類措施雖無法壓抑通膨，然可透過增加家庭可支配所得，緩和生活成本高漲之衝擊。參考 Bankowski, Krzysztof et al. (2023), “Fiscal Policy and High Inflation,” *European Central Bank*, Mar.。

(2) 疫情期間**寬鬆貨幣搭配財政激勵措施**，協助各經濟體渡過危機；然若干經濟體政府債務餘額大增，疫後亦因應高通膨調升政策利率，**債務利息支出隨之擴增**，此將進一步**縮限未來財政空間**。

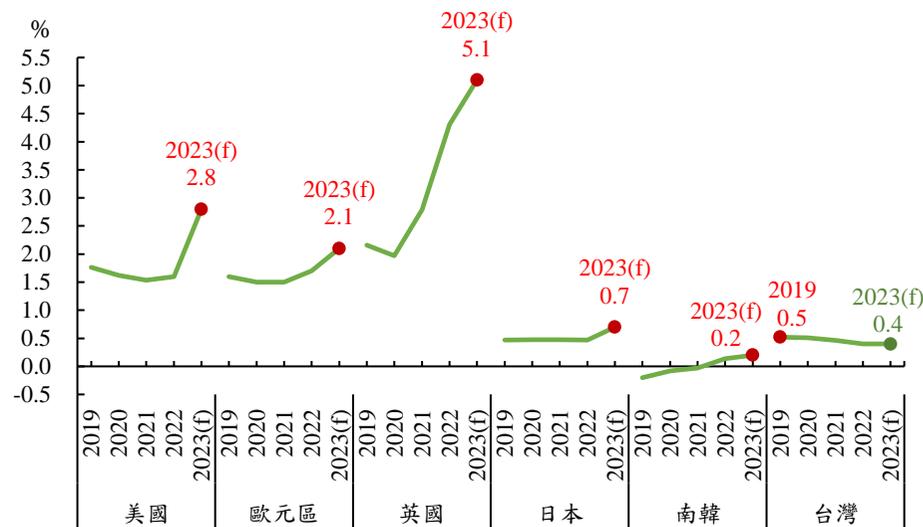
- 疫情期間，主要經濟體政府加強對家庭與企業直接援助，財政收支惡化，**除台灣外，政府債務多大幅上升**(圖 18)。疫後主要經濟體為因應高通膨而調升政策利率，債務利息支出大幅增加；預期**高利率將持續一段時間，地緣政治風險升高，國防支出擴大，政府債務易增難減，利息支出恐再擴增**，本年美、歐及英政府債務淨利息支出對**GDP 比率**將分別達**2.8%、2.1%與 5.1%**(圖 19)；利息支出擴增，將進一步惡化財政赤字，恐**限縮未來財政空間**。
- 日本政府債務雖高，惟其持續超寬鬆貨幣政策，**本年債務淨利息支出比率僅 0.7%**(圖 19)，南韓則係疫情前積攢之財政盈餘形成緩衝，該比率僅**微升至 0.2%**(圖 19)。
- **台灣**受疫情衝擊相對較小，**疫情期間採取財政措施規模亦較保守**，且經濟表現亮眼，稅課收入增加，政府藉此償還債務，債務負擔略減緩，預期本年政府債務餘額對 GDP 比率將降至 26.0%(圖 18)，債務**淨利息支出對 GDP 比率為 0.4%**(圖 19)。

圖 18 主要經濟體政府債務餘額對 GDP 比率



註：圖中 2019 年至 2023 年之高點以紅點標示。
資料來源：EIU

圖 19 主要經濟體政府債務淨利息支出對 GDP



註：圖中 2019 年至 2023 年之高點以紅點標示。
資料來源：EIU

(三) 通膨情勢展望及未來面臨的挑戰

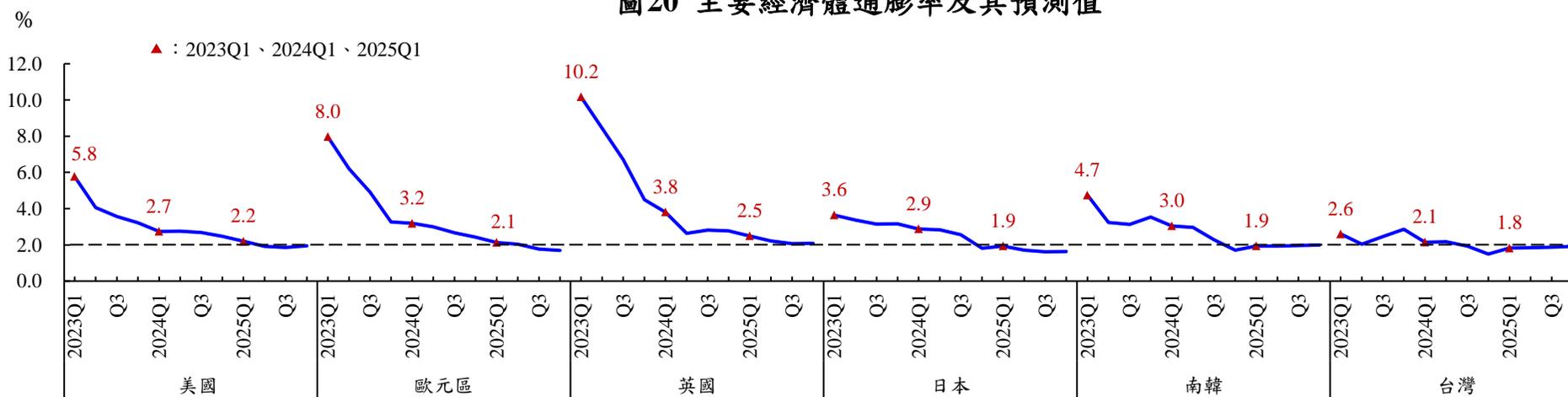
1. 本年美、歐、英等主要經濟體通膨率自高點快速回落，惟預期明(2024)年通膨降溫速度將大幅放緩，且恐至 2025 年通膨率才有望平穩回歸 2%(圖 20)。ECB 理事 Schnabel 近期以歐元區為例¹⁴，指出接下來通膨持續下降的艱難處，值得參考。

(1) **基期擺盪**：在通膨下降趨勢中，上年的高基期使今年通膨率降幅明顯，惟今年的低基期，有可能使明年通膨率續降幅度受限；此基期擺盪，將有礙明年通膨率持續大幅下降。

(2) **核心通膨具僵固性與不確定性**：未來受到勞動成本與企業要求利潤率之轉嫁效應持續影響，不僅使服務類通膨下降緩慢，更造成核心通膨降溫具僵固性與不確定性，為不利通膨持續下降的因素。

(3) **未來可能有新的供給面衝擊**：如俄烏戰爭及中東地緣政治衝突加劇，再次衝擊國際原油等原物料行情，進而使通膨進展偏離預期之軌道。

圖20 主要經濟體通膨率及其預測值



資料來源：S&P Global Market Intelligence

¹⁴ 參考 Schnabel, Isabel (2023), "The Last Mile," ECB, Nov. 2; Schnabel, Isabel (2023) Interview with Reuters, ECB, Dec. 5。

2. 當前全球通膨率雖自高點快速回落，然回降速度預期將持續放緩，而面對未來通膨發展之挑戰，如因應供給面衝擊、穩固長期通膨預期制約與疫後之利率走向等，Fed 主席 Powell 歸納出 3 個議題及其看法(表 5)，值得參考。

表 5 Fed 主席 Powell 所歸納的 3 個議題及其看法

議題	看法
回顧近期美國高通膨成因與持續的因素以及貨幣政策因應，如何使通膨率回降至 2% 目標？	<ul style="list-style-type: none"> ● Fed 原樂觀預期，勞動市場緊縮與供應鏈瓶頸均屬短期現象，惟通膨發展未如預期，因而錯失貨幣政策調整的最佳時機。 ● 為避免失去通膨預期制約，上年 3 月起採快速且大幅度升息，將政策利率水準快速升至具限制性，應能有效抑制總合需求的成長，以期使通膨率降至 2% 目標。
長久以來，貨幣政策被認為僅須有限地回應供給面衝擊；然未來此類衝擊恐更加頻繁且持久，貨幣政策該如何因應？	<ul style="list-style-type: none"> ● 傳統上，供給面衝擊所造成之物價上漲，通常屬暫時性且個別現象，故少有以貨幣政策作為因應之討論。 ● 惟 Fed 從近年全球供應鏈瓶頸，及俄烏戰爭導致原物料供應受限而激化物價上漲等經驗得知，供給面衝擊若持續過久，恐推升民眾之長期通膨預期。 ● 應即時輔以緊縮性貨幣政策限制總合需求，幫助供給與需求面重返均衡，也才能有效制約民眾之通膨預期。
汲取疫情以來的經驗及其影響，同時審視疫情前低利率因素，以分析疫後利率走向為何？	<ul style="list-style-type: none"> ● 疫情前，由於名目利率呈現長期下降，各國央行遂面臨有效利率下限(Effective Lower Bound, ELB)之政策難題。 ● 雖目前通膨與政策利率皆較疫情前上升，然要認定有效利率下限之難題已解，似乎仍言之過早。 ● 未來 Fed 將釐清哪些影響疫情前名目利率長期走跌之結構性因素，以及哪些因素將持續地影響疫情後之利率走向。

資料來源：整理自 Powell, Jerome (2023), "Monetary Policy Challenges in a Global Economy", Opening Remarks, Policy Panel at the 24th Jacques Polak Annual Research Conference, Hosted by the IMF, Nov. 9

3. 針對未來通膨發展的新挑戰，**BIS 總經理 Carstens** 則指出，疫情前有利通膨穩定的 **4 個順風(tailwinds)**已轉變為**逆風(headwinds)**(圖 21)，供給面對物價的不利影響擴大；對此，**貨幣政策、財政政策與結構性改革須協調合作**，始能有助達成長期物價穩定與經濟永續成長(表 6)。

圖 21 4 個順風轉變為逆風

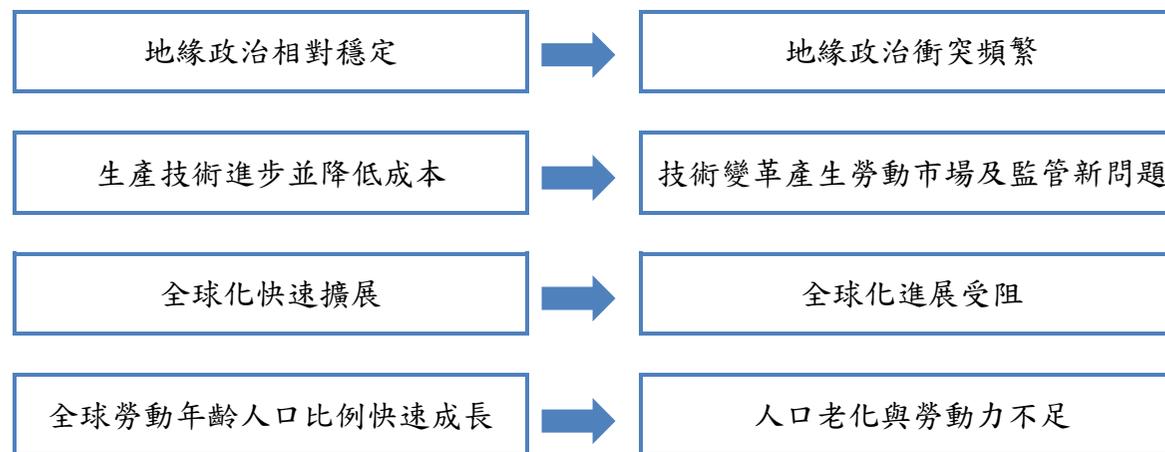


表 6 貨幣政策、財政政策與結構性改革協調合作

貨幣政策	通膨走勢具高度不確定性， 貨幣政策宜依據最新數據決策 ，且考量 基期擺盪、服務類物價具僵固性而續降緩慢 ，以及 可能有新的供給面衝擊 ，如 中東地緣衝突、氣候變遷、勞動力短缺 等，使通膨進展更加難以預測，貨幣政策調整須 考慮供給面衝擊的性質與持續性 ，在控制通膨與支持經濟成長之間取得平衡。
財政政策	財政政策可因應短期供給面衝擊，然而綠色轉型投資與補貼措施，以及社會保障與醫療支出上升等，將使未來財政空間受限，且須確保財政可持續性； 財政政策宜與貨幣政策協調，並將財政資源導入結構性改革 。
結構性改革	透過 結構性改革重振生產力 ，有利於因應 全球經濟碎片化、氣候變遷、人口老化與勞動力不足等結構性問題 ，此較以往過度依賴寬鬆貨幣政策搭配擴張財政政策之 總體經濟穩定(macroeconomic stabilization)策略 ， 更能促進長期效率與公平，並達成永續成長 。

資料來源：整理自 Carstens, Agustín (2022), “A Story of Tailwinds and Headwinds : Aggregate Supply and Macroeconomic Stabilisation,” Speech at Jackson Hole Economic Symposium, BIS, Aug. 26 ; BIS (2023), “Monetary and Fiscal Policy: Safeguarding Stability and Trust,” *Annual Economic Report 2023*, BIS, Jun. 25

(四) 結語

1. 近年非預期事件接連衝擊全球經濟，也一波接一波推升全球通膨率，全球通膨發展經歷與過往截然不同之歷程，包含：
 - 疫情期間，工業生產復甦未及商品需求強勁，通膨率由谷底回升；
 - 勞動供給恢復緩慢，供應鏈瓶頸加劇商品供需失衡，通膨率竄高；
 - 俄烏戰爭意外爆發，衝擊原油等大宗商品市場供應，加速通膨攀升；
 - 生活逐漸正常化，服務類供不應求且價格快速攀升，具僵固性之服務類價格支撐通膨壓力更持久。
2. 疫後高通膨發展與 1970~1980 年代石油危機引發之高通膨經歷，以及嗣後停滯性通膨及其後之經濟硬著陸經驗不同；此波特殊性通膨發展，經濟結構與通膨來源較複雜，通膨率上升情況相對不嚴重，惟通膨壓力恐較持久；且與疫情前數十年相較，供給面不利通膨穩定的影響程度上升。而全球通膨發展經歷此些與過往截然不同之歷程，要準確預測通膨走勢更為困難。
3. 疫情爆發以來，台灣的通膨發展與主要經濟體類似，惟通膨率相對溫和，主要係因台灣防疫有成，較無物流不暢通、勞動市場緊俏等供應鏈瓶頸問題，加以政府平穩大宗物資價格之供給面措施有助穩定國內物價；本行採行溫和漸進緊縮貨幣政策，抑制國內通膨預期心理。
4. 展望未來，全球化內容改變、氣候變遷與人口老化等發展，均可能使物價面臨波動較大的風險；疫情前低且穩定的通膨環境是否將因而改變，值得密切關注。在通膨走勢具高度不確定性下，貨幣政策制定宜依據最新數據；財政政策則可與貨幣政策搭配，發揮短期穩定經濟效果，惟須考量政府債務之可持續性；相較以往過度依賴寬鬆貨幣政策搭配擴張財政政策之總體經濟穩定策略，採行重振生產力之結構性改革，不僅可緩解供給面對通膨發展的負面衝擊，更有助達成經濟永續成長。