

四、M2 之重要性及其在疫情以來之走勢與本行控制成效之說明

1970 年代貨幣總計數係全球中央銀行重要的貨幣政策中間目標，之後因受金融創新、金融自由化等因素影響，貨幣總計數與通膨及經濟活動之關聯性漸趨不穩，若干主要央行因而**放棄**貨幣數量目標。然而，全球金融危機及疫情後，許多經濟學家認為不應忽略貨幣總計數提供的重要訊息，近期 **Fed 主席 Kevin Warsh** 更強調**貨幣**在貨幣政策中的**重要性**。有別於部分國家放棄貨幣數量目標，**本行長期關注 M2 成長及貨幣需求變化**，並將**貨幣總計數**作為貨幣政策決策的重要參考指標；本行自 1992 年採貨幣成長目標區，並於 2020 年調整為 **M2 成長參考區間**。就近年執行情況觀察，除 2021 及 2022 年本行因應疫情採貨幣寬鬆措施，M2 年增率高於參考區間外，其餘期間均落於區間內，**整體執行情況良好**。本行貨幣數量操作得宜，有助短期維持利率平穩，長期維持物價穩定與防範資產價格泡沫。

自本年 5 月起 M2 年增率雖高於 6.5% 之參考區間上限，但此增幅**主要反映 AI 相關產業帶動出口與投資成長，企業營運及投資所需資金增加**；加以**股市交易熱絡及基期偏低**等情形，與**疫情期間**貨幣政策寬鬆，以及政府積極推出紓困振興措施之情況**明顯不同**，不宜逕自解讀為本行貨幣政策過於寬鬆。事實上，**本行自 2022 年起**已陸續實施升息、調升存款準備率及採不動產選擇性信用管制等措施，近期並對銀行過度的股市槓桿融資示警，俾**維持相對偏緊的貨幣政策立場**，**多項指標亦顯示當前國內市場資金並無過度寬鬆之虞**。未來本行將**持續適時調控準備貨幣**，管理 M2 成長於適度水準，**維持物價穩定，並促進金融穩定**。

為期有助各界瞭解與此相關議題，以下擬以問答方式逐一說明。

Q1：為何本行仍重視 M2 貨幣總計數？疫情以來本行對 M2 成長控制成效如何？

Q2：2020 年以來，本行貨幣操作情形有何變化？

Q3：M2 年增率預估本年將超過參考區間上限，是否代表本行貨幣政策過於寬鬆？

Q4：從市場利率與貨幣數量等指標觀察，目前國內資金情勢是否存在隱含的通膨壓力？

Q1：為何本行仍重視 M2 貨幣總計數？疫情以來本行對 M2 成長控制成效如何？

A1：M2 成長及貨幣需求變化可反映資金情勢，有助研判經濟活動及通膨壓力，本行持續將其作為貨幣政策的重要參考指標。採行 M2 成長參考區間以來，整體執行情況良好。

(一)本行長期以來均持續關注 M2 成長及貨幣需求之變化，並將貨幣數量作為貨幣政策決策的重要參考指標。

1. 部份國家雖早已放棄貨幣目標，惟究諸實際，貨幣仍具重要的政策參考價值。

□ 1970 年代，貨幣總計數是主要央行的貨幣政策中間目標，透過貨幣政策工具，**調控操作目標**(如準備貨幣)，將貨幣總計數控制在成長目標區，據以達成物價穩定等貨幣政策最終目標。

□ 之後因受金融創新、金融自由化與監管鬆綁影響，貨幣總計數與通膨及經濟活動之關聯性漸趨不穩，貨幣總計數之定義日益模糊，**使得許多主要央行難以透過控制貨幣數量有效影響總體經濟變數，若干主要央行因而放棄貨幣數量目標。**

2. **貨幣分析**持續為 ECB 的重要貨幣政策決策資訊；Fed 近期重新關注貨幣的重要性。

□ ECB 自 2003 年採經濟分析與貨幣分析之雙支柱架構，其中貨幣分析以中長期角度檢視貨幣數量、信用與物價間的長期關係；**2021 年起將雙支柱中的貨幣分析擴展為貨幣及金融情勢分析，主要考量金融穩定係達成物價穩定的先決條件，貨幣成長則為其中一項分析主題。**

□ 近期 **Fed 主席 Kevin Warsh¹**亦強調**貨幣供給在貨幣政策運作中的關鍵角色**，其數量與流通速度對物價具重要影響；若 Fed 能更重視貨幣供給，並結合當前經濟情勢進行判斷，將有助提升政策品質。美國疫情後的經驗顯示²，若能及早將貨幣供給納入政策考量，或可降低政策失誤，突顯其在及早辨識通膨壓力上的重要性。

¹ 詳 Kevin Warsh (2026), "In Our Time," At "Financial Innovation: Implications for Payments and Policy," an economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming。

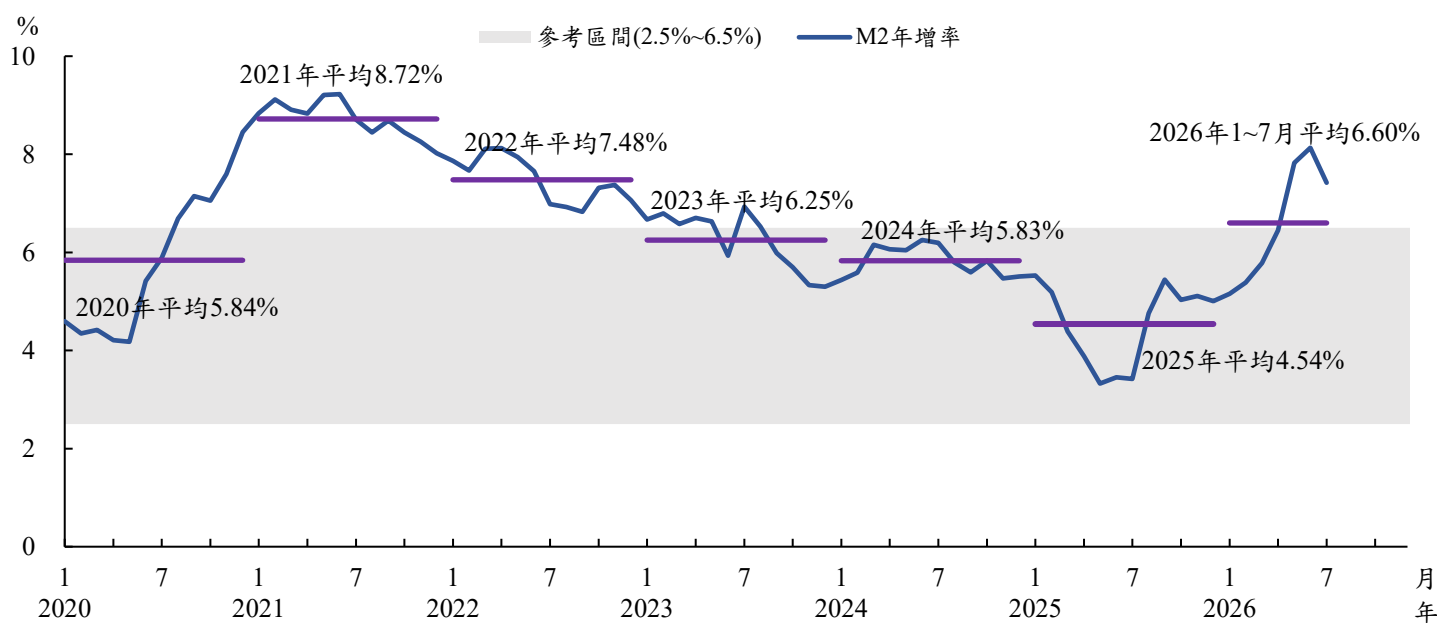
² 詳 Tyler Atkinson and Ron Mau (2024), "Inflation Forecasts based on Money Growth proved Accurate in 2021, though generally Unreliable," Federal Reserve Bank of Dallas, February 20.

3. 本行長期以來持續關注 M2 成長及貨幣需求之變化，並未忽視貨幣總計數之重要性。本行自 1992 年起採行貨幣成長目標區，並於 2020 年起調整為 M2 成長參考區間，可賦予貨幣操作較大的彈性，以因應總體經濟金融情勢的不確定性。實務上，M2 仍為本行重要的參考指標；本行每月的貨幣估測會議仍持續關注其走勢變化，每年底亦檢視當年 M2 成長情形與參考區間的合宜性。

(二)M2 成長參考區間整體執行情況良好，2021~2022 年本行因應疫情衝擊而採寬鬆措施，M2 年增率高於參考區間。

1. 2020 年起 M2 成長參考區間設定為 2.5%~6.5%，綜觀採行 M2 成長參考區間後的執行情況，除 2021、2022 年 M2 平均年增率未落在參考區間內，其餘各年皆落在參考區間內(圖 1)，整體而言執行情況良好。
2. 至於 2021 至 2022 年 M2 平均年增率高於參考區間上限 6.5%，主要係因應疫情，政府提供紓困貸款與振興方案，本行亦維持貨幣寬鬆，協助經濟復甦，加以其後隨國內景氣復甦，出口強勁帶動企業資金需求與房市資金需求，推升銀行放款與投資成長所致。

圖1 M2年增率與成長參考區間



資料來源：本行

Q2：2020 年以來，本行貨幣操作情形有何變化？

A2：2020 年疫情爆發後，本行採寬鬆貨幣政策；2022 年第 1 季起，政策立場轉向緊縮，貨幣供給隨之緊縮；2024 年第 4 季起，本行雖未進一步實施緊縮政策，惟整體貨幣操作仍維持偏緊。

(一) 疫情期間，本行採寬鬆貨幣政策，推升貨幣供給(圖 2)。

1. 貨幣需求：COVID-19 疫情爆發，人員移動及經濟活動受限，貨幣需求下滑(M^D 線左移至 $M^{D'}$ 線)。
2. 貨幣供給：主要央行採大規模寬鬆貨幣政策，本行 2020 年 3 月亦**降息 1 碼**，4 月續推出「**中小企業貸款專案融通方案**」釋出資金，**貨幣供給相對寬鬆** (M^S 線右移至 $M^{S'}$ 線)
3. **貨幣數量**因供給增加而**上升**(M 增加至 M')、**市場利率下降**(i 下降至 i')。

(二) 疫情趨緩後，2022 年 3 月起本行政策立場轉向緊縮，貨幣供給緊縮(圖 3)。

1. 貨幣需求：疫情趨緩後，經濟活動回溫，**貨幣需求回升**(M^D 線右移至 $M^{D'}$ 線)。
2. 貨幣供給：本行**貨幣政策立場**自 2022 年起轉為**緊縮**，因應通膨而累計升息 6 次³、調升新台幣存款準備率 4 次⁴，並為抑制不動產信用擴張，於 2024 年 9 月第 7 度調整選擇性信用管制措施⁵，**貨幣供給緊縮**(M^S 線左移至 $M^{S'}$ 線)。
3. **貨幣數量**略增(M 略升至 M')、**市場利率上升**(i 上升至 i')。

圖 2 2020 年第 1 季疫情爆發後，貨幣需求走弱，
貨幣供給增加

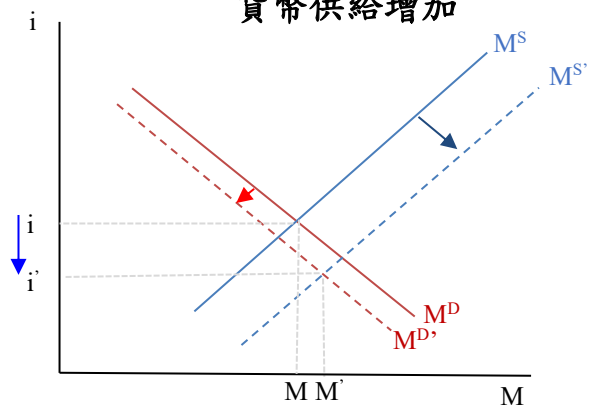
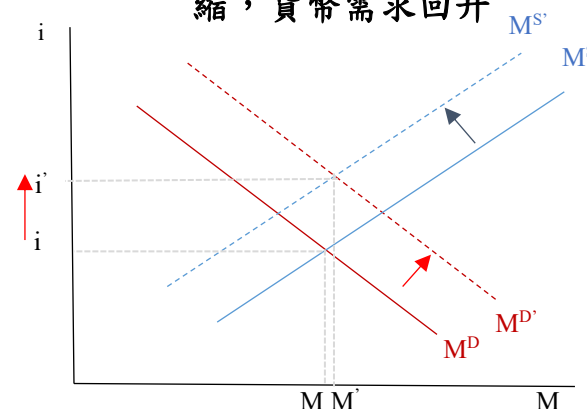


圖 3 2022 年第 1 季至 2024 年第 3 季，貨幣供給緊縮，貨幣需求回升



³ 2022 年 3、6、9、12 月，2023 年 3 月與 2024 年 3 月。2022 年 3 月升息 1 碼，其餘皆升息半碼。

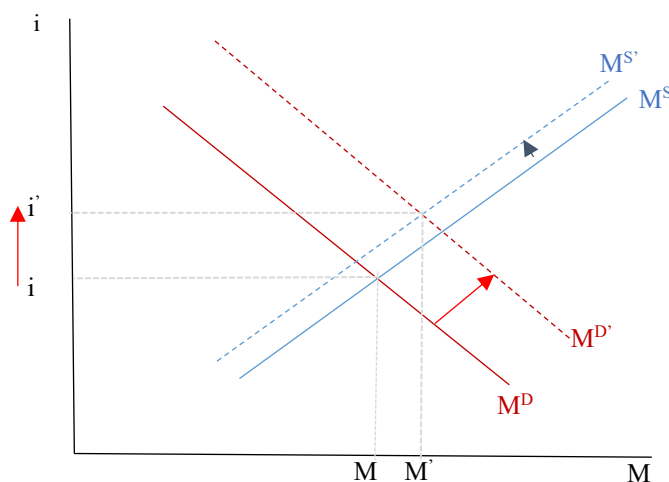
⁴ 2022 年 7 及 10 月與 2024 年 7 及 10 月，各調升 0.25 個百分點。

⁵ 自 2024 年第 4 季起，不動產貸款集中度逐步改善，房市交易降溫，詳見本行本次理監事會後記者會參考資料「三、本行不動產選擇性信用管制執行情形」。

(三)2024 年起 AI 投資熱潮使貨幣需求攀高，但貨幣供給持續偏緊(圖 4)。

1. 貨幣需求：AI 產業發展，帶動經濟成長攀高、股市熱絡，個人與企業資金需求強勁，**推升貨幣需求**(M^D 線右移至 $M^{D'}$ 線)。
2. 貨幣供給：本行貨幣政策操作持續偏緊，本年初以來，台股大漲，外資因獲利了結及重新調整全球資產配置而匯出資金，加以稅款繳庫之大額資金等緊縮因素影響，致市場資金偏緊，本行雖持續透過減發存單及減收轉存款釋出資金，縮減市場資金缺口，惟整體**貨幣供給相對偏緊**(M^S 線左移至 $M^{S'}$ 線)。
3. **貨幣數量**因需求大幅增加而**上升**(M 增加至 M')；本年以來，本行雖未升息，惟仍持續操作貨幣數量，致貨幣政策立場維持偏緊，**市場利率上升**(i 上升至 i')，但貨幣數量擴張情形受控。

圖 4 2024 年第 4 季以來，貨幣需求攀升，
貨幣供給相對偏緊



資料來源：圖 2-4 為本行繪製

(四)本行透過管理準備貨幣與間接影響貨幣乘數，調控 M2 的貨幣供給量。本年準備貨幣、貨幣乘數成長趨緩，顯示貨幣供給量已較疫情期間收緊。

1. 貨幣總計數(M2)取決於準備貨幣(RM)與貨幣乘數(m)：

$$RM \times m = M2$$

$$\text{準備貨幣} \times \text{貨幣乘數} = \text{貨幣總計數(M2)}$$

□ 本行透過公開市場操作調控準備貨幣(RM)，或調整存款準備率間接影響貨幣乘數(m)，進而管理貨幣總計數(M2)。

□ 將其轉換為年增率形式，可得到：(a)準備貨幣年增率 + (b)貨幣乘數年增率 $\approx$ (c) M2 年增率。

2. 2020~2021 年疫情期間，本行透過公開市場操作與中小企業專案融資等寬鬆政策提供較充裕流動性，準備貨幣年增率攀高；2022 年 3 月起本行政策轉為緊縮，準備貨幣年增率呈下滑趨勢，本年準備貨幣成長仍屬溫和(表 1)。

3. 貨幣乘數(央行增加 1 單位準備貨幣所能創造之貨幣供給量)呈下降趨勢，年增率均為負值，2022 年與 2024 年本行共四度調升存款準備率，銀行體系創造貨幣的能力受限(表 1)。

表 1 準備貨幣年增率、貨幣乘數年增率與 M2 年增率

單位：%

年	準備貨幣(調整前) 年增率 (a)	貨幣乘數 年增率 (b)	M2 年增率 (c) $\approx$ (a)+(b)	平均存款準備率
2020	8.59	-2.53	5.84	5.75
2021	12.18	-3.09	8.72	5.90
2022	10.66	-2.87	7.48	6.11
2023	8.07	-1.69	6.25	6.31
2024	7.07	-1.16	5.83	6.49
2025	8.47	-3.62	4.54	6.76
2026f	6.96	-0.20	6.75	6.90

註：2026 年準備貨幣年增率與 M2 年增率為本行 9 月之預測數，2026 年平均存款準備率為該年 7 月之數值。

資料來源：本行

(五)2024 年起貨幣流通速度攀升，顯示貨幣週轉速度增快，惟貨幣供給並未過度擴張。

1. 依據貨幣數量方程式：

$$M \times V = P \times Y$$

$$M2 \text{ 貨幣總計數} \times \text{貨幣流通速度} = \text{名目 GDP}$$

□ 將其轉換為年增率形式，可得出：(a) M2 年增率 + (b) 貨幣流通速度年增率 $\approx$ (c) 名目 GDP 年增率。

- 2022 年起本行政策轉向緊縮，M2 年增率逐步下滑；2024 年起 M2 年增率均低於名目 GDP 年增率，本年 M2 年增率回升，惟仍明顯低於名目 GDP 年增率(表 2)。
- 貨幣流通速度在 2023 年以前略呈下滑，2024 年起呈上升趨勢，本年上升速度加快，顯示自本行政策趨緊後，貨幣供給成長受限，惟台灣經濟表現熱絡、資金需求高，使貨幣週轉速度增快，貨幣流通速度轉呈上升⁶(圖 5)。
- 綜合上述，相較本年名目 GDP 年增率達 17.80%，M2 成長 6.75%並未顯得過度充裕。供給面本行仍維持偏緊立場，準備貨幣成長率、貨幣乘數與貨幣流通速度等指標，均反映貨幣數量成長速度較疫情期間收斂，顯示本年 M2 年增率雖略高於參考區間，惟貨幣供給並未過度擴張。

表 2 M2 年增率、貨幣流通速度年增率與名目 GDP 年增率

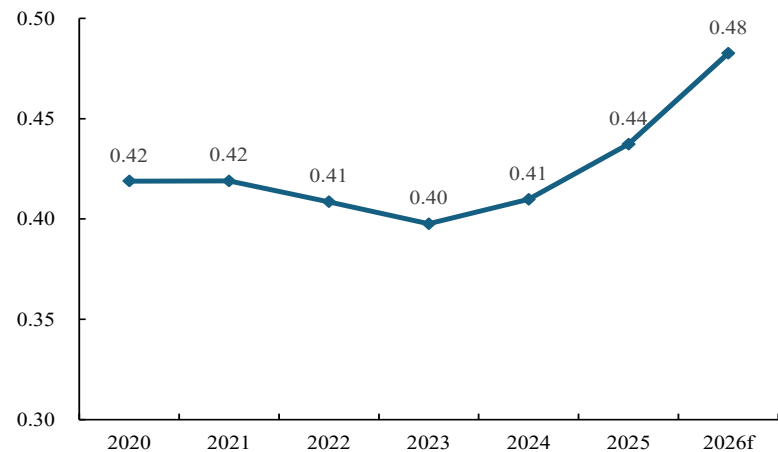
單位：%

年	M2 年增率 (a)	貨幣流通速度年增率 (b)	名目 GDP 年增率 (c) $\approx$ (a)+(b)
2020	5.84	-0.29	5.53
2021	8.72	0.02	8.74
2022	7.48	-2.49	4.81
2023	6.25	-2.67	3.41
2024	5.83	3.06	9.06
2025	4.54	6.72	11.57
2026f	6.75	9.94	17.80

註：2026 年 M2 年增率與名目 GDP 年增率為本行 9 月之預測數；貨幣流通速度根據貨幣數量方程式以名目 GDP/M2 計算。

資料來源：本行、主計總處

圖 5 貨幣流通速度



註：貨幣流通速度係以名目 GDP/M2 計算，2026 年 M2 與名目 GDP 為本行 9 月之預測數。

資料來源：本行、主計總處

⁶ 貨幣流通速度與 M2/GDP 比率互為倒數，貨幣流通速度自 2023 年起轉呈上升，亦表示 M2/GDP 比率從 2023 年之高點 2.51，至 2026 年下滑至 2.07，顯示當前貨幣數量的成長速度低於名目經濟規模的擴張速度。

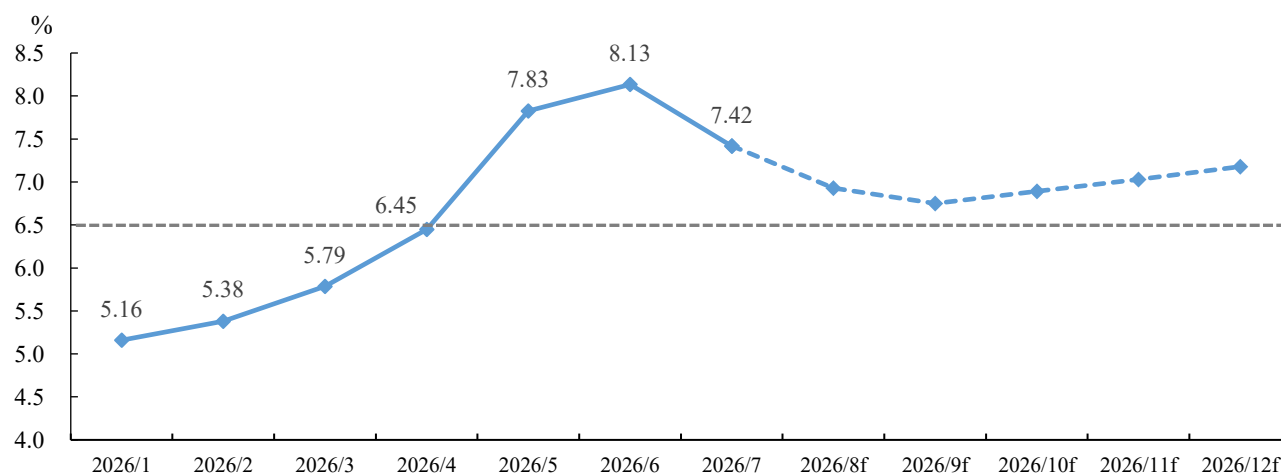
Q3：M2 年增率預估本年將超過參考區間上限，是否代表本行貨幣政策過於寬鬆？

A3：本年 M2 成長主要反映 AI 產業帶動國內經濟活動及股市交投等熱絡，資金需求隨之增加，並不宜直接解讀為貨幣政策過於寬鬆，其與疫情期間政府推動紓困振興與本行寬鬆貨幣政策的情況有所不同。

(一)預期本年 M2 成長率將超過參考區間上限，主要受 AI 帶動出口與投資、股市熱絡及低基期效應推升。

1. 本年 1 至 7 月 M2 平均年增率為 6.60%，其中 6 月 8.13%達高點(圖 6)，主因係 **AI 相關之出口與投資成長強勁**，經濟活動擴張，**企業營運及投資所需資金增加**，加以**股市交投熱絡**，帶動個人理財週轉金需求，民間部門資金需求增加，**推升銀行放款與投資持續成長**，以及**上(2025)年低基期**效應所致。
2. 隨下半年基期因素影響趨緩，本年**下半年** M2 年增率**可望回降**(圖 6)。本行預估本年全年 M2 年增率為 6.75%，略高於 6.5%的參考區間上限。

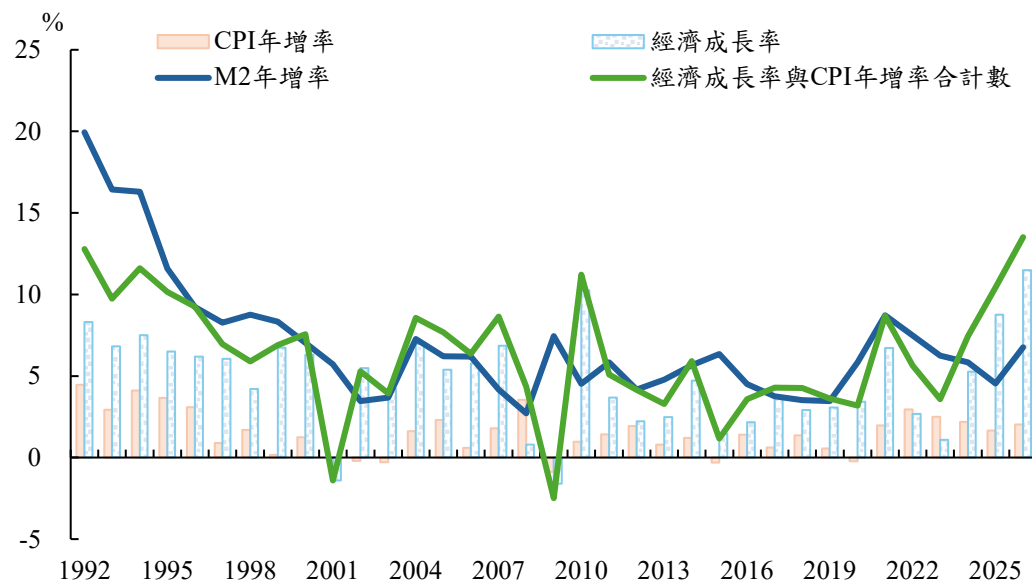
圖 6 本年各月 M2 年增率與預測數



(二)經濟擴張強勁，本年 M2 成長未顯資金過度充裕，與 2020 年至 2022 年初的寬鬆政策環境不同。

1. 長期而言，台灣的 M2 年增率與實質 GDP 年增率加上 CPI 年增率之間具穩定的關係(圖 7)。
2. 2024 年以來，AI 強勁需求帶動出口及投資成長，實體經濟活動明顯擴張，使實質 GDP 年增率加上 CPI 年增率顯著高於 M2 年增率；相較之下，疫情期間在擴張性財政及貨幣政策帶動下，2021 與 2022 年 M2 成長高於參考區間上限，亦高於實質 GDP 年增率加上 CPI 年增率，兩者情況有所不同(表 3)。
3. 預估本年經濟成長率與 CPI 年增率合計數達 13.51%，M2 成長率則預估為 6.75%，雖 M2 年增率超出參考區間上限，惟仍遠低於實質 GDP 年增率加上 CPI 年增率，顯示本行貨幣政策操作仍屬偏緊。

圖 7 M2 成長與經濟活動



註：2026 年 M2 年增率、經濟成長率及 CPI 年增率為本行 9 月預測數。
資料來源：本行、主計總處

表 3 2020 年以來 GDP 年增率、CPI 年增率與 M2 年增率

單位：%

年	實質 GDP 年增率 (a)	CPI 年增率 (b)	實質 GDP 年增率 + CPI 年增率 = (a)+(b)	M2 年增率
2020	3.42	-0.23	3.19	5.84
2021	6.72	1.97	8.69	8.72
2022	2.68	2.95	5.63	7.48
2023	1.08	2.49	3.57	6.25
2024	5.27	2.18	7.45	5.83
2025	8.76	1.66	10.42	4.54
2026(f)	11.48	2.03	13.51	6.75

註：2026 年 M2 年增率、經濟成長率及 CPI 年增率為本行 9 月預測數。
資料來源：本行、主計總處

(三)近兩年台灣經濟高度成長，銀行放款成長反映企業及民間部門資金需求增加，係推升 M2 之主因。

1. 上年經濟成長率為 8.76%，本年預估將超過 11% (詳見「二、國內經濟與物價展望」)。
2. 本年以來，全體**銀行放款年增率持續上升**，由 2025 年平均 7.43% 上升至 2026 年 1 至 7 月平均之 8.23%(圖 8)。

(四)個人放款結構改變，股市熱絡推升理財週轉金需求。

□ 近期個人放款⁷成長，主要係股市熱絡帶動**理財週轉金大幅攀升**所致；房貸年增率則受信用管制影響而趨緩。此與**疫情期間**因房市升溫帶動**房貸成長**的結構**明顯不同**(圖 9)。

圖 8 全體銀行放款年增率

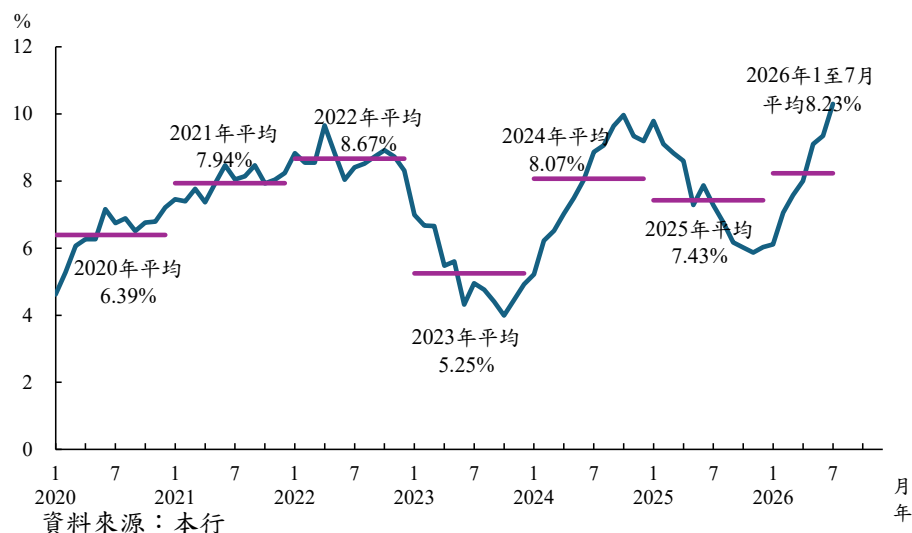
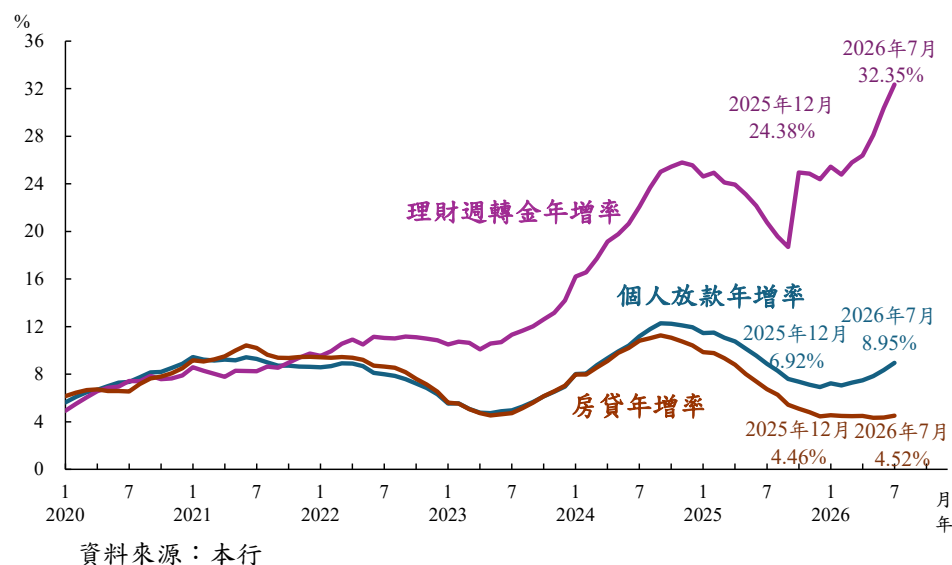


圖 9 個人放款、房貸與個人理財週轉金年增率

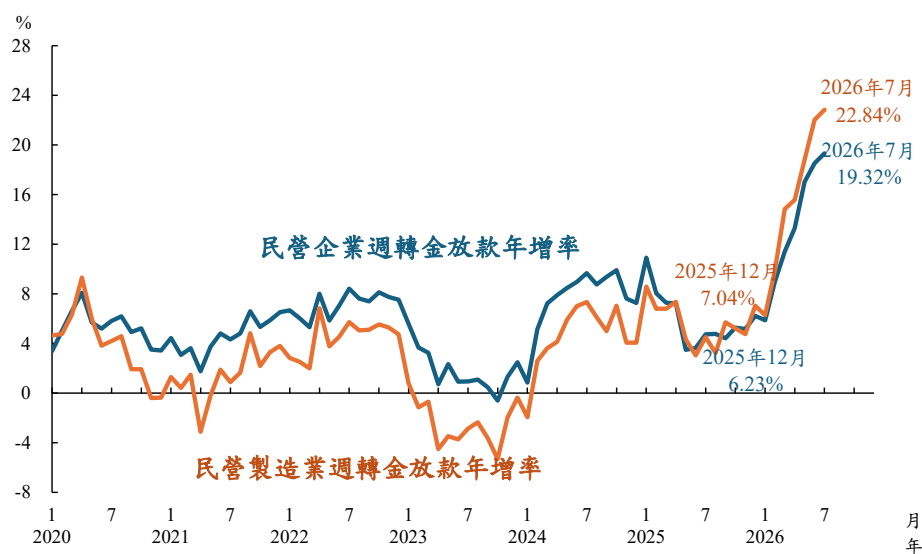


⁷ 全體銀行放款比重最高為個人、其次為民營企業，占比分別為 51.01%及 43.27%，二者合計高達 94.28%。個人放款用途中以房貸比重 5 成最高，其次為理財週轉金放款為 22.7%。

(五)本年民營企業週轉金需求大增，主要反映 AI 產業擴產及營運需求。

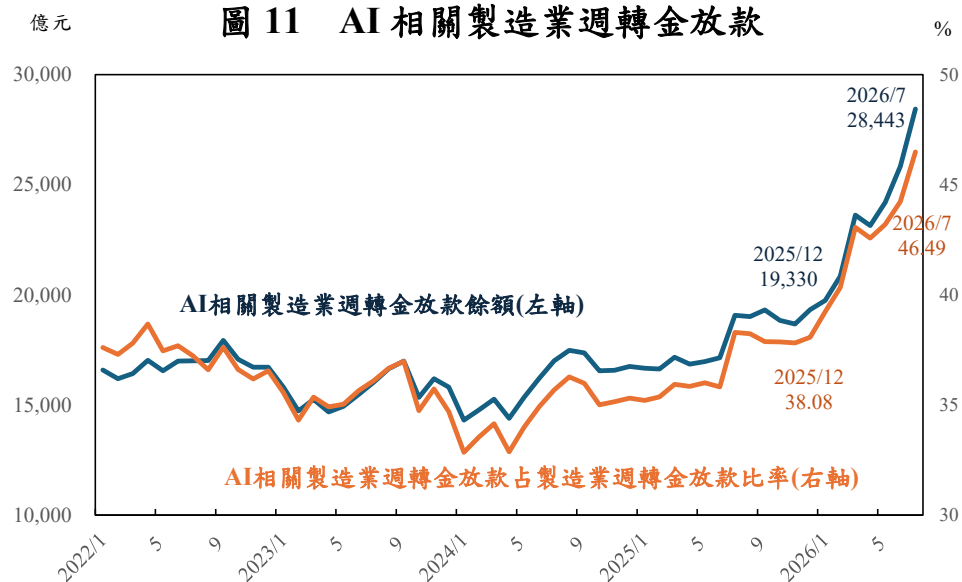
1. 本年民營企業⁸週轉金放款成長迅速，至 7 月年增率已大幅攀升至 19.32%。主要係 AI 產業需求持續熱絡、相關產品出貨強勁，帶動民營企業，尤其製造業之週轉金需求增加(圖 10)。2021~2022 年疫情期間，企業放款增加，主要係因政府推動紓困振興措施與本行辦理「中小企業貸款專案融通方案」，致銀行對中小企業放款成長，兩者情況不同。
2. 進一步觀察產業別放款狀況，其中，AI 相關製造業今年上半年因擴產與營運需要，週轉金放款大幅增加 9,113 億元。此增幅主要為支應實體產業活動，反映經濟成長所衍生的貨幣需求(圖 11)。

圖 10 民營企業及民營製造業週轉金放款年增率



資料來源：本行

圖 11 AI 相關製造業週轉金放款



註：AI 相關製造業包括電腦、電子產品及光學製品製造業與電子零組件製造業。

資料來源：本行

⁸ 民營企業放款用途主要區分為購置不動產、購置動產、企業投資與週轉金放款，以 2026 年 7 月底為例，放款比重最高為週轉金放款、其次為購置不動產，占比分別為 62.59%及 27.64%，二者合計高達 9 成。

(六) 本年 M2 成長主要反映 AI 產業帶動國內經濟活動及股市交投等熱絡，資金需求隨之增加，並不宜直接解讀為貨幣政策過於寬鬆，其與疫情期間有所不同。

1. 本行預估本年 M2 年增率將超過參考區間上限，惟其成長背景、銀行放款用途及資金流向，與 2020～2022 年疫情期間明顯不同(表 4)。
2. **總體經濟環境與企業資金流向不同**：疫情期間 M2 高成長主要受政府紓困振興與本行專案融通所致，貨幣政策相對寬鬆；而本年 M2 高成長係反映 AI 相關出口與投資強勁擴張，為實質經濟熱絡推升貨幣需求，企業因應 AI 產業出貨與擴產，營運週轉金需求增加。
3. **個人放款結構不同**：疫情期間資金多流向房市，房貸年增率達 7.08%～9.57%；本年房貸年增率已明顯降溫至 4.46%，惟股市交易熱絡帶動個人理財週轉金大幅成長，顯示個人資金需求結構已由房地產轉向金融理財操作。
4. 預估**本年 M2 成長率為 6.75%**，雖 M2 年增率超出參考區間上限，惟相較於經濟活動所需的資金需求，貨幣成長並未顯得過度充裕，**整體貨幣政策立場仍屬偏緊**。

表 4 疫情期間與本年之比較

年	M2 年增率	M2 年增率超過 參考區間之原因與貨幣流向	個人理財週轉 金年增率	房貸 年增率	民營企業週轉金 放款年增率	經濟 成長率	CPI 年增率
2020	5.84	政府推動紓困振興措施，本行維持寬鬆貨幣與辦理「中小企業貸款專案融通方案」，銀行對中小企業放款成長，加以出口強勁帶動企業資金需求與房市資金需求，推升銀行放款與投資成長	6.89	7.08	5.26	3.42	-0.23
2021	8.72		8.57	9.57	4.58	6.72	1.97
2022	7.48		10.73	8.52	7.16	2.68	2.95
2026(f)	6.75	低基期因素，加以 AI 相關出口與投資強勁，民營企業週轉金需求大增；股市交易熱絡帶動個人理財週轉金需求，推升銀行放款與投資成長	27.60	4.46	13.50	11.48	2.03

註：2026 年 M2 年增率、經濟成長率及 CPI 年增率為本行 9 月預測數；個人理財週轉金年增率、房貸年增率與民營製造業週轉金放款為 2026 年 1-7 月之平均值。
資料來源：本行整理

Q4：從市場利率與貨幣數量等指標觀察，目前國內資金情勢是否存在隱含的通膨壓力？

A4：從長短期市場利率及貨幣數量 P*模型等指標觀察，尚無資金過度寬鬆，並形成通膨壓力上升之情形。

(一)長短期市場利率走高，市場資金情勢趨緊。

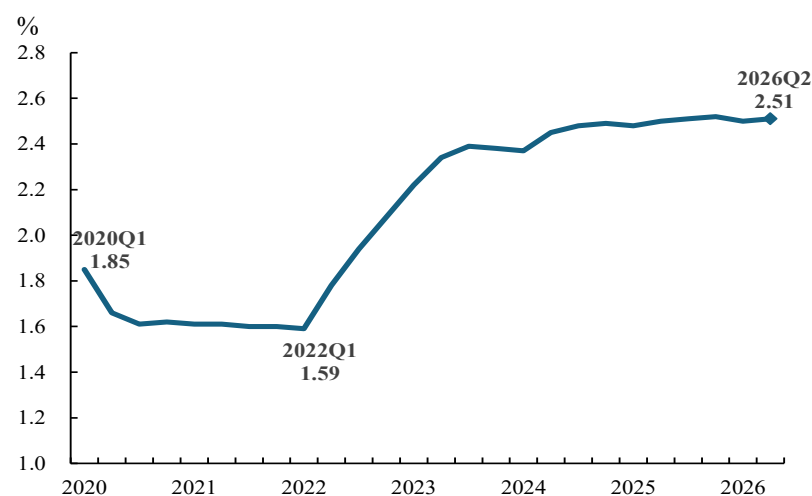
1. 2022 年起本行緊縮貨幣政策後，長短期市場利率已明顯高於疫情期間水準，顯示市場資金情勢較為緊縮。
2. 近期 AI 相關產業成長強勁，企業營運及投資所需資金增加，加以台股交投熱絡，民眾對理財週轉金借款需求提高，使市場利率進一步攀高(表 5、圖 12)。
3. 銀行新增放款資金集中於 AI 產業及股市融資，部分中小微企業因財務條件較弱、擔保品不足或與銀行往來較少，融資取得相對不易，市場資金情勢趨於緊俏，亦排擠部分中小微企業融資需求。

表 5 本行 364 天期 NCD 利率、長短期市場利率變化

期間	單位：％			
	本行標售發行 364 天期 NCD 利率	1 個月期商業本票次級市場利率	5 年期公司債次級市場利率	10 年期公債次級市場利率
2020 年	0.35	0.35	0.61	0.43
2021 年	0.22	0.24	0.53	0.44
2022 年	0.94	0.77	1.44	1.23
2023 年	1.19	1.31	1.61	1.21
2024 年	1.39	1.54	1.86	1.51
2025 年	1.39	1.53	1.86	1.47
2026 年 1~8 月	1.39	1.59	1.91	1.62
2026 年 8 月	1.63 ↑	1.71 ↑	2.23 ↑	1.92 ↑

註：公司債利率為投資級(twA+等級以上)之次級市場平均利率。
資料來源：本行整理

圖 12 本國銀行加權平均放款利率

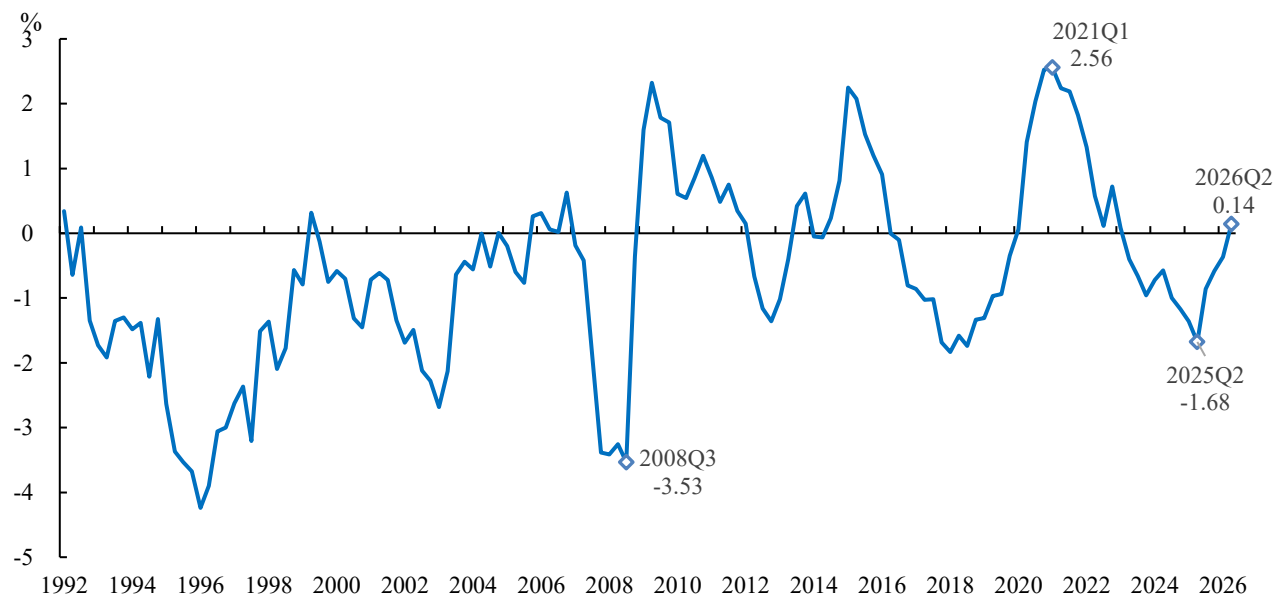


資料來源：本行金融統計月報

(二) P*模型之物價缺口接近 0，顯示目前貨幣數量尚未產生明顯通膨壓力。

1. **P*模型**係從貨幣數量、貨幣流通速度及實質產出間的長期關係，**評估當前貨幣數量是否隱含潛在通膨壓力**(P*模型經濟意涵與台灣實證結果詳見專欄)。
2. 本年第 2 季以 **CPI 計算之物價缺口接近於 0** (圖 13)，顯示**目前貨幣數量對物價的影響大致呈中性，尚未形成明顯的通膨壓力**；以核心 CPI 及 GDP 平減指數估計之結果亦接近 0。
3. 惟 P*模型僅反映貨幣數量對物價之影響，未納入其他非貨幣因素；近期國內通膨上升，主要係反映國際**能源及電子零組件價格上漲**等非貨幣性因素，並非貨幣數量過度擴張所引起。

圖 13 P*模型估算之物價缺口

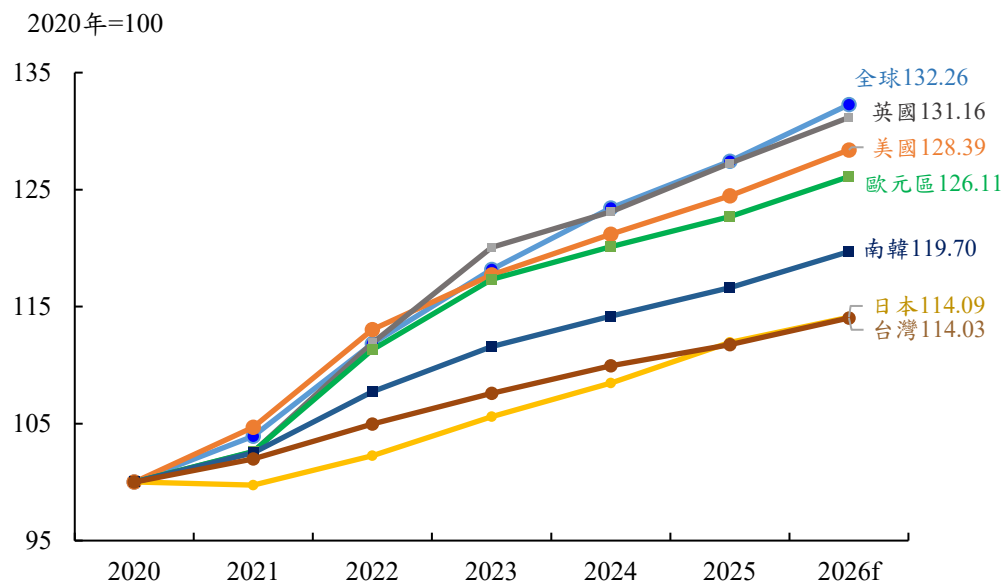


資料來源：本行估計

(三)政府續採穩定供給面之相關措施，有助減緩通膨壓力，通膨預期仍屬穩定。

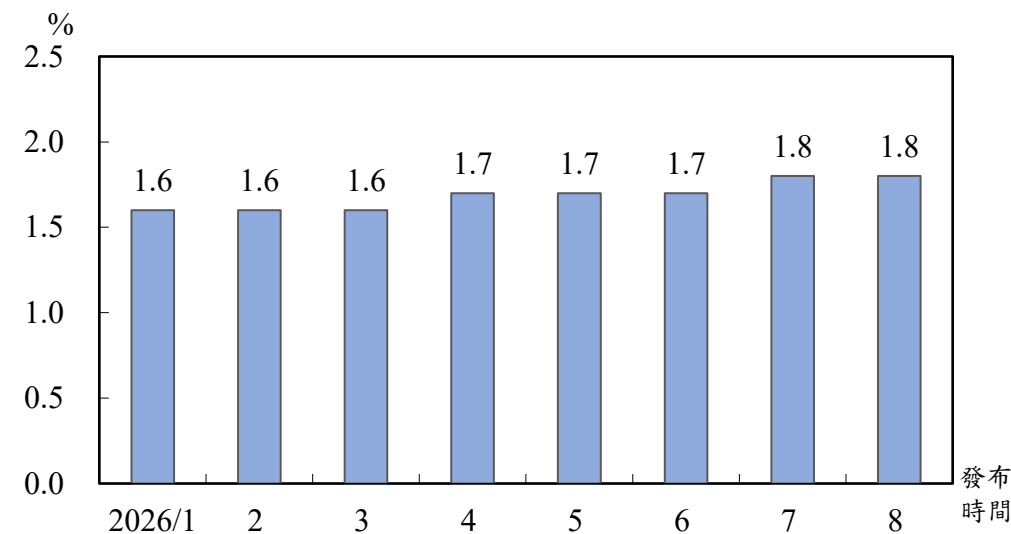
1. 自 2020 年疫情爆發以來，台灣通膨相對主要經濟體溫和(圖 14)，主要係因台灣防疫有成，較無供應鏈瓶頸問題，加以政府平穩大宗物資價格之供給面措施，穩定國內物價；本行採溫和漸進緊縮貨幣政策，有助錨定通膨預期。
2. 本年以來國內進口物價攀升，主要受積體電路等電子零組件、原油等能源礦產品價格上漲影響；惟**電子零組件價格大多反映至出口物價**，加以**政府積極採穩定能源價格措施**，**當前進口物價攀升所帶來的通膨壓力尚屬可控**。
3. **本行預估本年全年 CPI 年增率為 2.03%**，明(2027)年全年 CPI 年增率將回落至 1.83%；**另主要機構預估明年全年 CPI 年增率為 1.8%**(圖 15)，顯示通膨預期仍屬穩定。

圖 14 2020~2026 年主要經濟體 CPI 走勢



註：2026 年為 S&P Global 預測值，台灣資料為本行預測值。
資料來源：S&P Global、主計總處

圖 15 近 20 家專業預測機構對台灣 2027 年通膨率之預測值



資料來源：Asia Pacific Consensus Forecasts, Consensus Economics Inc

專欄：P*模型之經濟意涵與台灣實證結果

1. **P*模型**基於**貨幣數量理論**，用以評估貨幣數量、實質經濟活動與物價水準之間的失衡狀況，進而研判當前貨幣數量是否隱含潛在的通膨壓力

- 根據貨幣數量方程式：

$$M_t \times V_t = P_t \times Y_t \quad \Rightarrow \quad P_t = \frac{M_t V_t}{Y_t}$$

貨幣總計數 × 貨幣流通速度 = 物價 × 實質產出

表示物價受到貨幣總計數、貨幣流通速度與實質產出的影響

- P*模型定義長期均衡的物價水準(P_t^*)為當貨幣流通速度與實質產出均達到長期均衡水準(V_t^* 與 Y_t^*)時，由當前貨幣數量(M_t)所能支撐的物價水準：

$$\text{物價的長期均衡水準 } P_t^* = \frac{M_t V_t^*}{Y_t^*} \quad \begin{array}{l} \text{貨幣流通速度長期均衡水準} \\ \text{實質產出長期均衡水準} \end{array}$$

經濟意涵：短期內，因 V_t 與 Y_t 可能受到景氣循環或衝擊而暫時偏離均衡值，導致實際物價水準(P_t)與長期均衡物價(P_t^*)產生偏離。然而，長期而言 V_t 與 Y_t 終將回歸其長期均衡；因此，當前實際物價 P_t 會逐漸向 P_t^* 調整。
 P_t^* 與 P_t 的差距(稱作物價缺口)，即可作為預測未來通膨變動方向的重要指標。

2. 以物價缺口預測未來通膨動向

- **物價缺口**為 $p_t^* - p_t = 100 \times [\ln(P_t^*) - \ln(P_t)]$ ，為均衡物價水準與實際物價水準之間偏離的百分比。

- 對上式進行對數拆解，可得物價缺口恆等於「貨幣流通速度缺口」與「產出缺口」兩項之和：

$$p_t^* - p_t = (v_t^* - v_t) + (y_t - y_t^*)$$

- 當**物價缺口為正**($p_t^* - p_t > 0$)時，代表**未來物價面臨上漲壓力**，其傳導路徑可分為以下兩種情況：

- (1) 貨幣流通速度偏離長期均衡 ($v_t < v_t^*$)：

在給定當前貨幣數量 M_t 與產出維持在長期均衡($y_t = y_t^*$)下，若 $v_t < v_t^*$ ，表示民眾與企業持有較多現金或存款(資金暫時閒置)，致當前物價 P_t 被低估。一旦資金轉向消費或投資，貨幣流通速度回升至長期均衡值時，物價即隨之上漲。

(2)產出缺口為正 $y_t > y_t^*$ (表示景氣熱絡)：

在給定當前貨幣數量 M_t 與流通速度均衡($v_t = v_t^*$)下，若景氣熱絡致使實質產出高於潛在產出($y_t > y_t^*$)，當前的名目貨幣支出大部分被實質生產活動所吸收，尚未完全反映於物價。當產出最終回歸長期均衡時，相同的名目貨幣支出將轉而推升物價。

□ 物價缺口($p_t^* - p_t$)可以作為預測未來通膨是否增速的指標。

- 若 $p_t > p_t^*$ (正缺口)，代表當前貨幣數量高於長期需求，經濟體存在潛在通膨壓力。
- 若 $p_t < p_t^*$ (負缺口)，當前貨幣數量低於長期需求，經濟體存在去通膨或通縮壓力。

3. 台灣實證結果與政策意涵

□ 參照 Ireland et al. (2026)⁹之模型設定，建立台灣通膨動態迴歸模型如下¹⁰：

$$\Delta\pi_t = \alpha + \sum_{j=1}^4 \beta_j \Delta\pi_{t-j} + \gamma(p_{t-1}^* - p_{t-1}) + \varepsilon_t$$

□ 係數值 γ 理論上應為正值，表示前期物價缺口為正，通膨會在本期加速。

□ 台灣實證結果顯示，物價缺口係數值為統計顯著的正值，符合理論預期，實證證實 P*模型之物價缺口可作為台灣衡量貨幣數量對未來通膨壓力影響之有效指標。

P*模型的台灣估計結果

被解釋變數 ($\Delta\pi_t$)	CPI 季增年率	核心 CPI 季增年率	GDP 平減指數 季增年率
常數項	0.209 (0.156)	0.122 (0.093)	0.431 (0.337)
$\Delta\pi_{t-1}$	-0.775*** (0.106)	-0.622*** (0.108)	-1.157*** (0.078)
$\Delta\pi_{t-2}$	-0.588*** (0.094)	-0.392*** (0.128)	-0.973*** (0.116)
$\Delta\pi_{t-3}$	-0.388*** (0.102)	-0.498*** (0.127)	-0.721*** (0.118)
$\Delta\pi_{t-4}$	-0.192** (0.095)	0.164** (0.087)	-0.203** (0.093)
$p_{t-1}^* - p_{t-1}$	0.462*** (0.085)	0.256*** (0.069)	0.582** (0.238)
Adj. R ²	0.443	0.708	0.661

註：括弧內數值為標準誤，以 Newey West HAC 方法估計，*、**、***分別表示在 10%、5%、1%顯著水準下統計顯著。樣本期間為 1992Q2~2026Q2。

⁹ Ireland, Peter, Stephen Miran, and Nouriel Roubini (2026), “A Return to Monetarism?” Hudson Bay Capital Research, July 2026.

¹⁰ 其中， $\pi_t = 400 \times [\ln(P_t) - \ln(P_{t-1})]$ ，為物價的季增年率(quarter-over-quarter annualized inflation rate)， $\Delta\pi_t = \pi_t - \pi_{t-1}$ ，為通膨率的變動幅度。實質產出(Y_t)為實質 GDP，貨幣供給(M_t)為 M2 貨幣總計數，物價水準(P_t)分別使用 CPI、核心 CPI 與 GDP 平減指數，所有變數均為季調後數值。依 Ireland et al. (2026)，貨幣流通速度與實質產出的均衡水準(V_t^* 與 Y_t^*)以單邊 HP 濾波法估計($\lambda = 1,600$)。