

## 四、本年以來主要經濟體通膨走勢之分析

上(2020)年初 COVID-19 疫情爆發並擴散全球，為防堵疫情，各國實施嚴格的防疫封鎖措施，嚴重衝擊全球經濟活動，進而顯著抑制物價升幅，造成基期偏低之效果。本(2021)年以來，各國疫苗接種率漸增、經濟活動重啟，帶動全球需求明顯回溫；惟供給端仍受疫情影響尚難完全恢復，以致原油等商品價格及航運費用高漲。

前述供需失衡情況，復以主要經濟體為因應疫情之大規模紓困振興方案及超寬鬆貨幣政策等效應浮顯，致近期多數國家通膨率節節上升；以美國為例，其 CPI 年增率自上年 5 月之低點 0.1% 升抵本年 6 月之高點 5.4%。受此影響，部分經濟學家對當前通膨升溫現象表示擔憂，其中更有論者以 1970 年代美國高通膨情況作為類比，示警未來全球物價恐持續大幅攀升。

目前 Fed、ECB 等央行多認為，本年以來主要經濟體通膨率走高應屬暫時性現象，渠等主要基於：(1)物價並非全面性大幅走揚、(2)高通膨項目之價格升幅已趨緩、(3)薪資漲幅無明顯逾歷史均值、(4)低通膨之結構性因素不易在短期內消失，以及(5)長期通膨預期大致持穩。近期研究機構多預測，主要經濟體通膨率將逐步趨緩，惟基於疫情反覆對總供給及需求帶來不確定性，仍須留意通膨之發展。

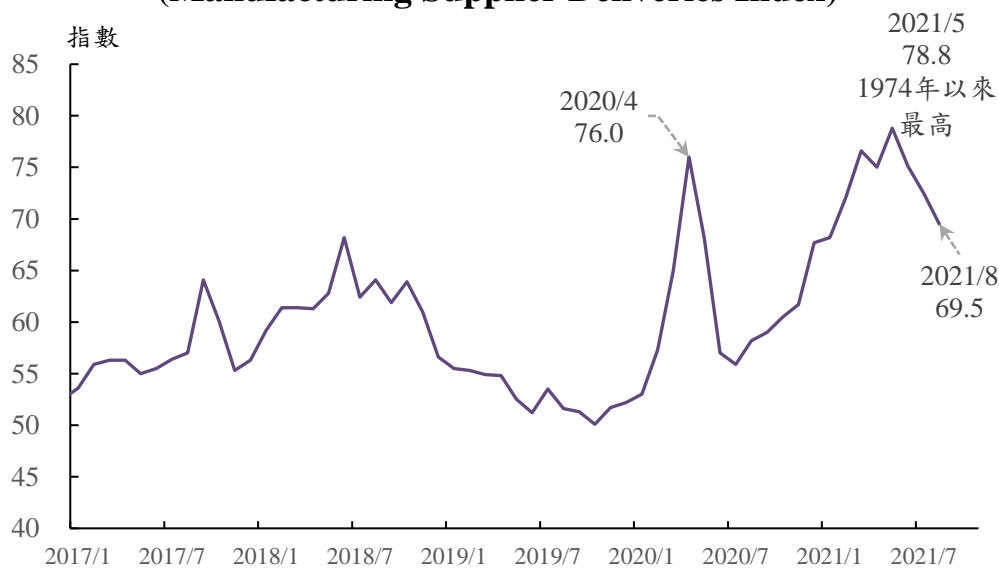
由於各界高度關注主要經濟體此波物價攀升係屬短暫現象抑或將持續，本文擬就此議題作較詳細的分析，首先將探討近期主要經濟體通膨升溫的原因，再說明 1970 年代美國乃至全球物價大幅上揚之緣由，其與近期情況不盡相同，進而闡述主要經濟體通膨率可望逐漸下降的因素，俾供各界參考。

(一)當前主要經濟體通膨升溫多反映防疫措施所造成的供應瓶頸、經濟解封所帶動的需求回補，以及主要經濟體採行大規模經濟刺激措施之效應

1. 上年全球疫情嚴峻，防疫措施對供應鏈產生重大衝擊，並造成國際間運輸調度困難

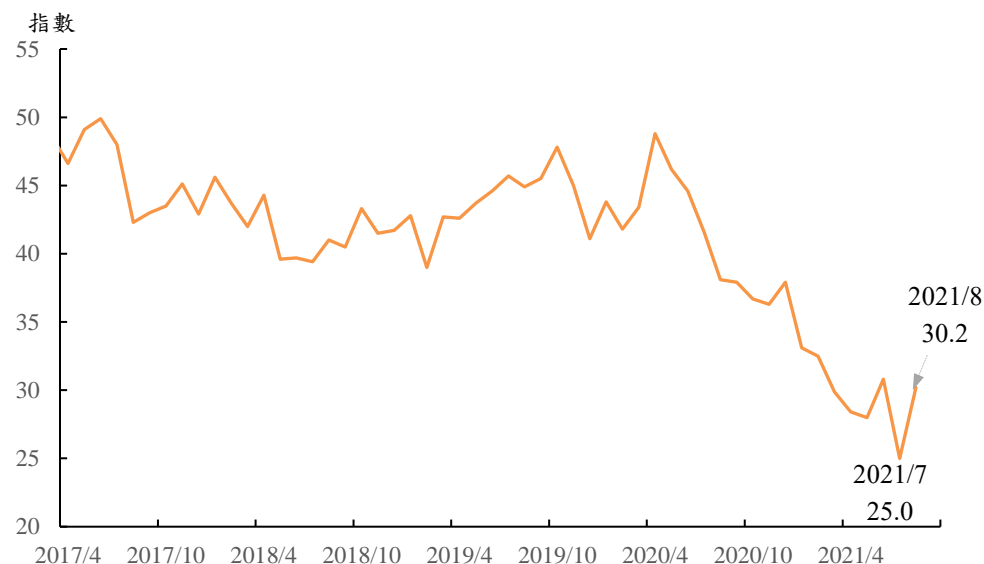
- 疫情反覆及防疫措施**衝擊全球供應鏈**，供應短缺致供應商**交貨時間拉長**，美國 ISM 製造業供應商交貨指數一度於上年 4 月大幅上升，本年 5 月再創新高，8 月略降，惟全球**供應端調度問題**短時間仍**尚未恢復**(圖 1)。
- 以美國 ISM 製造業顧客存貨指數為例，該指數本年 7 月最低至 25，8 月雖略微回升，但庫存仍偏低，顯示關鍵原物料缺貨與物流困境等**供應鏈瓶頸仍存**，不利產能迅速復原(圖 2)。

圖 1 美國 ISM 製造業供應商交貨指數  
(Manufacturing Supplier Deliveries Index)



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 2 美國 ISM 製造業顧客存貨指數  
(Manufacturing Customer Inventories Index)

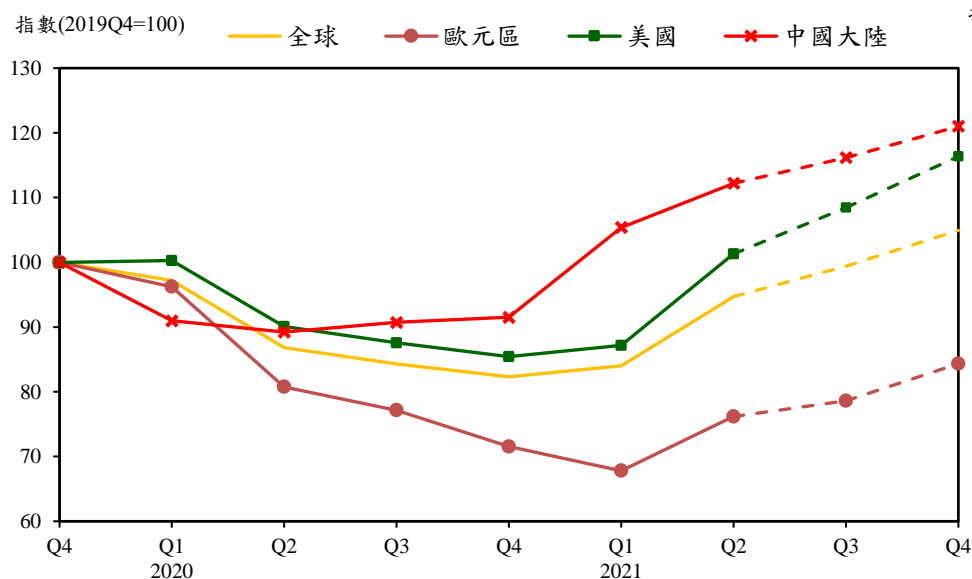


資料來源：Refinitiv Datastream

## 2. 隨主要經濟體疫苗施打逐漸普及，經濟得以陸續解除封鎖，遞延需求明顯回補

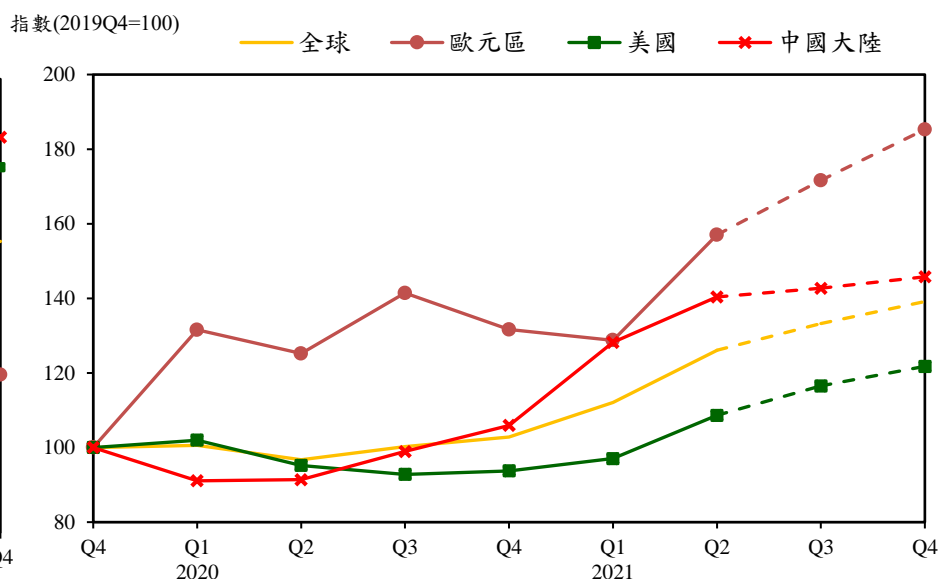
- 本年以來，主要經濟體疫苗接種率上升<sup>1</sup>，防疫措施逐步放寬，**當地需求升溫**；受此影響，自本年第 2 季起，全球及主要經濟體的民間**消費**與固定**投資**逐漸回復至疫情前水準(圖 3、4)，並可望回復正成長的趨勢。
- 由於疫情期間，民眾支出受到抑制，致**家計部門儲蓄率大幅攀升**，惟隨著管制漸次鬆綁，該項額外儲蓄將挹注消費動能一段時間；以美國為例，個人儲蓄率於上年 4 月**曾高達 33.7%**，本年 7 月雖**回降至 9.6%**，但仍高於疫情前 7% 左右之水準。

圖 3 主要經濟體民間消費及預測值



資料來源：IHS Markit (2021/9/15)

圖 4 主要經濟體固定投資及預測值

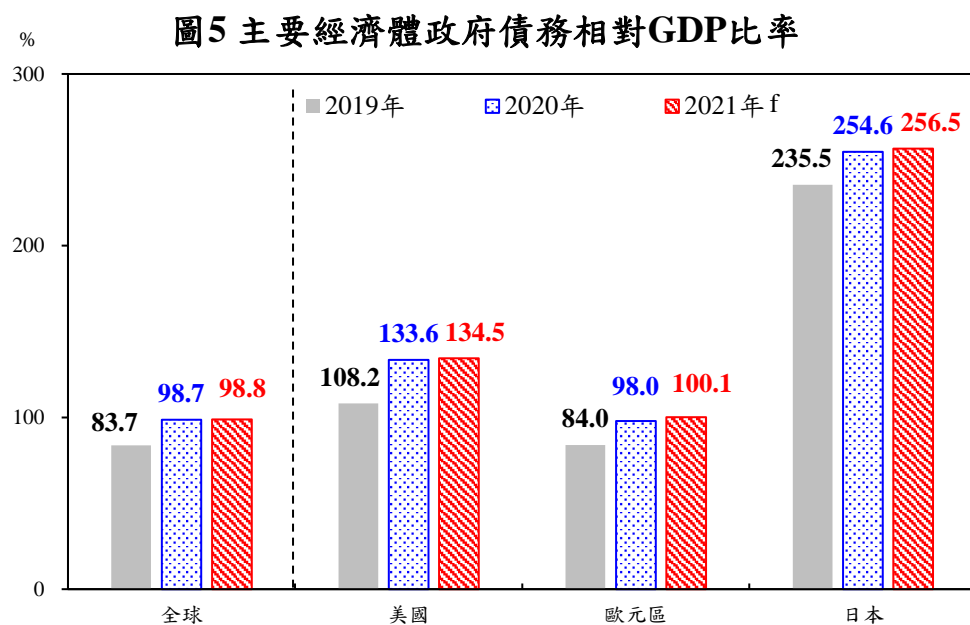


資料來源：IHS Markit (2021/9/15)

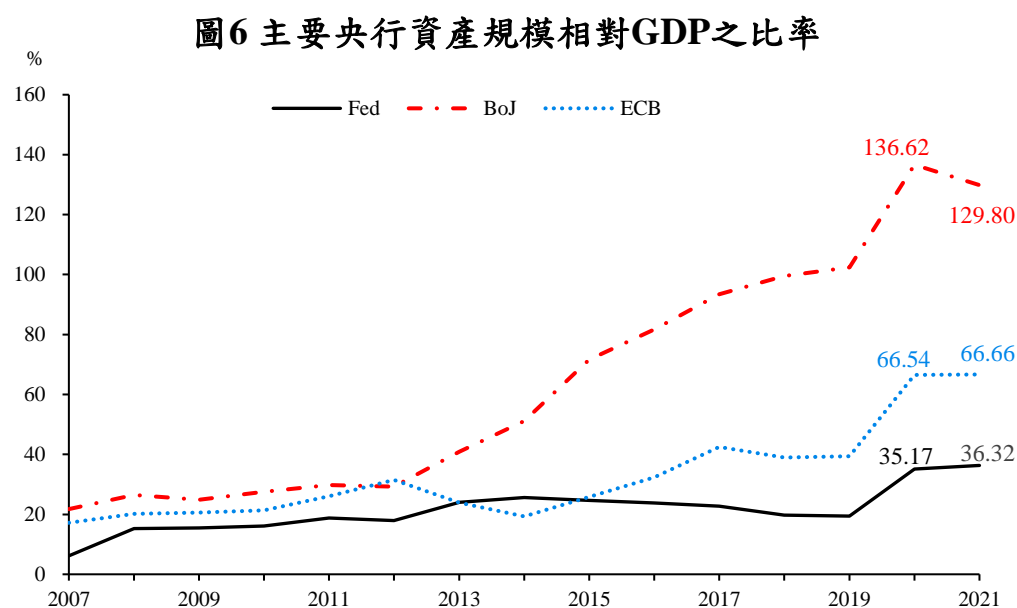
<sup>1</sup> 美國疾病管制暨預防中心(CDC)指出截至本年 8 月 3 日美國至少 1 劑疫苗接種率已逾 70%，歐盟執委會說明截至 8 月 31 日接種 2 劑疫苗之歐盟成人約占 7 成。

### 3. 主要經濟體推出大規模擴張性財政政策與寬鬆性貨幣政策因應疫情衝擊，有助全球需求回溫

- 為因應疫情衝擊，截至本年7月初，主要經濟體推出之**財政激勵方案**總規模已達 16.5 兆美元<sup>2</sup>，持續支撐受疫情影響的家庭及企業，**政府債務相對 GDP 比率伴隨攀升**，預期全球政府債務相對 GDP 比率將由 2019 年之 83.7% 上升至本年的 98.8%(圖 5)。
- Fed、ECB、BoJ 等主要央行持續大規模購債以支撐經濟復甦，上年**資產規模相對 GDP 比率**升至歷史新高，分別為 35.17%、66.54% 與 136.62%(圖 6)。



資料來源：IMF Fiscal Monitor (2021/7)



資料來源：Refinitive Datastream

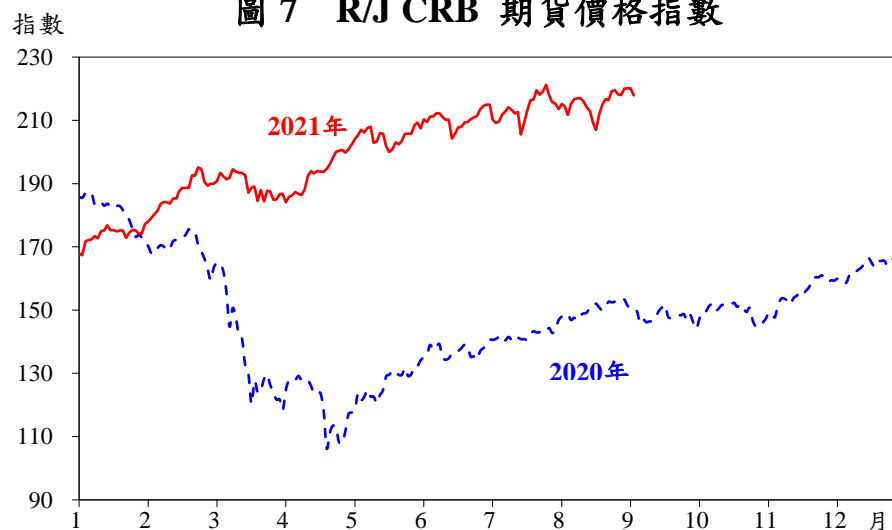
8月底

<sup>2</sup> 例如本年8月美國續推出 3.5 兆美元財政預算計畫與 1 兆美元基礎建設方案；歐盟推出規模 7,500 億歐元之下世代歐盟復甦基金(NGEU)於本年7月開始運作；日本亦通過 2021 財政年度近 1 兆美元之預算案。參考 IMF (2021),“Fault Lines Widen in the Global Recovery,”World Economic Outlook Update, Jul. 27。

#### 4. 在供需失衡下，國際原物料等商品價格上揚，加以低基期因素，亦帶動近期通膨攀升

- 在全球需求大幅提升下，原油等**國際原物料**，以及 IC 等**關鍵零組件**，**價格均呈上揚**。
  - 上年 10 月以來，代表整體國際商品價格之 **R/J CRB 期貨價格指數**大幅上揚(圖 7)；本年迄今，該指數明顯高於上年同期水準。
  - 半導體市場研究機構 IC insights 預測，由於出貨量攀升，本年 **IC 市場**可望成長 24%，**售價**面臨**上漲壓力**。
- 由於國際航運面臨**塞港**、**缺櫃**等問題，**運輸成本大增**。
  - 疫情及防疫措施衝擊全球供應鏈，並造成全球運輸調度困難，自上年 6 月迄今(9 月 16 日)，**航運運費**飆升，以**波羅的海綜合指數(Baltic Dry Index)**為例，**漲幅超過 711%**(圖 8)。
  - 根據海運諮詢機構 Drewry 編製之世界貨櫃運價指數(World Container Index)，本年以來 40 呎標準**貨櫃**平均運費約 6,498 美元<sup>3</sup>，遠**高**於過去 5 年平均之 2,260 美元。

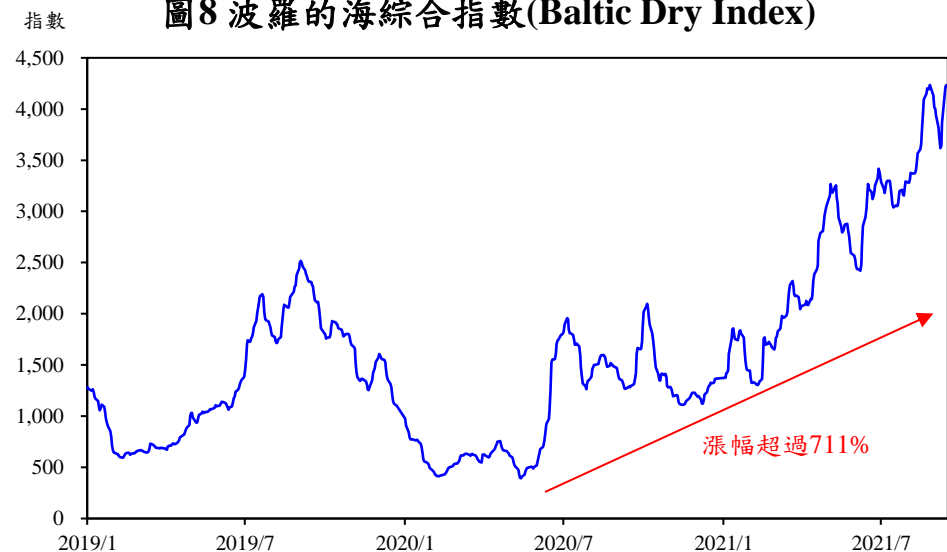
圖 7 R/J CRB 期貨價格指數



註：R/J CRB 期貨價格指數係由能源、穀物、牲畜、貴金屬、工業用金屬及軟性商品等 6 大類，共 19 種商品期貨價格編製而成。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖 8 波羅的海綜合指數(Baltic Dry Index)



註：波羅的海綜合指數為散裝原物料的航運運費指數，由數條主要航線的即期運費加權計算而成。

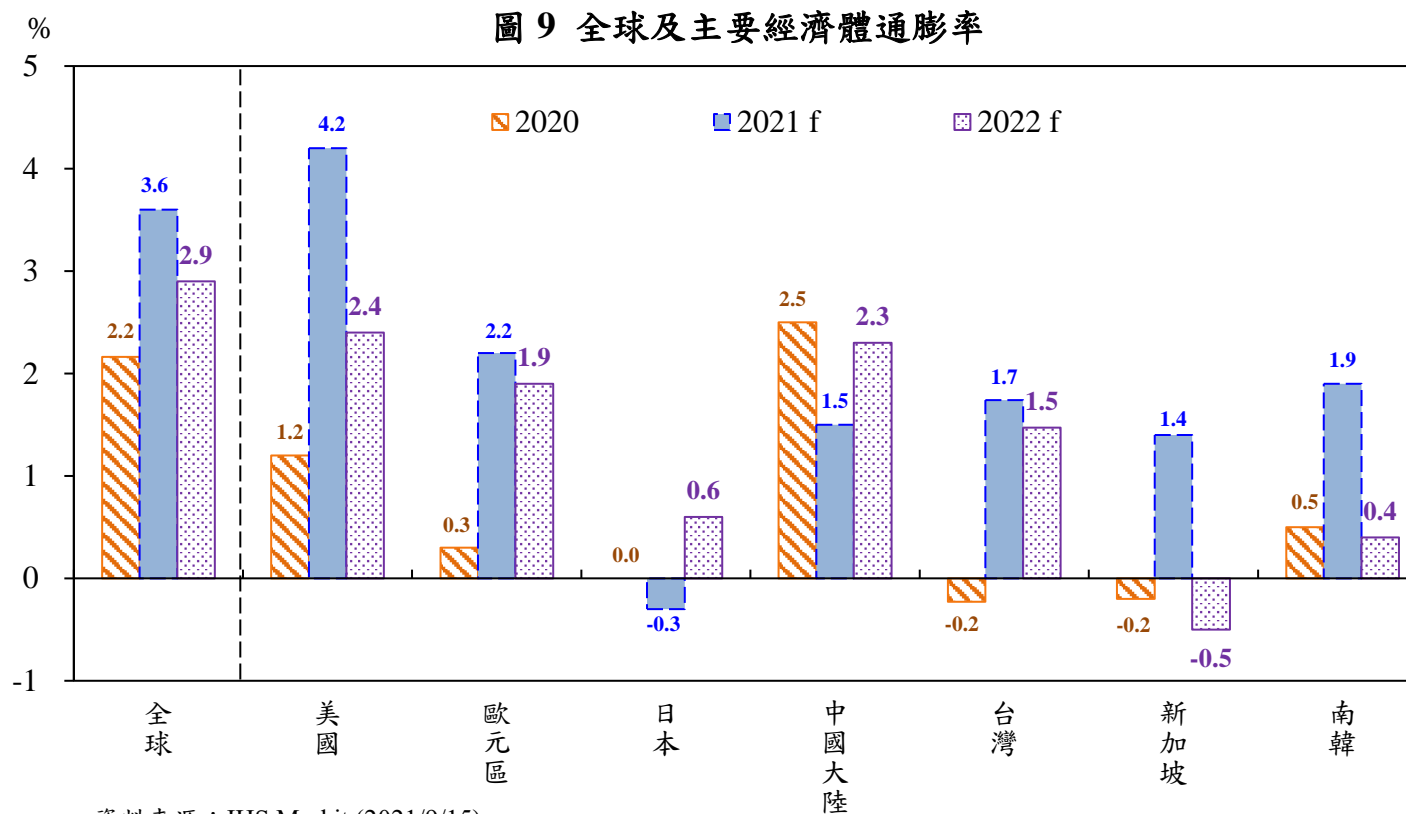
資料來源：Bloomberg

<sup>3</sup> 至本年 8 月 26 日。

□ 前述供需失衡因素，加以主要經濟體大規模經濟刺激措施，與上年**基期較低**等效果，促使**主要經濟體通膨明顯升溫**(圖 9)。

- 本年以來，**全球及美國、歐元區**等主要經濟體通膨率大幅上升；其中，美國全年通膨率預測值明顯高於近年均值。
- 惟日本因電信公司配合政策大幅**調降通訊費**、中國大陸則因上年豬肉價格大漲而使**基期**偏高，致兩國通膨相對其他經濟體低。

□ 近期研究機構多預測，**明年主要經濟體通膨率多走緩**。



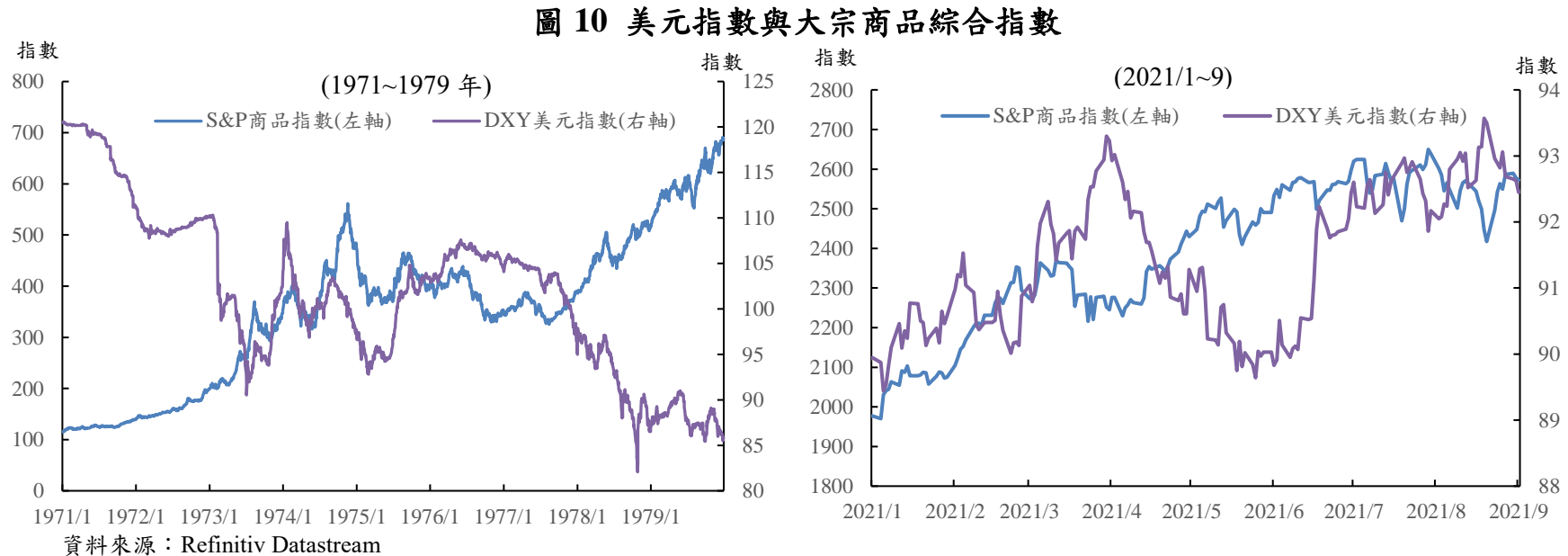
資料來源：IHS Markit (2021/9/15)

## (二)1970 年代發生之全球(尤其是美國)高通膨現象，與近期物價上揚原因不盡相同

有論者認為<sup>4</sup>當今超寬鬆貨幣政策與擴張性財政政策，加上原油等原物料價格上漲，造成供給面衝擊，可能引發 1970 年代式的**停滯性通膨**(1970s-style stagflation)，亦即高通膨與經濟衰退並存的情況。且該論者認為，實際上，目前的風險可能較當時更大。惟深入比較，本年以來美、歐等經濟體通膨升溫之原因與 1970 年代並不完全相同。

### 1. 由於國際貿易多以美元計價，當美元貶值，相關商品價格易呈上漲

- 1971 年，由於美國財政與貿易赤字擴大，全球對美元失去信心，美國總統尼克森乃宣布暫停美元與黃金的兌換，此舉也等於宣告布列敦森林體系之固定匯率制度結束，進入浮動匯率美元本位制度，進而導致 70 年代美元指數長期大貶(圖 10 左)。
- 由於國際貿易多以美元計價，當美元貶值，大宗商品價格隨之呈上漲趨勢。反觀近月國際美元大致走強，大宗商品價格則未再進一步攀升(圖 10 右)。

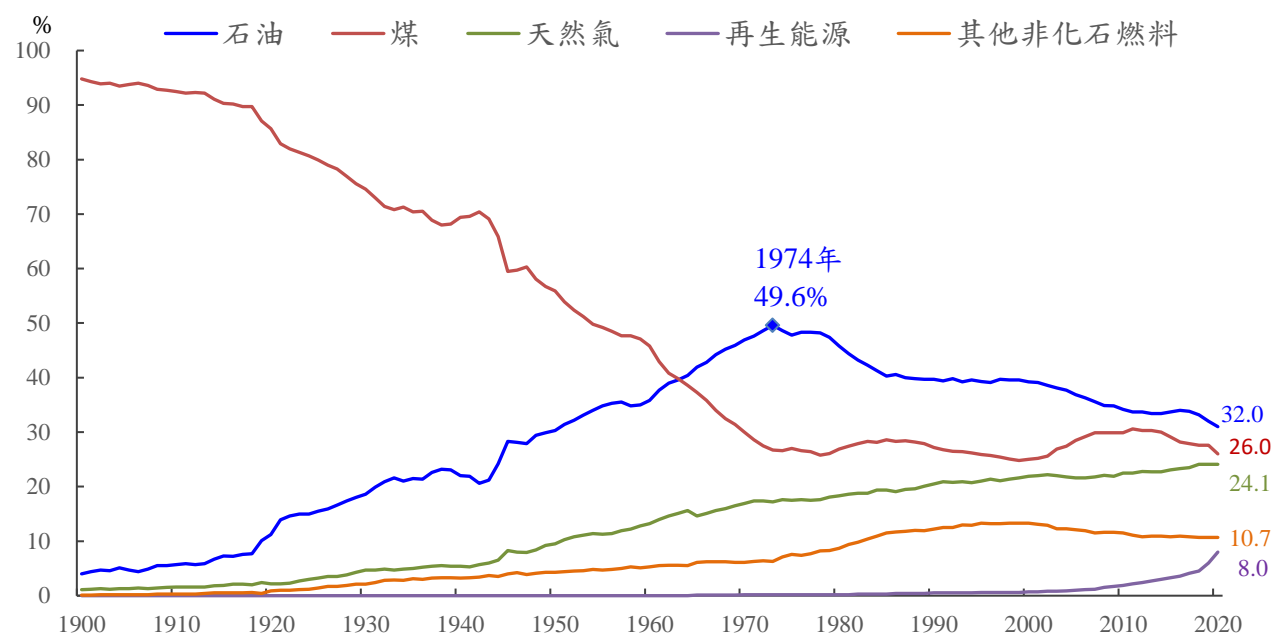


<sup>4</sup> 詳 Roubini, Nouriel (2021), "The Looming Stagflationary Debt Crisis," *Project Syndicate*, Jun. 30.

## 2. 兩次石油危機皆造成原油價格飆漲，衝擊生產活動，進而推升民生物價

- 1970 年代中期全球能源使用量以**石油**之占比最大，約 49.6%(圖 11)，加以先進經濟體之產業結構以製造業為主，**對能源需求遠高於服務業**，故能源價格影響總體經濟活動甚鉅。
  - 1970 年代石油危機<sup>5</sup>帶動能源成本增加，從供給面推升食物與能源類商品價格，引發通膨。
- **近年**全球經濟對**石油依賴**逐漸**降低**，取而代之的是**天然氣與再生能源**占比逐年上升。長期而言，石油價格波動對物價影響已較 1970 年時期為低。

圖 11 全球各類能源使用占比



資料來源：BP database

<sup>5</sup> 1973 年 10 月以、阿爆發第 4 次中東戰爭，波斯灣產油國家大幅提高油價，由每桶 3 美元漲至 12 美元，引發全球第 1 次石油危機。1973 年 OPEC 原油價格年增率高達 159.3%，1974 年則為 84.3%。1979 年伊朗政變，加以兩伊關係緊張，暫停石油輸出而引發第 2 次石油危機，國際油價由每桶 14 美元上漲至 35 美元，1979 年 OPEC 原油價格年增率達 123.9%。



### 3. 當年 Fed 為配合尼克森總統的經濟政見，維持寬鬆貨幣政策，加劇通膨升溫

- 1969 年尼克森首任總統後，即關注美國經濟能否維持榮景，以利其 1972 年的總統選舉連任，故曾數次透過時任 Fed 主席 Arthur Burns，影響當時貨幣政策之決定<sup>6</sup>。
  - 在 1971 年與 1972 年，當美國勞動市場接近自然失業率且存在通膨壓力的情況下，Fed 仍採行寬鬆貨幣政策（重貼現率下降與 M2 成長率上揚），以推升 GDP 成長率，惟此舉也埋下日後高通膨的根源(表 1)。
- 一般咸認，近年 Fed 之獨立性與透明度明顯優於以往，且當前 Fed 有較大的政策空間及與外界保持良好溝通，應可有效控制通膨情勢，並穩定市場通膨預期<sup>7</sup>。

表 1 1970 年代初美國政策利率與各項經濟

單位：%

期間	重貼現率	M2 成長率	失業率	GDP 成長率	核心 CPI 年增率
1970	6.0	3.9	4.9	0.2	6.2
1971	4.9	12.1	6	3.3	4.7
1972	4.5	12.4	5.6	5.3	3.1
1973	6.4	9.7	4.9	5.6	3.5
1974	7.8	5.9	5.6	-0.5	8.2

資料來源：FRED database, Federal Reserve Bank of St. Louis

<sup>6</sup> 詳 Abrams, A. Burton (2006), "How Richard Nixon Pressured Arthur Burns: Evidence from the Nixon Tapes," *Journal of Economic Perspective*, 20(4), pp.177-188. ; Delong(1998),"The Shadow of the Great Depression and the inflation of the 1970s," *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*.

<sup>7</sup> 詳 Krugman, Paul (2021),"How Not to Panic About Inflation," *The New York Times*, March.22. ; Shalal, Andrea (2021), "IMF Economist Sees Only 'Transitory' Bump in Inflation from U.S. Stimulus," Reuters, Mar. 20.

#### 4. 1970 年代影響美國物價變動之部分結構性因素與今日不同<sup>8</sup>

- 1970 年代薪資與物價的關聯程度較高；反之，當前薪資與物價的相關程度不若當時。
- 菲利浦曲線的斜率顯示，相較於 1970 年代較為陡峭，1985 年以後呈平坦化現象(圖 12)。
- 1970 年代並未有制約通膨預期的歷史，直到 1979~1983 年，Fed 才在當時主席 Paul Volcker 主導下，採取強力措施抑制通膨<sup>9</sup>；反之，自 2000 年以來，長期通膨預期的定錨則相當穩定(圖 13)。
- 一般而言，企業具有商品訂價權，但相較於 1970 年代，目前企業需要較長的時間決定是否調整價格。

圖 12 美國的菲利浦曲線

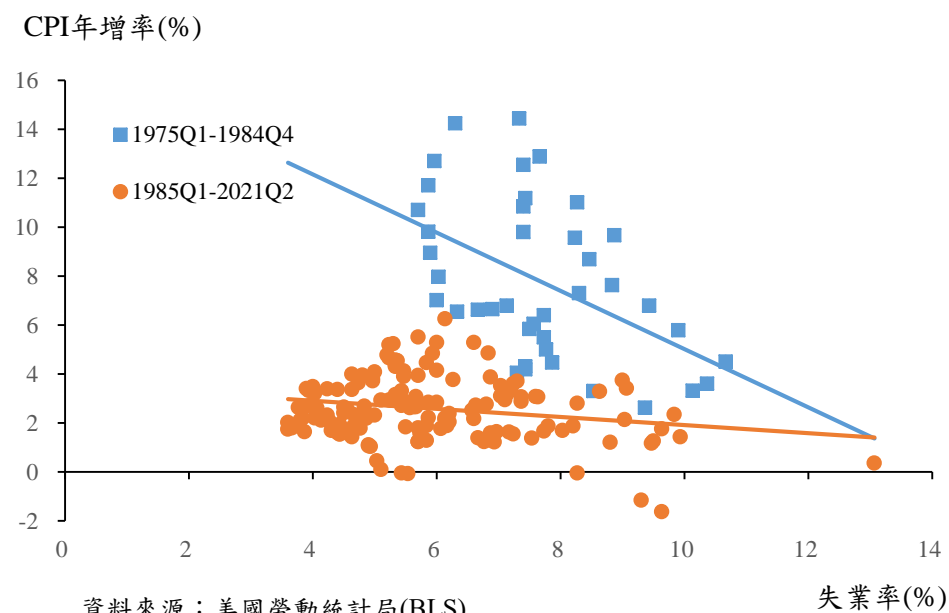
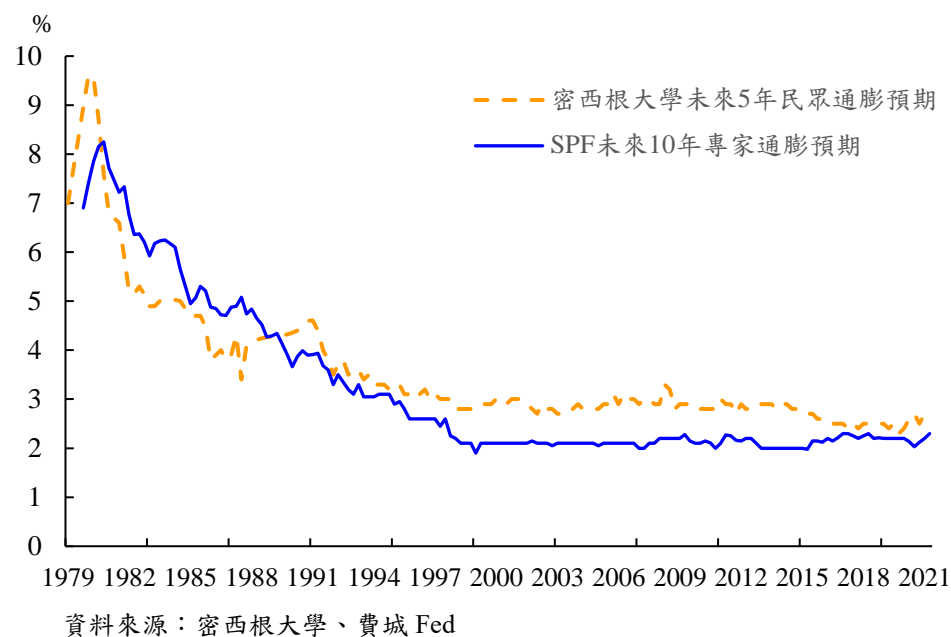


圖 13 美國長期通膨預期



<sup>8</sup> 詳 Health, Michael (2021), "BOE's Mann Says Global Inflation Today is Different from 1970's," *Bloomberg*, Sep. 6.

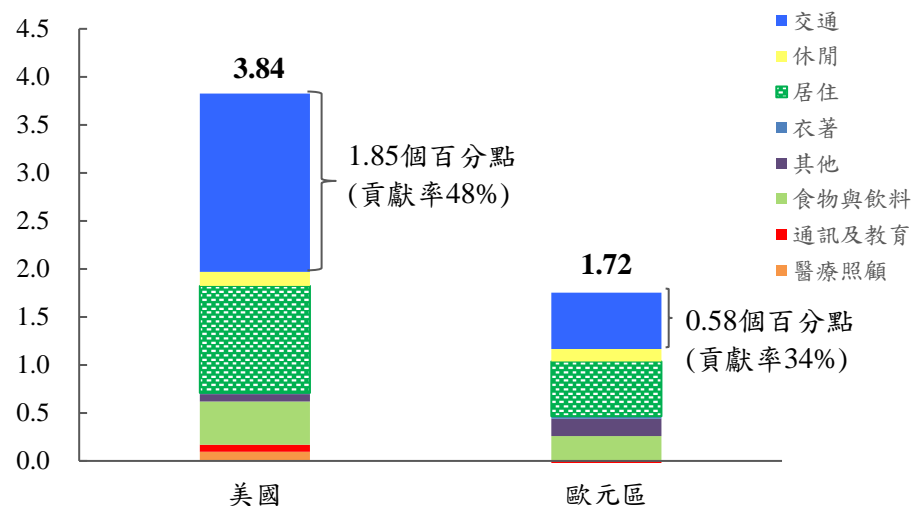
<sup>9</sup> 詳 Reis, Ricardo (2021), "Losing the inflation anchor", BPEA Conference Draft, September 8, 2021.

### (三) 隨著經濟活動逐步回歸正常，主要經濟體通膨率可望漸次回降

#### 1. 近期通膨升溫僅限於特定商品價格走揚，且渠等漲幅未進一步擴大

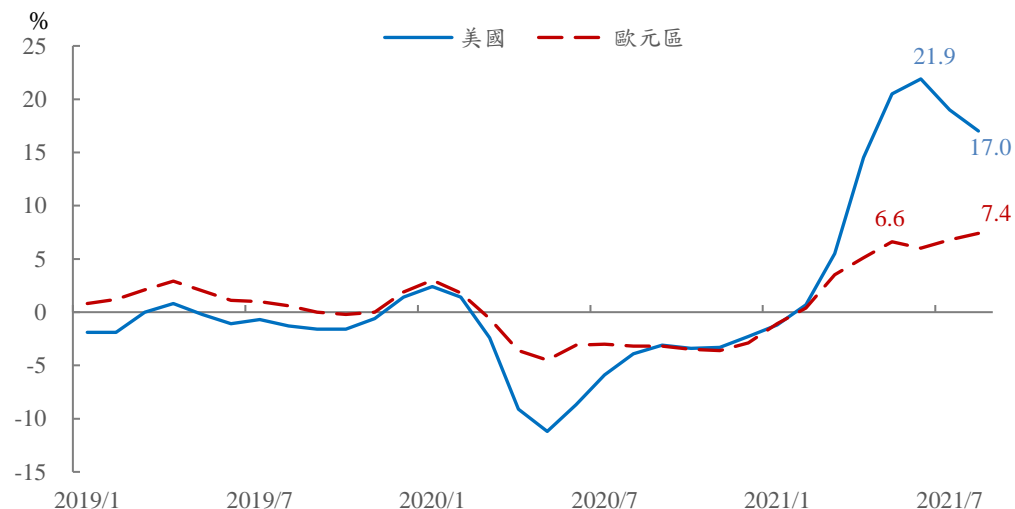
- 以美國與歐元區為例，本年 1~8 月通膨率升抵**近年同期高點**，主要係來自**交通類物價上揚**(圖 14)，部分品項亦有受**上年低基期**之影響。
  - 交通類物價包含油料費、汽車價格等，而本年油價大漲<sup>10</sup>，以及經濟解封帶動旅遊需求，刺激汽車消費市場，加上車用晶片缺料，推升二手車需求<sup>11</sup>，促使交通類物價對美國與歐元區通膨之貢獻率高達 48% 與 34%。
- 近月美國交通類物價年增率已趨緩，歐元區則未明顯攀升(圖 15)，且主要機構預測明年油價與本年相近，故相關商品價格變動**可望回到長期平均趨勢**<sup>12</sup>。

圖 14 本年 1~8 月美國與歐元區通膨率之貢獻度



註：美國為 CPI 年增率、歐元區為 HICP 年增率。  
資料來源：美國勞動統計局(BLS)、歐洲統計局(Eurostat)

圖 15 美國與歐元區交通類物價年增率



資料來源：美國勞動統計局(BLS)、歐洲統計局(Eurostat)

<sup>10</sup> 油料費對美國與歐元區通膨率分別貢獻 1.13 與 0.48 個百分點。

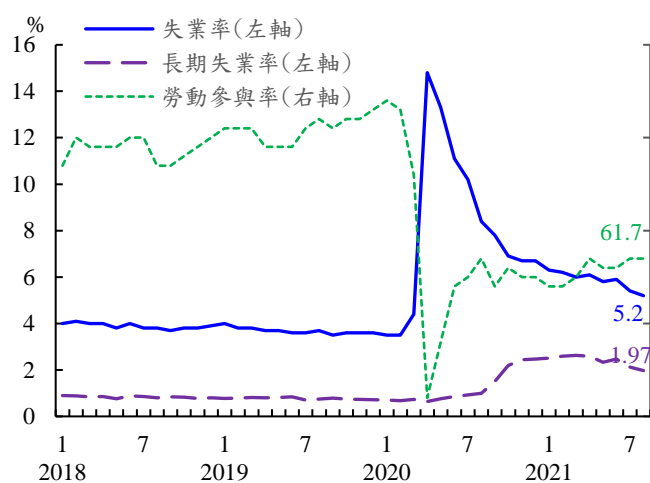
<sup>11</sup> 美國 1~8 月新車價格年增率平均為 3.57%，為近 10 以來同期新高。美國租車業者 Hertz (HTZ-US) 去年 5 月因疫情衝擊，聲請破產保護，致去年同期二手車供給大幅增加，拉低價格，本年 1~8 月美國二手車及卡車類價格上漲 24.0%。1~8 月汽車(含二手車)價格上漲對美國與歐元區通膨率分別貢獻 0.80 與 0.08 個百分點。

<sup>12</sup> 詳 IMF (2021), "World Economic Outlook: Managing Divergent Recoveries," Apr.。

## 2. 勞動市場尚未完全恢復，且低通膨之結構性因素亦未消退，皆有助緩解近期通膨壓力

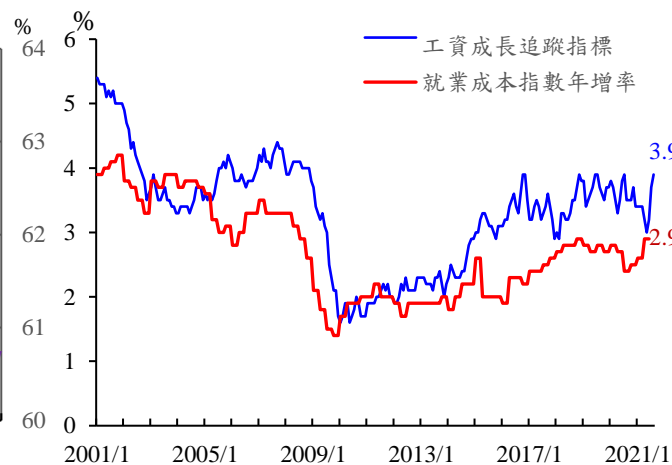
- 從失業率、勞動參與率等數項勞動市場指標觀察，本年8月，美國失業率已降至5.2%，係疫情後低點；惟**長期失業率仍居高**，加以**勞動參與率的復甦尚不理想**(圖16)，**勞動市場尚未完全恢復**。
- 儘管美國目前工資正在上漲，但速度並不比通膨或生產力快，漲幅仍正常，且若干廣泛工資指標顯示，**工資上漲速度似與 Fed 的長期通膨目標一致**(圖17)。
- Fed 主席 Powell 認為，目前勞動市場狀況持續改善，惟仍屬混亂，薪資上漲速度似與 Fed 的長期通膨目標一致，並無薪資上揚可能造成過度通膨的證據<sup>13</sup>。未來迨經濟持續成長，人力可能陸續重返就業市場，有助勞動市場逐步恢復正常，並降低**薪資-物價盤旋上升(wage-price spiral)**之可能性。
- 歐元區**失業率尚未降至疫情前水準**，且薪資漲幅未逾歷史均值(圖18)，歐元區**勞動市場亦仍未完全恢復**。

圖 16 美國失業率與勞參率



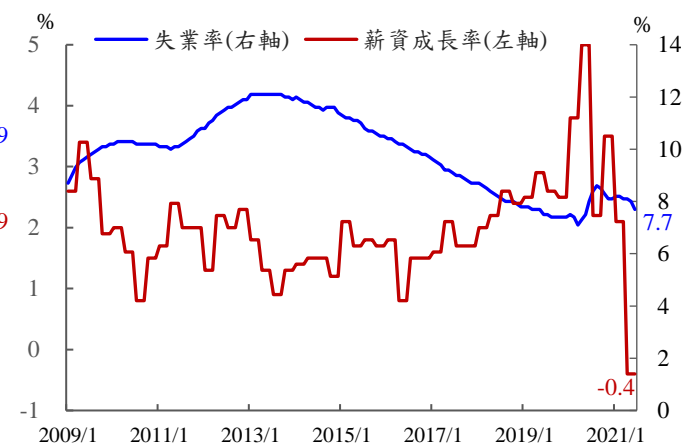
資料來源：FRED database, Federal Reserve Bank of St. Louis

圖 17 美國工資成長率



資料來源：美國勞工統計局(BLS)、Federal Reserve Bank of Atlanta

圖 18 歐元區失業率與薪資成長率



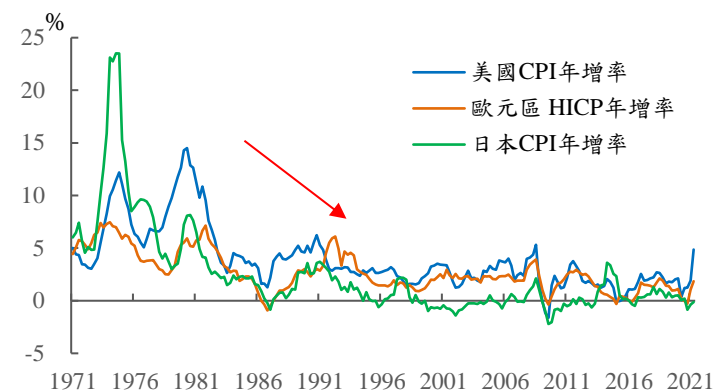
資料來源：歐洲統計局(Eurostat)

<sup>13</sup> Powell, Jerome H. (2021), "Monetary Policy in the Time of COVID," Speech at the 2021 Jackson Hole Economic Symposium hosted by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Aug. 27.

□ 諸多**低通膨的結構性因素**仍具有抑制物價大幅上漲之效果，且**不易在短期內消失或反轉**(圖 19)：

- **勞動節約**透過自動化機器(包含機器人)取代勞動力，使經濟運作所需的勞動力減少<sup>14</sup>；**勞動連結**則透過數位科技，雇主得透過開放的網路平台與受雇者產生連結，使勞動供給不受地域限制<sup>15</sup>。這些創新型式，可**提高勞動力使用之彈性**，促成全球生產結構改變，使**薪資相對不易上揚**，有助抑制物價上漲效果。
- 後疫情時代**供應鏈之調整**，採橫向區域性之更多元生產方式與組合，使生產元件更貼近供貨市場<sup>16</sup>，將增強**供應鏈韌性**，長期應有助**緩解類似目前因供應鏈中斷造成之通膨壓力**。
- **人口結構老化**為全球長期趨勢，**不利於總合需求成長**，減少物價攀升之壓力<sup>17</sup>；且因**各年齡層之消費行為不同**，人口結構老化對通膨具負向影響<sup>18</sup>，**日本經驗即為實例**。
- **物流系統革新**(如量販及電子商務興起<sup>19</sup>)使供給面成本下降，抑低物價漲幅。

圖 19 美歐日通膨走勢



註：歐元區資料由 1997 年開始，之前的資料由德國資料代替。  
資料來源：FRED database, Federal Reserve Bank of St. Louis、歐洲統計局(Eurostat)

<sup>14</sup> Acemoglu, D. (2010), "When Does Labor Scarcity Encourage Innovation?" *Journal of Political Economy*, 118(6), 1037-1078.

<sup>15</sup> Basu, K. (2016), "Globalization of labor markets and the Growth Prospects of Nations," *Journal of Policy Modeling*, 38(4), 656-669.

<sup>16</sup> 如 Dell 在全球設置裝配廠，要求元件供應商將庫存設在裝配廠附近，就近為各市場提供接單生產服務。Shih, Willy C.(2020), "Global Supply Chains in a Post-Pandemic World," *Harvard Business Review*, September.-October, 82-89.

<sup>17</sup> 另有學者認為，人口結構老化恐減少勞動力，且去全球化趨勢恐增加通膨壓力。詳 Goodhart, C., and M. Pradhan (2020), *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and Inflation Revival*. Switzerland: Palgrave Macmillan.。

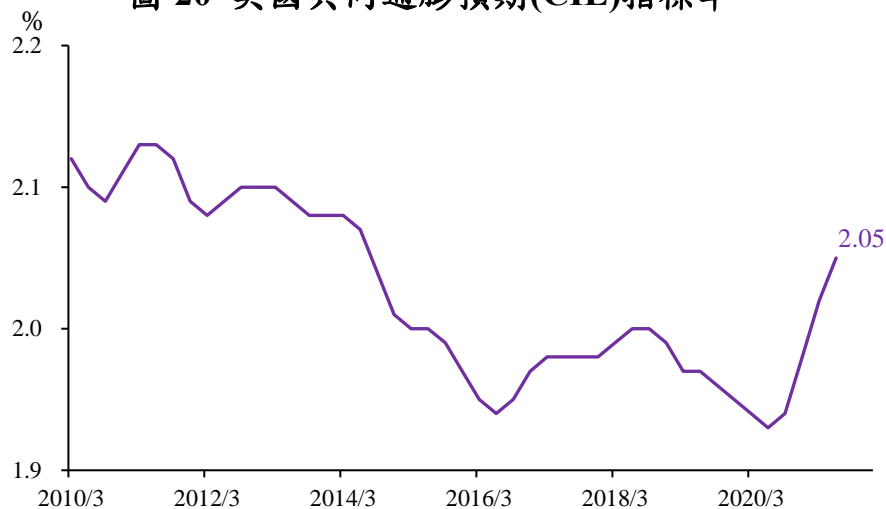
<sup>18</sup> 詳 Bullard, J., Garriga, C., Walker, C. (2012), "Demographics, Redistribution, and Optimal Inflation," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 94(6), 419-439；Albuquerque, P. C., J. Caiado, A. Pereira (2020), "Population Aging and Inflation: Evidence from Panel Integration", *Journal of Applied Economics*, 23(1), 469-484.。

<sup>19</sup> 如亞馬遜等電商興起使價格競爭加劇，迫使實體商店壓低利潤與售價以保持競爭力，因而使通膨率維持在低點，詳 Alberto Carvallo (2018), "More Amazon Effects: Online Competition and Pricing Behaviors," NBER, *Working Paper No. 25138*, October 2018.。

### 3. 長期通膨預期大致持穩，未見貨幣政策對其定錨效果有明顯鬆動之跡象

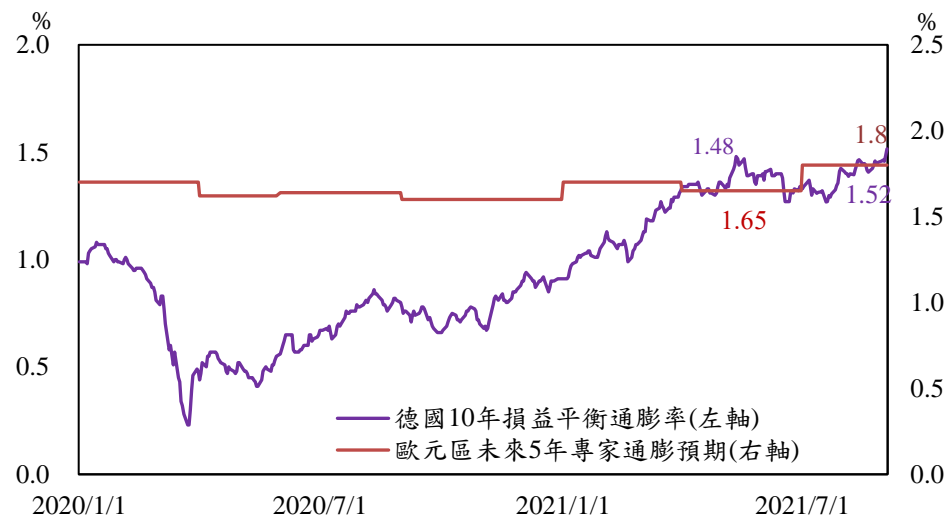
- Fed **共同通膨預期**(common inflation expectations, CIE)指標<sup>20</sup>顯示，自 2014 年起，美國通膨預期普遍下滑，當時通膨持續低於 2%；**目前**指標水準與 **Fed 2% 的長期通膨目標更為一致**(圖 20)。
  - **長期通膨預期**之 2.05%，明顯**低於短期通膨預期**(如 2021/9/20 之美國 2 年期損益平衡通膨率為 2.51%)，以及近期**實際通膨率**(如美國 7 月 PCEPI、8 月 CPI 年增率分別為 4.2%、5.3%)，代表家計部門、企業及市場參與者亦認為，目前的**高通膨數據可能僅屬暫時性**。
- **歐元區長期通膨預期調查**亦由 1.65%略升至 1.8%，惟仍**未及 ECB 通膨目標之 2%**，另德國 10 年期損益平衡通膨率近期呈區間波動走勢(圖 21)。

圖 20 美國共同通膨預期(CIE)指標率



資料來源：Fed

圖 21 歐元區通膨預期調查及德國 10 年期損益平衡通膨率



資料來源：Refinitive Datastream、ECB

<sup>20</sup> Fed 以 SPF(Survey of Professional Forecasters)之未來 10 年 PCE 通膨率預測值為基準，從主要通膨預期指標中(包含 30%以市場為基礎(market-based)及 70%以調查為基礎(survey-based)的指標，後者可分為針對民眾調查(30%)及專業人士調查(40%))，萃取出長期通膨預期資訊，編製成單一指標 CIE。

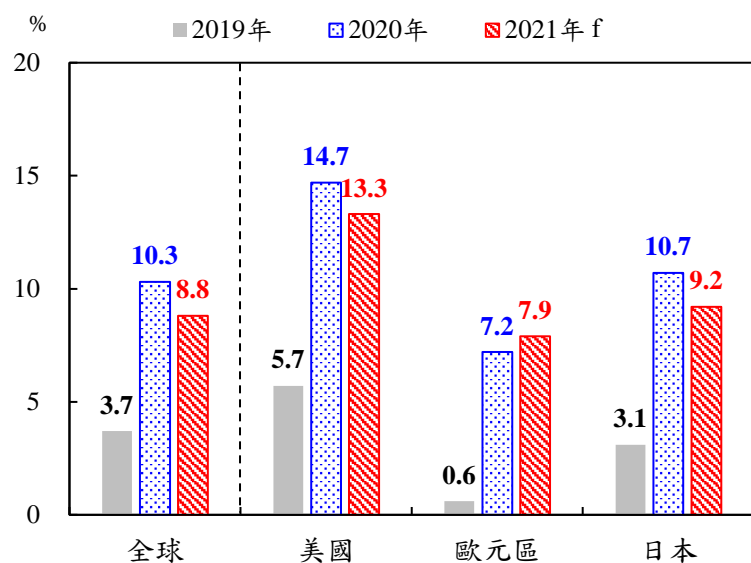
4. 隨著經濟復甦，主要經濟體紓困振興措施已逐步退場，且部分主要央行釋出將縮減資產購買規模之訊息；主要央行會密切關注最新數據發展，且應有足夠的政策工具因應通膨問題

□ 隨多國疫苗施打率上升，防疫措施逐步解封，主要經濟體的財政政策將轉向**中長期之基礎建設支出計畫**，**不再推行短期大規模的紓困振興措施**，**本年主要經濟體財政赤字對 GDP 比率可望回降**(圖 22)。

□ 部分主要央行釋出**縮減資產購買規模**之訊息(表 2)。

表 2 縮減資產購買規模之訊息

圖 22 主要經濟體財政赤字相對 GDP 比率



資料來源：IMF Fiscal Monitor (2021/7)

央行	資產購買規模之情形
<b>加拿大央行</b>	本年 4 月決議將每週購債規模由 40 億加幣 <b>調降</b> 至 30 億加幣，7 月更因經濟持續復甦且對前景信心增強而 <b>再次調降</b> 至 20 億加幣。
<b>澳洲央行</b>	7 月決議自 9 月起將每週購債規模由 50 億澳幣 <b>縮減</b> 至 40 億澳幣，惟 9 月經濟復甦受 Delta 變種病毒影響，決議延長 40 億澳幣購債規模至明(2022)年 2 月中。
<b>紐西蘭央行</b>	7 月決議停止「大規模資產購買(LSAP)計畫」。市場原預期該行 8 月極有可能升息，惟因實施全國封城而決議暫緩升息。
<b>Fed</b>	8 月 <b>Fed 主席 Powell</b> 認為目前經濟復甦進展若與預期相符，預期將於本年底前開始縮減購債。
<b>ECB</b>	9 月維持每月 200 億歐元資產購買計畫(APP)與總規模 1.85 兆歐元之因應疫情緊急購買計畫(PEPP)。惟依金融情勢及通膨前景的綜合評估，PEPP 淨購債速度將略低於前兩季，持續至少到明年 3 月底或 ECB 判斷疫情危機結束，PEPP 到期債券本金再投資至少持續到 2023 年底。

#### (四)結論

1. 物價由總供需(AD、AS)決定，而**上年供需失衡造成該年物價基期較低**，復以**本年以來總需求恢復程度大於總供給**，以致**近期主要經濟體通膨率顯著攀升**。
  - 上年疫情蔓延前，總供給與總需求大致平衡，物價走勢平穩。隨著疫情擴大，各國採取嚴格的防疫封鎖措施，衝擊市場供需，且**總需求衰退幅度大於總供給**，以致**物價走勢明顯放緩**，進而**形成低基期效果**。
  - 本年以來，隨各國經濟逐漸重啟，**遞延需求開始回補**，加以**主要經濟體大規模經濟激勵政策**，使得**全球需求顯著回升**，惟**供應鏈瓶頸仍存**，以致**總需求成長幅度遠大於總供給**，造成**物價大幅上揚**。
2. 1971年布列敦森林體系崩潰，美元大貶，加以兩次石油危機，推升大宗商品價格暴漲，繼之 Fed 不合宜之貨幣政策，引發通膨飆升，經濟衰退，致**1970年代美國發生兩次停滯性通膨**。外界多擔心當年的停滯性通膨可能捲土重來，然而，**近期物價上揚與當年相比，成因不盡相同**，且目前 Fed 應有能力處理物價壓力。
3. 主要研究機構與多國央行認為目前**通膨升溫仍屬暫時性現象**，隨經濟活動漸次**回歸正常**，**暫時性因素逐漸消失**，加上**主要經濟體紓困措施已逐步退場**且多釋出**縮減資產購買規模**之訊息，以及薪資上漲壓力溫和，低通膨之**結構性因素**不易在短期內消失，近期**主要經濟體之長期通膨預期持穩**，研究機構多預測**主要經濟體通膨逐漸回降**。
4. 央行須在棘手的通膨發展中，**辨識出何者屬暫時性的通膨攀升**，且**政策之施行不宜太早或太晚**。若央行為因應暫時性現象而緊縮政策，當其效果開始浮現，**實際通膨早已回降**，反而推升失業率與減緩經濟成長，並可能使通膨率低於政策目標。對此，Fed 主席 Powell 曾提出**美國過去 2 個經驗**，可作為各國央行因應通膨之重要參考：
  - **1950年代** Fed 對暫時性通膨採緊縮性貨幣政策，其政策效果的遲滯性反損及之後的經濟表現。
  - **1970年代** Fed 輕忽能源與食物價格飆漲對推升民眾通膨預期之影響，以致高通膨現象持續至 1980 年代初期。
5. 針對未來通膨發展，**央行應密切關注最新數據與風險變化**。若持續高通膨造成嚴重問題，**主要經濟體央行應有足夠的政策工具回應**(如進一步減少資產購買金額、調升政策利率、縮減央行資產負債表規模等)，俾確保通膨與目標水準一致。