



# 中央銀行理監事聯席會議 會後記者會簡報



110.9.23

# 壹、本次理事會政策考量因素

# A、調整本行選擇性信用管制措施

## 考量因素

一、銀行不動產貸款增幅仍大

二、為避免過多信用資源流向不動產市場，有必要採取預防性措施，進一步控管金融機構不動產授信  
風險

## 修正重點說明

- (一) 自然人持有2戶購屋貸款者續增，且主要集中在特定地區，規範無寬限期，有助降低借款人過度運用財務槓桿，並強化銀行授信風險控管
- (二) 近月銀行建築貸款年增率仍高，主因購地貸款大增，購地貸款成數上限降為6成（保留1成動工後撥款），有助抑制購地貸款過度擴張
- (三) 配合購地貸款未動工興建之成數上限下調，工業區閒置土地抵押貸款成數上限降為5成；另除外條款之「一定期間」採一致性標準為1年，有助加速借款人辦理工業區閒置土地之興建開發

# 修正「中央銀行對金融機構辦理不動產抵押貸款業務規定」 (自2021.9.24生效)

		修正前	修正後	
公司 法人	購置住宅貸款	4成，無寬限期	維持不變	
自然 人	購置高價 住宅貸款	已有2戶以下房貸	5.5成，無寬限期	維持不變
		已有3戶以上房貸	4成，無寬限期	維持不變
	購屋貸款	特定地區 <sup>註</sup> 第2戶	未規範	無寬限期
		第3戶	5.5成，無寬限期	維持不變
		第4戶以上	5成，無寬限期	維持不變
購地貸款		6.5成(保留1成動工款) 檢附具體興建計畫	6成(保留1成動工款) 檢附具體興建計畫	
餘屋貸款		5成	維持不變	
工業區閒置土地抵押貸款		5.5成，合於以下條件之一者除外： ● 抵押土地已動工興建開發 ● 借款人檢附抵押土地具體興建開發計畫，並切結於一定期間內動工興建開發	5成，合於以下條件之一者除外： ● 抵押土地已動工興建開發 ● 借款人檢附抵押土地具體興建開發計畫，並切結於1年內動工興建開發	

註：包括臺北市、新北市、桃園市、臺中市、臺南市、高雄市、新竹縣及新竹市。

# B、政策利率

## 考量因素

一、國際因素

二、國內因素

## 一、國際因素

(一)隨肺炎疫苗接種漸普及，全球經貿活動復甦，國際油價走高，**全球面臨通膨升溫壓力**，部分央行(如**Fed與ECB**)考慮**縮減購債**

(二)惟主要經濟體仍維持寬鬆貨幣政策

1.**Fed維持政策利率不變，且持續購債，惟可能很快將放緩資產購買步伐**

—主席Powell表示，若就業進展如預期，縮減購債計畫最快或將於本(2021)年11月啟動，明(2022)年中結束，惟**縮減購債與升息時機並無直接關聯**。

—FOMC 18位委員中，9人預估在明年底前將升息。

2.**ECB維持政策利率及購債規模不變；未來因應疫情緊急購買計畫(PEPP)淨購債速度將略低於前兩季**，持續購債至少到明年3月底，或疫情危機結束為止，且PEPP到期債券本金再投資至少持續到2023年底。

3.**BoJ維持政策利率不變，且持續購債**。

4.人行7月15日起**全面調降金融機構存款準備率0.5個百分點**，**釋放長期資金約1兆人民幣**，以支持實體經濟發展與增進金融市場流動性。

## 二、國內因素

(一)本行上修本年經濟成長率至**5.75%**，預測明年經濟成長率為**3.45%**

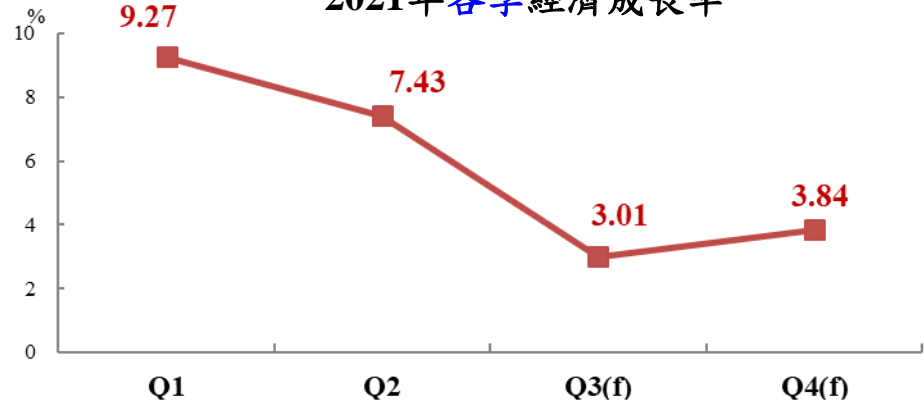
- 1.本年：上半年民間投資及輸出表現優於預期；下半年因比較基期墊高，經濟成長力道將減緩。預測全年經濟成長率為**5.75%**。
- 2.明年：全球景氣可望持續復甦、國內疫苗施打普及化，有助內外需穩健成長，惟受比較基期影響，預測經濟成長率為**3.45%**。

2021年、2022年經濟成長率

單位:%	
2021年(f)	2022年(f)
5.75 (5.08)	3.45

註：f:預測值；括弧內為本行6月預測值。  
資料來源:本行

2021年各季經濟成長率



註：f:預測值。

資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

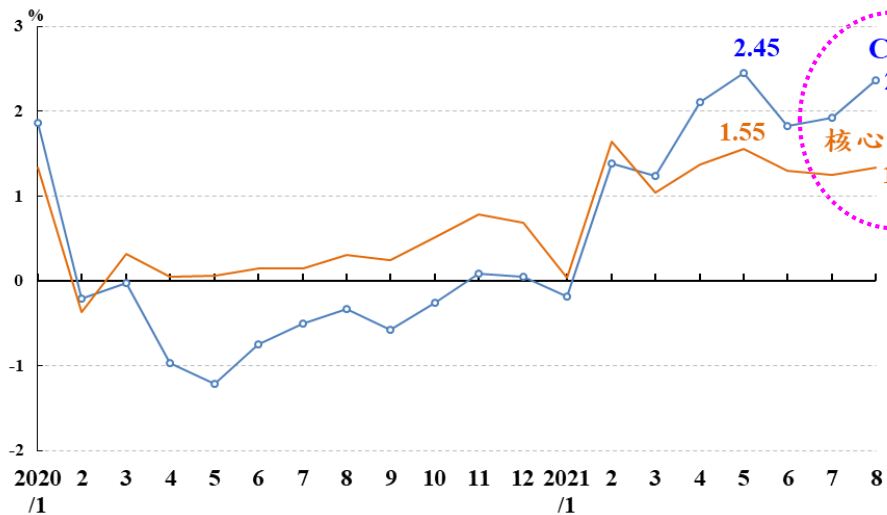


## (二) 本年通膨展望溫和

1. 近期受油價與天候影響，CPI年增率暫時性回升；核心CPI年增率將自第2季高點回降。

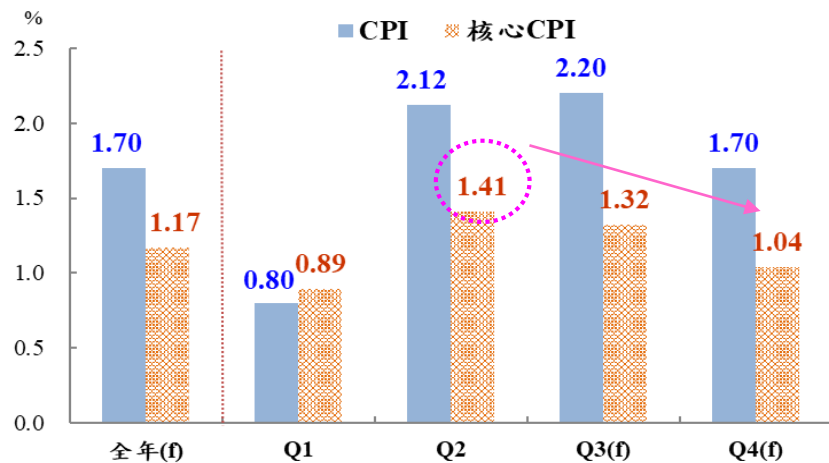
2. 本行預測本年CPI、核心CPI年增率分別為**1.70%**、**1.17%**。

CPI與核心CPI年增率走勢



資料來源：主計總處

本行對2021年CPI及核心CPI年增率之預測值



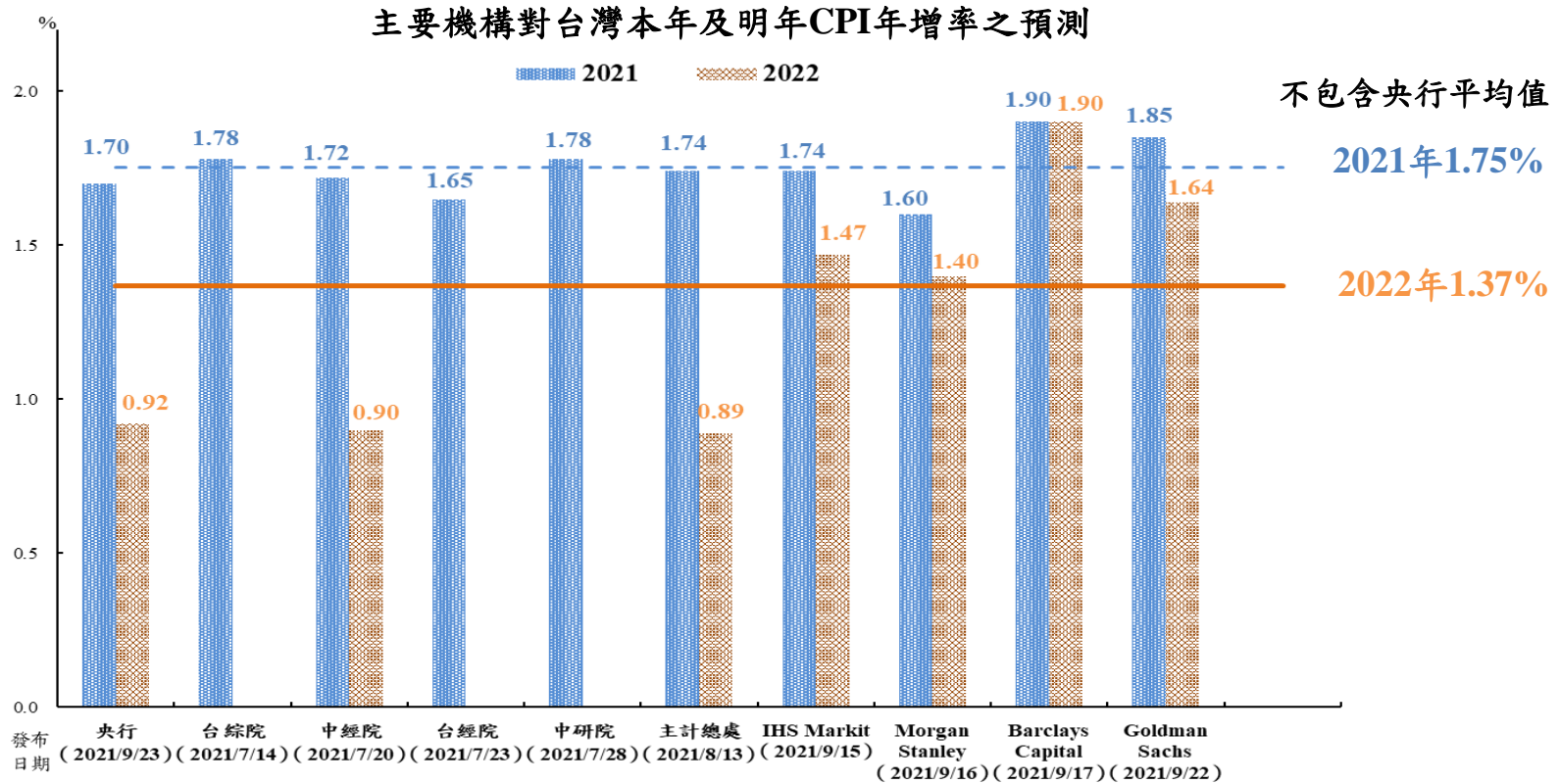
註：f:預測值。

資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

### (三) 預期明年CPI及核心CPI年增率皆回降至0.92%

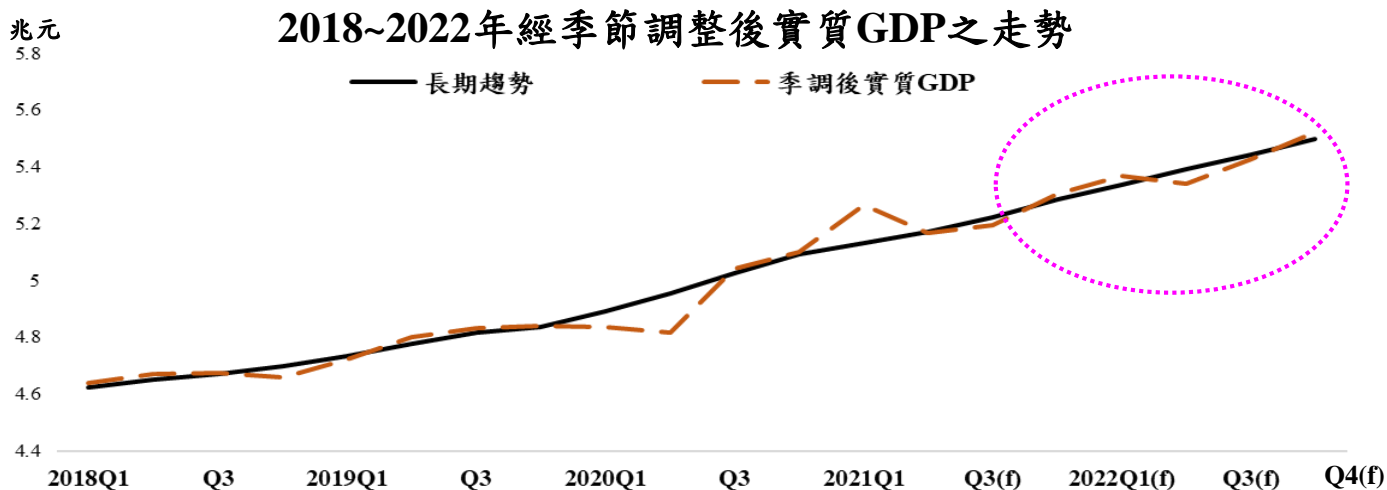
1.主因油價趨向平穩，通膨率回到中長期趨勢。

2.主要機構(不含央行)對明年CPI年增率預測值平均為1.37%，低於本年的1.75%。



#### (四)現階段台灣經濟並未過熱

1. 近期景氣擴張力道趨緩：如本年國發會8月發布之**景氣**同時指標與領先**指標**(皆不含趨勢)，分別**連續**4個月與6個月**走跌**。
2. 通膨仍屬溫和。
3. 就業情勢尚未完全回復：受疫情影響，**失業率**仍處**高檔**，內需型**服務業**(如住宿及餐飲業)受創嚴重，**就業人數**減少。
4. 預估2021年下半年與2022年各季**季調後實質GDP**未明顯偏離**長期趨勢**。



資料來源:本行

## (五)國內經濟前景之不確定性

### 肺炎疫情後續發展之不確定性與疫苗接種不均

- ❑ 變種病毒可能影響未來全球經濟復甦動能。
- ❑ 部分新興市場國家仍處於等待疫苗階段，使得疫情無法有效控制，造成各國經濟復甦力道不一，亦將制約全球經濟成長動能。

### 國際政經情勢變化， 影響全球經濟與金融穩定

- ❑ 美國與中國大陸的經貿政治紛擾未解。
- ❑ 美國撤離阿富汗後的中東情勢。
- ❑ 國際油價及原物料價格走勢等變化。

### 主要經濟體央行貨幣政策未來走向

- ❑ 隨全球景氣復甦及原物料價格上揚，**主要經濟體**的通膨壓力增加，調整貨幣政策步調與時程，將牽動未來國際資金流向，影響全球股匯債市穩定。

### 國內振興措施成效與管制鬆綁程度， 影響國內經濟成長

- ❑ 政府**振興消費措施**對民間消費成長的帶動效果。
- ❑ 警戒管制措施(如**邊境及餐飲業內用**管制、公共場所的總人數限制等)的鬆綁程度。

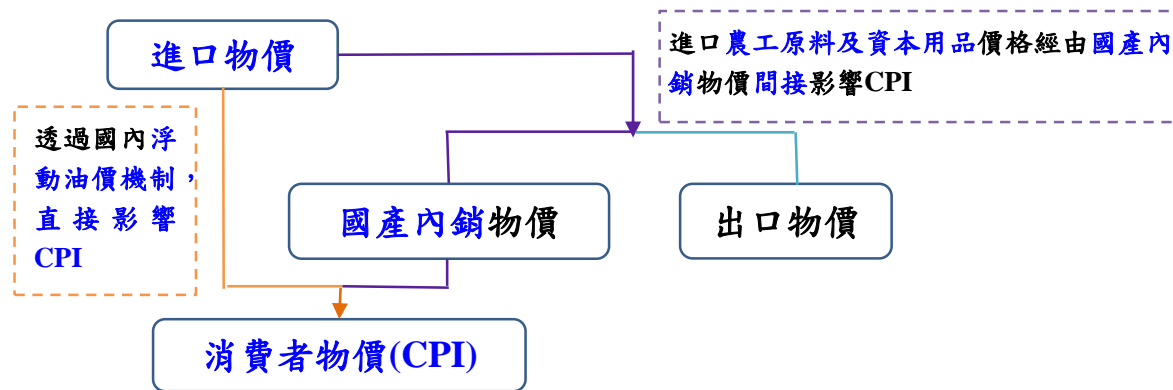
## 貳、近期國內通膨率走高，屬暫時性現象

一、上(2020)年受肺炎疫情影响，全球需求不振，原油等原物料價格大跌，進口物價跌10.23%，使CPI年增率降至-0.23%

二、本年肺炎疫苗施打漸普及，各國經濟活動重啓，全球需求明顯回溫，肺炎疫情亦導致供應鏈瓶頸問題，加以基期較低，油價大幅回升，進口物價漲幅大，致1-8月平均CPI年增率升為1.64%

	進口物價	國際油價	油料費	油料費影響CPI年增率	CPI年增率	核心CPI年增率
2020年	跌10.23%	跌39%	跌17.46%	降0.48個百分點	-0.23%	0.35%
2021/1-8	漲8.34%	漲51%	漲19.47%	升0.43個百分點	1.64%	1.18%

商品進口價格對國內物價的傳遞過程



### 三、近期通膨率居高，主要受國際油價與天候影響，加以基期較低，屬暫時性現象

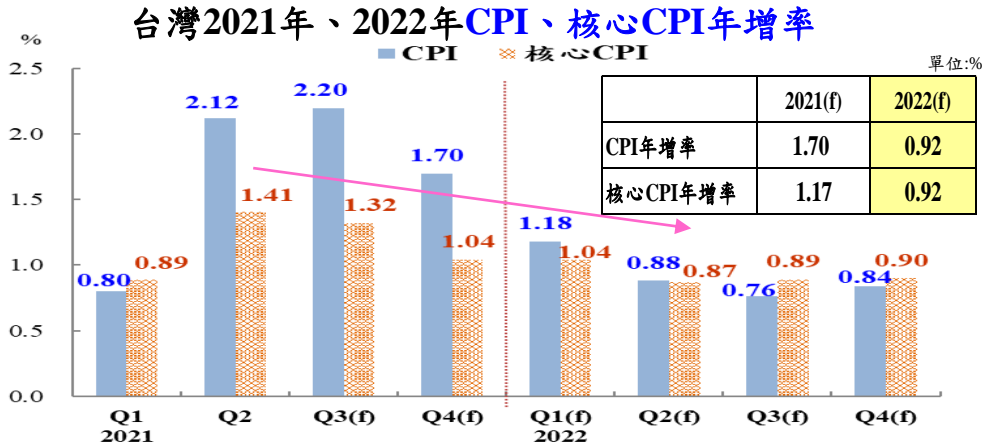
(一) 本年CPI年增率受天候干擾於第3季略升；核心CPI年增率將自第2季高點回降

(二) 明年CPI及核心CPI年增率同降：供應鏈瓶頸問題將舒緩，油價平穩

### 四、台灣通膨率長期維持低而穩定的結構性因素短期內不至於鬆動，通膨應無持續走升之虞

(一) Consensus 對本年台灣CPI通膨率預測值平均為1.7%，明年降為1.6%(央行與主計總處預測值皆低於1%)

(二) 台灣未來5年期通膨預期，Consensus預期由1.5%升為1.6%，IMF預期為歷來低檔1.4%



## 參、Fed主席對美國近期通膨看法



# 一、Fed主席Powell強調許多跡象顯示，目前美國通膨升高或屬暫時現象，其從下面5個角度評估通膨前景

## (一)目前尚未見到全面性通膨壓力

- 1.疫後經濟重啟所直接影響的小部分商品與服務係美國通膨飆升主因，如：  
耐久財、能源、旅館客房與機票等價格。
- 2.根據長期經驗，Fed認為這些情況對通膨的影響係屬暫時性。
- 3.Fed將持續關注通膨壓力是否廣泛蔓延至整個經濟。

## (二)高通膨項目的通膨趨緩

- 1.隨短缺情況緩解，物價升勢已開始趨緩，例如二手車及新車以外的耐久財。
- 2.隨著時間推移，這些耐久財的通膨似乎不太可能持續作為整體通膨上揚的重要因素。

### (三)工資

1. 若**工資成長持續明顯高於生產力成長及通膨**，企業便可能將其轉嫁予客戶，恐造成「**工資—物價盤旋**」(wage price spiral)。
2. 目前幾無工資上揚可能造成過度通膨的證據，若干廣泛工資指標顯示，工資上漲速度與Fed長期通膨目標尚屬一致。

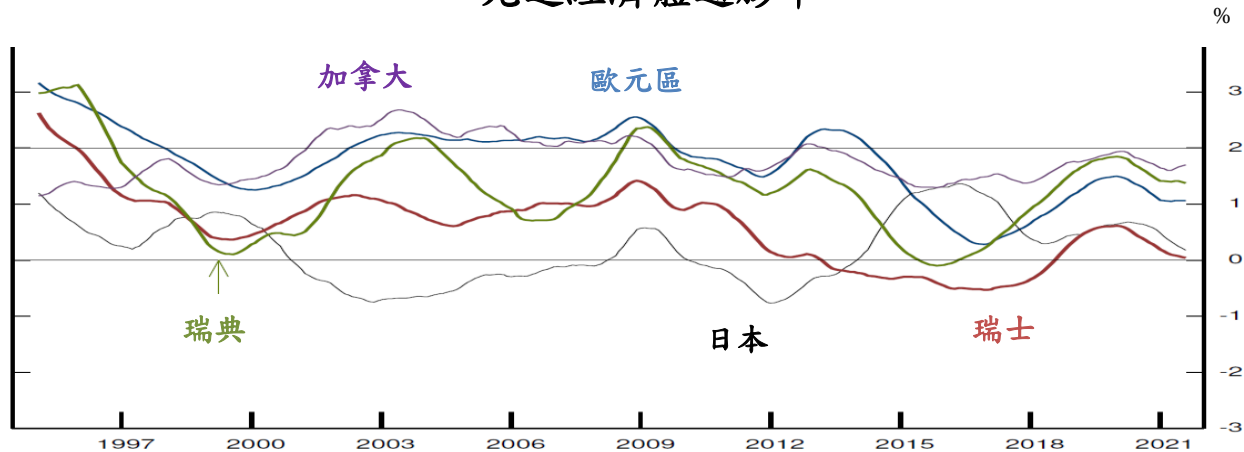
### (四)較長期**通膨預期**

- Fed 謹慎監控**長期通膨預期**的廣泛指標，目前與**2%**的長期通膨目標大致一致。

## (五)過去25年全球通膨率下滑(disinflation)力量仍存

- 1.自1990年代以來，先進經濟體通膨率多低於2%。低通膨可能係反映持續的通膨率下滑力量，包括：科技進步、全球化、人口因素，以及央行維持物價穩定的承諾更強且更成功。
- 2.雖然上述這些因素可能隨時間變化，但似無理由認為其會突然逆轉或減弱；當疫情走入歷史，這些因素將可能繼續壓抑通膨。

先進經濟體通膨率



資料來源：Fed

## 二、Fed主席依美國1950年至1980年代初期的經驗，提出：

(一)當前美國勞動市場仍有明顯閒置及疫情持續擴散下，倘若央行因暫時性通膨因素而緊縮貨幣政策，將對經濟造成重大傷害

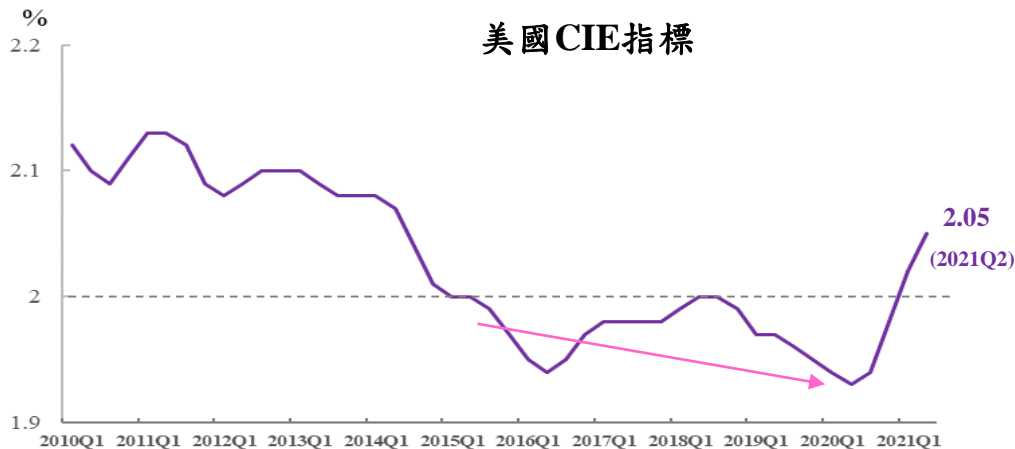
- 1.根據1950年代的經驗，貨幣政策制訂者不宜試圖消弭暫時性波動的通膨變化。
- 2.由於貨幣政策對通膨的影響，可能會落後1年或更久。若央行為因應暫時性通膨因素而收緊政策，政策效力可能在這些暫時因素消失後才顯現，致對就業與經濟活動造成傷害，並使通膨低於期待水準。

## (二)避免重蹈1970年代Fed輕忽通膨預期之覆轍，應密切注意長期通膨預期

### 1.央行不能認為暫時性因素引起的通膨必然會消失

—1970年代能源與食品價格曾大幅上漲，一度推升整體通膨；但當整體通膨所受的直接影響減弱時，民眾仍預期通膨會上升，進而使核心通膨持續偏高。

### 2.目前Fed密切注意用以衡量長期通膨預期的CIE指標\*，其當前水準與Fed 2%的長期通膨目標更為一致。



資料來源：Fed

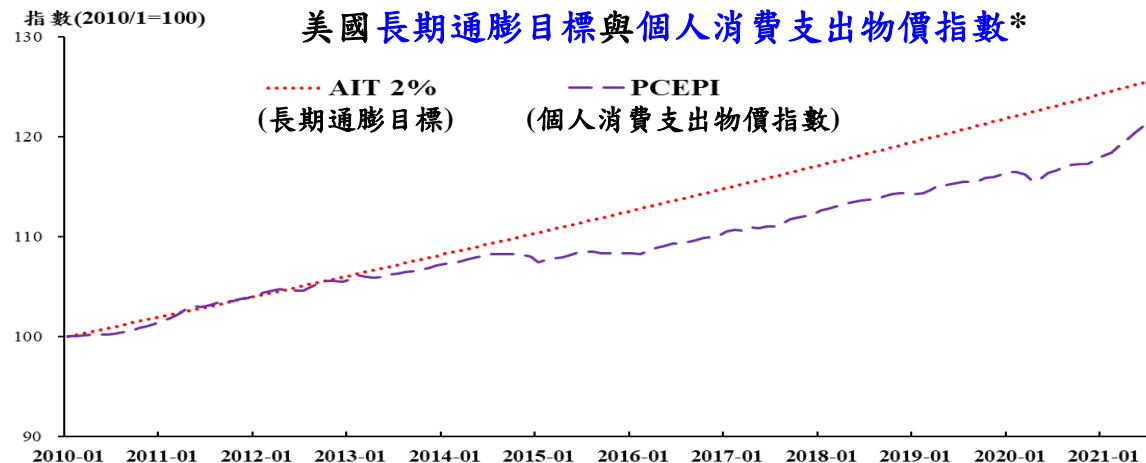
\*:共同通膨預期Common Inflation Expectations (簡稱 CIE)，其由Fed整合廣泛通膨預期指標編製而成，包含專家調查及以市場為基礎的指標；在衡量長期通膨預期時，CIE指標係以SPF(Survey of Professional Forecasters)對未來10年PCE的通膨預期作為基準指標。

(三)央行密切關注最新數據與風險變化，若持續高通膨成為嚴重問題，Fed必將採用政策工具回應，俾確保通膨與目標水準一致。

### 三、結論

(一)Powell認為，就目前而言，政策已妥適部署

(二)即使目前美國通膨率顯著高於2%，惟根據下圖所顯示之長期趨勢，美國仍未達到2%的長期通膨目標，因此Powell認為，2020年Fed將通膨目標修改為「追求一段時間內平均通膨率2%」，非常適合因應當前挑戰



Fed修改為「追求一段時間內平均通膨率2%」，旨在透過彌補策略(makeup strategies)，允許一段時間內適度高於通膨目標，以彌補先前幾年通膨率低於通膨目標的落差。

\*: Fed並未明確定義所指「一段時間」的起算時點，本圖係以全球金融危機後2010年為基準。

資料來源：Fed

## 肆、外界關心之議題

- 一、國際經濟金融情勢及展望
- 二、國內經濟及通膨展望
- 三、從台灣長短期通膨影響因素分析近期通膨率走高現象
- 四、本年以來主要經濟體通膨走勢之分析
- 五、國際間央行為何視2%通膨率目標為主流信仰？
- 六、Fed縮減購債對美國債市及新興市場之可能影響

對於外界關心的議題，除例行性的國內外經濟成長及通膨展望之外，選擇下列議題：

### □ 從台灣長短期通膨影響因素分析近期通膨率走高現象

- 近期台灣CPI通膨率走高，主要受國際油價與天候影響，屬暫時性現象。
- 台灣通膨率長期維持低而穩定的結構性因素仍在，如供給面成本下降、公共費率平穩、貨幣政策透明度及公信力提高且無政府債務貨幣化。

### □ 本年以來主要經濟體通膨走勢之分析

- 本年主要經濟體通膨率升溫，除基期因素外，亦反映供應鏈瓶頸、解封帶動的需求回補，以及採大規模經濟刺激措施之效應。
- 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。

### □ 國際間央行為何視2%通膨率目標為主流信仰？

- 主要央行奉行的2%通膨率目標實無關理論或實證研究，主要源自政策制定者的直觀決策。
- 近期國際間咸認，貨幣政策架構應朝具彈性的方向發展；瑞士、台灣等小型開放經濟體，尤須採具彈性的物價穩定定義，並納入匯率穩定目標。

### □ Fed縮減購債對美國債市及新興市場之可能影響

- Fed對外溝通如何縮減購債，有助平穩市場反應，且強調啟動縮減購債與未來升息並無直接關連。
- 美國公債市場波動度未明顯上升；新興市場股、債市亦相對平穩，惟財政餘額因肺炎疫情而惡化。

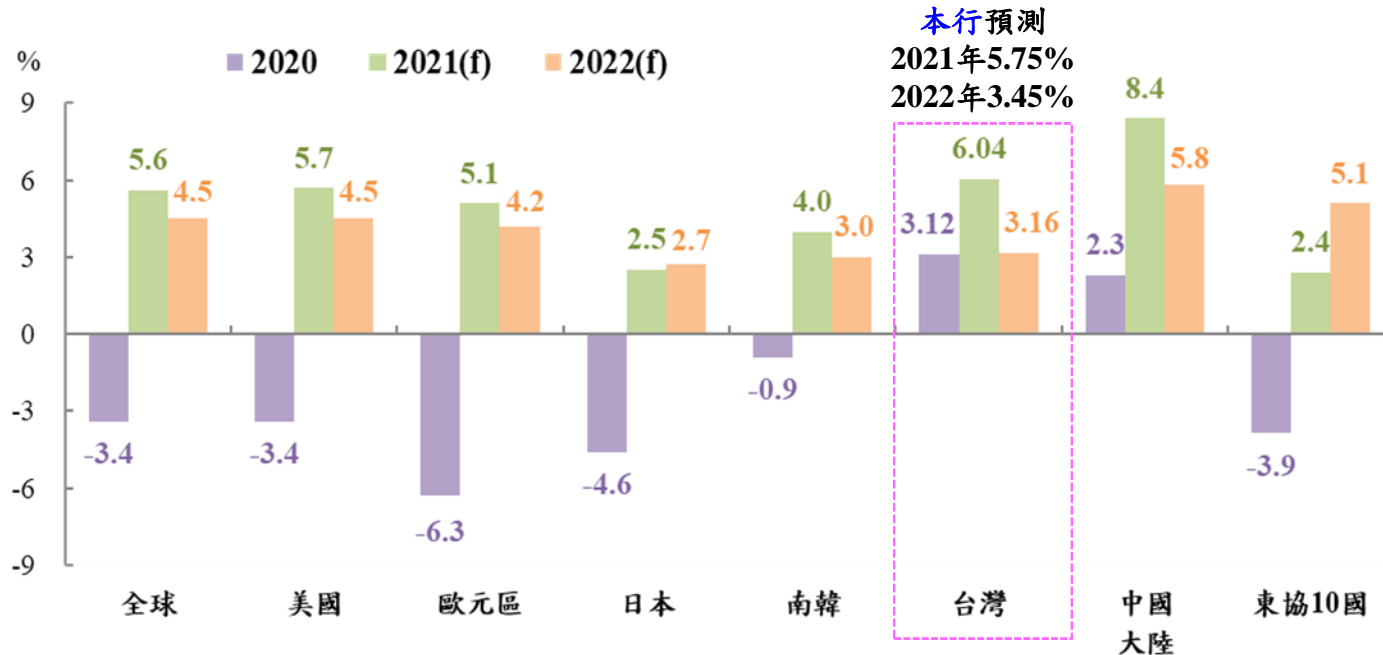


# 一、國際經濟金融情勢及展望

## (一) 全球經濟本年強勁復甦，明年則走緩

先進經濟體**加速疫苗接種**，放寬防疫措施，持續**財政及貨幣激勵政策**，加上上年基期低，**本年全球經濟可強勁復甦**，明年成長將走緩。

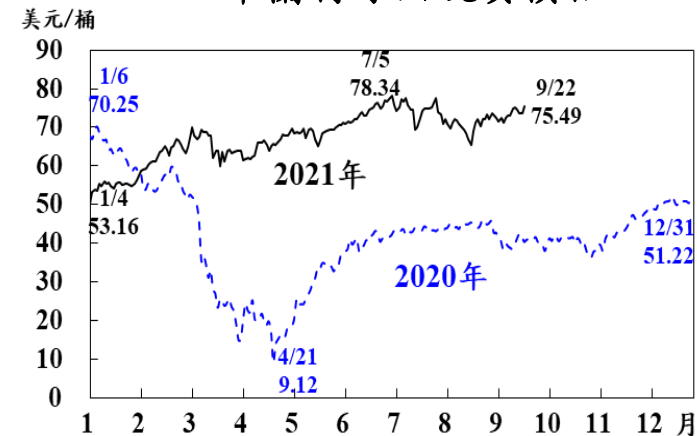
主要經濟體經濟成長率



## (二)國際商品價格呈向上趨勢，預期本年全球通膨升溫

1. 近期油價於高點波動，由於全球經濟復甦，原油需求回升，本年油價預測值大幅高於上年。
2. 近期因中國大陸黃豆進口需求放緩，加以美國收成季將至，產區天氣亦有利穀物生長，預期供給將增加，致穀價回跌。
3. 基本金屬價格上揚，代表整體國際商品價格之R/J CRB期貨價格指數震盪走升。

布蘭特原油現貨價格



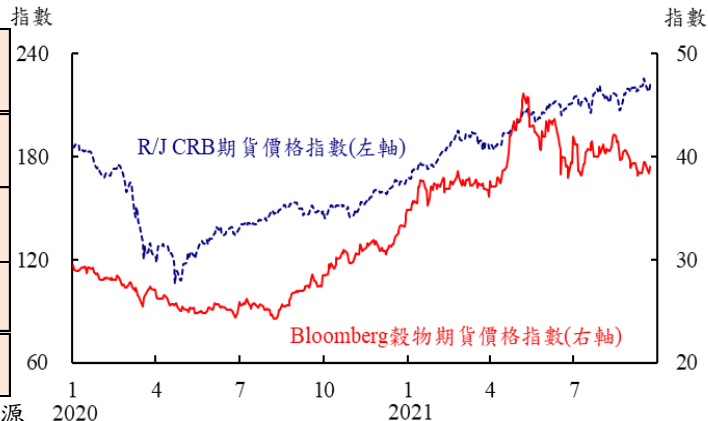
資料來源：Refinitiv Datastream

單位：美元/桶

預測機構	2020年 實際值	2021年 預測值
EIA(9/2)	41.7	68.6
EIU(9/14)		68.5
IHS Markit (9/15)		67.5
平均		68.2

資料來源：Refinitiv Datastream、美國能源資訊署(EIA)、經濟學人智庫(EIU)、IHS Markit

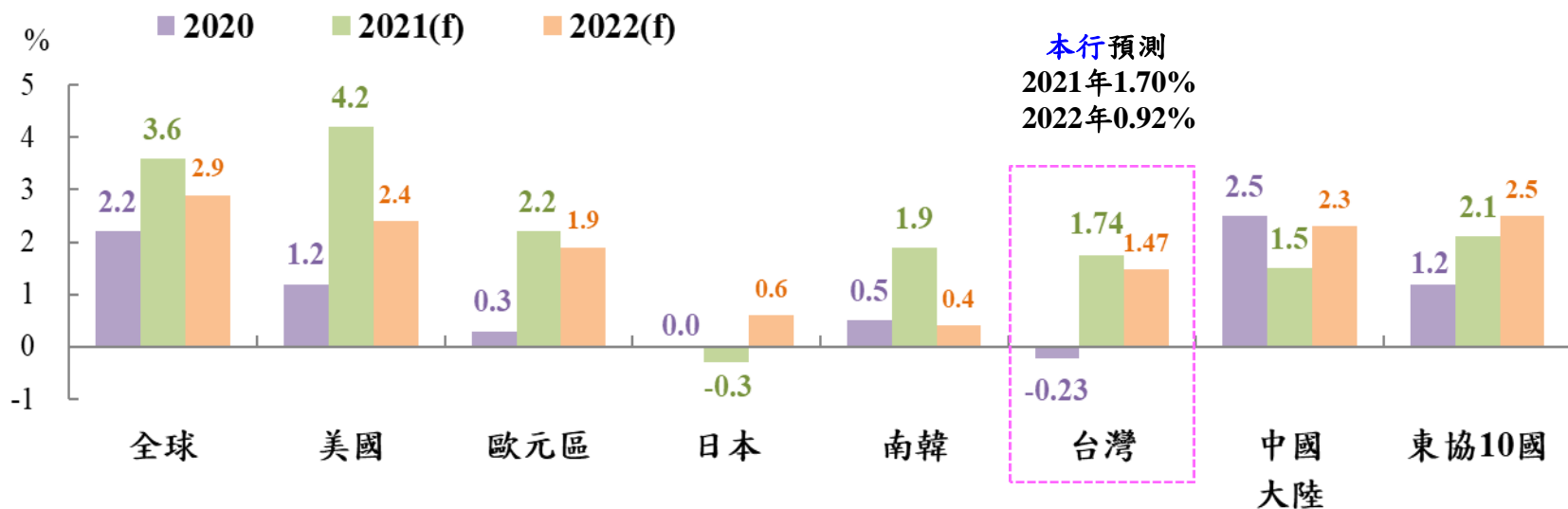
穀物及R/J CRB期貨價格指數



資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

4.全球經濟重啟帶動需求擴增，供應鏈瓶頸(如晶片短缺、物流受阻等)未除，加以國際商品價格居高，**本年全球通膨率預測值大幅高於上年，明年則回降。**

主要經濟體CPI年增率

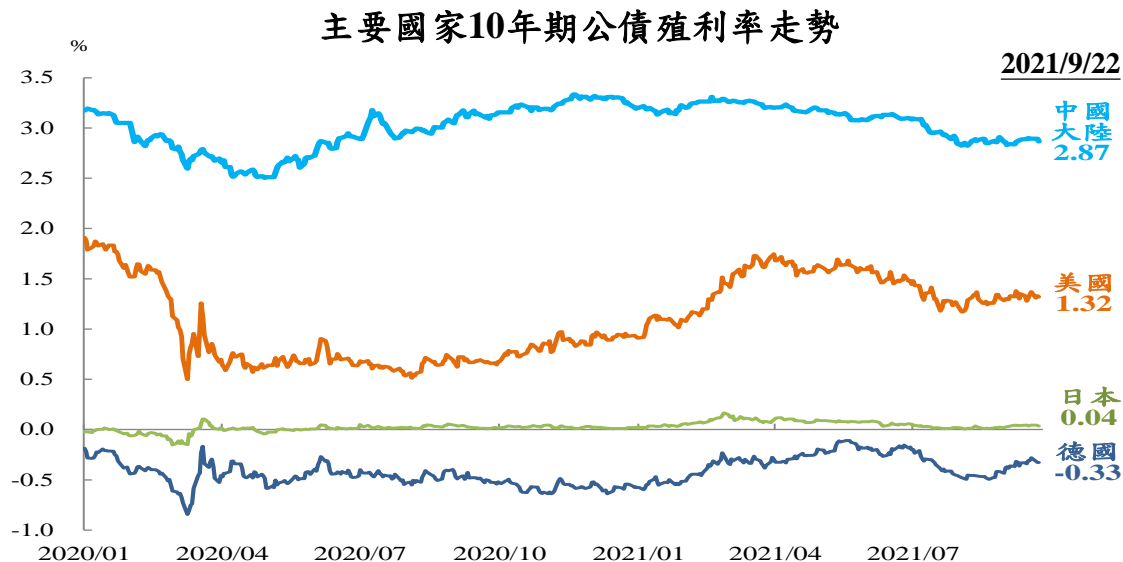


資料來源：IHS Markit (2021/9/15)

### (三)國際金融市場：公債殖利率略回升，美元指數先升後降，股市高點震盪

1. 投資人擔憂供應鏈瓶頸及變種病毒蔓延衝擊經濟活動，避險資金流入債市，美、德、日、中10年期公債殖利率均走低。

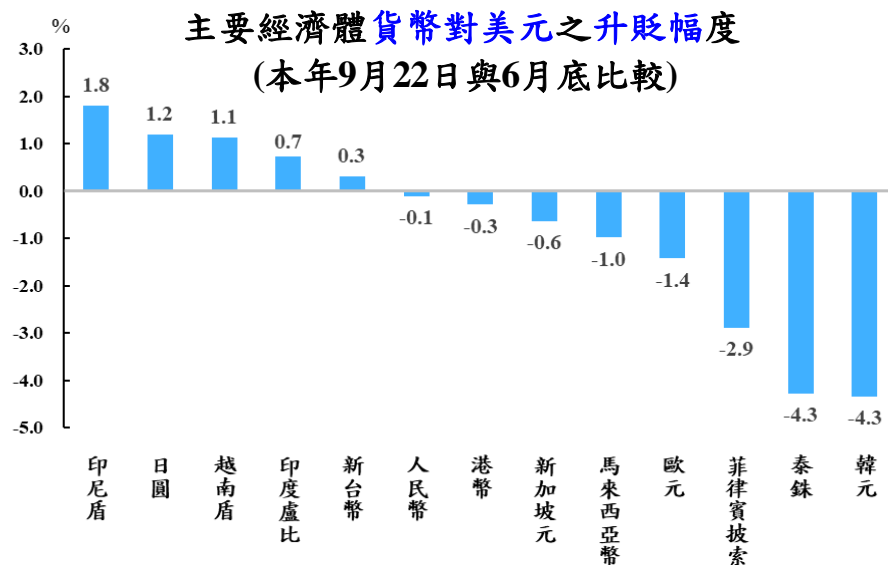
2. 近期美、歐通膨率居高，Fed及ECB均釋出放緩購債速度訊息，美、德公債殖利率自低點回升；日本疫情仍嚴峻，殖利率一度降至0%後近期略回升；中國大陸經濟動能趨緩，殖利率續維持低點。



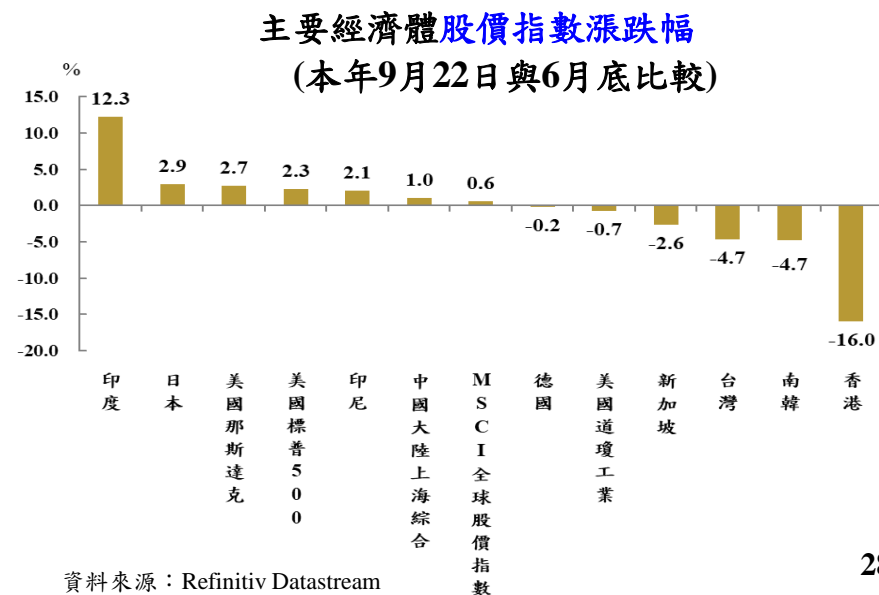
資料來源：Refinitiv Datastream、美國財政部

3. 美國通膨持續升溫，變種病毒擴散且地緣政治風險升高，避險資金流入美元，帶動美元指數上升，嗣隨Fed部分官員發表偏鴿派談話，加以主席Powell強調縮減購債與升息時機並無直接關聯，美元指數一度下滑，近期則因中國大陸金融風險升溫，復以Powell表示最快將於本年11月開始縮減購債而回升，主要國家貨幣對美元升貶互見。

4. 美、歐放寬防疫管制措施，經濟加速復甦，股市於高點震盪；中國大陸加強產業監管，港股受在港上市之中國大陸企業相關成分股重挫影響，跌幅較大。



資料來源：Refinitiv Datastream、台北外匯經紀股份有限公司



資料來源：Refinitiv Datastream

## 二、國內經濟及通膨展望

### (一) 內需為驅動本年下半年及明年經濟成長之重要力道

1. 本年下半年經濟成長率較上半年減緩，惟內需貢獻可望提升。
2. 明年隨國內疫苗施打普及化，民間消費成長動能增強，經濟將穩健成長。

本、明兩年台灣經濟成長率及GDP各組成項目貢獻度

單位:%/百分點

	經濟成長率 =(1)+(6)	內需貢獻(1)=(2)+(3)+(4)+(5)						淨外需貢獻		
		民間消費 (2)	民間投資 (3)	政府支出(4)		存貨變動 (5)	(6)	輸出	(-)輸入	
				消費	投資					
2021年(f)	5.75	3.31	0.61	2.26	0.44	-0.04	0.04	2.44	10.59	8.14
上半年(f)	8.34	3.14	0.46	3.12	0.46	-0.26	-0.65	5.20	12.78	7.57
下半年(f)	3.43	3.47	0.75	1.49	0.42	0.15	0.66	-0.04	8.62	8.65
2022年(f)	3.45	2.87	1.94	0.42	0.28	0.19	0.03	0.58	3.28	2.70

註:政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。

資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

## (二) 本年下半年內需溫和成長，輸出成長動能穩健

1. 民間消費成長回升：預期第4季政府振興消費政策發酵及消費遞延回補效果，惟疫情管制措施及就業情勢平疲，仍可能抑制其成長力道。
2. 民間投資穩健成長：半導體大廠調高資本支出且帶動相關供應鏈投資，加以5G及海空運業者運輸設備投資持續。
3. 政府支出穩定成長：包括防疫支出及軍品購買、公共建設加速執行。
4. 輸出成長動能穩健：全球防疫措施漸放寬且美國等推動基礎建設計畫，加以新興科技應用等需求持續，有利台灣出口成長。惟因基期較高，下半年成長力道減緩。

本年台灣經濟成長率及GDP各組成項目成長率

單位:%

	經濟成長率	內需					淨外需		
			民間消費	民間投資	政府支出		輸出	(-)輸入	
					消費	投資			
2021年(f)	5.75	3.84	1.26	11.76	3.13	-0.75	-	18.01	18.04
上半年	8.34	3.57	0.96	15.57	3.41	-6.60	-	22.36	16.77
下半年(f)	3.43	4.09	1.54	8.01	2.89	3.44	-	14.37	19.18

註:政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。  
資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

### (三)預測明年經濟將持續成長

#### 1. 內需穩健成長：

- (1) 民間消費：肺炎疫苗接種率將提升、製造業廠商之獎金及股利發放意願可望增加。
- (2) 民間投資：半導體、電動車及工具機等相關業者維持製程領先與擴充產能；5G、綠能與節能減碳等投資趨勢延續。

2. 輸出穩定成長：車用電子、5G及高速運算等新興應用續推展；半導體廠商具製程優勢且新增產能陸續開出。

明年台灣經濟成長率及GDP各組成項目成長率

單位:%

經濟成長率	內需			淨外需				
		民間消費	民間投資	政府支出		輸出	(-)輸入	
				消費	投資			
3.45	3.42	4.24	2.09	2.10	4.60	--	4.86	5.26

註:政府支出項目，係包含政府及公營事業消費、投資。

資料來源:本行



# (四) 主要機構預測本年台灣經濟成長率將逾5%，明年平均則為3.35%

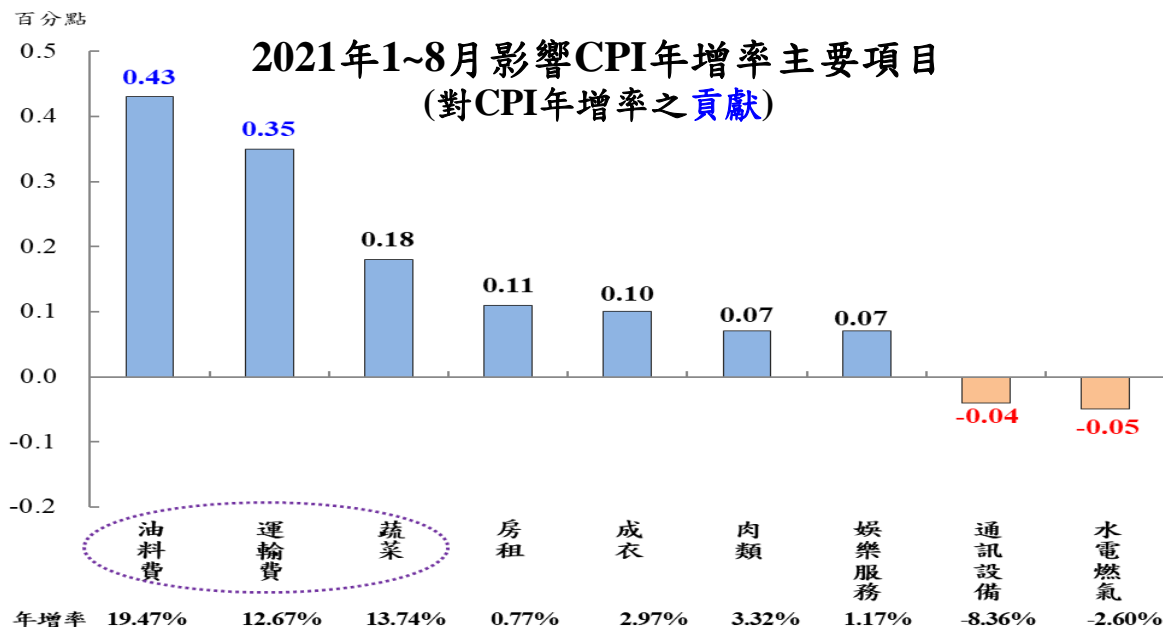
單位:%

預測機構		2021年(f)	2022年(f)
國內	中央銀行(2021/9/23)	5.75	3.45
	主計總處(2021/8/13)	5.88	3.69
	中研院(2021/7/28)	5.05	n.a.
	台經院(2021/7/23)	5.40	n.a.
	中經院(2021/7/20)	5.16	3.43
	臺綜院(2021/7/14)	5.12	n.a.
國外	ADB(2021/9/22)	6.20	3.00
	EIU(2021/9/22)	5.70	3.10
	Goldman Sachs(2021/9/22)	6.31	3.38
	HSBC(2021/9/22)	6.00	2.60
	Deutsche Bank(2021/9/21)	6.00	3.80
	UBS(2021/9/21)	5.91	3.28
	Barclays Capital(2021/9/17)	6.40	3.30
	BofA Merrill Lynch(2021/9/17)	5.80	2.90
	J.P. Morgan(2021/9/17)	6.40	4.50
	Standard Chartered(2021/9/17)	5.00	2.50
	Credit Suisse(2021/9/16)	6.20	4.00
	Morgan Stanley(2021/9/16)	6.40	3.00
	IHS Markit(2021/9/15)	6.04	3.16
	Citi(2021/8/23)	6.00	3.90
平均數		5.84	3.35

## (五)當前CPI年增率上升屬暫時性現象，通膨展望溫和；明年通膨展望向下

1. 本年1至8月平均CPI、核心CPI年增率分別為**1.64%**、**1.18%**：

主因國際油價攀升，國內油料費上漲；機位供不應求，機票價格等運輸費上揚，以及暫時性天候因素干擾，致蔬菜價格上漲所致。

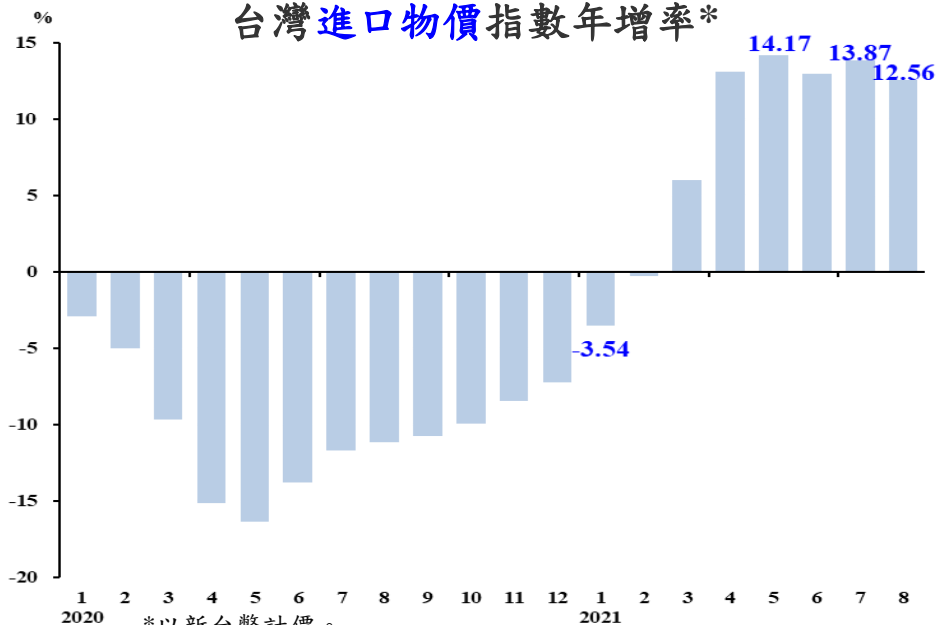


三者合計貢獻**0.96**個百分點，對CPI年增率的貢獻率達**58.54%**。

## 2. 本年通膨率預測值略上修，仍屬溫和；明年通膨展望向下

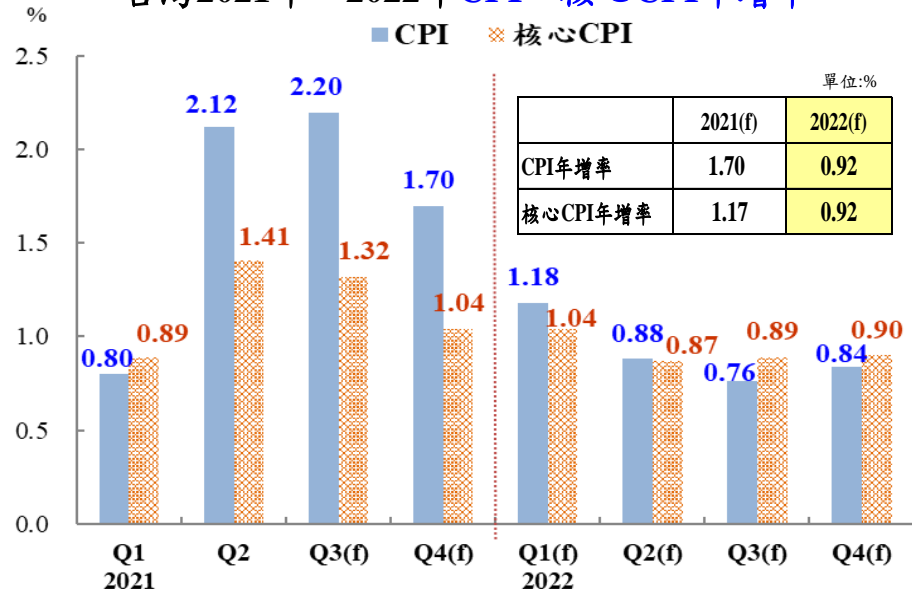
- (1) 本行上修本年CPI及核心CPI年增率預測值至**1.70%**、**1.17%**，主因近期因油價上漲，貨運費高漲，推升國內進口物價，引發輸入性通膨壓力，惟已略趨緩。
- (2) 預期明年CPI及核心CPI年增率同降為**0.92%**，主因油價趨向平穩，國內消費回溫，惟本年基期較高，故明年通膨展望向下。

台灣進口物價指數年增率\*



\*以新台幣計價。  
資料來源：主計總處

台灣2021年、2022年CPI、核心CPI年增率



註：f:預測值。

資料來源:實際值-主計總處、預測值-本行

### 三、從台灣長短期通膨影響因素分析近期通膨率走高現象

(一)本年進口物價上漲主要係油價上揚帶動，對通膨有較大且立即影響

1. 直接影響：1~8月進口物價漲8.34%，近半數係受進口油價漲51%影響，油料費反映調漲19.47%，致CPI年增率上升0.43個百分點，貢獻逾26%。
2. 間接影響：不含原油之進口物價漲幅僅約4.82%，估計使CPI年增率上升約0.1個百分點。

— 進口油價透過國內浮動油價機制，直接影響CPI。

— 進口農工原料及資本用品價格經由國產內銷物價間接影響CPI：

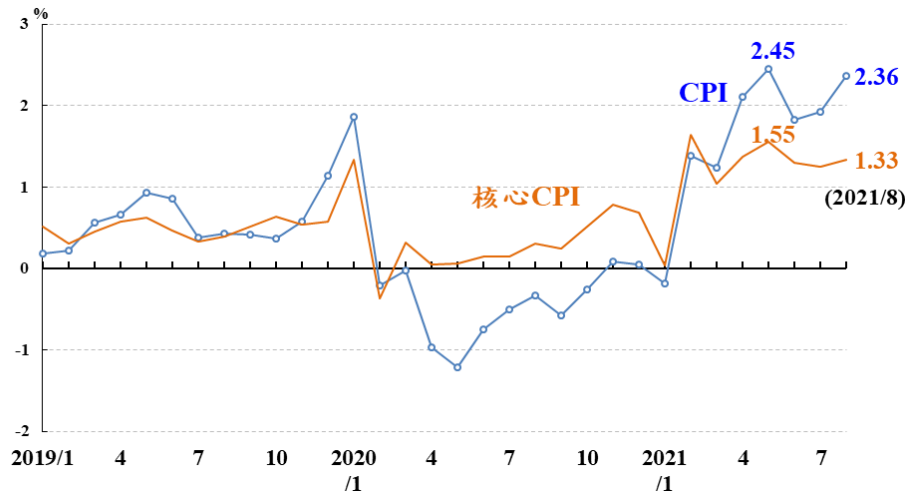
將原物料投入生產、出廠到零售，有時間落後，尚須加上管銷成本及商業利潤，因此對零售價格影響較為間接迂迴，且較不顯著，致不易精確估計。

## (二)近期CPI通膨率走高，主要受國際油價與天候影響，屬暫時性現象

1.本年國內通膨壓力主要來自油價回升，5月CPI年增率升至2.45%，在油價漲勢趨緩及基期偏低因素逐漸消退下，轉呈回降趨勢。

2.惟8月受天候因素影響，蔬菜價格大漲，CPI年增率回升至2.36%，亦屬暫時性現象；核心CPI年增率維持緩步回降趨勢。

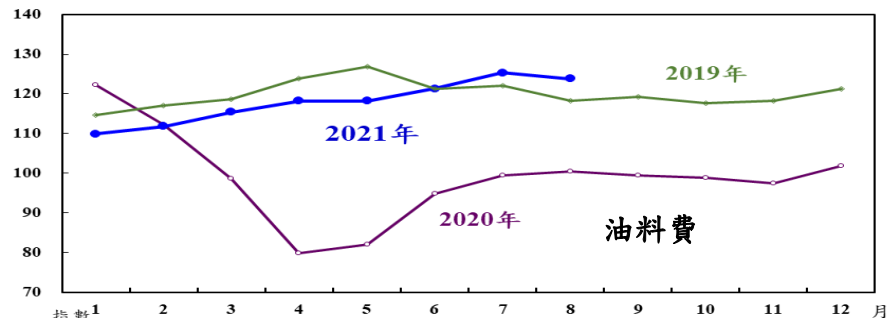
### CPI與核心CPI年增率



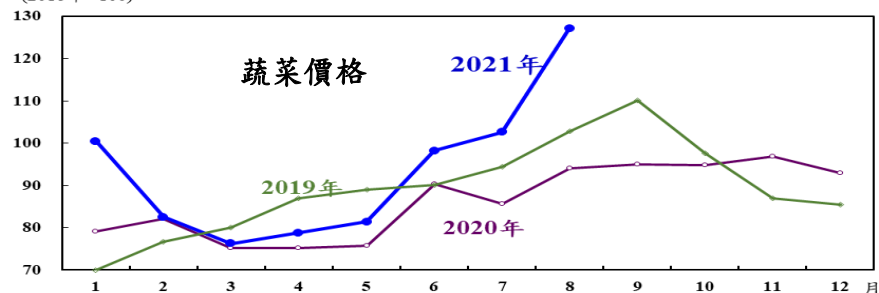
資料來源：主計總處

### 油料費與蔬菜價格走勢

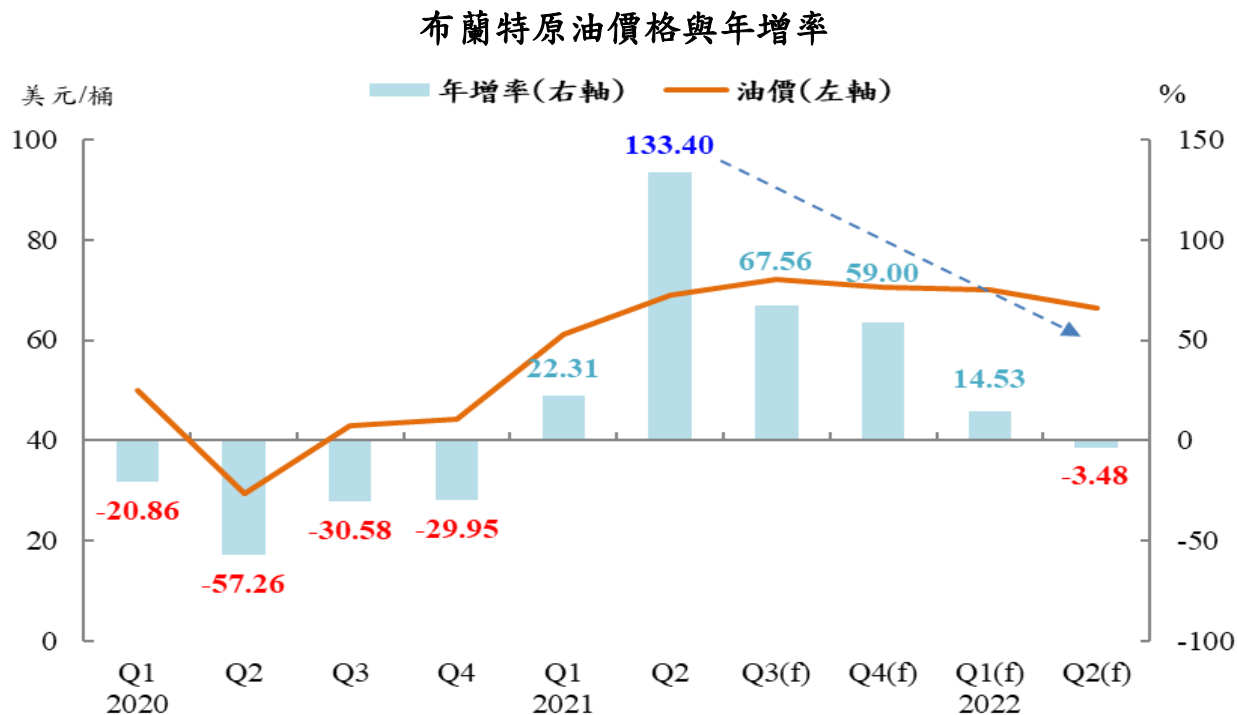
指數(2016年=100)



指數<sup>1</sup>  
(2016年=100)



3.隨油價漲勢趨緩，加以木材、穀物、基本金屬等大宗商品期貨價格亦呈回跌趨勢，**本年通膨展望溫和**。明年隨油價趨穩，CPI及核心CPI年增率將**同降**。



註：f係本年9月中Bloomberg所蒐集主要機構之布蘭特油價預測值之中位數。

資料來源：EIA、Bloomberg

(三)台灣通膨率長期維持低而穩定的結構性因素仍在，應無持續走升之虞

1.台灣具備長期通膨率維持低而穩定的環境，有助舒緩中長期通膨壓力

(1)供給面成本下降：商品高科技化、生產自動化、經貿市場全球化與自由化，以及物流系統革新。

(2)資訊、通訊及消費性電子等耐久性消費品價格、水、電及運輸等公共費率平穩。

(3)貨幣政策透明度、公信力提高，維持通膨率呈長期低而穩定現象，有助於通膨預期穩定定錨在低而穩定之水準。

(4)台灣無政府債務貨幣化推升長期通膨之虞。

台灣CPI呈現長期下跌之主要項目

單位:%

	CPI	耐久性消費品	通訊費	電價
2011~2020年平均年增率	0.87	-0.73	-2.62	-0.84
2001~2020年平均年增率	0.91	-1.39	-2.09	-0.06

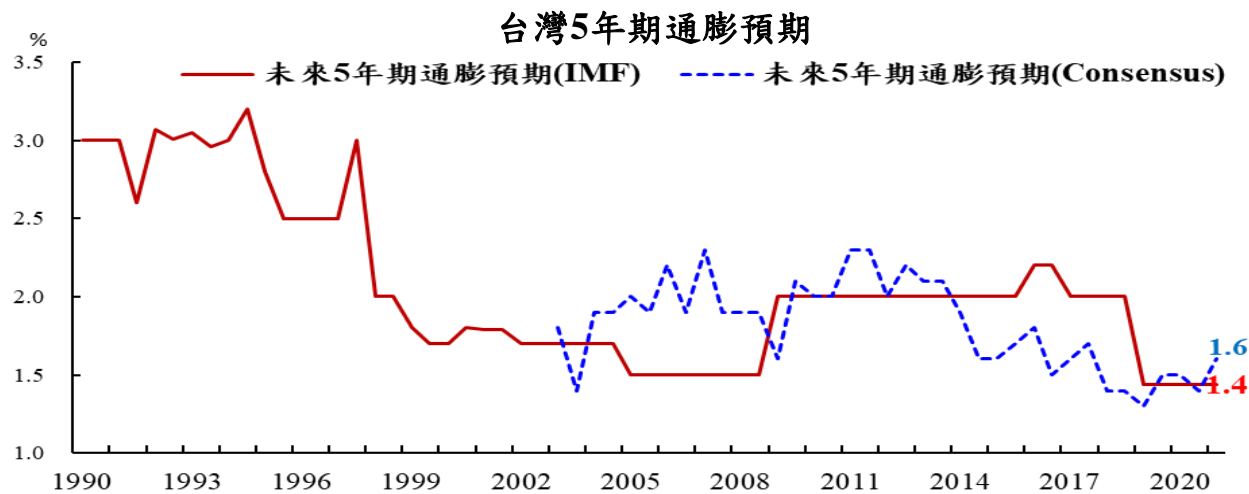
2. Consensus 9月發布之**本年台灣CPI通膨率預測值平均為1.7%**，**明年則降為1.6%**，**通膨預期溫和，通膨率應無持續走升之虞。**

—台灣**未來5年期通膨預期亦屬溫和**，其中Consensus預期由1.5%略升為1.6%，IMF預期維持於歷來低檔1.4%。

3.扣除價格短期波動較大商品，本年台灣通膨率仍將維持低而穩定。

(1)進口物價主要係影響CPI之商品類價格，波動幅度較大；長期以來，CPI之**服務類價格波動幅度則低於商品類**，**有助於通膨穩定。**

(2)若扣除油料費等能源及蔬果之**核心CPI通膨率仍屬低而穩定。**



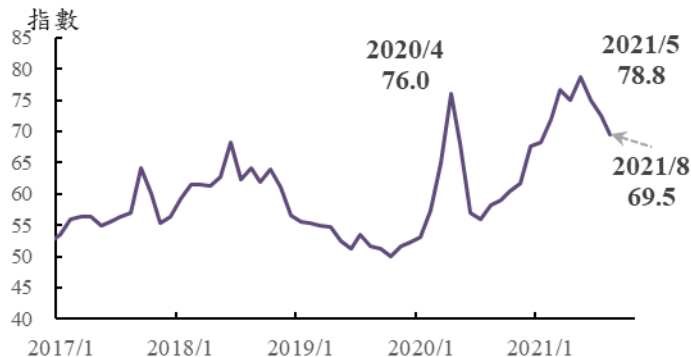


## 四、本年以來主要經濟體通膨走勢之分析

(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

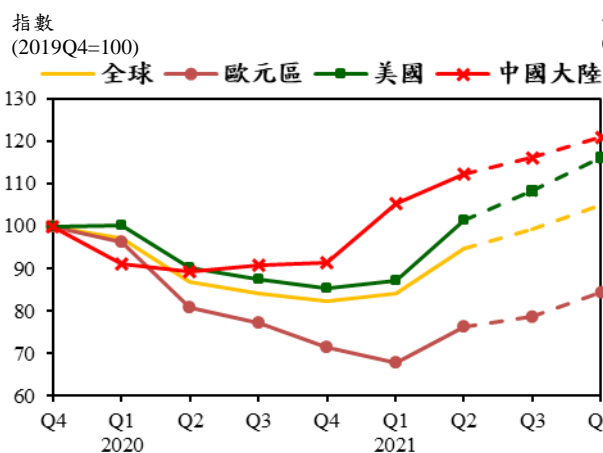
1. 疫情反覆及防疫措施**衝擊**全球**供應鏈**，供應短缺致供應商交貨時間拉長。
2. 各國疫苗接種率漸增、經濟活動重啓，帶動**全球需求明顯回溫**。

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



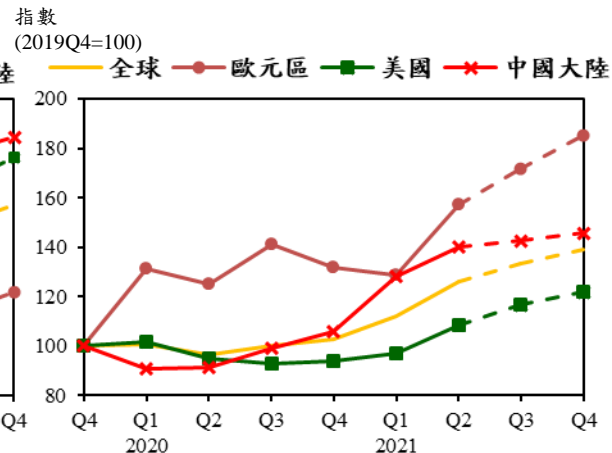
資料來源：Refinitiv Datastream

主要經濟體民間消費及預測值



資料來源：IHS Markit (2021/9/15)

主要經濟體民間投資及預測值

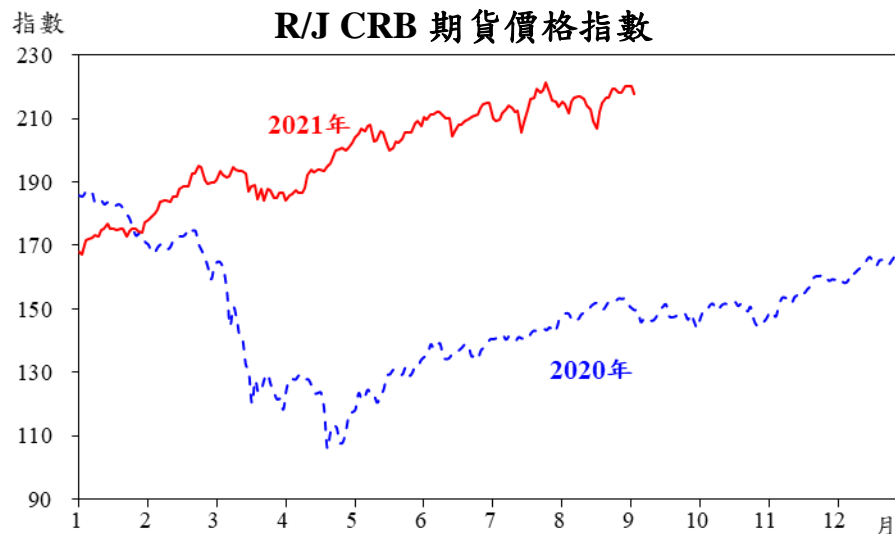


3.主要經濟體推出擴張性財政政策與寬鬆性貨幣政策因應疫情衝擊，有助全球需求回溫。

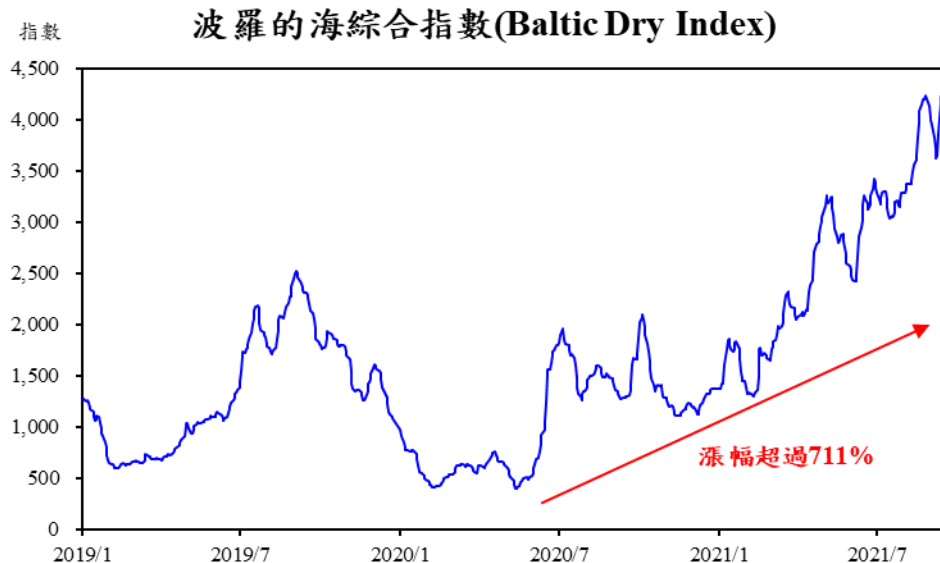
4.在供需失衡下，國際原物料等商品價格上揚，加以低基期因素，帶動近期通膨攀升。

(1)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。

(2)國際航運面臨塞港、缺櫃等問題，運輸成本大增。



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

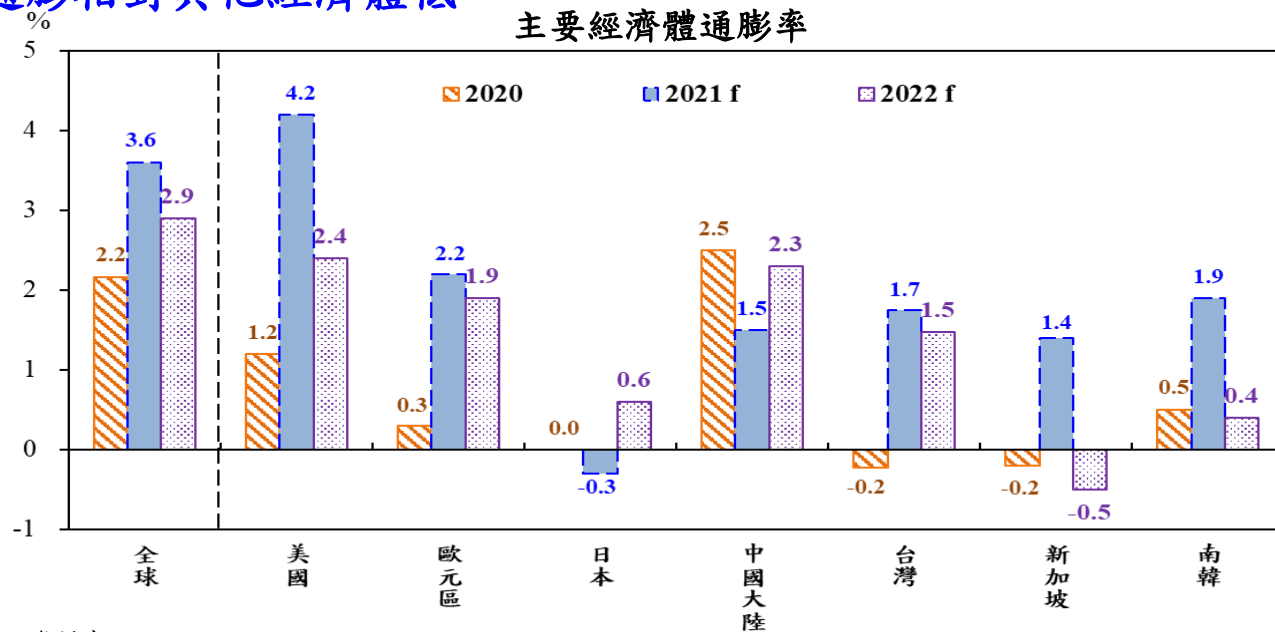


註：波羅的海綜合指數為散裝原物料的航運運價指數，由數條主要航線的即期運費加權計算而成。

資料來源：Bloomberg

## (二) 上年初肺炎疫情爆發並擴散全球帶來低基期效果，使得本年主要經濟體通膨率明顯攀升，明年通膨率預期將回降

1. 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；美國全年通膨率預測值明顯高於近年均值。
2. 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。



資料來源：IHS Markit (2021/9/15)

### (三)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

1. 1971年布列敦森林體系崩潰，美元大貶，相關商品價格易呈上漲。
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。
3. 1971與1972年，當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，加劇通膨升溫，致1970年代美國發生兩次停滯性通膨。

1970年代初美國政策利率與各項經濟指標

單位：%

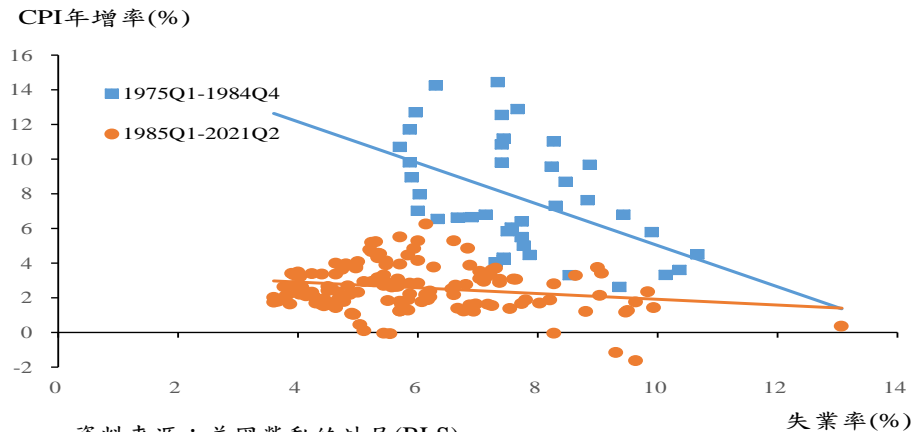
期間	重貼現率	M2 成長率	失業率	GDP 成長率	核心 CPI 年增率
1970	6.0	3.9	4.9	0.2	6.2
1971	4.9	12.1	6	3.3	4.7
1972	4.5	12.4	5.6	5.3	3.1
1973	6.4	9.7	4.9	5.6	3.5
1974	7.8	5.9	5.6	-0.5	8.2

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

#### 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。

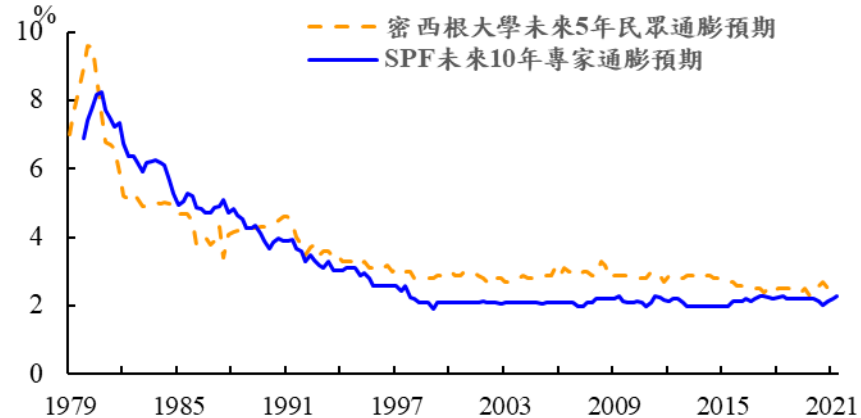
- (1) 1970年代薪資與物價的關聯程度較高；當前薪資與物價的相關程度不若當時。
- (2) 菲利浦曲線的斜率顯示，相較於1970年代較為陡峭，1985年以後呈平坦化現象。
- (3) 1970年代未有制約通膨預期的歷史；自2000年以來，長期通膨預期的定錨則相當穩定。
- (4) 企業具商品訂價權，但相較於1970年代，目前企業需要較長的時間決定是否調整價格。

美國的菲利浦曲線



資料來源：美國勞動統計局(BLS)

美國長期通膨預期

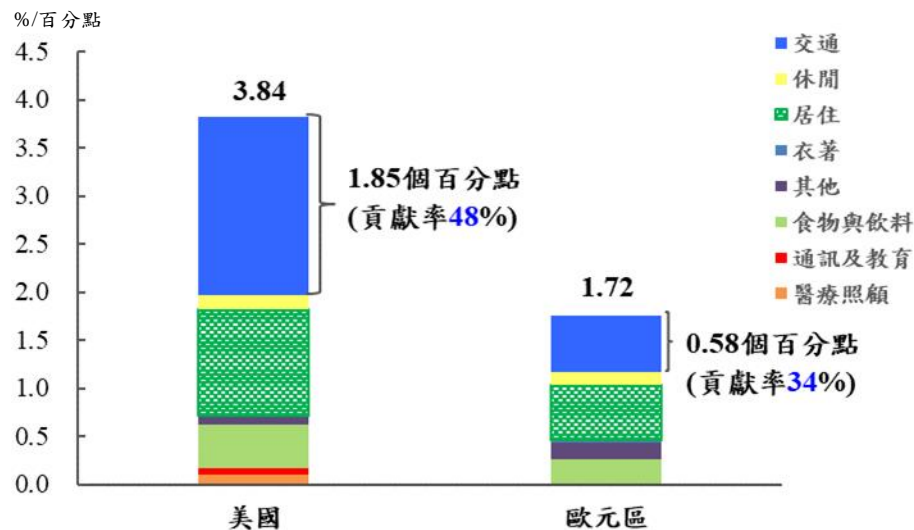


資料來源：密西根大學、費城Fed

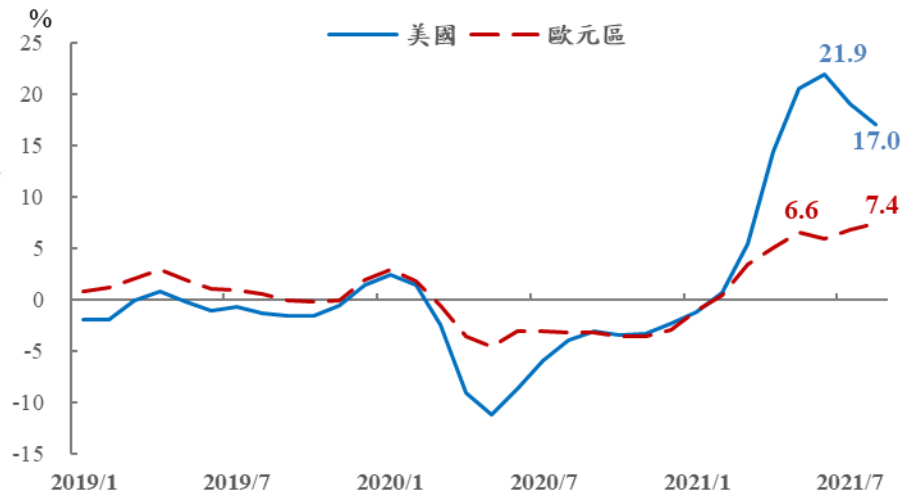
#### (四) 本年以來主要經濟體通膨率走高，應屬暫時性現象，主因：

1. 物價並非全面性大幅走揚：美、歐通膨率升高，主要來自交通類物價上揚。
2. 高通膨項目之價格升幅已趨緩，相關商品價格變動可望回到長期平均趨勢。

本年1~8月美國與歐元區通膨率之貢獻度



美國與歐元區交通類物價年增率



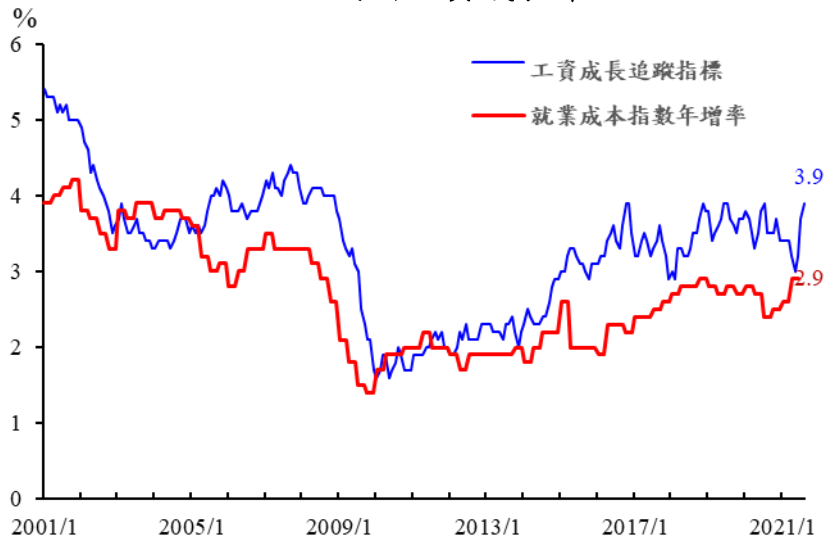
註：美國為CPI年增率、歐元區為HICP年增率。  
資料來源：美國勞動統計局(BLS)、歐洲統計局(Eurostat)

資料來源：美國勞動統計局(BLS)、歐洲統計局(Eurostat)

### 3. 薪資漲幅無明顯逾歷史均值。

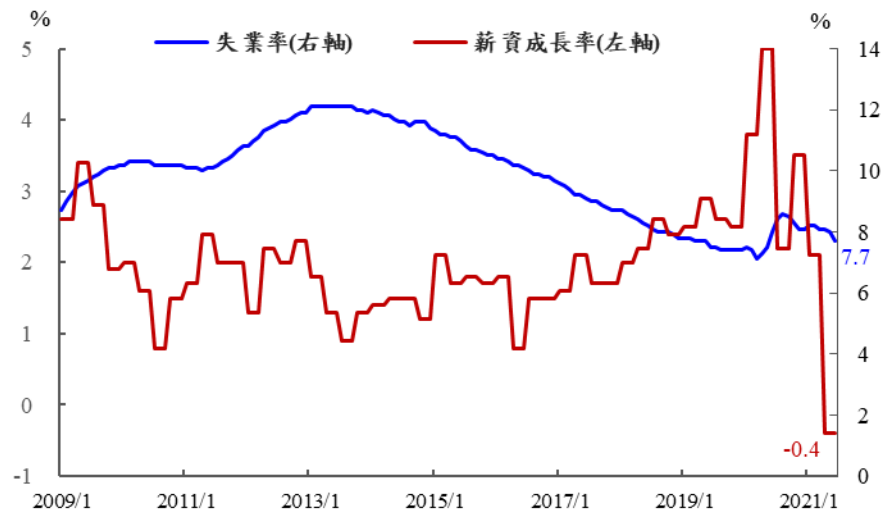
一如美國工資上漲速度與Fed長期通膨目標一致；歐元區勞動市場仍未完全恢復。

#### 美國工資成長率



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

#### 歐元區失業率與薪資成長率



資料來源：歐洲統計局(Eurostat)

4.低通膨之結構性因素不易在短期內消失，包括：

(1)勞動節約與勞動連結提高勞動力使用之彈性，使薪資相對不易上揚。

(2)後疫情時代供應鏈之調整，使其韌性增強，長期應有助緩解類似目前因供應鏈中斷導致之通膨壓力。

(3)人口結構老化為全球長期趨勢，應對通膨具負向影響。

(4)物流系統革新(如量販及電子商務興起)使供給面成本下降。

5.長期通膨預期大致持穩。

—如Fed共同通膨預期(CIE)指標顯示，目前水準與Fed 2%的長期通膨目標更為一致。

—另歐元區長期通膨預期調查仍未及ECB通膨目標之2%。



## 五、國際間央行為何視2%通膨率目標為主流信仰？

### (一) 主要央行2%通膨率目標從何而來？

1. **1989年12月**，紐西蘭成為全球第一個正式訂定通膨率目標的國家；紐西蘭將通膨率目標訂在**2%**，實為**1988年**財政部長**Roger Douglas**受訪時脫口而出、無心促成的結果。
2. **Fed採2%通膨率目標**，應該是源於**1996年**一場**FOMC會議**的共識；惟**Fed**遲至**2012年**才由時任**Fed**主席**Ben Bernanke**正式宣布。前**Fed**主席**Paul Volcker**表示，他不知道**2%通膨率目標**的理論論述為何，此可能無關理論，亦無關深入的實證研究。

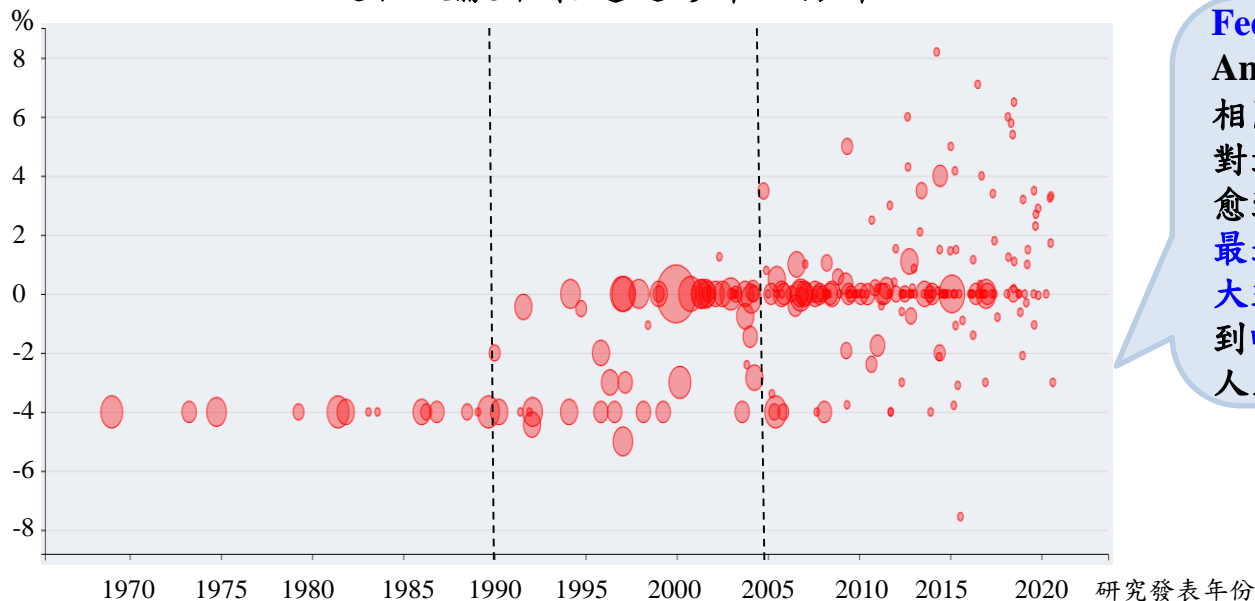
國家	時間	重要事件
紐西蘭	1988年 4月1日	• 時任紐西蘭財政部長 <b>Roger Douglas</b> 接受電視專訪時不假思索地表示，通膨率目標應訂在 <b>0%~1%</b> 。
	1989年 年底	• 時任紐西蘭財政部長 <b>David Caygill</b> 與時任央行總裁 <b>Don Brash</b> ，以前任財政部長 <b>Douglas</b> 脫口而出的通膨率數字( <b>0%~1%</b> )為出發點，並略為擴大通膨率目標範圍，將 <b>通膨率目標</b> 訂於 <b>0%~2%</b> 。
美國	1996年 7月初	• <b>1996年7月初</b> 的 <b>FOMC會議</b> 召開時，美國CPI年增率為 <b>3%</b> ，當時會上多數討論聚焦於 <b>Fed</b> 應否讓年通膨率降至 <b>2%</b> 或更低；最後，時任 <b>Fed</b> 主席 <b>Alan Greenspan</b> 總結共識：吾人現在均同意 <b>2%</b> 。 • 不過，直至 <b>2012年</b> ，時任 <b>Fed</b> 主席 <b>Ben Bernanke</b> 才正式宣布 <b>2%通膨率目標</b> 。

## (二)目前學界對最適通膨率目標尚無定論

1.迨至目前為止，學界對最適通膨率水準並無共識。

2.雖然檢討2%通膨率目標的聲浪不斷，惟一般咸認，主要央行奉行的2%通膨率目標已行之有年，如輕易更動恐帶來損及央行可信度、妨礙金融市場運作等高昂成本；通膨率目標的更動，或貨幣政策架構的調整，均須經審慎且周延的評估。

過往文獻中最適通膨率之分布



說明：每一個紅色圓圈均代表一篇文獻。

資料來源：[https://diercks.shinyapps.io/anthony\\_diercks\\_shiny\\_app/](https://diercks.shinyapps.io/anthony_diercks_shiny_app/)。

Fed資深經濟學家 Anthony Diercks彙整相關文獻顯示，各界對最適通膨率的想法愈到近期愈顯分歧，最適通膨率散佈在極大範圍，從接近-8%到略高於8%，均有人主張。

### (三) 2%通膨率目標不能太僵固，Fed、ECB均對2%目標改採彈性作法

1. 全球金融危機後，若干著名經濟學家(如哈佛大學經濟學教授Jeffrey Frankel)指出，通膨目標化機制有其缺陷(例如過度重視物價穩定，卻忽略金融穩定)，應予放棄；此外，諾貝爾經濟學獎得主Joseph Stiglitz亦指出，小型開放經濟體的物價上漲多屬「輸入性通膨」，尤不宜採行通膨目標化。
2. 一般咸認，全球貿易發展、技術變遷等結構性因素轉變，恐使央行較不易實現精確的通膨率目標；理想通膨率的定義，應具一定程度的彈性，並將彈性嵌入較廣泛的政策目標。
3. 近期Fed及ECB均調整貨幣政策架構(策略)，對2%通膨率目標改採較具彈性的作法。

央行	調整時間	貨幣政策架構(策略)中，有關物價穩定目標的主要調整內容
Fed	2020年8月27日	改為追求「一段時間內平均通膨率2%」，可視為「彈性形式的平均通膨率目標化」(flexible form of average inflation targeting)*
ECB	2021年7月8日	改採對稱的2%通膨率目標，強調中期導向、具彈性的貨幣政策策略

\*詳見Powell, Jerome (2020), "New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review," Speech at "Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy," An Economic Policy Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming (via webcast), Aug. 27.

#### (四)小型開放經濟體尤須採較具彈性的物價穩定定義

1.瑞士央行總裁Thomas Jordan表示，瑞士的通膨常受外來因素(如油價、進口物價及匯價波動等)短暫影響；對瑞士等小型開放經濟體而言，亟須採具彈性的物價穩定定義。

(1)瑞士身為小型開放經濟體，高度暴露於外部干擾。相較於大型通貨區，瑞士央行對該國通膨率精確控制的程度較低；換言之，瑞士央行不太可能總能完全抵銷外來的外溢效應。

(2)瑞士央行將物價穩定目標設定為0%~2%。

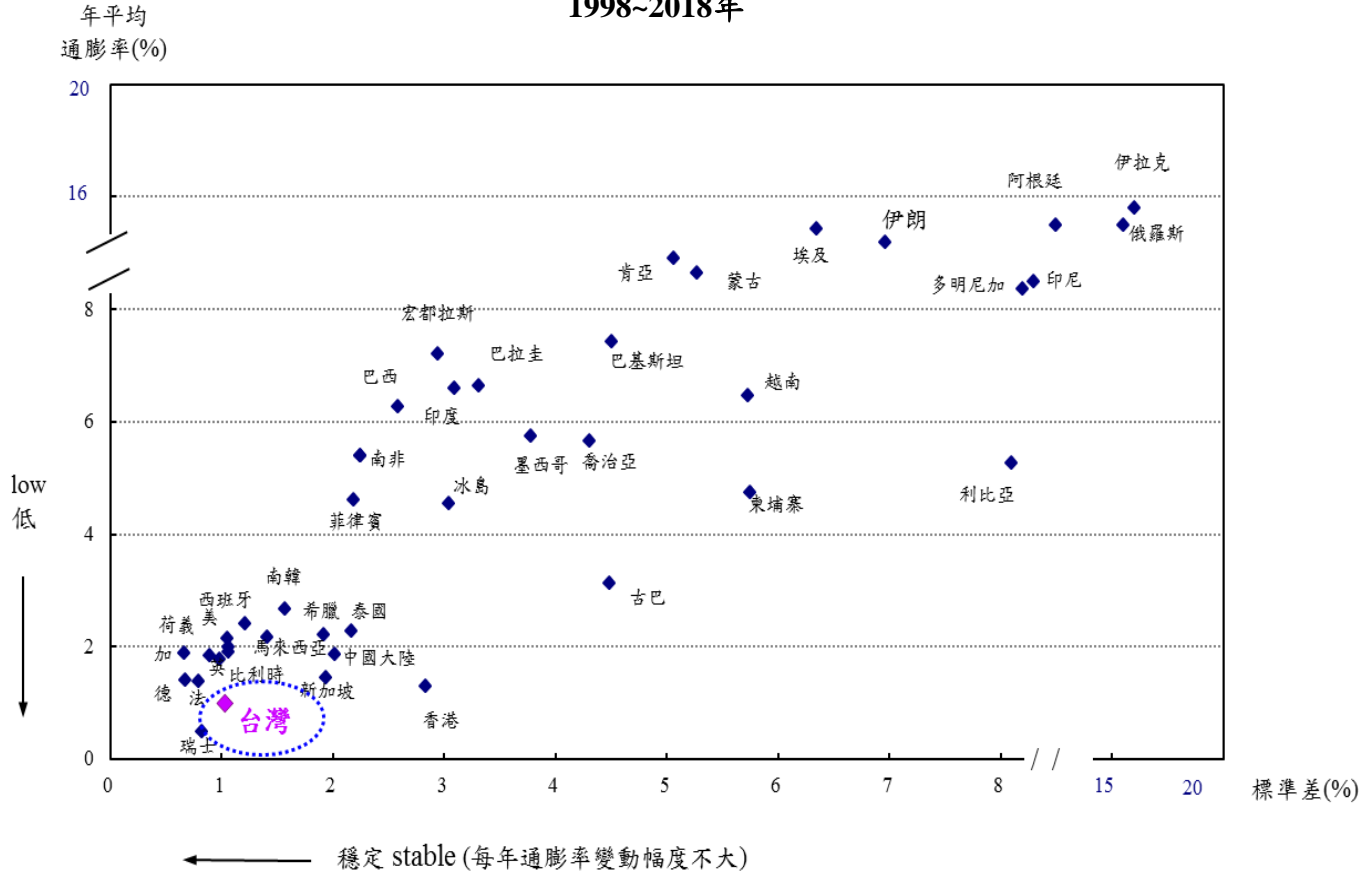
2.本行亦採較具彈性的物價穩定定義，且長期以來，均能維持低且穩定的通膨率。

(1)過去，本行係以國發會(及前身經建會)的總體經濟目標為依據，例如長期以來，物價穩定目標係擬將CPI年增率控制在2%以下(上年7月國發會所設定的總體經濟目標中，有關物價的部分，係訂為核心CPI上漲率4年平均1.0%~1.5%)。

(2)長期以來，本行配合總體經濟目標將通膨率控制在2%以下，均能維持低且穩定的通膨率。

(3)相較於主要國家，台灣通膨率低且穩定。

## 主要國家通膨率與通膨率變異 1998~2018年



## 六、Fed縮減購債對美國債市及新興市場之可能影響

### (一) Fed縮減購債影響金融市場之可能管道

1. Fed量化寬鬆政策對美國公債市場之影響管道，大致可區分為(1)存量效果、(2)流量效果及(3)宣告效果。
2. 對匯市之可能影響管道：大國央行實施QE將擴大資產負債表規模，同時增加貨幣基數，進而壓低該國貨幣匯價，而市場利率走勢亦與美元匯率升貶有關。

主要管道	對長天期公債殖利率之影響
存量效果 (Stock Effect)	存量效果市場預期Fed持有債券總額因執行QE增加，同時減少該類債券流通在外餘額，壓低長天期公債殖利率。Fed資產負債表規模相對GDP比率每增加1%可壓低長天期公債殖利率約4~8bps。
流量效果 (Flow Effect)	流量效果為Fed實際執行購買行為對資產價格產生的影響。Fed大量且持續購買資產，可使市場資金流動性得到改善；惟流量效果相對存量效果較不顯著。
宣告效果 (Signaling Effect)	Fed宣布調整購債步調會影響市場對政策利率走勢之預期。Fed宣布縮減購債，造成市場預期政策利率迅速攀升，將導致金融情勢緊俏，並推升美國公債殖利率

## (二) 回顧2013年縮減購債引發之恐慌現象

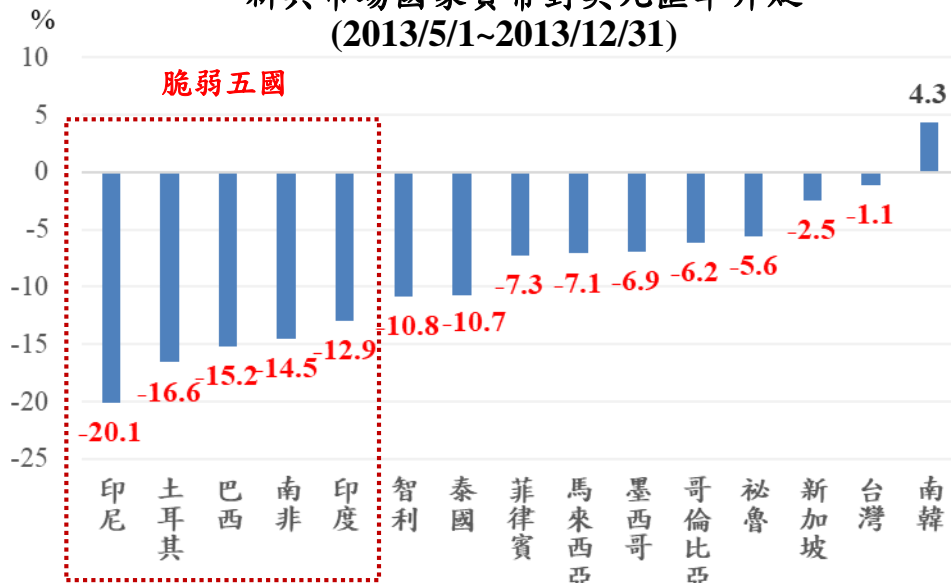
1. 2013年5月Fed主席Bernanke於國會聽證首次釋出QE即將退場訊息，惟**未妥善對外溝通(似忽略縮減購債宣告效果之影響)**，致10年期美國公債殖利率急升及新興市場股債市動盪。
2. **國際資金由原本流入新興市場，轉為快速撤出，拖累當地貨幣貶值。**

2013年全年10年期美國公債殖利率走勢



資料來源：Bloomberg

新興市場國家貨幣對美元匯率升貶  
(2013/5/1~2013/12/31)



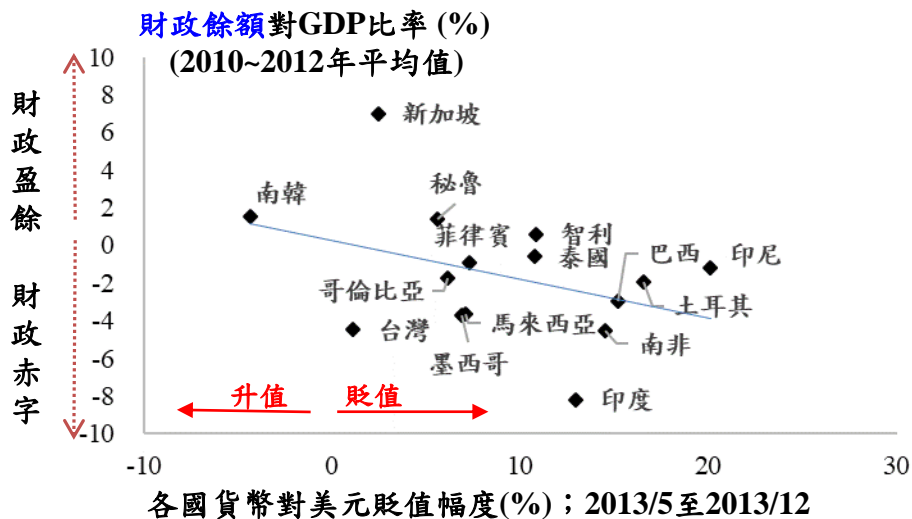
資料來源：Bloomberg

### 3.新興市場國家之匯率在縮減購債恐慌期間受衝擊程度取決於其經濟基本面

(1) Fed以財政餘額對GDP比率及經常帳餘額對GDP比率，來衡量一國經濟基本面，並分析其對該國匯率之影響。

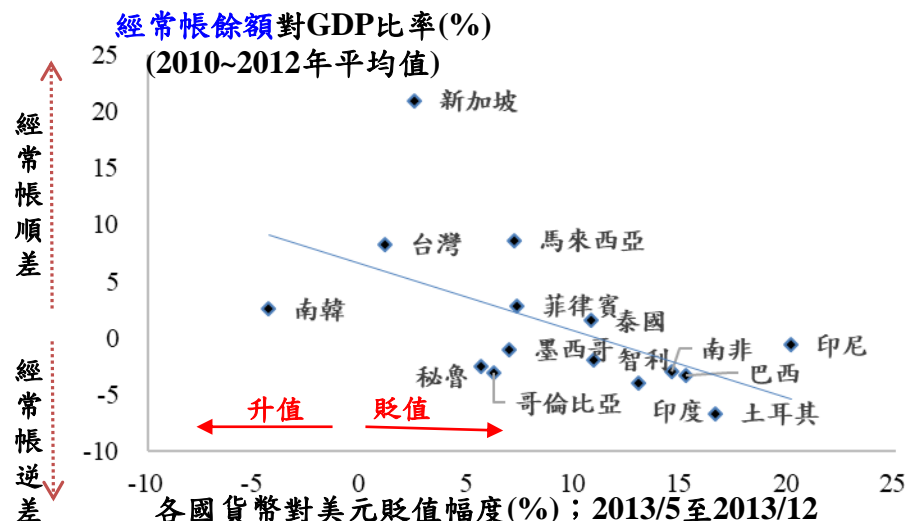
(2) 財政赤字GDP比或經常帳逆差對GDP比越高(基本面較差經濟體)，該經濟體貨幣對美元匯率貶值幅度越大；可能源於經濟基本面不佳的國家違約機率越高，進而促使資金撤離、加深匯率貶值幅度。

財政赤字比率越高，該國貨幣對美元匯率貶幅越大



資料來源：IMF World Economic Outlook Database (2021/4)、Bloomberg

經常帳逆差比率越高，該國貨幣對美元匯率貶幅越大



資料來源：Bloomberg



### (三) 目前金融市場似已反映本年Fed可能啟動縮減購債訊息，惟需密切留意Fed對國際資金流向之影響

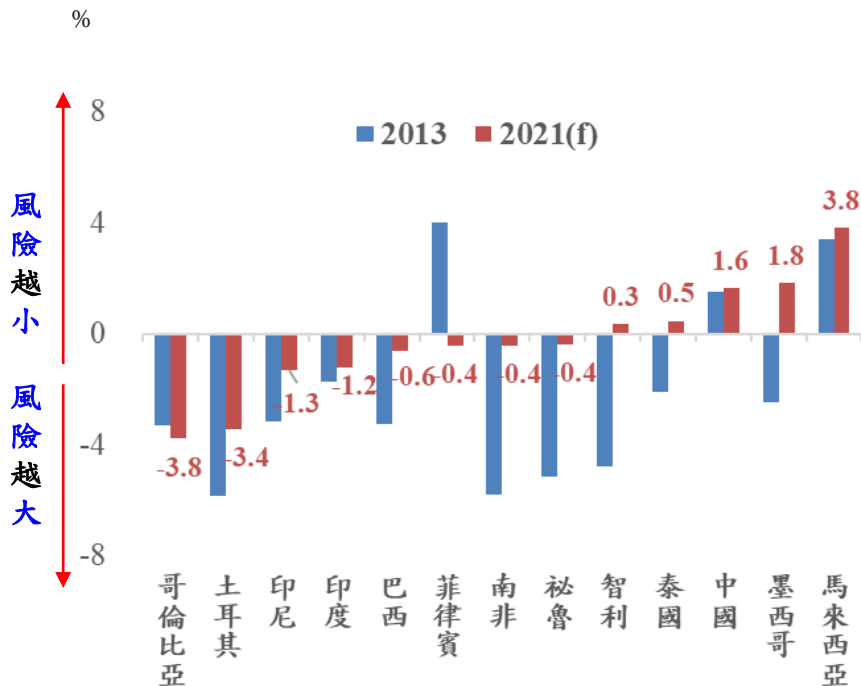
#### 1. Fed強調啟動縮減購債與未來升息之間並無直接關聯，且未來開始升息之條件較縮減購債更加嚴格。

	啟動縮減購債	啟動升息
前提條件	經濟朝「充分就業」與「物價穩定」目標取得明顯進展(substantial further progress)。	<ul style="list-style-type: none"> <li>達「充分就業」與「物價穩定」目標。</li> <li>允許通膨溫和超過2%一段時間，讓平均通膨達2%，且長期通膨預期穩定定錨在2%。</li> </ul>
目前狀況	<ul style="list-style-type: none"> <li>FOMC委員大致認為物價穩定已達「實質進展」目標。</li> <li>就業尚未達到「實質進展」目標。</li> <li>若經濟發展符合預期，本年開始縮減購債應屬合適。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>目前美國距離「充分就業」仍有一段距離：               <ul style="list-style-type: none"> <li>—2021年8月失業率5.2%高於較長期失業率4.0%*。</li> <li>—2021年8月非農就業人口仍較充分就業時(2020年2月)短少約533萬人。</li> </ul> </li> <li>近期通膨超過2%應為暫時性的，仍有待時間驗證通膨能否持續維持在長期目標水準2%。</li> </ul>

\*：為本年9月22日FOMC與會成員對較長期失業率之預測值中位數。而「較長期失業率」係指經濟處於充分就業及物價穩定狀態下的失業率，故亦可視為較長期正常失業率(longer-run normal rate of unemployment)。

2. 相較於2013年縮減恐慌期間，本年7月迄今，美國公債市場波動度未明顯上升；市場對Fed升息預期亦保持平穩，且新興市場股、債市表現亦相對平穩。
3. 目前多數新興市場經濟體經常帳餘額與外匯存底適足程度較2013年皆有改善。

新興市場經濟體經常帳餘額相對GDP比率



新興市場經濟體外匯存底適足率

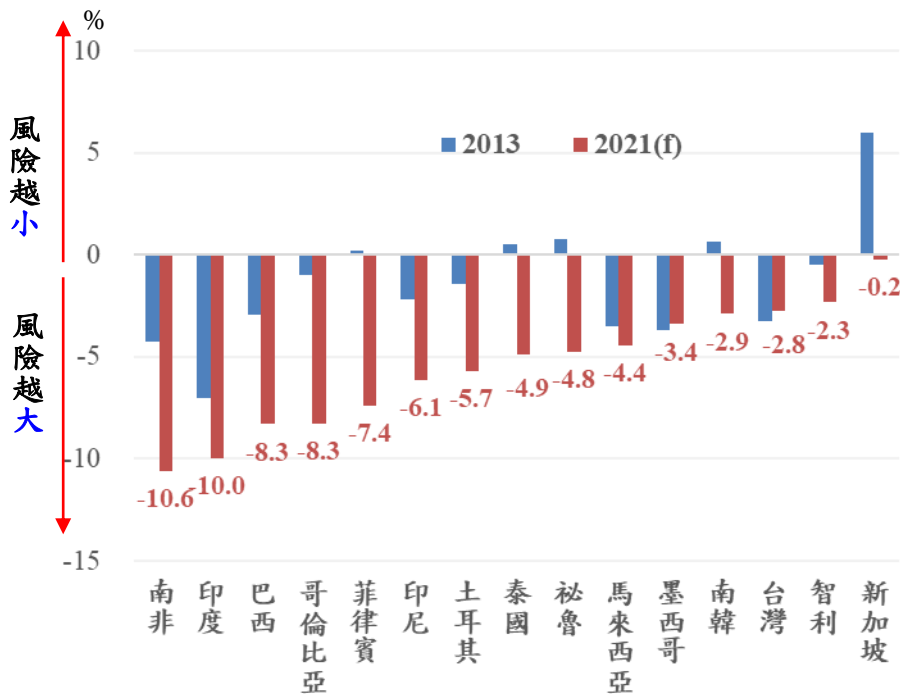


註：World Bank自2014年第2季開始提供巴西每季短期外幣計價外債，故無2013年資料可供計算

資料來源: Davis, Scott (2021), "Don't Look to the 2013 Tantrum for the Effect of Tapering on Emerging Markets," *International Economy*, Federal Reserve Bank of Dallas, Aug. 10.

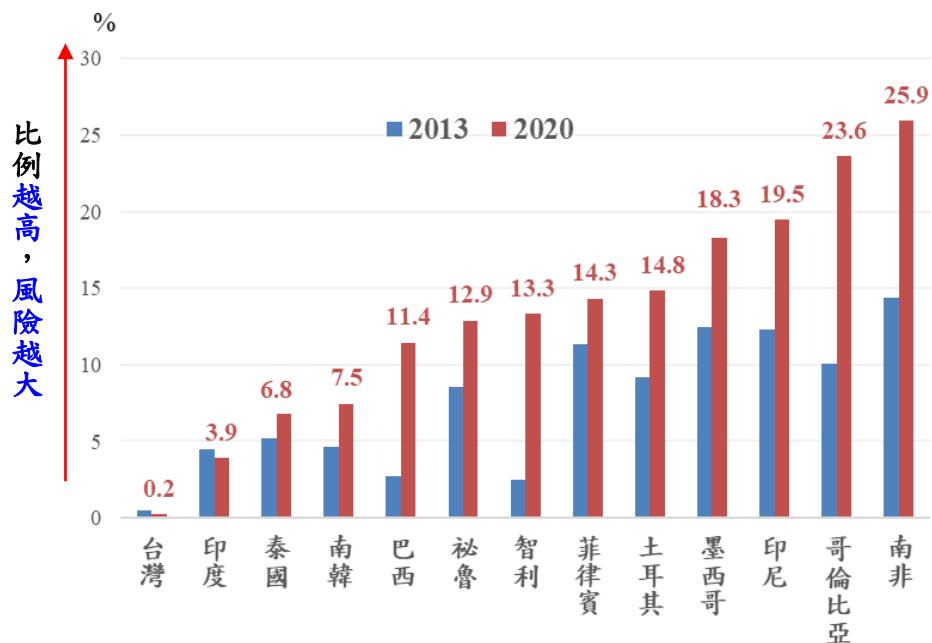
4. 惟新興市場經濟體**財政餘額因COVID-19疫情而惡化**，加以**渠等政府外債遠逾2013年水準**，若美國公債殖利率大幅上揚及美元走強，將**加重其償債壓力**，恐造成渠等股、債及匯市動盪，不利金融穩定。

新興市場經濟體財政餘額對GDP比率



資料來源: IMF World Economic Outlook Database (2021/4)

新興市場經濟體政府外債相對GDP比率



資料來源: World Bank Quarterly External Debt Statistics、World Bank International Debt Statistics 2021、IMF World Economic Outlook Database (2021/4)

簡報完畢  
謝謝！

