

央行理監事會後記者會參考資料

中央銀行

110.9.23

## 前 言

本(2021)年 6 月本行理監事會議以來，全球經貿持續復甦，但新冠肺炎變種病毒擴散，通膨升溫，先進經濟體央行面臨寬鬆貨幣政策轉向壓力。國內經濟因民間投資與輸出表現優異，上半年經濟成長率達 8.34%，全年則可望接近 6%。物價方面，8 月因豪大雨致災，CPI 年增率暫時居高，全年則仍屬溫和。

年初以來，國際油價上揚與低基期因素使得國內物價走升，但近期漲幅已趨緩和。從影響國內通膨的長、短期因素觀察，說明長期以來台灣通膨率維持低且穩定的緣由，俾緩解各界對通膨率上升的疑慮。

再者，物價由總供需決定，上年受疫情衝擊，物價較低。本年以來因經濟重啟，總需求明顯回溫；總供給則仍因供應鏈瓶頸，使得總需求恢復程度大於總供給，致近期主要經濟體通膨率顯著攀升。但主要研究機構與多國央行都認為目前通膨升溫屬暫時性現象，待經濟活動回歸正常，通膨可望回穩。

多年來，主要央行均採行 2% 通膨率目標，但將通膨率目標設定為 2%，既非理論，也無關實證，純係決策者的直觀決定。近來，Fed、ECB 因通膨率暫時超標，均對 2% 目標改採彈性作法；對小型開放經濟體而言，由於通膨壓力主要源自外部因素，採具彈性的物價穩定定義，更屬必要。

本年 7 月，美國 Fed 釋出可能縮減購債訊息，同時強調縮債與升息並無直接關聯，希望平穩市場的反應。但 Fed 縮債仍可能帶動美債殖利率上揚，美元走強，國際資金撤出新興市場；因而未來仍需密切關注 Fed 後續調整購債的動作與潛在的影響。

本行肩負維持物價穩定與金融穩定，並協助促進經濟成長的職責，須密切關注並分析國內外經濟金融情勢與重大議題的發展。茲探討上述議題，彙集成冊，以供各界參考。

## 目 次

一、國際經濟金融情勢及展望	1
二、國內經濟及通膨展望	13
三、從台灣長短期通膨影響因素分析近期通膨率走高現象	31
四、本年以來主要經濟體通膨走勢之分析	48
五、國際間央行為何視 2%通膨率目標為主流信仰？	64
六、Fed 縮減購債對美國債市及新興市場之可能影響	78

## 一、國際經濟金融情勢及展望

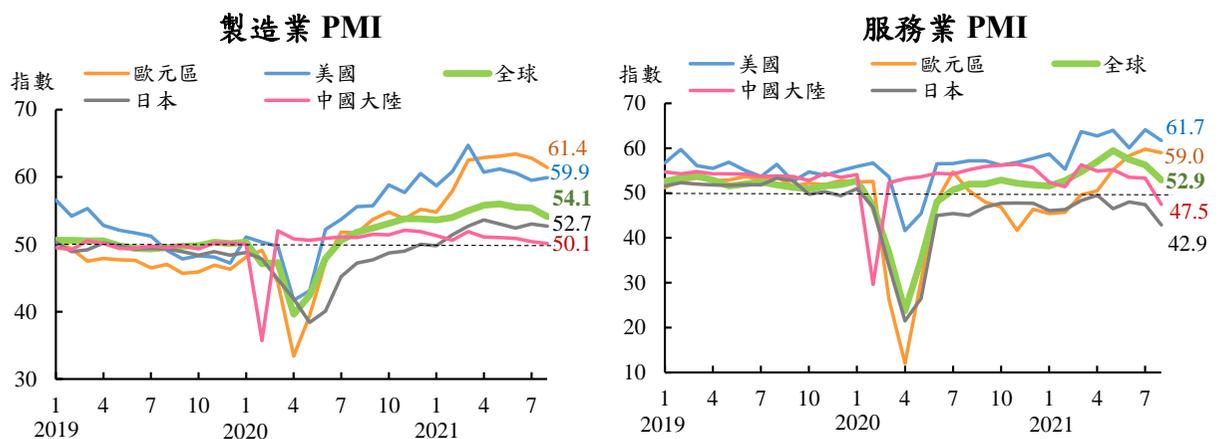
本(2021)年6月本行理事會會議以來，**先進經濟體 COVID-19 疫苗覆蓋率續升**，擴張性財政及寬鬆性貨幣政策亦持續，**全球經貿廣續復甦**；惟**近來肺炎變種病毒擴散**，且全球通膨升溫，**先進經濟體央行面臨寬鬆貨幣政策轉向之壓力**，加以**地緣政治風險上升**，全球經貿前景仍充滿不確定性，宜密切關注。

### (一) 本年全球經濟及貿易強勁復甦，惟前景仍受疫情影響，明(2022)年成長將走緩

#### 1. 全球製造業及服務業多仍維持擴張，惟步伐趨緩；病毒變種反覆衝擊經濟發展，成為全球復甦之隱憂

**近期製造業受原物料短缺、供應鏈瓶頸(如晶片短缺、物流受阻)及缺工**等問題影響，服務業則再遭**變種病毒**引發之**疫情衝擊**，**全球製造業及服務業採購經理人指數(PMI)雖仍在榮枯線(50)之上**，惟**擴張步伐趨緩(圖 1)**。不同所得經濟體之**疫苗購買數量差異大(圖 2)**，加以受**變種病毒衝擊**，**各國復甦程度分歧情況恐擴大**，為全球經濟之隱憂。

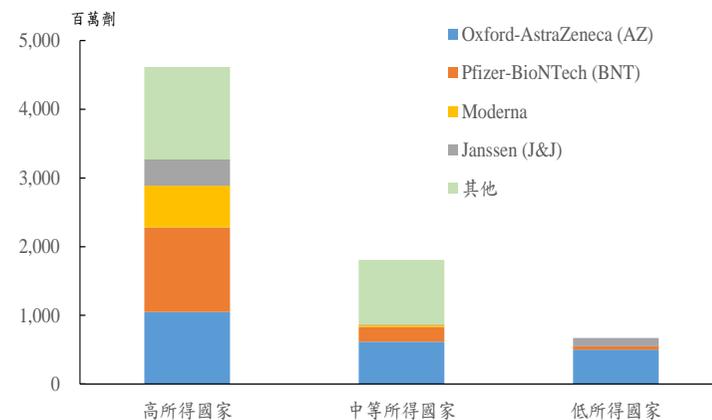
圖 1 主要經濟體製造業及服務業 PMI



註：美國為 ISM 製造業及服務業 PMI，歐元區、全球及日本為 IHS Markit 製造業及服務業 PMI，中國大陸為官方製造業及非製造業 PMI；最新數值為本年 8 月資料。

資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

圖 2 不同所得經濟體疫苗購買數量



註：不含自 WHO 之 COVID-19 疫苗全球取得機制(COVAX) 購買之數量。

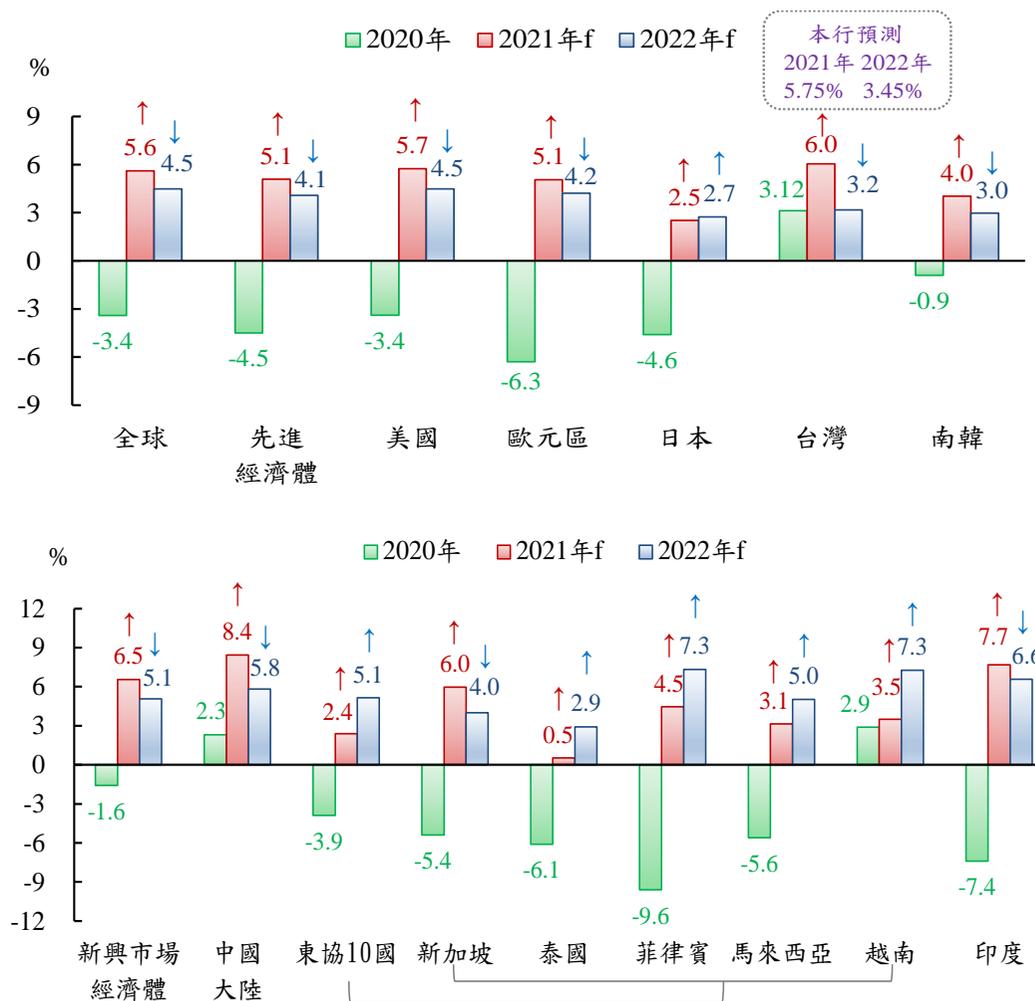
資料來源：Refinitiv Datastream (資料更新至 2021/9/9)

## 2. 今年上半年全球經濟強勁復甦，下半年及明年成長將走緩

先進經濟體經濟逐步解封，帶動**上半年全球經濟加速升溫**，然而各經濟體**疫苗接種速度及政策支持力道互異**，導致復甦程度分歧；且**近期變種病毒肆虐**，部分經濟體重啟防疫管制措施，**下半年成長恐不如上半年強勁**，前景不確定性高。IHS Markit 預測**本年全球經濟成長率為5.6%**，遠高於上(2020)年之-3.4%；**明年則降至4.5%**(圖3)。

- **美國**：經濟**重啟之需求**強勁，加以政府將推動基礎建設法案等**財政激勵**，將**支持經濟持續成長**，惟變種病毒**疫情對經濟影響之不確定性亦升高**。
- **歐元區**：商業活動強勁，**服務業需求暢旺**，預期**經濟將持續復甦**，惟受**供應鏈瓶頸抑制**製造業生產影響，**經濟成長步伐將略減緩**。
- **日本**：外需復甦可望帶動**企業資本支出持續成長**，**經濟將進一步升溫**，惟政府因疫情嚴峻一再發布並延長「**緊急事態宣言**」，可能**影響景氣復甦**。
- **中國大陸**：外需復甦帶動出口強勁成長，惟因**大宗商品價格高漲**提高企業成本，加以因應變種病毒蔓延之**防疫措施限制經濟活動**，**經濟成長速度將趨緩**。

圖3 IHS Markit 全球及主要經濟體經濟成長率預測



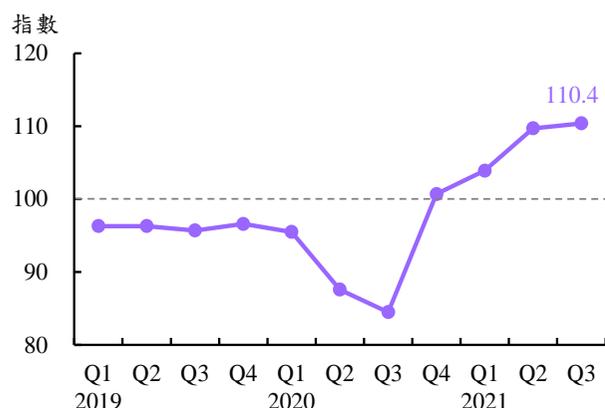
- 註：1. f表示預測值；↑及↓分別表示較前一年上升及下降。  
 2. 印度為財政年度(即當年之Q2至次年之Q1)數據。  
 3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各國及歐元區實際值來自官方網站，其餘數值均來自 IHS Markit (2021/9/15)

### 3. 本年全球貿易量大幅回升，惟供應鏈瓶頸干擾復甦動能

本年第3季WTO商品貿易指標(Goods Trade Barometer)<sup>1</sup>升至新高紀錄，遠高於趨勢值(100)，惟升勢放緩(圖4)；近期經濟解封之需求驟升，全球貨櫃運費大漲，供應商交貨時間延遲(圖5)，恐影響商品貿易成長，而服務貿易因跨境旅行受阻仍疲軟，加以疫情之威脅仍大<sup>2</sup>，均影響全球貿易復甦步伐。IMF預測本年全球貿易量成長率強勁彈升，明年略降溫(圖6)。

圖4 WTO商品貿易指標



註：1. WTO商品貿易指標為領先指標，領先全球商品貿易量統計值2~3個月。  
2. 本年8月係公布6月之指數值，可預示第3季之全球商品貿易成長狀況。

資料來源：WTO Trade Barometers News Archive

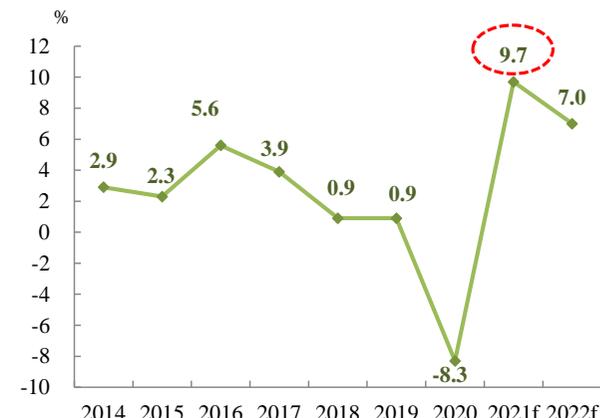
圖5 衡量供應鏈壓力相關指標



註：波羅的海總體貨櫃運費指數評估全球海運運費變動，指數上升代表運費上漲；美國ISM製造業供應商交貨時間指數評估供貨延遲情形，指數高於50表示受訪企業反映渠等之供應商由訂單到交貨的時間有延滯情形，指數愈高代表延滯愈久，藉以綜合判斷供應鏈壓力。

資料來源：交通部航港局、Refinitiv Datastream

圖6 全球貿易量成長率



註：包含商品及服務貿易。

資料來源：IMF World Economic Outlook Database (2021/4及2021/7)

<sup>1</sup> WTO商品貿易指標係將與全球商品貿易量具高度相關及領先性之相關項目(出口訂單、國際空運量、貨櫃港口吞吐量、汽車生產與銷售量、電子零組件貿易量及農業原物料貿易量)合併之單一綜合指數，提供全球商品貿易情勢即時(real-time)資訊。

<sup>2</sup> 參考IMF(2021), "Fault Lines Widen in the Global Recovery," *World Economic Outlook Update*, Jul. 27; WTO(2021), "Goods Barometer Hits Record High, Confirming Strength of Trade Recovery," *Goods Trade Barometer*, Aug. 18。

## (二) 整體國際商品價格呈向上趨勢，本年全球通膨率預測值大幅高於上年

### 1. 國際油價自高點震盪走跌後回升，本年預測值遠高於上年；穀價震盪走跌，工業用金屬價格上揚

本年 7 月以來，受變種病毒蔓延、石油輸出國組織與盟國(OPEC+)持續增產以及美元走強等因素影響，油價自高點震盪下滑。8 月下旬則因美國墨西哥灣沿岸原油產能受颶風重創，且市場預期全球經濟持續成長，原油需求可望於疫情降溫後回升，油價因而止跌回升(圖 7)。由於全球經濟復甦，加以原油需求回升，主要機構對本年油價預測值平均為每桶 68.2 美元，大幅高於上年之 41.7 美元，明年預期 OPEC+將持續逐步增產，預測值略降至 67.7 美元。

穀價方面，7 月中旬以來，美國、加拿大及俄羅斯穀物產區持續高溫乾旱，巴西則遭遇嚴寒，加以美、俄下調小麥產量預估，帶動穀價上揚，8 月中旬後則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。另鎳、鋁等工業用金屬因需求仍大而價格上揚，致代表整體國際商品價格之 R/J CRB 期貨價格指數隨大宗商品價格走勢而呈向上趨勢(圖 8)。

圖 7 布蘭特原油現貨價格



資料來源：Refinitiv Datastream

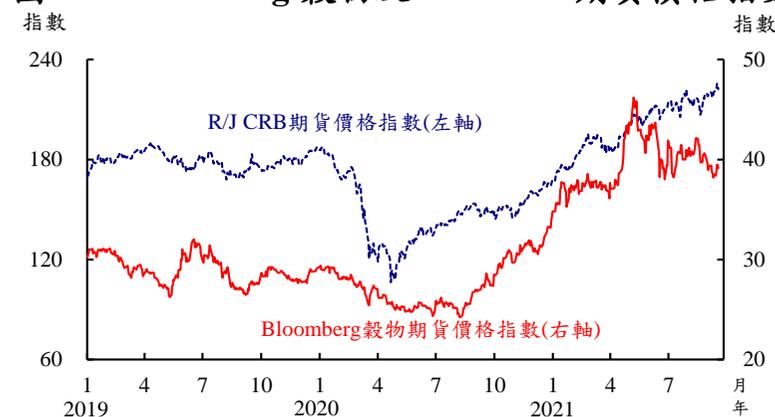
單位：美元/桶

機構 (預測日期)	2020	2021f	2022f
EIA (2021/9/2)	41.7	68.6	66.0
EIU (2021/9/14)		68.5	71.0
IHS Markit (2021/9/15)		67.5	66.1
平均		68.2	67.7

註：f 表示預測值。

資料來源：各國際機構

圖 8 Bloomberg 穀物及 R/J CRB 期貨價格指數



註：1. Bloomberg 穀物期貨價格指數係根據芝加哥期貨交易所之黃豆、小麥、玉米距到期日 3 個月期貨合約價格計算。

2. 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：Bloomberg、Refinitiv Datastream

## 2. 本年全球通膨率預測值高於上年，明年則回降

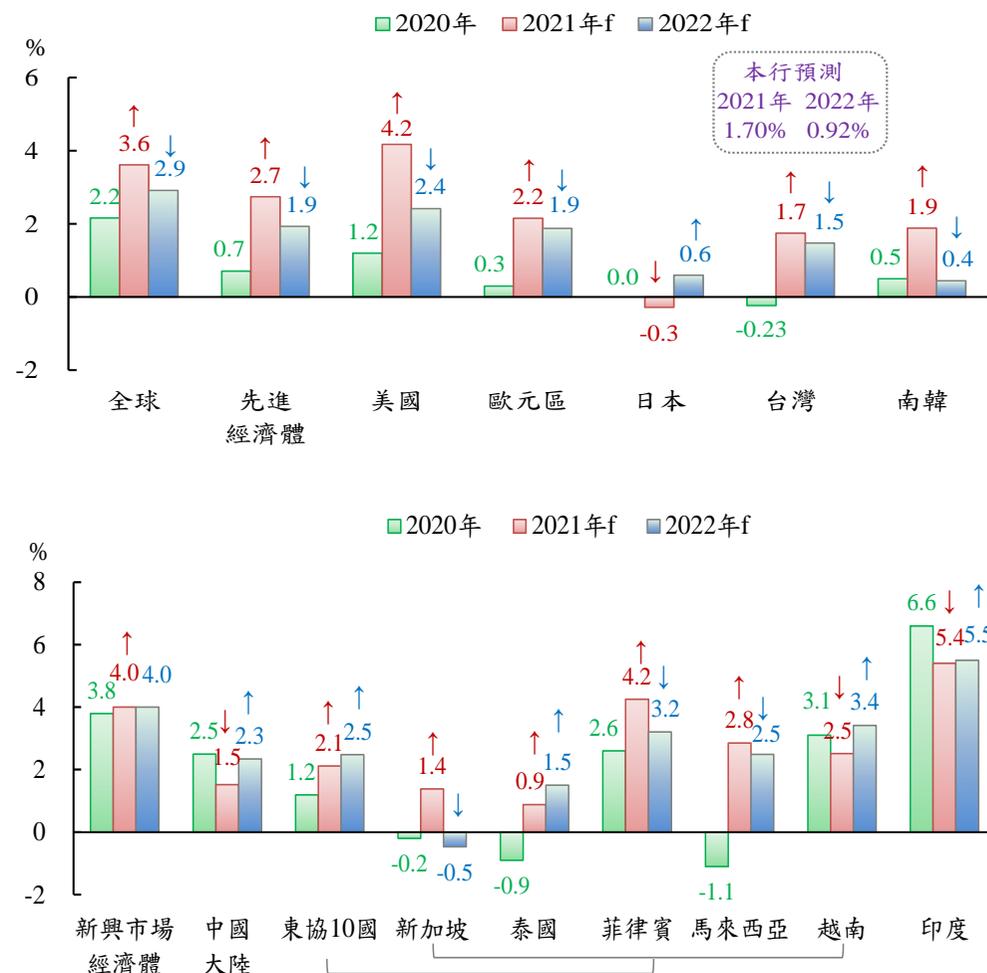
經濟重啟帶動**全球需求擴增**，推升國際商品價格，IHS Markit 預測**本年全球通膨率**由上年之 2.2% 大幅升至**3.6%**，明年則降至**2.9%**(圖 9)。

**主要經濟體本年通膨率預測值亦多高於上年(圖 9)。**

- **美國**：本年 8 月 CPI 年增率由 7 月之全球金融危機以來高點 5.4% 略降至 5.3%，惟仍居高；7 月 PCE 及核心 PCE 年增率分別升至 4.2% 及 3.6%，亦為 30 年來新高，美國聯準會(Fed)主席 Powell 表示，近期通膨率上揚主要由少數貨物與服務價格大漲帶動，僅為暫時性現象。
- **歐元區**：本年 8 月通膨率攀升至 3.0% 之 10 年新高，歐洲央行(ECB)總裁 Lagarde 指出，通膨率加速成長主要反映能源價格上漲與生產原料及設備短缺造成之成本壓力，預估明年將下滑。
- **日本**：本年以來因 CPI 計算方式調整致通訊費調降之負貢獻擴大，通膨率持續為負，惟在疫苗加速施打可望激勵民間消費帶動下，明年通膨率可望回升。
- **中國大陸**：因上年豬肉價格高漲之高基期效應，本年通膨率預測值低於上年，明年則回升。

在供應短缺、物流瓶頸及缺工等問題未緩解下，需求快速成長，加以政策支持力道仍大，**若高通膨較預期持續更久，可能影響民眾之通膨預期<sup>3</sup>**，後續走勢須密切關注。

圖 9 IHS Markit 對全球及主要經濟體通膨率之預測



註：1. f 表示預測值；↑及↓分別表示較前一年上升及下降。  
 2. 印度為財政年度(即當年之 Q2 至次年之 Q1)數據。  
 3. 東協成員國中，新加坡屬先進經濟體。

資料來源：各國及歐元區實際值來自官方網站，其餘數值均來自 IHS Markit (2021/9/15)

<sup>3</sup> 參考 IMF (2021), "Fault Lines Widen in the Global Recovery," *World Economic Outlook Update*, Jul. 27。

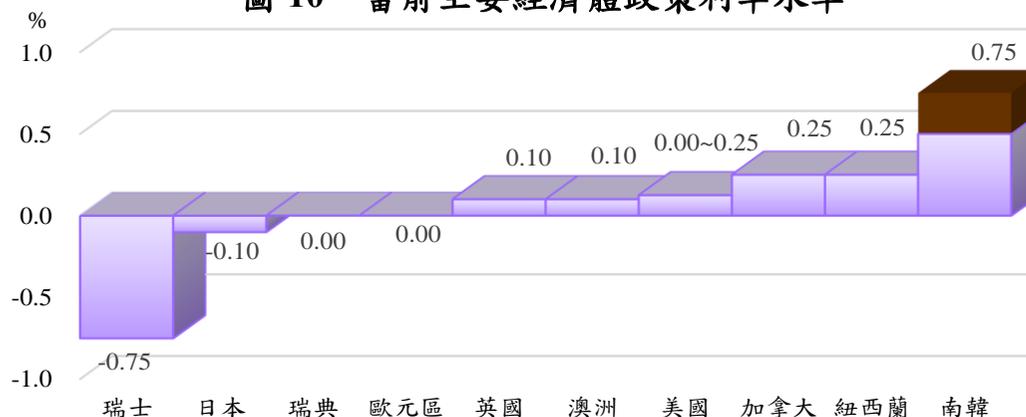
### (三)若干先進經濟體央行釋出縮減購債訊息，維持擴張性財政政策

#### 1. 主要經濟體仍維持寬鬆性貨幣政策，惟若干央行釋出縮減購債訊息

自本年7月以來，**Fed**、**ECB**、**日本央行(BoJ)**持續維持政策利率於極低水準及大規模資產購買計畫(圖10、表1)，**中國人民銀行**(以下簡稱人行)則調降存款準備率以因應經濟下行風險(表1)。惟近期**Fed**釋出可能於本年底前啟動縮減購債訊息，而**ECB**則於9月會議宣布將放緩購債速度<sup>4</sup>。在主要央行將逐步邁向貨幣政策正常化之際，學者建議，鑑於疫情對企業與家計部門的影響不一，在經濟復甦初期，中小企業與家計部門仍需政策支持，如對中小企業的銀行貸款、信用卡貸款及其他短期家庭貸款等支援措施宜持續，以減緩所得分配不均現象並協助經濟恢復正常化<sup>5</sup>。

另**南韓央行**為抑制通膨升溫及家庭貸款快速成長，8月升息0.25個百分點至0.75%(圖10)；**俄羅斯**及**巴西**因通膨高漲，自7月以來分別累計升息1.25及1個百分點至6.75%及5.25%；其餘經濟體央行則維持政策利率不變。

圖10 當前主要經濟體政策利率水準



註：歐元區為主要再融通操作利率。

資料來源：各央行網站(截至9月17日資料)

<sup>4</sup> 另部分先進經濟體央行亦正考慮在不影響經濟復甦下，縮減資產購買計畫，如加拿大央行7月決議每週購債規模由30億加幣調降至20億加幣；紐西蘭央行7月決議停止大規模資產購買計畫；澳洲央行7月決議將每週購債規模調降至40億澳幣，惟9月決議延長購債計畫至明年2月；英國央行8月表示，在政策利率達到0.5%時，購債將不再進行到期本金再投資，以減少該行持有之債券存量。

<sup>5</sup> 參見Forbes, Kristin (2021), "Unwinding Monetary Stimulus in an Uneven Economy: Time for a New Playbook?" Paper Prepared for the 2021 Jackson Hole Economic Symposium Hosted by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Aug. 26。

表 1 本年 6 月本行理事會會議以來主要央行貨幣政策變動情形

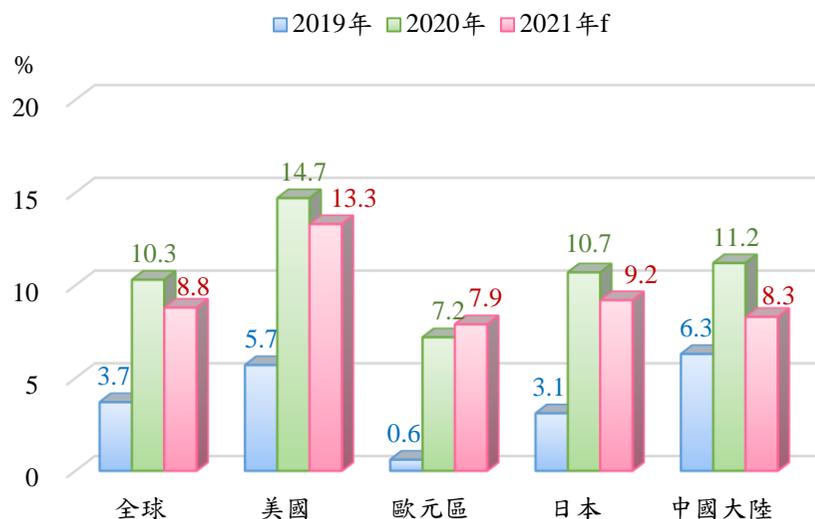
央行	政策措施	內容
Fed	維持近零之政策利率不變	7 月 28 日決議維持聯邦資金利率目標區間於 0%~0.25% 不變。
	將持續評估縮減購債步調	每月分別持續購買至少 800 億美元公債及 400 億美元機構房貸抵押擔保證券(agency MBS)，而自上年 12 月推出購債指引以來，經濟已朝法定目標邁進並取得進展，將於未來數次會議持續評估該進展。
	考慮縮減購債，惟強調其與升息時機並無關聯性	主席 Powell 於 8 月 27 日之全球央行年會中指出，近期美國通膨率上揚主要是受少數貨物與服務價格大漲帶動，僅為暫時性現象，且長期拉低通膨的結構性因素，不太可能立即反轉；渠與 7 月會議之多數委員意見相同，認為若經濟復甦進展與預期相符，可能於本年開始減少資產購買，惟強調縮減購債與升息時機並無直接關聯性。
ECB	修改通膨目標為 2% 對稱區間	7 月 8 日公布貨幣政策策略檢討結果，確認 HICP 仍為促成物價穩定目標的適宜衡量指標，惟將量化目標由中期 HICP 年增率低於但接近 2%，調整為維持於 2% 的對稱區間。
	維持政策利率於極低水準不變	9 月 9 日決議維持主要再融通操作利率、邊際放款利率與隔夜存款利率分別於 0.00%、0.25% 及 -0.50% 不變。
	適度放緩購債速度	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)維持不變，惟未來 PEPP 的淨購債速度將略低於前兩季，然仍將持續購債至少到明年 3 月底，或 ECB 判斷疫情危機結束為止，且 PEPP 的到期債券本金再投資至少持續到 2023 年底。總裁 Lagarde 指出，為避免陷入資產負債表規模萎縮及金融環境趨緊的惡性循環，來自政策面的支持仍有其必要性。
BoJ	維持政策利率於極低水準不變	7 月 16 日決議短期政策利率維持於 -0.10% 不變，且為促使長期利率目標(10 年期公債殖利率)維持於 0% 左右，將持續購買公債，並強調將維持因應疫情之大規模寬鬆貨幣政策。
	推出新型融通機制	將對金融機構執行因應氣候變遷之投資或融資提供融通，利率為 0%，另將減輕該等金融機構在 BoJ 活期存款帳戶餘額適用負利率(目前為 -0.10%)之部分負擔，將於本年內開始實施，且持續至 2030 年度。
人行	調降存款準備率	由於經濟成長放緩，加以企業經營成本增加，自 7 月 15 日起全面調降金融機構存款準備率 0.5 個百分點(不含已執行 5% 存款準備率的金融機構)，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。

## 2. 主要經濟體持續擴張性財政政策

截至本年7月初，主要經濟體為因應疫情推出之財政激勵方案總規模已達16.5兆美元<sup>6</sup>。本年8月美國續推出1兆美元基礎建設方案與3.5兆美元財政預算計畫，目前兩者尚待美國國會通過；歐盟規模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。

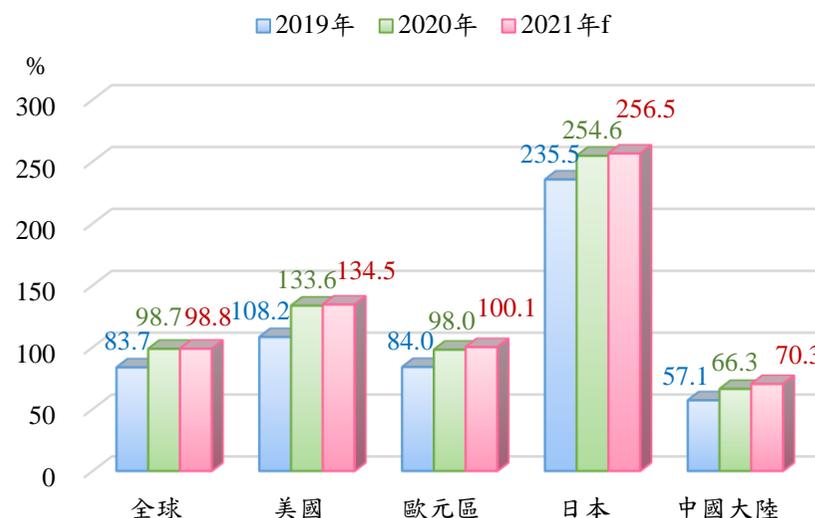
本年主要經濟體財政赤字對GDP比率將仍大幅高於疫情前水準，多數國家隨經濟復甦及疫情支持措施逐漸縮減或到期，將較上年略降；惟歐元區因部分成員國持續擴大對受疫情影響之企業及勞工等之支援，該比率恐進一步上升(圖11)。影響所及，本年主要經濟體之政府債務對GDP比率均將進一步攀升(圖12)。

圖 11 主要經濟體財政赤字對 GDP 比率



資料來源：IMF (2021), “Fault Lines Widen in the Global Recovery,”  
*World Economic Outlook Update*, Jul. 27

圖 12 主要經濟體政府債務對 GDP 比率



資料來源：IMF (2021), “Fault Lines Widen in the Global Recovery,”  
*World Economic Outlook Update*, Jul. 27

<sup>6</sup> 參考 IMF (2021), “Fault Lines Widen in the Global Recovery,” *World Economic Outlook Update*, Jul. 27。

#### (四)主要經濟體 10 年期公債殖利率自低點略回升，美元指數先升後降，股市高點震盪

##### 1. 主要經濟體 10 年期公債殖利率自近期低點略回升

本年 7 月以來，投資人擔憂**供應鏈瓶頸**及**變種病毒**蔓延**衝擊經濟**活動，資金流入美國公債市場，**10 年期公債殖利率**回落至本年 2 月以來低點，8 月中旬後，市場認為本年底前 Fed 可能啟動縮減購債，美債殖利率自低點略回穩。觀察**近期**美國 10 年期**損益兩平通膨率**<sup>7</sup>持續於**2.3%左右波動**，而**實質殖利率**由本年 8 月上旬低點回升，顯示市場對上述**供應面因素**衝擊美國經濟成長之擔憂略減(圖 13)。

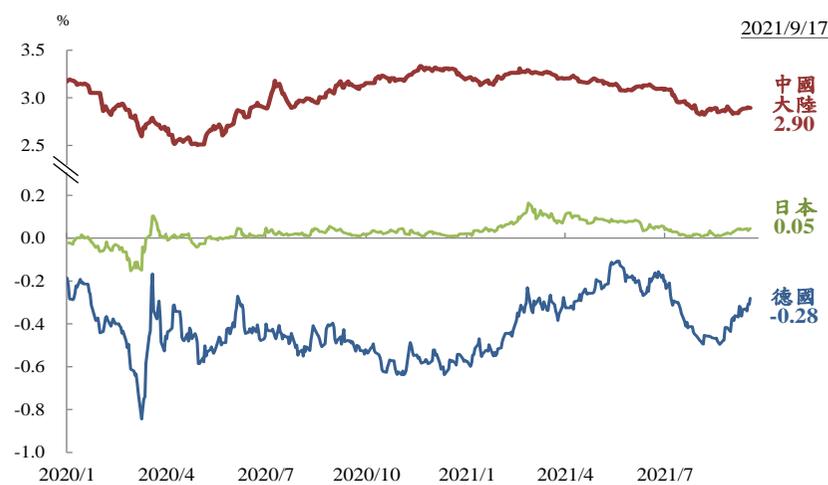
另 7 月以來，ECB 維持寬鬆政策立場，**德國** 10 年期公債殖利率降至本年以來低點，嗣因**歐元區通膨率**走升，**ECB** 於 9 月會議宣布將**放緩購債速度**，殖利率自低點回升。**日本**因疫情嚴峻，政府擴大並延長緊急事態宣言適用範圍，日本 10 年期公債殖利率**一度降至 0%**後略回升。**中國大陸**則因經濟動能趨緩，人行 7 月調降存準率，以及疫情升溫，10 年期公債殖利率**下滑至上年 6 月以來低點**(圖 14)。

圖 13 美國 10 年期公債殖利率與損益兩平通膨率



資料來源：Refinitiv Datastream、美國財政部

圖 14 德國、日本及中國大陸 10 年期公債殖利率



資料來源：Refinitiv Datastream

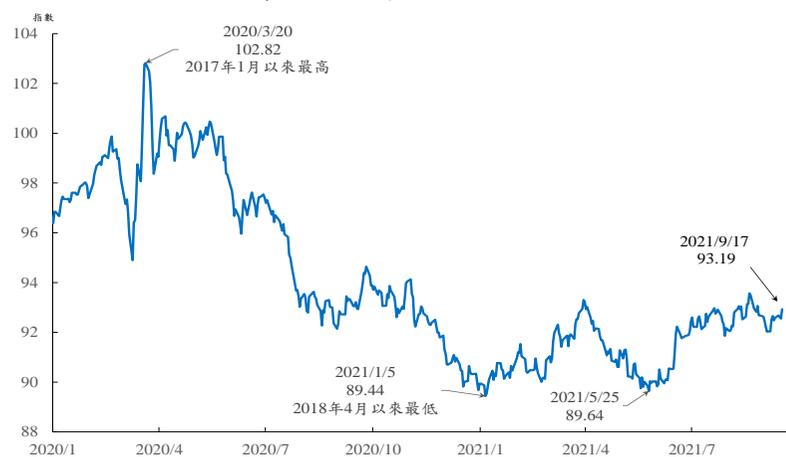
<sup>7</sup> 公債名目殖利率可拆解為實質殖利率及損益兩平通膨率(即名目殖利率減去實質殖利率之差值，為公債投資人對通膨的預期補償)兩個部分，藉以分析公債殖利率變動的原因，參見中央銀行(2021)，「近期美國通膨預期上揚現象之分析」，央行理監事會後記者會參考資料，3 月 18 日。

## 2. 美元指數先升後降，主要國家貨幣對美元匯率升貶互見

本年7月以來，美國通膨持續升溫，**變種病毒擴散恐影響全球經濟復甦**，且**地緣政治風險升高**，避險資金流入美元，帶動**美元指數一度升至**上年11月以來**高點**，嗣隨部分原先支持儘早縮減購債之Fed官員發表偏鴿派談話，加以主席Powell表示**縮減購債與升息時機並無直接關聯性**，**美元指數回檔整理**(圖15)。7月以來主要經濟體貨幣對美元匯率變動情形說明如下(圖16)：

- **歐元**：ECB持續**釋出寬鬆政策立場**，歐元對美元偏弱。
- **日圓**：市場擔憂變種病毒擴散影響全球經濟，**資金流入日圓避險**，日圓震盪走升。
- **人民幣**：人行宣布降準，**市場預期貨幣政策趨向寬鬆**，且官方相繼推出**反壟斷**、**雙減**<sup>8</sup>及「**共同富裕**」等政策，針對**產業進行管控**，市場擔憂相關發展不利經濟成長，人民幣對美元匯率狹幅震盪。
- **亞洲貨幣**：亞洲國家貨幣對美元匯率**升貶互見**，其中韓元對美元匯率貶幅較大，影響因素之一為經濟解封，致全球對南韓記憶體產品需求降溫。

圖15 美元指數

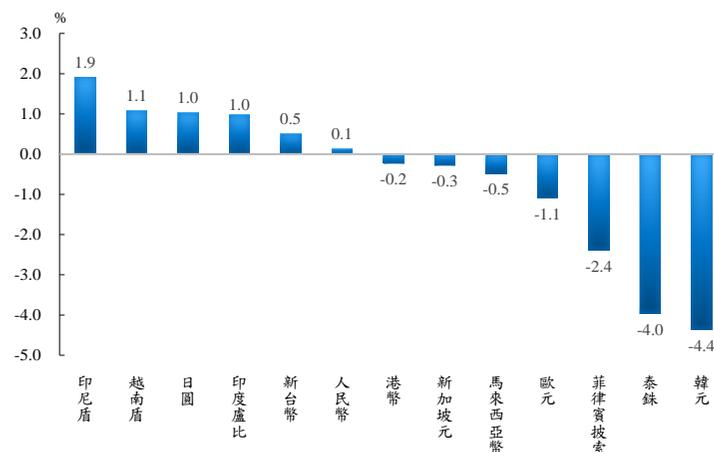


註：DXY 美元指數權重分別為歐元 57.6%、日圓 13.6%、英鎊 11.9%、加幣 9.1%、瑞典克朗 4.2%及瑞士法郎 3.6%；基期為 1973 年 3 月(=100)。

資料來源：Refinitiv Datastream

圖16 主要經濟體貨幣對美元匯率之升貶幅

(本年9月17日與6月底比較)



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

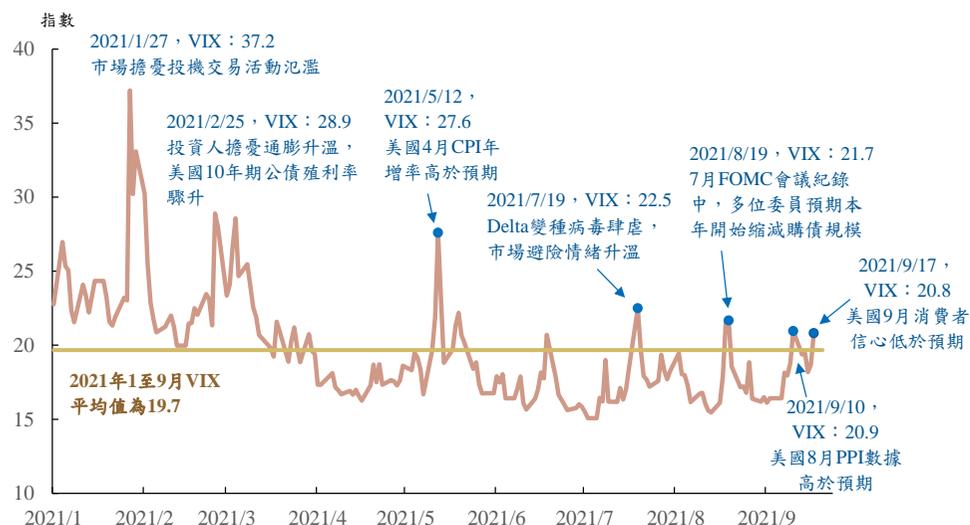
<sup>8</sup> 減輕義務教育階段學生作業負擔和校外培訓負擔的措施。

### 3. 全球股市高點震盪

本年7月以來，變種病毒迅速蔓延，影響消費信心，復以通膨升溫，市場擔憂 Fed 恐較預期提前縮減購債規模，造成恐慌指數(VIX)數度略升(圖 17)。惟美、歐服務業加速復甦，企業財報表現良好，加以流動性仍屬充裕，美、歐股市續於高點震盪；日本則在9月3日首相菅義偉宣布無意連任後，政治不確定性下降，股市自近期低點大幅回升(圖 18)。

變種病毒擴散影響亞洲製造業活動，以及中國大陸加強產業監管，恐衝擊產業發展，部分亞股表現弱勢。其中香港股市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；印度則因疫情回穩，以及政府擬擴大財政支出提振經濟，漲幅較大(圖 18)。

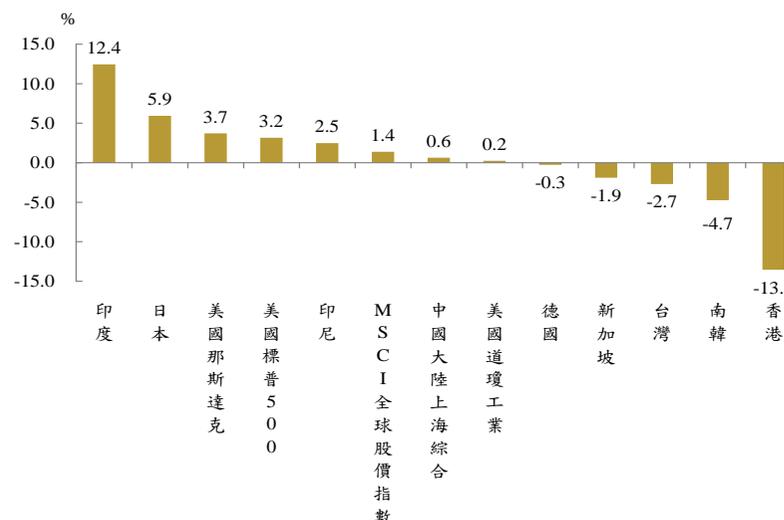
圖 17 本年 VIX 指數變動與市場風險事件



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 18 全球主要股價指數漲跌幅

(本年9月17日與6月底比較)



資料來源：Refinitiv Datastream

## (五)全球經濟仍面臨下行風險

本年全球經濟雖可望強勁成長，惟前景仍面臨下行風險，包括：(1)疫苗接種不均及變種病毒影響擴大；(2)若干先進經濟體央行面臨寬鬆貨幣政策逐步退場之壓力；以及(3)氣候變遷帶來災害與地緣政治衝突升溫，宜密切關注(圖 19)。

圖 19 影響全球經濟前景之風險

### 疫苗接種不均 及變種病毒影響擴大

- 各經濟體疫苗獲取能力差異大，致許多經濟體疫苗接種速度緩慢且疫苗覆蓋率低\*，若變種病毒之影響擴大，經濟活動恐再陷入封鎖及解封循環。
- 部分受變種病毒重創之亞洲經濟體係全球製造業重要據點，若無法加速提高疫苗覆蓋率，恐衝擊全球供應鏈，更將威脅全球經濟復甦。

### 若干先進經濟體央行面臨 寬鬆貨幣政策逐步退場壓力

- 全球經濟持續復甦、通膨升溫，若干先進經濟體央行(如 Fed、ECB)面臨寬鬆貨幣政策逐步退場壓力，未來若金融情勢收緊，除將加重政府及企業部門債務負擔及違約風險外，亦恐使資產價格大幅下修，危及金融穩定。
- 全球金融情勢緊縮之外溢效應，恐使身陷疫情危機之新興經濟體經濟更加疲弱，導致全球經濟復甦落差程度進一步擴大。

### 氣候變遷帶來災害 與地緣政治衝突升溫

- 氣候變遷導致全球災害發生頻率及對經濟活動之衝擊日益增加，除可能拖累全球經濟復甦外，農作物毀損亦將導致糧價上漲，推升通膨，影響層面廣泛。
- 阿富汗、幾內亞等地之政權變動，造成地緣政治風險升溫，亦可能引發國際大宗商品價格波動。

\*：先進經濟體有 40%的人口已接種兩劑疫苗，而新興市場經濟體的接種比例不到先進經濟體一半，低所得國家甚至僅有極少人口接種。詳 IMF (2021), “Fault Lines Widen in the Global Recovery,” *World Economic Outlook Update*, Jul. 27。

## 二、國內經濟及通膨展望

本(2021)年**上半年因民間投資及輸出表現優於預期**，經濟成長率達 8.34%。**下半年**全球景氣持續復甦，預期輸出穩健成長；**內需**受惠主要科技廠商擴大投資，以及政府推動振興消費等措施，為**驅動經濟成長**之主要動力。本行預測下半年**經濟成長率**為 3.43%，全年則為 **5.75%**。物價情勢方面，近期受**天候因素**影響，**CPI 年增率**將暫時居高，核心 CPI 年增率則維持回降趨勢，全年 CPI 及核心 CPI 年增率預測值分別為 1.70%、1.17%。

**展望明(2022)年**，**全球景氣**可望持續**復甦**，繼而帶動輸出與民間投資成長，加以預期**國內疫苗施打普及化**，有助民間消費成長動能增強，本行預測明年經濟成長率為 3.45%。通膨展望方面，明年**國際油價將趨向平穩**，國內消費回溫，惟本年**比較基期較高**，本行預測 **CPI 及核心 CPI 年增率均降為 0.92%**。

以下就國內經濟成長、物價情勢及展望，分別加以說明。

### (一)下半年經濟成長率將低於上半年，全年經濟成長率預測值為 5.75%

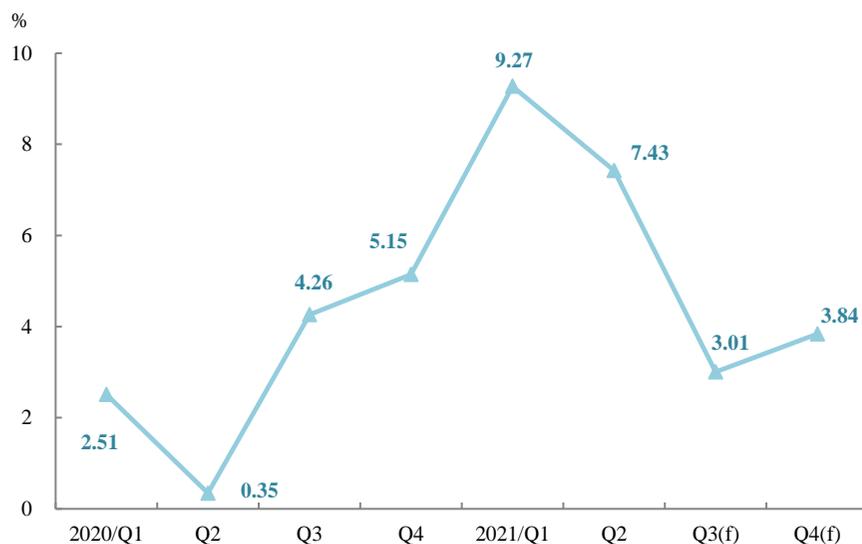
1. **上半年經濟成長率高達 8.34%**，主因民間投資及輸出成長優於預期：

- **民間投資穩健成長**：廠商續投資先進製程與**擴增產能**，**5G**等重要建設廣續布建，加以**船舶購置**增加等因素，挹注民間投資成長動能。
- **出口成長暢旺**：受惠**新興科技應用**需求延續，歐美國家陸續鬆綁防疫措施，帶動**終端需求**等有利因素。

## 2. 下半年經濟成長力道減緩

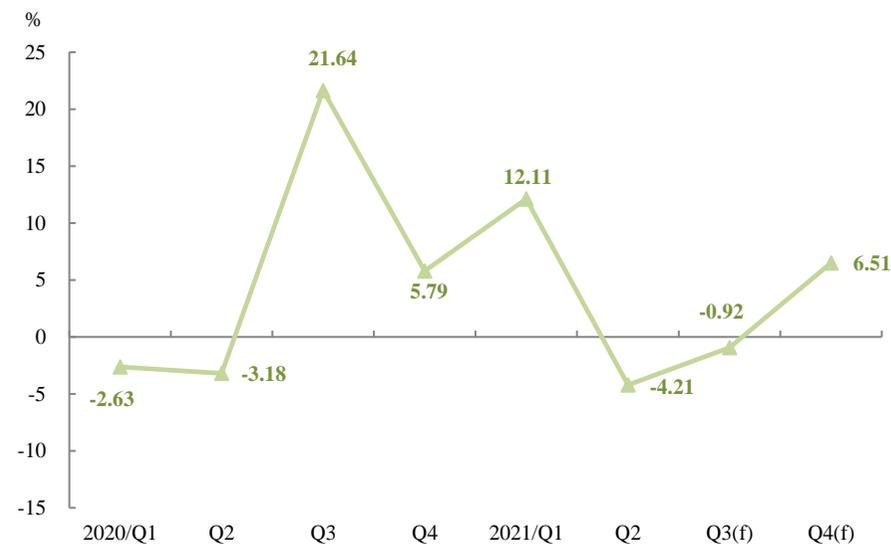
- 因比較基期墊高，第3、4季經濟成長動能趨緩(圖1)，下半年**成長率預測值為3.43%**。
  - **科技廠商調升資本支出、5G**等重大投資**廣續進行**等，維繫下半年民間投資成長動能。
  - 防疫管制措施尚未完全鬆綁，惟第4季政府將啟動**振興消費方案**，預期下半年民間消費動能溫和。
  - **科技產品外銷熱度不減**，且**傳產貨品出口持續暢旺**，惟比較基期較高，下半年輸出成長低於上半年。
- 經季調後之GDP，與上季比較，並**年率化**後(saar)之**經濟成長率**，本年**第2季**受國內疫情衝擊影響，**為最低點**(圖2)，之後逐季回升。

圖1 台灣各季經濟成長率(yoy)



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

圖2 台灣各季經濟成長率(saar)



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

### 3. 內需為本年經濟成長之重要支撐力道

- 上半年由於輸出成長力道強勁，淨外需貢獻大於內需貢獻；下半年內需貢獻則高於淨外需，其中以民間投資貢獻最大。
- 本行預測本年經濟成長率為 5.75%(表 1)，且內需為驅動經濟成長的重要來源，貢獻 3.31 個百分點，而淨外需貢獻 2.44 個百分點。

表 1 本年台灣經濟成長率(yoy)及 GDP 各組成項目貢獻度

	經濟成長率 (%) =(a)+(b)+(c)+(d)+(e)	各項貢獻(百分點)									
		內需 =(a)+(b)+(c)+(d)	民間消費 (a)	民間投資 (b)	政府支出 (c)		存貨變動 (d)	國外淨需求 (e)			
					消費	投資*		輸出	(-) 輸入		
上半年	8.34	3.14	0.46	3.12	0.21	0.46	-0.26	-0.65	5.20	12.78	7.57
下半年(f)	3.43	3.47	0.75	1.49	0.57	0.42	0.15	0.66	-0.04	8.62	8.65
全年(f)	5.75	3.31	0.61	2.26	0.40	0.44	-0.04	0.04	2.44	10.59	8.14

\*：包含公營事業與政府投資；f代表中央銀行預測數。

資料來源：主計總處、中央銀行

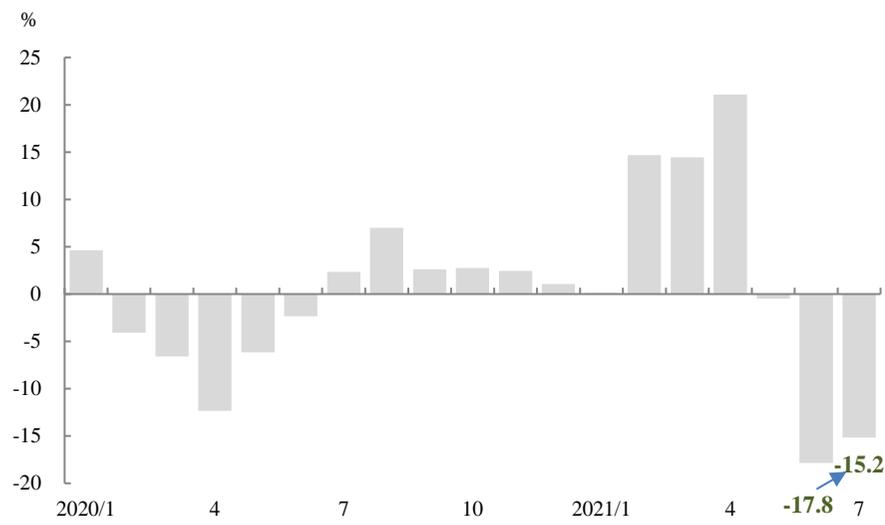
## (二)預期內需為驅動下半年經濟成長之主力

1. 下半年民間消費溫和成長：主因受惠政府振興消費政策發酵及消費遞延回補效果。

- 國內肺炎疫情警戒維持第 2 級，營業場所及公共場域與餐飲內用存有許多營運指引，可能制約民眾外出消費意願。此外，國內就業情勢亦因內需型服務業景氣尚未完全復甦而表現平疲，均可能抑制民間消費成長力道。
- 惟線上購物與外送平台等宅經濟蓬勃發展，且政府將實施振興消費措施，各部會亦推出加碼活動，加以肺炎疫情趨緩造成的消費遞延回補效果，均有助支撐民間消費成長。

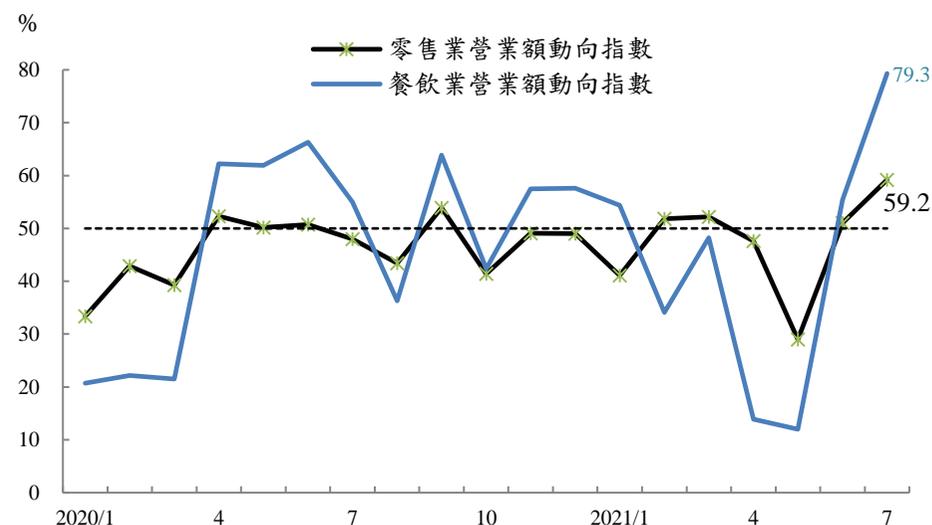
—7 月零售暨餐飲業營業額雖續衰退(圖 3)，惟零售及餐飲業營業額動向指數續高於 50 以上(圖 4)，表示業者轉趨看好未來營運，零售及餐飲業營收可望逐漸好轉，增添下半年民間消費動能。

圖 3 零售暨餐飲業營業額年增率



資料來源：經濟部統計處

圖 4 零售及餐飲業營業額動向指數

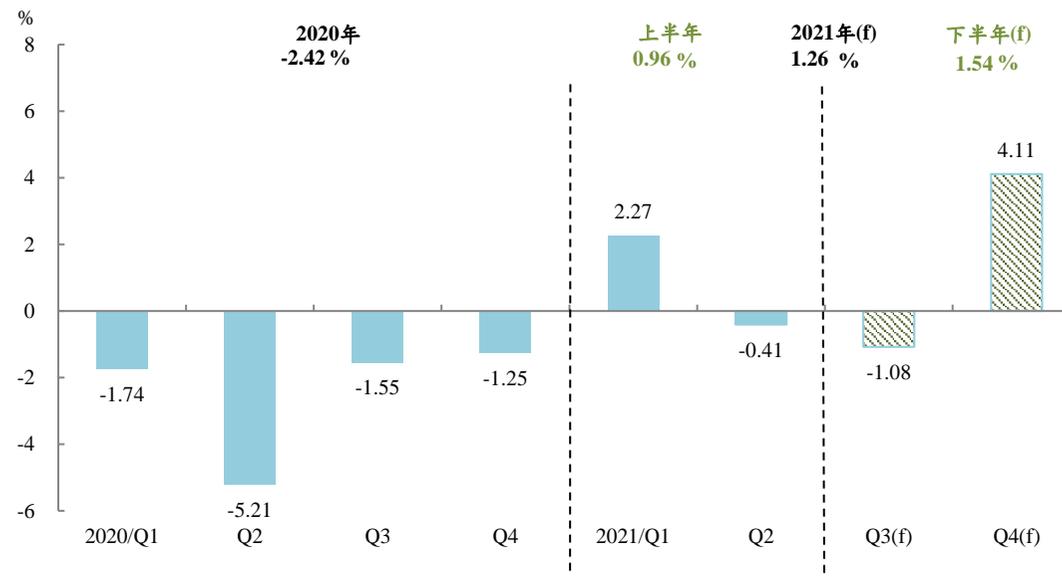


註：動向指數介於 0 與 100 之間，<50 代表預期營收下滑，50 代表中性持平，>50 代表預期成長。

資料來源：經濟部統計處

□ 預期第 3 季為民間消費成長谷底，第 4 季可望回升。下半年實質民間消費年增率預測值為 1.54%，全年則為 1.26%(圖 5)。

圖 5 實質民間消費年增率

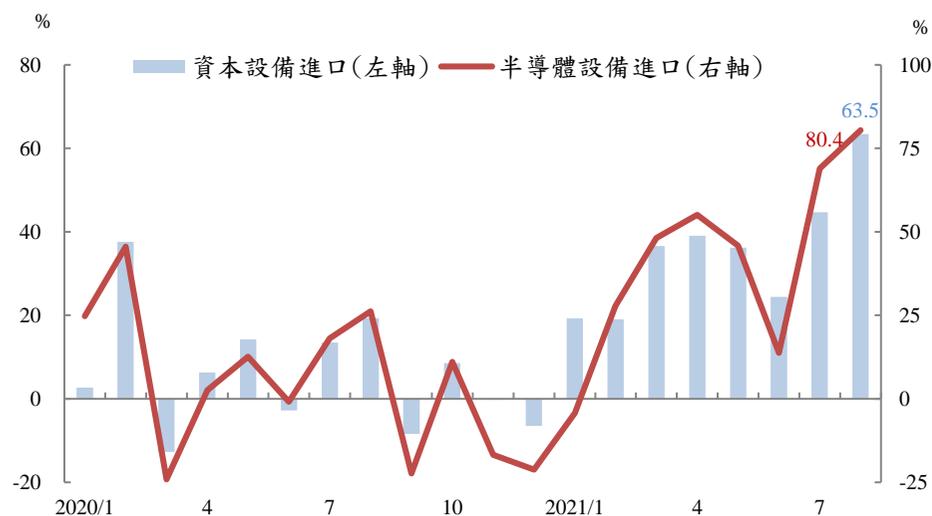


註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

## 2. 下半年民間投資可望穩健成長：主因科技大廠及相關供應鏈續擴大投資。

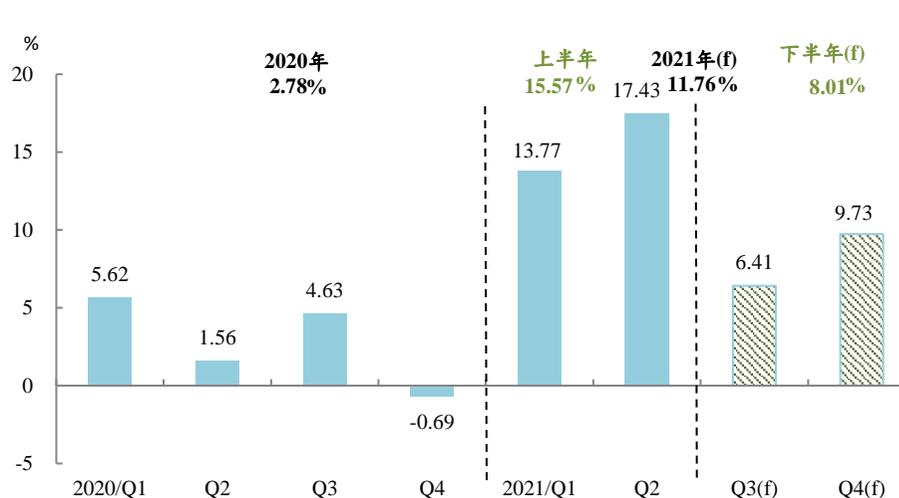
- 半導體等科技大廠為**擴增產能、研發與投資先進製程**，並推動綠色製造，相繼調高資本支出目標<sup>1</sup>，亦帶動相關**供應鏈投資**意願(圖 6)，挹注未來機器及設備投資動能。
- 電信業者加速推動擴大**5G 基礎建設**投資，及海空運業者為擴增運能，**新購運輸設備**，亦有助帶動下半年民間投資成長。
- 預測下半年實質民間投資年增率為 8.01%，全年為 11.76% (圖 7)。

圖 6 資本及半導體設備進口年增率



註：以美元計價。  
資料來源：財政部

圖 7 實質民間投資年增率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

<sup>1</sup> 台積電上調本年資本支出至 300 億美元；聯電上調至 23 億美元等。

3. 下半年政府支出穩定成長：主因防疫支出與購買軍品，以及加速推動公共建設所致。

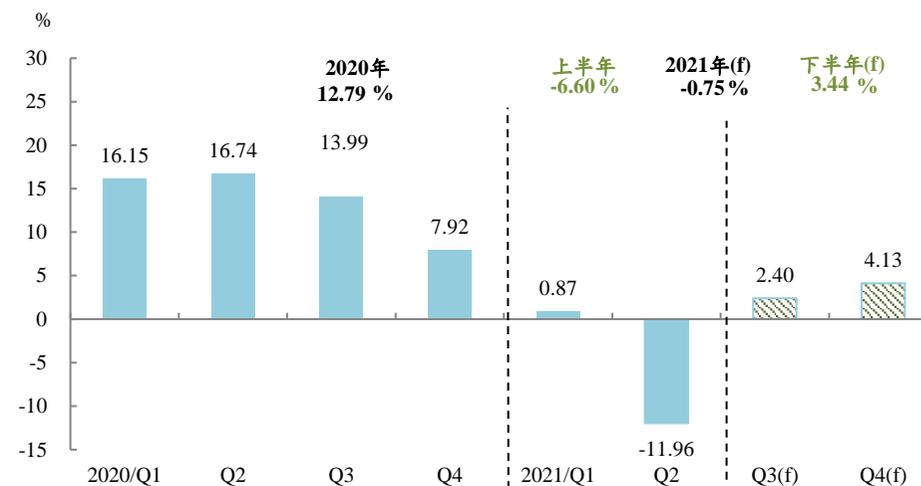
- 政府防疫支出及購買軍品等均挹注實質政府消費成長動能，預測下半年政府消費年增率為 2.89%，全年為 3.13% (圖 8)。
- 政府加速公共建設執行，預估下半年公共投資(政府加公營事業投資)成長率為 3.44%，全年為-0.75% (圖 9)。

圖 8 實質政府消費年增率



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

圖 9 實質公共投資年增率



註：f代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

#### 4. 下半年輸出穩健成長：主因全球景氣持續復甦。

□ 隨主要經濟體肺炎疫苗接種日漸普及，**防疫措施逐步放寬**，經濟活動回歸正常，帶動終端需求擴增，以及美國等國家積極推動**基礎建設計畫**，均有助**推升相關商品出口成長**。

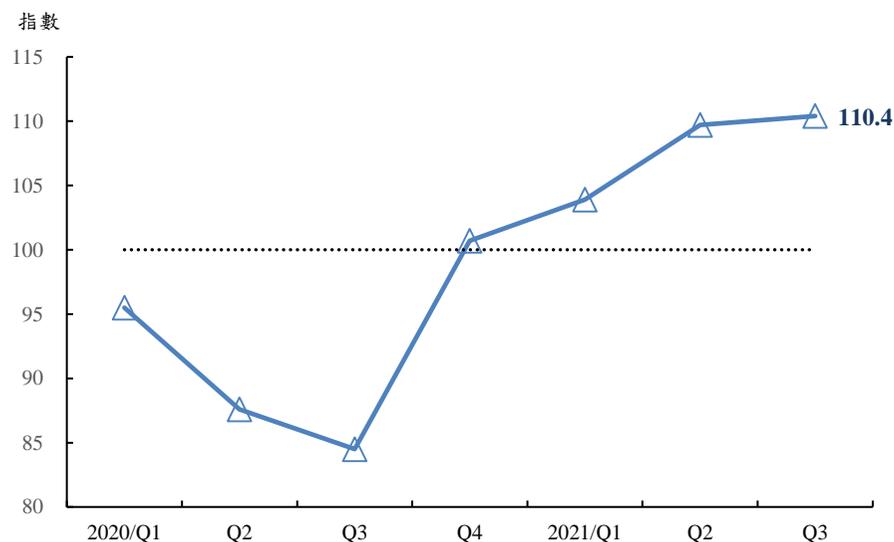
— 全球經濟活動復甦，激勵終端需求增加，WTO 商品貿易指數續高於趨勢值(圖 10)，全球貿易擴張力道持續。

□ 市場對於**新興科技應用**(如高效能運算、5G 通訊等)、**數位轉型等需求持續**，加以消費性電子新品陸續上市，皆有利延續台灣相關供應鏈出口成長動能。

— 中經院公布之 8 月電子暨光學產業 PMI 之新增出口訂單續處於擴張階段(圖 11)，顯示未來接單狀況仍樂觀。

□ 主要出口貨品需求暢旺，跨境電商交易熱絡等帶動**貨運收入增加**，有助**服務貿易輸出成長**。

圖 10 WTO 商品貿易指數



註：指數 100 表示商品貿易成長同趨勢值，高於 100 代表成長高於趨勢值，低於 100 則表示低於趨勢值。

資料來源：世界貿易組織(WTO)

圖 11 電子暨光學產業 PMI 新增出口訂單



資料來源：中經院

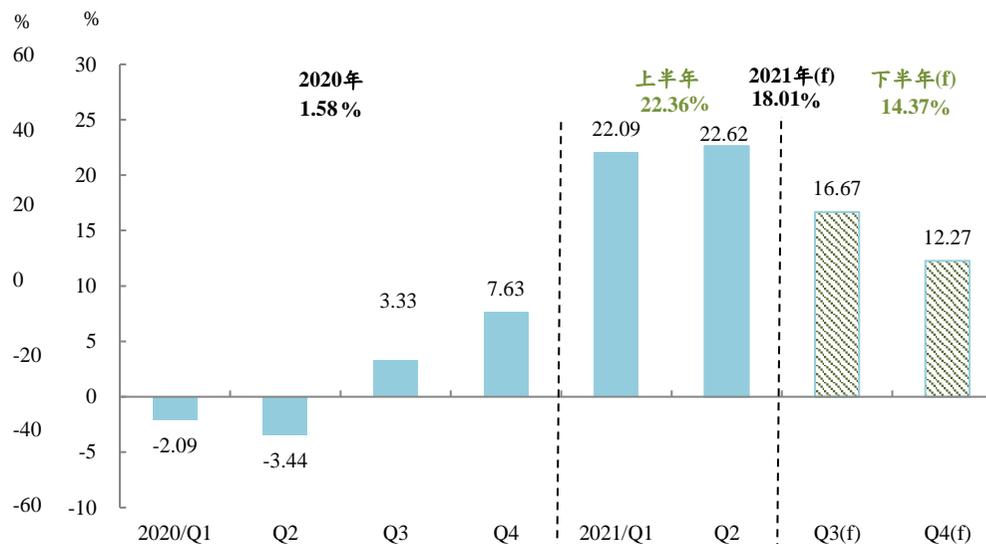
□ 全球景氣持續復甦及新興科技商機續呈熱絡，近期科技產品、傳產貨品出口表現仍不俗(圖 12)，亦帶動商品出口續成長。惟受比較基期較高影響，預期下半年實質輸出年增率為 14.37%，低於上半年，全年年增率則為 18.01%(圖 13)。

圖 12 商品、科技產品與傳產貨品出口年增率



註：以美元計價；傳產貨品包括化學品、塑膠、橡膠及其製品、基本金屬及其製品以及機械。  
資料來源：財政部

圖 13 實質輸出年增率



註：f 代表中央銀行預測數，其餘為主計總處公布之實際數。

## 5. 國內外機構預測本年台灣經濟成長率均逾 5%

- 國內外主要機構對**本年經濟成長率**預測值介於 5.05%至 6.40%之間，**平均為 5.76%**(表 2)。
- 本年台灣經濟成長率預測值皆逾 5%，主要係因**肺炎疫情**相對各國**穩定**，加以未影響國內生產，國內**企業投資**動能持續，以及全球景氣復甦，主要貨品**出口暢旺**等因素所致。

表 2 國內外主要機構對本年台灣經濟成長率之預測值

單位：%

機構 (預測日期)	台綜院 (7/14)	中經院 (7/20)	台經院 (7/23)	中研院 (7/28)	主計總處 (8/13)	BofA Merrill Lynch (9/10)	Barclays (9/10)	JP Morgan (9/10)	IHS Markit (9/15)	Goldman Sachs (9/16)	平均值 (不含央 行)	央行 (9/23)
預測值	5.12	5.16	5.40	5.05	5.88	5.80	6.40	6.40	6.04	6.31	5.76	5.75

### (三)預期明年經濟將持續成長

1. 本行預測明年經濟成長率為 3.45%，內需為驅動經濟成長之重要動力。

- 內需貢獻為 2.87 個百分點，淨外需貢獻則為 0.58 個百分點(表 3)。
- 因比較基期影響，預測明年各季經濟成長率大致呈走升趨勢，分別為 1.98%、3.39%、4.46%及 3.92%。

表 3 明年台灣經濟成長率及 GDP 各組成項目成長率與貢獻度之預測值

單位：%；百分點

	GDP	內需	民間消費	民間投資	政府支出		存貨變動	淨外需		
					消費	投資*		輸出	(-) 輸入	
成長率	3.45	3.42	4.24	2.09	2.10	4.60	--	--	4.86	5.26
貢獻度		2.87	1.94	0.42	0.28	0.19	0.03	0.58	3.28	2.70

\*：包含政府及公營事業投資。

資料來源：中央銀行

#### 2. 內需穩健成長：

- 民間消費穩健成長：預期國內肺炎疫苗接種率將提升，加以本年製造業廠商持續獲利<sup>2</sup>，可能增加明年獎金及股利發放意願，有助增添民間消費成長動能。另一方面，國內內需型服務業景氣可望逐步復甦，與綜所稅之基本生活費調高<sup>3</sup>等有利因素，挹注家庭可支配所得增加，帶動民眾消費意願，預估明年民間消費成長率為 4.24%(表 3)。
- 民間投資溫和成長：半導體、電動車及工具機等相關供應鏈業者為維持製程領先與擴充產能，持續投資機器設備，以及 5G、綠能與節能減碳等投資趨勢延續，加以政府積極改善投資環境等有利因素，預期明年民間投

<sup>2</sup> 本年上半年上市櫃公司累計稅後淨利較上年同期增加 121.88%。

<sup>3</sup> 每人基本生活費將可由 18.2 萬元調高至 19.2 萬元，明年 5 月申報綜所稅即可適用。

資成長率為 2.09%。

- **政府支出穩定成長**：政府積極推動**基礎建設**<sup>4</sup>以及**採購軍品**等有利因素，均挹注政府支出成長，預估明年公共投資與政府消費分別成長 4.60% 及 2.10%。

### 3. 輸出穩定成長：

- 受惠於**車用電子**、**5G** 以及**高速運算**等新興應用續推展，加以國內**半導體**廠商具製程**優勢且新增產能陸續開出**，與廠商續在台擴增產能等有利因素，台灣相關產品之出口動能可望延續。
- 7 月 IMF 預估明年**全球經濟與貿易量成長低於本年**<sup>5</sup>，全球經貿擴增力道將減緩，台灣商品出口恐難大幅擴增。此外，預期國際肺炎疫情反覆恐持續干擾，**全球疫苗施打覆蓋率不均**，各國**邊境難以全面開放**，旅客跨境旅遊意願仍低，持續**制約台灣服務輸出成長**。
- 考量上述因素與本年比較基期較高，預測明年實質輸出成長率為 4.86%。

### 4. 影響台灣經濟表現之不確定因素仍多，惟國內外機構預測明年台灣經濟穩健成長

- 不確定因素：
  - **肺炎疫情後續發展之不確定性與疫苗接種不均**：肺炎 Delta 變異株快速蔓延，且近期發現新變種病毒，若再造成另一波流行，可能影響未來全球經濟復甦動能。另一方面，相對主要經濟體肺炎疫苗接種普及，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，可能拖累經濟活動，造成各國經濟復甦力道不一，亦將制約全球經濟成長動能。
  - **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

<sup>4</sup> 明年編列公共建設預算 1,466 億元，年增約 18.6%。

<sup>5</sup> 7 月 IMF 預測 2022 年全球經濟及貿易量成長 4.9% 與 7.0% 低於 2021 年之 6.0% 與 9.7%。

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。

- **國際政經情勢變化**：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國際政經變化，恐影響全球經濟成長與金融穩定。
- **國內肺炎疫情後之振興消費措施成效與管制鬆綁程度**：政府振興消費措施能否有效帶動民間消費規模擴增，與警戒管制措施(如邊境管制，餐飲業內用管制、公共場所的總人數限制等)的鬆綁程度，均將影響國內經濟成長表現。

□ 國內外主要機構預期明年台灣經濟穩健成長，成長率預測值平均為 3.48%(表 4)。

表 4 國內外主要機構對明年台灣經濟成長率之預測值

單位：%

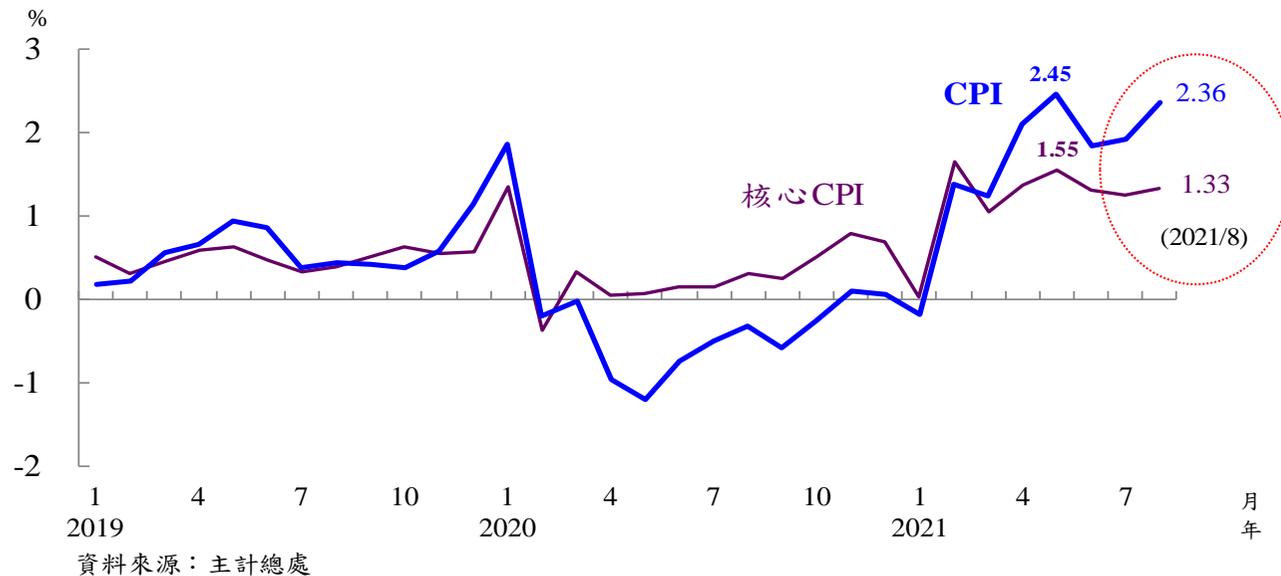
機構 (預測日期)	中經院 (7/20)	主計總處 (8/13)	BofA Merrill Lynch (9/10)	Barclays (9/10)	JP Morgan (9/10)	IHS Markit (9/15)	Goldman Sachs (9/16)	平均值 (不含央行)	央行 (9/23)
預測值	3.43	3.69	2.90	3.30	4.50	3.16	3.38	3.48	3.45

#### (四)當前 CPI 年增率上升屬暫時性現象，通膨展望溫和

##### 1. 受天候因素干擾，CPI 年增率暫時性回升，核心 CPI 年增率下降趨勢維持不變

- 本年 5 月 CPI 與不含蔬果及能源之**核心 CPI** 年增率曾分別升至 **2.45%**、**1.55%**後，在原油價格漲勢趨緩及比較基期偏低因素逐漸消退下，轉呈回降趨勢(圖 14)。
- 8 月間，**豪大雨超乎預期**重創**蔬果**等農漁牧產品，蔬菜價格大漲，**8 月 CPI** 年增率回升至 **2.36%**，逼近本年 5 月之高點，惟屬**暫時性天候因素**干擾，**核心 CPI** 年增率則為 **1.33%**，下降趨勢仍如預期維持不變(圖 14)。

圖 14 CPI 與核心 CPI 年增率

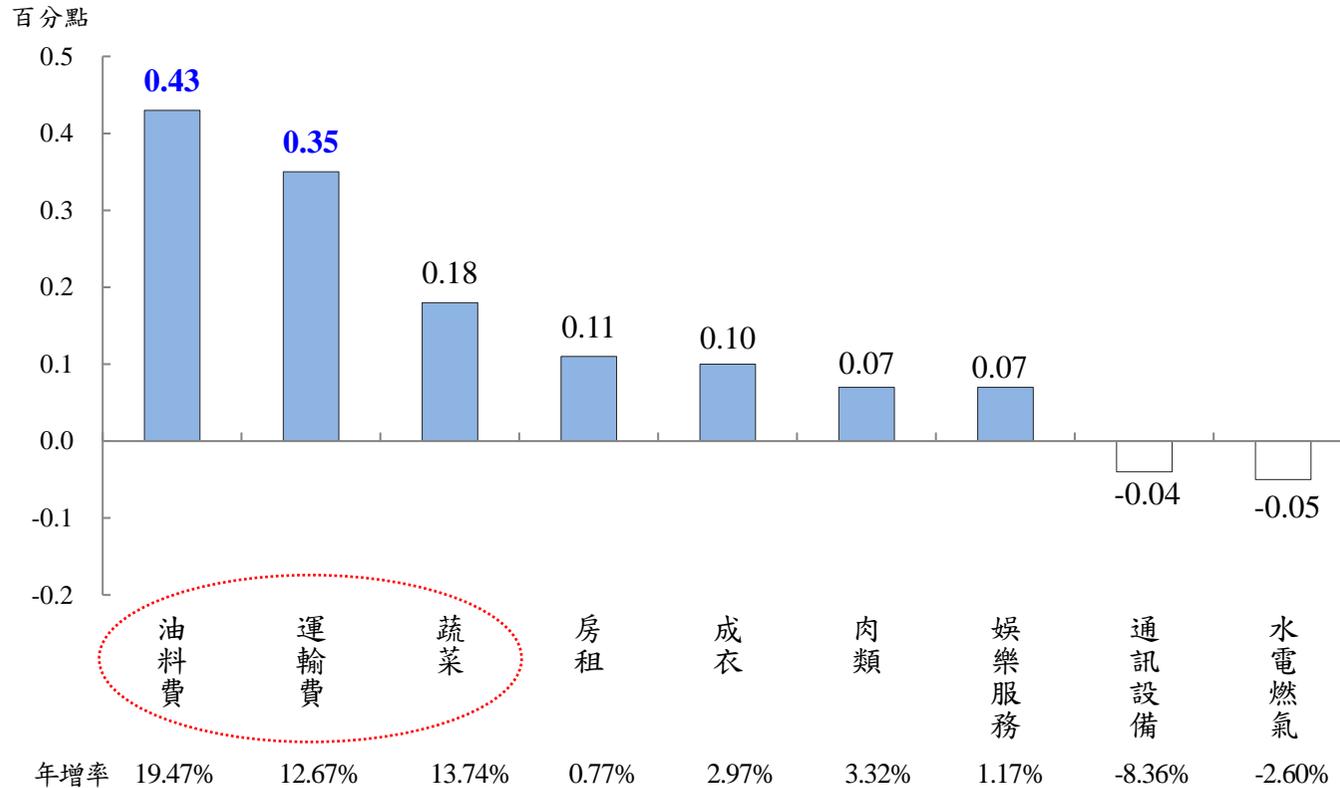


□ 本年1至8月平均CPI年增率為1.64%，核心CPI年增率則為1.18%；影響漲跌之因素：

—上漲主因：(1)反應國際油價攀升，國內油料費上漲；(2)機位供不應求，機票價格等運輸費上揚；(3)蔬菜價格上漲(圖15)，三者合計貢獻0.96個百分點，對CPI年增率的貢獻率達58.54%(=0.96\*100/1.64)。

—下跌主因：6至7月部分夏季高用電費率暫緩實施，電費下降，加以通訊設備價格下跌，抵銷CPI部分漲幅。

圖15 影響本年1至8月CPI年增率主要項目  
(對CPI年增率之貢獻)



資料來源：主計總處

## 2. 本年通膨率預測略上修，惟仍屬溫和，明年通膨展望向下

□ 本年以來，國際原油等原物料價格上揚，加以**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。

— 以**美元**計價之**進口物價**指數**年增率**於5月曾升至**22.47%**後，連續3個月**回降**，至8月為**19.10%**(圖16)，以**新台幣**計價之**進口物價**指數則因同期間**新台幣**對美元**升值**，**年增率**減緩為**12.56%**(圖17)。

— 影響所及，8月**國產內銷**物價指數**年增率**升為**15.66%**。

圖 16 進口物價(以美元計價)指數及年增率

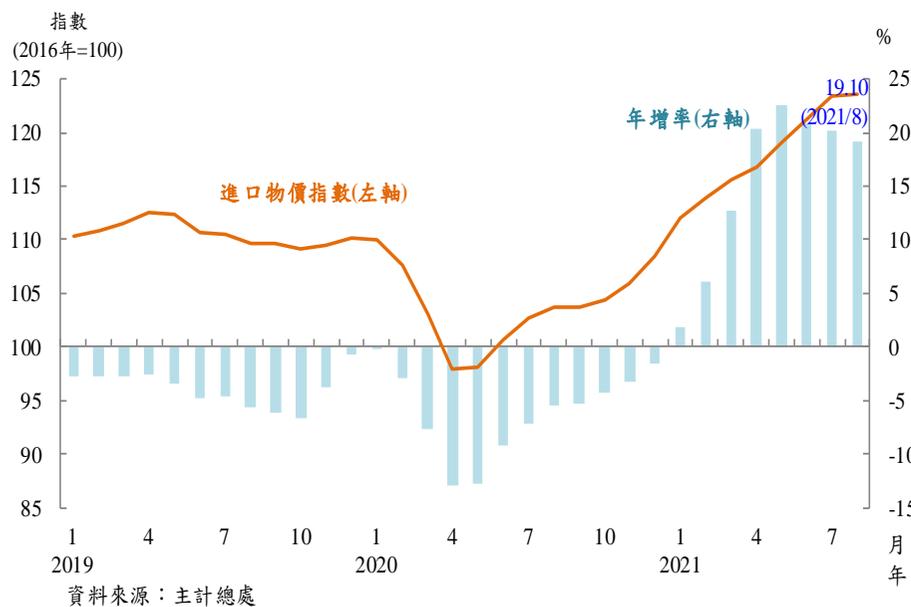
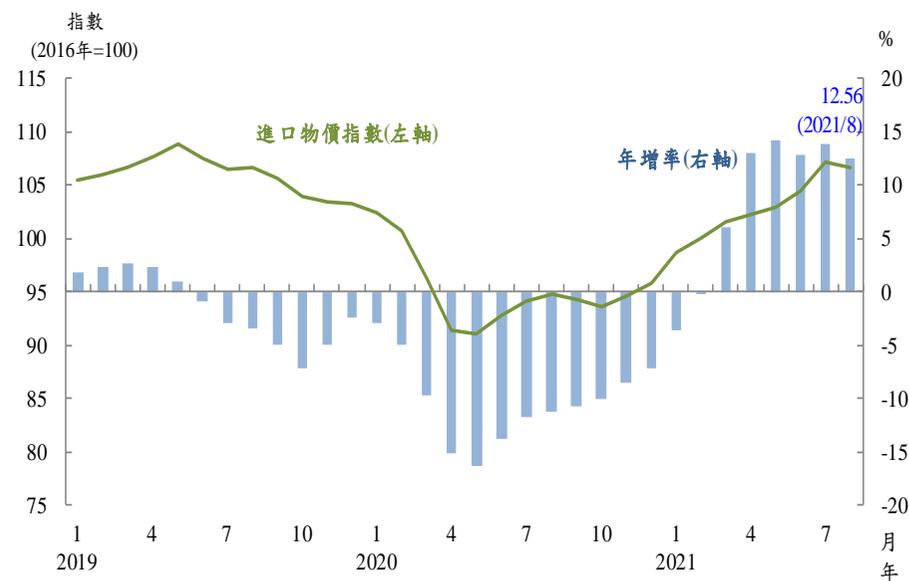


圖 17 進口物價(以新台幣計價)指數及年增率



□ 本年 6 月本行理事會議以來，因**主要機構上修**本年國際**油價預測值**，**貨運費**再攀升，加以近期**豪大雨超乎預期**重創**蔬果**等農漁牧產品，本行將本年**CPI 及核心 CPI 年增率預測值**分別由 1.60%、1.11%，**上修為 1.70%、1.17%**(圖 18)。

— 本年**第 3 季 CPI** 年增率受暫時性天候因素干擾，將由第 2 季之 2.12%略升為 **2.20%**，惟中長期走低趨勢維持不變；**核心 CPI** 年增率則可望維持回降趨勢，預測由第 2 季之 1.41%降為 **1.32%**，第 4 季再降為 1.04%(圖 18)。

□ 主要機構本年 CPI 年增率預測值介於 **1.60%至 1.90%**，**平均為 1.75%**；展望**明年**，預期國際**油價趨向平穩**<sup>6</sup>，本行預測**CPI 及核心 CPI** 年增率同降為 **0.92%**；主要機構 CPI 年增率預測值則介於 0.89%至 1.90%，**平均為 1.37%**(圖 19)。

圖 18 本行預測本年及明年 CPI 及核心 CPI 年增率

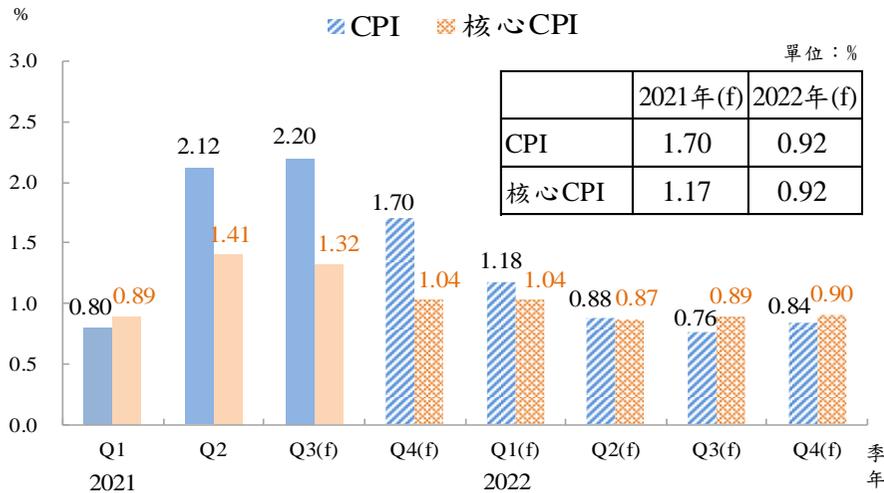
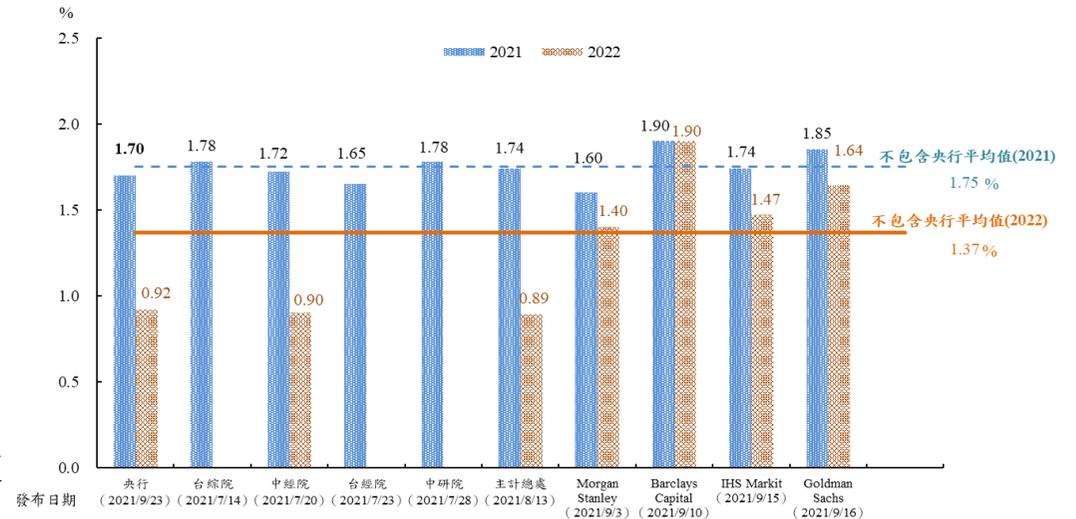


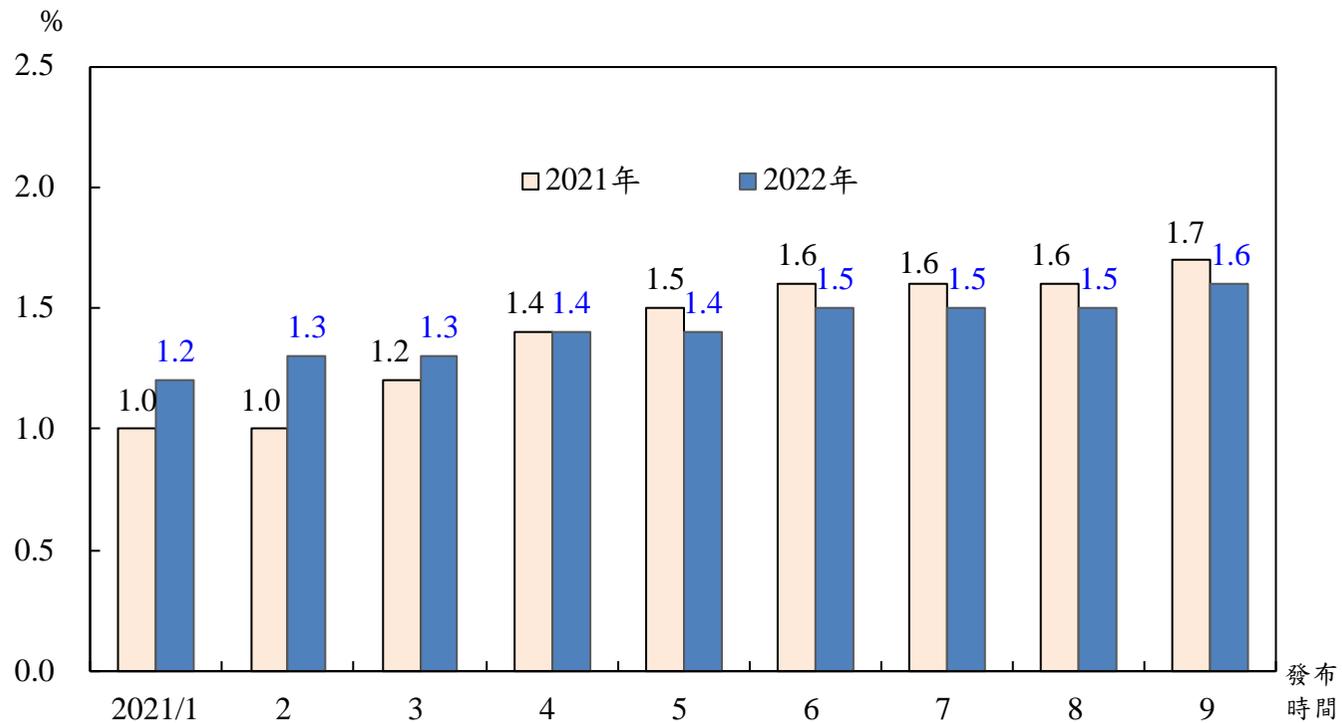
圖 19 主要機構對台灣本年及明年 CPI 年增率之預測



<sup>6</sup> 8 月主要機構對本年及明年油價預測平均值分別為每桶 68.3 美元、67.7 美元。

□ Consensus Economics 在 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%**(圖 20)，**通膨**預期溫和。

圖 20 專業預測機構對台灣 2021 年與 2022 年通膨率之預測值\*



\*：係十多家專業預測機構對台灣 CPI 通膨率之預測數平均。

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

### 三、從台灣長短期通膨影響因素分析近期通膨率走高現象

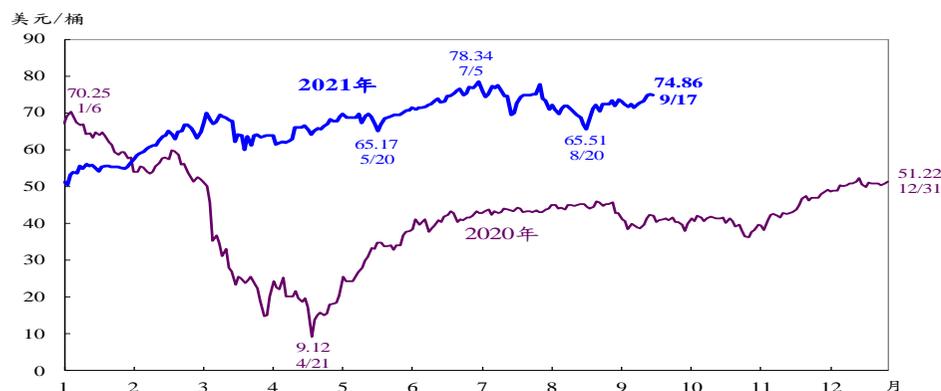
本(2021)年初以來，各國經濟活動重啓，全球需求明顯回溫，加以供給端受肺炎疫情影响尚難完全恢復，以致原油等原物料行情大幅上揚，歐美通膨率與通膨預期升高，美國 Fed、歐洲央行(ECB)則咸認係暫時性現象。同期間台灣亦面臨輸入性通膨壓力，通膨率呈走高現象，5月 CPI 年增率曾升抵 2.45%，在原油價格漲勢趨緩及比較基期偏低因素逐漸消退下，轉呈回降趨勢。近月雖受天候因素干擾，CPI 年增率回升，惟亦屬暫時性現象。同時，台灣通膨率具有長期維持低而穩定的結構性因素，應無持續走升之虞。本文擬從影響台灣長短期通膨之因素予以說明，俾緩解各界對近期通膨率走高現象之疑慮。

#### (一)本年國際原物料價格上揚，加以比較基期較低，引發輸入性通膨疑慮，惟近期已趨緩和

##### 1. 上年進口物價跌幅大，主要係油價走低帶動

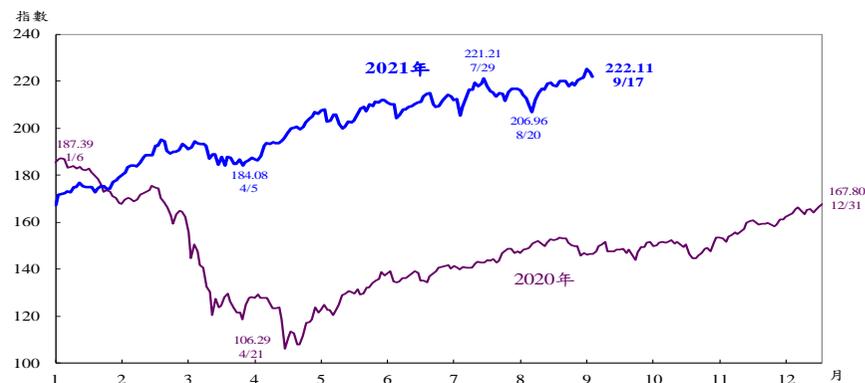
上(2020)年受肺炎疫情影响，全球需求不振，原油等原物料價格大跌(圖 1)，R/JCRB 商品期貨價格走低(圖 2)，進口物價跌 10.23%(圖 3)，主要係油價下跌 39%所帶動；推估不含原油之進口物價跌幅約 6.62%。

圖 1 布蘭特原油價格



資料來源：Refinitiv Datastream

圖 2 RJ/CRB 商品期貨價格指數



註:RJ/CRB 指數含能源、金屬及穀物類等 19 項商品。

資料來源：Bloomberg

(1)上年油價下跌 39%，油料費反映調降 17.46%，致 CPI 年增率下降 0.48 個百分點；不含原油之進口物價跌幅約 6.62%，估計使 CPI 年增率下降 0.15 個百分點，影響並不顯著。

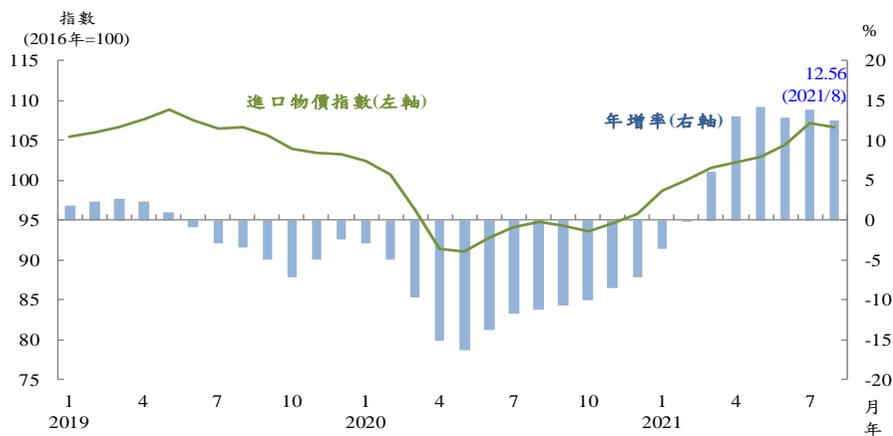
(2)上年 CPI 年增率為-0.23%，若扣除油料費之影響，則轉為 0.25%，接近核心 CPI 年增率之 0.35%。

2. 本年初以來，肺炎疫苗施打逐漸普及，各國經濟活動重啓，加以採行擴張性財政與貨幣政策，全球需求明顯回溫，肺炎疫情亦導致供應鏈瓶頸問題，以致原油等原物料價格及貨運費率走高，加以比較基期較低，大幅推升國內進口物價，進而帶動國產內銷物價上揚，引發輸入性通膨壓力，惟已略趨緩。

(1)以美元計價之進口物價指數年增率 5 月曾升抵 22.47%後，連續 3 個月回降，至 8 月為 19.10%(1 至 8 月平均為 15.20%)；以新台幣計價之進口物價指數則因同期間新台幣對美元升值，年增率減緩為 12.56%(圖 3)，1 至 8 月平均則為 8.34%。

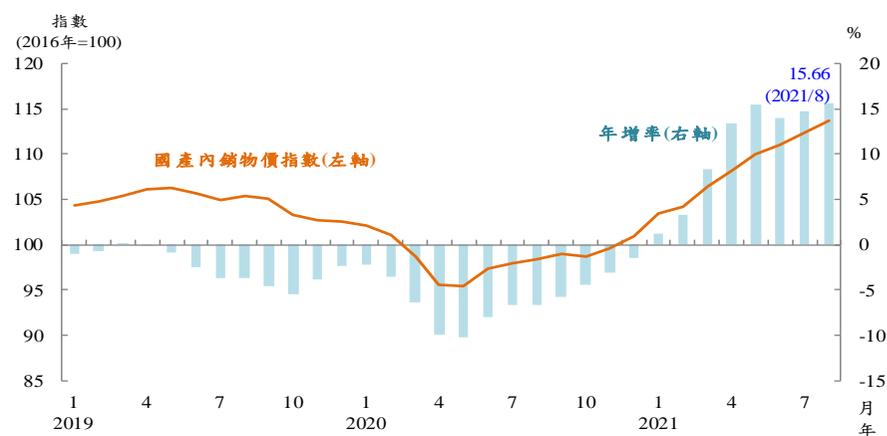
(2)5 月國產內銷物價指數年增率曾升至 15.41%後回降，至 8 月略回升為 15.66%(圖 4)；1 至 8 月平均則為 10.67%。

圖 3 新台幣計價進口物價及年增率



資料來源：主計總處

圖 4 國產內銷物價及年增率



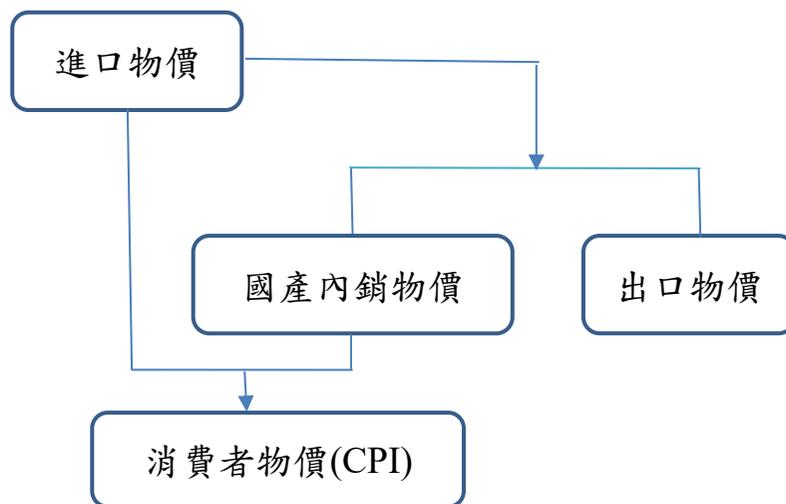
資料來源：主計總處

(二)本年進口物價上漲主要係原油價格上揚所帶動，對國內通膨影響較大，原油以外商品價格漲幅較溫和，影響通膨較小

### 1. 國際商品進口價格對國內物價的傳遞過程

國際商品進口價格可分別從直接與間接管道影響國內 CPI 通膨率，首先，進口**原油**與消費用品價格可**直接影響** CPI 通膨率<sup>1</sup>，**農工原料**及資本用品價格則會經由國產內銷物價**間接影響** CPI 通膨率<sup>2</sup>(圖 5)。

圖 5 商品進口價格對國內物價的傳遞過程



<sup>1</sup> 國內油品價格調整係採浮動油價機制，國內油品未稅批發價按週即時反應國際油價變動(2008年8月起，採70%D(Dubai)及30%B(Brent)作為國際指標油價，每週以7D3B週均價及匯率之變動幅度80%計算調整)，油品零售價格亦隨之調整。此外，原油尚可透過相關石油化學製品價格及通膨預期管道間接影響CPI；詳參徐婉容(2021)，「油價、通膨預期與貨幣政策：台灣個案研究」，經濟論文叢刊，即將出版。

<sup>2</sup> 進口物價包括農工原料(占72.73%)、資本用品(占14.47%)及消費品(占12.80%)三大類。因台灣屬小型開放經濟體，且天然資源較為匱乏，生產所需主要農工原料大多仰賴進口，以致國產內銷物價走勢受進口原物料成本影響大。

## 2. 國際商品進口價格對國內物價的傳遞效果分析

(1) **直接影響**：本年以來，**進口物價上漲 8.34%**，主要(約有 62%)係**原油價格上揚所帶動**<sup>3</sup>，進而直接推升 CPI 年增率；

以本年 1 至 8 月國內物價變動為例：

□ **油料費**反映進口原油價格而**調漲 19.47%**<sup>4</sup>，致 CPI 年增率上升 **0.43 個百分點**，對 CPI 年增率 1.64%之**貢獻率**逾 **26%**。若扣除油料費之影響，則**降為 1.21%**，接近**核心 CPI 年增率之 1.18%**。

□ **進口消費用品**價格較上年同期**下跌 1.59%**，考量管銷成本，國內售價反映調降幅度有限，對 CPI 通膨率影響應屬**略微向下**。

(2) **間接影響**：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**<sup>5</sup>，致不易精確估計。本年 1 至 8 月進口物價漲幅為 8.34%，其中，**不含原油之進口物價漲幅**推算僅約 **4.82%**，估計將使 CPI 年增率上升 **0.12 個百分點**<sup>6</sup>，影響並**不顯著**；另就進口商品價格漲跌幅度較大之若干類別，對於相關製品零售價格之可能影響<sup>7</sup>列述如表 1。

<sup>3</sup> 例如，1 至 8 月進口物價(新台幣計價)較上年同期上漲 8.34%，其中原油價格上漲 51.27%，影響進口物價年增率為 4.01 個百分點，貢獻率達 48%；若再加上與原油密切相關的化學或有關工業品上漲 11.54%，影響進口物價年增率為 1.13 個百分點，合計貢獻率則高達 62%。

<sup>4</sup> 1 至 8 月國際指標油價(7D3B)較上年同期上漲 57.59%，同期間新台幣對美元匯率升值約 6.36%，扣除匯率變動因素後，進口原油價格(7D3B)漲幅仍達 51.23%，透過國內浮動油價機制，油料費反映調漲 19.47%。此外，原油亦將衝擊國產石油化學製品成本，間接影響相關消費品零售價。

<sup>5</sup> 油料費以外的有些商品也會反映進口成本調整售價，但可能因其所占 CPI 權重相對油料費為小，反映進口成本調整售價的落後期間亦較為不一，對 CPI 相關商品價格衝擊也會較為零散。

<sup>6</sup> 根據主計總處統計資料推估，本年 1 至 8 月進口物價(不含原油)漲幅約 4.82%，再依據本行總體經濟計量模型評估(樣本期間：1983 年第 1 季至 2021 年第 1 季)，進口物價(不含原油)上漲 10%將使 CPI 年增率上升 0.24 個百分點加以估算而得。

<sup>7</sup> 消費品零售價格普遍含有人工等多元生產要素投入的成本，加上倉儲、運輸、管銷成本及商業利潤，很難判定其零售價格調整係反映某些特定成本的結果，例如，汽、機車漲價有些部分反映金屬製品成本，也可能係反映塑料、橡膠(輪胎)及晶片等成本(本年 1 至 8 月進口塑、橡膠及其製品較上年同期上漲 4.58%)。也就是說，相關製品零售價格僅部分反映相對應之進口原物料成本調漲。

表 1 進口物價對通膨率的間接影響

進口物價	國產內銷物價	相關製品零售價格	對 CPI 年增率的影響
基本金屬及其製品漲 <b>25.07%</b>	基本金屬與金屬製品分別漲 32.94%、12.79%	自行車、機車、汽車、鍋具、熱水器分別漲 4.48%、 1.93%、0.43%、0.40%、0.58% 冷暖氣設備(占 0.25%)、電冰箱(占 0.14%)則分別 下跌 0.69%、0.72%	+ <b>0.029</b> 個百分點(詳 附表 1) - 0.003 個百分點
植物產品(黃豆、小麥 及玉米等)漲 <b>22.49%</b>	食品及飼品漲 7.17%	餅乾、速食麵、麵包、糕餅點心、麵粉、豆類製 品、玉米、沙拉油、雞肉及豬肉分別漲 2.50%、 1.54%、1.68%、1.08%、1.83%、3.20%、12.28%、 3.31%、2.98%、3.55%	+ <b>0.088</b> 個百分點(詳 附表 2)
木及木製品漲 <b>11.87%</b>	木竹製品漲 5.99%	桌椅(占 0.14%)、其他家具(梳妝台、嬰兒床等)(占 0.08%)分別漲 1.79%、1.61% 櫥櫃(占 0.19%)則跌 0.32%	+ <b>0.004</b> 個百分點 - 0.001 個百分點
木漿、紙及其製品漲 <b>10.88%</b>	紙漿、紙、紙製品 及印刷品漲 6.42%	紙製品、衛生紙面紙紙巾、教科書、考試用書及 參考書、一般書籍分別漲 1.67%、0.51%、2.03%、 0.99%、0.53%	+ <b>0.011</b> 個百分點(詳 附表 3)
機器、電機、電視影像 及聲音紀錄機等設備 跌 <b>3.68%</b> ，光學、計 量、醫療儀器、樂器及 其零件跌 2.78%	電子零組件漲 4.32%，電腦、電 子產品及光學製 品漲 1.12%	數位照相機及攝影機、電視機、家用音響產品及 影碟機分別漲 2.80%、1.02%、0.79% <b>電腦、行動電話</b> 、電子遊樂器軟硬體設備及配 件、消耗性電腦器材分別跌 <b>2.09%</b> 、 <b>9.64%</b> 、 3.45%、2.72%	+ <b>0.008</b> 個百分點(詳 附表 4) - <b>0.068</b> 個百分點(詳附 表 4)

註：漲跌幅係本年 1 至 8 月與上年同期比較。

資料來源：主計總處、本文估算整理

□ 至於進口**化學及有關工業產品**較上年同期上漲**11.54%**，加以原油間接影響國產石油化學製品成本上揚，均帶動國產內銷化學材料及其製品與藥品漲25.59%；惟化學材料屬中間產品，廣泛用來再製造各種消費品，可能推升相關消費品零售價，相關消費品項則既廣泛但細微，難以找到適當的相對應零售商品估計其效果。

此外，**油價衝擊尚可經由通膨預期管道間接影響CPI**；2002年之前，油價衝擊透過長期通膨預期的變化而對整體通膨有顯著的影響，惟**2003年以來，長期通膨預期被定錨(anchor)的程度較佳**，不易受外在油價衝擊影響，因此在**傳遞油價衝擊至整體通膨中的角色也式微**<sup>8</sup>。

(3)經由上述分析得知，本年1至8月，進口**原油價格大漲**，係**推升國內進口物價，使得CPI年增率走高**之一大因素；**原油以外進口商品價格平均漲幅相對不高**，對**CPI年增率的影響亦尚不明顯**，估計約**0.1個百分點**，應無輸入性通膨問題，整體通膨率可望維持穩定。

---

<sup>8</sup> 廠商對商品價格的設定與勞資雙方對薪資的談判，都會受到通膨預期的影響；詳參徐婉容 (2021)，「油價、通膨預期與貨幣政策：台灣個案研究」，經濟論文叢刊，即將出版。

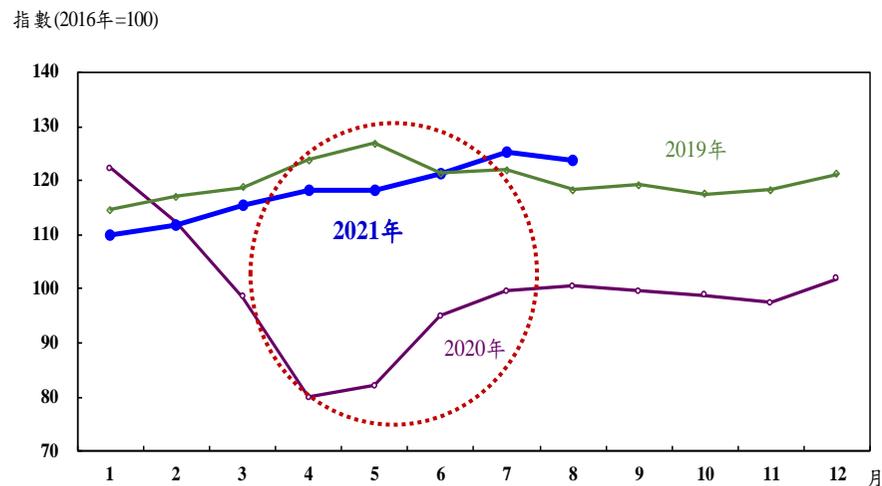
### (三)近期國內通膨率居高屬短期現象，預期本年平均通膨率溫和，明年通膨展望向下

#### 1. 本年國內通膨壓力主要來自油價回升，加以近期天候因素導致CPI年增率居高，應屬短期現象

由於國際**油價走高**，加以上年第2季，受疫情衝擊，油價大跌，旅遊住宿等娛樂服務價格調降(圖6、圖7)，比較基期偏低，本年**第2季**CPI年增率升抵**2.12%**<sup>9</sup>，**第3季**受**天候**因素干擾，**CPI年增率將居高**，應屬**短期現象**。主要理由為：

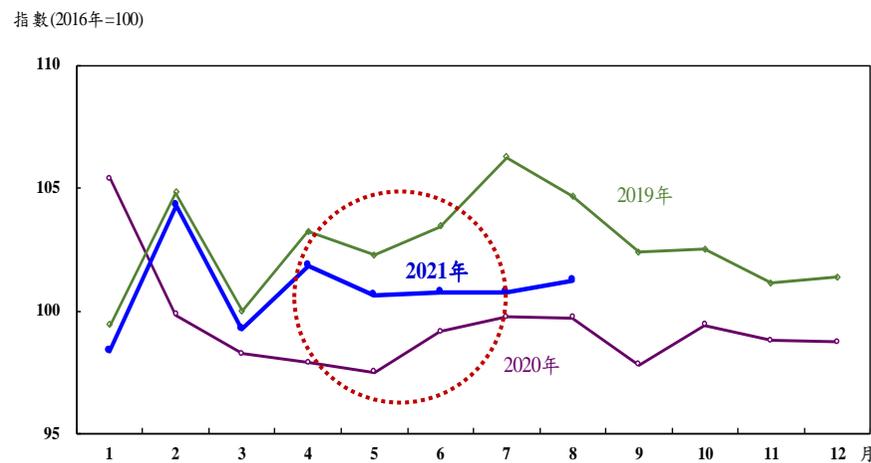
(1)本年**第2季**油價、旅遊住宿等娛樂服務價格雖然遠高於上年同期，惟仍**低於2019年同期**，比較基期偏低現象明顯；上年**第3季起**，油價、旅遊住宿等娛樂服務價格回升，本年下半年比較**基期偏低因素逐漸消退**(圖6、圖7)。

圖6 油料費走勢



資料來源：主計總處

圖7 娛樂服務價格走勢



資料來源：主計總處

<sup>9</sup> 本年第2季油價、旅遊住宿等娛樂服務價格對CPI年增率影響合計為0.93個百分點，貢獻率為43%。

(2)主要研究機構預測布蘭特(Brent)原油價格漲勢趨緩，年增率將由本年第2季之**133.40%**劇降至第3、4季之**67.56%**、**59.00%**(圖8)；同時，木材、穀物、基本金屬等大宗商品期貨價格自本年5月高點轉呈回跌趨勢(表2)，應不至於出現新一波「**商品超級週期** (commodities supercycle)」<sup>10</sup>。

圖8 布蘭特原油價格與年增率



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：U.S. Energy Information Administration (EIA)、Bloomberg

表2 木材、穀物、基本金屬期貨價格變動  
(2021/9/17 與本年高點比較)

項目 (高點日期)	木材 (2021/5/7)	穀物 (2021/5/7)	基本金屬 (2021/5/11)
與本年高點比較 跌幅	-70.3%	-15.3%	-2.1%

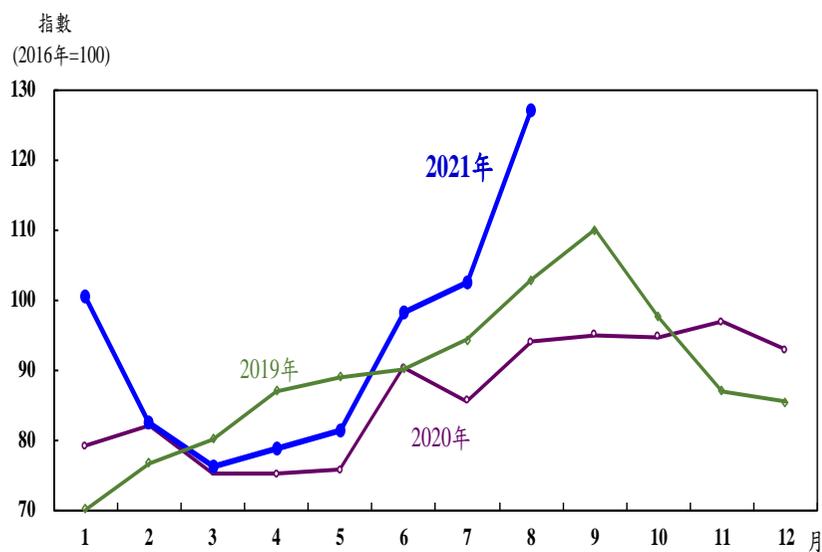
資料來源：Bloomberg、Refinitiv Datastream

<sup>10</sup> 商品超級週期通常描述商品價格上漲趨勢維持逾10年之久，其肇因於某種結構性因素，且同時因供給反應遲滯(如開發油田需長時間)所致，而後隨著供給趕上需求，商品價格再進入另一段相當長期的疲弱，一個完整週期可持續20年以上。*Financial Times* 引述數位經濟學家看法，指出近期大宗商品價格強勁漲勢僅是受到大規模財政與貨幣刺激政策下景氣循環的推動所致，而非進入中長期超級循環；詳“Market weigh prospect of new commodities supercycle”, *Financial Times*, May 12, 2021。

(3) 天候因素可能干擾 CPI 年增率走低趨勢，惟亦屬暫時性現象，核心通膨率可望維持走低趨勢。

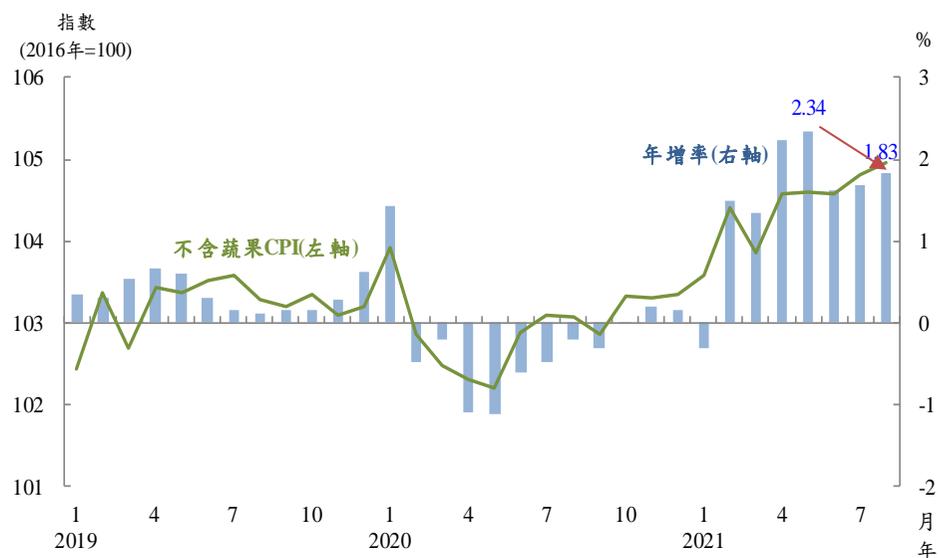
- 8 月間，**豪大雨超乎預期**重創**蔬果**等農漁牧產品，**蔬菜價格大漲**<sup>11</sup>(圖 9)，導致 8 月 **CPI** 年增率回升**逼近本年 5 月之高點**，惟屬**暫時性天候因素干擾**現象<sup>12</sup>，中長期 CPI 年增率走低趨勢則維持不變。
- 不含蔬果之 CPI 年增率為 1.83%，仍明顯低於 5 月之高點(圖 10)，若再剔除能源，則不含蔬果及能源之**核心 CPI** 年增率**下降趨勢維持不變**。

圖 9 蔬菜價格走勢



資料來源：主計總處

圖 10 不含蔬果 CPI 及年增率



資料來源：主計總處

<sup>11</sup> 本年 8 月蔬菜價格較上年同期大漲 35.22%，係 2016 年 12 月以來最大漲幅，對 CPI 年增率貢獻達 0.52 個百分點。

<sup>12</sup> 根據農委會農產品交易行情站統計資料，本年 9 月 17 日全部市場蔬菜批發價格為每公斤 32.0 元，較 8 月 23 日高點 54.2 元回跌 41.0%，9 月 1 日至 17 日平均價格亦較 8 月平均回跌 11.8%。

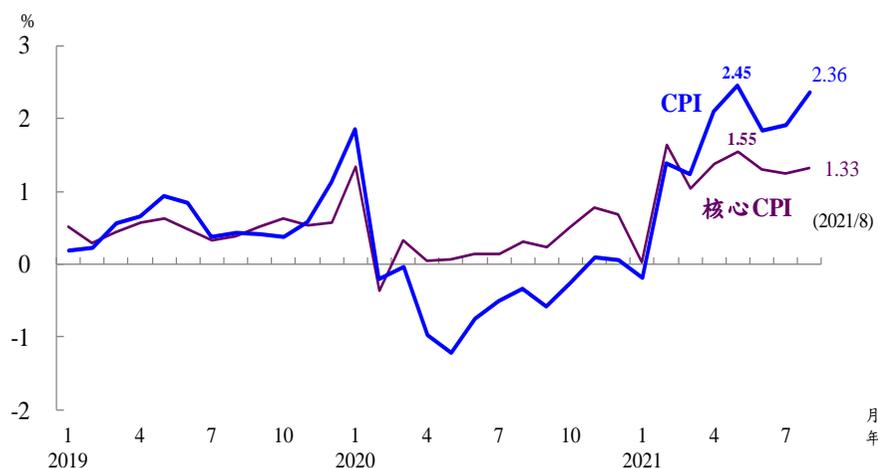
## 2. 本行預測本年第3季CPI年增率暫時居高，核心通膨率呈回降趨勢，全年通膨展望溫和，明年展望向下

本年初以來，通膨率節節攀升，5月CPI與核心CPI年增率分別升至2.45%、1.55%後，在原油價格漲勢趨緩及比較基期偏低因素逐漸消退下，轉呈回降趨勢(圖11)。

(1)受暫時性天候因素干擾，8月CPI年增率回升至2.36%，本行預測第3季CPI年增率將由第2季之2.12%略升為2.20%，核心CPI年增率可望維持回降趨勢，預測由第2季之1.41%降為1.32%，第4季再降為1.04%；全年CPI及核心CPI年增率預測值分別為1.70%、1.17%<sup>13</sup>(圖12)，漲幅皆屬溫和。

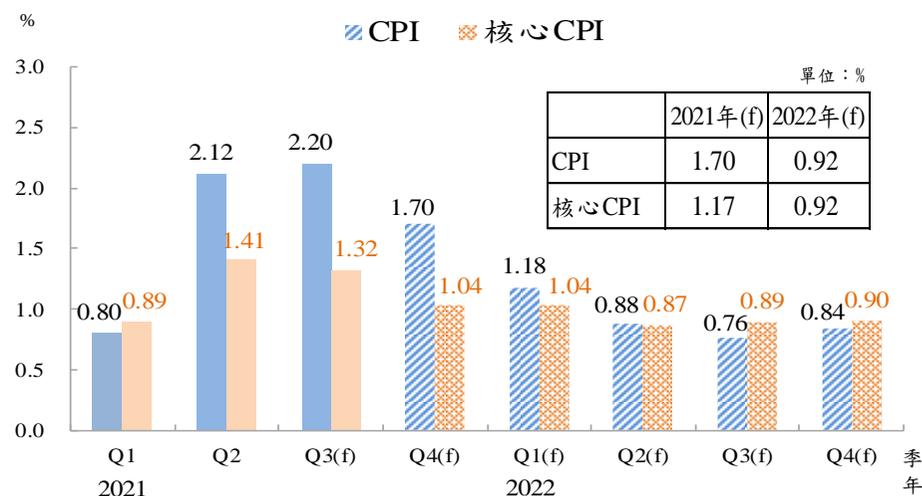
(2)展望明(2022)年，國際油價趨向平穩<sup>14</sup>，本行預測CPI及核心CPI年增率同時降為0.92%<sup>15</sup>(圖12)。

圖11 CPI與核心CPI年增率



資料來源：主計總處

圖12 本行預測本年及明年CPI及核心CPI年增率



資料來源：實際數為主計總處、預測數為中央銀行

<sup>13</sup> 主要機構CPI年增率預測值介於1.60%至1.85%。

<sup>14</sup> 本年9月主要機構對本年及明年布蘭特(Brent)油價預測平均值分別為每桶68.2美元、67.7美元。

<sup>15</sup> 主要機構CPI年增率預測值介於0.89%至1.64%。

### 3. 根據實證分析結果顯示，近期台灣 CPI 年增率走高，係屬暫時性現象

本行參考 Yellen (2015)之實證模型<sup>16</sup>，分析台灣自 2002 年以來影響通膨變動之因素；模擬結果顯示，**能源價格波動是造成台灣通膨率偏離長期趨勢的主因**，而**蔬果**價格波動亦扮演相當重要的角色；扣除能源的核心進口價格波動對通膨雖有影響，惟影響幅度甚小。此與本文前節之分析：「原油以外進口商品價格平均漲幅相對不高，對 CPI 年增率的影響尚不明顯」，似可相互呼應。

- 就本年**第 2 季**觀察，台灣 CPI 年增率明顯上升之因素，**能源**有較大的正貢獻，而失業率缺口(即實際失業率減無加速通膨失業率)對 CPI 年增率為負貢獻，且相對小。

---

<sup>16</sup> 本行參考「Yellen, Janet L. (2015), “Inflation Dynamics and Monetary Policy,” Speech at the Philip Gamble Memorial Lecture, University of Massachusetts Amherst, Amherst, Massachusetts, Sep. 24, 2015」之通膨模型，透過迴歸估計與模擬，評估台灣通膨率偏離長期趨勢之成因。詳見張天惠、俞欣榮 (2021)，「台灣的通膨動態：變動因素拆解分析」，中央銀行經濟研究處內部報告。

#### (四)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)商品高科技化，帶來產品生命週期縮短，加速價格下滑<sup>17</sup>；加以生產自動化、經貿市場全球化與自由化<sup>18</sup>、薪資成長減緩，以及物流系統革新(如量販及電子商務興起<sup>19</sup>)等因素，促使供給面成本下降<sup>20</sup>。

(2)資訊、通訊及消費性電子等耐久性消費品價格，以及通訊費率長期下跌，加上水價、電價、學雜費及運輸費<sup>21</sup>等公共費率平穩(表 3)。

表 3 台灣 CPI 呈現長期下跌之主要項目

	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

資料來源：主計總處

<sup>17</sup> 詳 Adam, Klaus and Henning Weber (2019), “Price Trends over the Product Life Cycle and the Optimal Inflation Target,” CESifo, *Working Paper* No. 7889, October 2019。

<sup>18</sup> 全球化供應鏈可能造成勞工薪資議價能力降低，削弱產出與通膨之間的抵換關係，詳 Lombardi, Marco J., Marianna Riggi and Eliana Viviano (2020), “Bargaining Power and the Phillips Curve: a Micro-Macro Analysis,” BIS, *Working Paper* No. 903, November 2020。當貿易保護主義及肺炎疫情加劇去全球化(De-globalization)與供應鏈重組的趨勢，則過去透過全球化建立更有效率的商品與勞動力市場以抑制通膨的力量是否將逐漸削弱，尚須持續觀察。

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

<sup>20</sup> 1990 年代中期以來，由於生產自動化、商品高科技化、經貿全球化與自由化程度加深，加以主要國家通膨預期降低，全球通膨率減緩，台灣亦然。相關分析詳見 2017 年 6 月 22 日「央行理監事會後記者會參考資料」之「一、台灣通膨率減緩並趨於穩定的原因」。

<sup>21</sup> 本年以來機票價格高漲，主要係受肺炎疫情影響，機位供給大幅減少，應不具持久性。

(3)台灣**長期**(2001~2020年)平均每年**通膨率**為**0.91%**，且每年通膨率波動幅度小(標準差僅1.07%)，通膨率**呈長期低而穩定**之現象，有助於**通膨預期**穩定**定錨**在低而穩定之水準，通膨不致失控。

□ 台灣穩定**定錨通膨預期**的原因：

- 經濟體**長時間**處於**低且穩定的通膨環境**下，廠商較不願意改變價格<sup>22</sup>。
- 貨幣政策的改善：包含**貨幣政策對通膨與產出等總體經濟情勢較系統性地反應**，以及貨幣政策**透明度、公信力提高**<sup>23</sup>。
  - 本行貨幣政策將**更加透明化**，並維護對**抗通膨的公信力**，民眾長期以來**通膨預期**穩定**定錨**在低而穩定之水準，**短期內應不至於鬆動**，過去數十年低與平穩的物價走勢也不會驟然改變。

(4)近年主要國家因應肺炎疫情衝擊，採行極度的量化寬鬆貨幣政策及大規模擴張性財政措施，引發外界對政府債務貨幣化終將推升長期通膨之疑慮；惟本行未曾直接提供政府貨幣融通，亦未在次級市場購買政府債券，**台灣並無政府債務貨幣化推升長期通膨**之虞。

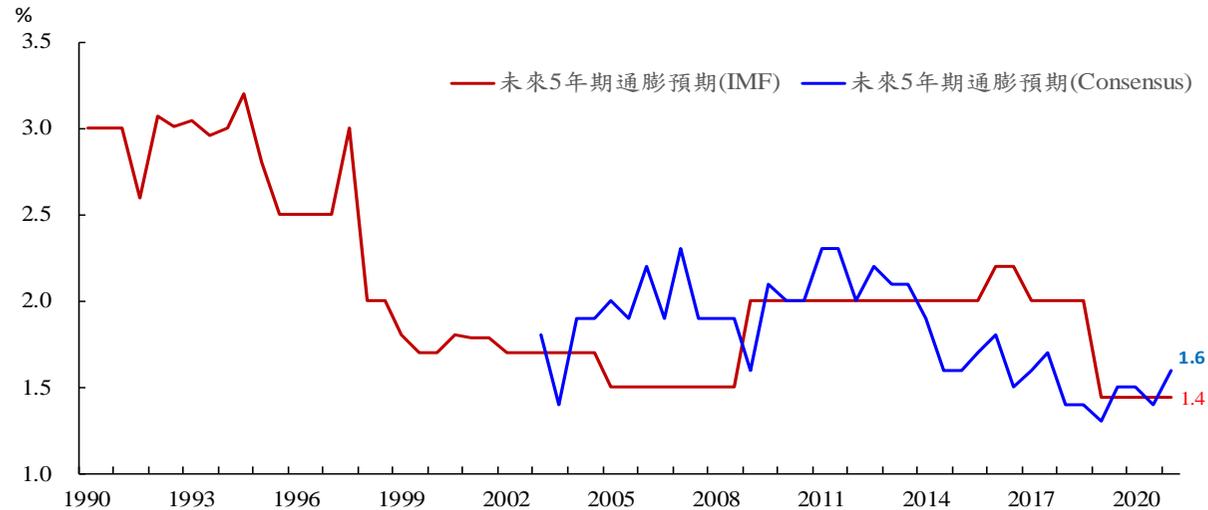
2. **Consensus Economics** 在9月發布之**本年台灣CPI通膨率預測數平均值**為**1.7%**，**明年**則降為**1.6%**，**通膨預期溫和**，且**未升高**，**通膨率應無持續走升之虞**。

<sup>22</sup> 當央行控制通膨得宜，廠商較不關注短期生產成本波動，因此價格較不會因生產成本而改變，使菲利普曲線趨向平坦，詳 Afrouzi, Hassan and Choongryul Yang (2021), "Dynamic Rational Inattention and the Phillips Curve," CESifo, *Working Paper* No. 8840, January 2021。

<sup>23</sup> 詳參徐婉容 (2021), 「油價、通膨預期與貨幣政策: 台灣個案研究」, *經濟論文叢刊*, 即將出版。該文指出, 2003年以來貨幣政策較積極對抗通膨與產出衰退等反景氣循環之行為, 對短暫的外在衝擊則不積極反應, 同時, 當大眾更能清楚了解政策利率與經濟變數間的對應關係, 將有助於定錨長期通膨預期(詳 Clark, Todd E. and Troy Davig (2011), "Decomposing the Declining Volatility of Long-term Inflation Expectations," *Journal of Economic Dynamics and Control*, 35(7), 981-999); 其他探討央行貨幣政策反應函數文獻, 如周國璋與曹添旺(2018)的實證結果中, 也出現在1998年以前, 貨幣政策變數(M2成長率或重貼現率)對通膨項的反應不顯著, 但在1998年之後, 對通膨項(與產出)的反應轉為顯著的情況(周國璋與曹添旺 (2018), "以分量迴歸評估台灣央行的利率反應函數," *經濟論文*, 46(3), 367-428)。

□ 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% (圖 13)。

圖 13 台灣 5 年期通膨預期



資料來源：IMF 與 Consensus Economics

### 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**價格如**油料費**，**波動幅度較大**；**長期**(2011~2020 年)以來，台灣 CPI 之**服務類**價格**波動幅度**(年增率介於 0.21%~1.16%，平均為 0.79%)則**低於商品類**(年增率介於 -1.98%~3.38%，平均為 0.98%)，且其**權數 54%大於商品類之 46%**，**有助於通膨穩定**。

(2)價格短期波動較大、購買頻度較高的商品如油料費，民眾感受亦較深刻，若**扣除油料費等能源及蔬果之核心 CPI 通膨率**則仍屬**低而穩定**，本年第 1、2 季分別為 0.89%、1.41%(上半年為 1.15%)，第 3 季起亦將緩步回降，預估全年為 **1.17%**，通膨溫和。

## (五)結語

1. 本年初以來，進口物價上漲主要係原油價格大幅上揚所帶動，對國內通膨影響較大且立即，原油以外進口商品與其相關製品零售價格則有漲有跌，對國內通膨影響有限；推估原油以外進口商品價格平均漲幅尚屬溫和，對CPI年增率的影響亦較為間接迂迴，且相對不顯著，應無輸入性通膨問題，整體通膨率可望維持穩定。
2. 國際油價走高，加以上年第2季，受疫情衝擊，油價大跌，旅遊住宿等娛樂服務價格調降，比較基期偏低，本年第2季CPI年增率升高，應屬短期現象。在原油價格漲勢趨緩及比較基期偏低因素逐漸消退下，第3季起，通膨率可望緩步回降；惟天候因素係一大變數，可能短暫干擾CPI通膨率之回降趨勢，核心通膨率則可望維持回降趨勢不變，至第4季CPI及核心CPI年增率將分別降為1.70%、1.04%，通膨展望溫和；預期明年CPI及核心CPI年增率同時降為0.92%，通膨展望向下。
3. 台灣未來5年期通膨預期溫和，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%；台灣維持長期通膨率低而穩定的環境，通膨預期穩定定錨在低而穩定之水準，有助舒緩中長期通膨壓力，通膨率應無持續走升之虞。
4. 行政院設有跨部會之「穩定物價小組」，一向關注個別商品價格上漲是否有連鎖帶動的效應，並防治人為操縱物價，應有助於避免近期價格波動影響社會各界對通膨之預期；本行則會持續關注通膨預期與通膨走勢，適時採取因應措施。

附表

1. 進口基本金屬及其製品漲價對 CPI 通膨率之影響估計

	自行車	機車	汽車	鍋具	熱水器	合計
占 CPI 權數(%)	0.03	0.77	3.01	0.11	0.07	
漲幅(%)	4.48	1.93	0.43	0.40	0.58	
影響 CPI 年增率(百分點)	0.001	0.015	0.013	0.000	0.000	<b>0.029</b>

2. 進口植物產品漲價對 CPI 通膨率之影響估計

	餅乾	速食麵	麵包	糕餅 點心	麵粉	豆類 製品	玉米	沙拉油 調理油	雞肉	豬肉	合計
占 CPI 權數 (%)	0.23	0.08	0.49	0.28	0.01	0.18	0.04	0.05	0.87	0.88	
漲幅(%)	2.50	1.54	1.68	1.08	1.83	3.20	12.28	3.31	2.98	3.55	
影響 CPI 年 增率(百分點)	0.006	0.001	0.008	0.003	0.000	0.006	0.005	0.002	0.026	0.031	<b>0.088</b>

### 3. 進口木漿、紙及其製品漲價對 CPI 通膨率之影響估計

	紙製品	衛生紙面紙 紙巾	教科書	考試用書 及參考書	一般書籍	合計
占 CPI 權數(%)	0.04	0.35	0.32	0.10	0.12	
漲幅(%)	1.67	0.51	2.03	0.99	0.53	
影響 CPI 年增率(百分點)	0.001	0.002	0.006	0.001	0.001	<b>0.011</b>

### 4. 進口機器、電子、光學等對 CPI 通膨率之影響估計

	數位照 相機及 攝影機	電視機	家用音響 產品及影 碟機	合計	電腦	行動 電話	電子遊樂 器軟硬體 設備及配 件	消耗性電 腦器材	合計
占 CPI 權數(%)	0.11	0.40	0.12		1.05	0.45	0.05	0.03	
漲跌幅(%)	2.80	1.02	0.79		-2.09	-9.64	-3.45	-2.72	
影響 CPI 年增率 (百分點)	0.003	0.004	0.001	<b>0.008</b>	-0.022	-0.043	-0.002	-0.001	<b>-0.068</b>

資料來源：主計總處、中央銀行估計

## 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。

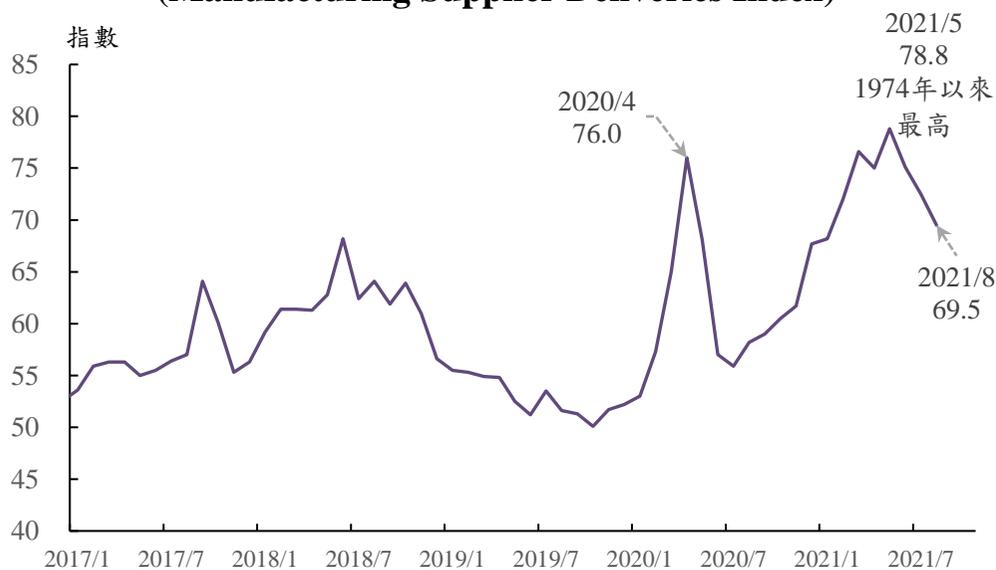
由於各界高度關注主要經濟體此波物價攀升係屬短暫現象抑或將持續，本文擬就此議題作較詳細的分析，首先將探討近期主要經濟體通膨升溫的原因，再說明 1970 年代美國乃至全球物價大幅上揚之緣由，其與近期情況不盡相同，進而闡述主要經濟體通膨率可望逐漸下降的因素，俾供各界參考。

(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

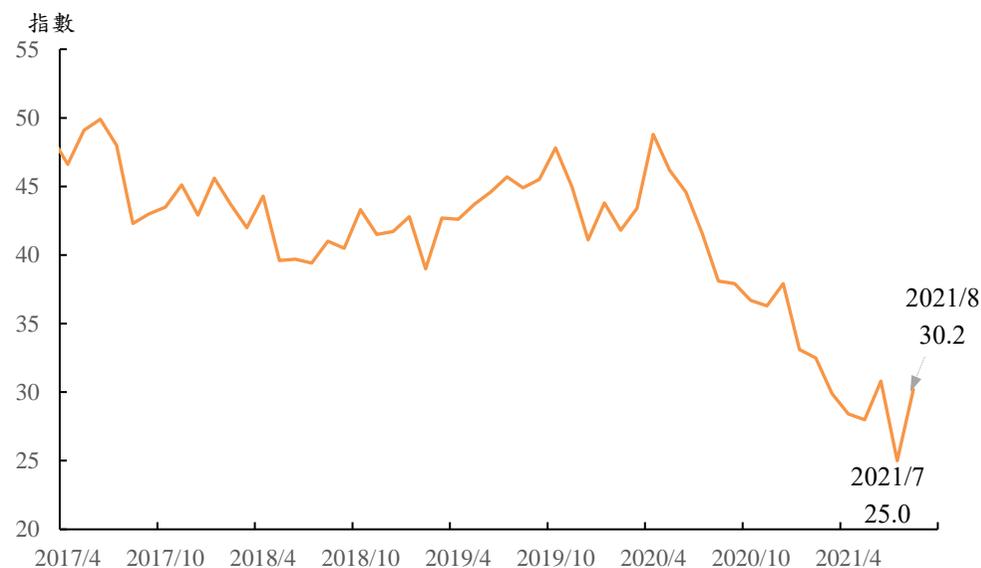
- 疫情反覆及防疫措施**衝擊全球供應鏈**，供應短缺致供應商**交貨時間拉長**，美國 ISM 製造業供應商交貨指數一度於上年 4 月大幅上升，本年 5 月再創新高，8 月略降，惟全球**供應端調度問題**短時間仍**尚未恢復**(圖 1)。
- 以美國 ISM 製造業顧客存貨指數為例，該指數本年 7 月最低至 25，8 月雖略微回升，但庫存仍偏低，顯示關鍵原物料缺貨與物流困境等**供應鏈瓶頸仍存**，不利產能迅速復原(圖 2)。

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)

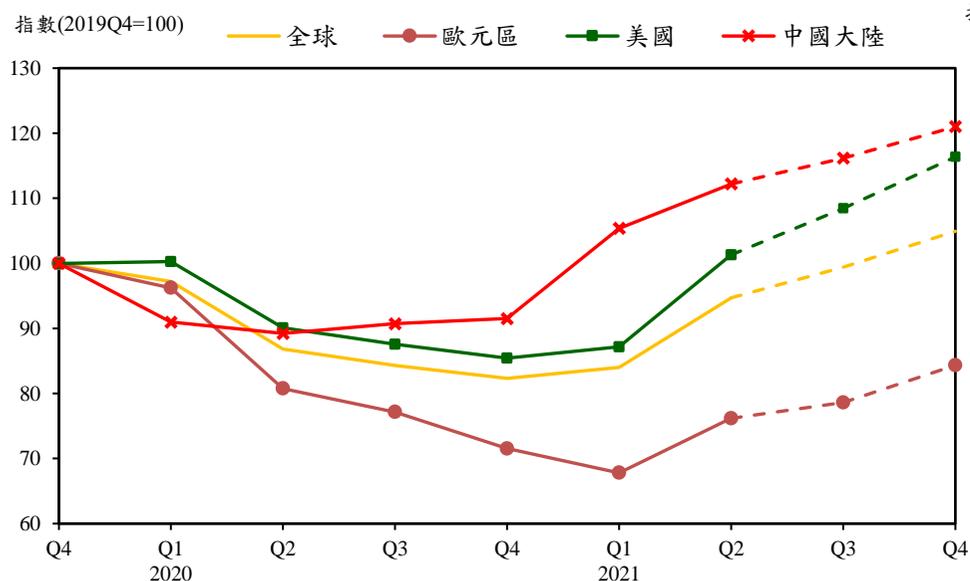


資料來源：Refinitiv Datastream

## 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

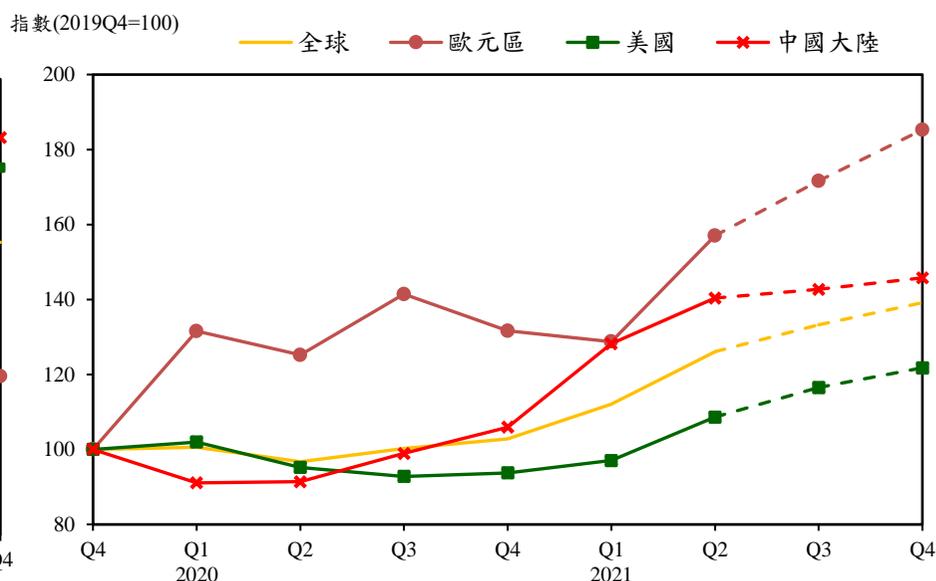
- 本年以來，主要經濟體疫苗接種率上升<sup>1</sup>，防疫措施逐步放寬，**當地需求升溫**；受此影響，自本年第 2 季起，全球及主要經濟體的民間**消費**與固定**投資**逐漸回復至疫情前水準(圖 3、4)，並可望回復正成長的趨勢。
- 由於疫情期間，民眾支出受到抑制，致**家計部門儲蓄率大幅攀升**，惟隨著管制漸次鬆綁，該項額外儲蓄將挹注消費動能一段時間；以美國為例，個人儲蓄率於上年 4 月**曾高達 33.7%**，本年 7 月雖**回降至 9.6%**，但仍高於疫情前 7% 左右之水準。

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

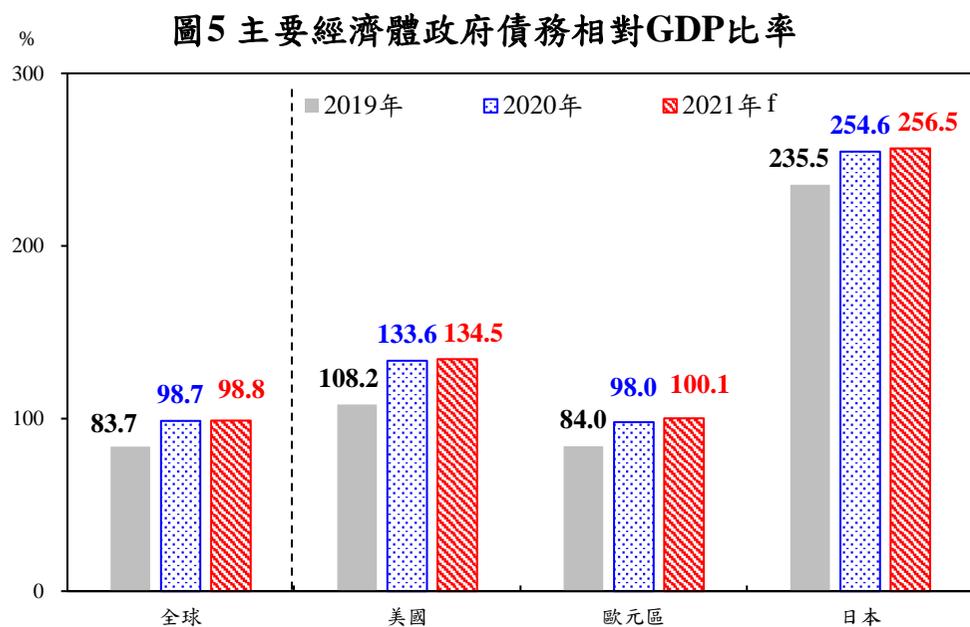


資料來源：IHS Markit (2021/9/15)

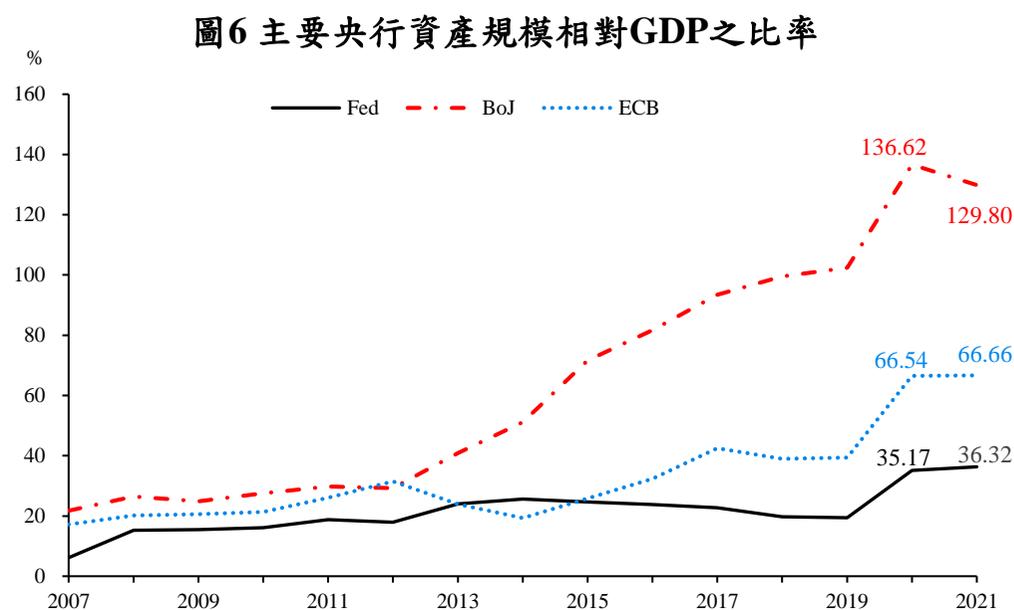
<sup>1</sup> 美國疾病管制暨預防中心(CDC)指出截至本年 8 月 3 日美國至少 1 劑疫苗接種率已逾 70%，歐盟執委會說明截至 8 月 31 日接種 2 劑疫苗之歐盟成人約占 7 成。

### 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。

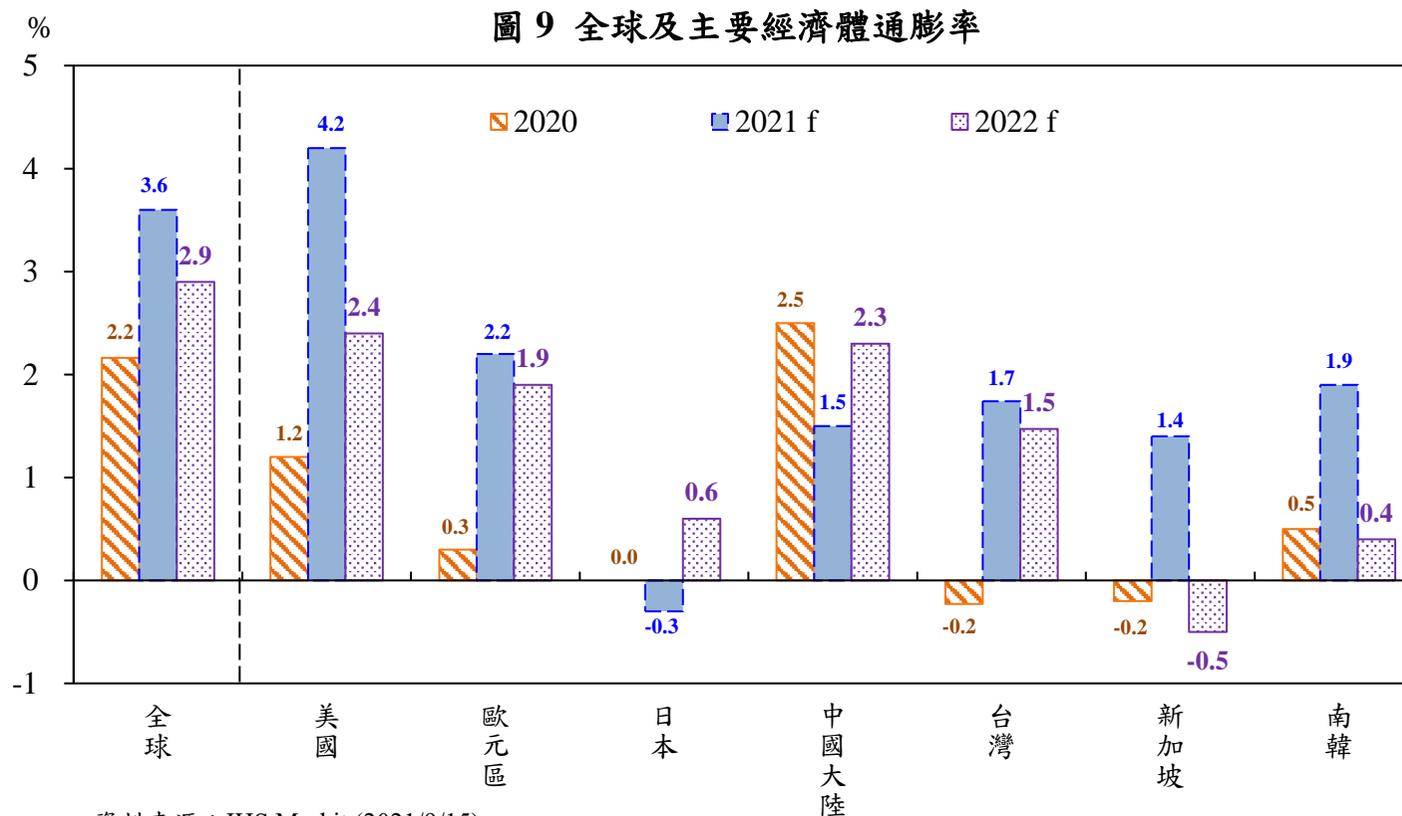
資料來源：Bloomberg

<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**。



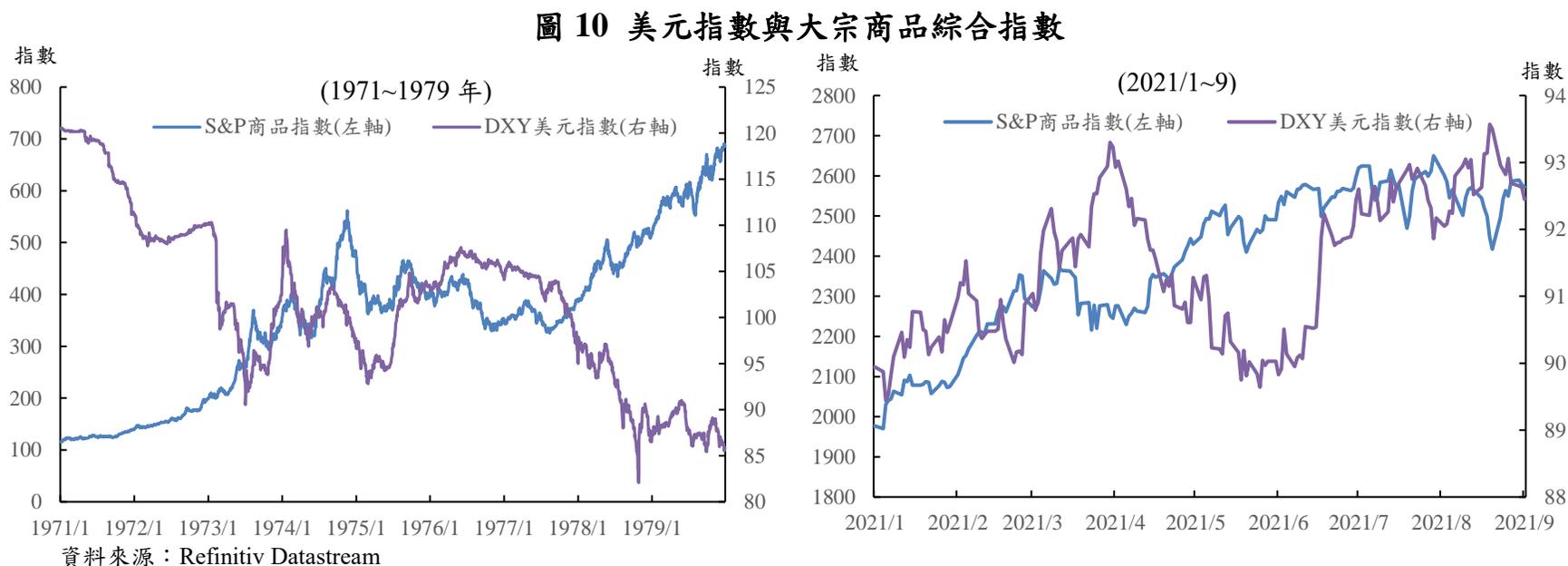
資料來源：IHS Markit (2021/9/15)

## (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)。

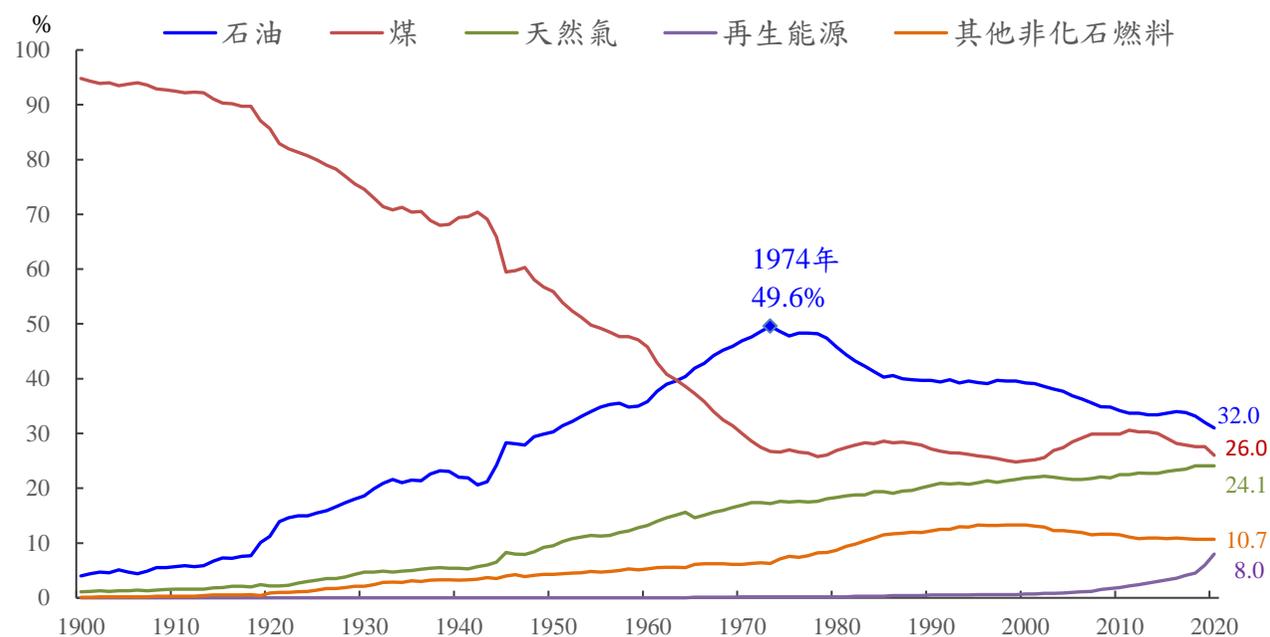


<sup>4</sup> 詳 Roubini, Nouriel (2021), "The Looming Stagflationary Debt Crisis," *Project Syndicate*, Jun. 30.

## 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>。
  - 一 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

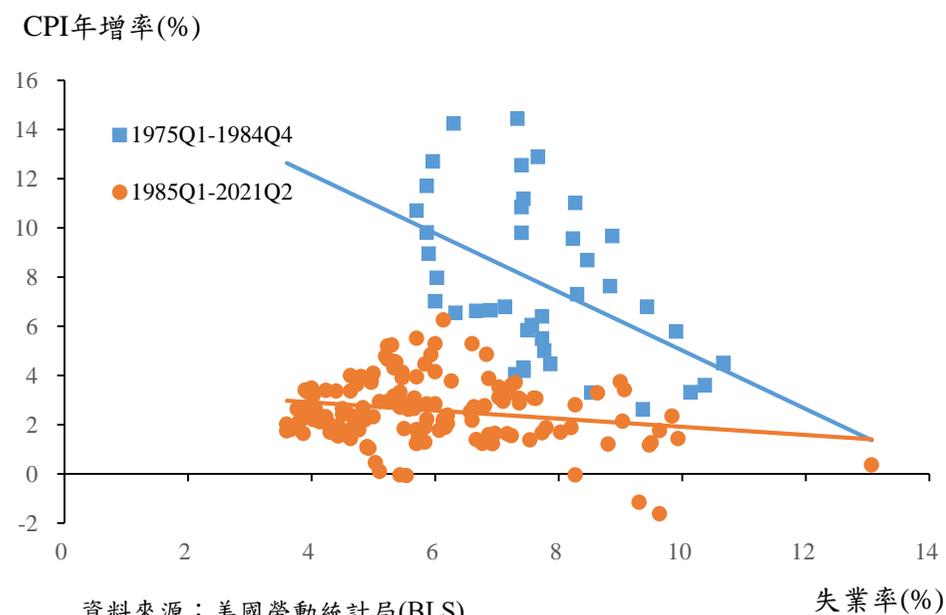
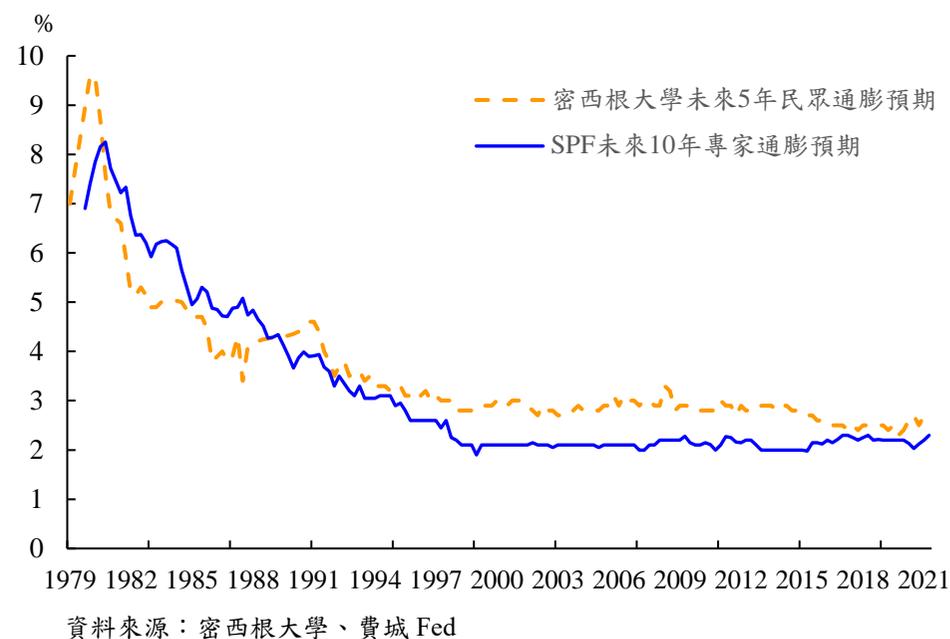


圖 13 美國長期通膨預期



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

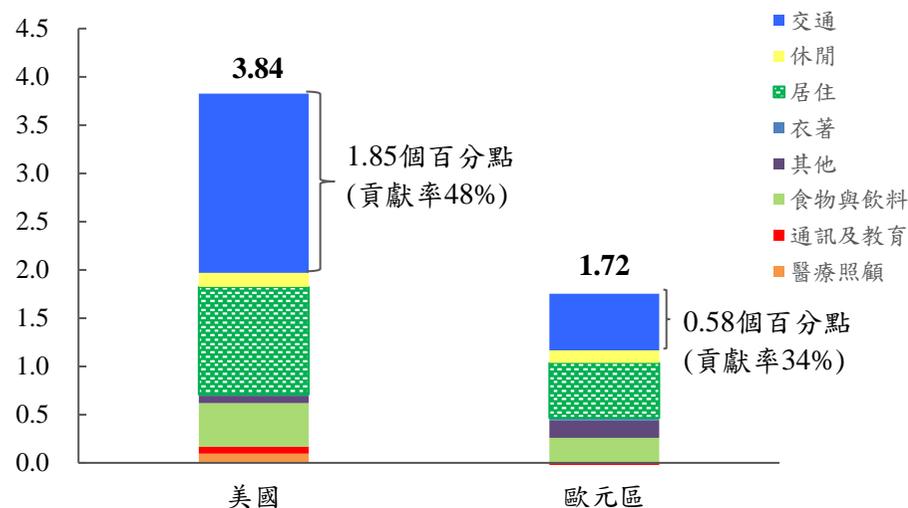
<sup>9</sup> 詳 Reis, Ricardo (2021), "Losing the inflation anchor", BPEA Conference Draft, September 8, 2021.

### (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。

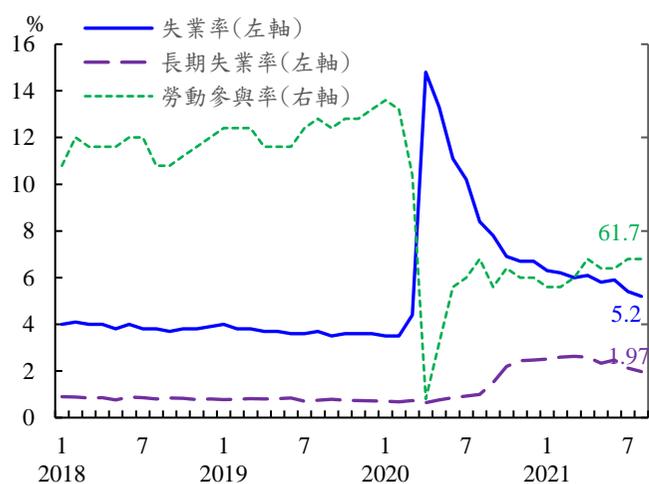
<sup>11</sup> 美國 1~8 月新車價格年增率平均為 3.57%，為近 10 以來同期新高。美國租車業者 Hertz(HTZ-US)去年 5 月因疫情衝擊，聲請破產保護，致去年同期二手車供給大幅增加，拉低價格，本年 1~8 月美國二手車及卡車類價格上漲 24.0%。1~8 月汽車(含二手車)價格上漲對美國與歐元區通膨率分別貢獻 0.80 與 0.08 個百分點。

<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



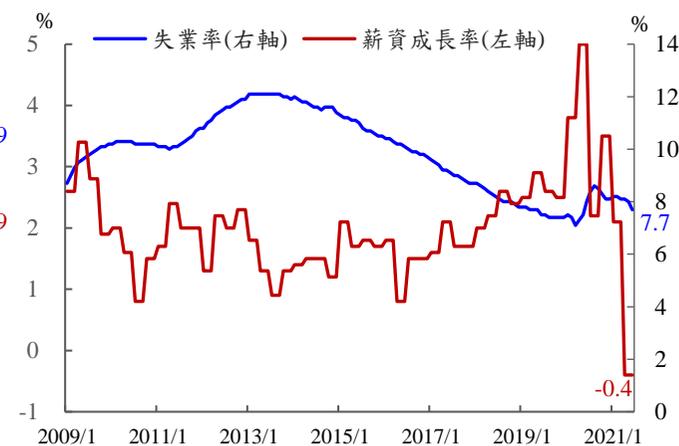
資料來源：FRED database, Federal Reserve Bank of St. Louis

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



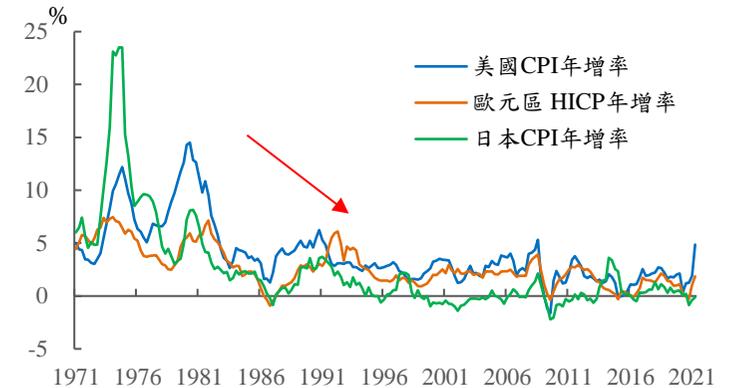
資料來源：歐洲統計局(Eurostat)

<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。

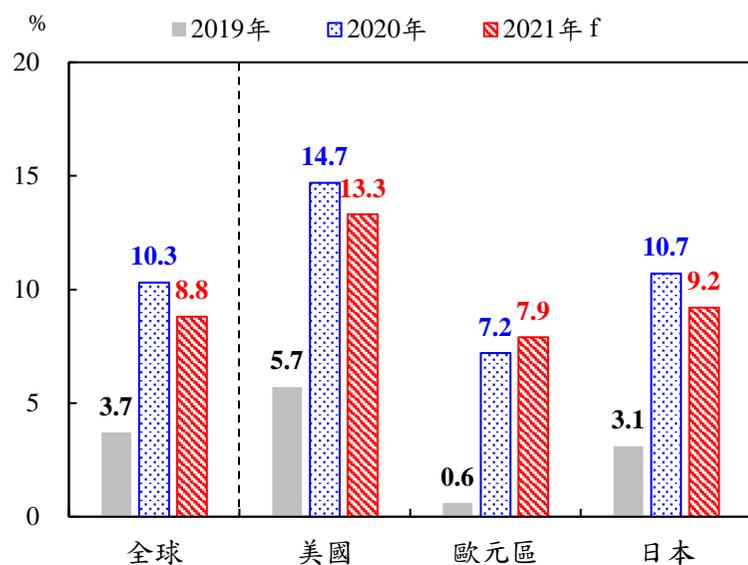
4. 隨著經濟復甦，主要經濟體紓困振興措施已逐步退場，且部分主要央行釋出將縮減資產購買規模之訊息；主要央行會密切關注最新數據發展，且應有足夠的政策工具因應通膨問題

□ 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。

## 五、國際間央行為何視 2%通膨率目標為主流信仰？

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；當時紐西蘭將通膨率目標訂於 0%~2%，成功地終結 1970 年代與 1980 年代的高通膨，引起全球許多先進國家的仿效。自 1990 年代以來，2%通膨率目標大抵已成為主要央行(如 Fed、ECB、BoJ)的共同信仰。

不過，2%通膨率目標的數字究竟從何而來？此外，即使 2%通膨率目標似已成為主流信仰，論者對最適通膨率目標的討論仍有增無減，包括：2%通膨率目標是否正確？伴隨環境轉變，2%通膨率目標是否需調整？

鑑於此，本文擬由 2%通膨率目標的起源談起；接著引介各界對最適通膨率目標的討論；進而說明近期 Fed 及 ECB 均對 2%通膨率目標改採較具彈性的作法，例如 Fed 採平均通膨率目標 2%，ECB 則採對稱的 2%通膨率目標，至於小型開放經濟體(如瑞士、台灣)尤須採具彈性的物價穩定定義等，俾供各界參考。

### (一)主要央行 2%通膨率目標從何而來？

#### 1. 紐西蘭 2%通膨率目標的由來<sup>1</sup>

(1)1989 年 12 月通過的「紐西蘭央行法」，是紐西蘭正式訂定通膨率目標的關鍵之一。

—紐西蘭採通膨目標化(inflation targeting)並進行相關改革的背景：高通膨、紐西蘭央行缺乏獨立性(independence)。

時間	背景與重要事件
1970、1980 年代	紐西蘭的通膨率高達 10%~15%；當時，紐西蘭央行的獨立性並未在法律中明定。
1986 年	時任紐西蘭財政部長 Roger Douglas 就紐西蘭貨幣政策架構的改革，邀集政府官員討論相關方案，旨在降低政治對貨幣政策的影響，以避免過去對通膨率控制不佳的情形重演。
1986~1989 年	各界對紐西蘭央行改革方案積極展開討論，改革的核心在於：建立紐西蘭央行的可信度(credibility)，以維持低且穩定的通膨率。

<sup>1</sup> Irwin, Neil (2014), "Of Kiwis and Currencies: How a 2% Inflation Target Became Global Economic Gospel," *The New York Times*, Dec.19; McDermott, John and Rebecca Williams (2018), "Inflation Targeting in New Zealand: An Experience in Evolution," A Speech Delivered to the Reserve Bank of Australia Conference on Central Bank Frameworks, in Sydney, Apr.12; Jahan, Sarwat (2012), "Inflation Targeting: Holding the Line," *IMF Finance & Development*, Feb..

- 「**紐西蘭央行法**」的立法在當時廣受爭議，並引發勞工團體等不滿。然而，**紐西蘭國會**的**多數黨領袖**最終決定將這些爭議置之不理。此部分係因，當時極力反對此法案的前紐西蘭總理、時任國會議員 **Rob Muldoon** 正在住院；此外，**聖誕節**即將來臨。
- **1989 年 12 月**「**紐西蘭央行法**」通過，旨在抑制紐西蘭的高通膨率、建立紐西蘭央行的可信度與權責化 (accountability)，並賦予該行**操作獨立性**(operational independence)，亦即由**紐西蘭財政部長**與**央行總裁**共同決定正式的**通膨率目標**，再由**紐西蘭央行**獨立地制定利率政策以達成該**通膨率目標**，免受政治或選舉循環的影響。

(2)根據《紐約時報》報導<sup>2</sup>，**紐西蘭**之所以將**通膨率目標**訂在**2%**，實屬**無心促成**的結果。

時間	重要事件
1988 年 4 月 1 日	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 時任紐西蘭財政部長 <b>Douglas</b> 接受電視專訪時，為避免紐西蘭民眾誤認央行安於高通膨率，他不假思索地表示，<b>通膨率目標</b>應訂在<b>0%~1%</b>。</li> <li>• 當時此一隨口提及的數字實為憑空取得，旨在影響大眾的預期。</li> </ul>
1989 年底	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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(0%~1%)為出發點，思索妥適的<b>通膨率目標</b>。</li> <li>• 彼等認為，應略為擴大<b>通膨率目標</b>範圍，俾保留較大操作空間，遂將<b>通膨率目標</b>訂於<b>0%~2%</b>。</li> </ul>

(3)**1990 年代**以來，鑑於**紐西蘭央行**的**通膨目標化**架構<sup>3</sup>成功地抑制通膨，許多**先進經濟體**央行紛紛仿效。

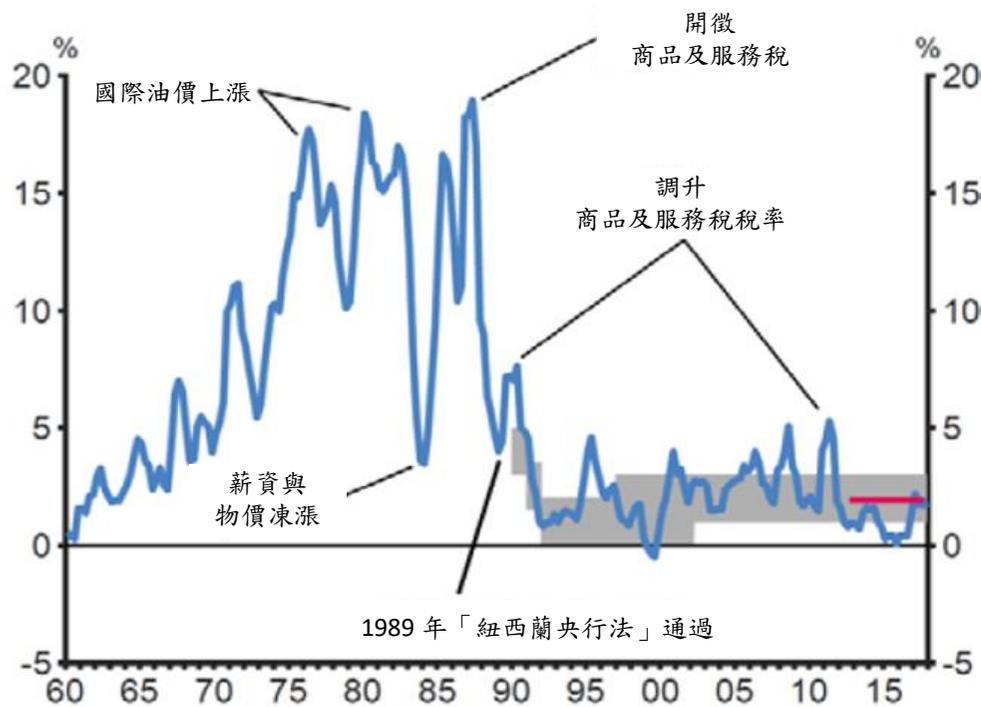
- 1990 年代以前，央行通常不會對外宣布其所釘住的通膨率目標。1990 年代後，紐西蘭央行的經驗顯示，透過**宣告通膨率目標**，並賦予央行獨立的**權責**以達成此目標，確實能讓目標成真；紐西蘭的**企業**與**勞工團體**在薪資協商或調漲價格的過程中，均**假設通膨率**落在**2%左右**，透過此一**自我實現**的過程，**紐西蘭**的**薪資**與**物價**成長減緩。

<sup>2</sup> James, Thomas (2014), "Of Kiwis and Currencies: How a 2% Inflation Target Became Global Economic Gospel," *The New York Times*, Dec.19.

<sup>3</sup> 雖然通膨目標化的確切特質因國而異，其核心架構須有明訂的通膨率目標充當貨幣政策的主要目標；此外，通膨目標化亦伴隨強化的溝通(communication)與透明化(transparency)，以闡明央行的政策意旨。

—1989 年底「紐西蘭央行法」通過後，至 1990 年代初期，紐西蘭的通膨率由 1970~1980 年代的雙位數降至約 2%(圖 1)，此外，紐西蘭的通膨率目標歷經幾次修正(表 1)。當時，時任紐西蘭央行總裁 Brash 在世界各地廣為宣傳；例如在 Jackson Hole 全球央行年會上，分享紐西蘭央行的成功經驗。自此，通膨目標化架構在國際間日益盛行；1990 年代~2000 年代初期，全球許多央行(包括加拿大、瑞典、英國等)陸續跟進採行。

圖 1 紐西蘭的 CPI 年增率變化



註：通膨率目標區間以灰底標示。  
資料來源：McDermott and Willams (2018)

表 1 紐西蘭通膨率目標的變動

時間	通膨率目標
1990 年~1996 年	0%~2%*
1996 年~2002 年	0%~3%
2002 年~2012 年	1%~3%
2012 年以來	1%~3%，聚焦於 2%的通膨率目標中點

\*紐西蘭實施通膨目標化機制初期，曾暫時設定過渡期通膨率目標(1990 年為 3%~5%；1991 年為 1.5%~3.5%)。

資料來源：McDermott and Willams (2018)

## 2. Fed 接受 2%通膨率目標的起源<sup>4</sup>

(1) Fed 所採的 2%通膨率目標，主要是源於 1996 年一場 FOMC 會議所形成的共識，惟 Fed 至 2012 年才正式宣布。

—前 Fed 理事 Robert Heller 指出，時任 Fed 主席 Alan Greenspan 在 1996 年 7 月 2 日的 FOMC 會議上指出，物價穩定係指一般物價水準的預期變動，不致有效地改變廠商與家計部門決策的狀態；若通膨率被適當衡量，代表物價穩定的通膨率應為 0%。不過，時任 Fed 理事 Janet Yellen 認為，些許的通膨率有助於促進經濟運轉，能給予央行更多彈性以因應經濟衰退。

—該場 FOMC 會議召開時，美國的 CPI 年增率為 3%；當時會上多數的討論聚焦於 Fed 應否讓年通膨率降至 2% 或更低，從而鞏固過去 15 年來政策制定者全力打擊通膨的成果；最後，Greenspan 總結共識：吾人現在均同意 2%；在此結論下，Fed 的 2%通膨率目標於焉而生。

—經此討論後，Greenspan 告誡 FOMC 委員對有關通膨率目標的討論保密；在這場 FOMC 會議正式的議事錄摘要中，並未提及通膨率目標的相關討論，且 FOMC 亦未正式宣布 2%通膨率目標；直至 2012 年，時任 Fed 主席 Ben Bernanke 才正式宣布 2%通膨率目標。

(2) 前 Fed 主席 Paul Volcker 認為，在 1996 年 7 月初的 FOMC 會議上，時任 Fed 主席 Greenspan 就物價穩定乙詞所下的定義，係屬合理；惟之後在 Bernanke 及 Yellen 擔任 Fed 主席的期間，物價穩定乙詞漸被解釋成一個數字：2%。不過，Volcker 表示，他不知道 2%通膨率目標的理論論述為何，此一共識的起源，可能無關理論，亦無關深入的實證研究，僅是紐西蘭於 1980 年代末所做的實際決定(見下頁專欄)。

(3) 此外，St. Louis Fed 資深研究員、加州大學洛杉磯分校(UCLA)經濟學博士簡怡立曾於 2019 年 11 月 4 日應邀至本行演講時表示，沒有人知道 Fed 的 2%通膨率目標從何而來。

---

<sup>4</sup> James, Thomas (2014), “Of Kiwis and Currencies: How a 2% Inflation Target Became Global Economic Gospel,” *The New York Times*, Dec.19; Heller, Robert (2015), “The Fed Versus Price Stability,” *Project Syndicate*, Mar. 19; Volcker, Paul (2018), “What’s Wrong With the 2 Percent Inflation Target,” *Bloomberg*, Oct. 24.

## 專欄：Volcker 批評 2%通膨率目標，假精確反而帶來危險的政策\*



在 1996 年 7 月初的 FOMC 會議上，時任 Fed 主席 Alan Greenspan 與 Fed 理事 Janet Yellen 就「以物價穩定作為目標」這個議題，交換意見。

Greenspan 認為，物價穩定的定義是，一般物價水準的預期變動，不會有效改變廠商或家計部門決策的狀態；且若通膨可妥適衡量，數字是 0%。Yellen 則表示，基於目前不精確的衡量，以 2% 為目標，最可能有所助益。

央行奉為圭臬已久的 2% 通膨率目標是否應調升，俾讓貨幣政策在未來有更多降息空間，在國際間引起討論，前 Fed 主席 Paul Volcker 於 2018 年出版《堅持下去：對健全貨幣與良好政府的追求》(Keeping at It: The Quest for Sound Money and Good Government) 乙書，否定 Fed 設定 2% 通膨率目標的必要性。Volcker 於 1979 年 8 月~1987 年 8 月擔任 Fed 主席，最著名的事蹟為，1980 年代初期不惜以大幅升息來擊退通膨(Volcker 以升息來對抗通膨，即是外界所稱的「伏克爾時刻」(Volcker moment))，終結通膨率達 2 位數的高通膨時代；儘管當時曾面臨強烈抵制，Volcker 仍堅持政策，藉以維護央行獨立性免受政治與公眾干擾。

Volcker 指出，1996 年 7 月 Greenspan 就物價穩定乙詞所下的定義，係唯一合理的答案，惟 Yellen 就物價穩定給予 2% 這個數字；之後，物價穩定乙詞便逐漸被解釋為一個數字：2%。Volcker 對 2% 通膨率目標發展成央行界的新共識，其背後道理感到困惑，此共識既無關理論，亦無關深入的實證研究，僅是源於 1980 年代末紐西蘭經濟政策變革，將央行重心限縮至單一目標，即將通膨率降至預設好的目標。

不過，Volcker 認為，以 2% 作為上限來穩定物價的主張，可能導致危險的政策；即使相關想法值得嚮往，但須正視的事實是，貨幣政策與財政政策的工具無法允許這種程度的精確度；屈服於試水溫(test the water)的誘惑，只會破壞物價穩定的承諾，而此承諾係健全的貨幣政策所端賴。

\*資料來源：Volcker, Paul (2018), "What's Wrong With the 2 Percent Inflation Target," *Bloomberg*, Oct. 24；中央銀行 (2019)，「一位偉大中央銀行家的殞落：悼念前 Fed 主席 Paul Volcker」，央行官方臉書，12 月 10 日。

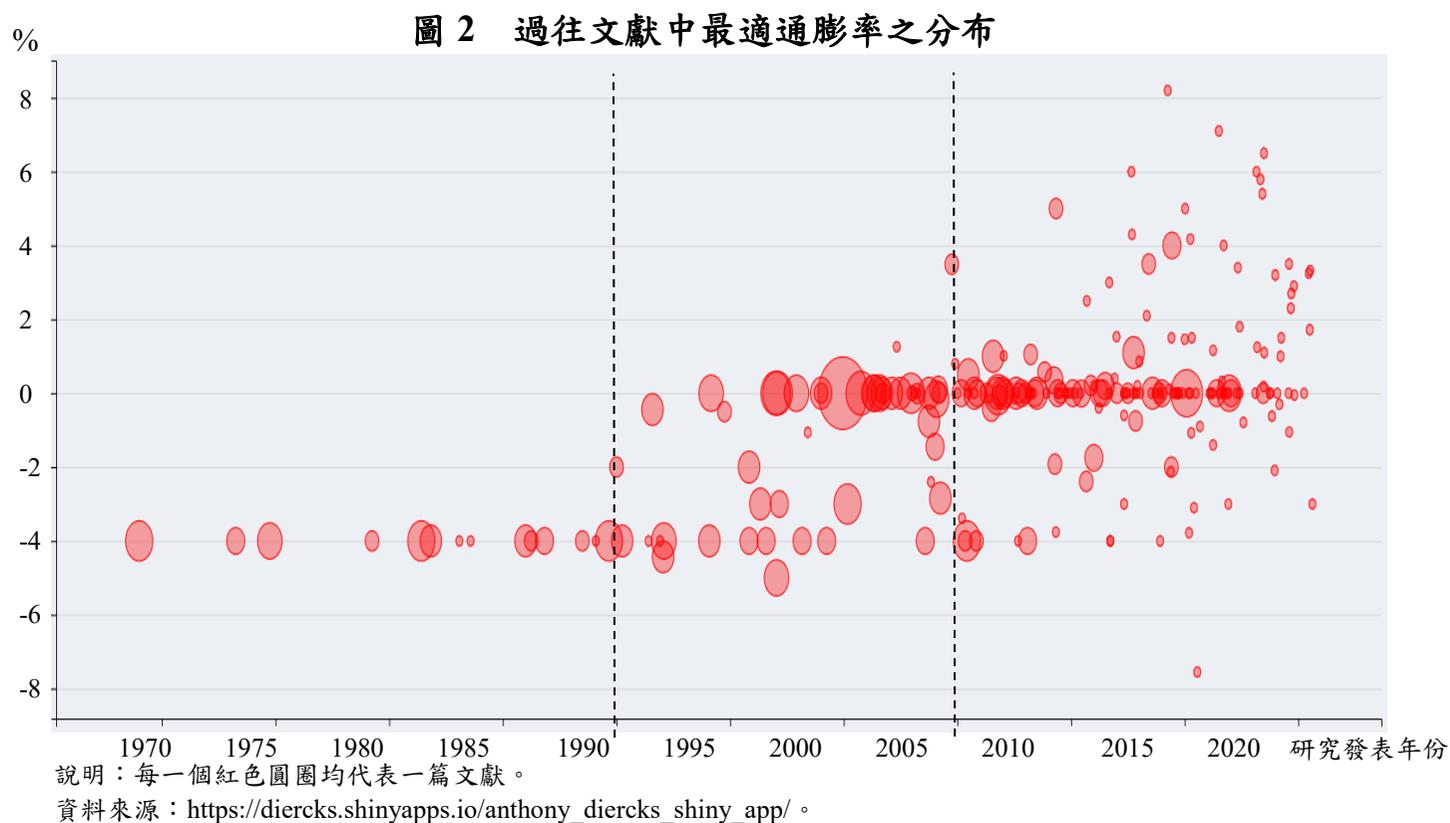
## (二)目前學界對最適通膨率目標尚無定論，應汲取過去成功的經驗

### 1. 迨至目前為止，學界對最適通膨率水準並無共識<sup>5</sup>

(1) Fed 資深經濟學家 Anthony Diercks 彙整最適通膨率水準的相關文獻，結果顯示，經濟學家對最適通膨率的討論不斷，但觀點卻逐漸由過去的一致走向分歧(圖2)。

— 1965~1990年間，文獻上認為的最適通膨率約落在-4%；1990~2005年間，外界看法逐漸轉變為由-4%~0%皆有。

— 愈到近期，外界看法愈顯分歧，最適通膨率散佈在極大的範圍，從接近-8%到略高於8%均有人主張。



<sup>5</sup> Jeffery, Christopher (2020), "Inflation Targets back in the Spotlight," *Central Banking*, Mar. 3.

- (2)過去文獻大多認為，美國最適通膨率為個人消費支出(Personal Consumption Expenditures, PCE)物價指數年增率略低於2%；此外，根據 Kansas City Fed 研究員以 New-Keynesian 模型估算，則在0.7%~1.4%之間<sup>6</sup>。
- (3)大抵而言，近來學界對最適通膨率目標並不存在共識，調升與調降通膨率目標的意見都有<sup>7</sup>，平均值約落在0%。

最適通膨率	主要論述
0%	<ul style="list-style-type: none"> <li>主張最適通膨率應為 0%者，其看法類似於強調物價僵固性(sticky prices)的新凱因斯模型架構。</li> <li>在該架構下，價格變動的成本很高，因此不改變才是最好的。</li> </ul>
0%以下	<ul style="list-style-type: none"> <li>主張最適通膨率為 0%以下者，反映在弗里曼法則(Friedman's rule)—經濟學家 Milton Friedman 主張，名目利率應為 0%，亦即持有貨幣的機會成本等於創造貨幣的成本(皆為 0)<sup>8</sup>。</li> <li>由於政府債券實質利率為正值，央行須設計通縮(deflation)，方能使名目利率長期而言為 0%。</li> </ul>
大於 0% (近期較多文獻主張)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fed 資深經濟學家 Diercks 指出，衰退帶來的福利損失比先前研究所估計的更高，故據此主張最適通膨率應為 3%或 3.5%。</li> <li>倫敦政經學院名譽教授 Charles Goodhart 指出<sup>9</sup>，從 1990 年左右迄今，通膨率目標應為 0%；惟在接下來的 30 年，3%可能將屬適當。</li> <li>約翰霍普金斯大學經濟學家 Laurence Ball、前 IMF 首席經濟學家 Olivier Blanchard 等建議<sup>10</sup>，應考慮將通膨率目標調升至 4%。</li> </ul>

<sup>6</sup> Billi, Roberto M. and George A. Kahn (2008), "What Is the Optimal Inflation Rate?" *Kansas City Fed: Economic Review*, 2nd quarter.

<sup>7</sup> 近期奧地利央行總裁 Robert Holzmann 指出，ECB 應考慮將通膨率目標暫時設定於 1.5%；前 IMF 執行長 Jacques de Larosière 亦指出，將通膨率目標調降至 1%~1.5%應屬妥適；不過，紐約 Fed 總裁 John Williams 等則主張提高通膨率目標。資料來源：Reuters (2019), "ECB's Holzmann Calls Current Monetary Policy 'Wrong', Hopes for New Course Under Lagarde," *Reuters*, Oct. 13; de Larosière, Jacques (2019), "Tackling 'Dead-End' Monetary Policy," *Central Banking*, Oct. 18; Williams, John C. (2016), "Monetary Policy in a Low R-star World," *FRBSF Economic Letter*, Aug. 15.

<sup>8</sup> 民眾持有貨幣雖利於交易進行，但亦須付出持有成本(如損失利息收益等)，民眾持有貨幣之多寡，取決於上述兩者之權衡。當貨幣投資於證券之收益，高於作為貨幣工具之效益時，民眾有誘因經濟化使用貨幣(economize on its use)。Friedman 認為，就全體社會觀點，這個行為是一種浪費，鑑於民眾持有貨幣須付出成本，但央行製造貨幣卻幾無成本，他主張，最適政策應消除民眾經濟化使用貨幣的誘因，換言之，消除貨幣工具與其他證券間的利差，使持有貨幣的成本為 0。Friedman 提出上述論據時，持有貨幣利息為 0，最適政策即是使債券的名目利率為 0%，在名目利率等於實質利率加上預期通膨率下，當實質利率為正值(約 2%~3%)，央行尋求最適通膨率應為負值(-2%~3%)。資料來源：Cogley, Timothy (1997), "What is the Optimal Rate of Inflation?" *FRBSF Economic Letter*, Sep. 19.

<sup>9</sup> Jeffery, Christopher (2021), "Charles Goodhart on Inflation Targets, Financial Stability and the Role of Money," *Central Banking*, Jun. 22.

<sup>10</sup>同註 2；Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia, and Paolo Mauro (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy," *IMF Staff Position Note*, Feb. 12.

## 2. 檢討2%通膨率目標雖然聲浪不斷，惟輕易改弦易轍恐付出代價<sup>11</sup>

(1) 全球金融危機以來，在**低通膨、低利率、低成長**環境下，**主要央行未能實現其通膨率目標**，**經濟學家紛紛思索，過去的通膨率目標是否有誤**，應否進行調整<sup>12</sup>。

(2) **2%通膨率目標已行之有年**，論者認為，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。

— 多年來，央行家已致力於建立2%通膨率目標的可信度，如輕易改變此目標，恐影響大眾對央行的信任。此外，**通膨率目標的改變**，亦可能影響金融市場功能，**妨礙金融市場運作**。

— 根據 **BoJ** 於2013年將通膨率目標由1%調升至2%的經驗顯示，央行宣布較高的通膨率目標，未必能確保通膨率將升至新的通膨率目標；**若央行在調升通膨率目標前未能達成原目標，或政策制定者間對新通膨率目標存在歧見**，均可能傷害央行的可信度，從而**損及央行其他政策的有效性**<sup>13</sup>。

## 3. 一般認為，在檢視貨幣政策架構的過程中，汲取過去成功經驗、強化運作良好的基本要素至關重要<sup>14</sup>

(1) 放眼未來，較重要的問題或許並非過去的**通膨目標化**有何錯誤，而是**須保存何種元素，並加以強化**。

(2) 一般認為，**貨幣政策架構應涵蓋並強化過去證明為成功的基本原則**，包括：

基本原則	主要內容
良好制約的通膨預期	若央行能將通膨預期制約於適當的水準，則可抑制通膨預期進一步下降的趨勢。
權責化	通膨預期取決於行為，而不僅是言論；央行須強化其實現目標的權責化，以獲取大眾信任。
透明化	央行須就其行動與決策理由進行良好溝通、提升透明化，俾成功地制約通膨預期。

<sup>11</sup> 同註 2。

<sup>12</sup> 或有論者認為，伴隨**均衡通膨率下降**，**通膨率目標亦須相應調降**；另有論者指出，在**正常時期**，或**應釘住較高的通膨率目標**，以**增進貨幣政策因應不利衝擊的空間**。

<sup>13</sup> Central Banking Newsdesk (2020), “Central Banks Must Learn Lessons of BoJ’s Inflation Target Rise – Fed Paper,” *Central Banking*, Jan. 16; Nakata, Taisuke (2020), “Raising the Inflation Target: Lessons from Japan,” *Feds Notes*, Jan. 8.

<sup>14</sup> Williams, John C. (2020), “Inflation Targeting: Securing the Anchor,” Remarks at The Future of Inflation Targeting, Bank of England, London, U.K., Jan. 10.

### (三)彈性的貨幣政策架構已漸成國際間共識，小型開放經濟體亦然

#### 1. 近期國際間咸認，嚴格的通膨目標化似已不適用，較具彈性的貨幣政策架構方屬良策

(1)全球金融危機後，若干著名經濟學家指出，通膨目標化機制有其缺陷，應予放棄，小型開放經濟體尤不宜採行。

—全球金融危機顯示，物價穩定不足以確保金融穩定，亦凸顯通膨目標化架構過度重視物價穩定，卻忽略金融穩定的缺陷。全球金融危機後，哈佛大學經濟學教授 Jeffrey Frankel 直接宣告通膨目標化機制的死訊<sup>15</sup>；他認為，通膨目標化機制的最大致命傷，是對資產價格泡沫的重視不足。

—2008年以來，諾貝爾經濟學獎得主 Joseph Stiglitz 一再大力抨擊通膨目標化機制過於粗糙，是肇致全球金融危機的成因之一。此外，小型開放經濟體的物價上漲多屬「輸入性通膨」；如因「輸入性通膨」而採緊縮性貨幣政策，不僅無法抑制，反而使產出惡化。因此，Stiglitz 強烈反對小型開放經濟體採通膨目標化機制<sup>16</sup>。

(2)近年來，全球貿易發展、技術變遷等結構性因素轉變，進一步削弱了央行對通膨率的影響，並加深央行實現精確的通膨率目標之難度；此際，嚴格的通膨目標化(strict inflation targeting)似已不可行<sup>17</sup>。一般咸認，伴隨環境轉變，理想通膨率的定義，應具一定程度的彈性(flexibility)，而非僅堅守不容改變的機械式通膨率目標(如2%)，且應將彈性嵌入較廣泛的政策目標<sup>18</sup>。

(3)近期 Fed 改採「彈性形式的平均通膨率目標化」(flexible form of average inflation targeting)，即為在貨幣政策架構中融入彈性精神之體現<sup>19</sup>，期能藉此提升通膨預期；惟部分論者對此表示質疑，認為 Fed 須進一步強化溝通。

<sup>15</sup> Frankel, Jeffrey (2012), "The Death of Inflation Targeting," *Project syndicate*, May 16.

<sup>16</sup> Stiglitz, Joseph (2008), "The Failure of Inflation Targeting," *Project Syndicate*, May 6; Parker, Faranaaz (2009), "Stiglitz Slams Inflation-Targeting," *Mail & Guardian Online*, Jul. 9.

<sup>17</sup> Mendez-Barreira, Victor (2020), "'Strict Inflation Targeting Is Past Its Expiry Date' –Klaas Knot," *Central Banking*, Sep. 2.

<sup>18</sup> 同註 17; de Larosière, Jacques (2019), "Tackling 'Dead-End' Monetary Policy," *Central Banking*, Oct. 18.

<sup>19</sup> Fed (2020), "Federal Open Market Committee Announces Approval of Updates to Its Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy," *Fed Press Release*, Aug. 27; 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; Towing, William (2020), "Fed Adopts Average Inflation Target," *Central banking*, Aug. 27.

- **上(2020)年8月27日**，FOMC 宣布更新其長期目標與貨幣政策策略聲明；其中，在物價穩定目標方面，**FOMC 將原先「長期通膨率2%」之目標，修改為追求「一段時間內平均通膨率2%」**。**Fed 主席 Jerome Powell** 強調，在實現**平均通膨率2%目標**的過程中，**Fed 將不會固守定義平均值的特定數學公式**；因此，Fed 所採方法可被視為「**彈性形式的平均通膨率目標化**」架構。
- **Fed 本次調整貨幣政策架構有關物價穩定目標的部分，旨在透過「彌補策略」(makeup strategies)**，**允許通膨率在一段時間內適度地高於通膨率目標**，以**彌補先前幾年通膨率低於通膨率目標的落差**，從而有助於**Fed 提升通膨預期、降低觸及零利率底限(zero lower bound)的風險**。
- **部分人士對 Fed 的新架構仍存在質疑**，彼等認為 **Fed 可能須強化溝通**，並就其**施行細節等提出更詳細的說明**<sup>20</sup>。

- 部分論者認為 **Fed 的新貨幣政策架構過於模糊**，恐削弱 **Fed 對通膨預期的制約、損及貨幣政策效力**。
  - **前費城 Fed 總裁 Charles Plosser** 擔憂，此一架構調整，**恐損及 Fed 對通膨預期的制約能力**，從而可能陷入**通膨率偏高的危險**。
  - **前 Fed 理事 Frederic Mishkin** 認為，**若 Fed 不針對平均通膨率的計算方式提供明確說明**，可能**損及其貨幣政策架構的有效性**。
- 彼等認為，**良好的對外溝通**，是 **Fed 新架構順利運作的一大關鍵**；**Fed 可能須就平均通膨率的計算方式、擬如何推升通膨率並使其平均值達2%等**，進一步**提供更詳盡的說明**，俾增進各界對此新架構的理解與認同。

<sup>20</sup> Towing, William (2020), "Fed's New Framework Splits Opinion," *Central Banking*, Oct.; 中央銀行(2021), 「主要經濟體貨幣政策架構的現況、問題與挑戰」, 央行理監事會後記者會參考資料, 6月17日。

(4)近期 ECB 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<sup>21</sup>；外界認為此舉或有助於該行續採貨幣激勵，惟效果仍待觀察。

—ECB 於本(2021)年7月8日宣布貨幣政策策略檢視結果，在通膨率目標方面，ECB 以「對稱的2%通膨率目標」取代原先「低於、但接近2%的通膨率目標」。

—ECB 指出，藉由中期釘住2%通膨率目標，為通膨預期提供明確的制約，將能最佳地維持物價穩定；對稱的通膨率目標意味著，通膨率高於或低於通膨率目標，同樣均非理想情況。ECB 強調，中期導向的彈性，將考量通膨率偏離目標的特定情境，以及偏離的原因、幅度與持續性等，進而採行適當的貨幣政策因應措施。

—觀察家大抵認為，ECB 的新策略或有助於該行續採貨幣激勵，惟實際效果仍待觀察<sup>22</sup>。

- 若干論者指出，在 ECB 的新策略中，對稱的2%通膨率目標，旨在避免原貨幣政策架構可能過早緊縮，或有助於該行續採貨幣激勵。
- 前 ECB 首席經濟學家 Otmar Issing 指出，ECB 採行對稱的2%通膨率目標，是該行將容忍較高通膨率的明顯訊號；惟具體結果(包括對通膨預期的制約、ECB 的可信度，及大眾對歐元穩定性的信任等)，仍待觀察。
- Pictet Wealth Management 全球總體策略師 Frederik Ducrozet 表示，ECB 對通膨率超標的容忍，僅有在 ECB 具有可用工具，且願意運用該等工具時，才具有可信度。

<sup>21</sup> ECB (2021), “The ECB’s Monetary Policy Strategy Statement,” *ECB Strategy Review*, Jul. 8; Central Banking (2021), “ECB Adopts 2% Symmetric Inflation Target,” *Central Banking*, Jul. 8; ECB (2021), “Opening Remarks with Q&A,” *ECB Strategy Review*, Jul. 8.

<sup>22</sup> Mendez-Barreira, Victor (2021), “New Inflation Target Set to Bind ECB to ‘Lower for Longer’ Strategy,” *Central Banking*, Jul. 12; Issing, Otmar (2021), “An Assessment of the ECB’s Strategy Review,” *Central Banking*, Aug. 10.

## 2. 小型開放經濟體尤須採較具彈性的物價穩定定義，瑞士與台灣皆然<sup>23</sup>

### (1) 瑞士的通膨常受外來因素影響，亟須採具彈性的物價穩定定義<sup>24</sup>。

- 瑞士央行總裁 Thomas Jordan 表示，身為小型開放經濟體，瑞士高度暴露於外部干擾；特別是，匯率變動對瑞士通膨率與經濟活動的影響尤鉅。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。
- 因瑞士的通膨經常受到外來因素的短暫影響，例如油價、進口物價及匯價波動等。對瑞士等小型開放經濟體而言，採行允許貨幣政策回應具一定彈性的物價穩定定義，係屬必要；根據該行定義，物價穩定一般係指通膨率低於2%，但仍為正數。

### (2) 本行亦採較具彈性的物價穩定定義，且執行情況良好。

- 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<sup>25</sup>(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%<sup>26</sup>)。
- 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(下頁圖3)。

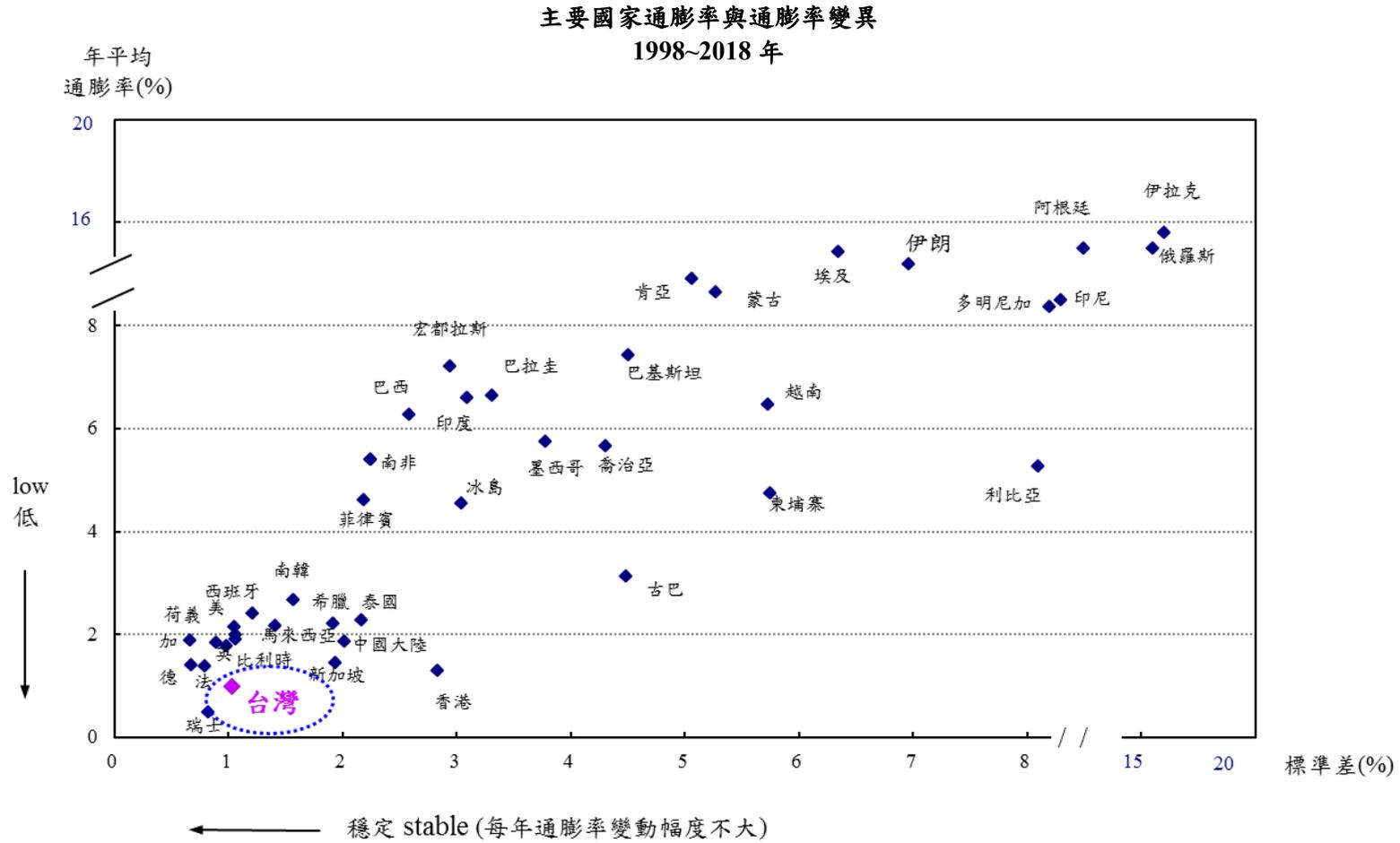
<sup>23</sup> 詳請參閱中央銀行(2021)，「主要經濟體貨幣政策架構的現況、問題與挑戰」，央行理監事會後記者會參考資料，6月17日。

<sup>24</sup> Jordan, Thomas (2020), "Small Country – Big Challenges: Switzerland's Monetary Policy Response to the Coronavirus Pandemic," Remarks at 2020 IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture, Jul. 14; Jeffery, Christopher (2018), "Switzerland's Jordan on Extraordinary Monetary Policy and Sovereign Money," *Central Banking*, Jul. 31.

<sup>25</sup> 2018年3月，本行楊總裁明白表示，只要CPI年增率介於0%~2%之間，都可接受。

<sup>26</sup> 根據國發會於上年7月13日通過之「國家發展計畫(110至113年)」所設定之總體經濟目標，110~113年核心CPI上漲率區間目標為平均1.0%~1.5%。

圖3 與主要國家相較，台灣的通膨率低且穩定



#### (四)結論

1. 主要央行奉行的 2%通膨率目標實無關理論或實證研究，大抵是源自於政策制定者的直觀決策

(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；當時紐西蘭將通膨率目標訂在 0%~2%，雖屬無心促成的結果，惟因成功地終結 1970 年代與 1980 年代的高通膨，遂引起全球許多先進國家的仿效；1990 年代以來，通膨目標化架構蔚為風潮。

(2)不過，多年來，Fed 等主要央行所奉行的 2%通膨率目標，大抵並非源於嚴謹的理論或研究，主要是在當時的時空背景下，基於實務面的直觀決策與權衡調整，應運而生。

2. 目前學界對最適通膨率目標尚無定論，惟通膨率目標或貨幣政策架構的任何更動，均須審慎為之

(1)理論上，通膨率目標應設定在能使民眾福祉最大化之處，惟不同經濟文獻常得出不同結果；歷來有關最適通膨率的討論不勝枚舉，惟最適通膨率目標水準究竟為何，各界仍莫衷一是。

(2)伴隨時間推移、環境轉變(例如結構性因素恐導致自然利率下滑)，通膨率目標可能有所不同；不過，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。

3. 妥適的貨幣政策架構應具彈性，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

(1)在利率、通膨率低於以往之際，貨幣政策的空間已大幅縮減；為因應新的挑戰，貨幣政策架構須奠基於過去成功的基礎，萃取並強化長期以來運作良好的元素，進而依據情勢變化予以妥適調整。

(2)近期國際間咸認，貨幣政策架構應朝具彈性的方向發展，如原先帶頭採通膨目標化的紐西蘭央行，已淡化通膨率目標，並將充分就業納入其法定職責；此外，對小型開放經濟體(如瑞士、台灣)而言，採具彈性的物價穩定定義，並納入匯率穩定目標，尤屬必要。

## 六、Fed 縮減購債對美國債市及新興市場之可能影響

2013 年 5 月 22 日，Fed 主席 Bernanke 於國會聽證表示，Fed 可能在未來幾次會議縮減購債步調<sup>1</sup>；市場參與者解讀為當 Fed 結束購債後隨即將進行數次升息，造成美國公債殖利率在短期間內大幅上揚，新興市場股債價格大跌，且資金自新興市場經濟體撤出，新興市場經濟體貨幣對美元大幅貶值，其中以體質較差之巴西、印度、印尼、土耳其、南非「脆弱五國」(Fragile Five)<sup>2</sup>受創最深。後來各界普遍將前述 Fed 宣布縮減購債所引發市場動盪事件(期間約 2013 年 5 月至 2013 年底)，稱為 2013 年縮減購債恐慌(taper tantrum)<sup>3</sup>。

近期因美國經濟復甦，通膨回升且逾 2%，加以美國非農就業人口與上(2020)年 2 月水準的差距大幅縮小，Fed 主席 Powell 及多數 Fed 官員均認為，若經濟發展符合預期，Fed 於本(2021)年開始縮減購債是合適的；惟 Fed 為避免縮減購債恐慌重演，強化對外溝通，除強調縮減購債與升息之間並無直接關聯，並言明升息條件較縮減購債更加嚴格。儘管如此，本次 Fed 縮減購債對金融市場之可能影響仍備受外界矚目。

本文初步探討 Fed 縮減購債對美國債市及新興市場之可能影響。首先，扼要介紹 Fed 調整購債影響美債與美元之可能管道；其次回顧 2013 年縮減購債引發之恐慌現象，主要探討美國債市及新興市場股、債、匯市及資金移動；第三部分說明本年下半年以來，Fed 釋出可能於本年啟動縮減購債之訊息，美國公債市場及新興市場之反應，並就當前新興市場經濟體幾項重要基本面指標與 2013 年水準進行比較；附錄則提供本次 Fed 縮減購債期間，其持有美國公債及機構房貸抵押擔保證券(Agency MBS)部位可能路徑情境分析，供外界參考。

---

<sup>1</sup> 當時 Fed 每月分別購買 450 億美元美國公債及 400 億美元 Agency MBS，合計每月購買 850 億美元債券。

<sup>2</sup> Morgan Stanley 於 2013 年將巴西、印度、印尼、土耳其與南非稱為「脆弱五國」(Fragile Five)；Lord, James et al. (2013), "Global EM Investor The Fragile Five," *Morgan Stanley Research*, Aug. 5.

<sup>3</sup> Fed 於 2013 年 12 月正式宣布縮減購債，並於 2014 年初開始執行至該年 10 月底，在實際縮減購債期間，10 年期美國公債殖利率由 3.028% 下降 69.3bps 至 2.335%。

## (一) Fed 調整購債影響金融市場之可能管道

Fed 資產購買計畫(俗稱量化寬鬆, QE)影響美國公債殖利率下降與美元匯率走弱, 進而傳遞至實體經濟。Fed 及諸多研究指出<sup>4</sup>, 其影響管道主要係 Fed 宣布 QE 時, 市場預期未來該行持有之美國公債存量將增加, 同時美國公債流通在外餘額減少(存量效果), 此外, Fed 宣布調整購債步調的方式(宣告效果)亦為重要影響管道。

### 1. 對美國公債市場之影響管道

Fed 量化寬鬆政策對長天期公債殖利率之效果, 大致可區分為(1)存量效果、(2)流量效果、及(3)宣告效果(表 1)。

表 1 Fed 購債步調影響長天期公債殖利率之主要管道

主要管道	對長天期公債殖利率之影響
存量效果 (Stock Effect)	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 存量效果為市場預期 Fed 持有債券總額因執行 QE 增加, <u>同時減少該類債券流通在外餘額</u>, 進而壓低長天期公債殖利率<sup>5</sup>。研究指出<sup>6</sup>, <u>Fed 資產負債表規模相對 GDP 比率每增加 1%</u>, <u>可壓低長天期公債殖利率約 4~8bps</u>。</li> <li>➤ 反之, Fed 縮減購債將帶動長天期公債殖利率上揚(本次 Fed 縮減購債之存量變動分析, 請見附錄)。</li> </ul>

<sup>4</sup> D'Amico, Stefania and Thomas King (2011), "Flow and Stock Effect of Large-Scale Treasury Purchases," *Federal Reserve Board*, Apr. ; Fed (2019), "Changing the Pace of Asset Purchases," *2013 Memos*, Board of Governors of the Federal Reserve, Jan. 11.

<sup>5</sup> Hatzius, Jan (2016), "Printing Presses before Helicopters," *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, Mar. 25.

<sup>6</sup> Krishnamurthy, Arvind and Annette Vissing-Jorgensen (2011), "The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates," *Federal Reserve Bank of San Francisco*, Feb. 10 ; Gagnon, Joseph et al. (2011), "The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases," *International Journal of Central Banking*, Mar. ; Hamilton, James and Jing Cynthia Wu (2011), "The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment," *NBER Working Paper Series*, NBER, Apr. ; Alon, Titan and Eric Swanson (2011), "Operation Twist and the Effect of Large-Scale Asset Purchases," *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Apr. 25 ; Engen, Eric et al. (2015), "The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies," *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board, Jan. 14.

主要管道	對長天期公債殖利率之影響
流量效果 (Flow Effect)	<p>➤ 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，利率走跌；惟流量效果相對存量效果較不顯著<sup>7</sup>。</p>
宣告效果 (Signaling Effect)	<p>➤ Fed 宣布調整購債步調的方式會影響市場對政策利率走勢之預期，如宣布購債搭配前瞻指引<sup>8</sup>，將強化市場預期一條較平緩的政策利率走勢，從而壓低長天期公債殖利率。</p> <p>➤ 反之，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<sup>9</sup>，並推升美國公債殖利率。</p>

## 2. 對匯市之可能影響管道

- (1) 資產負債表管道：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。ECB 首席經濟學家 Philip Lane (2019) 即曾指出，該行研究顯示 ECB 資產負債表規模對 Fed 資產負債表規模之比率每增加 1%，歐元對美元匯率貶值約 0.35%<sup>10</sup>。
- (2) 利率管道：市場利率走勢亦與美元匯率升貶有關。當 Fed 實行 QE 政策時，將壓低美債殖利率；反之，當 Fed 縮減購債時，美債殖利率將上揚。歷史經驗顯示，美債殖利率上揚至較高水準，有助吸引國際資金流向美國，使美元匯率走強<sup>11</sup>；過去 20 年來，5 次 10 年期美債殖利率彈升逾 90 個基點期間(包括 2013 年)，其中有 4 次美元指數呈現走升。

<sup>7</sup> D'Amico, Stefania and Thomas King (2011), "Flow and Stock Effect of Large-Scale Treasury Purchases," *Federal Reserve Board*, Apr.

<sup>8</sup> Bauer, Michael and Glenn Rudebusch (2013), "The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases," *Working Paper Series*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Apr. 3.

<sup>9</sup> Fed (2019), "Changing the Pace of Asset Purchases," *2013 Memos*, Board of Governors of the Federal Reserve, Jan. 11.

<sup>10</sup> Lane, Philip (2019), "The International Transmission of Monetary Policy," *Keynote speech, CEPR International Macroeconomics and Finance Programme Meeting*, ECB, Nov. 14.

<sup>11</sup> Meggyesi, Paul et al. (2021), "History Favors the USD on Rising Yields" *J.P.Morgan Research*, Jan. 22.

## (二)回顧 2013 年縮減購債引發之恐慌現象

2013 年 Fed 表示將縮減購債，惟未妥善對外溝通並忽略其宣告效果之影響<sup>12</sup>，致市場預期政策利率將加速攀升<sup>13</sup>，引發美債殖利率大幅上揚、新興市場資金外流及金融動盪，尤其財政失衡及經常帳失衡情況較嚴重之新興經濟體受創最深。近期隨美國經濟持續復甦，市場關注 Fed 縮減購債之時機與方式，是否會重演 2013 年縮減購債恐慌，爰回顧之。

### 1. 2013 年美國公債殖利率急升，新興市場股債市動盪

(1) 10 年期美國公債殖利率從 2013 年 5 月 21 日之 1.926% 急遽攀升逾 100 個基點至 2013 年 9 月的近 3.00%(圖 1)。

(2) 投資者因 Fed 可能調整寬鬆貨幣政策，重新評估風險，一改過去布局風險性資產以追求收益之行為，轉而拋售新興市場股票及債券部位，造成新興市場股市下跌及公債殖利率上揚(圖 2)。

圖 1 2013 年全年 10 年期美國公債殖利率走勢



資料來源：Bloomberg

圖 2 縮減購債恐慌期間，新興市場股債資產遭到拋售



資料來源：Bloomberg

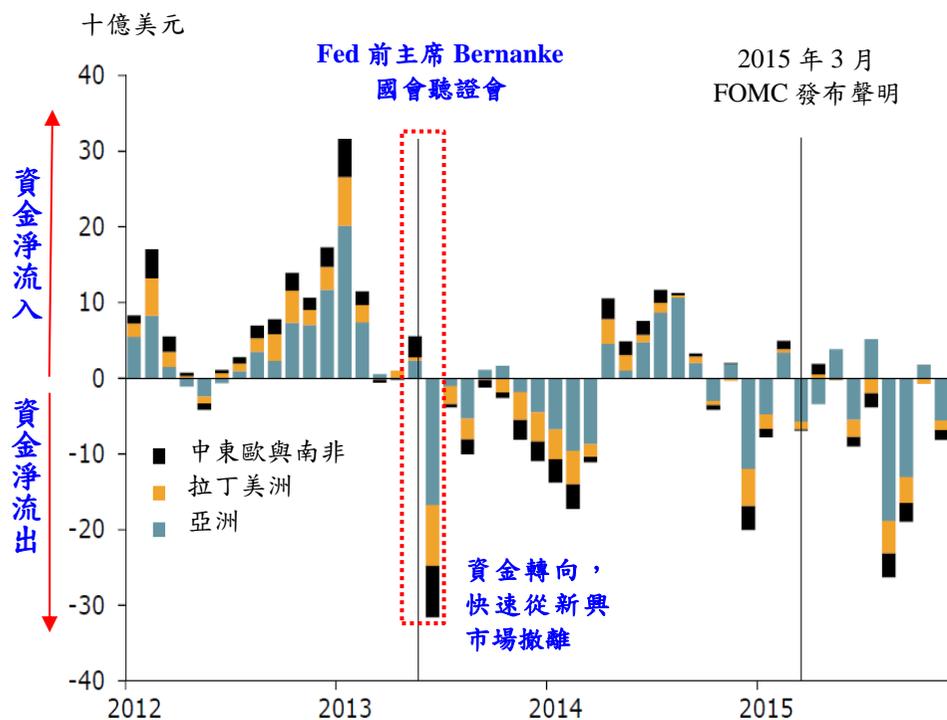
<sup>12</sup> 2020 年 Fed 前主席 Bernanke 承認 2013 年 Fed 在對外溝通縮減購債時，似忽略 QE 退場亦會有強大的宣示效用，且事先需要一致性及高明溝通技巧(參見 Bernanke, Ben S. (2020), "The New Tools of Monetary Policy," American Economic Association Presidential Address, Jan. 4)

<sup>13</sup> 2013 年縮減購債恐慌期間，市場預期 Fed 於未來 2 年內的升息次數由原先 1 次上升到 4 次(當年 9 月)後，才逐漸下降(參見 Bellows, John (2017), "Four Lessons from the Taper Tantrum of 2013," Policy Matters, Western Asset, Aug.)。

## 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

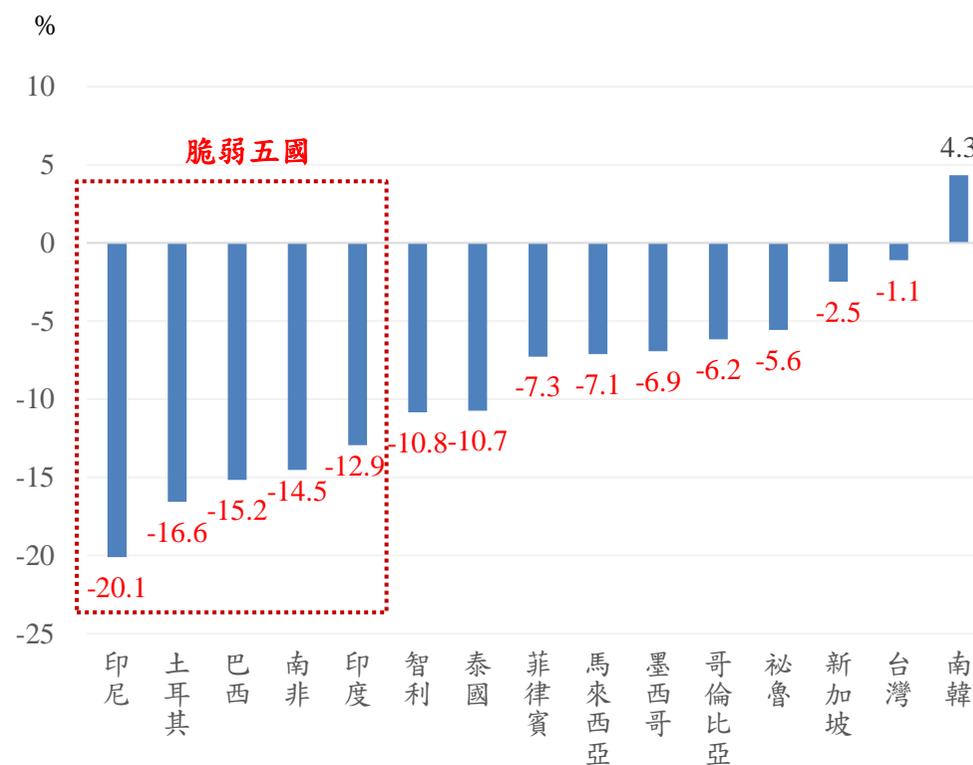
- 因美債殖利率飆升，加以投資者重新評估風險，原本面臨資金流入的新興市場國家，在**縮減購債恐慌期間面臨國際資金快速撤離**(圖 3)。
- 新興市場國家貨幣對美元匯率大多面臨貶值，尤其是**極度仰賴外債支應**的「**脆弱五國**」—巴西、印度、印尼、土耳其、南非等五國貨幣**跌幅最深**(圖 4)。

圖 3 國際資金自新興市場撤離



資料來源：Bevilaqua, Julia et al. (2016), “Fed Policy Liftoff and Emerging Markets,” *San Francisco Fed*, Jul. 18.

圖 4 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不一，取決於其經濟基本面及資本流出入情形<sup>14</sup>

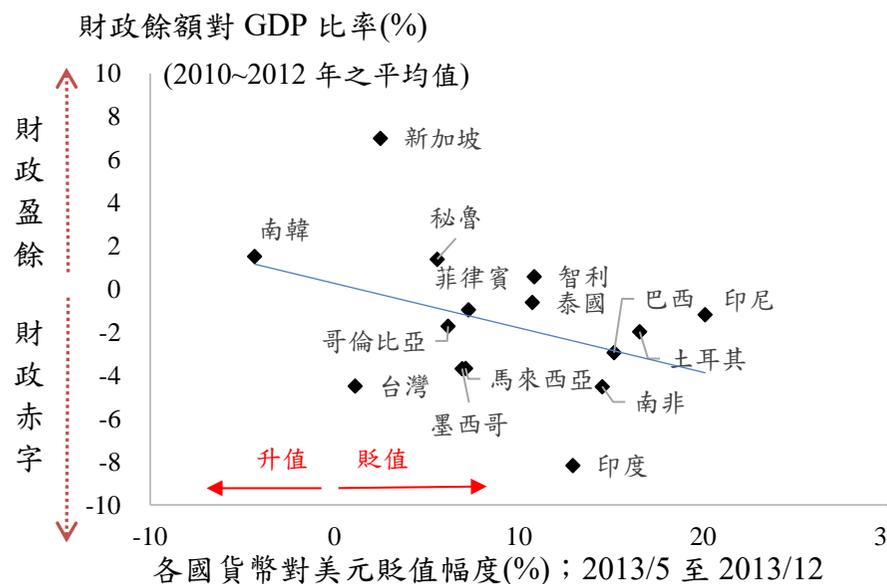
(1) Fed 研究指出，在縮減購債恐慌期間，**經濟體質相對不佳且在恐慌前有較多資本流入的國家**，面臨**較劇烈的資本流出**，導致彼等匯率劇貶，進而提高以外幣計價債務成本並產生輸入性通膨，因而被迫**升息因應**，**更加重其經濟所受之衝擊**。

(2) 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

— 結果顯示，財政赤字對 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**(圖 5、圖 6)；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**。

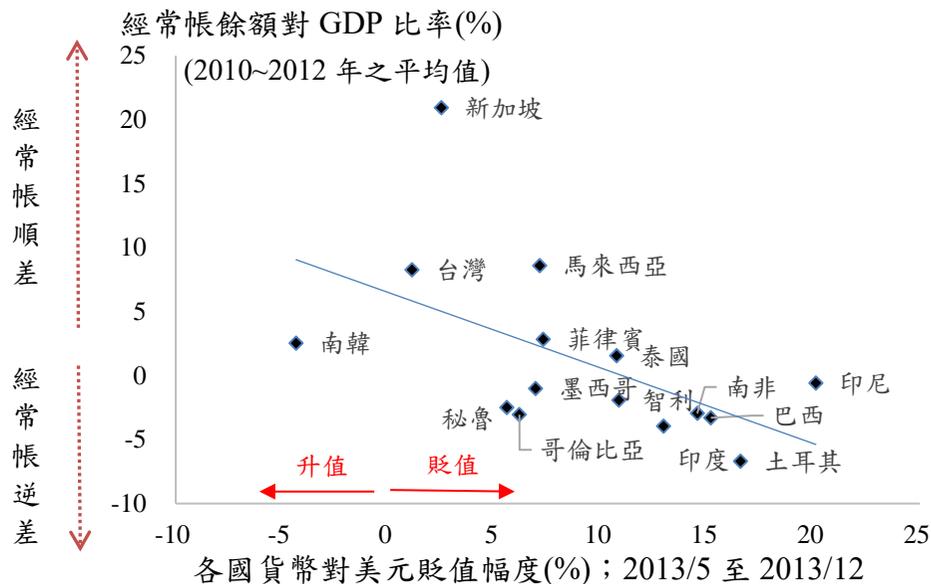
— 實證顯示<sup>15</sup>，**財政赤字對 GDP 比率與經常帳逆差對 GDP 比率各增加 1 個百分點**，匯率貶值幅度分別增加 **0.8** 與 **0.2** 個百分點。

圖 5 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

圖 6 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：IMF World Economic Outlook Database (2021/4)、Bloomberg

<sup>14</sup> Nechio, Fernanda (2014), "Fed Tapering News and Emerging Markets," *FRBSF Economic Letter*, Mar. 3; Bevilaqua, Julia and Fernanda Nechio (2016), "Fed Policy Liftoff and Emerging Markets," *FRBSF Economic Letter*, Jul. 18; Shaghil, Ahmed et al. (2015), "International Financial Spillovers to Emerging Market Economies: How Important Are Economic Fundamentals?," *International Finance Discussion Papers*, Apr.

<sup>15</sup> Dahlhaus, Tatjana, and Garima Vasishtha (2020), "Monetary Policy News in the US: Effects on Emerging Market Capital Flows," *Journal of International Money and Finance*, May 20.

### (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

有鑑於 2013 年縮減購債恐慌之經驗，Fed 此次**加強對外溝通及引導市場預期**，如**特別強調縮減購債與升息並無直接關聯**，以**降低其宣告效果之負面衝擊**。本年下半年迄今，美國債市尚無太大波動，**市場預期 Fed 升息時機尚未有提前之情形**，且**所預期之未來升息幅度亦未大幅增加**，**新興市場經濟體之金融市場表現亦相對平穩**。

#### 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

本年 7 月 FOMC 會議紀錄指出，多數與會成員認為，當未來經濟情勢滿足縮減購債門檻時，**委員會須明確強調，縮減購債與未來升息之間沒有任何連動關係**。另 Powell 於本年 8 月<sup>16</sup>強調，**縮減購債的時機和步調，並不會帶有未來升息時機的直接訊息，且未來 Fed 升息須先滿足不同且更加嚴格的條件**(表 2)。

表 2 Fed 啟動縮減購債及升息之條件比較

	啟動縮減購債 <sup>17</sup>	啟動升息 <sup>18</sup>
前提條件	經濟朝「充分就業」與「物價穩定」目標取得 <b>明顯進展</b> (substantial further progress)。	<ul style="list-style-type: none"> <li>達到「充分就業」與「物價穩定」目標。</li> <li><b>允許通膨溫和超過 2% 一段時間</b>，以致平均通膨率達 2%，且長期通膨預期維持良好錨定在 2%。</li> </ul>
目前狀況	<ul style="list-style-type: none"> <li>大部分 FOMC 與會成員認為物價穩定方面已達「<b>實質進展</b>」目標。</li> <li>惟<b>就業方面尚未達到「實質進展」目標</b>。</li> <li>若經濟發展符合預期；<b>本年開始縮減每月購債規模應屬合適</b>。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>目前美國<b>就業市場距離「充分就業」仍有一段距離</b>。</li> <li><b>近期通膨超過 2% 應為暫時性的</b>，仍有待時間驗證<b>通膨能否持續維持在長期目標水準 2%</b>。</li> <li><b>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</b>。</li> </ul>

<sup>16</sup> Powell, Jerome (2021), “Monetary Policy in the Time of COVID – Speech at Jackson Hole”, Aug. 27.

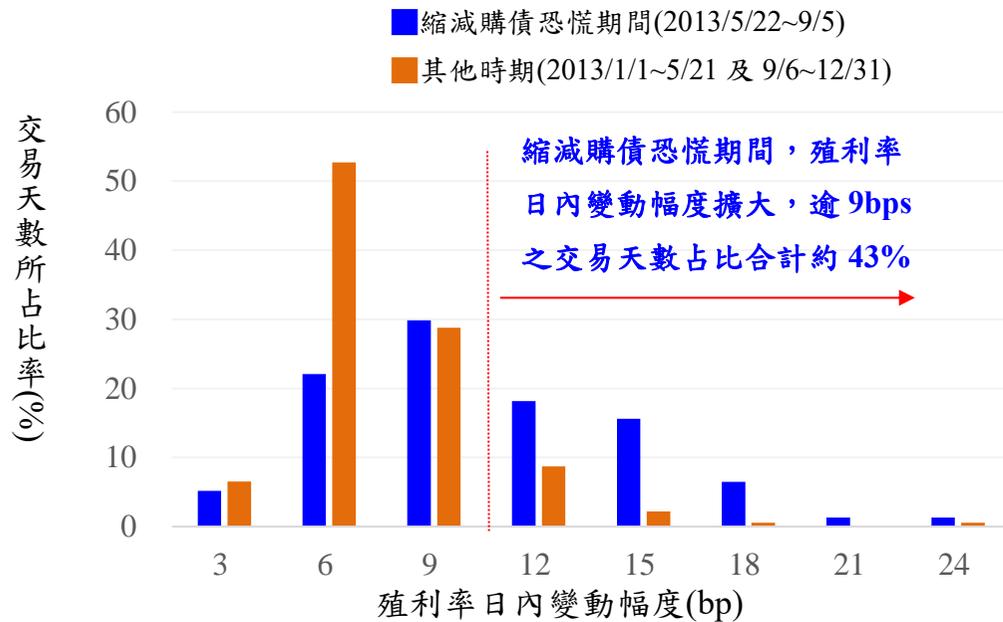
<sup>17</sup> FOMC Statement, *Federal Reserve*, December 16, 2020 ; FOMC Statement, *Federal Reserve*, Jul. 28, 2021.

<sup>18</sup> FOMC Statement, *Federal Reserve*, July 28, 2021 ; Powell, Jerome (2021), “Monetary Policy in the Time of COVID – Speech at Jackson Hole,” Aug. 27.

## 2. 本年7月至今，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

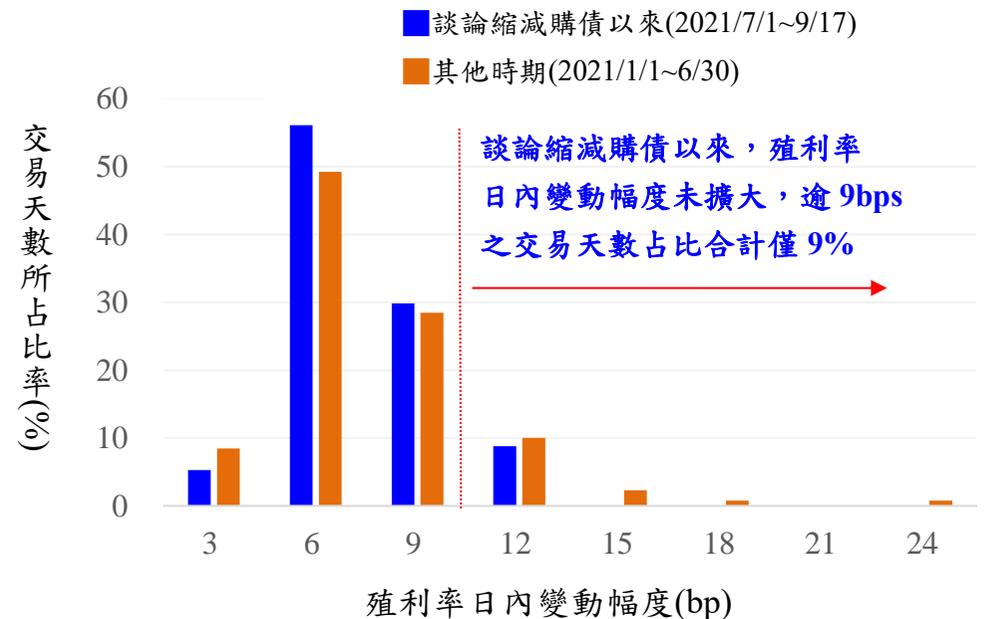
- (1) 2013 年縮減購債恐慌期間(2013/5/22~2013/9/5)，美國公債市場**波動度明顯上升**，以 10 年期公債為例，其**殖利率日內高低點變動幅度擴大，逾 9 bps 之交易天數占比合計約 43%**(圖 7 藍色柱狀體)；相較當年其他時期，日內高低點變動幅度則大多維持在 9 bps 以下(圖 7 橘色柱狀體)。
- (2) 本年 7 月以來，Fed 官員陸續談論縮減購債門檻，美國公債市場**波動度未明顯上升**，以 10 年期公債為例，其**殖利率日內高低點變動幅度逾 9 bps 之交易天數占比合計僅 9%**(圖 8 藍色柱狀體)，且其變動幅度與本年 1~6 月相似(圖 8 橘色柱狀體)，大多維持在 9 bps 以下，此與 2013 年縮減購債恐慌期間債市波動度大幅上升的情形明顯不同。

圖 7 2013 年美國 10 年期公債殖利率日內變動分布情況



資料來源: Bloomberg

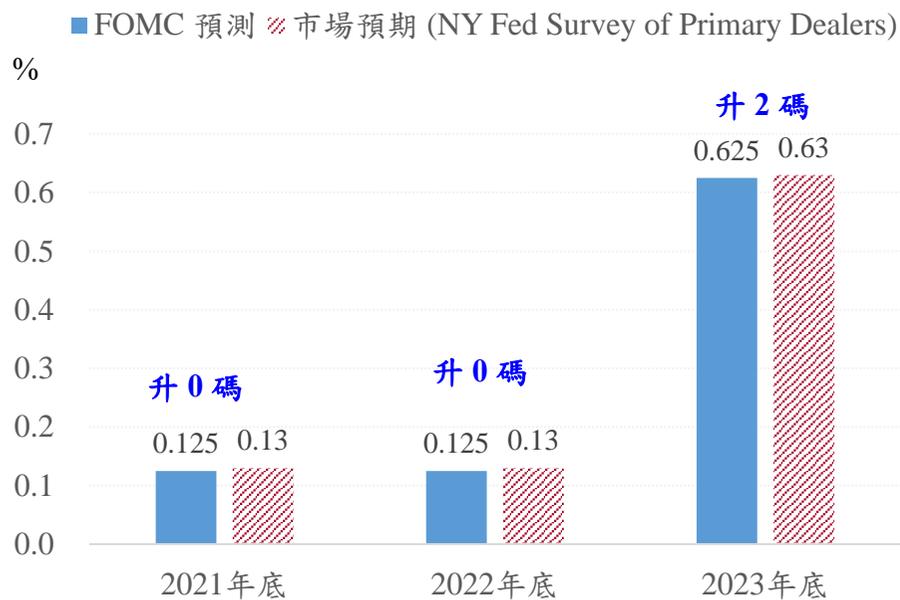
圖 8 2021 年初迄今美國 10 年期公債殖利率日內變動分布情況



資料來源: Bloomberg

- (3) 本年 7 月 NY Fed 訪查主要公債交易商(Primary Dealers)，渠等**預期 Fed 未來升息時點及幅度**(圖 9 紅色長條圖)仍與本年 6 月 **FOMC 經濟估測(Summary of Economic Projection, SEP, 圖 9 藍色長條圖)**大致相符，即維持現行 0 至 0.25% 利率水準，直到 **2023 年才升息**。
- (4) 另美國聯邦資金利率期貨價格顯示，2023 年 2 月聯邦資金利率**維持現行水準之機率達 39.2%**，**升息 1 碼之機率為 38.0%**，其升息時點與 **FOMC 經濟估測之升息時點大致相符**(圖 10)。

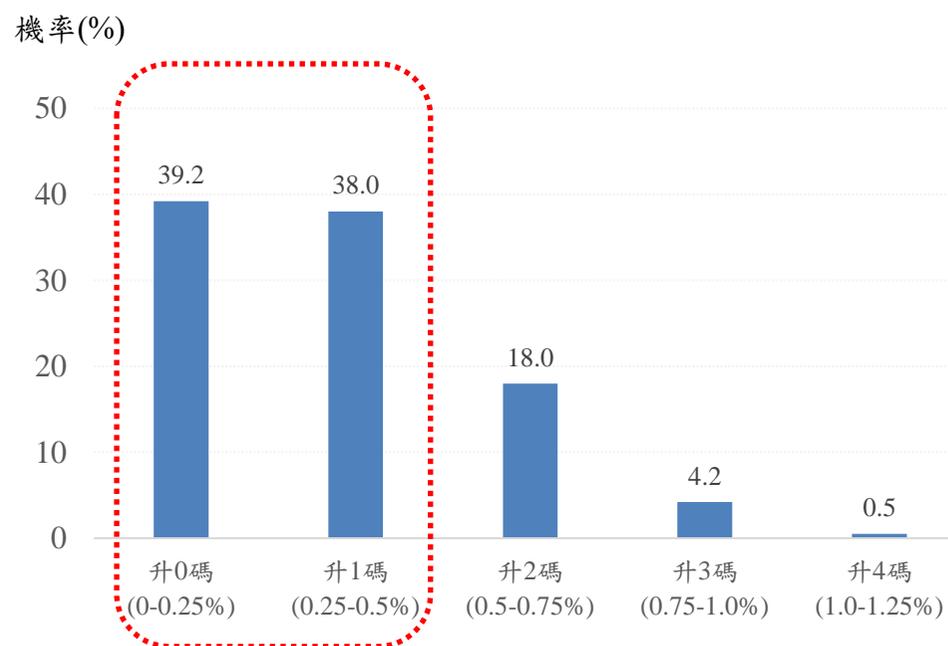
圖 9 市場預期未來 Fed 升息時點及升息幅度與本年 6 月 Fed 經濟估測(SEP)一致



\*此處係指該年底預期聯邦資金利率區間之中點

資料來源: "Responses to Survey of Primary Dealers," *Federal Reserve Bank of New York*, Jul. 19

圖 10 美國聯邦資金期貨隱含之 2023 年 2 月聯邦資金利率水準



\*資料截至 2021 年 9 月 17 日

資料來源: CME

### 3. 本年下半年迄今新興市場股、債市亦相對平穩，尚未受到 Fed 本年可能縮減購債訊息之影響

(1) 自本年 7 月迄今(9/17)，Fed 釋出本年可能縮減購債的訊號，雖拖累**新興市場股票指數**下跌**6.5%**，惟其**跌幅與 2013 年縮減購債恐慌的跌幅(15.7%)<sup>19</sup>相比，尚屬溫和**(圖 11)。

(2) 同期間新興市場公債殖利率呈狹幅盤整，迄今**上揚 12.8 個基點**(圖 12)，**此與 2013 年縮減購債恐慌期間，新興市場債券殖利率急速上升 165 個基點<sup>20</sup>亦不相同**。

圖 11 新興市場股票指數\*



\*此處以MSCI新興市場股票指數為代表，2021年初為基期(=100)。

資料來源: Bloomberg

圖 12 新興市場公債殖利率\*



\*以摩根大通新興市場公債殖利率為代表。

資料來源: Bloomberg

<sup>19</sup> MSCI 新興市場指數自 2013 年 5 月 21 日至該年 6 月 24 日最低點 164.79，跌幅為 **15.7%**(參見圖 2)。

<sup>20</sup> 2013 年 5 月 21 日 JPM 新興市場政府債券收益率 5.34%，最高上漲至 9 月 5 日 6.99%，漲幅約 **165 bps**(參見圖 2)。

#### 4. 目前多數新興市場經濟體經常帳餘額較 2013 年有所改善，外匯存底適足程度亦呈改善

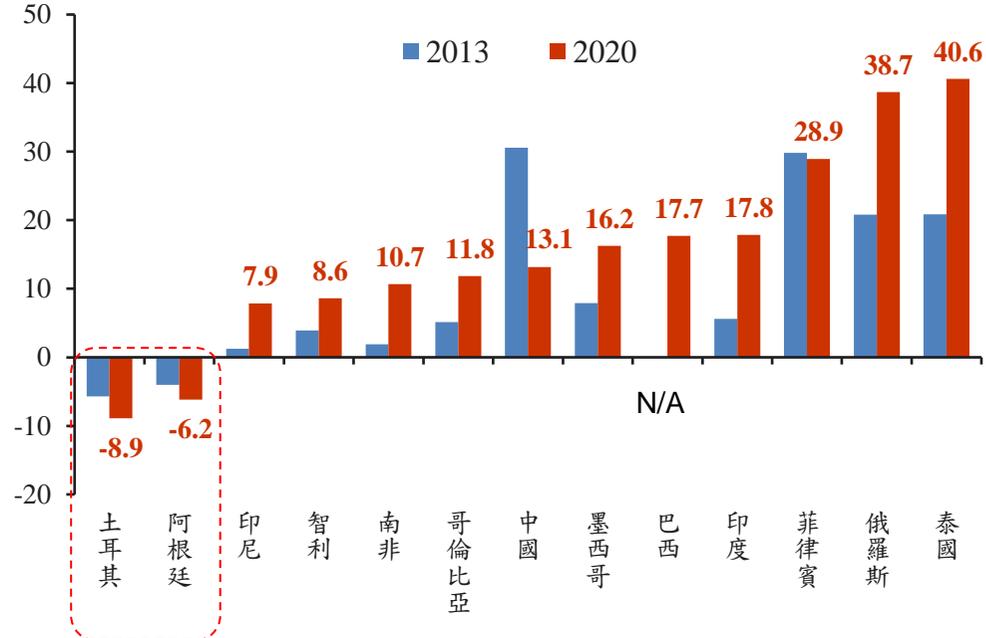
- (1) 相較 2013 年，目前主要新興市場經濟體經常帳餘額對 GDP 比率已明顯改善(僅哥倫比亞與菲律賓轉趨惡化，圖 13)，顯示該等經濟體更有抵禦外部衝擊的能力。
- (2) Dallas Fed 研究指出<sup>21</sup>，當一國外匯存底適足率(reserve adequacy)<sup>22</sup>高於 7%時，其國內利率受 Fed 緊縮政策或移除寬鬆政策的影響明顯較小。目前主要新興市場經濟體外匯存底適足率多已超過 7%(僅土耳其及阿根廷除外)，且明顯較 2013 年改善(圖 14)。

圖 13 新興市場經濟體經常帳餘額相對 GDP 比率



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

圖 14 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.

<sup>21</sup> 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.

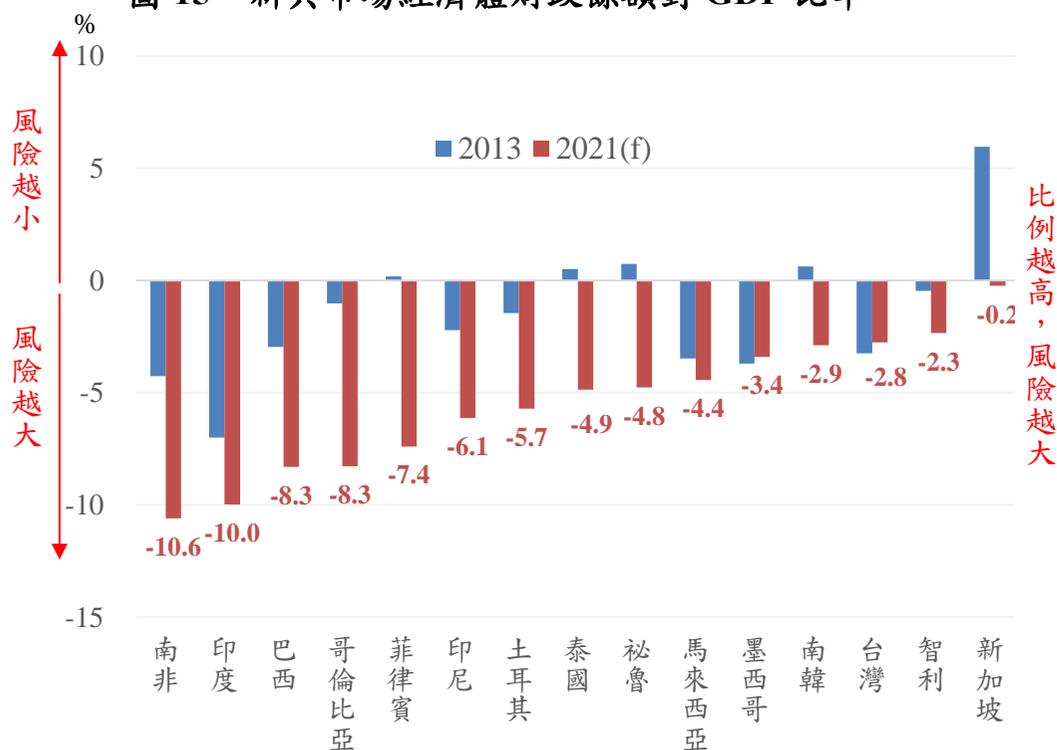
<sup>22</sup> 外匯存底適足程度 = (外匯存底 - 短期外幣計價外債 + 經常帳餘額) / 該經濟體 GDP \* 100%。

5. 惟新興市場經濟體財政餘額因疫情而惡化，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將加重其償債壓力，故宜密切注意

(1) 上年主要新興市場經濟體為緩和 COVID-19 疫情衝擊而擴大紓困，致渠等**財政餘額相對 GDP 比率**大幅惡化(圖 15)，恐增加金融不穩定風險，而較容易受到美國公債殖利率上揚之衝擊。

(2) 另當前新興市場經濟體**政府外債餘額相對 GDP 比率**多高於 2013 年水準(圖 16)，未來若 Fed 縮減購債帶動**美債殖利率上揚及國際美元走強**，將**增加新發行債券成本及償還渠等既有美元債務壓力**。

圖 15 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)

圖 16 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)

#### (四) 結論

2013 年 Fed 未妥善對外**溝通**縮減購債，引發縮減購債恐慌，包括美國公債殖利率大幅上揚，國際資金自新興市場大幅撤離，造成新興市場**股債價格下跌**且**渠等貨幣**對美元匯率**大幅貶值**，尤以**財政失衡及經常帳失衡情況較嚴重**之新興市場國家，如巴西、印度、印尼、土耳其及南非等「**脆弱五國**」最為明顯。

隨著美國經濟展望持續改善，本年 Fed 可能宣布啟動縮減購債。鑑於 2013 年的經驗，Fed 主席 Powell 更加重視**對外溝通**以事前引導市場預期，除強調**Fed 縮減購債與升息之間並無直接關聯**，且言明**未來 Fed 升息條件比縮減購債更加嚴格**，希望藉由將**縮減購債與升息兩者脫鉤**，降低縮減購債宣告效果之負面衝擊。

自本年 7 月 Fed 釋出可能縮減購債之訊息以來，美國公債殖利率波動尚稱平穩，且市場預期未來 Fed 升息時點仍落在 2023 年，此與本年 6 月 FOMC 經濟估測一致；新興市場迄今**股債市表現亦尚稱平穩**，前述現象隱含市場似已充分反映 Fed 之引導。此外，**當前多數新興市場經濟體之經常帳餘額及外匯存底適足程度較 2013 年改善**，即使國際資金自新興市場經濟體撤離，對渠等衝擊**似將較 2013 年溫和**。

本次 Fed 更加審慎對外溝通如何縮減購債之訊息，有助**平穩市場反應**，**美債長天期利率可望緩步回升**，應不致**引發國際資金大幅移動**；惟未來若 Fed 縮減購債，帶動美國公債殖利率大幅上揚及美元走強，**財政餘額對 GDP 比率及政府外債對 GDP 比率明顯較 2013 年惡化的新興市場經濟體**，仍有可能面臨**股、債、匯市動盪加劇之風險**，因此宜密切關注 Fed 後續調整購債之動作與潛在影響。

## 附錄：本次 Fed 啟動縮減購債之時點及可能情境

目前 Fed 每個月分別購買 800 億美元美國公債及 400 億美元 Agency MBS，合計 1,200 億美元。截至本年 6 月 30 日 Fed 分別持有 5.18 兆美元美國公債及 2.32 兆美元 Agency MBS，兩者合計約 7.50 兆美元。

1. 此處以 3 種假設情境模擬 Fed 持有美國公債及 Agency MBS 的合計部位路徑：

### (1) 情境 1：以 2013 年至 2014 年 Fed 縮減購債實例作為基礎<sup>23</sup>

- 假設 2021 年 11 月 FOMC 會議正式宣布啟動縮減購債，每次會議之下個月分別減少購債 100 億美元美國公債及 50 億美元 Agency MBS，直到 2022 年 9 月底為止(每月購債額度如下圖)。

附圖 1 Fed 每月購買美國公債及 Agency MBS 金額(情境 1)



資料來源：Fed；本行自行估算

<sup>23</sup> 2013 年 12 月 Fed 宣布，自 2014 年 1 月起原先每月分別購買 450 億美元美國公債及 400 億美元 Agency MBS(合計 850 億美元)各縮減 50 億美元(合計減少 100 億美元)。之後於每次 FOMC 會議之次月再各減少 50 億美元美國公債及 Agency MBS 購債，直到 2014 年 10 月底執行完畢。日前 New York Fed 總裁 John Williams 表示，本次縮減購債無須依循過去步調或特定時程表(參見 Timiraos, Nick (2021), “Fed Officials Prepare for November Reduction in Bond Buying,” *Wall Street Journal*, Sep. 10)。

(2) **情境 2**：依 2021 年 7 月 New York Fed 針對**主要公債交易商(Primary Dealer)預期調查(中位數)推估**。假設 Fed 在 2022 年 1 月開始縮減購債至該年 9 月底**執行完畢(為期 9 個月)**<sup>24</sup>。

(3) **情境 3**：依**Fed 理事 Waller 提出之縮減方式推估**<sup>25</sup>。假設 Fed 在 2021 年 12 月開始縮減購債，每月分別自動**減少購債 100 億美元美國公債及 50 億美元 Agency MBS**，至 2022 年 7 月底**執行完畢(為期 8 個月)**。

**附表 1 明年底 Fed 持有美國公債及 Agency MBS 部位之三情境**

情境	啟動時點	結束時點	2022年購買金額(億美元)			2022年底預估Fed持有美國公債及Agency MBS部位(億美元)
			美國公債(1)	Agency MBS(2)	合計(3)=(1)+(2)	
情境1 依照2013年~2014年 Fed Taper模式自行推估	2021年12月	2022年9月底(10個月)	3,100	1,550	4,650	86,700
情境2 根據2021年7月 NY Fed訪查Primary Dealer之預期	2022年初	2022年9月底(9個月)	3,700	1,530	5,230	87,430
情境3 根據Fed 理事Waller建議	2021年12月	2022年7月底(8個月)	2,100	1,050	3,150	85,200

\*情境 1: 2022 年 12 月底約 8.67 兆美元(=8.2 兆美元+0.31 兆美元+0.155 兆美元)

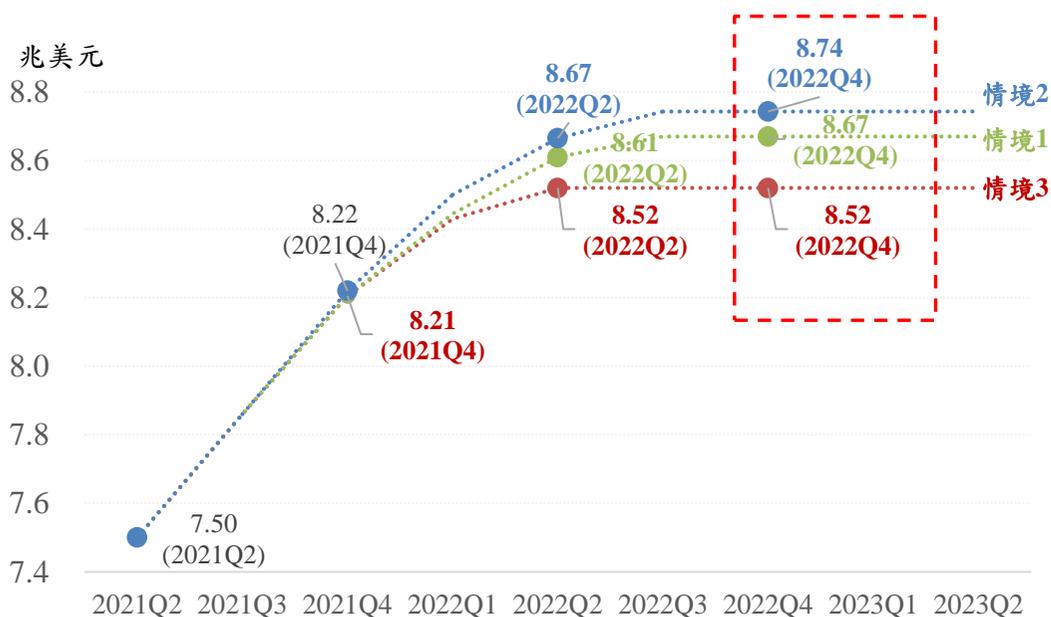
資料來源：Fed，NY Fed；本行自行估算

<sup>24</sup> 2022 年第一季分別購買 1,900 億美元美國公債及 900 億 Agency MBS(合計 2,800 億美元);2022 年第二季分別購買 1,200 億美元美國公債及 450 億 Agency MBS(合計 1,650 億美元);2022 年第三季分別購買 600 億美元美國公債及 180 億 Agency MBS(合計 780 億美元)(參見“Responses to Survey of Primary Dealers,” *Federal Reserve Bank of New York*, Jul. 19)。

<sup>25</sup> Saphir, Ann (2021), “Fed’s Waller: ‘Go Early and Go Fast’ on Taper,” *Reuters*, Aug. 3 ; Timiraos, Nick (2021), “Fed Officials Prepare for November Reduction in Bond Buying,” *Wall Street Journal*, Sep. 10

2. Fed 持有美國公債及 Agency MBS 部位仍將持續成長：由本年 6 月底 7.5 兆美元，增加至本年底約 8.2 兆美元，明年底續增至 8.52 兆美元至 8.74 兆美元區間(附圖 2)，惟三種情境在縮減購債規模及執行期間上差異不大。
3. 觀察三種 Taper 情境與既有購債步調(未 Taper)總購債規模之差異(附表 2)；
- (1) 情境 1：2022 年將購買 3,100 億美元美國公債(較目前購債步調少 6,500 億美元，減幅約當美國 GDP 之 3.1%)。
- (2) 情境 2：2022 年將購買 3,700 億美元美國公債(較目前購債步調少 5,900 億美元，減幅約當美國 GDP 之 2.8%)。
- (3) 情境 3：2022 年將購買 2,100 億美元美國公債(較目前購債步調少 7,500 億美元，減幅約當美國 GDP 之 3.6%)。

附圖 2 明年底 Fed 持有美國公債及 Agency MBS 部位



\*虛線為預測值。

資料來源：情境 2 為 New York Fed；其餘為本行自行估算

附表 2 明年 Fed 購買美國公債及 Agency MBS 金額與既有購債步調之差異\*

單位：億美元

情境	資產類別	在執行Taper下， 2022年總購債規模 (1)	未執行Taper下， 2022年總購債規模 (2)	差異 (3)=(2)-(1)
情境1	美國公債	3,100	9,600	6,500
	Agency MBS	1,550	4,800	3,250
情境2	美國公債	3,700	9,600	5,900
	Agency MBS	1,530	4,800	3,270
情境3	美國公債	2,100	9,600	7,500
	Agency MBS	1,050	4,800	3,750

\*目前 Fed 每月分別購買 800 億美元美國公債及 400 億美元 Agency MBS

資料來源：情境 2 為 New York Fed；其餘為本行自行估算